세아베스틸(001430)

매수(유지)

목표주가: 21,000원(유지)

NDR 후기: 태산을 만들 티끌을 모으는 중

국내 기관투자자 대상으로 NDR 진행

지난 5일 국내 기관투자자 대상으로 NDR을 진행했다. 회사는 3분기 실적에 대한 내용과 향후 미래 성장동력에 대해 소개했다. 투자자의 주요 관심사는 4분기 이후의 업황 개선 여부, 2019년 배당정책, 그리고 최근 인수한 알코닉코리아의 역할 등 향후 성장동력에 대한 내용이었다.

주요 이슈는 4분기 이후의 업황, 그리고 배당

주요 관심사는 부진한 3분기 실적이 4분기 이후에 개선될 수 있을지 여부와 배당이었다. 4분기 전체 업황을 확정적으로 이야기하기는 어렵지만 10월 이후 판매현황은 그리 긍정적이지만은 않았다. 글로벌 경기와 정책 등의 변화가 거의 없었으므로 전방산업 부진에서 시작된 판매량 감소는 쉽사리 회복되기 어려워 보인다. 이와 동시에 경기부진 국면에서의 4분기는 재고부담 등으로 판매가 감소하는 시기로 4분기 별도 판매량을 380만톤으로 전망한다. 2018년 배당성향 144.1%, 주당 배당금 850원 등 적극적인 주주 친화정책의 기업문화를 고려할 때 올해 실적 부진 때문에 배당이 급감하지는 않을 것이다. 그러나 전방산업의 영향으로 실적이 부진했음을 고려할 때 작년과 동일한 수준의 배당을 기대하기는 어려울 것이다. 우리는 주당 배당금 750원, 배당성향 120%를 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 21,000원 유지

세아베스틸에 대해 매수의견과 목표주가 21,000원을 유지한다. 판매량 부진이 지속되는 등 4분기 가파른 실적 턴어라운드를 기대하기는 어렵지만 2020년부터 알코닉코리아 실적(2018년 영업이익 89억원, 영업이익률 14.4%)이 연결로 반영됨과 동시에 적자사업부인 대형 단조가 고부가가치 아이템의 신규 수주를 하는 등 2019년을 저점으로 안정적인 성장이 예상되기 때문이다. 올해도 예상되는 적극적인 배당정책과 동시에 가격부담 또한 크지 않아 현재는 세아베스틸을 매수하기에 좋은 시기라고 판단한다.

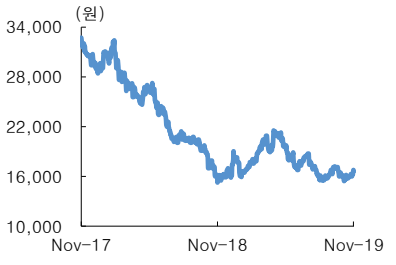
Stock Data

KOSPI(11/6)		2,144
주가(11/6)		16,500
시가총액(십억원)		592
발행주식수(백만)		36
52주 최고/최저가(원)		21,550/15,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)		605
유동주식비율/외국인지분율(%)		33.4/8.6
주요주주(%)	세아홀딩스 외 4 인	65.9
	국민연금공단	7.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.5	(15.6)	5.8
KOSPI 대비(%p)	(3.6)	(13.2)	3.2

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	3,055	189	127	3,560	42.9	346	8.2	6.4	0.6	7.1	3.1
2018A	3,278	56	21	590	(83.4)	221	30.0	8.5	0.3	1.1	4.8
2019F	2,969	41	22	626	6.1	204	24.9	10.1	0.3	1.2	4.8
2020F	3,116	78	51	1,436	129.5	238	10.9	10.2	0.3	2.7	5.1
2021F	3,276	82	54	1,508	5.0	239	10.3	11.2	0.3	2.8	5.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정하늘
sky_j@truefriend.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

FAQ #1 2019년 4분기 업황은 크게 달라지지 않았다

3분기 연결 매출액은 7,149억원으로 전분기대비 9.6% 감소했으나4.2억원 영업손실을 기록하는 등 적자 전환했다. 자동차 등 전방산업의 생산량 감소의 영향과 하계휴가와 추석 연휴 등 조업일수 감소로 별도 기준 판매량이 34만톤으로 전분기대비 28.7% 감소했기 때문이다. 그렇다면 4분기 판매량 회복을 기대할 수 있을까? 실적 리뷰 자료에서 언급한 바와 같이 경기부진에 따른 4분기 고객사의 재고 부담 등을 고려할 때 막연한 판매량 증가를 기대하기 어렵다.

이와 동시에 10월 이후 판매현황이 그리 긍정적이지 않다. 글로벌 경기와 정책 등의 변화가 거의 미미했음을 고려할 때 전방산업의 부진에서 시작된 판매량 감소가 몇 개월의 시차를 두고 바로 회복되었을 것으로 기대하기 어렵다. 이와 동시에 경기부진 국면에서의 4분기는 재고부담 등 때문에 판매가 감소하는 시기이다. 이에 따라 4분기 별도 판매량은 380만톤으로 전분기대비 7.7% 감소를 전망한다.

FAQ #2 현대제철 특수강 진출에 따른 추가 위축 가능성

2015년 현대제철의 특수강 사업 진출 선언과 2017년말 제품 판매가 시작된 이후 세아베스틸의 자동차향 특수강 매출액은 2016년 610억원에서 2018년 470억원으로 23%가량 감소했다. 이와 동시에 전체 매출에서 자동차 부문이 차지하는 비중 역시 2016년 37.7%에서 2018년 23.0%, 그리고 2019년 3분기말 기준 23.5%까지 낮아졌다. 한편 현대제철의 당진 특수강 공장의 가동률은 3분기 기준 80%에 불과하므로 추가적인 판매량 저하에 대한 우려감이 제기된 바 있다.

현대제철 특수강에서 세아베스틸과 경쟁하는 부분인 소형 압연재는 40만톤의 설비가 대부분 가동되고 있으므로 추가적인 자동차향 특수강 판매량 감소는 우려되지 않는다. 사실상 현대기아차향 점유율의 문제보다는 국내 자동차 생산량 규모 감소 영향이 더 크게 반영되고 있다.

FAQ #3 2019년 배당정책

2018년 세아베스틸의 배당성향은 144.1%, 주당 배당금은 850원에 달했다. 배당성향보다는 주당 배당금 규모를 유지하는 선에서 결정되는 배당정책을 가지고 있기 때문이다. 올해 실적 부진이 우려되지만 적극적인 주주 친화정책을 지속하고 있는 기업 문화를 고려할 때 올해 배당 역시 급감하지 않을 것으로 예상된다.

올해 하반기 실적부진에도 불구하고 2018년 4분기 통상임금 관련 일회성 비용 350억원 반영되어 2019년의 지배주주 순이익은 223억원으로 2018년과 크게 달라지지 않을 것으로 판단한다. 그러나 현재의 실적부진이 전방산업의 업황부진에서 시작된 것임을 고려할 때 작년과 동일한 수준의 배당을 기대하기는 어려울 것으로 판단한다. 우리는 주당 배당금 750원을 예상한다. 전년대비 주당 배당금은 줄어들지만 여전히 배당성향 120%로 적극적인 주주 친화정책은 지속될 것으로 전망하기 때문이다.

FAQ #4 미래전략은 '티끌 모아 태산'

지난 10월 30일 세아베스틸은 알코닉코리아를 인수했다고 공시했다. 알코닉코리아의 2018년 영업이익 89억원으로 영업이익률 14.4%의 고강도 알루미늄 합금 제조사이다. 2019년 세아베스틸의 연간 영업이익이 410억으로 전망되므로 알코닉코리아의 비중은 약 18% 수준이다. 2년간 영업권 보장을 전제로 인수했으므로 적어도 2021년까지는 현재의 높은 영업이익률이 유지될 것이다. 물론 알코닉코리아 규모를 고려할 때 세아베스틸의 방향성을 바꿀 수준은 아니지만 포트폴리오 다변화를 통한 안정성을 확보라는 측면에서는 기여할 수 있을 것이다.

태산을 만들기 위한 티끌은 알코닉코리아 외에도 3가지가 더 있다. 두번째는 세아베스틸 내 대형단조 사업부이다. 동 사업부는 과거 조선용 단조를 판매해왔다. 전방산업의 부진으로 가동률이 50%에 그치는 등 연간 영업적자 250억원을 기록해왔다. 한편 지난 3분기 글로벌 원자력 후행핵주기 기업인 ORANO TN과 총 17기의 CASK 공급계약을 체결했다. 물론 첫 고부가가치 사업 계약이므로 규모나 영업이익률을 높게 기대하기는 어렵다. 그러나 원전 핵연료 처리 제품, 석유화학 플랜트 탱크 등 고부가가치 제품의 수주가 나오기 시작한다면 현재는 적자 사업부지만 향후 이익 개선에 분명 도움이 될 수 있을 것이다.

세번째는 해외 판매법인의 2차 가공 기지 전환이다. 먼저 베트남 판매법인은 베어링용 무계목강관 가공을 위한 법인을 설립했다. 이미 글로벌 베어링 1위 기업인 셰플러로의 수주를 획득했음을 고려할 때 2021년부터 연간 매출액 350억원, 영업이익률 17% 수준이 전망된다. 물론 향후의 수익성은 셰플러 등 베어링 업체의 수주 획득이 관건이다. 그러나 단순한 해외 판매법인에서 본사의 제품을 2차 가공함으로써 부가가치를 창출할 수 있을 것이다.

마지막 티끌은 스테인리스 정밀관 사업으로의 진출이다. 세아창원특수강은 투자법인 HPP 산하의 제조사업부분인 CTC를 인수했다. CTC는 중국 신척실업그룹과 중국JV를 설립해 스테인리스 정밀관(튜브) 제조를 시작할 예정이다. 스테인리스 정밀관은 의료장비에 사용되는 제품으로 중국 의약 및 반도체 시장으로의 진출을 목표로 하고 있다.

알코닉코리아, 대형단조의 고부가가치 제품 수주, 해외 판매법인의 변화, 그리고 중국 스테인리스 정밀관 진출은 세아베스틸의 신사업이다. 중국 사업을 제외한 세가지 부문이 회사의 계획대로 정상 가동될 때 예상 가능한 영업이익은 약 220억원 수준이다. 2019년 영업이익을 410억원으로 전망해볼 때 이는 영업이익의 54% 증가를 의미한다. 티끌 모아 태산이라는 속담이 현실화될지 여부는 향후 신사업의 수주를 통해 확인해야 할 것이다.

<표 1> 실적 추정

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	2018	2019F	2020F	2021F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F
매출액	**3,278**	**2,969**	**3,116**	**3,276**	**830**	**840**	**827**	**781**	**781**	**790**	**715**	**683**
세아베스틸 별도	2,042	1,748	1,804	1,897	524	524	514	481	493	476	406	372
제품별 판매량	2,077	1,753	1,842	1,937	549	535	516	477	485	475	412	380
특수강	2,045	1,717	1,803	1,893	540	528	508	468	477	466	403	371
기타(대형단조)	32	36	39	43	9	7	8	9	8	10	9	9
제품별 판매단가	983	997	979	980	954	980	995	1,008	1,015	1,002	987	979
특수강	958	967	948	948	930	959	972	973	987	973	957	945
기타(대형단조)	1,982	1,902	1,902	1,902	1,919	1,918	1,915	2,148	2,114	1,949	1,783	1,783
세아창원특수강	1,229	1,198	1,222	1,246	310	312	309	299	291	305	294	307
그 외	6	23	90	132	520	528	518	483	489	485	421	376
영업이익	**55.9**	**41.1**	**77.9**	**81.9**	**35.2**	**35.4**	**16.9**	**(31.7)**	**16.6**	**25.1**	**(0.4)**	**(0.1)**
세아베스틸 별도	13.1	3.2	36.1	57.5	20.9	22.2	5.0	(35.1)	13.7	10.2	(15.6)	(5.1)
세아창원특수강	37.9	41.3	42.3	43.4	14.4	13.0	9.8	0.7	5.9	13.2	12.3	10.0
영업이익률	**1.7**	**1.4**	**2.5**	**2.5**	**4.2**	**4.2**	**2.0**	**적전**	**2.1**	**3.2**	**적전**	**적지**
세아베스틸 별도	0.6	0.2	2.0	3.0	4.0	4.2	1.0	적전	2.8	2.1	적전	적지
세아창원특수강	3.1	3.5	3.5	3.5	4.7	4.2	3.2	0.2	2.0	4.3	4.2	3.3
지배주주순이익	**21.0**	**22.5**	**51.0**	**53.6**	**28.5**	**10.6**	**7.1**	**(25.1)**	**11.7**	**10.1**	**0.3**	**0.4**

자료: 세아베스틸, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1955년 대한중기공업을 모태로 시작해 1990년 기아특수강으로 사명을 변경해 본격적으로 자동차 특수강을 생산하기 시작. IMF를 거치며 법정관리에 들어간 기아그룹에서 2003년 세아그룹으로 편입되면서 현재의 사명으로 변경. 시장 점유율 40%에 육박하는 명실상부 국내 특수강의 일인자. 제품별 매출 비중은 특수강 95.8%, 대형단조 3.4%(2018년 기준).

- 특수강: 탄소량이 많은 특수 용도의 고탄소강과 탄소 외에 합금원소를 첨가해 특성을 개량한 합금강을 포함
- 베어링: 회전 및 직선 운동을 하는 축을 지지하는 역할. 회전축을 지지하는 기계요소
- 와이어로프: 탄소강선을 꼬아서 스트랜드(strand)를 만들고 이를 1줄의 마(摩)로프를 중심으로 꼬아서 만든 줄
- Seamless(무계목강관): 접합부가 없는 강관을 의미하며 소재에 구멍을 뚫은 다음 가공

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,226	1,381	1,431	1,876	2,323
현금성자산	12	72	104	125	203
매출채권및기타채권	398	399	460	686	819
재고자산	794	897	831	997	1,147
비유동자산	2,365	2,338	2,296	2,270	2,244
투자자산	70	74	67	70	74
유형자산	2,255	2,224	2,193	2,162	2,131
무형자산	14	13	12	12	13
자산총계	3,591	3,719	3,727	4,146	4,567
유동부채	634	982	1,294	1,784	2,221
매입채무및기타채무	338	301	148	125	66
단기차입금및단기사채	94	491	889	1,286	1,684
유동성장기부채	181	125	125	125	125
비유동부채	854	742	440	340	295
사채	359	239	120	120	120
장기차입금및금융부채	312	291	269	218	166
부채총계	1,488	1,724	1,734	2,124	2,516
지배주주지분	1,836	1,860	1,855	1,878	1,901
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309	309
기타자본	50	90	90	90	90
이익잉여금	1,252	1,245	1,241	1,263	1,287
비지배주주지분	267	135	138	144	149
자본총계	2,103	1,995	1,993	2,021	2,051

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	3,055	3,278	2,969	3,116	3,276
매출원가	2,737	3,088	2,791	2,898	3,047
매출총이익	319	190	178	218	229
판매관리비	130	134	137	140	147
영업이익	189	56	41	78	82
금융수익	15	22	27	45	55
이자수익	1	1	2	3	4
금융비용	40	43	36	45	55
이자비용	28	28	36	45	55
기타영업외손익	6	(7)	0	0	0
관계기업관련손익	5	1	1	2	2
세전계속사업이익	173	30	33	80	84
법인세비용	36	5	8	23	24
연결당기순이익	137	25	25	57	60
지배주주지분순이익	127	21	22	51	54
기타포괄이익	0	(5)	0	0	0
총포괄이익	137	19	25	57	60
지배주주지분포괄이익	127	16	22	51	54
EBITDA	346	221	204	238	239

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	222	88	(110)	(197)	(75)
당기순이익	137	25	25	57	60
유형자산감가상각비	156	164	161	159	156
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(106)	(142)	(249)	(399)	(296)
기타	34	40	(48)	(14)	4
투자활동현금흐름	(126)	(92)	(140)	(148)	(210)
유형자산투자	(97)	(82)	(130)	(128)	(125)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(25)	(9)	8	(1)	(2)
무형자산순증	(2)	(0)	0	(2)	(2)
기타	(3)	(1)	(17)	(18)	(82)
재무활동현금흐름	(104)	63	282	366	364
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(75)	155	311	400	400
배당금지급	(28)	(32)	(30)	(27)	(28)
기타	(0)	(60)	1	(7)	(8)
기타현금흐름	(2)	0	0	0	0
현금의증가	(10)	59	32	21	78

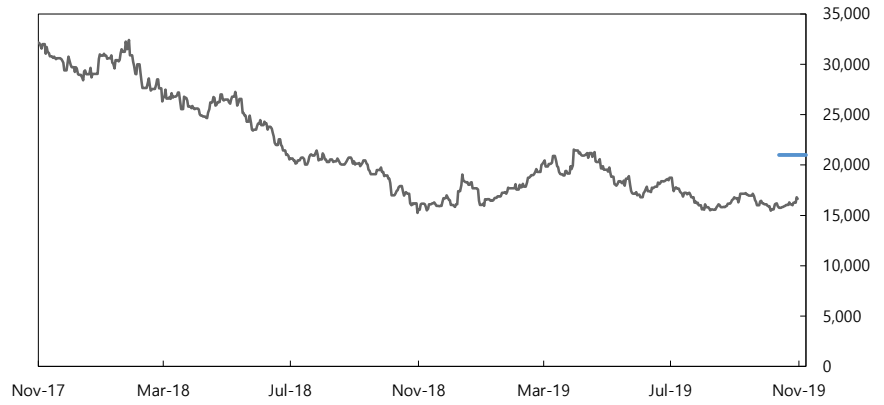
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,560	590	626	1,436	1,508
BPS	51,481	52,132	52,008	52,640	53,293
DPS	900	850	750	800	850
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.7	7.3	(9.4)	5.0	5.1
영업이익증가율	31.4	(70.4)	(26.6)	90.2	5.1
순이익증가율	42.8	(83.4)	6.1	129.5	5.0
EPS증가율	42.9	(83.4)	6.1	129.5	5.0
EBITDA증가율	17.3	(35.9)	(8.1)	16.8	0.5
수익성(%)					
영업이익률	6.2	1.7	1.4	2.5	2.5
순이익률	4.1	0.6	0.8	1.6	1.6
EBITDA Margin	11.3	6.8	6.9	7.6	7.3
ROA	3.8	0.7	0.7	1.4	1.4
ROE	7.1	1.1	1.2	2.7	2.8
배당수익률	3.1	4.8	4.8	5.1	5.4
배당성향	25.3	144.1	119.9	55.7	56.4
안정성					
순차입금(십억원)	917	1,119	1,378	1,740	1,978
차입금/자본총계비율(%)	45.0	60.2	75.9	94.6	112.7
Valuation(X)					
PER	8.2	30.0	24.9	10.9	10.3
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.4	8.5	10.1	10.2	11.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
세아베스틸 (001430)	2019.10.18	매수	21,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 11월 6일 현재 세아베스틸 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81%	19%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.