

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

세아베스틸 (001430KS | Buy 유지 | TP 21,000원 하향)

20년에는 질적 성장을 위한 과도기가 될 전망

세아베스틸의 수요 산업이 부진합니다. 자동차와 건설중장비 판매량이 줄어들고 있습니다. 이를 극복하기 위해서 고부가가치인 에너지와 베어링 강종 판매량을 증가시키기 위한 노력을 하고 있습니다. 20년에는 질적 성장을 위한 과도기에 진입하나, 대형단조 적자폭이 축소되고, 베트남 법인 설립으로 성장 발판을 마련한 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지합니다.

최근 탐방을 통해, 세아베스틸의 수요산업 부진이 지속되고 있다는 점을 확인

- 자동차와 건설중장비 판매량 감소하고, 유럽 자동차향 수출도 줄어들고 있음. 자동차 생산량은 3분기 185.6만톤(국내 88.7만톤, 해외 96.9만톤)으로 -8%QoQ, -2.4%YoY. 국내 생산량 감소 영향이 컸음. 건설중장비 생산량은 17,814대(지게차 9,630개, 굴삭기 8,184대)로 -19%QoQ, -13%YoY. 전 품목 생산량이 줄었음.
- 향후 영업적자폭이 축소될 전망인데, 3분기는 전통적인 비수기였고, 4분기에는 판매량이 회복하고, 원가 절감 노력이 반영되기 때문. 다만, 단기적으로 드라마틱한 실적 개선은 어려울 전망.
- 반면, 세아차원특수강은 니켈 가격 상승에 따른 가격 인상을 단행해 상대적으로 양호한 실적을 시현 중.

20년부터는 질적 성장을 추구할 전망

- 베스틸 판매량은 19년 대비 4% 감소한 171만톤으로 전망. 전방 산업의 생산량 감소에 따른 특수강 수요 감소에 기인. 생산 감소에 따른 고정비 부담 증가하나, 올해 사고 발생(군산 공장 가동 중단 10일 등)에 따른 비용이 반영된다는 점을 감안하면 20년 이익 성장할 전망. 사고에 따른 직접 비용은 약 170억원 수준으로 추정됨.
- 특히, 에너지, 베어링 등 고부가가치 강종 판매량을 증가시킬 계획으로 양보다는 질적인 성장을 추구할 것. 회사내 조직 개편을 통해 인건비 자연 감소도 기대해 볼 만함.

이익 성장 가능하고, 베트남 법인 설립으로 성장 발판 마련해 투자의견 Buy 유지함

- 질적 성장을 위한 과도기에 진입하나, 사용후핵연료저장용기(CASK)를 수주해 대형단조 적자폭이 축소될 전망이고, 베트남 법인 설립으로 베어링용 무계목강관(1.5만톤) 생산지점을 확보해 성장 발판을 마련했다는 점을 고려해 투자의견 Buy를 유지함. 목표주가는 실적 부진을 반영해 추정치 조정으로 21,000원으로 하향 제시함.

Stock Data			
주가(1/3)	14,900원		
액면가	5,000원		
시가총액	534십억원		
52주 최고/최저가	21,550원/ 14,900원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-4.8	-8.0	-19.9
상대주가(%)	-8.8	-14.1	-22.9

경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	3,055	3,278	3,014	2,960	3,077
영업이익	(십억원)	189	56	47	61	86
영업이익률	(%)	6.2	1.7	1.6	2.1	2.8
지배주주순이익	(십억원)	127	21	25	40	59
EPS	(원)	3,533	585	704	1,121	1,647
증감률	(%)	42.8	-83.4	20.3	59.2	46.9
PER	(배)	8.2	30.2	21.2	13.3	9.0
PBR	(배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	6.7	1.2	1.3	2.1	3.1
EV/EBITDA	(배)	6.4	8.5	7.8	7.3	6.4
순차입금	(십억원)	917	1,119	1,043	961	868
부채비율	(%)	70.7	86.4	84.6	82.1	79.0

세아베스틸 | 20년에는 질적 성장을 위한 과도기가 될 전망

표1. 세아베스틸 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	781	781	790	715	728	-6.8	1.9	722	0.9
영업이익	-32	17	25	0	6	-118.4	-1,479.8	9	-34.0
지배주주순이익	-25	12	10	0	3	-112.7	960.2	2	40.4
영업이익률	-4.1	2.1	3.2	-0.1	0.8			1.2	
지배주주순이익률	-3.2	1.5	1.3	0.0	0.4			0.3	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 세아베스틸(연결기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	3,278.1	3,014.4	2,960.3	3,076.6	780.7	790.4	714.9	728.4	711.1	761.9	711.5	775.8
매출원가	3,088.0	2,839.6	2,773.7	2,860.0	733.5	731.3	684.4	690.4	674.6	714.6	662.9	721.6
매출총이익	190.1	174.8	186.6	216.6	47.2	59.1	30.5	38.0	36.5	47.3	48.6	54.2
판관비	134.2	127.7	125.7	130.6	30.6	34.0	30.9	32.2	27.9	32.8	30.8	34.3
영업이익	55.9	47.1	60.9	86.0	16.6	25.1	-0.4	5.8	8.6	14.5	17.8	19.9
영업외손익	-26.4	-9.1	-5.2	-4.2	-1.6	-6.0	-0.1	-1.4	-1.3	-1.8	-1.6	-0.6
세전이익	29.5	38.0	55.7	81.8	15.0	19.1	-0.5	4.4	7.3	12.8	16.2	19.3
법인세비용	4.7	11.8	13.4	19.6	4.3	8.6	-2.1	1.1	1.8	3.1	3.9	4.6
당기순이익	24.8	26.1	42.3	62.2	10.7	10.5	1.5	3.4	5.6	9.7	12.3	14.7
지배주주순이익	21.0	25.2	40.2	59.1	11.7	10.1	0.3	3.2	5.3	9.2	11.7	14.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 세아베스틸(별도기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	2,042.4	1,778.7	1,695.4	1,726.0	492.6	476.5	406.4	403.2	417.9	432.7	401.7	443.0
영업이익	13.1	0.2	4.7	23.3	13.7	10.2	-15.6	-8.1	-4.2	0.0	4.0	4.9
영업이익률	0.6%	0.0%	0.3%	1.4%	2.8%	2.1%	-3.8%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.1%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

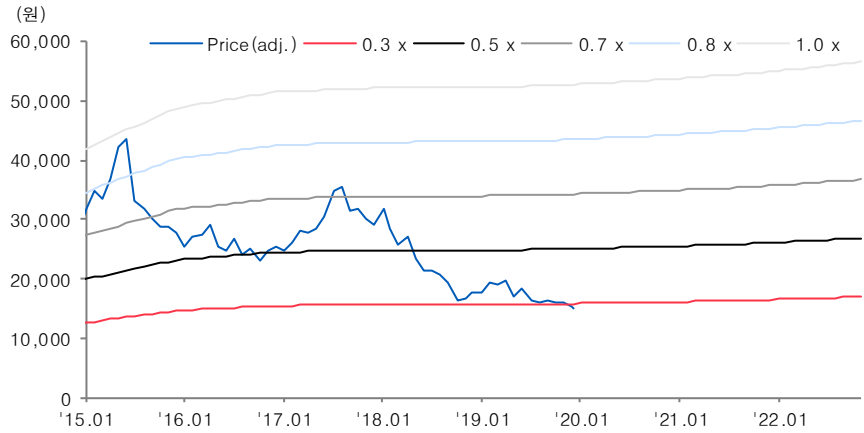
표4. 세아창원특수강(별도기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,229.3	1,216.2	1,264.9	1,350.6	291.3	305.4	294.2	325.3	293.2	329.2	309.8	332.8
영업이익	37.9	45.2	56.2	62.7	5.9	13.2	12.3	13.9	12.8	14.5	13.8	15.0
영업이익률	3.1%	3.7%	4.4%	4.6%	2.0%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

세아베스틸 | 20년에는 질적 성장을 위한 과도기가 될 전망

그림1. 세아베스틸 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표5. 세아베스틸 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)						
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	1.3%	2.1%	3.1%	3.6%	4.7%
	배당성향	88.5%	58.9%	42.9%	38.1%	30.4%
	성장률	0.2%	0.9%	1.7%	2.2%	3.2%
	자기자본비용(Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	-0.13	0.02	0.20	0.31	0.51
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	52,191	52,617	53,519	54,705	56,498
	목표 Multiple 가정	-0.13	0.02	0.20	0.31	0.51
	자기자본비용(Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	-6,925	1,101	10,888	16,872	28,992
	Case 1) 적정주가	9,000	: 2020-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	52,191	52,617	53,519	54,705	56,498
	주당순자산가치의 현재가치	52,191	49,083	46,572	44,406	42,781
	Average PV of BPS	45,710	: 2020-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.7	: 과거 5년간 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	33,000				
	평균 ①, ②	21,000	* 목표주가는 2020년 예상 BPS의 0.4배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

세아베스틸 | 20년에는 질적 성장을 위한 과도기가 될 전망

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,381	1,423	1,470	1,529
현금및현금성자산	72	108	149	203
매출채권 및 기타채권	399	403	407	411
재고자산	897	899	901	903
비유동자산	2,338	2,264	2,199	2,141
투자자산	74	74	75	75
유형자산	2,224	2,152	2,087	2,030
무형자산	13	12	11	10
자산총계	3,719	3,687	3,669	3,671
유동부채	982	955	938	922
매입채무 및 기타채무	301	304	307	310
단기차입금	491	476	461	446
유동성장기부채	125	110	105	99
비유동부채	742	734	715	698
사채 및 장기차입금	468	458	437	417
부채총계	1,724	1,689	1,654	1,620
지배기업소유지분	1,860	1,862	1,877	1,909
자본금	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309
이익잉여금	1,245	1,247	1,263	1,295
기타자본	86	86	86	86
비지배지분	135	136	138	141
자본총계	1,995	1,998	2,015	2,051
총차입금	1,201	1,161	1,120	1,081
순차입금	1,119	1,043	961	868

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	3,278	3,014	2,960	3,077
증가율(%)	7.3	-8.0	-1.8	3.9
매출원가	3,088	2,840	2,774	2,860
매출총이익	190	175	187	217
매출총이익률(%)	5.8	5.8	6.3	7.0
판매비와 관리비	134	128	126	131
영업이익	56	47	61	86
영업이익률(%)	1.7	1.6	2.1	2.8
EBITDA	221	221	227	244
EBITDA M%	6.8	7.3	7.7	7.9
영업외손익	-26	-9	-5	-4
지분법관련손익	1	1	0	2
금융손익	-21	-11	-8	-8
기타영업외손익	-7	1	2	2
세전이익	30	38	56	82
법인세비용	5	12	13	20
당기순이익	25	26	42	62
지배주주순이익	21	25	40	59
지배주주순이익률(%)	0.8	0.9	1.4	2.0
비지배주주순이익	4	1	2	3
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	19	26	42	62
EPS 증가율(%, 지배)	-83.4	20.3	59.2	46.9
이자손익	-27	-29	-27	-26
총외화관련손익	2	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	88	207	206	218
영업에서 창출된 현금흐름	141	242	241	258
이자 수취	1	2	2	3
이자 지급	-27	-31	-30	-29
배당금 수입	6	6	6	6
법인세부담액	-32	-12	-13	-20
투자활동 현금흐름	-92	-100	-100	-100
유동자산의 감소(증가)	6	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-4	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-82	-100	-100	-100
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	63	-70	-64	-64
사채및차입금증가(감소)	255	-40	-41	-40
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-32	-30	-23	-25
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	59	36	41	53
기초현금	12	72	108	149
기말현금	72	108	149	203
FCF	6	107	106	118

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	35,862	35,862	35,862	35,862
시가총액(십억원)	635	545	545	545
주가(원)	17,700	14,900	14,900	14,900
EPS(원)	585	704	1,121	1,647
BPS(원)	52,132	52,191	52,617	53,519
DPS(원)	850	650	700	750
PER(X)	30.2	21.2	13.3	9.0
PBR(X)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	8.5	7.8	7.3	6.4
ROE(%)	1.2	1.3	2.1	3.1
ROA(%)	0.7	0.7	1.2	1.7
ROIC(%)	1.0	1.1	1.5	2.2
배당수익률(%)	4.8	4.4	4.7	5.0
부채비율(%)	86.4	84.6	82.1	79.0
순차입금/자기자본(%)	56.1	52.2	47.7	42.3
유동비율(%)	140.7	149.0	156.7	165.9
이자보상배율(X)	2.0	1.5	2.0	3.0
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8
매출채권 회전율	8.2	7.5	7.3	7.5
재고자산 회전율	3.9	3.4	3.3	3.4
매입채무 회전율	9.7	9.4	9.1	9.3

자료: 케이프투자증권 리서치본부