

세아베스틸 (001430)

철강



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	15,500원 (U)
현재주가 (8/10)	10,850원
상승여력	43%

시가총액	3,891억원
총발행주식수	35,862,119주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	325,313주
52주 고	17,200원
52주 저	5,360원
외인지분율	8.43%
주요주주	세아홀딩스 외 4 인 65.90%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.3	9.4	(31.3)
상대	(5.1)	(10.8)	(44.2)
절대(달러환산)	7.1	12.6	(29.8)

2Q20 Review: 최악의 상황에서 만들어낸 실적

2Q20(P): 별도 영업이익 71억원, 연결 영업이익 188억원

연결 영업이익, 당사 추정(-17억원) 및 Consensus(46억원) 상회

1) 별도: 영업이익 71억원을 기록하여 당사 추정(-114억원)을 상회했다. 3Q19~1Q20, 3개 분기 연속 영업손실을 나타낸 후 흑자전환 했다. 전체 제품판매량은 28.2만톤으로 당사 추정(40.2만톤)을 크게 밑돌았다. 특수강ASP는 전분기비 +0.7만원/톤 상승한 91.5만원/톤(qoq +1%, yoy -6%)으로 당사 추정(89.3만원/톤)을 상회했다. 전분기비 특수강ASP가 개선된 이유는 상대적으로 판매가격이 낮은 내수 판매가 수출 판매 대비 더 큰 폭으로 감소한 영향도 있지만 고부가가치제품(합금강)의 수출 판매단가 인상이 있었던 부분이 긍정적으로 작용했다는 판단이다. 철스크랩 투입원가는 전분기비 -0.4만원/톤 하락하며 특수강 스프레드는 +1.0만원/톤 개선된 것으로 추정된다.

2) 연결: 자회사인 세아창원특수강의 제품 판매단가는 전분기와 유사한 수준을 나타냈으나 전분기비 수익성이 좋은 제품군 판매가 증가하며 Product-mix가 개선된 것으로 사료된다.

원가 절감이 만든 실적 개선, 하반기는 판매량 증가가 이어받을 것

2Q 별도 영업이익 71억원은 솔직히 놀랍다. 전년동기대비 -31% 감소한 실적인데 무엇이 놀랍냐고 묻는다면 판매량 때문에 그렇다고 답변할 수 있다. 동사는 다품종 소량생산을 하는 만큼 고정비에 민감하다. 스프레드가 개선된다고 해도 판매량이 급감한다면 실적 악화가 나타날 수 있는 영업 구조이다. 물론 이번 2Q 실적 개선에는 저수익사업(대형단조)의 실적 개선도 있었던 것으로 파악된다. 대형단조의 경우 그 동안 경쟁업체들이 사업 철수를 하며 점차 시장경쟁력을 찾아가는 모습이다. 또 다른 큰 요인은 원가 절감이다. 계절적으로 낮았던 전력비, 2019년 이후 하락한 전극봉 가격, 자체적인 원가 개선 노력 등 원가에 대한 부분이 큰 몫을 차지했다. 3Q는 계절적으로 전력비가 상승하지만 다른 원가 절감 부분은 이어질 것으로 판단된다. 4Q부터는 판매량 회복에 따라 단위당 고정비 감소가 실적을 끌어올릴 것으로 추정된다. 자회사 대비 상대적으로 열위에 있었던 본사의 실적이 점차 개선되고 있다. 저수익사업의 시장경쟁력 회복, 원가절감 및 판매량 회복을 통한 특수강부문 영업이익 개선은 하반기에도 이어질 것으로 판단된다. Target PBR을 0.25x에서 0.30x로 상향하여 목표주가는 기존 13,000원에서 15,500원으로 수정 제시한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,647	-28.6	-19.3	6,690	-15.6
영업이익	188	-25.1	74.7	46	307.5
세전계속사업이익	133	-30.1	60.5	6	2,124.3
지배순이익	-6	적전	적전	-4	-58.0
영업이익률 (%)	3.3	+0.1 %pt	+1.8 %pt	0.7	+2.6 %pt
지배순이익률 (%)	-0.1	적전	적전	-0.1	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	32,781	29,607	25,214	27,890
영업이익	559	440	654	1,179
지배순이익	210	172	396	800
PER	38.8	36.5	9.8	4.9
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.1	7.4	4.9	4.0
ROE	1.1	0.9	2.1	4.2

자료: 유안타증권

[표-1] 세아베스틸 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	1,762	1,352	1,594	493	476	406	386	409	277	-32.2%	-41.9%	302	364
특수강 제품	1,494	1,152	1,391	420	400	345	328	358	232	-35.3%	-42.1%	249	312
반제품 및 선재	175	124	125	51	53	40	32	35	26	-25.9%	-50.9%	32	31
기타(단조 등)	92	76	78	21	23	21	27	15	19	25.5%	-17.6%	21	20
판매량	1,727	1,390	1,612	477	466	403	381	433	282	-35.0%	-39.5%	308	367
특수강 제품	1,509	1,223	1,446	415	401	353	340	386	246	-36.2%	-38.6%	265	325
반제품 및 선재	219	167	166	63	65	50	41	47	35	-24.6%	-45.5%	43	42
특수강 ASP(A)	966	918	940	987	973	957	942	908	915	0.7%	-6.0%	912	938
변동폭	9	-48	22	14	-14	-16	-15	-34	7	-	-	-3	26
¹⁾ 원재료 투입가격(B)	334	278	285	353	353	339	291	277	274	-1.4%	-22.6%	279	284
변동폭	-32	-56	7	-15	1	-14	-48	-14	-4	-	-	5	5
스프레드(A-B)	632	640	655	634	619	618	651	631	641	1.6%	3.5%	633	654
변동폭	41	8	15	29	-15	-1	33	-20	10	-	-	-8	21
영업이익	1	19	61	14	10	-16	-7	-4	7	흑전	-30.6%	5	11
이익률	0.1%	1.4%	3.8%	2.8%	2.1%	-3.8%	-1.8%	-1.0%	2.5%	3.5%p	0.4%p	1.7%	3.1%

자료: 유안타증권, 주 1) 국산 생철 A(75%)+일본산 수입(25%) 가정

[표-2] 세아베스틸 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	3Q19	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	2,961	2,521	2,789	781	790	715	675	699	565	-19.3%	-28.6%	594	663
별도기준	1,762	1,352	1,594	493	476	406	386	409	277	-32.2%	-41.9%	302	364
세아창원특수강	1,173	1,131	1,166	291	305	294	283	284	276	-2.6%	-9.6%	280	291
기타	149	135	135	40	44	35	30	33	36	7.9%	-18.3%	34	33
(연결조정)	123	96	107	43	35	21	24	26	24	-	-	22	25
영업이익	44	65	118	17	25	0	3	11	19	74.7%	-25.2%	14	21
이익률	1.5%	2.6%	4.2%	2.1%	3.2%	-0.1%	0.4%	1.5%	3.3%	1.8%p	0.2%p	2.4%	3.2%
별도기준	1	19	61	14	10	-16	-7	-4	7	흑전	-30.6%	5	11
세아창원특수강	41	64	66	6	13	12	9	14	20	42.5%	51.8%	15	15
기타	2	-19	-10	2	0	1	-1	-1	-7	적지	적전	-6	-5
(연결조정)	0	0	0	5	-1	-2	-1	-1	1	-	-	0	0
세전이익	31	54	111	15	19	-1	-3	8	13	60.6%	-30.1%	13	19
이익률	1.0%	2.1%	4.0%	1.9%	2.4%	-0.1%	-0.4%	1.2%	2.4%	1.2%p	-0.1%p	2.2%	2.9%
지배순이익	17	40	80	12	10	0	-5	17	-1	적전	적전	9	14
이익률	0.6%	1.6%	2.9%	1.5%	1.3%	0.0%	-0.7%	2.4%	-0.1%	-2.5%p	-1.4%p	1.6%	2.1%

자료: 유안타증권, 주: 잠정실적 발표 분기의 세아창원특수강(별도)과 기타의 매출액 및 영업이익은 추정

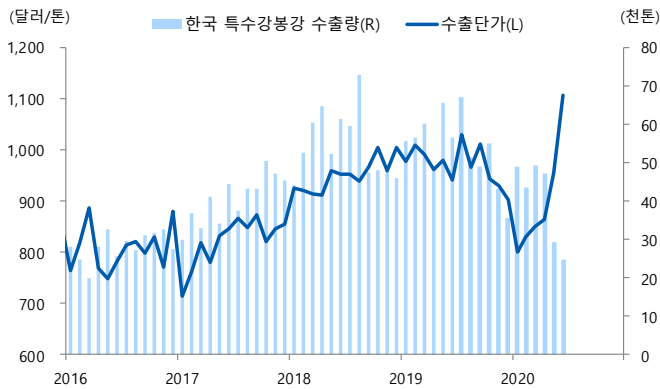
[표-3] 세아베스틸 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	392	1,581	1,643	302	1,352	1,594	-23.0%	-14.5%	-2.9%
	영업이익	-3	-19	37	5	19	61	-	-	64.1%
	OPM	-0.9%	-1.2%	2.3%	1.7%	1.4%	3.8%	2.6%p	2.6%p	1.6%p
연결	매출액	675	2,724	2,799	594	2,521	2,789	-12.0%	-7.4%	-0.4%
	영업이익	6	25	82	14	65	118	134.4%	160.1%	43.2%
	OPM	0.9%	0.9%	2.9%	2.4%	2.6%	4.2%	1.5%p	1.7%p	1.3%p
	지배순이익	2	20	50	9	40	80	291.9%	94.8%	59.9%

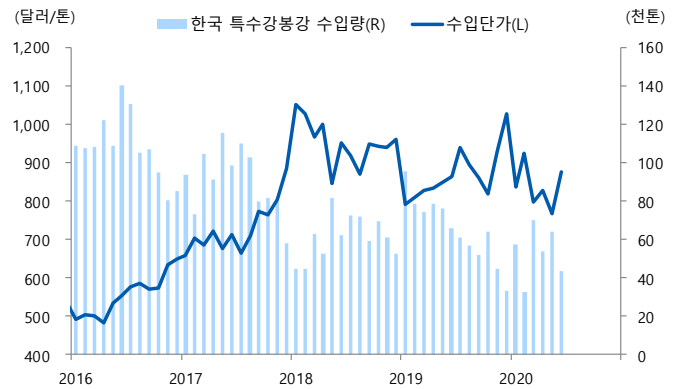
자료: 유안타증권

[그림-1] 한국 특수강봉강 수출량 및 수출단가



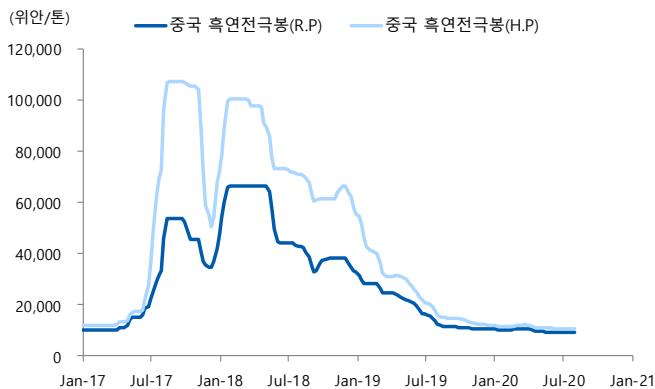
자료: 한국철강협회

[그림-2] 한국 특수강봉강 수입량 및 수입단가



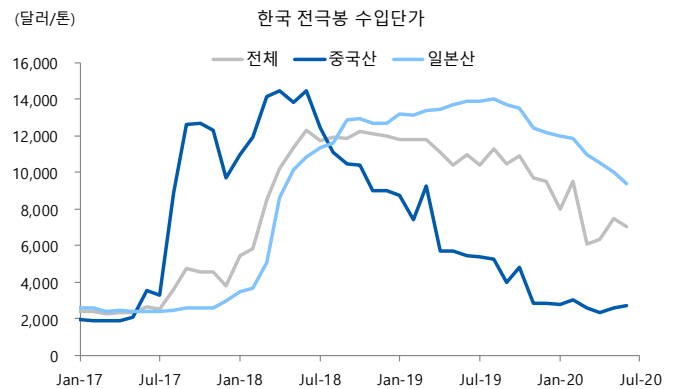
자료: 한국철강협회

[그림-3] 중국 전극봉 가격



자료: Bloomberg

[그림-4] 한국 전극봉 수입가격



자료: 한국철강협회

세아베스틸 (001430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	32,781	29,607	25,214	27,890	28,631
매출원가	30,880	27,885	23,216	25,202	25,740
매출충이익	1,901	1,722	1,997	2,688	2,892
판매비	1,342	1,282	1,344	1,509	1,549
영업이익	559	440	654	1,179	1,343
EBITDA	2,215	2,196	2,493	2,951	3,004
영업외손익	-263	-133	-116	-70	-30
외환관련손익	17	45	-50	0	0
이자손익	-272	-268	-213	-212	-172
관계기업관련손익	15	7	-3	0	0
기타	-24	83	151	142	142
법인세비용차감전순손익	295	306	538	1,109	1,313
법인세비용	47	115	127	288	341
계속사업순손익	248	192	411	821	972
중단사업순손익	0	0	4	0	0
당기순이익	248	192	415	821	972
지배지분순이익	210	172	396	800	947
포괄순이익	195	197	302	708	859
지배지분포괄이익	161	179	280	643	781

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	880	3,234	2,671	1,765	2,531
당기순이익	248	192	415	821	972
감가상각비	1,643	1,742	1,825	1,759	1,649
외환손익	23	23	63	0	0
중속, 관계기업관련손익	-15	-7	3	0	0
자산부채의 증감	-1,420	1,147	522	-765	-40
기타현금흐름	401	138	-157	-50	-51
투자활동 현금흐름	-918	-1,501	-2,499	-1,933	-1,933
투자자산	-346	-29	-465	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-821	-661	-711	-800	-800
유형자산 감소	2	2	0	0	0
기타현금흐름	247	-813	-1,323	-1,133	-1,133
재무활동 현금흐름	631	-1,707	-1,728	-2,950	-3,786
단기차입금	867	-2,019	88	0	0
사채 및 장기차입금	713	848	493	-800	-1,600
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-320	-316	-120	-262	-298
기타현금흐름	-628	-221	-2,189	-1,888	-1,888
연결범위변동 등 기타	1	6	2,355	2,616	3,123
현금의 증감	594	32	800	-502	-65
기초 현금	123	717	750	1,550	1,047
기말 현금	717	750	1,550	1,047	982
NOPLAT	559	440	654	1,179	1,343
FCF	-116	2,516	2,150	1,080	1,816

자료: 유안타증권

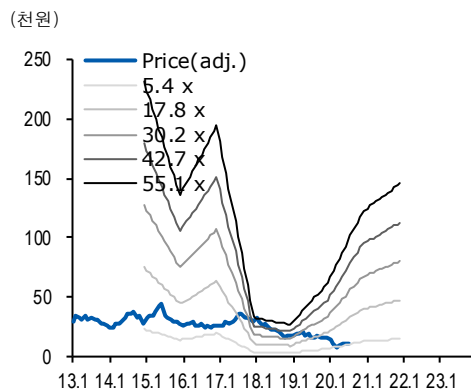
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,809	13,448	14,558	14,946	15,209
현금및현금성자산	717	750	1,550	1,047	982
매출채권 및 기타채권	3,989	3,486	3,617	3,903	4,003
재고자산	8,973	8,272	7,970	8,574	8,802
비유동자산	23,380	22,320	21,889	20,916	20,055
유형자산	22,242	20,481	19,952	18,993	18,144
관계기업등 지분관련자산	313	313	307	307	307
기타투자자산	425	450	446	446	446
자산총계	37,189	35,769	36,447	35,863	35,264
유동부채	9,818	7,358	7,287	7,463	7,801
매입채무 및 기타채무	3,008	2,997	3,281	3,457	3,795
단기차입금	2,815	875	1,176	1,176	1,176
유동성장기부채	1,253	1,748	2,066	2,066	2,066
비유동부채	7,421	8,580	8,965	8,165	6,565
장기차입금	2,286	3,047	3,239	2,439	839
사채	2,394	2,992	2,993	2,993	2,993
부채총계	17,239	15,938	16,253	15,628	14,366
지배지분	18,596	18,473	19,025	19,072	19,735
자본금	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193
자본잉여금	3,088	3,088	4,458	4,458	4,458
이익잉여금	12,452	12,319	12,608	12,769	13,432
비지배지분	1,354	1,358	1,170	1,162	1,162
자본총계	19,950	19,831	20,194	20,235	20,898
순차입금	10,647	8,604	7,173	6,875	5,340
총차입금	11,466	10,180	10,024	9,224	7,624

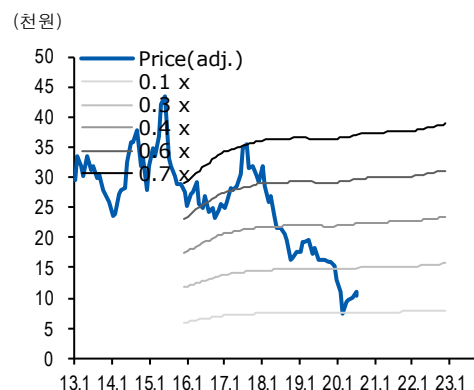
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	585	480	1,105	2,231	2,642
BPS	52,244	51,897	53,518	53,652	55,517
EBITDAPS	6,176	6,122	6,953	8,230	8,378
SPS	91,407	82,557	70,307	77,770	79,837
DPS	850	300	700	800	900
PER	38.8	36.5	9.8	4.9	4.1
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.1	7.4	4.9	4.0	3.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	7.3	-9.7	-14.8	10.6	2.7
영업이익 증가율 (%)	-70.4	-21.3	48.7	80.3	13.9
지배순이익 증가율 (%)	-83.4	-18.0	130.3	101.9	18.4
매출총이익률 (%)	5.8	5.8	7.9	9.6	10.1
영업이익률 (%)	1.7	1.5	2.6	4.2	4.7
지배순이익률 (%)	0.6	0.6	1.6	2.9	3.3
EBITDA 마진 (%)	6.8	7.4	9.9	10.6	10.5
ROIC	1.5	0.9	1.7	3.1	3.6
ROA	0.6	0.5	1.1	2.2	2.7
ROE	1.1	0.9	2.1	4.2	4.9
부채비율 (%)	86.4	80.4	80.5	77.2	68.7
순차입금/자기자본 (%)	57.3	46.6	37.7	36.0	27.1
영업이익/금융비용 (배)	2.0	1.6	2.6	5.0	6.9

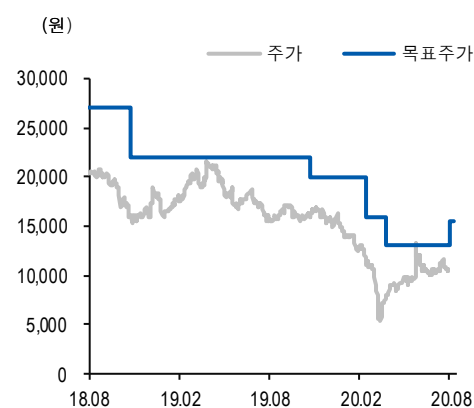
P/E band chart



P/B band chart



세아베스틸 (001430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-11	BUY	15,500	1년		
2020-04-03	BUY	13,000	1년	-21.81	1.92
2020-02-24	BUY	16,000	1년	-45.66	-28.75
2019-11-01	BUY	20,000	1년	-25.89	-15.25
2018-11-02	BUY	22,000	1년	-19.98	-2.05
2018-07-05	BUY	27,000	1년	-27.41	-20.56

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-08

※해외 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. (작성자: 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 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 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 신뢰할만 하다고 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.