



| 특수강·대형단조 |

세아베스틸(001430.KS)

세아베스틸, 네 마음을 Steal...☆

특수강 부문 부동의 1위 세아베스틸

동사는 탄소합금 특수강과 대형단조를 주사업으로 영위하는 기업이다. 2Q21 별도기준 영업이익은 QoQ +725.9% 상승하여 601억 원을 기록했고 매출액 역시 QoQ +107.7% 상승하여 5,736억 원을 기록했다. 지난해 코로나 여파로 영업이익 적자를 기록하면서 상승률이 과대평가된 점이 있지만 최근 7개 연도 중 분기별 매출액이 최대치를 달성했다. 전방산업의 호조와 철강업계 성수기가 겹쳐 2분기에 최대실적을 기록한 것으로 보인다. 3분기는 여름휴가와 추석연휴가 겹쳐 2분기보다 실적이 하락할 것으로 보이지만 조업일수와 철강수요 증가로 4분기는 실적이 개선될 것으로 전망된다.

[Investment Points]

1. 전방 산업의 호재로 인한 철강 수요 증가

지난해 COVID-19로 전방산업이 급격하게 위축되면서 동사는 영업이익 적자를 기록했다. 하지만 올해 코로나 종식 기대감과 함께 전방산업이 활력을 되찾음에 따라 철강 수요가 급증하고 있다. 세계철강시장점유율 1위인 중국이 탄소중립을 선언하면서 중국산 물량이 감소할 것으로 예상되며 증치세 폐지로 중국 철강의 가격 경쟁력이 약화돼 동사의 판매량이 더욱 증가할 것으로 보인다. 또한, 주요 원자재인 철스크랩 가격이 하락해 제품 스프레드가 확대되어 수익성이 개선될 전망이다.

2. 해외 수출 확대를 통한 납품처 다각화

종속회사인 세아창원특수강이 사우디 아람코프로젝트에 참여하면서 동사의 중동시장으로의 진출이 엿보인다. 이번 프로젝트는 세아그룹의 중동 허브 개척의 시작이라는 점에서 의미가 있다. 또한, 태국 현지에서 특수강 소재를 공급하며 꾸준히 시장점유율을 높이고 있고 베트남에 생산공장을 설립하고 있어 동사의 수출 규모는 더욱 확대될 것으로 보인다.

3. 신사업다각화를 통한 안정적 매출 증대

기존 전방산업 외에 해상풍력 부품시장 및 원자력 해체 시장으로 사업 저변을 확대해 나가면서 동사의 신성장 동력으로 주목되고 있다. 해상풍력을 통한 신재생 에너지에 세계시장의 관심이 몰리면서 동사 역시 올해 1월 대만 최대 해상풍력 전문업체로부터 발전기용 특수강 5,000톤을 수주했고 원전 해체 시장에서 필수적인 Cask(사용후핵연료 운반 및 저장겸용용기)를 미국에 공급하는 계약을 체결했다.

[Valuation]

철강산업은 대표적인 자본집약적 산업으로, 자산가치가 매우 크고 산업 내 변화가 적은 성숙산업에 속해 있어 장부가치에 큰 폭의 변동성이 기대되지 않으므로 PBR Valuation을 적용하였다. PEER GROUP 선정의 경우 국내 철강사 5개 업체를 PEER로 선정하여 동사와 시가총액이 가까운 정도에 따라 이들 업체들에 가중치를 부여해 각각의 PBR을 가중평균하여 TARGET PBR을 산출했다.

2022년 **목표가는 33,000원, 상승여력 33%** 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

33,000원

현재주가(10.01)

24,750원

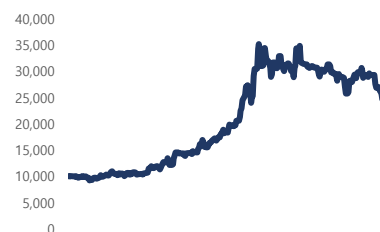
상승여력

33%

Stock Data

KOSPI (10/02)	3,019.18
KOSDAQ	983.2
시가총액	8,876억원
발행주식수(주)	35,862,119
52주 최고/최저가(원)	36,450/9,280
외국인지분율(%)	9.59%
주요주주(%)	세아홀딩스 61.72%
주가상승률(%)	1개월 -16.5% 6개월 35.2% 12개월 145%

Stock Price (2020.10~2021.10)



Investment Fundamentals

(억원, 원 배)

FYE Dec	2018A	2019A	2020A	2021E	3Q22E
매출액	32,510	29,365	25,357	41,204	38,203
영업이익	549	437	(33)	2,267	1,633
순이익	248	191	(2,454)	1,598	930
EPS	585	480	(6,857)		
PER	30.24	31.78	(1.55)		
PBR	0.34	0.29	0.23		
OPM	1.70	1.49	(0.13)		
ROE	1.14	0.93	(14.18)		

Research Team 3

32기 김지윤 cosmosjiyun0506@gmail.com

32기 김태형 Kth21633@gmail.com

32기 권용수 dydtn307@gmail.com

33기 문해일 ansgodlftg@gmail.com

33기 오주영 dhwn1323@gmail.com

33기 정기정 nakjj1997@gmail.com

기업개요

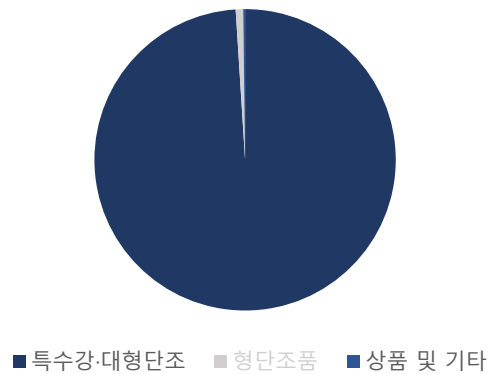
특수강 시장점유율

1위의 세아베스틸

세아베스틸

동사는 탄소합금 특수강과 대형단조를 주사업으로 영위하고 있으며 그 외에 자동차 엔진부품 및 조향장치 용도의 형단조 제품을 생산, 판매하고 있다. 현재 군산에 조성된 대규모 특수강 공장과 창녕 공장을 합쳐 연간 210만 톤의 제강과 180만 톤의 제품 생산능력을 갖추고 있으며 초대형 고급 단조품을 생산하고 있다. 동사의 특수강 국내시장점유율은 40%로 1위를 차지하고 있다. 올해 상반기 기준 매출 비중은 특수강과 대형 단조가 99%, 형단조품이 0.8%, 그 외 상품 및 기타가 0.2%를 기록했다.

2Q21 매출액 비중



출처: 사업보고서, RFS Team 3

탄소합금 특수강

탄소합금 특수강은 탄소를 0.05~2.1% 함유한 탄소강에 탄소 이외의 합금원소를 첨가하여 강도를 높인 합금강을 말한다. 예를 들어 니켈-크롬강은 탄소강을 보다 질기고 강하게 만들기 위해 니켈과 크롬을 약간 첨가하여 특수 열처리를 가한 것이다. 탄소합금 특수강은 자동차, 건설, 에너지 등 고강도, 고내구성을 요하는 핵심부품(엔진, 구동계 등) 소재로 사용된다. 보통강과 달리 다품종 소량생산의 특성을 지니고 있고 장기간의 기술축적 시간, 대규모 투자비가 투입되는 자본집약적 특성을 가지고 있다.

자동차(엔진)



건설/산업기계(압석 파쇄)



에너지(회전 증폭)



출처: 세아베스틸 홈페이지, RFS Team 3

이리저리 돌리면서

모양내는 대형 단조

대형 단조

동사는 특수강에서 쌓아 온 노하우를 바탕으로 지난 2008년부터 대형단조 사업을 신성장 동력으로 선정하고 투자를 늘려왔다. 단조는 고체인 금속재료를 금속공구 사이에서 압축하여 성형하는 공정으로 단조 방법은 자유단조와 형단조로 나뉜다. 자유단조는 평탄한 공구 사이에 소재를 놓고 위치를 바꾸면서 두들겨 원하는 모양대로 제품을 제작하는 방법이고 형단조는 일정한 모양으로 요각(凹刻)한 금형 사이에 소재를 끼우고 두들겨서 제품을 제작하는 방법이다. 동사가 생산하는 대형 단조는 자유 단조에 속한다. 이렇게 생산된 대형 단조는 발전(원자력, 수력, 화력), 선박, 화학/정유 플랜트, 대규모 산업기계에 사용된다.

동사는 단조 과정에 있어서 150톤 전기로와 13,000톤 유압프레스를 통해 제강부터 열처리, 가공까지 One-Stop-System을 구축하고 있어 이를 토대로 2019년 10월 국내 최초로 원전 선진시장 미국에서 사용후핵연료 운반 및 저장겸용용기(Cask)를 수주하기도 했다.

선박용 대형단조



크랭크 스로

중간축

메인 저널

추진축

출처: 세아베스탈 홈페이지, RFS Team 3

대형 단조 제강설비



전기로

유압프레스

출처: 세아베스탈 홈페이지, RFS Team 3

Investment Point

1. 잘하던 건 더 잘된다! 특수강 부문 국내외 겹경사

1-(1). 특수강 수요 확대

국내 전방산업 수요증가

세계철강협회는 올해 세계 철강 수요가 작년대비 5.8%, 2022년에는 약 2.7% 증가할 것이라 예측했다. 이는 코로나바이러스 백신 접종 확산으로 세계 경기 회복세가 지속될 것이라는 기대감이 반영된 수치로, 이에 발맞춰 실제로 지난 2분기부터 전방산업이 활성화되고 있다.

세아베스틸은 자동차, 건설, 조선 사업의 산업 기계 및 부품제작이 전체 매출액의 99%를 차지한다. 게다가 매출액의 80%가 내수에서 이루어지기에, 현재 국내 전방산업 수요 증가는 동사의 매출액 상승에 긍정적 요소로 작용하고 있다. 2Q21 별도 기준 영업이익은 전년 동기 대비 725.9% 늘어난 601억을 기록했고, 매출액 역시 107.7% 증가한 5736억원을 기록해 최근 7개년 분기별 매출액 최대치를 달성했다. 3분기에는 여름휴가, 추석 연휴로 조업일수가 감소해 영업이익이 2분기 대비 하락이 예상되지만, 9월 특수강 출하가격 인상을 발표했고, 판매량 역시 계절적 부진에서 벗어나 증가할 것으로 예상된다.

코로나 여파가 심했던 2020년에 비해 자동차, 건설, 조선사업 모두 호재를 보이고 있다. 먼저 자동차 산업의 경우, 이번 1분기에 차량용 반도체 부족 현상에도 불구하고 생산, 내수판매, 수출이 증가한 트리플 증가를 기록했다. 조선 사업 역시 마찬가지이다. 지난 23일 기준, 현대 중공업의 조선 지수사인 한국조선해양은 올해 목표 149억 달러의 130%인 194억 달러를 수주했다. 나머지 2사도 모두 수주목표 초과를 달성했다. 조선사업 특성상 선박 수주 실적이 매출에 반영되기까지 2~3년이 걸리기도 하고, 앞으로 부동산 공급대책이 장기적 프로젝트로 제시되고 있음에 따라 동사의 중장기적 판매 호조가 예상된다.

1-(2). 중국 철강 산업 규제에 따른 점유율 확대

중국 철강 감산 추세

중국 철강 산업 규제에 따른 중국 특수강 점유율 축소가 동사에 호재로 작용할 것으로 보인다. 중국 정부는 지난해 12월 2021년 연간 조강 생산 감축의지를 표명했으며, 올해 3월부터는 중국 내 최대 철강 생산지인 당산시에 철강 생산 감축 규제를 적용했다. 이후 4월 중국 중앙정부가 조강 감산령을 발표함에 따라 중국 철강사들은 올해 하반기 6000만톤을 감산해야 한다. 이는 국내 대표 철강사인 포스코와 현대제철의 조강 생산량을 합친 규모로, 동사를 포함한 국내 철강사들이 하반기에 해당 물량을 흡수해 수혜를 입을 것으로 예상된다. 또한, 중국 정부의 14차 5개년 계획에 철강사 가동률 규제가 포함되면서 이러한 중국의 철강 감산 추세는 장기적으로 유지될 것으로 예상된다. 이에 따라 국내외 시장에서 동사의 지속적인 점유율 확대가 전망된다.

수출 증치세 환급폐지,

수출관세 부과

또한, 중국 정부의 수출 증치세 환급 폐지와 수출관세 부과가 동사의 가격경쟁력을 높일 전망이다. 중국 철강사는 그동안 철강을 수출하면 약 13%의 증치세를 환급받을 수 있었다. 그러나 탄소 중립 및 자국 공급 부족문제 해결을 위해 중국 정부는 지난 5월1일부터 동사의 주요제품인 특수강 봉강을 포함한 146개 품목에 대한 환급을 폐지했고, 8월1일부터는 23개 품목에 대해서도 추가적으로 환급을 폐지했다. 이에 따라 그동안 증가 추이를 보이던 국내 특수강 봉강 수입량은 지난 5월 전월 대비 -45% 감소했으며, 수입가격은 +17% 상승했다. 이와 같은 수입 특수강 봉강의 약세에 전방산업 회복이 더해져 동사의 특수강 판매량은 2Q21 QoQ +12%, YoY +89% 증가했다.

이에 더해 중국 정부는 다음 달 열연과 철근, 특수강 등 자국 철강제품에 5~20%의 수출 관

세를 부과할 예정이다. 중국 철강사는 그동안 수출 관세 면세와 수출증치세 환급을 통한 28%의 세금 혜택을 바탕으로 가격 경쟁력을 확보해 국내 철강사 대비 10% 이상 싼 가격으로 한국에 수출하는 특혜를 누려왔다. 그러나 4분기부터 적용될 수출 관세로 인해 중국 철강사의 가격경쟁력은 5월 수출증치세 폐지 이후보다 더욱 악화될 전망이다. 이에 따른 중국 특수강 봉강 점유율 하락에 의해 4Q21 이후 동사의 점유율 확대가 예상된다.

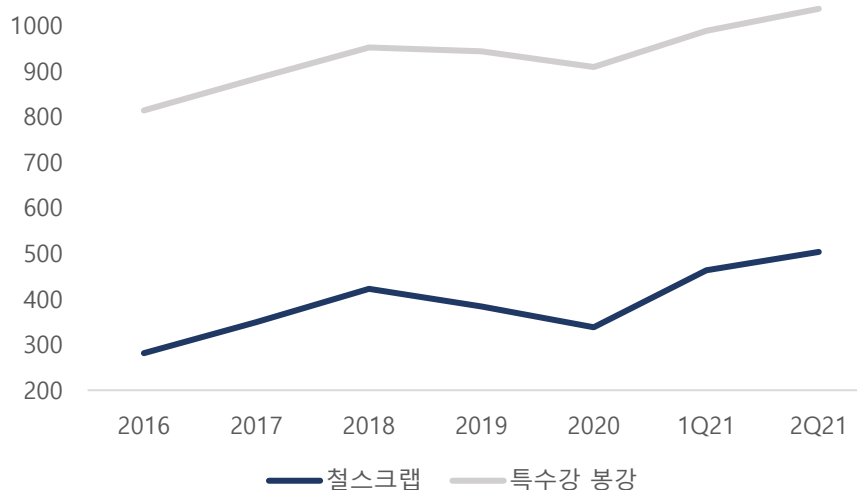
1-(3). 제품 스프레드 확대에 따른 실적 개선

원자재 가격 급등,
영업이익은 사상최고치

최근 국내 전방산업 회복으로 인해 철광석 가격이 급등함에 따라 대체재인 철스크랩 가격이 상승해왔다. 동사의 경우 2Q21 철스크랩 구입단가가 QoQ +7.7만원/톤 증가하면서 원가 부담이 가중되었다. 철스크랩은 동사 원자재 비중 89.2%를 차지하는 주요 원자재로 구입단가 상승은 동사의 수익성 악화로 이어질 수 있다. 하지만 동사는 2Q21 특수강 평균판매단가를 QoQ +9.6만원/톤 인상하며 원가부담을 그 이상으로 제품가격에 전가시켜 제품 스프레드를 확대해 오히려 수익성을 개선했다. 글로벌 철강 수요 증가와 중국 철강 규제에 따른 수입산 특수강 봉강 가격 급등이 원가 부담 이상의 제품 가격 인상을 가능하게 한 것이다. 이러한 수익성 개선은 2Q21 동사의 영업이익 사상최고치 갱신에 기여했다.

또한, 제품 스프레드는 하반기에 더욱 확대될 전망이다. 동사는 9월1일 출하분부터 전 강종의 공급 가격을 톤당 10만원에서 최고 15만원 인상하는 한편, 철스크랩 구매가격은 생압, 생철류에서 톤당 2만5천원, 중량류에서 톤당 1만원, 그리고 나머지 전 등급에서 톤당 2만원을 인하할 것이라 밝혔다. 따라서 3Q21 비수기 효과로 인한 매출 하락에도 수익성은 오히려 상승할 것으로 전망된다. 이후 중국 철강 규제 등으로 인해 수입산 특수강 봉강 가격의 지속적인 상승이 예상되므로, 동사의 지속적인 제품 스프레드 확대가 가능할 것으로 보인다. 이에 더해 동사는 판매량 수준에 따른 단위당 고정비 변동 폭이 크기 때문에 판매량 증가에 따른 고정비 축소 효과가 큰 이익 구조를 갖고 있는데, 앞서 언급한 요인들에 의한 특수강 수요 확대로 향후 지속적인 판매량 증가가 예상되기에 동사의 수익성은 더욱 큰 폭으로 개선될 것으로 전망된다.

세아베스틸 철스크랩 구입단가 · 특수강 봉강 평균판매단가 추이



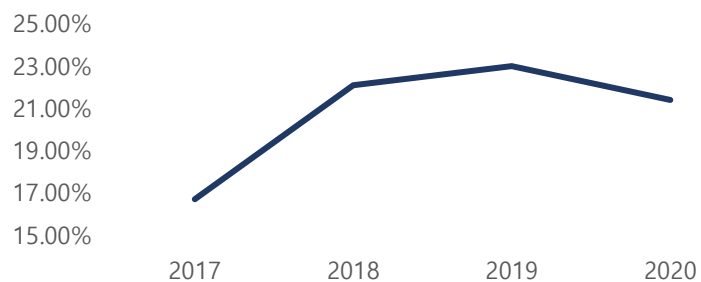
출처: Dart, RFS Team 3

2. 국내외 수출 가능성 및 확대

동사는 내수시장에 높은 점유율을 보이며, 국내 특수강 1위업체라는 타이틀을 가지고 있지만 상대적으로 수출이 빈약해 국내 시장환경에 영향을 많이 받는다는 평가를 받았다. 이에 2016년 2월 미국판매법인 설립을 시작으로, 태국, 베트남, 인도 등에 법인을 설립하며 국내외로 기업 영향력을 확대하며 경쟁력을 높이고 있다. 동사의 전체 판매량 가운데 수출비중은 2017년 16.7%, 2018년 22.1%, 2019년 23%로 불과 2년만에 7% 가까이 확대되었고, 코로나로 인해 철강시장이 주춤했던 2020년에도 21.4%의 수출을 기록하며 국내 외 수출을 확대하고 있음을 확인할 수 있다.

세아베스탈 전체 매출액 중 수출 비중

(단위: %)



출처: 전자공시시스템, RFS Team 3

2-(1) 아람코와의 현지생산법인 설립으로 인한 중동 시장 진출

세계 최대 에너지

화학사와의 합작

자회사 세아창원특수강이 사우디아라비아 국영 석유회사인 아람코(ARAMCO)와 손잡고 중동 시장을 공략하고 있다. 세아창원특수강은 사우디아라비아 현지에서 2억 3000만달러 규모의 합작 투자를 통해 연산 1만 7000톤 규모 사우디 최초의 '스테인리스 무계목 강관, 튜브' 현지 생산 법인을 설립한다고 2021년 9월 밝혔다. 총 2억 3000만 달러 중 6:4 지분으로 세아창원특수강과 아람코가 대주주인 사우디산업투자공사가 부담하며, 상대적으로 투자부담을 줄이고 투자효과는 극대화할 수 있다. 이 합작법인은 사우디 동부지역에 에너지산업 국제 허브 도시로 육성하고 있는 King Salman Energy Park(SPARK)내에 2025년 상업 생산을 목표로 설립할 것이며, 기술적 진입장벽이 높고 Oil&Gas, 정유화학용으로 주로 사용되는 고부가 프리미엄 제품으로 기대감을 모으고 있다. 또한, 이 제품들은 사우디 등 중동지역에서 수요가 상대적으로 높지만 공급이 부족해, 이 현지 생산 법인을 통해 공급을 해줌으로서 동사의 사우디 내 시장성장이 기대된다.

중동 허브 개척

또한, 이번 합작은 세아그룹의 중동 허브 개척 역할이라는 점에서도 의미가 있다. 사우디는 국가 개혁 정책으로 '비전 2030' 정책을 추진하며 석유산업 의존도를 줄이고 민간 경제를 적극 육성하는 것을 목표로 하고 있다. 이러한 정책 변화 속에서 2015년 소극경 강관공장에 대해 벤더 승인을 받고, 2019년 무계목 강관 벤더 인증을 받으며 꾸준한 상호 협력이 가시화된 결과물로 이번 협약을 맺을 수 있었다. 오랫동안 파트너십을 구축해온 아람코와 합작투자법인 설립을 계기로 글로벌 에너지 트렌드를 반영해 사우디가 추진하는 네움(Neom) 프로젝트, 수소 사업 등 초대형 프로젝트 관련 수주 참여 가능성이 커졌고, 이를 기반으로 안정적인 매출 확보가 기대된다.

2-(2) 해외법인을 통한 납품처 다각화

현장밀착형 영업

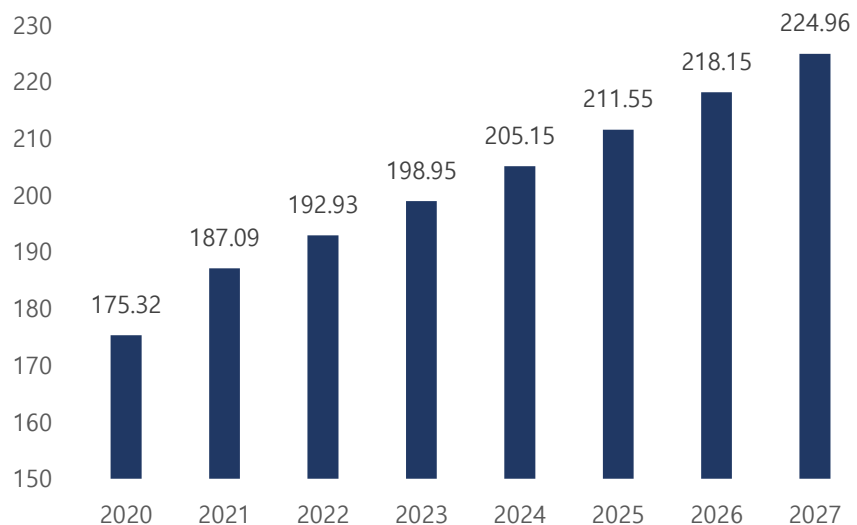
동사는 2018년 11월 태국에 판매법인 세아 글로벌 타이랜드(SGT)를 설립했고, 2019년 6월에는 현지에 가공 공장을 증설하며 현장밀착형营业을 통해 수출이 증가해 나갈 것으로 전망된다. 태국은 동남아시아 국가 중 가장 자동차 산업이 발달했고, 자동차 부품을 만드는데 필요한 소재인 SBQ(Special Bar Quality)(고품질 특수강 제품) 시장은 약 70만톤 규모로 동남아시아 국가 중 가장 크지만, 특수강 소재를 수입에 의존하고 있기에 시장 성장성이 큰 국가이다. 그리고, SBQ 글로벌 시장은 2020년에 175억 3173만 달러 규모에 이르렀지만, 2021년-2027년까지 3.12% 연평균 성장하여 2027년에는 224억 9,611만 달러 규모로 확대될 것으로 예상된다. 이에 SGT판매량의 80% 이상을 차지하는 SBQ의 성장흐름에 맞추어서 동사도 성장할 것으로 예상된다. 동사의 주요 수요처는 태국에 자리 잡은 일본 자동차 부품업체로, 단가가 높은 일본산 소재를 대신해 특수강 소재를 공급하여, 동사는 2020년 말 태국 자동차 산업용 특수강 시장 내 자산 제품 점유율 17%를 직접거래 및 일본계 상사와의 연계판매 등을 통해 향후 30%까지 올리고자 한다. 또한, SGT의 금형강 사업도, 단순 소재 보관과 납품을 넘어 고객이 필요로 하는 길이로 절단하거나 재포장해 판매하며 경쟁심화의 상황속에서 합리적인 단가, 안정적인 품질 등의 평가를 받으며 꾸준히 시장 점유율을 높이고 있다.

베트남 진출, 동남아시아 공략

동사는 2022년 1월 양산을 목표로 베트남에 베어링용 심리스 튜브를 연간 1만 5000톤 규모 생산할 수 있는 생산공장을 설립하고 있다. 주요 수요처인 글로벌 베어링사가 자리잡고 있어 현지 성장 잠재력도 높고, 저원가 생산거점을 확보 가능하다는 점이 큰 장점으로 작용한다. 또한, 글로벌 사업 측면에서도 주변 동남아시아로 해외 판매 확대를 강화할 수 있다는 점에서, 글로벌 시장 잠재력도 높다고 전망된다.

글로벌 SBQ 시장 규모

(단위: 억달러)



출처: 글로벌 인포메이션(GI), RFS Team 3

새로운 성장동력을 찾는다! 신사업 다각화

원자력 부품 시장인

CASK 시장으로의

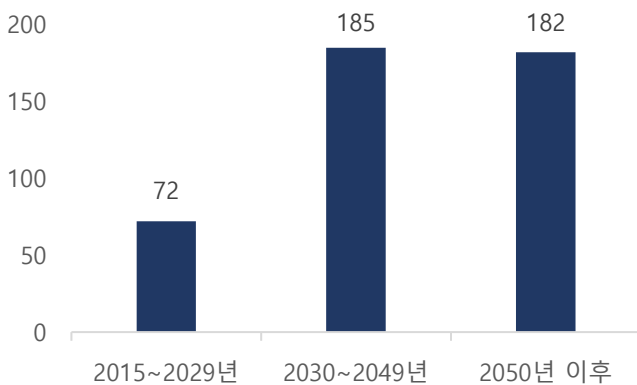
성공적인 도약

3-(1). 독보적인 기술력으로 CASK 시장 점유율을 높이고 있는 동사

동사는 원전 해체 시장이 블루오션으로 떠오르는 상황에서 CASK(사용후핵연료 운반·저장 겸용용기)를 필두로 원자력 시장에 효과적으로 점유율을 높여가고 있다. CASK란 원전 가동 시 사용한 핵연료를 운반 및 저장하기 위한 특수 용기로, 원전 해체 시에도 안전하게 핵 연료를 처리하는데 필수적인 제품이다. 이러한 CASK가 필수적인 원전 해체 산업은 쇠퇴해가는 원전 관련 사업들 중에서 유일하게 블루오션으로 떠오르고 있다. 한국원자력산업회에 따르면, 전 세계에 현재 가동이 영구적으로 정지되어 해체를 기다리고 있는 원전은 174기에 이르는 것으로 드러났다. 특히 전 세계에서 가동 중인 원전의 약 68%가 향후 10년 이내에 영구 정지될 것으로 예상됨에 따라 2030년 이후 해체시장이 급성장할 것으로 전망되고 있다. 이를 토대로 2050년에는 세계 원전 해체 시장 규모가 약 185조원에 육박할 것으로 예상된다. 이런 흐름에 따라 원전 해체 시장에 필수적인 CASK 기술 또한 각광을 받을 것이라 전망한다. 실제로 국제핵물질관리학회에 따르면 글로벌 원전해체 분야에서만 예상되는 CASK 시장 규모는 지속 성장해 2030년까지 124억 달러로 전망되며, 원전 유지보수 분야로 범위를 확대하면 시장 규모는 더욱 커질 것으로 전망된다.

세계 원전 해체 비용

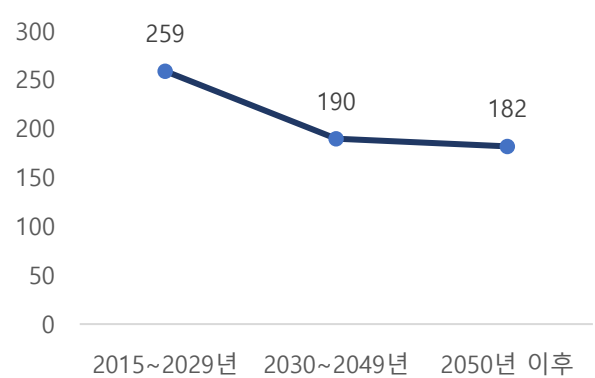
(단위: 조원)



출처: 딜로이트한국원자력연구원, RFS Team 3

세계 해체 착수 원전

(단위: 기)



출처: 딜로이트한국원자력연구원, RFS Team 3

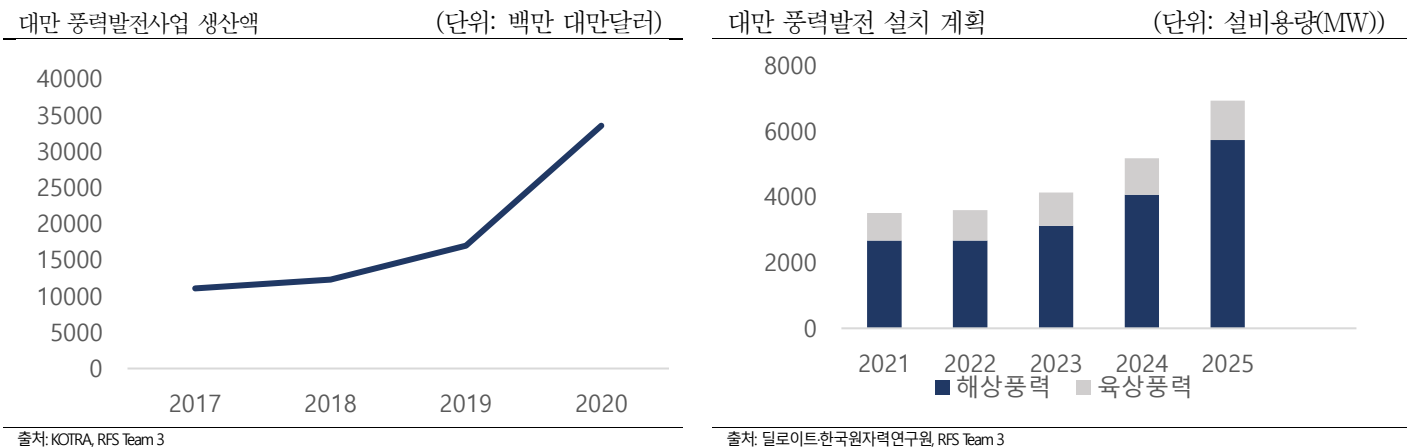
성장 여력이 충분한 원전 산업에서 동사는 독보적인 기술력으로 CASK를 내세워 원전 시장에 진출하고 있다. 실제로 2019년 동사는 원전 제품과 소재 생산 인증인 DEPIC, ASME를 취득한 뒤 글로벌 원자력 후행핵주기 시장 선도기업인 오라노티엔(Orano TN)과 파트너십을 맺었다. 실제 그 해에 국내 최초로 원전 선진시장인 미국에서 CASK 17기를 공급하는 계약을 체결해 글로벌 시장 진출과 해외 수출 확대의 초석을 닦았다. 또한 동사는 2021년 국내 최초로 한국수력원자력에 고연소 원전연료 운반용기인 TN-LCCASK 납품을 착수하면서 원전 분야에서의 기술력을 인정받았다. 고연소 제품은 고부가가치 제품으로 연소 제품보다 더 높은 수준의 설계와 사용 범위 조건을 충족해야 하기 때문이다. 진입장벽이 높고 성숙기에 접어들고 있는 원전부품 시장에서 동사의 독보적인 기술력을 통한 향후의 수주 확대가 기대된다.

3-(2). 해상풍력 세계시장 진출

특수강 수요 분야 확장

세아그룹은 해상풍력을 이용한 신재생 에너지에 대한 세계시장의 니즈를 확인하고, 대만을 필두로 부품시장을 공략하고 있다. 이에 세아베스틸은 2021년 1월에는 대만 최대 해상풍력 전문업체로부터 해상풍력 발전기의 특수강 소재 약 5000톤을 수주했다. 이 특수강 제품은 터빈의 기어박스 및 볼트, 너트 등 체결 부품 핵심 소재로 사용된다. 실제 기어박스 특수강 소재는 중국 철강사들조차 국산화를 이루지 못한 특수강 소재이기 때문에 지속적 수주가 가능하다.

세계 풍력에너지협의회(GWEC)에 따르면 현재 해상풍력 세계시장 규모는 전체 6.1GW 수준이지만, 매년 19.5%의 성장률을 기록하면서 2025년에는 65GW수준의 해상풍력발전이 신규 설치될 것으로 전망하고 있다. 그중에서도 특히 대만은 세계 20대 해상풍력발전 적합 해역 가운데 16곳이 대만해협에 있을 정도로 지리적 이점이 있다. 이를 바탕으로 대만은 정부적 차원에서 2025년까지 풍력발전을 중심으로 한 신재생에너지 발전 비율을 20%까지 확대하는 것을 목표로 두고 있다. 그 중에서도 특히 해상풍력의 비율을 현재는 69%지만, 2025년까지 89%까지로 늘리겠다는 방침이다. 이러한 정책에 힘입어 올해 대만 풍력발전산업 생산액은 300억 대만달러를 돌파하며 전년대비 두 배에 가까운 성장세를 보였다.



실제로 세아베스틸은 2011년부터 지멘스(SIEMENS)에 풍력터빈용 기어박스의 특수강 소재를 공급해왔으며, 2018년 핀란드 풍력발전 기어박스 회사와 협업해 2020년부터 GE에 부품을 공급하는 등 꾸준히 글로벌 고객사와 거래가 있어왔던 만큼, 세계 해상풍력 시장에서 수출경쟁력이 있다고 판단된다. 해상풍력 특수강 소재제작이 진입장벽이 높고, 범용제품 대비 수익성이 높기 때문에 고부가가치 제품이다. 해상풍력 시장 규모 증가율에 힘입어 앞으로 비자동차 특수강 분야의 캐시카우가 될 것으로 예상된다.

대만뿐 아니라 동사는 지리적 이점을 살려 중국, 대만, 인도 등 해상풍력 발전 수요가 증가하는 지역을 전략적으로 공략해 2025년까지 전체 특수강 수출의 10%를 해상풍력용으로 확대해 나갈 계획이다. 대만에 이미 수주를 시작한 만큼, 지속성만 확보된다면 친환경에너지에 적극적인 동남아시아 국가들의 정부정책 흐름에 따라 더욱 탄력을 받을 수 있다.

3-(3). 비철금속 시장으로 사업 다각화

비철금속 시장 공략으로
안정적인 영업이익 창출
도모

당사는 2019년 4분기에 글로벌 알루미늄 업체인 알코닉의 한국지사 '알코닉코리아'를 인수하였다. 이후 사명을 '세아항공방산소재'로 변경한 후 알루미늄 시장에 본격적으로 뛰어들었다. 세아항공방산소재는 주로 항공, 자동차, 방산 등에 고강도 알루미늄 합금 및 단조를 공급하고 있으며, 금속관 역시 취급하고 있다. 그 중에서 자동차, 레저, 전자제품 소재와 같은 산업용 소재의 매출 비중이 매년 증가추세에 놓여있으며 21년 2분기에는 전체 매출액 중 43%를 차지하고 있다. 이처럼 기존의 세아베스틸 및 자회사의 주요 사업 군이었던 철 금속 산업을 넘어, 비철금속인 알루미늄 산업에 새로 진입했다는 것은 사업다각화 측면에서 의미가 있다.

또한, 향후 필수 원재료인 알루미늄의 가격은 지속해서 상승할 가능성이 높다. '골드만삭스'는 알루미늄의 가격이 현재의 톤당 평균 2,450달러에서 2023년에는 3,250달러로 상승할 것으로 예상했고, 향후 5년간 꾸준히 상승할 것으로 분석했다. 수요의 급격한 증가세를 공급이 따라오지 못하기 때문이다. 특히 알루미늄은 전기차에 주로 사용되는데 전기차에는 내연기관 장착 차량보다 70kg 많은 평균 250kg의 알루미늄이 들어가는 것으로 알려져 있다. 이에 향후 전기차 시장의 알루미늄 수요가 지속해서 높아질 것으로 전망된다. 그 외에도 신재생에너지 향 알루미늄 수요 증가, 중국 정부의 알루미늄 생산 규제, 기니 쿼데타 등 늘어나는 수요 대비 공급이 이를 따라가지 못하면서 당분간 알루미늄의 가격은 지속해서 상승할 가능성이 크다. 이러한 원자재 상승세를 통해 세아항공방산소재는 장기적 스프레드 확대를 통한 매출액 증가가 전망된다.

Risk

현대차그룹 업고 무섭게 성장하는 현대제철 특수강사업으로 인한 점유율 감소

현대제철의 시장참여로
인한 특수강 시장
점유율 감소 리스크

그동안 특수강 시장은 소수의 업체가 주도해왔다. 상황이 이렇다 보니 주 고객사였던 현대자동차는 다른 협력업체들과 수직적인 관계를 형성한 것에 반해 동사와는 수평적 관계를 유지했다. 제조산업에서 '슈퍼갑'의 입장을 고수하던 현대자동차를 상대로 대등하게 관계를 유지한 것은 쉽지 않은 일이다.

하지만 2013년 현대자동차그룹이 동부특수강을 인수하면서 균형이 깨졌다. 현재 현대제철과 현대종합특수강이 각각 특수강 상·하공정을 맡고 있으며 현대제철이 100만 톤 규모의 특수강 설비투자를 완료하고 2016년부터 생산에 나서면서 경쟁 구도에 변화가 생겼다. 지난해는 자동차용 특수강 품질 개선에 성공하면서 공격적으로 특수강 판매를 촉진해왔으며 글로벌 시장 진출도 계획하고 있다.

올해 상반기 현대제철의 국내계열사와의 내부거래액은 6,708억 원으로 전년 동기 대비 1,048억 원이 증가했다. 내부거래액은 주로 기아와 현대모비스, 현대엔지니어링 등과의 거래에서 크게 증가했으며 기아차에는 전년 대비 80억 원 정도의 자동차 강판 등을 추가로 납품했다. 건설업의 경기 회복으로 현대엔지니어링과는 상반기 거래액이 전년 동기 대비 237억 원 증가했다. 내부거래액 증가에 힘입어 특수강 부문이 흑자 전환에 성공했으며 독자 경쟁력 강화 전략에 따라 이러한 흑자 기조가 지속 유지될 것으로 보고 있다.

현대차그룹의 수직계열화가 심화될수록 동사에게 위협으로 다가올 수밖에 없다. 신한금융투자 보고에 따르면 동사의 자동차용 특수강 비중은 전체 판매에서 30~40%에 달했으나 현

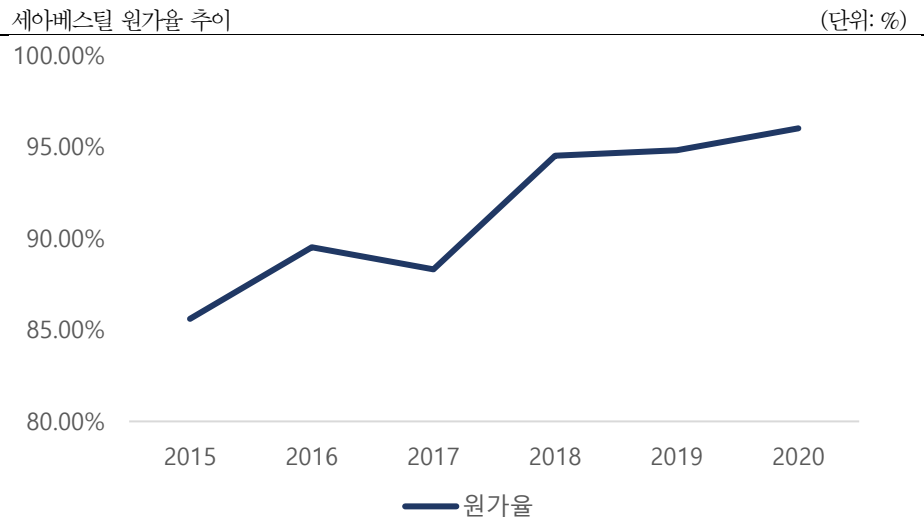
대제철의 추격이 본격화되면서 현재는 1Q21 기준 20% 초반 대까지 낮아진 상태이다. 경쟁이 지속될수록 동사의 점유율이 더욱 내려갈 가능성이 크다. 이에 따라 새로운 수출 활로 개척과 수요 다각화가 불가피할 것으로 보인다.

높은 원가율

제품 스프레드 확대로
한숨 돌리는 세아베스틸

동사의 수익성은 지난 5년 간 악화되었다. 2015년까지만 해도 85%를 조금 웃돌던 원가율이 지난해 96%까지 치솟았다. 동사가 생산하는 특수강 제품의 원재료 중 60%를 차지하는 철스크랩 거래값이 하락하면서 제품가격도 같이 하락한 것이다. 원자재 가격만 하락했으면 수익성이 개선되었겠지만 제품가격도 같이 하락하면서 수익성이 반감됐다. 다만 앞서 언급한대로 최근 철스크랩 가격 상승이 이어지면서 원가부담을 제품가격에 전가시켜 제품 스프레드를 확대했고 9월부터는 전 강종의 공급가격을 인상하는 한편 철스크랩 구매가격은 하락해 원가율이 감소하고 수익성은 개선될 것으로 보인다.

생산원가의 6%를 차지하는 전기료 상승도 원가율에 영향을 미칠 것으로 보인다. 정부와 한국전력이 8년 만에 전기요금을 kWh당 3원 인상하겠다고 발표했다. 철강업계는 전력 사용량이 많아 이번 인상이 부담으로 다가올 수 있다. 동사의 주된 생산설비는 전기를 주 에너지원으로 해서 고철을 녹이는 전기로이기 때문에 타격이 불가피해 보인다. 이번 인상으로 지난해 전기요금 1,100억 원에 추가하여 연간 30억 원의 비용이 더 발생할 전망이다. 전기요금 인상폭만 보면 경영상 타격은 크지 않지만 내년에도 전기요금이 오를 수 있다는 예측이다. 누적 실적연료비 상승으로 요금인상 요인 10.8원이 남아있는데다 최근까지도 전기 생산에 들어가는 석탄, 유가, 액화천연가스(LNG)의 가격이 계속 오르고 있기 때문이다. 전기요금이 지속적으로 상승하면 철강재 가격을 올릴 수밖에 없어 수출에 있어서 가격 경쟁력이 약화될 수 있다.



출처: Dart, RFS Team 3

재무분석

1. 안정적인 재무상태표

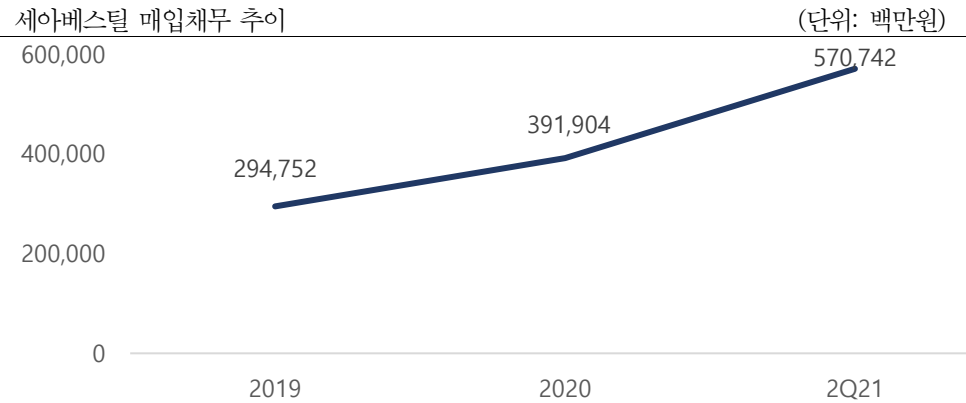
세아베스틸 재무상태표 요약		(단위: 백만원)	
재무상태표 요약	2Q21	4Q20	
유동자산	1,495,751	1,340,402	
비유동자산	1,901,936	1,940,032	
자산총계	3,397,688	3,280,434	
유동부채	860,611	756,875	
비유동부채	719,444	809,838	
부채총계	1,580,056	1,566,714	
자본총계	1,817,631	1,713,720	
자본과부채 총계	3,397,688	3,280,434	

출처: DART, RFS Team 3

전년 말 대비 당사의 자산 총계는 약 1,200억원 증가하였다. 가장 큰 요인은 유동자산이 증가했기 때문이다. 유동자산 중 매출채권 및 기타 유동채권이 증가한 것이 눈에 띄는 점이다. 특히 전기 말 3,300억원의 수치를 기록하던 매출채권은 당 반기 4,500억원으로 대폭 증가하였다. 이는 일반적인 현금 매출 대비 리스크로 작용할 수 있는데 그 이유는 코로나 19로 인해 여전히 지속되고 있는 불확실한 상황이 매출채권 회수가능성의 저하로 이어질 수 있기 때문이다. 이러한 매출채권의 증가세는 자회사인 'SeAH Japan Co., Ltd.'와 '진양특수강㈜'의 영향이 컸다. 하지만 당사는 이러한 매출채권에 대해 올 상반기 기준 0.33%의 낮은 대손충당금 설정율을 설정하면서 해당 자산군의 안전성을 자신하기도 하였다. 대손충당율이 낮은 매출채권은 결국 현금 유입으로 이어질 수 있기에 당사의 재무구조에 긍정적인 영향을 끼칠 수 있을 것이다. 재고자산 역시 전기 말 대비 700억원이 증가하였는데, 이는 재공품의 증가에 기인하였다. 재공품이란 공장에서 생산 중인 물품을 뜻하는데, 대개 이것이 증가하면 생산지시가 늘어났음을 의미하므로 매출액 역시 증가할 것으로 기대된다.

부채총계의 경우 전기 말 1조 5,660억원에서 1조 5,800억원으로 약 140억원 증가하였다. 가장 큰 요인은 유동부채가 증가했기 때문이다. 특히 매입채무 및 기타 유동채무가 전기 말 3,900억원에서 당 반기 말 5,700억원으로 대폭 증가하였다. 매입채무 및 미지급비용의 증가가 주요 원인이었다. 하지만 매입채무의 증가는 매출액도 동시에 증가한다고 가정했을 때 부정적인 요소가 아니다. 원재료를 매입한 만큼 완제품을 매출했기 때문이다. 또한, 앞서 언급하였듯이 매입채무의 증가에 따라 재고자산(재공품) 역시 증가하였기에 향후 영업활동은 더욱 활발해질 것으로 전망된다. 반면 단기차입금은 전년 말 대비 감소하였다. 한국산업은행 등에게 빌린 운영자금 및 신한은행 등에게 빌린 시설자금을 대폭 상환했기 때문이다. 즉, 당사의 부채 총계는 반년의 기간 동안 증가하였지만 이는 긍정적인 영업부채인 매입채무의 증가에서 기인한 것이며 오히려 부정적인 영업부채인 단기차입금은 감소하였다. 이는 지난 몇 년간 이어지고 있으며 이를 통해 비록 수치상 부채는 부정적일지라도 부채의 질적 가치는 상승한 것이다.

세상에는 착한 부채도
있고 나쁜 부채도 있다.



출처: DART, RFS Team 3

부채비율은 낮고,
유동성은 높고

반면 비유동부채는 약 900억원 감소하였는데 이는 장기 차입금의 감소에서 기인하였다. 당사는 한국산업은행 등에게 빌린 산업시설자금 및 수출입은행에 빌린 무역금융대출을 상환하였다. 이처럼 당사는 지속해서 단기 및 장기 차입금을 상환해 나가며 부채비율을 줄이고 있다.

재무안정성을 살펴보았을 때 2020년말 연결회계기준, 당사의 부채비율은 91.42%로 이상적인 수치를 기록하고 있다. 유동비율은 177.10%, 당좌비율은 81.49%로 각각 이상적인 수치인 200%와 100%에는 미치지 못하고 있지만 크게 우려할 수준은 아니다. 이처럼 부채비율이 낮고 유동성이 상대적으로 높다는 것은 향후 시장에서 일어날 여러 변수를 효과적으로 대처할 수 있는 원동력이 될 것이다.

2. 경기회복 모멘텀을 타고 날아오르는 손익계산서

세아베스틸 손익계산서 요약 (단위: 백만원)

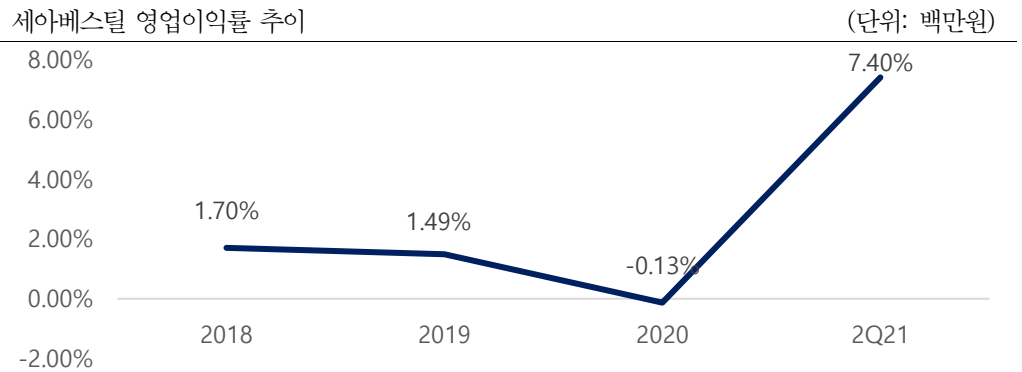
손익계산서 요약	2Q21(누적)	2Q20(누적)
매출액	1,776,956	1,263,360
매출원가	1,570,232	1,164,235
매출총이익	206,724	99,125
판관비	75,333	69,348
영업이익	131,391	29,777
반기순이익	102,825	17,323

출처: DART, RFS Team 3

전 반기 대비 당 반기의 매출액은 약 5,000억원 증가하였다. 이는 당사 매출에 중요한 비중을 차지하는 특수강 부문의 매출이 증가하였기 때문이다. 2020년 코로나 19의 영향으로 인해 큰 침체를 겪었던, 특수강 부문의 전방 산업인 자동차, 건설, 조선업 등이 올해 들어 다시 호재를 보이고 있다. 전방 산업의 물품이 잘 팔리자 더불어 생산이 증가하였고, 이에 자연히 특수강의 수요가 증가하며 당사의 매출 실적에 긍정적인 영향을 끼쳤다.

영업이익 같은 경우 약 297억원을 기록한 전 반기 대비 약 1,000억원 급증한 1,300억원을 기록하였다. 판매비와 관리비를 줄인 영향이 컸다. 매출액이 늘면서 판관비 역시 증가하였지만, 그 폭의 크기가 상대적으로 작다는 것은 그만큼 영업 내의 과정을 효율적으로 시행했다는 증거이다. 이에 당 반기 기준 영업이익률은 7.4%를 기록했으며 이 수치는 최근 3개년 영업이익률을 상회하는 수치이다. 향후 당사가 영위하는 산업군의 긍정적인 전망과 더불어, 유망 있는 새로운 사업군으로의 진출은 장기적으로 당사의 영업이익 상승에 주요 원동력이 될 것으로 전망한다. 또한, 기타 영업외비용, 특히 잡손실을 대폭 줄임으로써 반기 순이익 역시 전년 동기 대비 증가하였다.

쑥쑥 성장하는 영업이익률



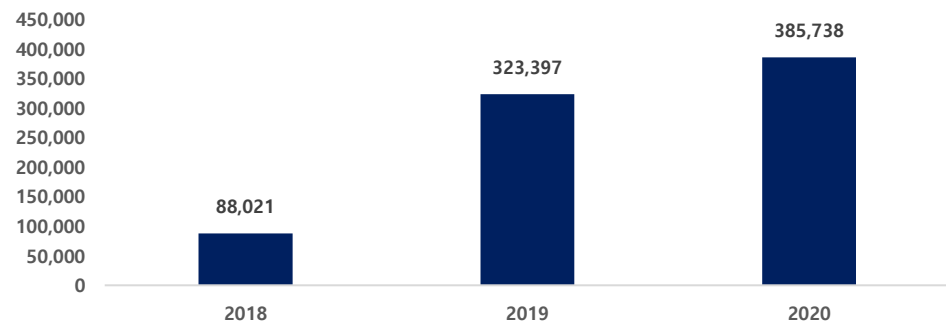
출처: 네이버 금융, RFS Team 3

3. 꾸준히 증가하는 영업활동현금흐름

영업이익 대비 높은 영업 활동현금흐름

당사의 영업활동현금흐름은 지난 3개년 동안 꾸준히 상승하였고, 당 반기의 수치 역시 대폭 증가한 반기순이익을 기반으로 전 반기의 수치를 약 800억원가량 상회하였다. 이처럼 당사는 긍정적인 현금흐름을 꾸준히 창출하고 있으며 이를 바탕으로 향후 새로운 기회의 장을 열 가능성이 있다. 눈 여겨 봐야할 점은 지난해 당사는 영업손실을 기록하였는데 비해 영업 활동현금흐름은 양호한 수치를 기록했다는 것이다. 이는 보수적인 회계처리에 따른 유형자산 손상 차손을 과대 계상한 영향이 컸으며, 이는 과거의 부진요소를 향후 긍정적일 수 있는 미래에 이전시키지 않기 위한 것이다.

세아베스틸 현금흐름표 추이 (단위: 백만원)



출처: DART, RFS Team 3

Valuation

1. 매출액 추정

1 – (1) P 추정

1) P 추정

봉강과 형단조가 매출액에서 평균적으로 99%, 1%의 비중을 차지하므로, 가중평균을 적용하여 각 분기별 내수 및 수출의 가격 전망을 구하였다. 또한 세아베스틸이 3Q21부터 철스크랩 가격 변동에 따라 판매단가를 최소 10만원/톤에서 최대 15만원/톤으로 변동할 계획이라고 밝혔다. 따라서 보수적으로 3Q에 10만원/톤 증가분을 적용하되, 주요 원재료의 90% 비중을 차지하는 철스크랩 가격에 따라 판매단가가 변동된다는 것을 가정하여 철스크랩 가격 2개년 평균 증가율(9.69%)을 구해 매 분기별 P에 적용해주었다.

분기	3Q 21	4Q 21	1Q 22	2Q 22
내수(원)	1,177	1,205	1,232	1,261
수출(원)	1,098	1,124	1,149	1,176

1 – (2) Q 추정

전체 매출액에서 내수와 수출이 차지하는 비율 8:2로 매출액을 나눈 후, 각 분기별 봉강과 형단조 가격을 가중평균한 가격으로 나누어 내수Q와 수출Q를 구하였다.

1) 내수 Q 추정

전방산업 호재를 반영한 성장률을 계속해 반영해주었고 특히 2021 3Q에는 중국 수출 증치세 환급 폐지와 수출관세 부과에 따른 점유율 증가분을 고려하여 Q를 추정하였다.

코로나 이후 전방산업 호재에 따라 철강 수요가 증가하고 있기에 철강수요에 따른 제조업 호황의 정도 간의 상관관계를 국내 철강 명목소비와 제조업 업황 실적 BSI를 이용해 구하였다. 4개년을 추정한 결과, 0.84로 유의미한 숫자가 나왔다. 또한, 제조업 호황의 정도와 동사의 내수 매출액과의 상관관계를 구한 결과 0.966으로 높은 양의 상관관계를 보여 제조업이 활발하게 이루어질 때마다, 동사의 내수 매출액이 올라감을 알 수 있었다. 철강수요 증가에 따른 제조업 호황이 결국 세아베스틸 내수 매출액에 영향을 줌을 상관계수를 통해 추정하였기에 국내 명목소비를 통한 철강수요 증가와 세아베스틸 내수 매출액을 추정한 결과 0.79의 유의미한 숫자와 함께 상관계수를 이용해 2021년에는 분기별로 1.2%를, 2022년에는 0.74%로 상승한다고 성장률을 추정했다.

또한, 21년 3Q에는 중국의 수출 증치세 환급 폐지와 수출관세 부과의 효과가 나타나 Q가 증가함을 반영하였다. 5월 수출 증치세 환급 폐지로 인해 한국 수입량은 전월대비 44.8% 급감했고, 그 수입량 중 중국이 80.3%를 차지하기에, 수입 감소분 x 중국비중 x 한국의 철강기업 중 동사의 비중을 곱하여 계산했다. 동사의 비중은, 전방산업 부진과 저가 수입재 수요증가를 반영해 보수적으로 40%로 추정하여 중국 수출 증치세 환급 폐지로 인한 증가율을 계

산하였다. 그리고 수출관세 부과 효과를 고려하기 위해 5월 13% 수출 증치세 환급폐지 증가대비, 다음달 5~20% 수출관세 부과 효과를 보수적으로 5%로 잡아 계산한 결과, 5.5%의 내수 Q가 증가할 것이라고 추정했다.

2) 수출 Q 추정

전체 매출액에서 수출이 내수에 비해 차지하는 비중이 미비하고, 코로나 특수을 제외하고 비슷하게 움직이고 있어 3분기 이동평균을 구해 수출 Q를 추정하였다.

1- (3). 매출액 추정

1) 내수 매출액

2021년 3Q는 (전분기 매출액) x (중국 수출 증치세 환급폐지와 수출관세 부과 효과) x (전방산업 호재)를 반영하여 추정하였다. 그리고 2021년 4Q부터는 중국 정책변화의 효과가 단기적이라고 판단해, 전분기 매출액에 전방산업 호재 성장률만을 반영하였다.

2) 수출액

이동 평균한 수출 Q에 평단가한 P를 곱해 수출액을 추정한후, 법인 설립 등으로 인한 수출 다각화 전략에 따른 변화를 수출액에 가산하였다. 베트남에 신규 설립되는 생산공장에서 2022년 1월 베어링용 심리스 튜브 1만 5000톤을 양산할 예정이라는 것을 반영하여 15000톤을 분기별로 나눈 후 분기별 평단가를 구하여 2022년 수출 매출액에 각 분기별로 각각 가산하였다.

3) 리스크

현대제철의 점유율 확대로 동사의 자동차용 특수강 점유율 감소에 따른 매출액 감소분을 적용하였다. 2020년 반기, 현대제철의 자동차용 특수강의 품질이 크게 향상됨에 따라 동사의 자동차용 특수강 부문 점유율은 10% 감소했다. 이 추세가 향후 유지는 될 것이라 판단되지만, 기존 10%와 같은 급격한 변화는 앞으로 없을 것으로 판단해 보수적 수치인 5%를 현대제철로 인한 자동차용 특수강 점유율 감소분으로 반영하였다. 이 수치는 전체 매출액 대비 1% 감소분에 해당함으로 -1%를 각 분기별 매출액에 리스크로 적용하였다.

4) 전체매출액

그 결과 21 3Q 매출액은 1조 1826억원이며, 21Q 4Q 매출액은 1조 2199억원이다.

그리고 22 1Q 매출액은 1조 2685억원, 22 2Q 매출액은 1조 3036억원이다.

분기	3Q 21	4Q 21	1Q 22	2Q 22
내수(천원)	966,701,233	1,000,802,585	1,031,397,321	1,062,927,343
수출(천원)	215,994,478	229,118,125	237,105,716	240,716,296
매출액(천원)	1,182,695,711	1,229,920,710	1,268,503,037	1,303,643,639

2. 비용추정

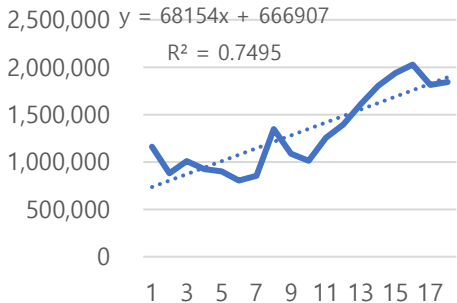
2 - (1). 매출원가추정

당사의 원재료 중 철스크랩의 비중이 매우 큰 점, 또한 매출원가 과거 변동추이와 철스크랩 가격의 과거 변동추이가 86%로 높은 상관관계 수치를 기록한 점을 토대로 본 팀은 철스크랩의 미래 가격 예측을 바탕으로 매출원가를 추정하고자 하였다. 그러나 원자재는 가격 변동성이 매우 심하여 예측이 쉽지 않다. 특히 철스크랩의 가격은 중국 내 가격의 영향을 많이 받는데, 미래 예측을 위해 과거 사례를 찾아보려 해도 지금의 중국 내 특수한 상황과 유사한 과거 가격을 찾을 수 없었다. 또한, 원자재의 가격 변동만큼 스프레드를 계상해서 매출에도 반영되기에 산정에 크게 얽매이지 않아도 괜찮다고 판단하였다. 실제 매출액과 매출원가의 과거 4개년 상관관계수가 95%로 높았기에 본 팀은 과거 4개년의 평균 매출원가율을 산정하여 적용하였다.

분기	3Q 21	4Q 21	1Q 22	2Q 22
액수(천원)	1,095,176,228	1,138,906,578	1,174,633,812	1,207,174,010

2 - (2). 판관비와 비영업손익 추정

항목명	적용방법	근거
인건비	$232,259x + 6,516,666$ 선형추정	인건비 $y = 232,259x + 6,516,666$ $R^2 = 0.7778$ 급여는 인건비 중 큰 부분을 차지하고 있으며 인건비와 급여의 상관관계수 99%였다. 직원수가 점차적으로 줄어들었음에도 불구하고 급여가 상승 경향을 보인 이유는 최저시급의 증가가 주요 요인이라고 판단하였다.

유무형자산 상각비	68154x+666957 선형추정	유무형자산 상각비  당사의 생산설비는 사용한지가 최소 10년, 건물은 20년이 넘었기에 유형자산의 노후화로 인한 감가상각의 비중이 커진 것에 기인함.
연구개발비	4 개년 이동평균	경향성 없음
광고선전비	4 개년 이동평균	경향성 없음
판매비	4 개년 이동평균	경향성 없음
관리비	4 개년 이동평균	경향성 없음
기타비용	4 개년 이동평균	경향성 없음
대손상각비	4 개년 이동평균	경향성 없음
비영업손익	금융손익, 기타손익, 기부금 및 기타 4 개년 이동평균	경향성 없음

종속기업, 관계기업 관련 손익	4 개년 이동평균	경향성 없음
법인세비용	4 개년 평균	법인세의 경우 국가의 법으로 정해져 있으며 당기법인세와 이연법인세가 있지만, 이연법인세 추정에 한계가 있음

3. Valuation

3-(1). PBR Valuation

동사의 주가 추정 기법으로 PBR Multiple Valuation 방법을 채택하였다. 동사가 영위하는 철강산업은 대표적인 자본집약적 산업으로, 자산가치가 매우 크므로 기업가치에 반영되는 것이 적절하다고 판단했다. 또한, 철강산업은 산업 내 변화가 적은 성숙산업으로 장부가치에 있어 큰 폭의 변동성이 기대되지 않으므로 PBR Valuation을 적용하였다.

PEER GROUP 선정의 경우, 표본으로 선정할 국내 특수강 업체의 수가 적었고, 특수강 산업의 환경과 전체 철강산업의 환경이 유사한 것으로 판단해 국내 철강사 5개 업체를 PEER로 선정했다. 그리고 세아베스틸과 시가총액이 가까운 정도에 따라 이들 업체들에 가중치를 부여해 각각의 PBR을 가중평균하여 TARGET PBR을 산출했다.

세아베스틸 22E 3Q 목표주가 33,000원, 상승여력 33%를 제시한다. Target PBR 0.61, 22 2Q(E) Fwd BPS 53,107원을 적용하였다.

PEER GROUP

	PBR	Market Cap (usd)	Weight
Hyundai Steel Co	0.4	5,172,273,571	0.053065
Posco	0.5	23,853,925,791	0.011506
KISCO Corp	0.6	387,693,691	0.707944
Dongkuk Steel Mill Co Ltd	0.7	1,422,348,537	0.192966
Korea Zinc Inc	1.2	7,951,267,912	0.034518
가중평균	0.613835609		

3-(2). 목표 주가 산정

세아베스틸 PBR Valuation			
구분		단위	비고
21 3Q~22 2Q 예상 당기순이익	132,423,659	천원	(A)
21 2Q 자본총계	1,817,631,855	천원	(B)
21 3Q~22 2Q 예상 배당성향	34.37%	%	4 개년 평균
21 3Q~22 2Q 예상 배당금	45,516,660	천원	(C)
22 3Q 자본총계	1,904,538,854	천원	(A)+(B)-(C) = (D)
유통주식수	35,862,119	주	(E)
예상 BPS	53,107	원	(D)/(E)
Target PBR	0.613835609		(F)
적정주가	32,599	원	(E)*(F)
목표주가(2022.10.01)	33,000	원	
현재주가(2021.10.01)	24750	원	
상승여력	33%	%	

