

세아홀딩스 (058650)

June 16, 2011

Rating : Strong Buy
Target : 270,000원

“너무 싼데.. 진짜 싼데... 뭐라 표현할 방법이 없네..”

- ▶ 시총 5,460 억, 2010 년 매출 1,591 억, 영익 1,343 억, 순익 1282 억
- ▶ 쌍두마차 세아베스틸과 세아특수강이 만드는 실적과 주가 신고가에서 보여주는 매수신호.
- ▶ 올 예상 PER 2.8 배, 내년 예상 PER 2.5 배수준, 실질 PBR 0.29 배의 양방향 안전판을 보유

세아홀딩스는 지주회사로 상장사인 세아베스틸과 세아특수강와 여러 비상장회사를 보유하고 있다..

자회사	회사명	지분율	장부가(억)	시가총액	평가액	(평가액-장부가) 과리금액	2010년 순익	2010년 지배주주이	2011년(E) 순익	2011년(E) 지배주주이	2012년(E) 순익	2012년(E) 지배주주이
상장사	세아베스틸	54.4%	3,458	20,585	11,198	7,740	1,431	779	2,221	1,208	2,449	1,332
	세아특수강	69.9%	1,002	4,079	2,851	1,849	309	309	387	271	453	317
	한국주철관	11.6%	145	905	105	-40	28	0	28	0	29	0
비상장사	드림라인	62.4%	1,044		1,044		-235	-146	0	0	0	0
	한국번디	80.0%	795		795		149	119	165	132	173	139
	강남도시가스	65.0%	678		678		116	75	127	83	133	87
	S&G holdings	100.0%	450		450		37	37	40	40	42	42
	세아M&S	80.1%	446		446		-288	-231	50	40	53	42
	세아에샵	50.0%	293		293		149	75	160	80	168	84
	세아이엔티	100.0%	213		213		-30	-30	0	0	0	0
	Avanti mining	12.9%	187		187		-191	0	-191	0	-201	0
	세아네트웍스	74.8%	169		169		40	30	45	34	47	35
	세아메탈	99.6%	158		158		30	30	33	33	35	35
	세아로직스	100.0%	136		136		14	14	17	17	18	18
	New Zealand SeAH Prec.Metal	100.0%	12		12		0	0	0	0	0	0
	세아기공	100.0%	2		2		1	1	1	1	1	1
합계	*세아특수강 지분30% 매각 건은 반영안함		9,188		18,737	9,549	1,559	1,060	3,083	1,938	3,401	2,131

< 자료: 전자공시, 발로 뛰는 가치투자연구소 >

*세아베스틸과 세아특수강은 3명의 애널리스트 리포트의 순이익 예상치 평균을 2011년과 2012년 각각 사용했고, 드림라인은 올해 매각을 하는 것으로 예상했으며, 세아M&S는 올 1분기 흑자 전환한 17억*4분기한 값에 25% 할인한 이익을 예상했고, 그외 다른 법인들의 2011년 이익추정은 전년비 10%씩 성장하는 것을 기준으로 했으며, 2012년 이익 추정은 세아베스틸과 세아특수강을 제외한 법인들의 경우 2011년대비 5%의 성장율을 감안한 자료로 추정해서 반영하였음. 한국주철관과 Avanti mining의 경우는 지분율이 10%대로 지배주주이익은 반영하지 않았다. 또한 드림라인 매각하게 된다면 그에 따른 손실부분과 세아특수강의 지분 30%매각에 따른 수익300 억원은 이익 추정에 반영하지 않았음.

위의 자료에서 자회사들의 현황을 표로 만들어 보았는데, 상장사중에 세아베스틸과 세아특수강이 전체 장부가의 51%를 차지하며, 평가액 기준으로는 77%의 영향을 미친다. 즉, 세아홀딩스중에서 세아베스틸과 세아특수강만 잘 보면 세아홀딩스의 주가의 예측이 가능하다는 결론을 얻을 수 있다.

이쯤에서 세아홀딩스의 벨류에이션을 계산을 위해서 세아홀딩스의 실질PBR을 계산해 보았다.

구분	금액 (억)
시가총액	5,460
자기자본	8,985
(평가액-장부가) 괴리	9,549
실질자기자본	18,534
실질 PBR	0.29

<자료: 전자공시, 발로 뛰는 가치투자 연구소>

단순 PBR은 0.6배수준으로 일반 가치주정도 받는구나 싶지만, 실질 PBR을 계산해 보면 0.29라는 숫자를 확인해 볼 수 있다. 위의 자료에서 (평가액-장부가)괴리는 세아홀딩스가 가지고 있는 세아베스틸, 세아특수강, 한국주철관의 지분의 장부가와 실제 거래되는 가격과의 괴리를 찾아본 것이다. 무려 그 괴리 금액만 9,549억으로 세아홀딩스의 시가총액의 2배에 달한다.

이것을 통해서 세아홀딩스의 자산가치가 엄청나구나~ 라고 생각을 해볼 수 있다.

그럼 수익가치를 계산해 보겠다.

2010년도 세아홀딩스의 매출액은 1,591억에 영업이익이 1,343억, 순이익이 1,282억이 된다. 여기에 매출액에는 세아홀딩스의 자회사들의 전체이익이 반영된 결과이며 이중에서 지배주주이익만 계산해 본다면 1,060억정도가 될 것이다. 또한 올해 말기준 연결재무제표에는 3,080억정도의 이익으로 나오게 될 것이지만 이중에서 우리가 봐야 할 것은 지배주주이익이다. 물론 지배주주이익에 그외 여러가지 항목들이 더 있지만, 이를 모두 고려하기엔 무척 어렵다고 생각이 된다.

단순히 자회사들에 대한 것을 가지고 계산해보면..

2011년 추정되는 지배주주이익은 1938억으로 예상하며, 내년에는 2,131억원정도를 예상한다.

예상PER는 올해와 내년에 각각 2.8배, 2.5배수준으로 매우 싼편 이라고 볼 수 있다.

워렌버핏님께서 이런 말을 한 적이 있다.

“정확히 틀리는 것보다, 어림짐작으로라도 맞추는게 낫다”

세아홀딩스의 이익을 정확히 추정하는 것 자체가 참으로 어렵다는 말이다.

이자비용, 자산매각에 따른 손익에 영향, 그외 부동산 임대수익등 다양하다.

(탐방시 담당자는 이익추정에 대해서는 언급을 안해주었다. 안타깝게도 담당자의 사업의 방향에 대한 이야기와 기존자료를 통한 추정만으로 리포트가 나왔음을 이해해 주시길 바란다.)

하지만 결국 펀더멘탈에 따라서 주가는 움직이게 되어있고, 우리가 주목할 부분은 그 펀더멘탈이 어느 방향으로 가느냐와 펀더멘탈을 감안하면 주가가 어느정도 싼편인가를 추정하는 것이 바람직 하다고 보여진다.

이쯤에서 여러분들은 이런 생각을 할 것이다.

첫째, 세아홀딩스가 여러자회사가 있지만 결국 세아베스틸과 세아특수강의 이익에 따라서 실적이 변한다는 사실.

둘째, 자산가치로 보면 실질PBR은 0.3도 안될 정도로 안전판이 깔려져 있다는 사실.

셋째, 수익가치로 보아도 PER 2배대면 상당히 싸다는 사실. (많아 봐야 3배대다)

그런데 주가는 왜 안움직일까?

여러가지 요인들이 있지만 자회사들의 주가는 신고가를 뚫은 상황에서 세아홀딩스만 제자리인 이유를 찾아보자.

첫째, 지주사라서 할인이 되어있다. 대부분 사람들은 지주사에 대해서 할인을 주어야 한다고 생각한다.

그래서 다른 지주사들은 자회사의 가치가 제대로 주가에 반영이 되고 있는지 한국증시에 상장된 회사들을 대부분 찾아보았다.

찾는 기준은 아래의 공식으로 계산을 해보았다.

(상장된 지주사의 자회사는 2개까지만 포함했으며, 주가기준은 2011년 06월 16일 종가기준으로 계산.)

지주사 가치 괴리 = (지주사의 시가총액 / (지주사가 보유한 자회사의 지분가치-지주사 부채))

→ 수치가 낮으면 낮을수록 지주사를 사고 싶게끔 만든다.

40개의 지주사를 계산해본 결과 세아홀딩스가 괴리가 44%로 상장된 지주사 중에서 가장 싼 기업으로 검색이 되었고, 2위는 농심홀딩스로 괴리는 65%, 3위는 S&T홀딩스로 68%, 4위는 네오위즈로 71%, 5위는 LG로 91%였고, 그외 100%이상이 상당수가 있었다.

이를 통해서 보면 세아홀딩스는 지주사 중에서도 가장 동값으로 가치평가를 받는 회사에 1위로 선정이 되었다.

아무리 할인을 받아도 세아홀딩스의 시가총액 5,460억과 세아베스틸과 세아특수강의 지분가치인 1조4,048억에서 세아홀딩스의 부채인 1,571억을 뺀 값인 1조2천476억과 비교를 해보면.. 세아홀딩스가 상당히 저평가를 받고

있구나 싶다.

둘째, 거래량이 적다. 세아베스틸과 세아특수강의 경우 하루 거래량이 8만주, 30만주정도로 금액으로 비교시 45억, 132억으로 충분한 거래량과 거래금액이 뒷받침되고 있다. 하지만, 세아홀딩스는 최근 1달간 평균 거래량은 2,400주로 금액으로 환산시 일별 거래대금은 3억2천만원이다. 거래가 실리지 않기 때문에 대부분의 사람들은 주식을 사고 파는 어려움을 느낄 수 있다. 충분한 할인 요인이 될 수 있다고 보여진다.

셋째, 세아베스틸과 세아특수강을 제외한 나머지 기업들중에 일부는 적자구조에 사업의 체질이 좋지 않은 기업이 섞여있다. 맞는 말이다. 드림라인만 봐도 알 수 있다. 다행히 드림라인은 뉴스기사로도 검색된 것처럼 매각의사가 확실히 있다고 보여진다.

하지만, 이 부분은 이렇게 설명할 수 있다.

계란을 담은 바구니에 좋은 계란(100원)과 별볼일 없는 계란(20원), 나쁜 계란(-10원)이 섞여있다.

각각 계란을 팔면 100원에 좋은 계란을 팔고, 별볼일 없는 계란은 20원에 팔고, 나쁜 계란은 -10원에 팔아서 총 110원 계란을 팔 수 있는데, 계란과 계란을 담은 바구니를 합쳐서 파니까 40원에 팔고 있더라는 말이다.

넷째, IR에 신경쓰지 않는다.

실제 탐방을 가서 보니 IR파트의 직원은 따로 있지 않았고, 내부적으로 기업IR에 큰 신경을 쓰지 않았다.

회사가 IR에 신경을 안쓰다 보니 주가도 기업가치에 비해서 못 오른다고 충분히 생각해볼 수 있는 내용이다.

하지만, 누군가 이런말을 했다.

탐방을 갔는데, IR직원이 따로 없고, 회의실 장소에 오래된 책상과 낡지만 깨끗한 분위기라면 회사가 비용 면에서 절약을 강조하고 있고, 내실이 있는 회사다...!! 라고 했다. 실제 탐방을 갔을 때 분위기가 정확히 그러했으며 에어컨도 만나왔다.!!(비용절감에 대해서 대단히 신경을 쓰고 있는 모습과 주주들에게는 환영받을 만한 모범 사례라고 생각이 들었다.)

세아홀딩스가 할인을 받게되는데 총 4가지 요인을 찾아보았다.

지주사라서, 혹은 거래량이 적어서, 혹은 실적이 좋지 않은 자회사들이 섞여있어서, 혹은 IR을 제대로 안해서..

하지만 결국 기업의 가치는 펀더멘털을 향해서 도도히 흘러간다는 믿음을 변치 않는다면 세아홀딩스를 매수하는 관점에서는 충분히 볼 만한 회사라 생각된다.

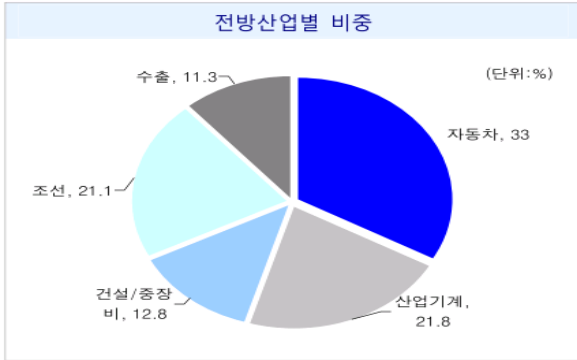
그럼 이번에는 세아홀딩스의 투톱인 세아베스틸과 세아특수강에 대해서 알아보자.

세아베스틸은 국내 특수강시장에 50%의 점유율을 가지고 있는 알짜회사다.

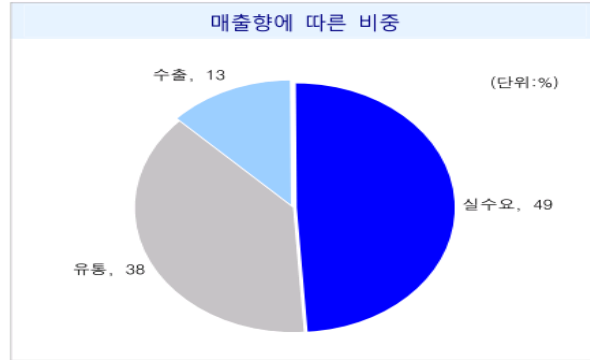
*특수강(합금강): 탄소강에서 열처리나 탄소비율조정만으로 원하는 기계적인 성질을 얻을 수 없을때 사용목적에

따라서 특수한 합금 원소를 첨가한 강.(합금원소: 크롬, 니켈, 망간등)

당사의 특수강 품질은 경쟁사들에 비해서 우수하고, 특수강의 특성상 소량 다품종의 제품을 생산 하다보니 현대 제철이나 POSCO와 경쟁을 할 필요도 거의 없다. (고로는 대형에만 주로 집중을 하므로, 당사와 직접 경쟁이 없다고 보면 된다.)



자료: 세아베스틸



자료: 세아베스틸

세아베스틸은 매출의 95%가 특수강 봉강에서 발생이 되며 주요 수요처는 자동차산업이며, 최근 기계와 조선도 살아나고 있는 모습이다.

자동차의 경우 엔진(크랭크 샤프트), 트랜스 미션(트랜스 미션기어, 메인샤프트, 변속기어부품), 구동장치(프론트액슬 샤프트등), 기어류, 베어링등에 사용이 된다.

산업을 고도화 되면 될수록 단순한 철강보다 특수강의 수요가 증가되는데 일본의 경우 조강대비 특수강의 비율이 국내와 비교시 2배가까이 된다. 향후 우리나라도 특수강의 수요처는 다양화되며 또한 증가할 것으로 기대된다.

또한 당사의 경우 대형단조(고급단조)에도 뛰어들었는데 이 시장은 두산중공업과 재팬스틸웍스라는 업체가 잘나갈때 영업이익률30%에 달하는 정도로 독과점인 시장이었다. 이 노다지 시장에 세아베스틸이 뛰어든 것으로 총 4천400억원대의 투자금액중 상당수가 이미 선 투자가 되었으며 올해부터 제대로 된 가동이 시작된다고 보며된다. 최근 탐방간 애널리스트와도 확인한 결과 현재는 조선쪽 물량을 많이 받고 있고, 대형단조의 가동율은 점차 증가되는 모습에 있으며 올해는 대형단조에서 BEP수준을 예상하고 있다고 한다.

어느 주식책에 이런 말이 있다. “ 주식으로 가장 크게 먹을 수 있는 기회 중에 하나는 바로.. 설비투자가 끝나고 실제 제품이 양산되기 시작할 때이다. ”

이제 세아특수강을 확인해보면 .. 역시 세아특수강도 마찬가지로 자동차향 매출이 전체 매출의 71%에 달한다. 볼트, 너트에 사용되면서 매출의 60%를 차지하는 CHQ Wire(국내M/S 37%)는 자동차에서 매출이 82%에 달하며, CD Bar(마봉강)은 자동차에서 매출이 무려50%나 된다. 또한 세아특수강의 생산량은 전년 37만톤의 규모에서

올해 55만톤으로 급격히 증가한 상태이며, 향후 3년간 EPS는 연평균 20%이상 증가할 것으로 기대하고 있다.

국내에서 중국의 저급한 특수강은 시장M/S가 5%정도밖에 안되는 것으로 보고 있는데 그 이유는 중국의 수출증
취세때문에 수출가격이 상승한 부분도 있고, 특수강의 수요인 자동차의 경우 저급강은 거의 사용이 어려운 고
급강 시장이기 때문이다.

세아베스틸과 세아특수강에서도 확인한 바와 같이 이 두 회사는 자동차산업과 연관성이 매우 높으며, 국내 자동
차회사들의 매출이 증가하면, 쌍두마차인 두 회사의 실적이 좋아지고, 이것이 세아홀딩스의 실적호조에 엄청난
기여를 하게 되면서 주가에도 영향을 미치게 된다는 것이다.

세아베스틸을 통해서 보면 2분기 실적이 사상 최고치에 육박할 것이라는 이야기가 애널리스트 리포트와 통화를
통해서도 확인을 했다. 일본발 지진 사태의 영향이 한국의 자동차 회사들에게 경쟁력 강화라는 신호를 주면서
관련된 부품업체와 당사 같은 특수강업체는 실적호조는 이미 확정된 사항이라고 봐도 무방하다.

게다가 애널리스트 리포트보다 조금 더 좋은 그림이 그려질 수도 있을 가능성도 있는 것은 최근 중국이나 미국
에서 현대, 기아차의 판매실적을 통해서도 확인해 볼 수 있는 사항이라고 보여진다.

반대로 말하자면 현대, 기아차가 시장경쟁력을 상실하면 세아베스틸과 세아특수강도 마찬가지로 그림일 것이고, 세
아홀딩스 또한 같은 그림이 그려진다고 보여진다.

최근 뉴스에서는 올해 자동차산업의 경우 연간EPS추정치를 상향하는게 추세적으로 나오고 있다고 한다.
(자동차관련 산업의 주가흐름도 견조할 것이라 추정해 볼 수 있다.)

이것은 결국 세아홀딩스의 실적도 고고할 가능성이 높음을 확인시켜주는 자료라고 보여진다.

최대주주인 이운형의 지분매입 및 매도관련해서 자료를 찾아보았다.

2002년부터 2011년 06월 현재까지 총 매수된 주식은 86만4천주를 장내에서 매수했으며, 매도는 08년 7월 16일
을 마지막으로 해서 총 4,146주를 매도했다. 게다가 2011년 들어서도 4,697주로 계속해서 매수만 하고 있는 상
황이다.

대주주가 꾸준히 때를 거르지 않고, 매수를 할때는 무언가 있구나 생각해 볼 수 있는데, 극단적으로 낮은 주가수
준에서는 내가 대주주라도 그러할 것이라고 생각이 된다.

이제 결론을 말해보겠다.

비록 지주사에, 적은 거래량에, 일부 자회사는 적자기업에, IR도 신경을 덜 쓰는 회사임에도 불구하고.. 당사의 주가는 할인이 심하게 된 상태에서 거래된다고 판단한바..

매수전략은 몇 가지를 제시하겠다.

1. 대주주가 계속 매입하는 모습에서는 홀딩이나 추가매입을..
2. 14~15만원대의 고점의 주가를 강하게 뚫는다면 추가매수나 홀딩을..
3. 제가치를 찾아서 20만원대에 안착한다면 보수적인 관점을..
4. 전방 산업인 자동차 산업의 펀더멘털이 회손 된다면 비중 축소를..
5. 지금과 같이 자동차산업이 좋고, 쌍두마차인 자회사들의 실적이 좋아지면 홀딩을..
6. 단기적으로 12만원대오면 매수, 14만원대 오면 매도
→ 단 14~15만원을 강하게 뚫는다면 회사의 주가가 제대로 재평가 단계에 접어든 것이므로 반드시 홀딩해야할 구간이라 평가됨!!!!

1년뒤 목표가는 PER 6배수준으로 보면 적절할 것이며, 27만원정도 충분히 올라갈 여지가 있다고 보여지며, 20만원대 안착은 빠르면 올해말 늦어도 내년에는 충분히 가게 될 것으로 예상한다.

***위의 모든 자료는 애널리스트 리포트와 저의 개인적인 투자의견에서 비롯된 것이므로 꼭 100%맞는다고 볼 수 없으며, 이를 통한 주식매매에 따른 결과는 투자자 본인에게 있음을 알려드립니다.**