세아베스틸
001430 / 매수

3Q Review: 4분기도 실적 메리트 유효

철강/비철금속
연구원 조강운
ck2ck@etrade.co.kr
3779 0055

- **3Q Review: 영업이익 469억원, OPM 10.4%**
- **수요산업 호조 및 계절적 성수기로 4Q 영업이익 565억원, OPM 11% 전망**
- **2010년 영업이익 1,989억원으로 사상 최대치 달성 전망**

매수	(유지)
목표주가(12M)	37,000원
현재주가 ('10/10/26)	28,300원
업종투자의견	비중확대

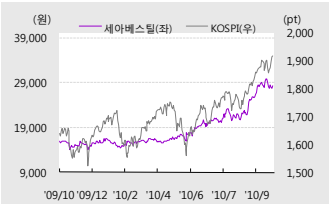
Stock Data

KOSPI ('10/10/26)	1,919.41pt
시가총액	1,015십억원
발행주식수	35,862천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	29,900 / 14,100원
60일 일평균거래대금	2.6십억원
외국인 지분율	4.8%
배당수익률 ('09.12)	1.8%
주주구성	
세아홀딩스 외 5	71.3%
국민연금공단	5.2%

Company Performance

상대수익률	1 개월	6.0%
	6 개월	61.5%
	12 개월	65.6%

Company vs Composite



투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

세아베스틸에 대해 투자의견 매수, 목표주가 37,000원을 유지한다. 동사는 수요산업의 호조세로 특수강봉강의 출하량이 지속되고 있고, 4분기 계절적 성수기를 맞아 출하량 증가가 기대되어 영업레버리지가 큰 동사의 특성상 출하량 증가시 영업이익의 증가폭은 매출액 증가폭보다 커져 3분기 영업이익률 10.4%에서 4분기 11%대로 증가할 것으로 예상된다. 2010년 영업이익은 2008년 1,815억원을 넘어선 사상 최대치인 1,989억원을 기록할 것으로 전망된다. 목표주가 37,000원은 2010년 PER 8.9배, PBR 1.4배 수준이며. 현주가는 2010년 PER 6.8배, PBR 1.0배 수준이다.

3분기 실적 Review: 영업이익 469억원, OPM 10.4%

3분기 실적은 매출액 4,505억원(+35.0% YoY, -9.9% QoQ), 영업이익 469억원(+330.4% YoY, -33.2% QoQ), OPM 10.4%를 기록했다. 이는 영업이익 당사 전망치 419억원을 12%, 컨센서스 405억원을 15.8% 상회하는 호실적이다. 가장 우려되던 대형 단조설비 비용(감가상각비, 기타 고정비)이 9월부터 추가되어 보수적인 추정치를 적용했지만, 출하량 호조세 지속으로 규모의 경제를 달성한 것으로 보인다. 세아베스틸의 3분기 출하량은 계절적 비수기의 영향으로 전분기(43.6만톤) 대비 10.7% 감소한 39만톤 수준이며, 지난 1분기(37만톤) 대비로는 4.4% 증가한 것이다.

동사의 주력제품인 특수강봉강은 자동차향 비중이 50%(매출액 기준)에 달하며 특수강봉강 M/S 국내 1위 업체이다. 냉연업체들이 자동차의 피부를 생산한다면 동사는 자동차의 뼈대, 나사 등의 필수 부속품에 사용되기때문에 자동차산업의 호조는 동사의 직접적인 수혜요인이다. 세아베스틸의 수요산업 호조세의 다른 축인 건설기계 쪽도 생산/판매 모두 견조한 실적을 보이고있으며, 판매량 저조세를 나타냈던 잉곳 부문도 조선쪽의 시황 회복세로 인해 6월을 기점으로 회복세에 있는 것으로 보인다.

4분기 실적 Preview: 영업이익 565억원, OPM 11.0% 전망

4분기는 매출액 5,158억원(+38.5% YoY, +14.5% QoQ), 영업이익 565억원(+89.3% YoY , +20.4% QoQ)으로 전망한다. 4분기는 계절적 성수기로 접어 들게되며 대형 단조

Valuation Summary

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	1,840.7	181.5	123.0	101.7	2,885	149.4	281.0	5.8	4.1	0.7	12.1
2009	1,245.4	1.4	-38.7	-38.7	-1,098	적전	102.9	N/A	12.5	0.7	-4.6
2010F	1,875.0	198.9	171.4	146.9	4,167	흑전	305.5	6.8	5.3	1.0	16.6
2011F	2,006.3	222.7	199.7	163.7	4,646	11.5	344.7	6.1	4.4	0.9	16.0
2012F	2,267.1	331.0	315.0	245.7	6,971	50.0	455.4	4.1	2.9	0.8	20.5

자료: 이트레이드증권 리서치센터

부문의 판매량 증가를 감안하면 보수적인 가정으로도 2분기(43.6만톤) 수준인 43만톤은 기록할 것으로 보인다. 대형 단조설비의 적자가 월 20억원으로 예상되지만 3분기 실적에서 달성한 영업레버리지 효과를 감안하면 실적에 부담 될것으로 보이지 않는다. 다만 영업이익 및 이익률은 2분기(628억원, 12.6%) 대비 낮은 565억원, OPM 11.0%로 전망하고, 4분기 EBITDA는 2분기(867억원) 수준인 869억원으로 예상된다.

대형 단조설비(1만3천톤 프레스)는 장기 성장동력

9월 15일 준공식을 갖은 대형단조 설비(150톤 전기로 + 1만3천톤 프레스)는 두산중공업을 롤모델로 원전, 기타발전소 수주 및 조선용 대형단조품 등을 타겟으로 준공되었다. 세아베스틸 대형단조 설비의 특징은 1) 장입공간이 커(높이 8M, 폭 7M) 국내 최대 size 단조품 생산 가능, 2) 단조전용 전기로 보유로 hot charge 투입이 가능해 원가경쟁력에 우위, 3) 두산중공업 출신의 엔지니어들을 영입했고, 원자력 부품 제조를 위한 ASME(American Society of Mechanical Engineers)인증을 획득하여 기술력 확보 등으로 수요산업 회복 및 품질확인 기간을 거쳐 점차 동사의 성장동력으로 작용할 것으로 보인다. 9월부터 본계정 대체가 되어 감가상각비 및 기타부문을 합쳐 2010년 연간 약 80억원의 적자가 예상된다. 추가적인 투자는 내년까지 단조부문 가공/열처리 시설이 약 700억원(10년 3분기말 추정치) 투자될 예정이다. 회사측은 BEP달성을 2011년 하반기로 예상하고 있으며 아직 본격적인 매출증가를 기대하긴 어렵지만 현재, 4대강보(게이트핀), 환봉(대형봉강), 금형강(가전, 자동차 내장재, 범퍼 등의 제조틀), 화력 플랜트 용 Shell 등의 수주 받았으며 발전소 관련 단조 출하확대를 위해 해외 수출을 타진 중이다.

[도표 1] 특수강봉강 출하량 및 실적 추이

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	당사 추정치 3Q10	4Q10F
특수강봉강 제품(천톤)	175	211	251	293	316	358	306	306	343
특수강봉강 반제품(천톤)	60	62	69	55	57	79	83	83	91
특수강봉강 합계(천톤)	**236**	**274**	**320**	**348**	**373**	**436**	**389**	**389**	**434**
제품(YoY %)	-41%	-36%	-9%	47%	81%	69%	22%	22%	17%
반제품(YoY %)	-45%	-34%	-9%	-17%	-5%	26%	20%	20%	65%
합계(YoY %)	-42%	-36%	-9%	31%	59%	59%	21%	21%	25%
제품(QoQ %)	-12%	21%	19%	16%	8%	13%	-14%	-14%	12%
반제품(QoQ %)	-9%	4%	11%	-20%	3%	38%	6%	6%	10%
합계(QoQ %)	-11%	16%	17%	9%	7%	17%	-11%	-11%	11%
월평균 판매량(천톤)	**79**	**91**	**107**	**116**	**124**	**145**	**130**	**130**	**145**
영업이익률(%)	**-11.7%**	**-3.4%**	**3.3%**	**8.0%**	**8.0%**	**12.6%**	**10.4%**	**9.1%**	**11.0%**
영업이익(십억원)	**-29.7**	**-9.6**	**10.9**	**29.8**	**32.8**	**62.8**	**46.9**	**41.9**	**56.5**
특수강봉강 톤당 영업이익(천원)	**-126**	**-35**	**34**	**86**	**88**	**144**	**120**	**108**	**130**
EBITDA(십억원)	-5.6	16.1	36.7	55.6	58.3	86.7	73.6	68.6	86.9
특수강봉강 톤당 EBITDA(천원)	**-24**	**59**	**115**	**160**	**156**	**199**	**189**	**176**	**200**

주: 2010 년 3 분기 EBITDA 는 추정치

자료: 세아베스틸, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 2] 분기 영업실적 추정치

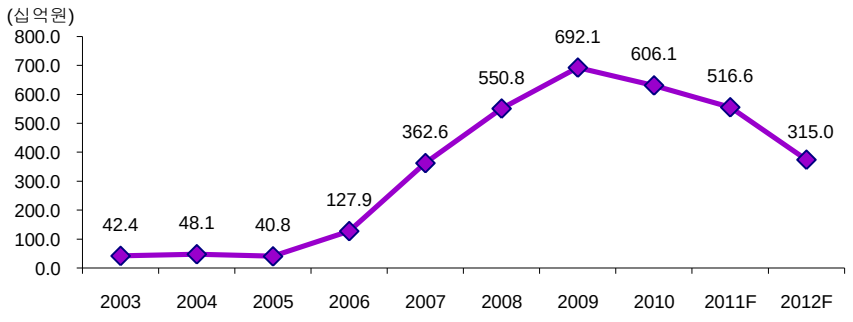
(단위: 십억원, %)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	당사 추정치 3Q10	컨센서스 3Q10	4Q10F
매출액	253.3	285.9	333.7	372.5	408.8	500	450.4	459.3	441.6	515.8
영업이익	-29.7	-9.6	10.9	29.8	32.8	62.8	46.9	41.9	40.5	56.5
세전이익	-42.6	-17.8	3.4	18.4	26.3	47.9	44.1	37.7	33.0	53.1
순이익	-49.1	-21.9	6.9	25.5	25.3	41.6	37.5	30.9	29.5	42.5
% of Sales										
영업이익	-11.7	-3.4	3.3	8	8	12.6	10.4	9.1	9.2	11.0
세전이익	-16.8	-6.2	1	4.9	6.4	9.6	9.8	8.2	7.5	10.3
순이익	-19.4	-7.7	2.1	6.8	6.2	8.3	8.3	6.7	6.7	8.2
% YoY										
매출액	-38.4	-47.8	-33.6	-1.9	61.4	74.9	35.0	37.6	32.4	38.5
영업이익	적전	적전	-80.5	123.8	흑전	흑전	331.2	285.4	272.5	89.3
세전이익	적전	적전	-91.5	흑전	흑전	흑전	1204.5	1,015.5	876.1	188.2
순이익	적전	적전	-80.4	흑전	흑전	흑전	446.9	351.1	330.3	67.0
% QoQ										
매출액	-33.3	12.9	16.7	11.6	9.8	22.3	-9.9	-8.1	-11.7	14.5
영업이익	적전	적지	흑전	174.4	10	91.3	-25.3	-33.2	-35.5	20.4
세전이익	적지	적지	흑전	445.3	42.7	82.1	-7.9	-21.3	-31.1	20.5
순이익	적지	적지	흑전	271.3	-0.8	64.7	-9.9	-25.7	-29.1	13.4

자료: 세아베스틸, Bloomberg, 이트레이드증권 리서치센터

2010년말 순차입금 6,000억원 수준으로 감소 전망

[도표 3] 순차입금 추이



자료: 세아베스틸, 이트레이드증권 리서치센터

2010년 1~8월 국내 특수강 봉강 명목소비 +90% YoY

특수강봉강 2010년 1~8월 생산/명목소비는 0.83로 공급부족

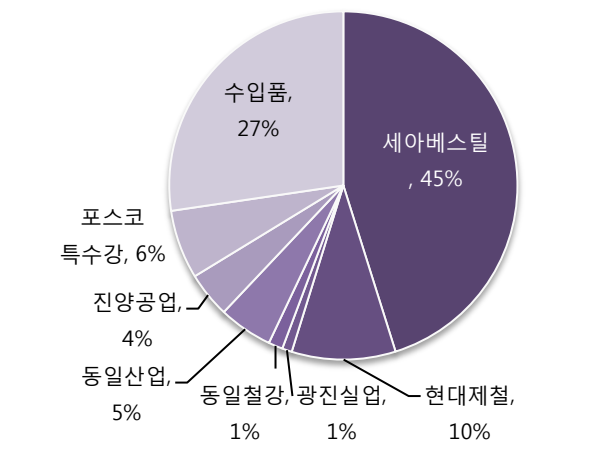
[도표 4] 특수강봉강 국내 수급현황

(단위: 천톤, %)

	2007	2008	2009	2010 06	07	08	01~08
생산	**1,853**	**1,870**	**1,545**	**191**	**194**	**160**	**1,418**
수입	767	819	365	66	78	52	537
수출	301	312	217	24	26	19	178
(순수출)	-466	-507	-149	-41	-52	-33	-360
명목소비	**2,319**	**2,378**	**1,694**	**233**	**246**	**192**	**1,778**
수입산 MS	33.1	34.4	21.6	28.3	31.9	26.9	30.2
중국수입비중	85.6	85.6	87.2	74.3	80.7	83.3	85.4
생산/명목소비	**0.80**	**0.80**	**0.79**	**0.91**	**0.82**	**0.79**	**0.83**
%YoY Change							
생산	10.7	0.9	-17.4	47.7	60.1	32.7	58.0
수입	29.8	6.8	-55.4	186.6	190.8	37.0	193.6
수출	12.9	3.6	-30.5	99.5	31.7	29.8	22.5
명목소비	16.0	2.5	-28.8	66.0	92.1	34.1	90.0

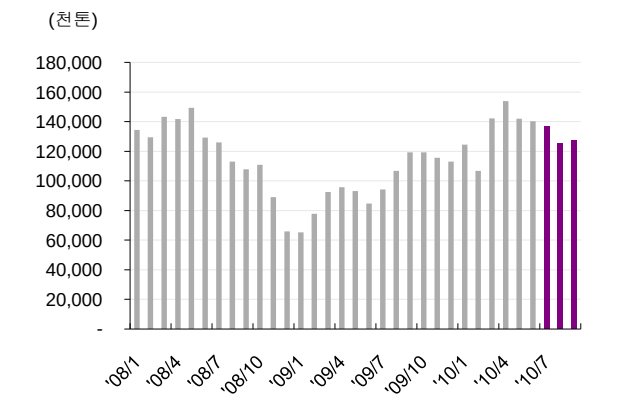
자료: 한국철강협회, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 5] 국내 특수강봉강 시장점유율



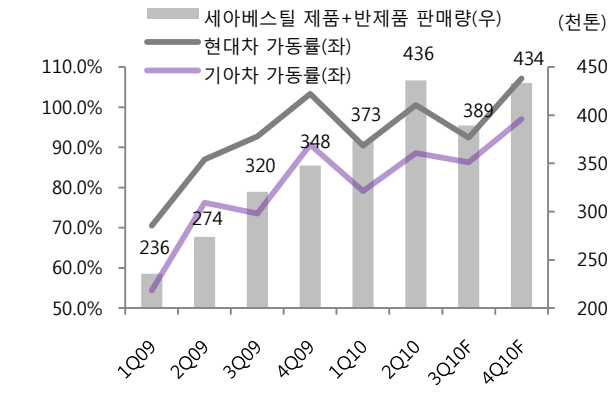
주: 기간은 2010년 1월~8월 평균; 수출량도 포함
자료: 세아베스틸, 한국철강신문, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 6] 특수강봉강+반제품 판매량 추이



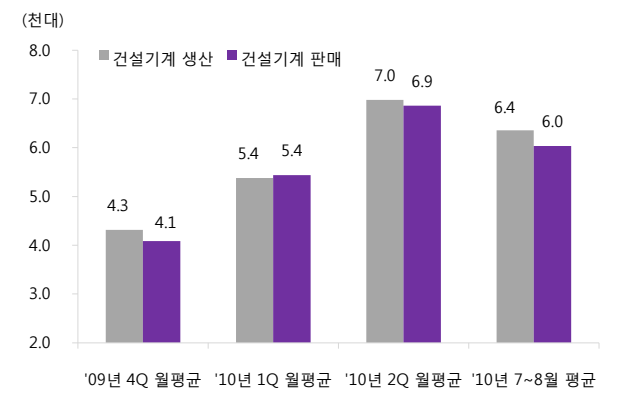
주: 기간은 2010년 9월까지
자료: 세아베스틸, 한국철강신문, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 7] 국내 자동차산업 가동률 vs 세아베스틸 판매량



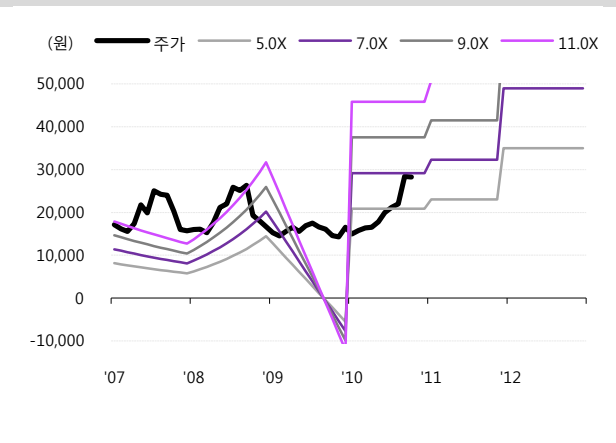
자료: 한국자동차공업협회, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 8] 국내 건설기계 생산 및 판매대수 추이



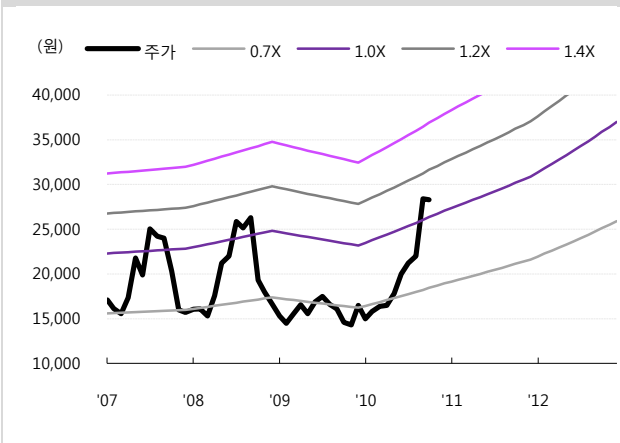
자료: 한국건설기계산업협회, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 9] PER 밴드



주: 기간은 2010년 10월 26일까지
자료: 세아베스틸, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 10] PBR 밴드



주: 기간은 2010년 10월 26일까지
자료: 세아베스틸, 이트레이드증권 리서치센터

세아베스틸(001430)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	746.2	637.0	793.0	821.9	1,003.4
현금성자산	21.5	1.0	118.2	98.0	209.6
매출채권	163.5	193.4	217.2	230.6	260.6
재고자산	539.0	429.5	440.7	476.5	516.4
비유동자산	935.1	1,060.9	1,073.5	1,081.5	1,032.1
투자자산	40.1	43.1	31.2	31.2	31.2
유형자산	895.0	1,017.9	1,042.3	1,050.3	1,000.9
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	**1,681.3**	**1,698.0**	**1,866.5**	**1,903.4**	**2,035.4**
유동부채	399.0	562.7	584.0	575.3	583.4
매입채무	71.2	61.3	70.5	81.7	89.8
단기차입금	153.9	247.9	311.8	312.0	312.0
유동성장기부채	60.0	167.5	128.4	108.4	108.4
비유동부채	407.0	318.4	328.8	238.8	148.8
사채	149.4	162.0	157.1	77.1	37.1
장기차입금	209.0	115.7	127.0	117.0	67.0
부채총계	**806.1**	**881.1**	**912.8**	**814.1**	**732.2**
자본금	219.3	219.3	219.3	219.3	219.3
자본잉여금	298.0	298.0	298.0	298.0	298.0
이익잉여금	375.1	308.2	452.2	587.7	801.7
자본조정	-17.2	-8.7	-15.8	-15.8	-15.8
자본총계	**875.2**	**816.8**	**953.7**	**1,089.3**	**1,303.2**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	**1,840.7**	**1,245.4**	**1,875.0**	**2,006.3**	**2,267.1**
매출원가	1,602.9	1,195.5	1,613.9	1,715.4	1,859.0
매출총이익	237.9	49.9	261.1	290.9	408.1
판관비	56.3	48.5	62.2	68.2	77.1
영업이익	**181.5**	**1.4**	**198.9**	**222.7**	**331.0**
영업외수익	41.3	19.4	13.7	6.1	8.4
금융수익	2.5	2.1	2.5	3.9	8.4
외환관련이익	11.5	13.2	8.6	2.2	0.0
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	99.8	59.4	41.2	29.2	24.4
이자비용	26.1	39.4	30.4	28.7	24.4
외환관련손실	60.9	6.8	8.9	0.5	0.0
지분법손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**123.0**	**-38.7**	**171.4**	**199.7**	**315.0**
법인세비용	21.3	0.0	24.6	35.9	69.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**101.7**	**-38.7**	**146.9**	**163.7**	**245.7**
EBITDA	281.0	102.9	305.5	344.7	455.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	**27.6**	**110.2**	**225.4**	**246.0**	**308.3**
당기순이익	101.7	-38.7	146.9	163.7	245.7
유형자산감가상각비	99.5	101.5	106.6	122.0	124.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산부채변동	-228.5	44.5	-37.5	-38.0	-61.8
기타	54.9	2.8	9.4	-1.8	0.0
투자활동현금흐름	**-148.9**	**-229.9**	**-125.2**	**-236.6**	**-183.4**
유형자산투자	-148.7	-228.2	-132.4	-130.0	-75.0
유형자산매각	1.2	2.0	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	-296.0	109.2	-156.0	-28.9	-181.5
투자자산순증	-0.8	-1.7	3.5	0.0	0.0
기타	295.4	-111.1	159.6	-77.7	73.1
재무활동현금흐름	**141.7**	**98.4**	**16.8**	**-29.6**	**-13.3**
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	207.0	120.7	31.2	-109.8	-90.0
배당금지급	-24.9	-28.2	-2.9	-28.2	-31.7
기타	-40.5	5.9	-11.5	108.4	108.4
현금의 증가	**20.4**	**-21.3**	**116.9**	**-20.3**	**111.6**

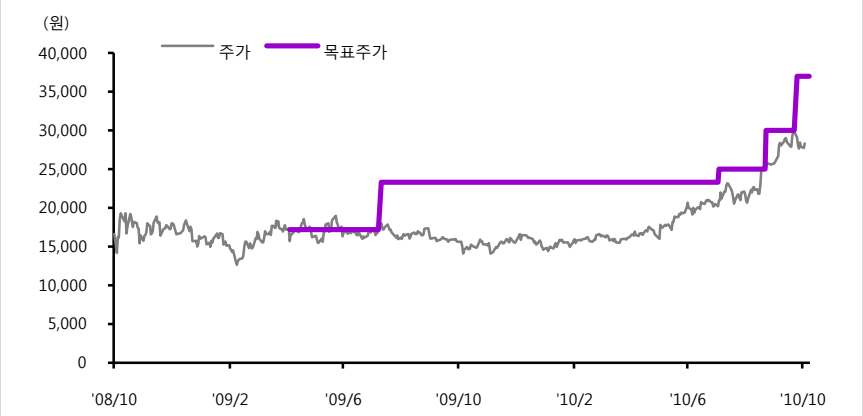
주요 투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	2,885	-1,098	4,167	4,646	6,971
BPS (원)	24,833	23,176	27,060	30,906	36,977
DPS (원)	800	300	800	800	900
SPS (원)	52,228	35,335	53,202	56,926	64,326
매출증가율 (%)	54.0	-32.3	50.6	7.0	13.0
영업이익증가율 (%)	296.8	-99.2	14,400.5	11.9	48.6
순이익증가율 (%)	147.3	적전	흑전	11.5	50.0
EPS증가율 (%)	149.4	적전	흑전	11.5	50.0
EBITDA증가율 (%)	103.7	-63.4	197.0	12.8	32.1
영업이익률 (%)	9.9	0.1	10.6	11.1	14.6
순이익률 (%)	5.5	-3.1	7.8	8.2	10.8
EBITDA Margin (%)	15.3	8.3	16.3	17.2	20.1
ROA (%)	6.7	-2.3	8.2	8.7	12.5
ROE (%)	12.1	-4.6	16.6	16.0	20.5
배당수익률 (%)	4.8	1.8	2.8	2.8	3.2
순차입금 (십억원)	**550.9**	**692.2**	**606.1**	**516.6**	**315.0**
영업이익이자보상배율 (배)	7.0	0.0	6.5	7.8	13.6
차입금/자본총계비율 (%)	65.4	84.9	76.0	56.4	40.2
PER (배)	5.8	N/A	6.8	6.1	4.1
PBR (배)	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
PSR (배)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	4.1	12.5	5.3	4.4	2.9

자료: 이트레이드증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
세아베스틸(001430)	2009.04.28	중립	17,200원
	2009.07.23	중립	17,200원
	2009.08.03	매수	23,300원
	2009.08.12	매수	23,300원
	2010.02.05	매수	23,300원
	2010.03.08	매수	23,300원
	2010.04.21	매수	23,300원
	2010.07.27	매수	25,000원
	2010.09.15	매수	30,000원
	2010.10.18	매수	37,000원
	2010.10.27	매수	37,000원



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조강운).
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7%이상 하락 예상
Report(기업)	BUY (매수)	추정 적정주가 10% 이상 상승 예상
	HOLD (중립)	추정 적정주가 -10%~10% 수익률 예상
	SELL(매도)	추정 적정주가 10% 이상 하락 예상