

세아베스틸 (001430)

매수 (유지)

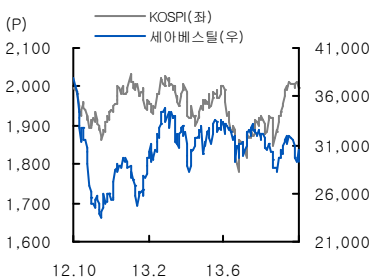
목표주가	38,000원
현재가 (10/1)	29,250원
KOSPI (10/1)	1,998.87pt
시가총액	1,049십억원
발행주식수	35,862천주
액면가	5,000원
52주	38,700원
	23,450원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	8.8%
배당수익률 (12.12월)	3.0%

주주구성	
세아홀딩스 외 5인	68.98%
국민연금공단	7.25%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-10%	-23%
절대기준	-5%	-10%	-23%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	38,000	40,000	▼
EPS(13)	3,262	3,370	▼
EPS(14)	3,859	4,274	▼

세아베스틸 추가추이



박 병 칠

02 6915 5655
bcpark@ibks.com

3Q 출하 둔화로 수익 정체, 4Q 성수기 효과

3Q 출하 부진으로 수익 기대치 미달

3Q 동사의 별도 기준 OP는 370억원(+10.8%YoY, -27.9%QoQ), OPM 7.2%로 당초 예상치인 400억원대에 미치지 못한 것으로 보인다. 완성차 업체의 파업, 전력사용 규제 등으로 특수강 판매량(제품, 반제품)이 47.8만톤(-5.4%QoQ)에 그친 것이 주요 원인이다. 합금강 가격 상승에도 불구하고 수입 대응, 환율 하락 영향으로 탄소강과 반제품 출하가 약세로 인해 ASP는 2Q 대비 1만원 하락한 것으로 보인다. 다만, 철Scrap 가격 동반 하락으로 특수강 ASP-철Scrap 투입단가 spread는 0.5만원 개선된 것으로 추정된다.

4Q 성수기 효과, 신규 압연 설비 가동 개시

성수기 진입, 신규 압연 라인 가동으로 4Q 수익 회복이 예상된다. 별도 매출, OP 예상치는 각각 5,536억원, 467억원(OPM 8.4%)이다. 특수강 판매가 52만톤으로 회복되고 ASP는 3Q 수준을 유지할 전망이다. 7월 반동후 9월말 약세 전환된 철Scrap 가격의 추가 하락 강도는 낮다. 그에 따라 자동차용 가격은 동결 가능성이 크다. 창녕 공장 가동이 본격화되면서 판매 증대와 단조 부문 고정비 절감에 기여할 전망이다(4Q 3만톤). 특히, 기존 범용강에서 특수강 중심으로 생산 전략이 변경된 것으로 보인다.

생산 능력 확대 통한 지배력 확대, 수입재 및 잠재 진입자 위험 공존

단조 전기로의 특수강 주조 겸용화(70만톤), 신규 압연(54만톤) 가동으로 시장 장악력 유지는 물론 수익 규모 확대가 기대된다. 겸용 주조+신규 압연의 OPM 6%(기존 설비 대비 감가비 증가) 및 30만톤 생산 가정시 예상 효과는 OP 170억원, 단조 부문 고정비 절감액 130억원(단조 전체 180억원)이다. 수입재 및 국내 잠재 진입자 등장에 대응한 동사의 가격 정책, 수출 출하 비율의 상승 등을 감안 톤당 수익성 예상치는 소폭 하향 조정했다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 38,000원

특수강 시장 지위에 따른 상대 수익성 우위, 설비 확장 효과 및 Valuation 매력도를 고려, '매수' 의견을 유지한다(국내탄소강/해외특수강 PER/PBR 대비 -10~-30%). 목표 주가는 14년 신규 압연공장 생산 예상치 조정(42→30만톤) 등을 반영, 38,000원으로 하향 조정한다(EV/EBITDA 6배, PER 9.8배, PBR 0.9배).

(단위: 십억원, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,485	2,194	2,131	2,367	2,375
영업이익	302	172	167	192	185
세전이익	271	153	150	177	182
당기순이익	227	119	117	138	142
EPS(원)	6,317	3,323	3,262	3,859	3,968
증가율(%)	58.3	-47.4	-1.9	18.3	2.8
영업이익률(%)	12.1	7.8	7.8	8.1	7.8
순이익률(%)	9.1	5.4	5.5	5.8	6.0
ROE(%)	20.0	9.0	8.4	9.3	8.9
PER	7.3	8.6	9.3	7.9	7.7
PBR	1.3	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.1	6.0	5.7	5.1	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

www.ibks.com

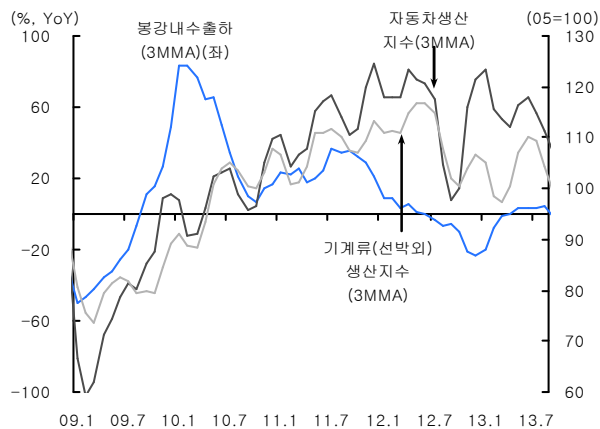
본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 최종 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 세아베스틸 분기 실적

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q
실적(십억원, %)								
매출액	644	614	510	426	516	550	512	554
영업이익	62	62	33	14	31	51	37	47
영업이익률	9.6	10.2	6.5	3.4	6.1	9.3	7.2	8.4
EBITDA Margin	13.2	13.8	10.9	8.9	10.4	13.2	12.3	15.5
판매량, 판매단가(천톤, 천원/톤)								
특수강제품판매량	426	427	360	307	375	395	383	425
특수강반제품판매량	85	72	65	55	87	103	89	90
제품외/전체	17.2%	15.3%	16.6%	15.5%	19.8%	21.9%	19.9%	18.3%
특수강제품판매단가	1,225	1,198	1,173	1,145	1,121	1,118	1,106	1,106
특수강반제품판매단가	946	948	907	888	828	850	808	810
Spread								
특수강제품판매단가-철Scrap구입단가	687	671	689	718	656	662	671	670
반제품판매단가-철Scrap구입단가	408	421	424	461	363	394	373	374
특수강전체판매단가-철Scrap구입단가	640	634	647	679	599	605	613	618

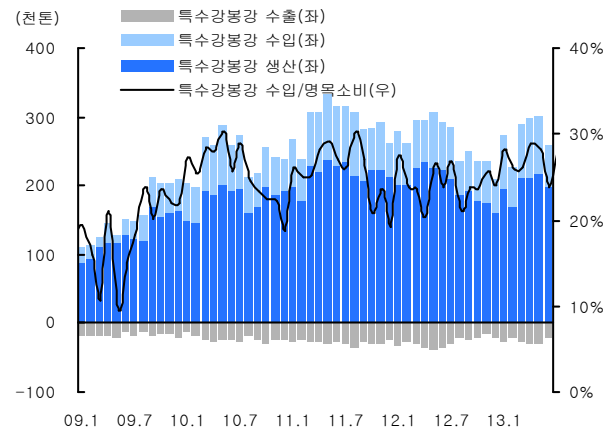
자료: 세아베스틸, IBK투자증권

그림 1. 국내 봉강(보통강, 특수강) 내수출하, 자동차/기계산업 경기



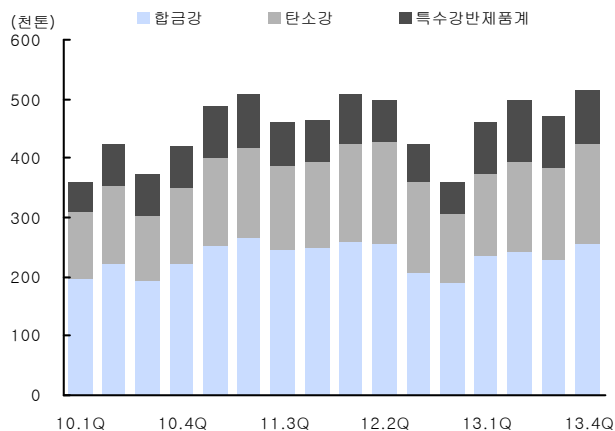
자료: KOSA, 통계청, IBK투자증권

그림 2. 국내 특수강 봉강(고탄/합금, STS 등 포함) 수급



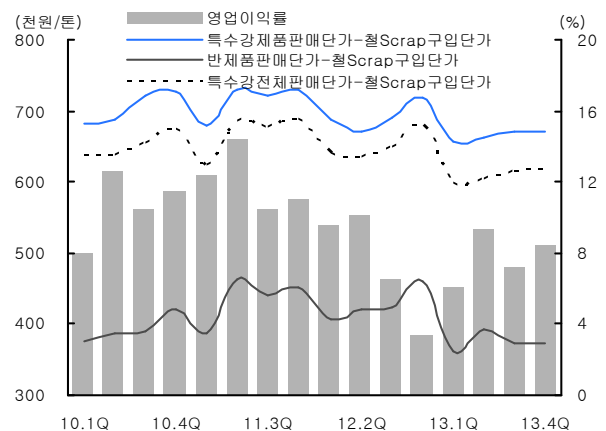
자료: KOSA, IBK투자증권

그림 3. 세아베스틸 분기 판매량 전망



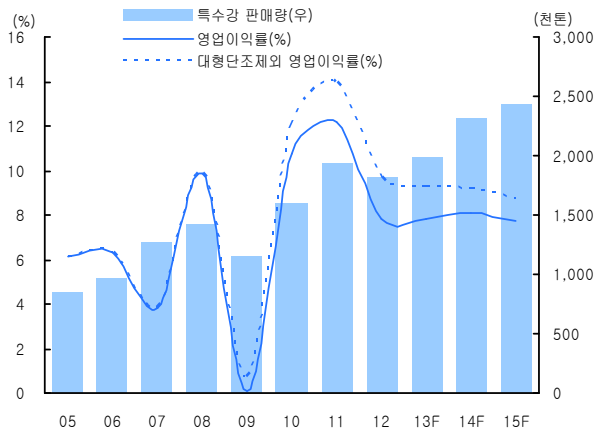
자료: 세아베스틸, IBK투자증권

그림 4. 세아베스틸 주요 가격 변수, 수익성 전망



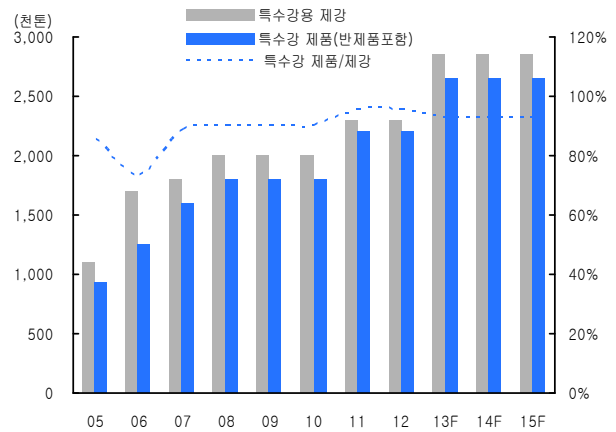
자료: 세아베스틸, IBK투자증권

그림 5. 세아베스틸 판매량, 전사 및 대형단조제의 영업이익률 전망



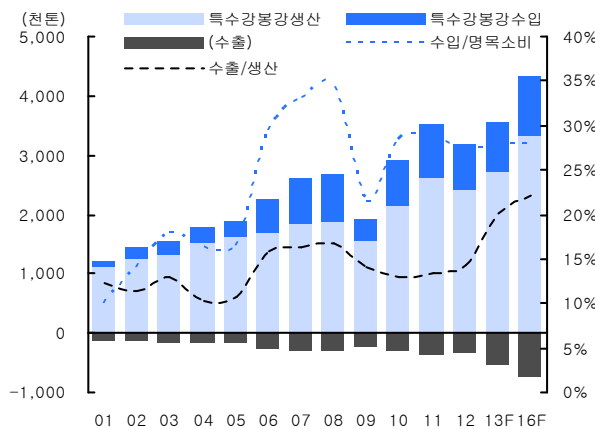
자료: 세아베스틸, IBK투자증권

그림 6. 세아베스틸 특수강 생산 능력 전망



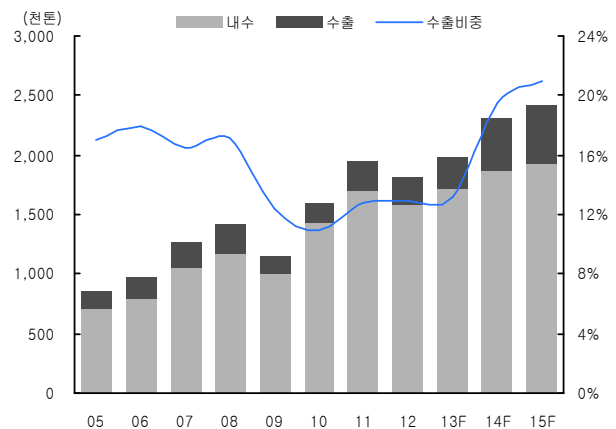
자료: 세아베스틸, IBK투자증권

그림 7. 국내 특수강용강 수급 전망



자료: KOSA, IBK투자증권

그림 8. 세아베스틸 수출 비중 전망



자료: 세아베스틸, IBK투자증권

표 2. 세아베스틸 중기 실적 전망

	05	06	07	08	09	10	11	12	13F	14F	15F
실적(십억원, 천원/톤)											
매출액(십억원)	1,003	967	1,195	1,840	1,245	1,867	2,485	2,194	2,131	2,367	2,375
영업이익(십억원)	62	61	46	182	1	201	302	172	166	192	185
영업이익률(%)	6.2	6.3	3.8	9.9	0.1	10.8	12.1	7.8	7.8	8.1	7.8
EBITDAM(%)	13.1	14.3	11.5	15.3	8.3	16.1	16.3	12.0	12.9	12.5	12.0
매출액(십억원)											
특수강	739	780	1,054	1,713	1,174	1,770	2,325	2,060	2,047	2,285	2,294
탄소강			222	398	342	492	642	621	577	660	650
합금강			676	951	668	1,054	1,389	1,186	1,187	1,424	1,465
반제품 등			155	365	163	223	293	253	283	201	179
대형단조					17	18	66	62	50	50	50
전체	1,003	967	1,195	1,840	1,245	1,867	2,485	2,194	2,131	2,367	2,375
판매량(천톤, 천EA)											
특수강	851	969	1,271	1,418	1,146	1,602	1,938	1,814	1,977	2,313	2,429
내수	706	795	1,061	1,175	1,004	1,426	1,691	1,580	1,717	1,861	1,920
수출	145	174	209	243	142	176	247	234	260	452	508
수출비중	17.0%	18.0%	16.5%	17.1%	12.4%	11.0%	12.7%	12.9%	13.1%	19.5%	20.9%

탄소강	235	253	321	379	366	483	586	613	620	758	788
합금강	569	631	688	684	554	833	1,015	907	970	1,237	1,342
합금강/특수강제품반제품	66.9%	65.1%	54.2%	48.2%	48.3%	52.0%	52.4%	50.0%	49.1%	53.5%	55.3%
반제품 등	47	85	261	355	226	287	337	294	387	318	298
대형단조					21	15	43	37	34	37	39
판매단가(천원/톤, EA)											
특수강	868	805	830	1,208	1,024	1,104	1,200	1,136	1,036	988	945
탄소강			692	1,051	935	1,019	1,096	1,013	931	871	824
합금강			983	1,390	1,207	1,266	1,369	1,309	1,224	1,151	1,091
합금강/탄소강			1.42	1.32	1.29	1.24	1.25	1.29	1.31	1.32	1.32
반제품 등			638	1,084	790	867	988	926	824	765	721
대형단조					818	1,270	1,530	1,666	1,452	1,351	1,270
주요원재료 투입단가											
철Scrap국내산(천원/톤)	263	246	315	542	391	469	545	497	447	421	401
철Scrap수입산(달러)	274	273	373	622	324	428	532	466	437	423	411
합금철(천원/톤)	9,728	12,205	14,578	15,417	8,970	9,920	6,803	5,756	5,572	5,488	5,406
원/달러(평균)	1,024	956	929	1,103	1,276	1,156	1,108	1,126	1,100	1,070	1,050

자료: 세아베스틸, IBK투자증권

표 3. 국내 봉강 수급 전망(천톤, %)

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13F	16F
세아베스틸	779	779	850	850	1,100	1,400	1,400	1,800	1,800	1,800	2,200	2,200	2,650	2,650
현대제철	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	390	500	500	1,100
진양특수강	100	100	100	125	125	125	125	125	125	125	145	145	400	400
포스코특수강	281	281	200	200	200	200	200	200	215	264	264	364	364	364
기타	811	755	735	665	701	648	679	651	651	951	699	746	746	746
생산 능력	2,281	2,225	2,195	2,150	2,436	2,683	2,714	3,086	3,101	3,450	3,698	3,955	4,660	5,260
봉강생산	1,727	1,975	1,844	2,032	2,105	2,160	2,323	2,317	1,965	2,558	3,289	3,147	3,360	4,103
봉강수입	159	274	325	349	427	599	776	824	365	745	909	776	827	957
수입/명목소비	95%	133%	167%	162%	186%	241%	278%	292%	173%	247%	236%	217%	220%	220%
봉강수출	205	187	229	224	242	269	305	315	218	282	352	344	429	710
수출/생산	11.8%	9.5%	12.4%	11.0%	11.5%	12.5%	13.1%	13.6%	11.1%	11.0%	10.7%	10.9%	12.8%	17.3%
봉강명목소비	1,681	2,061	1,940	2,157	2,289	2,491	2,793	2,826	2,112	3,021	3,846	3,578	3,757	4,350
%		22.6%	-5.9%	11.2%	6.1%	8.8%	12.2%	1.2%	-25.3%	43.0%	27.3%	-7.0%	5.0%	5.0%
capa/생산	1.32	1.13	1.19	1.06	1.16	1.24	1.17	1.33	1.58	1.35	1.12	1.26	1.39	1.28
가동률	75.7%	87.7%	83.5%	93.5%	91.8%	84.4%	86.1%	79.9%	63.5%	78.1%	92.0%	82.2%	78.0%	78.0%
내수+수출	1,886	2,249	2,169	2,381	2,531	2,760	3,099	3,141	2,330	3,303	4,199	3,922	4,186	5,060
%		19.2%	-3.5%	9.8%	6.3%	9.0%	12.3%	1.4%	-25.8%	41.7%	27.1%	-6.6%	6.7%	6.5%
특수강봉강생산	1,105	1,257	1,299	1,507	1,611	1,674	1,853	1,870	1,545	2,164	2,609	2,413	2,714	3,314
특수강봉강수입	109	183	245	264	284	591	767	819	365	743	907	773	844	1,005
수입/명목소비	10.1%	14.1%	17.8%	16.3%	16.5%	29.6%	33.1%	34.4%	21.6%	28.3%	28.7%	27.2%	28.0%	28.0%
특수강봉강수출	136	143	169	155	173	266	301	312	217	281	351	343	544	730
수출/생산	12.3%	11.3%	13.0%	10.3%	10.8%	15.9%	16.2%	16.7%	14.0%	13.0%	13.5%	14.2%	20.1%	22.0%
특수강봉강명목소비	1,078	1,297	1,376	1,616	1,722	1,999	2,319	2,378	1,694	2,626	3,165	2,843	3,013	3,589
%		20.4%	6.1%	17.5%	6.6%	16.1%	16.0%	2.5%	-28.8%	55.1%	20.5%	-10.2%	6.0%	6.0%
capa/생산	2.06	1.77	1.69	1.43	1.51	1.60	1.46	1.65	2.01	1.59	1.42	1.64	1.72	1.59
가동률	48.4%	55.8%	58.8%	69.4%	70.3%	65.4%	68.7%	64.5%	49.9%	66.1%	73.0%	63.1%	63.0%	63.0%
내수+수출	1,214	1,440	1,545	1,771	1,895	2,265	2,620	2,689	1,910	2,907	3,516	3,186	3,557	4,319
%		18.6%	7.3%	14.6%	7.0%	19.5%	15.7%	2.6%	-29.0%	52.2%	20.9%	-9.4%	11.7%	6.7%

주: 생산 능력, 가동률 등은 봉강 전체 생산 능력을 기준으로 함

자료: KOSA, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,485	2,194	2,131	2,367	2,375
증가율(%)	33.0	-11.7	-2.9	11.1	0.3
매출원가	2,110	1,945	1,888	2,091	2,105
매출총이익	375	249	243	277	270
매출총이익률 (%)	15.1	11.3	11.4	11.7	11.4
판매비	73	77	77	85	86
판매비율(%)	2.9	3.5	3.6	3.6	3.6
영업이익	302	172	167	192	185
증가율(%)	50.3	-43.1	-2.6	14.5	-3.6
영업이익률(%)	12.1	7.8	7.8	8.1	7.8
순금융손익	-30	-23	-19	-14	-2
이자손익	-27	-21	-21	-14	-2
기타	-3	-2	2	0	0
기타영업외손익	-5	4	2	0	0
중속/관계기업손익	4	0	0	0	0
세전이익	271	153	150	177	182
법인세	45	33	33	39	40
법인세율	16.5	21.9	22.0	22.0	22.0
계속사업이익	227	119	117	138	142
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	227	119	117	138	142
증가율(%)	58.3	-47.4	-1.9	18.3	2.8
당기순이익률 (%)	9.1	5.4	5.5	5.8	6.0
지배주주당기순이익	227	119	117	138	142
기타포괄이익	-7	-5	0	0	0
총포괄이익	220	115	117	138	142
EBITDA	406	264	275	296	285
증가율(%)	34.6	-35.0	4.4	7.4	-3.5
EBITDA마진율(%)	16.3	12.0	12.9	12.5	12.0

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	6,317	3,323	3,262	3,859	3,968
BPS	35,809	37,519	39,888	42,853	45,927
DPS	1,200	900	900	900	900
밸류에이션(배)					
PER	7.3	8.6	9.3	7.9	7.7
PBR	1.3	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.1	6.0	5.7	5.1	4.8
성장성지표(%)					
매출증가율	33.0	-11.7	-2.9	11.1	0.3
EPS증가율	58.3	-47.4	-1.9	18.3	2.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	3.1	3.0	3.0	3.0
ROE	20.0	9.0	8.4	9.3	8.9
ROA	12.1	5.7	5.4	6.2	6.2
ROIC	14.1	6.7	6.2	7.3	7.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	55.2	60.0	52.2	48.0	41.8
순차입금 비율(%)	31.5	42.0	33.8	26.7	16.5
이자보상배율(배)	10.9	7.7	6.7	8.4	8.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.0	7.7	8.2	8.7	8.3
재고자산회전율	5.1	4.1	4.0	4.3	4.1
총자산회전율	1.3	1.1	1.0	1.1	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	847	826	829	957	1,049
현금및현금성자산	0	7	34	74	164
유가증권	0	8	8	9	9
매출채권	307	265	257	286	287
재고자산	531	536	521	579	581
비유동자산	1,153	1,334	1,354	1,324	1,293
유형자산	1,110	1,269	1,291	1,257	1,226
무형자산	4	4	4	4	4
투자자산	35	55	53	57	56
자산총계	1,999	2,159	2,183	2,280	2,342
유동부채	536	392	383	419	421
매입채무및기타채무	133	85	82	91	92
단기차입금	213	145	141	156	157
유동성장기부채	52	50	50	50	50
비유동부채	176	417	366	320	270
사채	100	349	299	249	199
장기차입금	40	30	30	30	30
부채총계	711	809	748	739	691
지배주주지분	1,288	1,350	1,435	1,541	1,651
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309	309
자본조정등	0	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	760	832	917	1,024	1,134
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,288	1,350	1,435	1,541	1,651
비이자부채	306	236	229	254	255
총차입금	405	574	520	485	436
순차입금	405	566	485	411	272

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	253	144	241	166	241
당기순이익	227	119	117	138	142
비현금성 비용 및 수익	148	125	124	118	103
유형자산감가상각비	104	92	108	104	101
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-124	-47	20	-77	-3
매출채권등의감소	-61	42	8	-29	-1
재고자산의감소	-88	-5	15	-58	-2
매입채무등의증가	27	-48	-2	9	0
기타 영업현금흐름	2	-53	-21	-14	-2
투자활동 현금흐름	-56	-252	-128	-76	-70
유형자산의 증가(CAPEX)	-89	-222	-130	-70	-70
유형자산의 감소	49	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-13	-27	1	-4	0
기타	-1	-2	1	-2	0
재무활동 현금흐름	-205	115	-173	-121	-151
차입금의증가(감소)	0	-10	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-205	125	-173	-121	-151
기타 및 조정	0	0	87	70	70
현금의 증가	-8	7	27	40	90
기초현금	8	0	7	34	74
기말현금	0	7	34	74	164

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

세아베스틸 [매수 / TP: 38,000 원]

