

세아제강 (306200)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

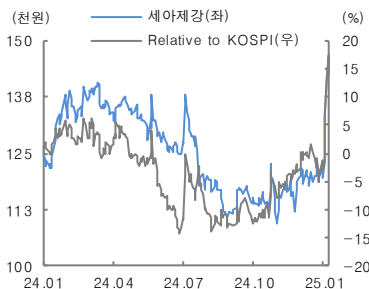
(25.01.23)

137,100

스몰캡 업종

KOSPI	2547.06
시가총액	4,067억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	142억원
52주 최고/최저	146,200원 / 109,200원
120일 평균거래대금	8억원
외국인지분율	6.38%
주요주주	세아제강지주 외 8 인 63.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	26.5	6.9	17.3
상대수익률	14.3	27.6	15.9	13.4



* bpd(Barrels Per Day) – 일일 원유 생산량

Drill, Baby, Drill

- 국내 대표 강관 제조업체. 매출 100% 강관에서 발생
- 동사 실적은 미국 유정 관련 업스트림 투자와 연관성이 높음
- 미국내 업스트림 투자 재개에 따른 동사의 수혜 예상

국내 대표 강관제조업체. 미국내 업스트림 투자와 실적 연관성 높음

국내 대표 강관 제조업체로 3Q24 기준 강관 매출이 100%이다. 160만톤 캐 파 중에서 건설 및 유정용 탄소강관 147만톤, LNG 포함 스테인리스 8만톤, 해상풍력용 탄소강관 5만톤으로 구성되어 있다. 동사 실적은 주요 수출국인 미국내 원유 업스트림 투자와 연관성이 높다.(연간 미국향 수출 물량 28만톤)

24년 기준 90만톤의 생산 매출이 발생해서, 캐파는 충분하나, 미국정부로부터 연간 28만톤의 수출 쿼터를 제한을 받고 있다. 미국내 원유 업스트림 투자 재개에 따른 쿼터제 축소 가능성에 주목해야할 시점이다.

러시아, 이란 제재가 만들 미국내 업스트림 투자

트럼프 행정부는 러시아와 이란에 대한 제재를 통해 원유 공급과잉 우려를 불식시키면서 생산량을 증가시킬 것으로 예상된다. 러시아와 이란의 원유 생산량은 각각 연간 약 960만 bpd*, 460만 bpd 로써 두 국가의 글로벌 원유 시장내 점유율은 15%를 차지한다. 수출 물량은 러시아와 이란이 각각 450만 bpd, 150만 bpd로 수출 시장내에서도 상당한 비중을 차지한다.

현재 원유시장 공급과잉 우려로 미국내 셰일 업체들은 적극적인 업스트림 투자를 하고 있지 않다. 과거 베네주엘라도 서방국가들의 점진적인 제재로 2013년 250만 bpd에서 2020년 70만 bpd로 생산량이 감소한 바 있다. 러시아, 이란도 제재로 인해 점진적으로 생산량이 감소할 것으로 예상된다. 이는 미국 업체들의 업스트림 투자로 이어질 것이다.

친환경 정책을 우선시하면서, 인플레이션 우려로 러시아, 이란에 대한 미온적인 제재를 했던 바이든 정부와 트럼프 행정부는 다르다. 트럼프 행정부의 슬로건 'Drill, Baby, Drill'을 예상한다.

25년 매출액 1조 8,760 억원(yoy +8.4%), 영업이익 2,082 억원(yoy +85.7%) 전망

25년 예상 P/B 0.3배로 10년 평균 0.4배 대비 저평가 구간에 위치한다. 25년 DPS 9,000원 (배당수익률 6.5%)를 전망한다.

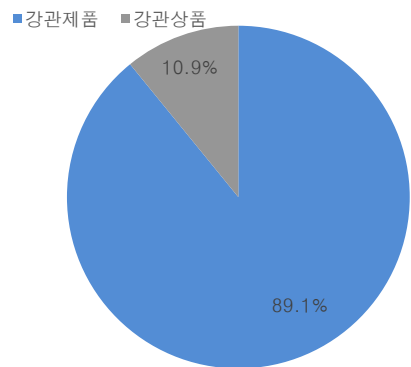
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,018	18,609	17,292	18,760	20,448
영업이익	2,152	2,319	1,121	2,082	2,454
세전순이익	2,111	2,427	1,041	2,027	2,417
총당기순이익	1,593	1,888	810	1,577	1,880
지배지분순이익	1,593	1,888	810	1,577	1,880
EPS	56,163	66,578	28,548	55,609	66,293
PER	2.3	2.1	4.2	2.5	2.1
BPS	292,283	351,603	372,253	419,964	477,372
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	21.1	20.7	7.9	14.0	14.8

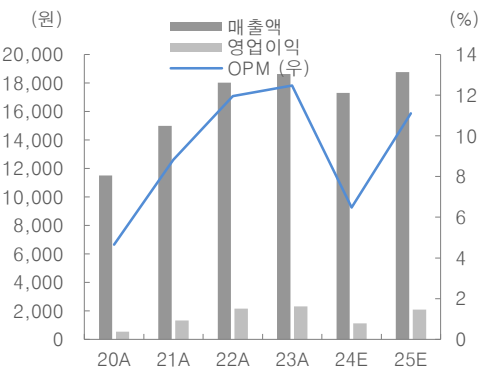
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

그림 1. 매출액 비중



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center
주: 3Q24 기준

그림 2. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

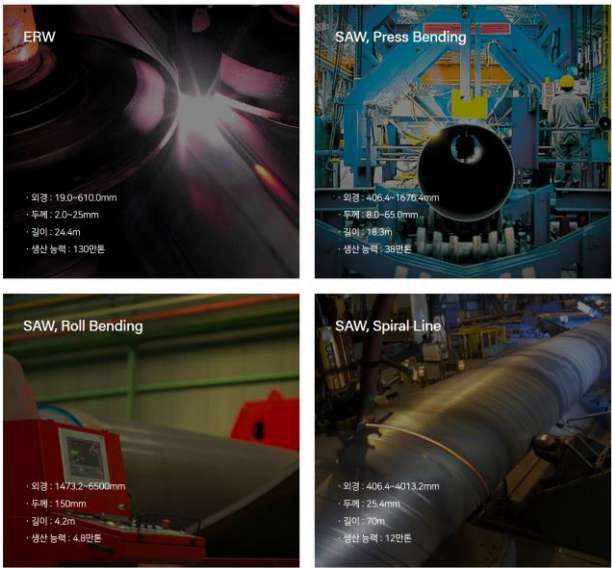
그림 3. 세아제강 분기 및 연도별 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24 E	21A	22A	23A	24E	25E
매출액	4,902	5,099	4,234	4,374	4,557	4,395	3,677	4,663	14,974	18,018	18,609	17,292	18,760
yoy	9.2%	6.1%	-5.3%	2.8%	-7.0%	-13.8%	-13.2%	6.6%	30.2%	20.3%	3.3%	-7.1%	8.5%
강관제품	4,626	4,832	3,478	3,913	4,073	3,887	3,276	4,197	13,281	16,866	16,848	15,433	16,884
강관상품	276	267	756	431	485	508	400	466	1,692	1,553	1,761	1,859	1,876
매출총이익	1,000	910	627	638	562	532	328	606	2,062	3,320	3,174	2,028	3,013
yoy	27.0%	0.3%	-8.2%	-32.4%	-43.8%	-41.5%	-47.8%	-4.9%	65.7%	61.0%	-4.4%	-36.1%	48.6%
매출총이익률	20.4%	17.8%	14.8%	14.6%	12.3%	12.1%	8.9%	13.0%	13.8%	18.4%	17.1%	11.7%	16.1%
영업이익	785	681	409	444	318	359	111	332	1,319	2,152	2,319	1,121	2,082
yoy	31.0%	-0.2%	-17.6%	18.8%	-59.5%	-47.2%	-72.7%	-25.2%	297.3%	301.7%	7.8%	-51.7%	85.8%
영업이익률	16.0%	13.4%	9.7%	10.1%	7.0%	8.2%	3.0%	7.1%	3.6%	11.9%	12.5%	6.5%	11.1%
세전이익	842	644	417	522	342	376	68	319	1,247	2,111	2,427	1,040	2,027
yoy	37.9%	-13.6%	-14.1%	94.2%	-59.4%	-41.5%	-83.7%	-38.8%	161.7%	69.2%	14.9%	-57.1%	94.8%
세전이익률	17.2%	12.6%	9.8%	11.9%	7.5%	8.6%	1.9%	6.9%	8.3%	11.7%	13.0%	6.0%	10.8%
당기순이익	620	512	328	427	268	294	63	236	914	1,592	1,888	809	1,577
yoy	35.0%	-7.3%	-8.3%	92.0%	-56.8%	-42.7%	-80.7%	-44.8%	176.5%	74.3%	18.5%	-57.1%	94.8%
당기순이익률	12.7%	10.1%	7.8%	9.8%	5.9%	6.7%	1.7%	5.1%	2.2%	8.8%	10.1%	4.7%	8.4%

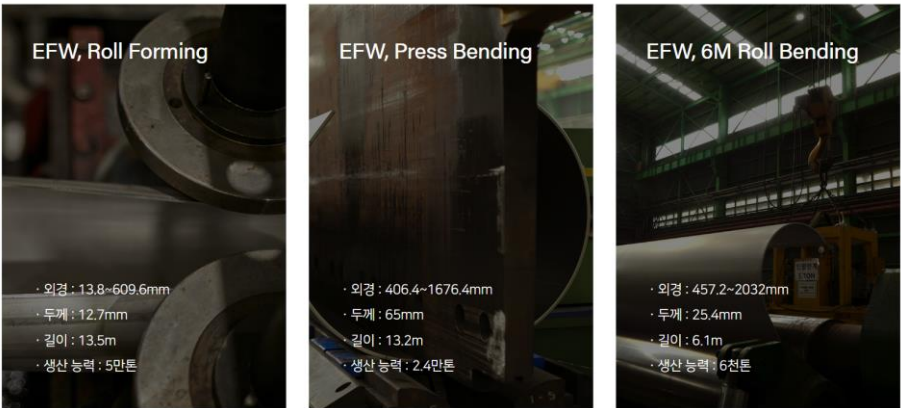
자료: 세아제강, 대신증권 Research Center 추정

그림 4. 세아제강 주요 제품 – 탄소 용접 강관



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

그림 5. 세아제강 주요 제품 – 스테인리스 용접 강관



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

그림 6. 세아제강 주요 제품 – 해상풍력용 탄소강관



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

트럼프 대통령이 만드는 미국 주도의 에너지 패권

대이란, 러시아 제재를 통한 세 가지 효과.

1) 미국의 에너지 자립도 상승 , 공급과잉 우려를 줄일 이란, 러시아에 대한 제재

점진적인 제재정책으로 원유 생산량이 하락했던 베네주엘라

2) 중국에 대한 견제

3) 미국내 일자리 창출

트럼프 대통령 이후, 러시아, 이란의 제재가 진행되고 있다. 트럼프 행정부는 미국, 러시아 제재를 통해서 세 가지 효과를 얻고자 한다.

첫 째, 미국의 에너지 자립이다. 미국은 세계 1위의 원유 생산국이지만, 연간 300만 bpd의 원유를 수입하는 원유 순수입국이기도 하다. 원유시장의 공급과잉 우려에 따라 미국 셰일 업체들은 생산성 향상 등을 통해서만 원유 생산량을 증가시키며 적극적인 증산이 이루어지고 있지는 않다. 글로벌 원유 생산량은 약 1억 bpd로 러시아와 이란의 연간 원유 생산량은 960만 bpd, 이란은 400만 bpd로 상당한 규모의 원유를 생산하고 있다. 수출량의 경우, 연간 러시아는 약 460만 bpd, 이란은 약 100만 bpd의 원유를 수출하는 것으로 알려져 있다. 이들에 대한 제재를 통해서 공급과잉 우려를 불식시킬 수 있고, 이는 곧 미국내 셰일업체들의 적극적인 증산으로 이어질 것이다.

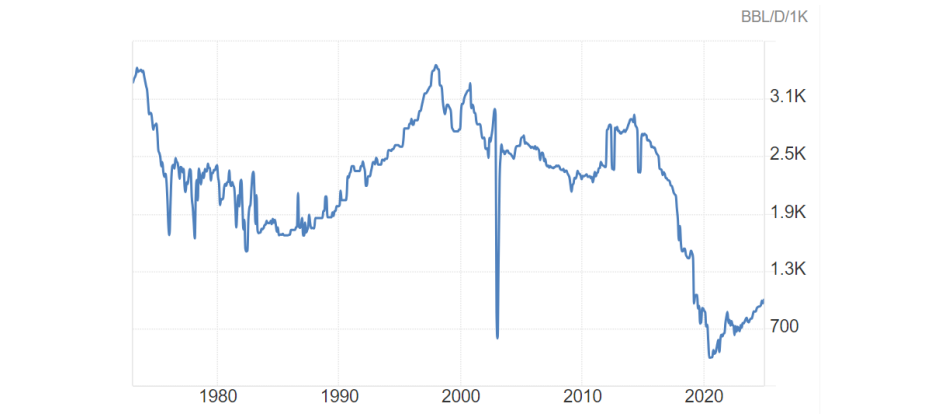
이전에도 미국은 베네주엘라에 대한 제재를 통해 원유 생산량을 감소시킨 바 있다. 원유 생산과 관련한 장비는 미국을 포함한 서방국가들에 대한 의존도가 매우 높아 제재의 효과가 크다. 미국은 베네주엘라에 대해 2014년부터 제한적 제재이후, 2017년부터 금융제재, 2020년 PDVSA(베네주엘라 국영 석유 회사)에대 전면제재로 베네주엘라의 원유 생산량을 감소시킨 바 있다. 제재의 효과로 베네주엘라의 원유 생산량은 2013년 250 만 bpd에서 2020년 70 만 bpd까지 급격히 하락하였다.

미국은 현재 농축 우라늄 정도를 제외하고는 절대적으로 러시아산에 의존하고 있는 부분이 없어, 러시아에 대한 제재는 시일을 두고 점차적으로 강화될 가능성이 높다.

둘 째, 중국에 대한 견제다. 중국의 연간 원유 소비량은 1,660만 bpd이며, 1,000만 bpd를 수입하는 세계 1위 원유 순수입국이다. 이 중 주요 원유 수입국가는 러시아 200만 bpd, 사우디 150만 bpd, 이란 100만 bpd로 알려져 있다. 이란, 러시아를 제재함으로써 현재 에너지 자립이 되지 않는 중국에 대한 견제가 가능하다.

셋 째, 일자리 창출이다. 미국내 적극적인 증산을 통해서 미국내에 일자리를 창출할 수 있다. 특히, 한국을 포함해 동맹국들의 미국산 원유, 가스 수입을 장려하고 있어, 이 부분의 효과가 기대된다.

그림 7. 베네주엘라 연도별 원유 생산량 추이



자료: Trading Economics, 대신증권 Research Center

적극적인 업스트림 투자 없이 증가해온 미국 원유 생산량

미국 원유생산량 증대
1. 수평시추와 같은
생산성 향상

2. DUC의 활용

14년 이후, 최저치에
도달한 DUC. 업스트
림 투자의 필요성 확
대

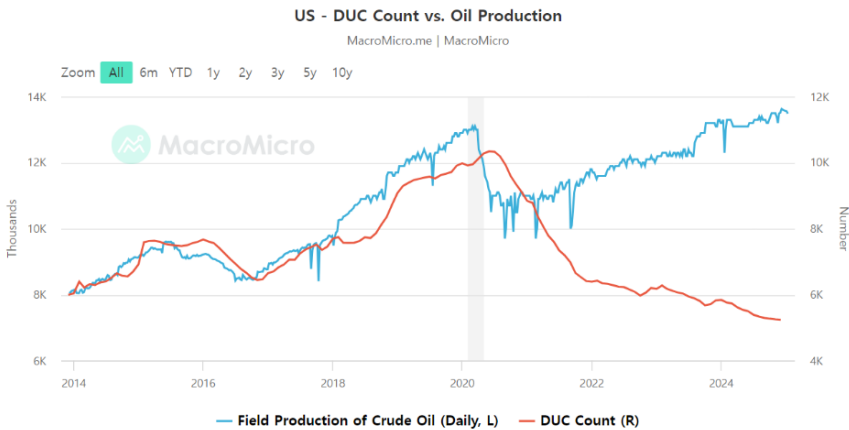
2024년 기준 미국의 원유 생산량은 약 1,400만 bpd로 코로나 이후 꾸준히 상승세를 기록하고 있다. 미국의 원유 생산량은 주로 두 가지 효과를 통해서 증가하고 있다. 첫 째, 수평시추와 같은 생산성 향상이다. 기존의 수직시추와 달리 수평시추를 통해서 근거리에 위치한 유정들에 대해서 개별적인 시추를 진행하지 않으면서 생산성의 증대를 이루어 냈다.

둘 째, DUC의 활용이다. DUC(Drilled But unCompleted)는 원유 생산을 위해 시추를 한 이후, 경제성 등의 이유로 원유를 생산하고 있지 않는 유정을 말한다. DUC는 빠르게 생산량을 늘릴 수 있다는 특징이 있다.

현재 미국의 DUC는 5,200 건 미만으로 2014년 이후 최저치를 기록하고 있다. 점점 채산성이 있는 DUC의 숫자가 지속적으로 감소함에 따라 신규 업스트림 투자의 필요성이 확대되고 있다.

원유시장의 공급과잉 우려가 해소됨에 따라 미국내 업스트림 투자 재개를 전망한다.

그림 8. 미국 DUC 및 원유 생산량 추이



자료: Macro Micro, 대신증권 Research Center

주요 Q&A

유정용 10% 중반

Q. 주요 제품별 마진율은 얼마 정도 되는가?

LNG 하이싱글

A. 미국 수출용 유정용 강관의 마진율이 가장 높아 10%중반을 가지고 있다. 해상 풍력 하부구조물 부문은 6%대 , LNG 부문은 지역마다 다른데, 미주향의 경우 7 ~ 9% 정도, 국내강관은 매우 낮은 수익성을 기록하고 있다.

해상풍력 6% 대

스테인리스 8만톤

Q. 부문별로 매출 캐파 및 규모는 얼마나 되는가 ?

LNG 4만톤

A. 총 160만톤의 캐파를 보유하고 있다. 이 중 LNG를 포함한 스테인리스 8만톤, 해상풍력용 하부구조물 핀파일 및 자켓 5만톤이다. 스테인리스 및 해상풍력 하부구조물을 신사업으로 분류한다. 매출액 기준으로는 신사업부문이 전체 매출의 10% 가량을 차지한다.

해상풍력하부구조물 5만톤

제품군별 ASP

Q. 제품군별 ASP는 어떻게 되는가 ?

스테인리스 > 해상풍력용 하부구조물 > 탄소강관

A. 제품군별 ASP의 경우도 LNG를 포함한 스테인리스가 가장 높고, 해상풍력용 하부구조물 탄소강관, 유정용 탄소강관 등 탄소강관의 순서를 가지고 있다.

동사 미주 수출은 28만톤 수출 쿼터 제한 부여 중

Q. 미국 수출용 수출 쿼터는 얼마나 되는가 ?

A. 국내의 미주향 강관 수출은 103 ~ 104만톤의 쿼터제한이 있다. 이 중 동사는 28만톤 가량의 매출이 매년 발생하고 있다. 최근 수출 쿼터의 변동은 없었다.

세아그룹의 미국내 강관제조 공장은 세아제강지주 보유

Q. 미국내 강관공장도 보유하고 있는가?

A. 미국내 강관공장은 세아제강지주 소속으로 동사 매출과는 관련이 없다.

해상풍력 하부구조물 중 자켓, 핀파일 부문의 사업 영위

Q. 해상풍력 하부구조물 관련해서 동사 매출이 발생하고 있는 부분에 대해 설명 부탁드립니다.

A. 동사는 해상풍력 하부구조물 중 자켓(Jacket)과 핀 파일(Pin Pile)의 제조 부문을 담당하고 있다. 모노파일(Monopile)은 세아제강지주에서 담당하고 있다.

CCUS관련해서 과거 일부 매출 발생한 바 있음

Q. CCUS 관련해서 매출이 있는가? 기존 탄소강과 다른점이 있는가?

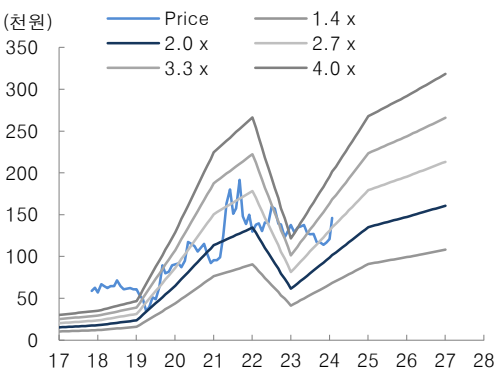
A. CCUS부문으로 일부 매출 발생한 적 있으나, 유의미한 규모는 아니다. 탄소강관으로 제조된다. 아직 초기단계라 요구되는 인증 스펙 등이 정해진 것이 없다. ASP, 영업이익률도 말씀드리 어려운 부분이 있다.

정해진 주주환원정책은 없음

Q. 중장기로 목표하는 주주환원정책이 있는가?

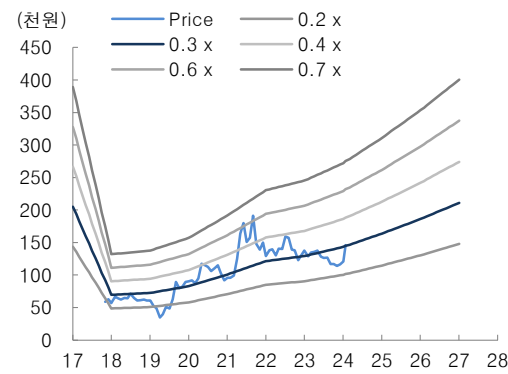
A. 따로 정해진 주주환원정책은 없다.

그림 9. 세아제강 P/E 밴드



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

그림 10. 세아제강 P/B 밴드



자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

그림 11. 세아제강 주가추이



자료: dataguide, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,018	18,609	17,292	18,760	20,448
매출원가	14,698	15,435	15,265	15,747	16,972
매출총이익	3,320	3,174	2,028	3,013	3,476
판매비와관리비	1,169	855	907	930	1,022
영업이익	2,152	2,319	1,121	2,082	2,454
영업이익률	11.9	12.5	6.5	11.1	12.0
EBITDA	2,429	2,626	1,439	2,422	2,811
영업외손익	-40	108	-80	-55	-37
관계기업손익	1	-1	0	0	0
금융수익	467	722	498	498	498
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-546	-614	-579	-555	-537
외환관련손실	457	493	493	493	493
기타	38	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	2,111	2,427	1,041	2,027	2,417
법인세비용	-519	-539	-231	-450	-536
계속사업순이익	1,593	1,888	810	1,577	1,880
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,593	1,888	810	1,577	1,880
당기순이익률	8.8	10.1	4.7	8.4	9.2
비배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	1,593	1,888	810	1,577	1,880
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-38	-39	-41	-43
포괄순이익	1,592	1,850	770	1,536	1,838
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	1,592	1,850	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	56,163	66,578	28,548	55,609	66,293
PBR	2.3	2.1	4.2	2.5	2.1
BPS	292,283	351,603	372,253	419,964	477,372
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	85,631	92,578	50,752	85,377	99,115
EV/EBITDA	1.5	1.5	2.5	1.1	0.6
SPS	635,277	656,103	609,674	661,425	720,953
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	100,631	91,573	45,302	79,921	93,653
DPS	6,000	8,000	8,000	9,000	10,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	20.3	3.3	-7.1	8.5	9.0
영업이익 증가율	63.1	7.8	-51.7	85.8	17.8
순이익 증가율	74.3	18.5	-57.1	94.8	19.2
수익성					
ROIC	18.6	19.6	8.8	15.8	17.5
ROA	16.0	15.5	7.4	13.5	14.9
ROE	21.1	20.7	7.9	14.0	14.8
안정성					
부채비율	76.7	54.0	41.9	33.2	26.4
순차입금비율	0.4	0.5	-5.1	-11.0	-17.6
이자보상배율	30.6	23.5	16.7	49.5	102.7

자료: 세아제강, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,374	8,396	7,855	8,604	9,727
현금및현금성자산	2,706	2,183	2,077	2,372	2,970
매출채권 및 기타채권	2,675	3,195	2,965	3,193	3,459
재고자산	2,787	2,868	2,665	2,891	3,151
기타유동자산	207	150	148	147	147
비유동자산	6,277	6,963	7,122	7,264	7,390
유형자산	5,464	5,348	5,544	5,719	5,874
관계기업투자금	24	0	0	0	0
기타비유동자산	789	1,615	1,578	1,546	1,516
자산총계	14,651	15,359	14,977	15,868	17,117
유동부채	4,191	3,999	3,571	3,643	3,791
매입채무 및 기타채무	1,894	1,869	1,787	1,878	1,983
차입금	634	738	861	984	1,107
유동상채무	619	813	600	600	600
기타유동부채	1,045	579	324	181	101
비유동부채	2,170	1,388	848	314	-213
차입금	1,606	807	207	-393	-993
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	565	581	641	707	780
부채총계	6,361	5,387	4,419	3,956	3,578
자배지분	8,290	9,973	10,558	11,911	13,540
자본금	142	142	142	142	142
자본잉여금	5,302	5,302	5,302	5,302	5,302
이익잉여금	2,871	4,554	5,140	6,493	8,121
기타지분변동	-25	-25	-25	-25	-25
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,290	9,973	10,558	11,911	13,540
순차입금	31	46	-535	-1,307	-2,381

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,160	1,112	1,349	1,424	1,688
당기순이익	1,593	1,888	810	1,577	1,880
비현금항목의 가감	1,261	709	475	690	776
감가상각비	277	307	319	339	357
외환손익	-37	-10	6	6	6
지분법평가손익	-1	1	0	0	0
기타	1,022	411	150	344	413
자산부채의 증감	-224	-800	361	-353	-409
기타현금흐름	-470	-685	-297	-490	-559
투자활동 현금흐름	-404	-966	-492	-494	-495
투자자산	54	-470	1	1	1
유형자산	-454	-496	-496	-496	-496
기타	-4	0	3	1	0
재무활동 현금흐름	-129	-665	-934	-720	-748
단기차입금	94	123	123	123	123
사채	-102	-600	-600	-600	-600
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-98	-168	-224	-224	-252
기타	-22	-20	-233	-19	-19
현금의 증감	1,623	-522	-106	295	598
기초 현금	1,083	2,706	2,183	2,077	2,372
기말 현금	2,706	2,183	2,077	2,372	2,970
NOPLAT	1,623	1,804	872	1,620	1,909
FCF	1,436	1,612	692	1,461	1,768

[Compliance Notice]

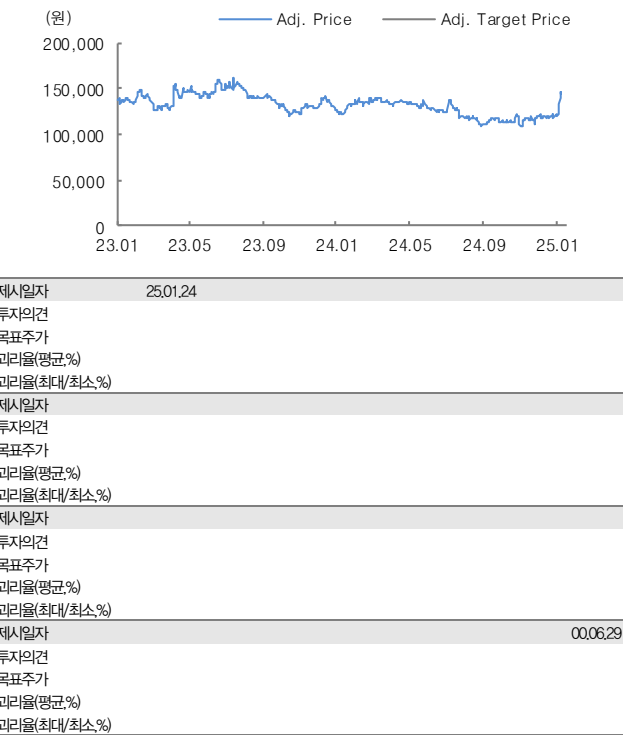
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

세아제강(306200) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250121)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상