

세아제강 (306200)

여러 악재에도 선방한 실적

투자 의견	Buy (유지)
목표주가	180,000 원(하향)
현재주가	123,200 원(08/14)
시가총액	424 (십억원)

철강금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

- 3Q23 Review:** 매출액 4,234억원, 영업이익 409억원(OPM 10%) 기록
 - 비수기 효과, 군산공장 도금로 1기 가동 중단, 미국 유정관 재고조정, ASP 하락(-17.9%qoq) 및 판매량 감소(-3.1만톤 qoq)에도 영업이익률 10% 기록하며 과거 대비 높아진 이익 체력 확인
- 4분기, 평가 인상이 중요해지는 시점**
 - 원재료인 열연 매입 단가는 86.5만원/톤으로 전분기 비 9% 하락했으나 ASP 하락폭(-17.9%qoq)이 더 컸기에 원가율이 전분기 대비 +3%pt 상승. 미국, 인도는 열연 가격 인상을 공식화했고 중국은 열연 가격 인상을 지속 시도 중이기 때문에 4분기 평가 상승 여부가 중요. 글로벌과는 다르게 한국 열연 유통가 하락세는 지속 중. 이에 따라 스프레드 자체는 3분기 대비 개선될 전망이나 한국 건설업 시황의 둔화는 가격 인상 리스크로 작동할 수 있음은 염두에 둘 필요
- 투자 의견 'BUY' 유지, 목표가 180,000원으로 하향**
 - LNG향으로 사용되는 STS 강관, 해상풍력용 강관 등 매출 포트폴리오 다변화 및 신사업 성장은 지속될 것이라 전망. 그러나 '22년, '23년 높았던 강관 가격이 정상화되는 국면을 반영해 실적 추정치 변경 및 멀티플 조정 적용에 따라 목표주가는 205,000원에서 180,000원으로 하향

주가(원, 11/14)	123,200
시가총액(십억원)	349
발행주식수	2,836천주
52주 최고가	172,800원
최저가	120,100원
52주 일간 Beta	0.76
60일 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	11.0%
배당수익률(2023F)	4.9%

주주구성	
세아제강지주 (외 8인)	62.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	1.7	3.7	-24.2
절대기준(%)	-0.5	8.0	-22.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	205,000	205,000	-
영업이익(23)	224	260	▼
영업이익(24)	219	287	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,497	1,802	1,834	1,714
영업이익	132	215	224	219
세전순익	125	211	226	209
당기순이익	91	159	174	168
EPS(원)	32,223	56,163	61,261	59,230
증감률(%)	176.5	74.3	9.1	-3.3
PER(배)	3.0	2.3	2.0	2.1
ROE(%)	14.3	21.1	19.2	15.8
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	2.9	1.6	1.0	0.5

자료: 유진투자증권

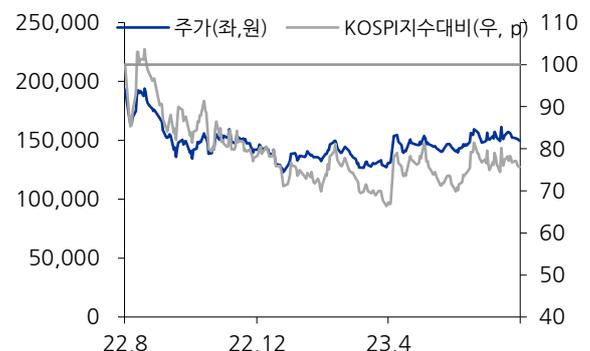


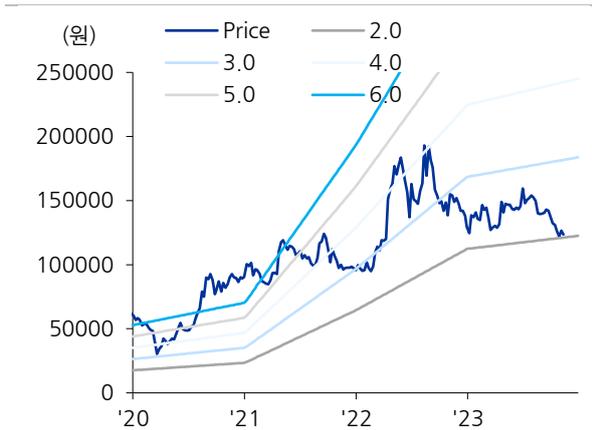
도표 1. 세아제강 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023F
매출액	448.8	480.8	446.9	425.3	490.2	509.9	423.4	410.4	1,497.4	1,801.8	1,833.9
영업이익	59.9	68.3	49.6	37.4	78.5	68.1	40.9	36.7	131.9	215.2	224.2
영업이익률	13%	14%	11%	9%	16%	13%	10%	9%	9%	12%	12%
세전이익	61.1	74.6	48.5	26.9	84.3	64.5	41.7	35.2	124.8	211.1	225.6
순이익	46.0	55.3	35.8	22.3	62.0	51.3	32.8	27.7	91.4	159.3	173.8

주요 가정											
내수 출하량(천톤)	106	97	90	97	115	113	96	104	450	390	428
수출 출하량(천톤)	114	119	102	96	128	140	126	130	419	431	525
평균 ASP(천원/톤)	1,885	2,077	2,203	2,074	1,904	1,910	1,568	1,584	1,530	2,054	1,741

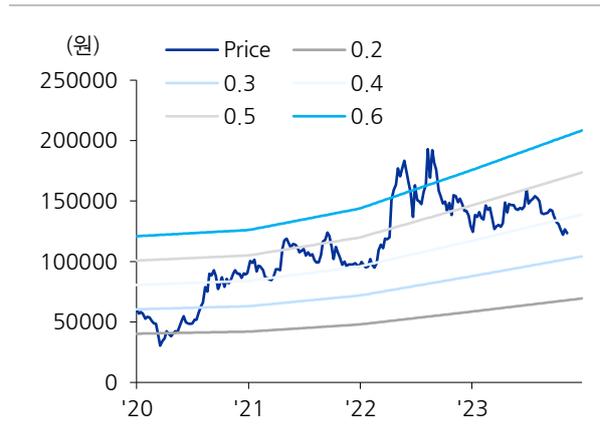
자료: 유진투자증권

도표 2. PER Band



자료: 유진투자증권

도표 3. PBR Band



자료: 유진투자증권

도표 4. 세아제강 목표주가 산출 내역

항목	값	비고
12MF BPS (원)	396,244	
Target PBR (배)	0.5	글로벌 강관사 Tenaris, Vallorec 의 24F PBR 평균 50% 할인
적정주가 (원)	182,272	
목표주가 (원)	180,000	

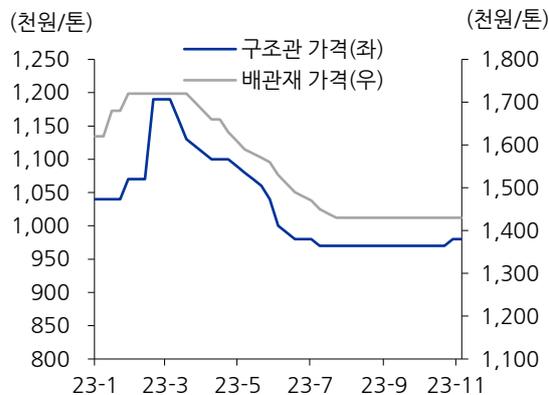
자료: 유진투자증권

도표 5. 국내 열연 유통가



자료: 스틸데일리, 유진투자증권

도표 6. 국내 구조관, 배관재 유통가



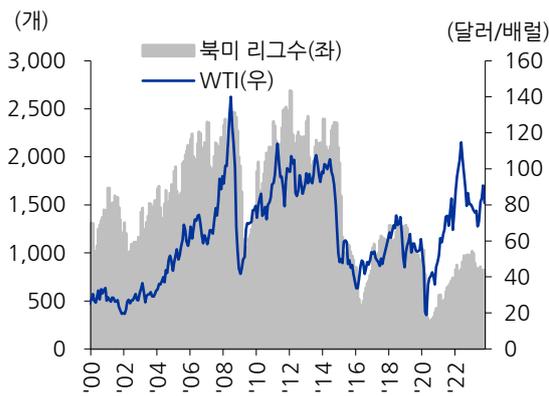
자료: 스틸데일리, 유진투자증권

도표 7. 국내 구조관, 배관재 단순 스프레드



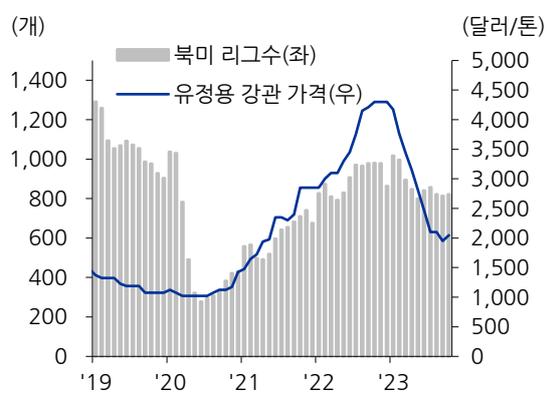
자료: 스틸데일리, 유진투자증권

도표 8. 북미 리그수와 WTI 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 9. 북미 리그수와 유정용 강관 가격 추이



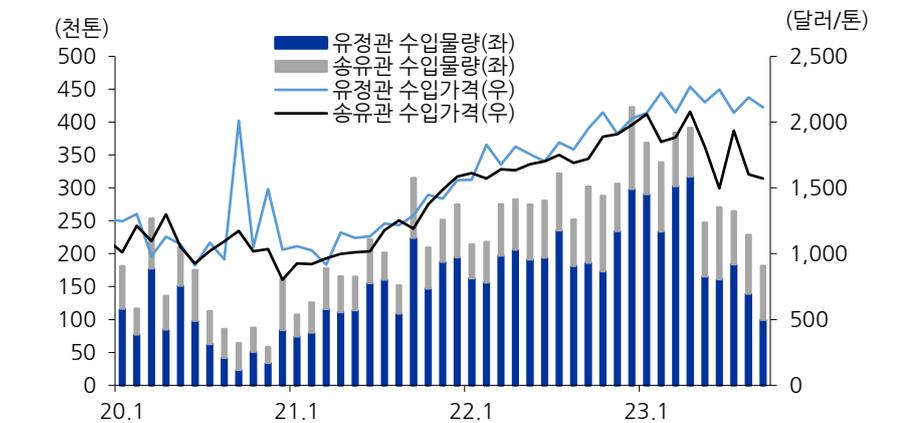
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 10. 북미 리그수와 세아제강 주가



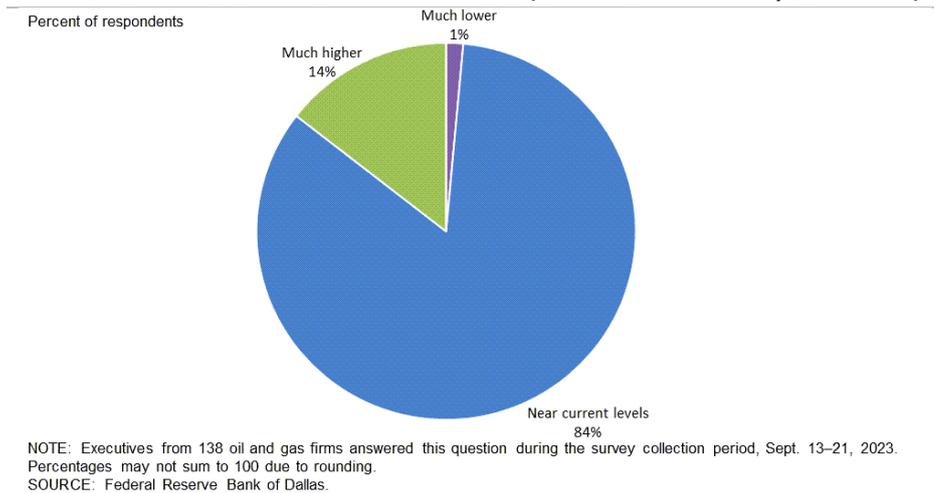
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 11. 미국 유정관, 송유관 수입 물량 및 가격 추이



자료: 미국통계청, 유진투자증권

도표 12. 댈러스 연준 6개월 후 리그 수 전망(현재 수준 유지 84%, 증가 14%)



자료: 댈러스연준, 유진투자증권

도표 13. 강관사 밸류에이션 테이블

구분	2023F 밸류에이션					2024F 밸류에이션				
	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	ROE
세아제강	2.0	0.4	0.5	0.2	19.2	2.1	0.3	0.5	0.2	15.8
Tenaris	6.0	1.2	3.7	1.4	21.4	8.1	1.1	4.6	1.6	14.4
Vallorc	6.2	1.4	3.6	0.6	25.7	5.5	1.1	3.0	0.6	22.7

자료: Bloomberg, 유진투자증권

세아제강(306200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,228	1,465	1,645	1,901	2,172
유동자산	681	837	955	1,182	1,428
현금성자산	109	271	440	626	834
매출채권	259	267	270	233	239
재고자산	242	279	225	302	334
비유동자산	547	628	690	719	744
투자자산	22	74	117	118	119
유형자산	519	546	550	580	607
기타	7	7	23	21	19
부채총계	549	636	659	764	858
유동부채	332	419	520	583	624
매입채무	149	189	157	209	215
유동성이자부채	150	126	258	268	303
기타	33	104	105	106	107
비유동부채	217	217	140	182	234
비유동이자부채	146	165	85	125	175
기타	71	52	55	57	60
자본총계	680	829	985	1,136	1,314
지배지분	680	829	985	1,136	1,314
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	530	530	530	530
이익잉여금	138	287	444	595	772
기타	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	680	829	985	1,136	1,314
총차입금	296	292	342	392	477
순차입금	187	20	(98)	(234)	(357)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	22	216	227	214	195
당기순이익	91	159	174	168	191
자산상각비	27	28	30	31	33
기타비현금성손익	55	98	39	2	2
운전자본증감	(133)	(22)	25	13	(32)
매출채권감소(증가)	(26)	(8)	(16)	37	(6)
재고자산감소(증가)	(74)	(39)	51	(77)	(32)
매입채무증가(감소)	3	36	(24)	52	6
기타	(36)	(12)	14	1	1
투자현금	(2)	(40)	(93)	(61)	(58)
단기투자자산감소	15	5	(38)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	18	46	54	60	57
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	0	(0)	0	0	0
재무현금	53	(13)	34	33	71
차입금증가	60	(3)	51	50	85
자본증가	(7)	(10)	(17)	(17)	(14)
배당금지급	7	10	17	17	14
현금 증감	73	162	169	187	208
기초현금	35	108	271	439	626
기말현금	108	271	439	626	833
Gross Cash flow	174	285	244	201	226
Gross Investment	150	68	31	48	89
Free Cash Flow	24	217	213	154	137

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,497	1,802	1,834	1,714	1,758
증가율(%)	30.2	20.3	1.8	(6.5)	2.6
매출원가	1,291	1,470	1,516	1,397	1,412
매출총이익	206	332	318	317	346
판매 및 일반관리비	74	117	94	98	99
기타영업손익	5	57	(20)	5	1
영업이익	132	215	224	219	247
증가율(%)	146.3	63.1	4.2	(2.6)	13.2
EBITDA	159	243	254	250	280
증가율(%)	95.8	52.5	4.7	(1.7)	12.1
영업외손익	(7)	(4)	(1)	(10)	(11)
이자수익	1	6	9	8	8
이자비용	5	7	12	14	16
지분법손익	(0)	0	1	0	0
기타영업외손익	(3)	(3)	2	(4)	(3)
세전순이익	125	211	226	209	236
증가율(%)	161.7	69.2	6.8	(7.4)	12.8
법인세비용	33	52	52	47	53
당기순이익	91	159	174	168	191
증가율(%)	176.5	74.3	9.1	(3.3)	13.9
지배주주지분	91	159	174	168	191
증가율(%)	176.5	74.3	9.1	(3.3)	13.9
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	32,223	56,163	61,261	59,230	67,458
증가율(%)	176.5	74.3	9.1	(3.3)	13.9
수정EPS(원)	32,223	56,163	61,261	59,230	67,458
증가율(%)	176.5	74.3	9.1	(3.3)	13.9

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	32,223	56,163	61,261	59,230	67,458
BPS	239,605	292,283	347,450	400,680	463,137
DPS	3,500	6,000	6,000	5,000	6,000
밸류에이션(배, %)					
PER	3.0	2.3	2.0	2.1	1.8
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/ EBITDA	2.9	1.6	1.0	0.5	-
배당수익률	3.7	4.6	4.9	4.1	4.9
PCR	1.6	1.3	1.4	1.7	1.5
수익성(%)					
영업이익률	8.8	11.9	12.2	12.7	14.1
EBITDA이익률	10.6	13.5	13.9	14.6	15.9
순이익률	6.1	8.8	9.5	9.8	10.9
ROE	14.3	21.1	19.2	15.8	15.6
ROIC	11.7	19.6	21.9	21.4	23.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	27.5	2.5	(9.9)	(20.6)	(27.2)
유동비율	205.2	199.8	183.7	202.8	228.7
이자보상배율	27.5	30.6	19.4	16.1	15.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
매출채권회전율	6.1	6.8	6.8	6.8	7.5
재고자산회전율	7.2	6.9	7.3	6.5	5.5
매입채무회전율	10.4	10.7	10.6	9.3	8.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

