



기업분석 | 철강/비철금속

세아제강지주(003030)

해외 에너지용 강관 수요, 본격 시작은 이제부터!

Buy (Initiate)

목표주가	200,000 원
현재주가	141,000 원

컨센서스 대비(영업이익 기준)

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/5)	2,264.65 pt
시가총액	5,840 억원
발행주식수	4,142 천주
52주 최고가 / 최저가	196,500 / 96,900 원
90일 일평균거래대금	30.4 억원
외국인 지분율	5.7%
배당수익률(23.12E)	1.2%
BPS(23.12E)	384,983 원
KOSPI 대비 수익률	1개월 -9.9%
	6개월 1.9%
	12개월 52.7%
주주구성	이순형(외 11인) 64.6%
	국민연금공단 5.03%

Stock Price



에너지용 강관에 유리한 환경 지속 + 해상풍력 신시장 진출

세아제강지주의 계열사들은 미국, 유럽, 인도네시아, 베트남, 중동 등에 진출해 생산 및 판매거점 역할을 하고 있다. 계열사들은 수출과 프로젝트 수주에 있어 시너지를 내며, 해외 계열사들의 이익기여도가 성장 중이다. 강관부문 영업이익에서 해외계열사들의 기여도는 2019년 24% → 2021년 51%까지 성장했고, 2022~2023년에도 50%가 넘는 기여도가 예상된다. 수출 및 해외 판매의 대부분을 차지하는 에너지용 강관은 2023년 글로벌 에너지 기업들의 CAPEX 증가, LNG 인프라 건설로 견조한 수요가 지속될 전망이다. 신시장인 해상풍력 하부구조물 사업에서의 활약도 기대된다. 자회사 세아윈드는 영국에 설립되어 지난 7월 공장 착공에 들어갔다. Orsted사와 모노파일 공급계약을 체결했고, 2H24부터 매출 발생이 예상된다.

2023년 실적 우려는 이미 주가에 반영

2023년은 연결 매출액 3.2조원(-19% YoY), 영업이익 5,060억원(-22% YoY)을 예상한다. 에너지용 강관 수요 호조에도 불구하고 내수 부진, 2H22부터 이어진 열연 등 원료가 하락에 따른 평균 판매가 하락 영향이다. 그러나 2023년 실적 하락은 이미 주가에 반영되어있고, 오히려 중국의 경기부양책 효과, 미국의 인프라 수요에 따른 원료가 반등 시 강관 가격 회복 가능성이 열려있다는 판단이다. 또한 2H24부터 세아윈드의 매출 발생도 기대되기에 신사업 부문 성장에 따른 이익 안정성이 확보될 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV 2.7조에 목표 할인율 70%를 적용해 산출했다. 이는 다른 순수지주회사보다 다소 높게 설정한 것인데 지주사만의 별도 투자수익 등으로 창출되는 이익이 매우 미미하기 때문이다. 강관 해외 계열사들의 사업가치는 글로벌 강관기업 평균 EV/EBITDA를 50% 할인한 2.2x를 적용, 그 외 계열사들은 자본가치로 적용했다. 그럼에도 현재 세아제강지주의 시가총액은 적정가치에서 80% 가까이 할인 받고 있어 저평가 국면으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,306	2,842	3,904	3,163	3,202
영업이익	67	299	649	507	569
세전계속사업손익	42	308	653	500	546
순이익	34	227	482	370	404
EPS (원)	4,227	43,550	98,458	91,648	100,038
증감률 (%)	흑전	930.2	126.1	-6.9	9.2
PER (x)	10.5	2.4	1.5	1.6	1.5
PBR (x)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	4.7	2.9	1.8	2.1	1.8
영업이익률 (%)	2.9	10.5	16.6	16.0	17.8
EBITDA 마진 (%)	5.6	12.5	18.1	18.0	19.7
ROE (%)	1.8	16.1	28.4	20.8	18.7
부채비율 (%)	74.0	82.7	70.2	61.4	50.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 세아제강지주, 이베스트투자증권 리서치센터

세아제강지주 사업 및 계열사 소개

세아제강지주의 사업은 크게 강관, 판재, 투자 부문으로 나뉘는데, 강관 부문이 90% 가량의 매출 비중을 차지한다. 회사의 해외사업 규모와 자회사 출자 확대에 따라 2018년 9월 해외 계열사 부문을 포함한 지주회사 '세아제강지주'와 국내 강관 부문 '세아제강'으로 기업분할 되었다. 주요 종속회사로 세아제강(지분율 49.63%), 세아씨엠(100%), SeAH Steel America(100%), SeAH Steel USA(100%), SeAH Steel Vina(100%), Inox Tech(100%), 세아윈드(100%) 등이 있으며 미국, 유럽, 인도네시아, 베트남, 중동 등에 진출해 생산 및 판매거점을 운영 중이다.

강관(steel pipe)은 내부에 빈 공간이 있는 봉 형태의 철강제품으로, 용도에 따라 구조용(건물외벽, 기초보강, 조선 및 플랜트)/배관용(상하수도, 용수, 소화전)/송유관 및 유정개발용 등으로 구분된다. 주요 전방산업은 건설산업과 에너지산업이다. 내수는 대부분 건설향으로 구조용, 배관용 제품이 판매되고 있으며 수출은 에너지용 강관이 압도적인 비중을 차지하고 있다. 해외 판매되는 에너지 산업향 제품으로는 송유관, 유정용 강관뿐만 아니라 LNG용 특수강관, 해상풍력 하부구조물로 쓰이는 핀파일 등도 포함된다.

동사의 주가는 내수 건설경기지표보다 유가와 리그카운트 수 등 에너지 산업지표에 더 밀접하게 움직인다. 국내 강관기업 중 에너지용 강관을 생산하는 기업은 제한적이기 때문이다. 실제로 동사는 내수 판매나 자회사 세아제강 실적이 부진하더라도, 높은 에너지용 강관 가격과 해외계열사 판매 호조 덕분에 실적 방어하는 모습을 보이기도 했다.

표1 세아제강지주 종속회사 및 주요 자회사

	최근 누적 매출액 (백만원)	지분율	비고
세아제강	1,376,547	49.63%	강관 제조 및 판매, 상장사 국내 최대의 용접강관 생산능력(탄소강관 140만톤, STS강관 7만톤)
세아씨엠	403,860	100.0%	세아제강의 판재사업부문 물적 분할.
에스에스아이케이	2,721	100.0%	구조관 온라인유통플랫폼
동아스틸	137,363	100.0%	기존 구조관 전문업체로 정상화/ 각관
세아스틸인터내셔널	9,790	100.0%	해외계열사 관리 위한 중간 지주회사
Seah Steel America	1,411,607	100.0%	LA, 북미 및 중남미 시장 개척
Noram Properties	2,405	100.0%	세아 미주지역 사옥 등 관리
State Pipe&Supply	115,246	100.0%	미국 파이프 판매회사 인수. 판매핵심거점
Mobile Coating Solutions	3,833	100.0%	코팅전문업체 사업 양수
Seah Steel USA	268,393	100.0%	미국 보호무역 대응 위해 16년 텍사스 휴스턴 설립. 현지 강관 후처리 및 제조업 자산인수, OCTG 강관 25만톤 현지생산구축
Seah Steel Vina	156,565	100.0%	베트남 최대 강관메이커
Seah Steel Japan	117,138	100.0%	
Seah Steel UAE	19,093	100.0%	중동시장 첫 진출 계열사.
Seah Steel Indonesia	-	60.0%	인도네시아 자카르타 판매법인
Seah Steel Eurpoe	943	100.0%	유럽시장 강관시장 진입, Inox Tech 투자
Inox Tech	122,031	100.0%	이탈리아. STS 후육강관 생산. 3만톤.
Seah Wind	-	100.0%	영국법인. 해상풍력 기초 구조물용 핀파일, 모노파일 본격진출 준비.

자료: 세아제강지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 세아제강지주 자회사 Global 생산 및 판매거점



자료: 세아제강, 이베스트투자증권 리서치센터

높아지는 해외 계열사 이익기여도와 시너지 효과

계열사들은 수출과 프로젝트 수주에 있어 서로 시너지를 내며, 해외 계열사들의 이익기여도도 성장 중이다. 강관부문의 영업이익에서 해외법인들의 기여도는 2019년 24%, 2020년 적자, 2021년 51%까지 성장했고, 2022년도 50%가 넘는 기여도가 예상된다.

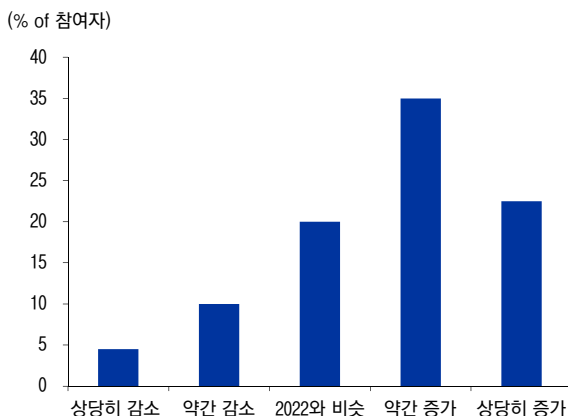
SeAH Steel America는 미국 판매거점 역할을 하는 계열사로, 세아제강의 미주 수출이 대부분 SeAH Steel America를 거쳐 진행되고 있다. SeAH Steel USA는 미국의 보호무역 강화 기조 대응을 위해 유통용 강관(OCTG) 25만톤 현지 생산 체제를 갖추었고, 쿼터 제한 없이 생산 판매가 가능하다. 세아제강의 미국 수출 쿼터 할당량이 연 27만톤 정도인데, 이에 맞먹는 수준이다. Inox Tech은 2014년 인수된 이탈리아의 STS강관 법인으로, 2021년 모잠비크 LNG프로젝트에 세아제강과 공동으로 STS강관 1.4만톤(4,600만 달러 규모)을 수주한 바 있다. 세아원드는 유럽 해상풍력 하부구조물 사업 진출을 위해 영국에 설립되었으며, 글로벌 풍력터빈 기업 Orsted사와 모노파일 공급계약(5,500~6,900억원 규모)을 체결하여 지난 7월 공장 착공에 들어갔다. 지난 11월 세아제강은 세아원드에 출자를 발표하며 모노파일 사업에서의 협업 의지를 드러내기도 했다.

에너지용 강관에 유리한 환경 지속 전망

첫째, 해외 전방 산업에서 가장 기대되는 요인은 글로벌 에너지 기업들의 CAPEX 증가이다. 미국 바이든 행정부는 석유회사들에게 증산과 투자를 독려하고 있다. 지난 6월, 바이든 대통령은 대국민 연설에서 석유기업들이 추가 생산과 유가 인하를 위해 투자하지 않으면 추가 세금을 부과할 것이라고 경고한 바 있다. 지난 10월에는 전략비축유(SPR) 방출에 그치지 않고 유가가 67~72 달러 하회 시 다시 매입할 것이라고 밝혔고, 고정된 가격에 원유를 판매할 수 있는 시행령도 함께 공개하며 석유 기업들의 투자 유인을 마련하는 움직임을 보였다. 12월 16일, SPR 보유량이 최저치로 내려가고 유가도 배럴당 74달러 수준까지 내려가자, 미국은 SPR 방출 중단과 2023년부터 재매입할 것임을 발표하였다. ExxonMobil과 Chevron과 같은 석유 메이저 기업들은 2022년에 비해 소폭 증가한 2023년 Capex 계획을 발표 하였다. 이뿐만 아니라 OPEC의 추가 감산, 러시아의 석유 수출 제한 조치로 유가의 하방이 지지되며 견조한 리그카운트 수의 유지도 가능할 것으로 보인다. 따라서 미국의 타이트한 에너지용 강관 수급 상황과 높은 가격은 2023년에도 쉽게 완화되지 않을 것이다.

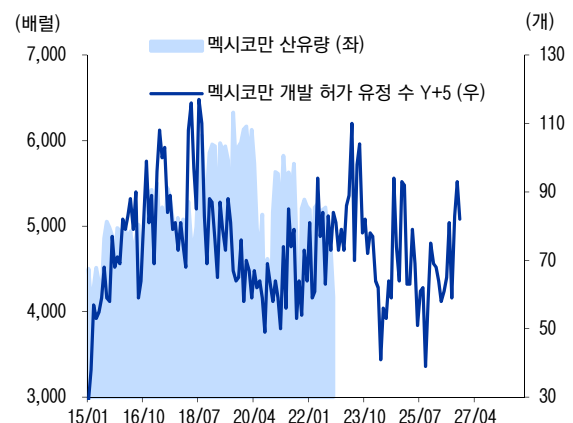
둘째, 러시아산 에너지 대체 움직임으로 LNG에 대한 글로벌 투자도 지속될 것으로 전망된다. 유럽은 미국에서의 천연가스 대체 수입을 늘리고 있다. 이에 따라 LNG 터미널 건설과 특수강관 수요의 증가를 기대할 수 있다. 독일이 가장 적극적인 행보를 보이고 있는데, 지난 12월 독일 최초의 LNG부유식 터미널을 준공하였고 내년 2023년에도 추가적인 3개의 터미널 가동을 계획하고 있다. 지난 12월 로이터통신은 미국과 캐나다의 천연가스 생산과 수출 수요가 늘어남에도 불구하고 부족한 파이프라인 등의 인프라를 지적한바 있는데, 이에 따라 미국과 캐나다에도 LNG 인프라를 위한 강관 수요가 증가할 것으로 기대할 수 있다. 또한 중동(카타르, 오만 등), 아프리카(모잠비크 등)에서 예정된 LNG 프로젝트도 많은데 세아제강지주의 계열사들은 해당국가들에 모두 수주 레퍼런스를 가지고 있다.

그림2 미국 E&P 및 Oil&Gas 서비스 기업 CAPEX 확대 계획



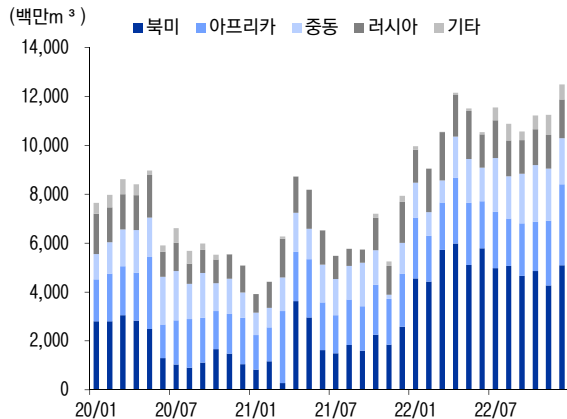
자료: Federal Bank of Dallas, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 멕시코만 산유량 및 유전개발 허가



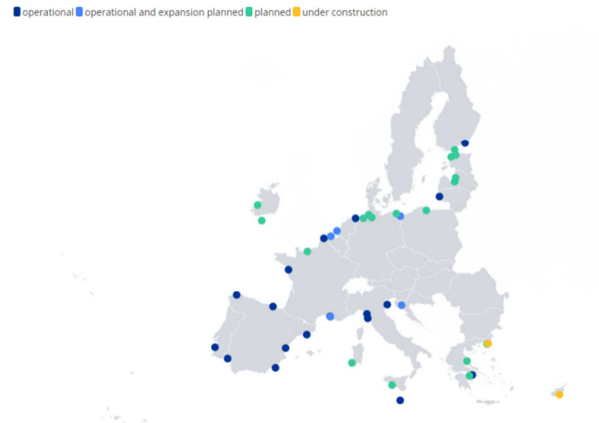
자료: BSEE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 유럽 천연가스 국가별 수입



자료: Bruegel, 이베스트투자증권 리서치센터

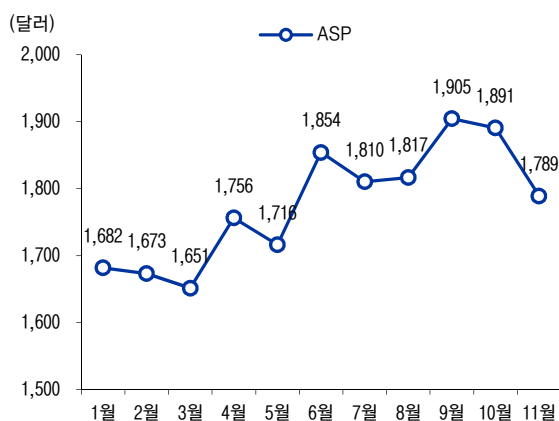
그림5 EU LNG 운영 및 건설 계획 중인 인프라



자료: EU, 이베스트투자증권 리서치센터

셋째, 2023년 유가와 원료가 모두 상저하고 흐름이 기대된다는 점이다. 이베스트투자증권 하우스 뷰에 따르면, 2023년 유가는 박스권 레인지 속(배럴당 70~100달러) 상저하고 흐름이 전망된다. 가장 큰 이유는 2Q23 이후 중국의 경기 부양책 효과에 따른 수요 회복이다. 이로 인해 유가의 하방이 지지되며 견조한 리그카운트 수의 유지도 가능할 것으로 보인다. 중국의 경기부양책 효과는 석유 제품 수요뿐만 아니라 강관의 원재료인 철강(열연코일)의 수요 회복도 가져올 수 있다. 이 경우 시장이 우려했던 강관 가격의 하락 흐름은 일단락 될 수 있고, 수요 및 가격 회복 흐름에서는 원재료가-판매가 스프레드 확대가 일반적으로 나타난다. 2H23에는 중국뿐만 아니라 미국도 정책발 인프라 수요로 철강 수요 회복이 기대 되기에 에너지용 강관의 demand-pull뿐만 아니라 원료가의 cost-push 환경도 기대해볼 수 있다.

그림6 한국 용접 강관 수출 가격



자료: Kstat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 유가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

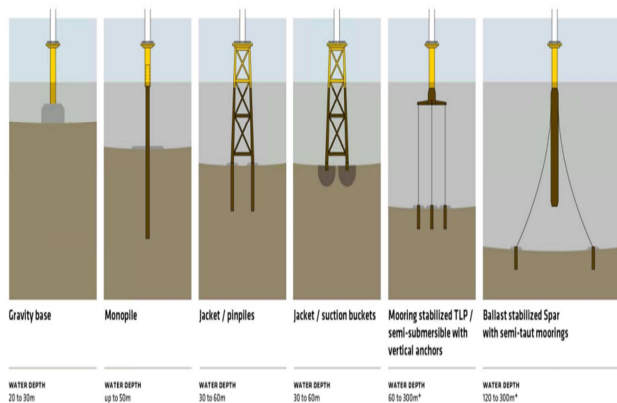
새로운 시장 진출! 해상풍력 하부구조물

세아제강지주의 계열사들은 친환경에너지용 철강 제품 판매 비중을 늘려나가며 성장전략을 꾀하고 있다. LNG용 STS특수강관 다음으로 세아제강지주가 활발히 진출하고 있는 시장은 해상풍력 하부구조물용 강관이다. 계열사 세아제강은 해상풍력 하부구조물 종류 중 하나인 자켓용 핀파일을 2018~2020년 활발한 수주를 받아 생산하며 매출의 5% 가량까지 판매하기도 했다. 세아제강지주는 '자켓용 핀파일'뿐만 아니라 '모노파일' 시장에도 진출하고자 자회사 세아윈드를 설립하고, 영국에 24만톤 규모의 공장 착공에 들어갔다. 2024년 6월 준공 예정으로, 2024년 하반기부터 매출 발생이 예상된다.

해상풍력 하부구조물에 쓰이는 강관, 모노파일

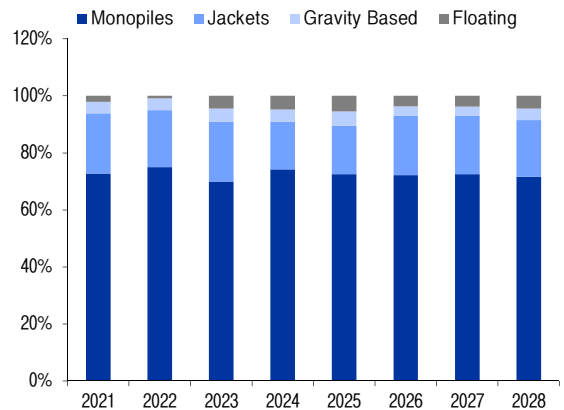
해상풍력 발전은 육지에 비해 풍력감소가 상대적으로 작고, 민원 최소화가 가능하며, 대규모 개발에 제약이 적기에 빠르게 성장 중이다. 해상에 풍력발전기를 설치하기 위한 핵심 기술 중 하나가 해상기초기술인데, 중력식/모노파일/재킷/트라이포드/부유식 등의 종류가 있다. 이 중 모노파일은 해저면에 항타 또는 드릴링 공법으로 대구경의 파일을 말뚝처럼 설치한 후 상부구조물 타워와 접합시키는 방법이다. 과거에는 30m 이하의 저수심에서 가장 경제적인 방법으로 지름 4~6m 모노파일이 주로 적용되었으나, 2015년 이후로는 지름 6m 이상, 최대 12m의 모노파일이 50m~60m 수심에서도 성공적으로 도입되고 있다. 실제로, 북해에 설치된 풍력터빈의 80% 이상이 모노파일 하부구조물을 기반으로 하고 있다.

그림8 하부 구조물 종류



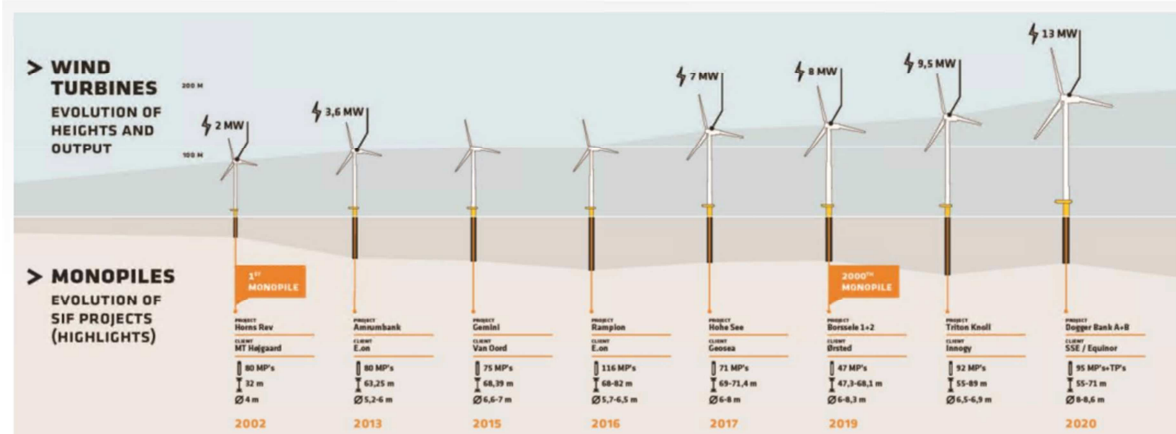
자료: Sif, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 해상풍력 하부구조물 점유율 전망



자료: Sif, 이베스트투자증권 리서치센터

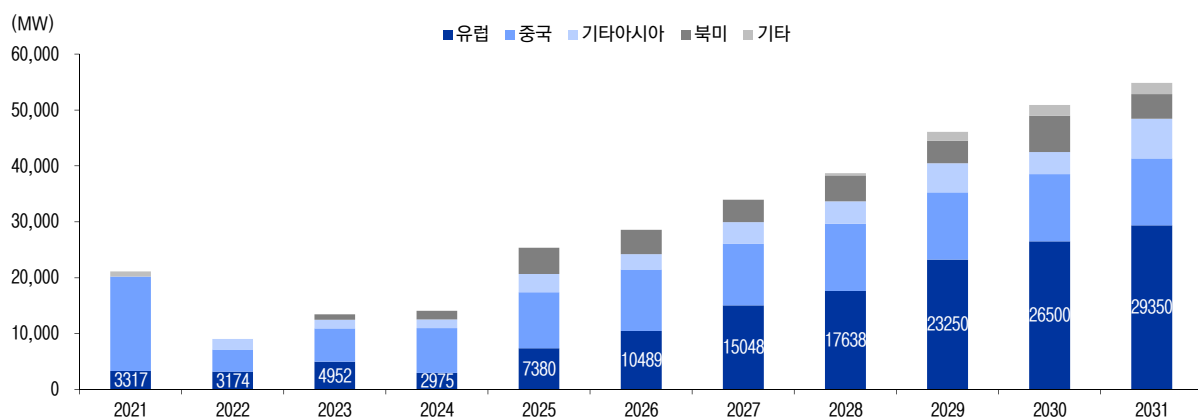
그림10 풍력발전기 대형화



자료: Sif, 이베스트투자증권 리서치센터

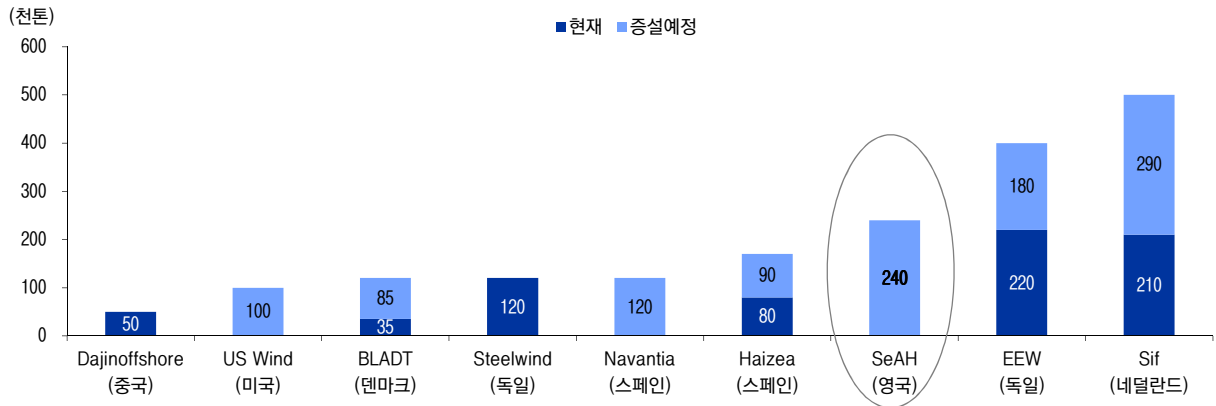
글로벌 해상풍력 시장의 성장 속도와 달리 모노파일 글로벌 생산 기업의 숫자는 제한적이다. GWEC(세계풍력에너지위원회)에 따르면 2021년 기준 전세계 설치된 해상풍력기는 56GW 이고, 이 중 21.2GW가 2021년에 새로 설치된 것이다. 이는 2026년까지 146GW(CAGR 6.3%), 2030년까지 370GW(CAGR 13.9%)로 매우 빠르게 성장할 전망이다. 발전기 1기당 용량과 규모가 대형화되고 있는 추세로 2020년 이후 1기당 14MW, 모노파일 지름 9m 이상의 프로젝트가 생겨났다. 발전기 1기당 14MW라고 가정하고 GWEC 전망에 따라 필요한 모노파일의 개수를 구하면 2022년 640개, 2023년 928개, 2025년 1,700개, 2030년 3,500개이다(대형화에 따라 개수는 줄어들 수 있다). 모노파일은 평균적으로 한 개당 1,800톤~2,500톤이므로, 한 개당 2,000톤으로 가정하면 필요한 Capacity는 2022년 115만톤, 2023년 167만톤, 2025년 321만톤, 2030년 642만톤이 된다. 그러나 현재 생산 중인 글로벌 메이저 모노파일 기업들의 총 Capacity는 71.5만톤에 불과하고, 세아윈드를 포함해 발표된 증설을 포함하더라도 2024년 예상 Capacity는 182만톤에 불과하다.

그림11 글로벌 해상풍력 신규 설치 용량 전망



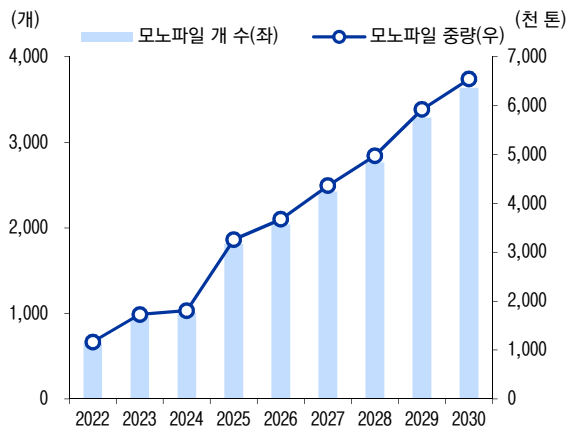
자료: GWEC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 글로벌 모노파일 Capacity 및 기업



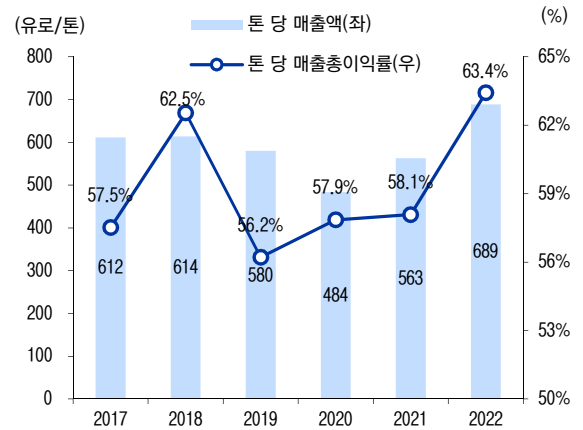
자료: Sif, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 글로벌 모노파일 수요 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 모노파일 대표기업 Sif 전제품 톤당 ASP 및 영업이익률

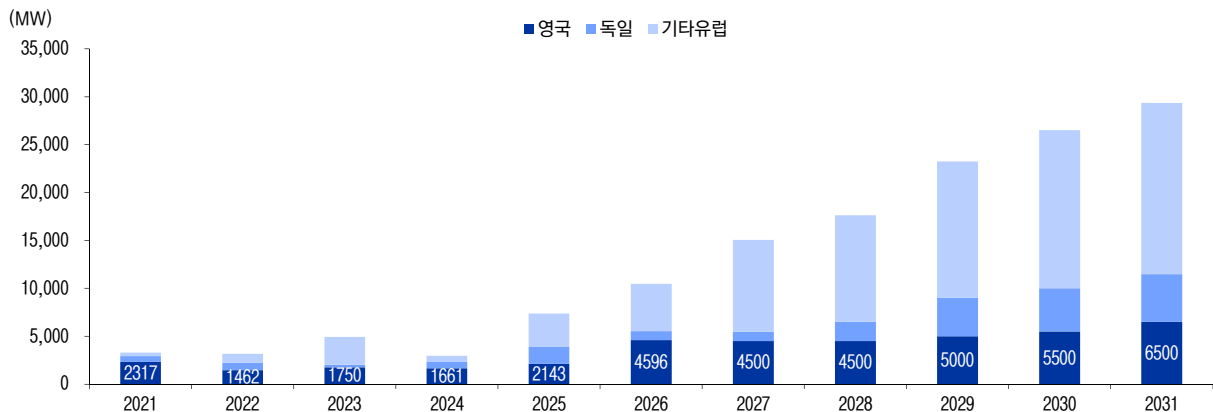


자료: Sif, 이베스트투자증권 리서치센터

세아윈드와 세아제강 모두 모노파일 시장 진출 계획

2021년 유럽은 중국 다음으로 해상풍력 설치용량이 가장 많은 지역이었고, 앞으로 설치 계획이 가장 많은 지역이다. 유럽 중에서도 사방이 바다로 둘러싸인 영국이 가장 활발한 해상풍력 설치계획을 가지고 있으며 유럽 계획의 20% 이상을 차지한다. 세아윈드는 이러한 영국에 공장을 직접 설립하고 있다. 모노파일은 최근 크기만 지름 9m이상, 길이 120m 이상의 대형 구조물로 제조와 운송에 까다로운 입지조건을 필요로 한다. 따라서 운송비 등을 절약하기 위해서는 풍력단지 지역과 근접한 곳에 공장을 설립하는 것이 중요하다. 다른 주요 모노파일 기업들은 네덜란드, 독일, 스페인에 있기에, 세아윈드는 영국 내 유일한 모노파일 생산 기업이 될 것이다. 영국의 해상풍력 설치 계획만으로도 세아윈드의 Capacity 24만톤은 Captive 수요가 보장되어있다고 보아도 무방하다. 실제로 세아윈드가 수주를 받은 영국 Hornsea3 Project는 2.8GW 규모로 풍력 발전기 약 300기, 약 54만 톤(개 당 1,800톤 기준)의 모노파일을 필요로 할 것으로 예상된다. 세아윈드와 스페인 기업 Haizea가 모노파일을 공급할 예정인데, 세아윈드는 적어도 1년치 이상의 생산량에 대해 수주잔고가 이미 차있다고 추정된다.

그림15 유럽 해상풍력 신규 설치 용량 전망



자료: GWEC, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 세아원드 모노파일 공급계약

세아원드 모노파일 공급계약	
프로젝트	Orsted Hornsea Project Three(UK) Limited
계약체결일	2022.09.28
공급완료예정일	2026.11.02
공급계약금액	GBP 364~454m(원화환산 5,568억~6,945억)
진행상황	영국 경제특별지구 프리포트(Freeport) 일부 36만㎡ 티웍스(Teeworks)부지에 GPB 0.3b (약 4,789억원) XXL급 모노파일 플랜트 설치 중. 24만톤 CAPA. 24년 6월 준공 예정.

자료: 세아제강지주, 이베스트투자증권 리서치센터

세아원드뿐만 아니라 세아제강도 모노파일 시장에 진출할 계획이다. 세아제강은 세아원드에 상환우선주 투자하며 모노파일 공동연구개발을 의지를 드러냈다. 현재 모노파일 기업들이 대부분 유럽에 분포하고 있는 것을 고려하면 아시아 시장에서 세아제강의 입지적 유리함과 잠재력을 기대해볼 수 있다.

표11 글로벌 풍력 관련 기업 Valuation Table

사명	시가총액 (백만달러)	영업이익률(%)		EPS(\$)		PER		BPS(\$)		PBR		EV/EBITDA	
		2022Y	2023Y	2022Y	2023Y	2022Y	2023Y	2022Y	2023Y	2022Y	2023Y	2022Y	2023Y
지멘스	117487.2	14.2	13.3	5.7	9.1	24.0	15.3	59.4	68.0	2.3	2.1	13.9	12.1
GE	92854.9	7.8	10.2	2.6	4.4	33.2	19.2	29.1	29.3	2.9	2.9	8.3	6.5
VESTAS	28774.1	-6.6	2.4	-0.8	0.3		112.0	3.8	4.1	7.5	7.0	668.8	22.2
명양지능	8740.1	14.6	14.0	0.3	0.3	14.5	12.3	1.6	1.9	2.3	2.0	13.3	11.1
씨에스원드	2238.5	5.5	7.6	0.6	2.0	88.2	27.3	16.7	18.2	3.2	2.9	22.5	15.0
SIF 홀딩	315.0	3.7	4.9	0.5	0.7	24.0	17.2	4.5	5.1	2.8	2.4	8.7	7.4
동국S&C	195.3	2.7	2.9	0.1	0.2	22.3	20.9	3.7	3.8	0.9	0.9	18.8	18.0
세아제강지주	277.9	13.3	14.5	53.6	49.3	1.8	1.9	232.4	278.4	0.4	0.3	1.2	1.2

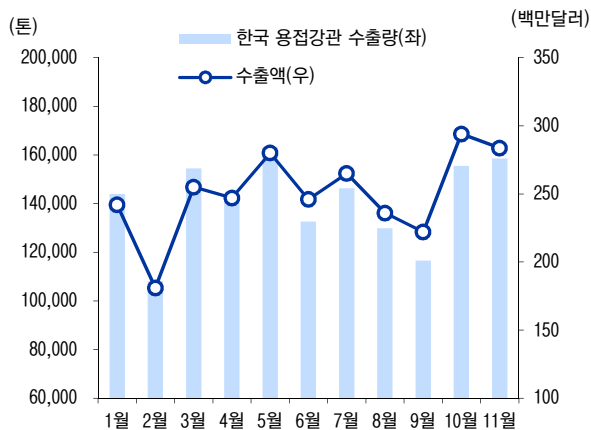
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q22 및 2023년 실적 전망

4Q22 연결 매출액 9,500억원(+15.7 YoY, -5.5% QoQ), 영업이익 2,100억원(+218% YoY, +25% QoQ)를 예상한다. 미국 에너지용 강관 가격은 소폭 하락했으나 여전히 견조했다. 미국의 에너지용 강관 수요는 전년대비 40% 이상 성장했음에도 수입품에 대한 관세부과와 쿼터제 운영으로 타이트한 수급상황이 지속되었기 때문이다. 또한 업계에서 2022년 대미 강관 쿼터를 모두 소진한 것으로 파악되기에 4Q22 계열사들의 수출 및 해외 해외판매량이 크게 증대된 것으로 예상된다.

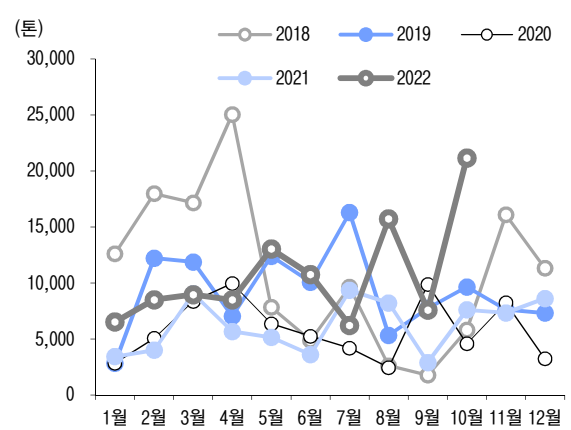
2023년은 연결 매출액 3.2조원(-19% YoY), 영업이익 5,060억원(-22% YoY)를 예상한다. 에너지용 강관 수요 호조에도 불구하고 세아제강의 내수 판매 부진, 2H22부터 이어진 열연 등 원료가 하락에 따른 평균 판매가 하락 영향이다. 그러나 2023년 실적 하락은 이미 주가에 반영되어있고, 오히려 중국의 경기부양책 효과, 미국의 인프라 수요에 따른 원료가 반등 시 강관 가격 회복 가능성이 열려있다는 판단이다. 또한 2H24부터 세아윈드의 매출 발생도 기대되기에 신사업 부문 성장에 따른 이익 안정성이 확보될 수 있다.

그림16 2022 한국 용접강관 수출



자료: 무역통계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 한국 대미 용접강관 수출 추이



자료: 무역통계, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 세아제강지주 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	916	1,034	1,004	949	869	757	749	789	2,842	3,904	3,163
강관	1,109	1,285	1,109	1,147	1,039	898	858	902	3,126	4,651	3,696
세아제강	449	481	447	442	396	368	365	374	1,497	1,819	1,503
해외계열사	661	804	662	705	642	530	493	527	1,628	2,832	2,193
판매	150	149	150	99	97	76	93	107	545	547	373
투자	32	6	32	19	22	20	23	21	15	90	87
연결조정	-375	-406	-375	-316	-289	-237	-226	-241	-844	-1,473	-993
영업이익	111	148	173	216	150	95	127	135	299	649	507
강관	124	156	154	224	181	121	135	140	269	659	577
세아제강	60	68	50	92	53	45	58	51	132	270	207
해외계열사	64	88	105	132	127	76	77	89	137	388	369
판매	8	9	-4	-1	-14	-19	-10	-1	54	11	-44
투자	29	2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	4	28	-4
연결조정	-49	-18	24	-6	-15	-5	2	-4	-28	-49	-22
OPM(%)	12.1%	14.4%	17.2%	22.8%	17.3%	12.6%	17.0%	17.1%	10.5%	16.6%	16.0%
강관	11.1%	12.2%	13.9%	19.5%	17.4%	13.5%	15.7%	15.5%	8.6%	14.2%	15.6%
세아제강	13.4%	14.2%	11.1%	20.9%	13.5%	12.2%	15.9%	13.7%	8.8%	14.9%	13.8%
해외계열사	9.6%	11.0%	15.8%	18.7%	19.8%	14.3%	15.6%	16.9%	8.4%	13.7%	16.8%
판매	5.2%	5.7%	-2.9%	-1.2%	-14.9%	-25.8%	-10.5%	-0.5%	9.9%	2.0%	-11.8%
투자	89.5%	24.8%	-3.2%	-5.4%	-4.6%	-5.1%	-4.4%	-4.8%	24.8%	31.7%	-4.7%
세전이익	110	154	174	215	150	95	125	131	308	653	500
순이익	81	113	131	157	111	70	92	97	227	481	370
강관 판매량 가정(천톤)											
세아제강	220	216	178	191	202	201	194	201	869	805	799
-내수	106	97	84	76	99	100	93	96	450	363	387
-수출	114	119	94	115	103	102	101	105	419	442	411
해외계열사	292	265	202	235	263	242	225	247	862	994	977
ASP 가정											
세아제강 내수(천원/톤)	1,730	1,889	1,893	1,710	1,426	1,328	1,364	1,352	1487	1,806	1,368
세아제강 수출(천원/톤)	2,028	2,231	2,807	2,459	2,170	2,035	2,085	2,068	1612	2,381	2,089
미국 에너지용 강관 가격(달러/톤)	3,757	4,481	6,029	5,700	5,000	4,300	3,700	3,500	2708	4,992	4,125

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV 2.7조에 목표 할인율 70%를 적용해 산출했다. 이는 다른 순수지주회사보다 다소 높게 설정한 것인데 지주사만의 별도 투자수익 등으로 창출되는 이익이 매우 미미하기 때문이다. 강관 해외 계열사들의 사업가치는 글로벌 강관기업 평균 EV/EBITDA를 50% 할인한 2.2x를 적용했다. 상장 자회사 세아제강과 강관부문 외 비상장 자회사들은 지분가치로 적용했다. 그럼에도 현재 세아제강지주의 시가총액은 적정가치에서 80% 가까이 할인 받고 있어 저평가 국면으로 판단한다.

표13 세아제강지주 목표주가 산정

		내용	지분율	적정가치	비고
		(십억원)	%	(십억원)	
사업가치				853	
해외 강관 계열사	세아스틸아메리카, 세아스틸USA 등...	EBITDA Target EV/EBITDA	388 2.2	100% 853	예상 12M fwd EBITDA 글로벌 강관기업 평균 50% 할인
지분가치				2,507	
상장사	세아제강	시가총액	3574	49.63%	1,773
비상장사	세아씨엠 세아스틸인터내셔널 에스에스아이케이 Norarm properties seah steel cali seah steel europe seah steel investment SeAH Wind	장부가	150 362 30 32 2 2 80 76	100% 100% 100% 100% 100% 88% 100% 100%	150 362 30 32 2 2 80 76
총기업가치				3,361	
순차입금				579	2023말 기준
NAV				2,774	
목표할인율				70%	
적정기업가치				832	
발행주식수(천 주)				4,142	
목표주가(원)				200,000	
현재주가(원)				141,000	
Upside(%)				42%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

세아제강지주 (003030)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,172	1,711	2,170	2,719	3,138
현금 및 현금성자산	187	234	240	482	641
매출채권 및 기타채권	432	544	700	650	800
재고자산	457	841	1,000	1,350	1,450
기타유동자산	95	92	230	237	247
비유동자산	1,144	1,188	1,349	1,371	1,424
관계기업투자등	75	78	90	94	98
유형자산	977	999	1,142	1,162	1,212
무형자산	11	11	12	11	10
자산총계	2,316	2,899	3,519	4,090	4,562
유동부채	671	928	1,127	1,217	1,173
매입채무 및 기타채무	232	285	300	350	280
단기금융부채	415	582	777	817	843
기타유동부채	24	62	50	50	50
비유동부채	314	384	324	442	561
장기금융부채	188	252	162	274	386
기타비유동부채	126	132	162	168	175
부채총계	985	1,312	1,451	1,660	1,734
지배주주지분	976	1,204	1,594	1,958	2,355
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	60	60	60	60	60
이익잉여금	846	1,023	1,413	1,776	2,173
비지배주주지분(연결)	355	382	473	473	473
자본총계	1,331	1,587	2,067	2,431	2,828

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	269	-166	288	182	194
당기순이익(손실)	34	227	482	370	404
비현금수익비용가감	108	157	73	68	68
유형자산감가상각비	60	56	58	60	60
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	47	100	14	6	7
영업활동 자산부채변동	169	-501	-140	-256	-278
매출채권 감소(증가)	42	-111	-84	50	-100
재고자산 감소(증가)	150	-369	-53	-350	-100
매입채무 증가(감소)	-13	22	-31	50	-70
기타자산, 부채변동	-10	-43	28	-6	-8
투자활동 현금	-93	-18	-321	-85	-115
유형자산처분(취득)	-61	-58	-144	-80	-110
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-30	48	-181	-5	-5
기타투자활동	-2	-8	5	0	0
재무활동 현금	-100	224	14	-23	-12
차입금의 증가(감소)	-82	243	27	-16	-5
자본의 증가(감소)	-12	-10	-7	-7	-7
배당금의 지급	10	10	7	7	7
기타재무활동	-6	-9	-6	0	0
현금의 증가	67	47	5	74	67
기초현금	120	187	234	240	314
기말현금	187	234	240	314	380

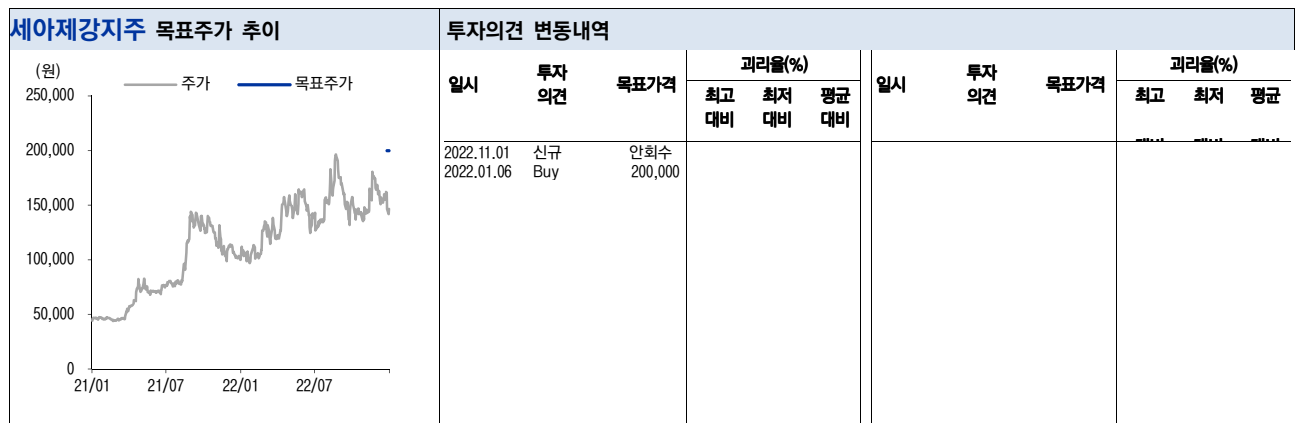
손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,306	2,842	3,904	3,163	3,202
매출원가	2,076	2,365	3,064	2,500	2,478
매출총이익	231	476	839	663	724
판매비 및 관리비	163	178	190	157	155
영업이익	67	299	649	507	569
(EBITDA)	129	356	708	568	630
금융손익	-17	-4	3	-7	-23
이자비용	17	12	23	34	50
관계기업등 투자손익	-3	-1	-1	0	0
기타영업외손익	-5	14	2	0	0
세전계속사업이익	42	308	653	500	546
계속사업법인세비용	8	81	171	130	142
계속사업이익	34	227	482	370	404
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	227	482	370	404
지배주주	17	176	398	370	404
총포괄이익	-4	264	482	370	404
매출총이익률 (%)	10.0	16.8	21.5	21.0	22.6
영업이익률 (%)	2.9	10.5	16.6	16.0	17.8
EBITDA마진률 (%)	5.6	12.5	18.1	18.0	19.7
당기순이익률 (%)	1.5	8.0	12.3	11.7	12.6
ROA (%)	0.7	6.7	12.4	9.7	9.3
ROE (%)	1.8	16.1	28.4	20.8	18.7
ROIC (%)	3.1	11.6	20.1	13.5	13.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.5	2.4	1.5	1.6	1.5
P/B	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	2.9	1.8	2.1	1.8
P/CF	1.3	1.1	1.1	1.4	1.3
배당수익률 (%)	3.4	1.7	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	-12.8	23.2	37.4	-19.0	1.2
영업이익	6.3	345.5	117.0	-21.9	12.2
세전이익	-10.8	630.1	112.1	-23.4	9.2
당기순이익	129.0	571.1	112.4	-23.1	9.2
EPS	흑전	930.2	126.1	-6.9	9.2
안정성 (%)					
부채비율	74.0	82.7	70.2	61.4	50.3
유동비율	174.7	184.3	192.4	222.3	272.2
순차입금/자기자본(x)	31.2	37.7	32.4	23.8	17.9
영업이익/금융비용(x)	4.0	25.3	28.7	14.9	11.4
총차입금 (십억원)	603	834	940	924	919
순차입금 (십억원)	415	599	670	579	506
주당지표(원)					
EPS	4,227	43,550	98,458	91,648	100,038
BPS	235,619	290,769	384,983	472,685	568,571
CFPS	34,273	92,728	133,963	105,771	113,981
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750

자료: 세아제강지주, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 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 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)