

세아제강 (306200)

물량 래깅 효과는 끝,
해상 풍력은 이제 시작

투자의견	BUY (유지)
목표주가	205,000 원(유지)
현재주가	153,800 원(05/15)
시가총액	436 (십억원)

철강금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

- **1Q23 Review:** 매출액 4,902억원, 영업이익 785억원(OPM 16%) 기록
 - 4분기 수출 배선 문제로 감소했던 판매량이 이번 분기에 만회되어 전분기 비 5만톤 판매량 증가. 미국산 OCTG 및 Line Pipe 가격은 올해 소폭 하락했으나 타이트한 공급으로 수입재 가격은 오히려 상승했음
- **유가의 하방 경직성과 다시 시동걸고 있는 해상풍력**
 - 미국 경기침체 우려로 인해 유가는 하락했으나 OPEC+ 감산(116만b/d)과 드라이빙 시즌 도래로 유가 하방경직성(70-80\$/배럴) 확보. 해상풍력용 제품은 포트폴리오 개선 요인. 작년 500억원 가량 투자해 관련 CAPA를 실질 +5만톤 확장. 프랑스 St. Brieuic 풍력발전(496MW)에 2nd 벤더로 참여 중. 자켓 건설하는 Navantia-Windar에 강철을 공급하는 TaiichiO&Wolf에 하부구조물 강관 공급계약(871억원, 추정 6.7만톤) 체결
- **투자의견 'BUY'와 목표가 205,000원 유지**
 - 올해 해상풍력 매출 6-7만톤 예상(전년도 2만톤)되며, 유가의 하방경직성도 실적을 지지할 것이라 판단

주가(원,05/15)	153,800
시가총액(십억원)	436
발행주식수	2,836천주
52주 최고가	210,000원
최저가	121,500원
52주 일간 Beta	0.88
60일 일평균거래대금	35억원
외국인 지분율	11.5%
배당수익률(2023F)	3.3%

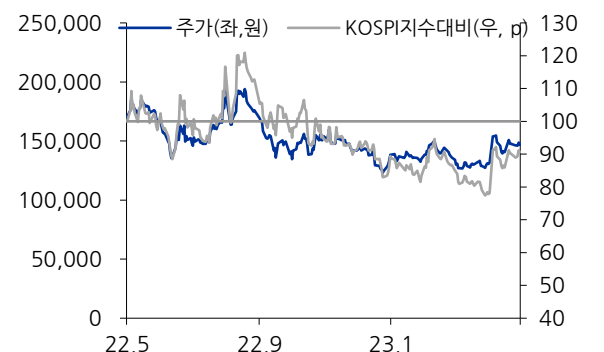
주주구성	
세아제강지주 (외 8인)	62.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	20.5	0.9	-5.0
절대기준(%)	16.9	0.9	-9.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	205,000	205,000	-
영업이익(23)	236	179	▲
영업이익(24)	228	186	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,497	1,802	1,844	1,772
영업이익	132	215	236	228
세전손익	125	211	240	226
당기순이익	91	159	181	173
EPS(원)	32,223	56,163	63,814	60,860
증감률(%)	176.5	74.3	13.6	-4.6
PER(배)	3.0	2.3	2.4	2.5
ROE(%)	14.3	21.1	19.9	16.1
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2.9	1.6	1.2	0.6

자료: 유진투자증권

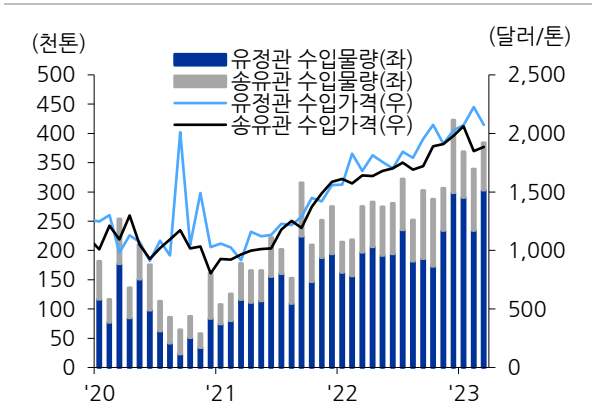


1 분기 실적: 매출액 4,902 억원, 영업이익 785 억원(OPM 16%) 기록

세아제강의 1 분기 실적은 매출액 4,902 억원, 영업이익 785 억원(OPM 16%)을 기록했다. 작년에는 호시황에도 불구하고, 홍수피해나 수출배선 차질로 물량이 줄었다. 1 분기에는 제품 판매량이 24.3 만톤으로 전분기비 5 만톤 개선 영향이 크게 작용했다. 미국 OCTG 강관 가격은 미국 내 타이트한 공급과 제한적 Capa 로 가격이 상승(OCTG API Casing 의 경우 사상 최대치로 상승 \$3,950-4,050)했고 이에 따라 수입 증가를 이끌었다. 미국산 OCTG 및 Line Pipe 가격은 올해 소폭 하락했으나 타이트한 공급으로 수입재 가격은 전분기비 오히려 상승했다(도표 3).

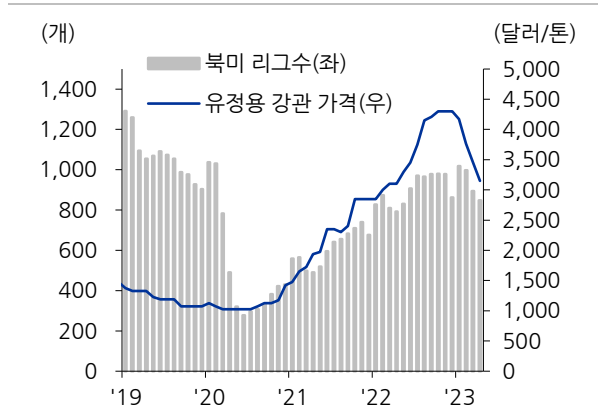
세아제강의 2 분기 실적은 매출액 4,590 억원, 영업이익 546 억원을 예상한다. 물량이연 효과가 종료되고, 북미 리그수가 유가하락으로 인해 감소세를 유지하고 있으며 미국의 타이트했던 강관 공급도 해소되고 있기 때문(도표 4)이다. 그러나 유가의 하방경직성이 확보되어 실적이 지지될 것이라 판단한다(도표 5,6).

도표 1. 미국 유정관, 송유관 수입 물량 및 가격



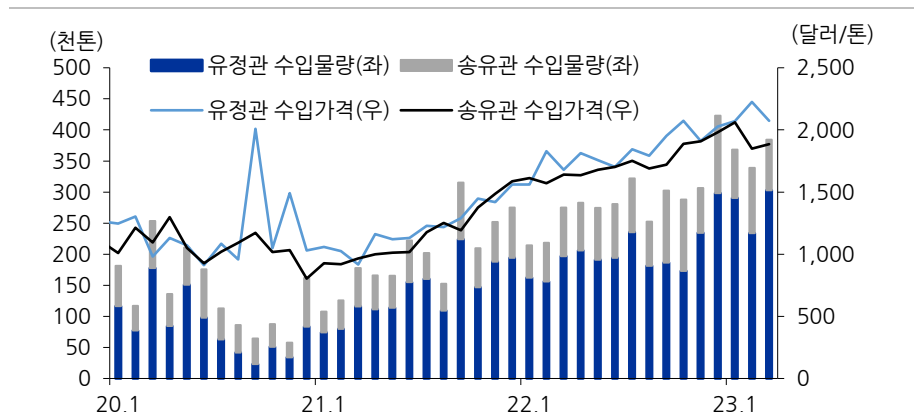
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. 북미 리그수와 유정용 강관 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. 미국 유정관/송유관 수입 물량과 가격 추이



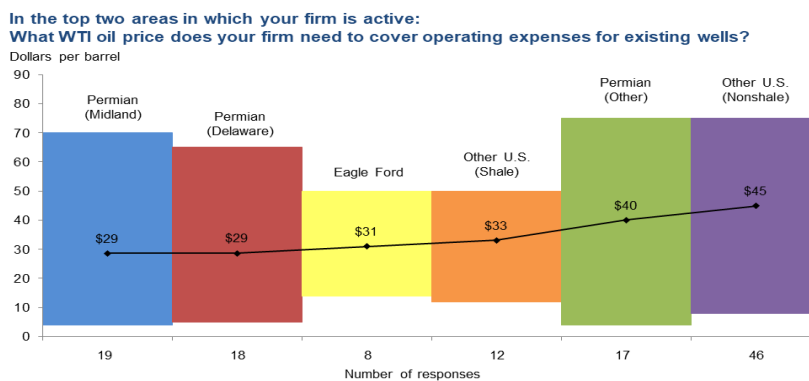
자료: 유진투자증권

도표 4. 미국 에너지 기업 비즈니스 지표 추이

구분	현재	직전	증가 답변(%)	변화없음 답변(%)	감소 답변(%)
비즈니스 활동 지수	2.1	30.3	29.3	43.5	27.2
CAPEX	17.1	40.1	41.1	34.9	24
공급자 배달 시간	-14.0	14.4	9.8	66.4	23.8
고용	14.3	25.7	23.1	68	8.8
노동시간	12.3	27.7	21.1	70.1	8.8
임금	43.6	40.2	45.6	52.4	2

자료: 델러스 연준, 유진투자증권

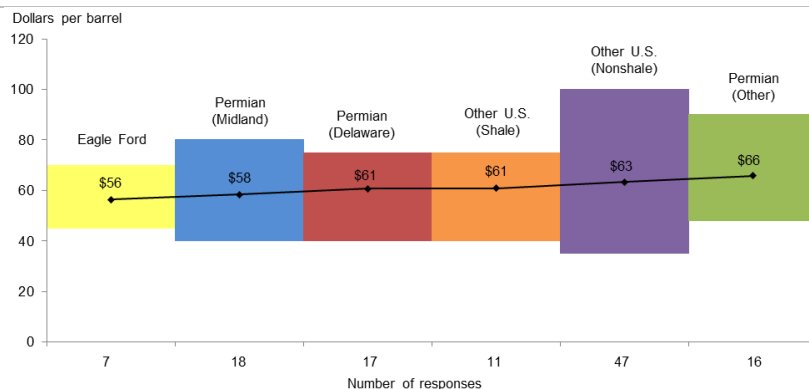
도표 5. 기존 유정 운영 비용을 위한 BEP 유가: 29-45 달러/배럴



NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. The average response was \$37 per barrel. Executives from 83 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 15-23, 2023. SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

자료: 델러스연준, 유진투자증권

도표 6. 신규 유정 개발을 위한 BEP 유가: 56-66 달러/배럴



NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. The average response was \$62 per barrel. Executives from 80 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 15-23, 2023. SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

자료: 델러스연준, 유진투자증권

다시 시동걸고 있는 해상풍력

해상풍력용 제품은 유정용 강관에 따라 수익성이 좌우 되었던 제품 포트폴리오 개선 요인이다. 작년 500 억원 가량 투자해 롤벤더 1 기를 추가하여 해상풍력 강관 제품 생산 능력 실질 +5 만톤 확장을 완료했다. 세아제강은 5 월 해상풍력 하부구조물 강관 공급계약 체결 공시를 냈다. 프랑스 St. Briec 풍력발전(496MW)에 2nd 벤더로 참여한다는 내용이다. 해당 프로젝트에서 하부구조물 자켓을 건설하는 Navantia-Windar 에 강철을 공급하는 TaiichiO&Wolf 에 하부구조물 강관 공급계약(871 억원, 추정 6.7 만톤) 체결했다. 1 차 벤더가 아닌 것이 아쉬우나 관련 레퍼런스를 쌓는다는 측면에서 긍정적이라 판단한다.

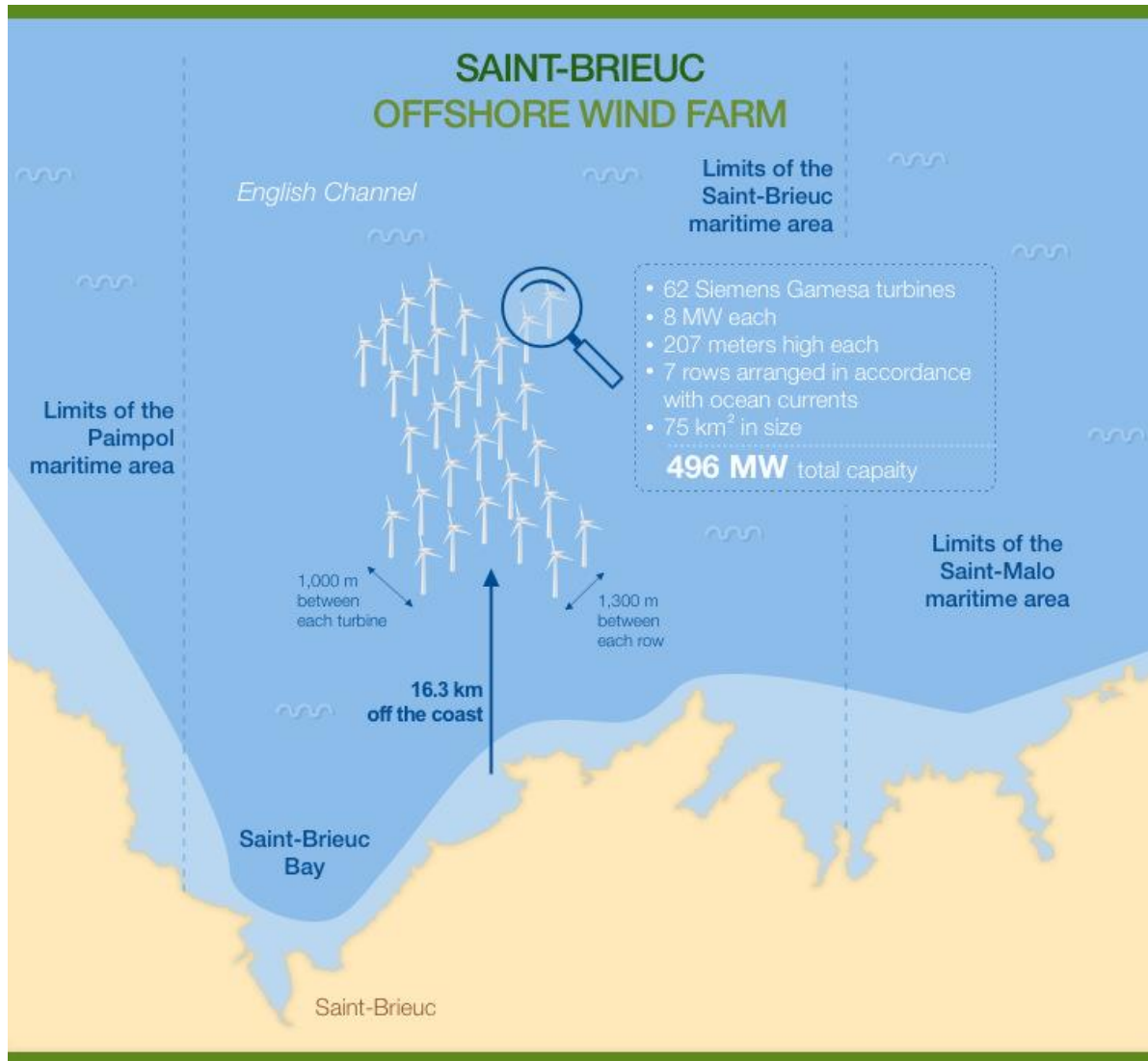
도표 7. 유럽향 해상풍력 하부구조물 강관 공급계약 체결(871 억원)

단일판매 · 공급계약 체결(자율공시)

1. 판매 · 공급계약 구분		상품공급
- 세부내용		해상풍력 하부구조물용 PIPE 공급 계약
2. 계약내역	계약금액(원)	87,133,114,308
	최근매출액(원)	1,801,835,090,460
	매출액대비(%)	4.8
	대규모법인여부	미해당
3. 계약상대		TaiichiO and Wolf Projects
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		유럽
5. 계약기간	시작일	2023-05-03
	종료일	2024-12-31
6. 주요 계약조건		-
7. 계약(수주)일		2023-05-03
8. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
1.상기 2.항의 최근매출액은 2022년말 별도재무제표 기준입니다.		
2.상기 2.항의 계약금액은 계약 당일 최고고시 매매기준율 (1,475.56원/EUR)를 적용하여 원화로 환산한 금액입니다.		
3.계약금액 및 계약종결일자는 공사 진행 일정에 따라 일부 변동될 수 있습니다.		
※ 관련공시	2023-03-31 투자판단 관련 주요경영사항	

자료: 세아제강, 유진투자증권

도표 8. Saint. Briec 해상풍력 개요



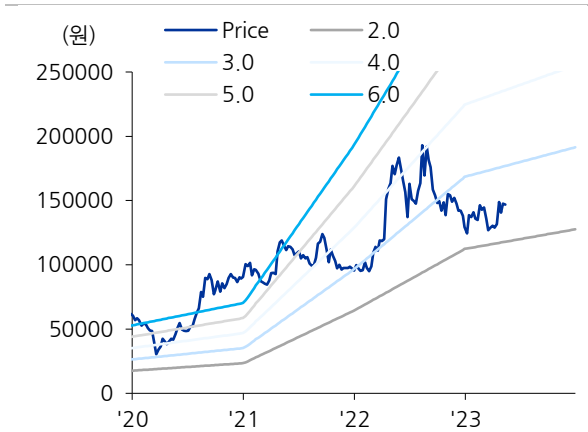
자료: Iberdrola, 유진투자증권

도표 9. 세아제강 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023F	2024F
매출액	448.8	480.8	446.9	425.3	490.2	459.0	448.2	446.2	1,801.8	1,843.7	1,772.5
영업이익	59.9	68.3	49.6	37.4	78.5	54.6	56.2	46.9	215.2	236.3	228.2
영업이익률	13%	14%	11%	9%	16%	12%	13%	11%	12%	13%	13%
세전이익	61.1	74.6	48.5	26.9	84.3	54.1	55.4	46.0	211.1	239.7	226.3
순이익	46.0	55.3	35.8	22.3	62.0	41.1	42.4	35.5	159.3	181.0	172.6
주요 가정											
내수 출하량(천톤)	106	97	90	97	115	108	104	107	453	382	382
수출 출하량(천톤)	114	119	102	96	128	118	121	125	419	418	454
평균 ASP(천원/톤)	1,885	2,077	2,203	2,074	1,904	1,839	1,784	1,734	1,527	2,175	2,115

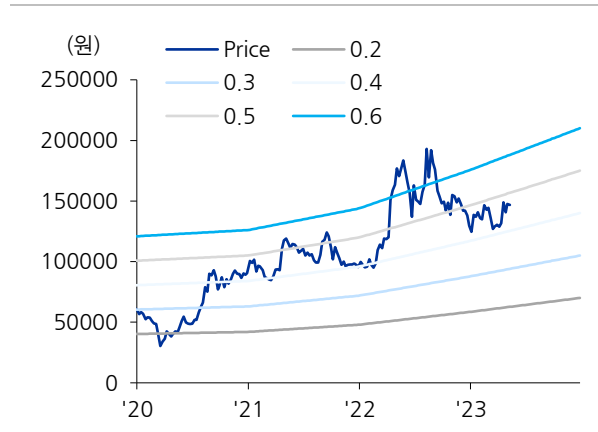
자료: 유진투자증권

도표 10. PER Band



자료: 유진투자증권

도표 11. PBR Band



자료: 유진투자증권

세아제강(306200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,228	1,465	1,664	1,907	2,129
유동자산	681	837	1,010	1,230	1,429
현금성자산	109	271	452	666	828
매출채권	259	267	293	236	242
재고자산	242	279	245	307	338
비유동자산	547	628	654	677	700
투자자산	22	74	75	76	77
유형자산	519	546	573	596	618
기타	7	7	6	6	5
부채총계	549	636	671	756	814
유동부채	332	419	402	444	450
매입채무	149	189	171	213	218
유동성이자부채	150	126	126	126	126
기타	33	104	105	106	107
비유동부채	217	217	269	311	363
비유동이자부채	146	165	215	255	305
기타	71	52	54	56	58
자본총계	680	829	993	1,152	1,315
지배지분	680	829	993	1,152	1,315
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	530	530	530	530
이익잉여금	138	287	451	610	774
기타	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	680	829	993	1,152	1,315
총차입금	296	292	342	382	432
순차입금	187	20	(110)	(284)	(397)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	22	216	203	242	181
당기순이익	91	159	181	173	178
자산상각비	27	28	30	31	32
기타비현금성손익	55	98	2	2	2
운전자본증감	(133)	(22)	(9)	37	(31)
매출채권감소(증가)	(26)	(8)	(26)	57	(5)
재고자산감소(증가)	(74)	(39)	34	(63)	(31)
매입채무증가(감소)	3	36	(18)	42	5
기타	(36)	(12)	1	1	1
투자현금	(2)	(40)	(56)	(54)	(54)
단기투자자산감소	15	5	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	18	46	55	53	53
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	0	(0)	0	0	0
재무현금	53	(13)	33	26	36
차입금증가	60	(3)	50	40	50
자본증가	(7)	(10)	(17)	(14)	(14)
배당금지급	7	10	17	14	14
현금 증감	73	162	181	214	163
기초현금	35	108	271	451	665
기말현금	108	271	451	665	828
Gross Cash flow	174	285	213	205	212
Gross Investment	150	68	65	17	85
Free Cash Flow	24	217	147	188	127

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,497	1,802	1,844	1,772	1,781
증가율(%)	30.2	20.3	2.3	(3.9)	0.5
매출원가	1,291	1,470	1,504	1,441	1,444
매출총이익	206	332	339	332	337
판매 및 일반관리비	74	117	103	103	103
기타영업손익	5	57	(12)	0	(1)
영업이익	132	215	236	228	234
증가율(%)	146.3	63.1	9.8	(3.4)	2.7
EBITDA	159	243	266	259	266
증가율(%)	95.8	52.5	9.5	(2.6)	2.8
영업외손익	(7)	(4)	2	(4)	(5)
이자수익	1	6	7	8	8
이자비용	5	7	9	10	11
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(3)	(3)	3	(2)	(1)
세전순이익	125	211	240	226	230
증가율(%)	161.7	69.2	12.8	(5.8)	2.3
법인세비용	33	52	59	54	55
당기순이익	91	159	181	173	178
증가율(%)	176.5	74.3	13.6	(4.6)	3.1
지배주주지분	91	159	181	173	178
증가율(%)	176.5	74.3	13.6	(4.6)	3.1
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	32,223	56,163	63,814	60,860	62,757
증가율(%)	176.5	74.3	13.6	(4.6)	3.1
수정EPS(원)	32,223	56,163	63,814	60,860	62,757
증가율(%)	176.5	74.3	13.6	(4.6)	3.1

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	32,223	56,163	63,814	60,860	62,757
BPS	239,605	292,283	350,173	406,034	463,790
DPS	3,500	6,000	5,000	5,000	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	3.0	2.3	2.4	2.5	2.5
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/ EBITDA	2.9	1.6	1.2	0.6	0.1
배당수익률	3.7	4.6	3.3	3.3	3.3
PCR	1.6	1.3	2.1	2.1	2.1
수익성(%)					
영업이익률	8.8	11.9	12.8	12.9	13.2
EBITDA이익률	10.6	13.5	14.4	14.6	14.9
순이익률	6.1	8.8	9.8	9.7	10.0
ROE	14.3	21.1	19.9	16.1	14.4
ROIC	11.7	19.6	22.0	21.2	21.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	27.5	2.5	(11.1)	(24.7)	(30.2)
유동비율	205.2	199.8	251.3	276.7	317.4
이자보상배율	27.5	30.6	26.8	22.8	20.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
매출채권회전율	6.1	6.8	6.6	6.7	7.5
재고자산회전율	7.2	6.9	7.0	6.4	5.5
매입채무회전율	10.4	10.7	10.2	9.2	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	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.03.31 기준)

