EARNINGS PREVIEW

21 Jan. 2025

이정우 철강 | jungwoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

세아제강 (306200)

바닥은 확인. 2026E 회복 시작

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	190,000		유지
Earnings			하향

Stock Information	
현재가 (01/20)	117,000원
예상 주가상승률	62.4%
시가총액	3,318억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	2,836천주
52주 최저가/최고가	112,700 - 209,000원
90일 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	5.0%
주요주주지분율(%)	
세아제강지주 (외 9인)	63.6
한국투자신탁운용 (외 1인)	6.1
권병기 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	2.5	14.7	7.8
PBR(배)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	1.5	6.3	6.0
배당수익률(%)	5.8	6.0	6.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(1.3)	(23.9)	(17.0)	(0.3)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(22.9)	(77.1)	(110.9)	(16.2)

Issue

4Q25E Preview

Pitch

4Q25E 실적 컨센서스 하회 전망하나 3Q25 실적이 바닥임은 확인. 건설시황 부진으로 내수 판매량의 회복은 지연되고 있고 관세 부과 이후로 수출 제품의 가격 경쟁력은 약화되어 수출 판매도 동반 부진 예상. 다만, 캐나다향 송유관 공급과 국내 신안우이 해상풍력 프로젝트가 시작되어 2026E는 2025E 대비 개선된 실적을 기대

Rationale

- 4Q25E 연결 매출액, 영업이익 각각 3,593억원(YoY -34.2%, QoQ +8.3%), 69억원(YoY -94.4%, QoQ 흑자전환)으로 컨센서스 하회 전망. 판매량은 20.1만톤으로 전년대비 큰 낙폭 예상. 부진한 내수 건설업황으로 인한 판매량 부진 지속과 미국의 철강 품목관세 부과 이후 가격경쟁력이 약화되어 수출 판매량이 부진했던 점에 기인. 다만, 수출 수익성은 달러/원 환율 상승, 프로젝트성 강관 공급 등으로 전 분기 대비 개선 기대
- 2026E 연결 매출액과 영업이익 각각 1.6조원(YoY +8.0%), 영업이익 592억원(YoY +22.8%) 추정. 판매량은 전년 동기대비 +8.6만톤 증가한 88.7만톤으로 예상. 캐나다향 230km 길이의 고압 천연가스 송유관 수출 프로젝트가 2025.12월 시작되었고, 6.2만톤 규모의 후육강관을 공급하는 신안우이 해상풍력 프로젝트도 2025.12월 시작. 2025.10월부터 강관 내수 판가 인상 시도가 지속되고 있어 내수판매 수익성도 개선 기대
- 향후 동사 영업환경 개선에 긍정적인 점들이 존재. 최근 공시된 캐나다향 송유관 공급은 캐나다 에너지 자립 프로젝트 일환. TMX 프로젝트 진행 당시 한국의 캐나다향 강관 수출량은 분기당 4~5만톤. 2026년부터 진행예정인 라인파이프 프로젝트들이 다수 포진되어 있어 대구경 강관 생산 가능한 동사의 캐나다향 수출 기조 지속 가능성 존재. 북미 OCTG 무계목강관의 가격 상승으로 ERW 강관의 선호도가 상승중이며, 신안우이 해상풍력 프로젝트 공급 시작, 내수 구조관과 배관의 판가 인상 기조로 실적 개선 기대. 투자의견 BUY, 적정주가 19만원 유지

4Q25 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(E)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	359.3	426.3	-15.7	383.5	-6.3	546.5	-34.2	331.7	8.3
영업이익	6.9	24.0	-71.2	9.9	-30.3	124.1	-94.4	-5.2	흑전
지배주주순이익	4.1	18.5	-78.0	0.5	715.8	74.5	-94.5	-9.0	흑전
OPM	1.9%	5.6%	-3.7%p	2.6%	-0.7%p	22.7%	-20.8%p	-1.6%	3.5%p
NIM	1.1%	4.3%	-3.2%p	0.1%	1.0%p	13.6%	-12.5%p	-2.7%	3.8%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

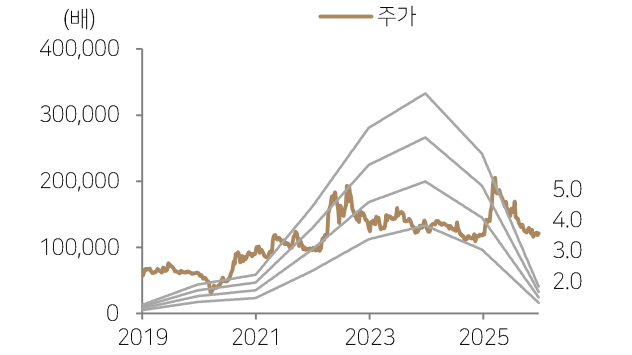
Fig. 1: Valuation Table (원, %, 배)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
BPS(원)	239,605	292,283	351,603	382,726	383,797	392,790
YoY(%)		*22%*	*20%*	*9%*	*0%*	*2%*
적정 PBR(배)					0.48	0.48
적정주가(원)					185,802	190,156

적정주가(원)	190,000
종가(원)	117,000
상승여력	62%

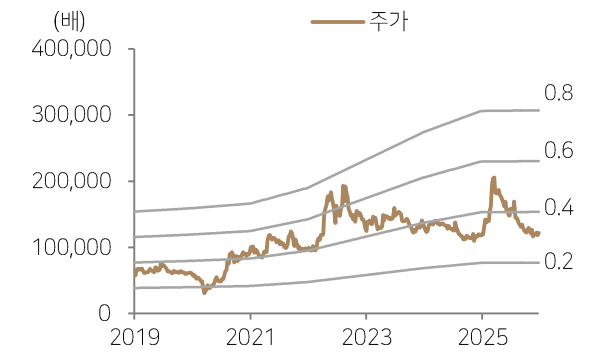
Source: 다올투자증권

Fig. 1: P/E 밴드



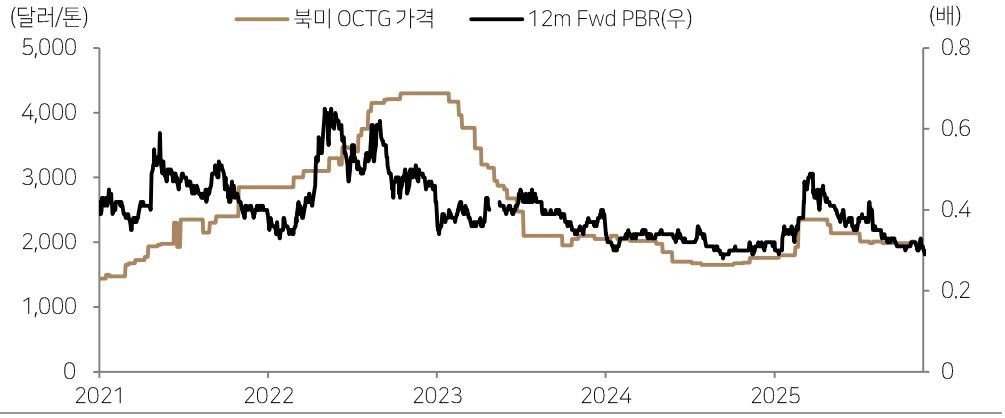
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 2: P/B 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 북미 OCTG 가격 및 12개월 선행 PBR 추이



Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 4: 세아제강 실적추정

(십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	456	440	368	547	379	415	332	359	1,809	1,485	1,603
YoY(%)	*-7%*	*-14%*	*-13%*	*25%*	*-17%*	*-6%*	*-10%*	*-34%*	*-3%*	*-18%*	*8%*
제품	407	389	328	472	317	353	279	298	1,596	1,246	1,330
내수	172	159	144	148	120	119	116	127	624	481	537
수출	235	229	184	324	196	234	163	172	972	765	793
상품 등	48	51	40	51	36	31	23	36	190	126	158
영업이익	32	36	11	124	26	21	-5	7	203	48	59
YoY(%)	*-60%*	*-47%*	*-73%*	*179%*	*-19%*	*-42%*	*-147%*	*-94%*	*-13%*	*-76%*	*23%*
OPM	7.0%	8.2%	3.0%	22.7%	6.8%	5.0%	-1.6%	1.9%	11.2%	3.2%	3.7%
당기순이익	27	29	6	75	19	9	-9	4	137	23	43
YoY(%)	*-57%*	*-43%*	*-81%*	*74%*	*-30%*	*-70%*	*-242%*	*-95%*	*-27%*	*-83%*	*89%*
NPM	5.9%	6.7%	1.7%	13.6%	5.0%	2.1%	-2.7%	1.1%	7.6%	1.5%	2.7%
세아제강 별도											
매출액	456	440	368	523	353	384	302	334	1,786	1,372	1,488
YoY(%)	*-7%*	*-14%*	*-13%*	*20%*	*-23%*	*-13%*	*-18%*	*-36%*	*-4%*	*-23%*	*8%*
영업이익	32	36	11	123	26	21	-5	8	202	50	63
YoY(%)	*-60%*	*-47%*	*-73%*	*177%*	*-18%*	*-41%*	*-148%*	*-94%*	*-13%*	*-75%*	*27%*
OPM(%)	7.0%	8.2%	3.0%	23.5%	7.4%	5.5%	-1.8%	2.3%	11.3%	3.6%	4.2%
판매량	257	248	212	243	188	224	188	201	960	801	887
내수	117	109	95	104	82	88	84	90	425	344	374
수출	140	139	118	138	106	136	104	111	535	457	513
ASP	1,585	1,566	1,543	1,554	1,681	1,576	1,483	1,482	1,563	1,555	1,500
내수	1,471	1,461	1,520	1,426	1,459	1,347	1,380	1,407	1,468	1,398	1,435
수출	1,680	1,648	1,562	1,650	1,853	1,724	1,567	1,543	1,638	1,674	1,547

Source: 다올투자증권

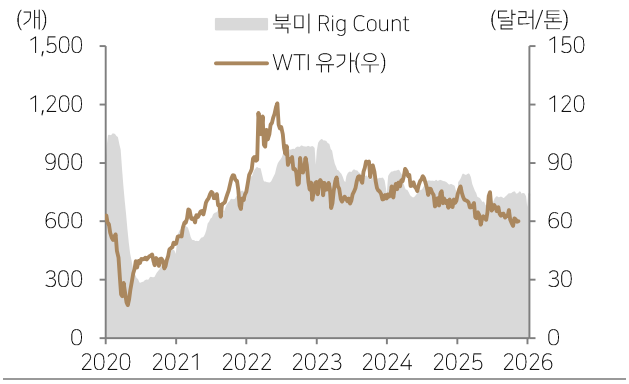
Fig. 5: 세아제강 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09
매출액	426.3	440.8	447.2	397.8	359.3	411.2	417.5	372.8	(15.7)	(6.7)	(6.6)	(6.3)
영업이익	24.0	21.6	23.9	4.5	6.9	17.4	19.3	9.9	(71.2)	(19.5)	(19.2)	118.3
영업이익률	5.6	4.9	5.3	1.1	1.9	4.2	4.6	2.7	(3.7)	(0.7)	(0.7)	1.5
EBITDA	39.4	37.2	39.6	20.3	15.5	26.0	28.0	18.5	(60.7)	(30.0)	(29.2)	(8.8)
EBITDA이익률	9.2	8.4	8.9	5.1	4.3	6.3	6.7	5.0	(4.9)	(2.1)	(2.1)	(0.1)
지배주주순이익	18.5	17.3	19.0	4.2	4.1	12.7	14.0	6.6	(78.0)	(26.4)	(26.3)	59.2

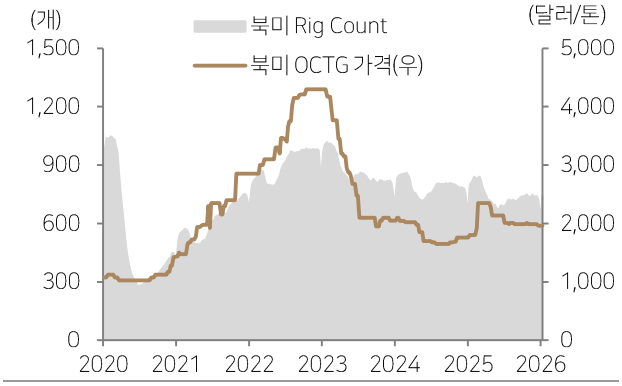
Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 세아제강, 다올투자증권

Fig. 6: 북미 리그수 및 WTI 유가 추이



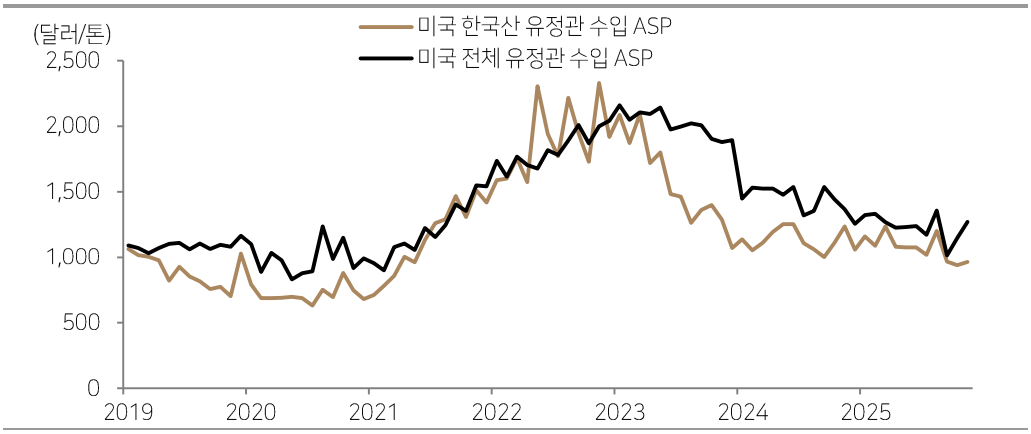
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: 북미 리그수 및 OCTG 가격 추이



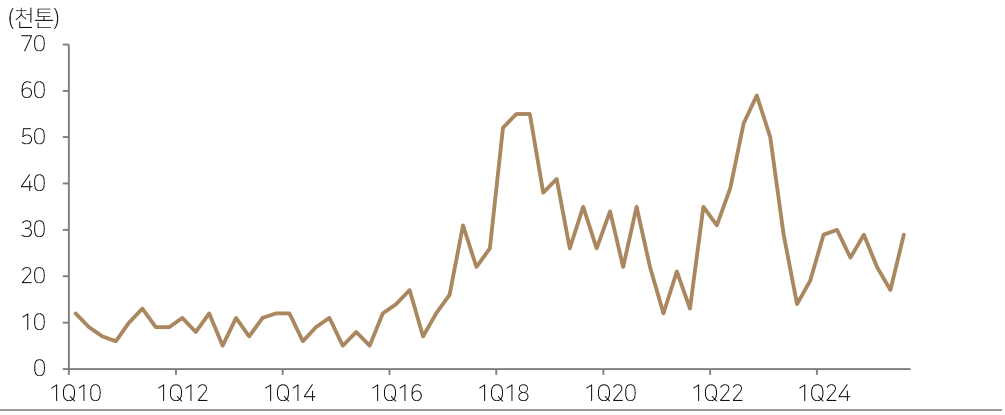
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 미국의 유정관 수입 가격 추이



Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 9: 한국의 캐나다향 강관전체 수출량 추이



Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 10: 캐나다 라인파이프 프로젝트 (KM, 인치)

시작년도	프로젝트명	길이(KM)	구경(인치)	사업자
2025	Transgas Twin 14"	220	14"	Transgas (SK)
2025	Whiskey Jack	125	12"	Wolf Midstream
2025	Morse to Moose Jaw	115	12"	Transgas (SK)
2025	Aspen Supply Project	91	16"	Transgas (SK)
2025	Saskatoon East Expansion Project	42	20"	Transgas (SK)
2025	Melford East Expansion Project	39	16"	Transgas (SK)
2025	Regina North Expansion Project	35	16"	Transgas (SK)
2025	McLeod South	22	48"	NGTL
2025	Lemming Loop Project	17	20"	TC Energy
2025	Regina East Expansion Project	11	16"	Transgas (SK)
2026	Keystone XL	529	36", 42", 48"	Enbridge
2026	NEBC Connector - duo line	213	8", 12"	North River Midstream
2026	Yellow Head Mainline	200	36"	Atco
2026	Pouce Coupe	88	16"	Pembina
2026	GPML Loop No. 4	35	48"	NGTL
2026	Enbridge T-North Expansion (Aspen)	18	24", 30", 36"	Enbridge
2026	Lemming Lake Sand	18	20"	TC Energy
2027	Eagle Spirit - Oil	1,570	36"	South Bow
2028	Grassy Point	900	48"	Eagle Spirit First Nation
2028	PRGT - Prince Rupert	471	42"	Western LNG/NISGA'ALISIMS
2030	Pacific Trail pipeline	471	36"	Enbridge
2030	Bear Paw	62	42"	LNGL

Source: PIPE LINE CONTRACTOR ASSOCIATION OF CANADA(2025), 다올투자증권

세아제강 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	839.6	896.5	836.6	825.4	807.6
현금성자산	218.7	363.0	176.8	168.9	85.1
매출채권	319.5	247.5	330.1	328.3	357.7
재고자산	286.8	269.1	312.5	310.8	347.4
비유동자산	696.3	927.4	1,058.7	1,078.2	1,096.0
투자자산	135.3	228.1	340.9	354.8	354.8
유형자산	534.8	672.2	695.4	703.3	721.2
무형자산	26.2	27.0	22.3	20.1	20.1
자산총계	1,535.9	1,823.8	1,895.2	1,903.6	1,903.6
유동부채	399.9	498.3	381.6	361.1	361.1
매입채무	186.9	214.8	208.3	207.2	207.2
유동성이자부채	155.1	219.6	108.1	88.1	88.1
비유동부채	138.8	213.0	377.3	380.3	380.3
비유동이자부채	81.8	140.7	300.4	300.4	300.4
부채총계	538.7	711.3	758.9	741.4	741.4
자본금	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
자본잉여금	530.2	531.9	531.9	531.9	531.9
이익잉여금	455.4	569.0	595.3	621.1	621.1
자본조정	(2.5)	(2.5)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
자기주식	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
자본총계	997.3	1,112.6	1,136.4	1,162.2	1,162.2
투하자본	896.6	892.6	1,039.9	1,040.3	1,124.1
순차입금	18.1	(2.7)	231.6	219.5	303.3
ROA	12.6	8.2	2.3	2.4	2.4
ROE	20.7	13.0	3.8	4.0	4.0
ROIC	21.4	13.4	4.4	4.6	4.3

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,860.9	1,809.4	1,484.8	1,603.2	1,627.4
증가율 (Y-Y,%)	3.3	(2.8)	(17.9)	8.0	1.5
영업이익	231.9	202.9	48.2	59.2	63.6
증가율 (Y-Y,%)	7.8	(12.5)	(76.2)	22.7	7.4
EBITDA	262.6	234.0	82.8	93.8	97.9
영업외손익	10.8	44.0	(10.3)	(3.1)	(3.7)
순이자수익	(1.2)	(2.9)	(4.8)	0.1	0.1
외화관련손익	0.0	0.0	(3.6)	(12.8)	(14.3)
지분법손익	0.6	(0.3)	0.6	1.1	1.1
세전계속사업손익	242.7	246.9	37.9	56.1	59.8
당기순이익	188.8	137.1	22.3	42.6	45.5
지배기업당기순이익	n/a	137.1	22.6	42.6	45.5
증가율 (Y-Y,%)	18.5	(27.4)	(83.7)	90.9	6.6
NOPLAT	180.4	112.6	28.4	45.0	48.3
(+) Dep	30.7	31.1	34.6	34.6	34.3
(-) 운전자본투자	103.4	254.8	86.2	45.3	(2.8)
(-) Capex	49.9	90.4	55.5	40.0	40.0
OpFCF	57.8	(201.4)	(78.8)	(5.7)	45.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.4	6.5	(6.2)	(4.8)	(3.5)
영업이익증가율(3Yr)	63.0	15.4	(39.3)	(36.6)	(32.1)
EBITDA증가율(3Yr)	47.8	13.7	(30.1)	(29.1)	(25.2)
순이익증가율(3Yr)	78.8	14.5	(48.0)	(39.1)	(30.8)
영업이익률(%)	12.5	11.2	3.2	3.7	3.9
EBITDA마진(%)	14.1	12.9	5.6	5.8	6.0
순이익률(%)	10.1	7.6	1.5	2.7	2.8

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	22.0	299.9	(20.1)	33.7	84.4
당기순이익	91.4	137.1	22.6	42.6	45.5
자산상각비	27.3	31.1	34.6	34.6	34.3
운전자본증감	(133.5)	115.1	(30.1)	(45.3)	2.8
매출채권감소(증가)	(26.5)	84.7	(46.4)	(34.8)	1.8
재고자산감소(증가)	(74.2)	46.6	(13.4)	(32.9)	1.7
매입채무증가(감소)	3.1	(19.7)	11.7	21.9	(1.1)
투자현금	(1.7)	(217.3)	(158.6)	(52.2)	(52.7)
단기투자자산감소	14.9	(58.6)	(99.9)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(2.8)	(11.7)	(12.2)
설비투자	(17.9)	(90.4)	(55.5)	(40.0)	(40.0)
유무형자산감소	0.5	0.7	1.0	0.0	0.0
재무현금	53.0	57.6	50.5	(39.6)	(39.6)
차입금증가	60.0	80.6	70.1	(20.0)	(20.0)
자본증가	(7.0)	(22.4)	(19.6)	(19.6)	(19.6)
배당금지급	7.0	22.4	19.6	19.6	19.6
현금 증감	73.3	144.3	(128.3)	(58.1)	(7.9)
총현금흐름(Gross CF)	174.2	249.0	77.9	78.9	81.6
(-) 운전자본증가(감소)	86.9	254.8	86.2	45.3	(2.8)
(-) 설비투자	17.9	90.4	55.5	40.0	40.0
(+) 자산매각	0.5	0.7	1.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	39.0	146.8	(110.9)	(18.5)	31.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	2.8	11.7	12.2
잉여현금	39.0	146.8	(113.7)	(30.2)	19.5

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	66,578	48,324	7,975	15,036	16,029
BPS	342,373	382,726	383,797	392,790	402,690
DPS	8,000	7,000	7,000	7,000	7,000
Multiples(x,%)					
PER	2.1	2.5	14.7	7.8	7.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	1.6	1.5	6.3	6.0	5.6
배당수익율	5.8	5.8	6.0	6.0	6.0
PCR	1.5	1.4	4.3	4.2	4.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	54.0	63.9	67.7	66.8	63.8
Net debt/Equity	1.8	17.4	20.4	18.9	26.1
Net debt/EBITDA	6.9	82.7	279.8	234.1	309.8
유동비율	210.0	179.9	218.2	219.3	228.6
이자보상배율	199.2	69.3	10.0	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.7	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	71.7	60.2	63.8	66.8	66.5
현금+투자자산(%)	28.3	39.8	36.2	33.2	33.5
자본구조					
차입금(%)	19.2	24.5	27.8	26.4	25.1
자기자본(%)	80.8	75.5	72.2	73.6	74.9

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사의 이정우 애널리스트는 세아제강 순천공장 탐방에 세아제강의 비용 제공(교통비, 식비)로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

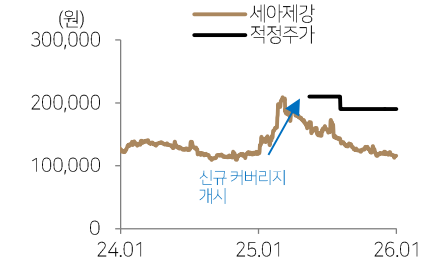
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

세아제강 (306200)



일자	커버리지	2025.05.28	2025.08.18
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		210,000원	190,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.05.28	210,000원	156,334원	169,600원	-25.6	-19.2
2025.08.18	190,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 01월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.