

Tenaris SA

(TEN-IM)

구조적 성장 구간 진입

글로벌 1위 파이프 업체

Tenaris은 약 870만톤의 생산능력을 보유한 글로벌 1위 강관 업체이다. 25년 강관 생산량은 392만톤 (무계목강관 314만톤, 용접강관 78만톤)이고, 전체 매출 중 북미 비중은 49%로 가장 높다. 무계목 강관 [Seamless]의 원료는 자체 전기로에서 생산된 빌렛이며, 용접 강관 [Welded]은 외부 구입 열연을 원료로 사용한다. 호르무즈 해협 봉쇄 장기화에 따른 중동향 매출 부진 여파로 <그림1> 26년 하반기 실적이 예상 대비 부진할 가능성이 높아졌으나, <그림2> 지정학적 불확실성에 기반한 글로벌 에너지 투자 확대 등 동사의 중장기 펀더멘털은 더욱 견고해질 전망이다.

구조적 성장 동력 장착: 실적은 추세적 우상향

첫째, 북미 지역 [26년 상반기 기준 전체 매출의 49% 수준] 실적은 단기 긍정적 흐름을 보일 것이다. 1) 단기 수요 증가 움직임이다. 최근 중동 지정학적 불확실성 확대로 유가가 재차 반등하면서 북미 지역의 Rig Count [시추 장비 수]는 지속 증가 중이다. 2) 전술한 단기 수요 증가에 관세 부과로 수급이 타이트 해지면서 미국 내수 강관 가격도 호조를 보이고 있다. <그림3> 관세 부과로 인한 수입량 감소는 물론, 최근 캐나다의 미국산 철강재에 대한 관세율 상향 [25% → 50%] 으로 미국 내 강관 수급은 더욱 타이트 해졌다. <그림4,5> 북미의 경우 철강재가 미국/캐나다간 국경을 수차례 이동하면서 완제품으로 생산되는 경우가 비밀비재하다. 일례로 미국에서 생산된 열연이 캐나다로 건너가 특수 코팅 및 열처리를 거쳐 최종 완제품 강관 형태로 재수입되기도 한다. 자동차용 강재 역시 비슷한 흐름이다.

북미 지역의 경우 중기 실적 방향성도 긍정적이다. 동사가 추진 중인 캐나다 Sault Ste. Marie 하공정 및 후처리 증설 효과가 27년부터 점진적으로 판매량에 반영될 것이다. 압연/열처리/Threading [나사 가공] 라인 확충으로 연간 약 100만톤 수준 [현재 생산능력 57만톤 수준]으로 생산량이 늘어나게 된다.

둘째, 중동 지역 강관 수요 호조가 전망되며, 동사 아시아/중동향 매출 역시 향후 좋은 흐름이 전망된다. <그림1> 사우디, UAE 등 주요 산유국은 호르무즈 해협을 거치지 않은 우회 송유관[Bypass Pipeline]에 천문학적 자금을 투입하고 있다. 사우디는 홍해 연안의 Yanbu 항구로 이어지는 기존 송유관 처리용량을 2배로 확대 200만배럴 확장하는 방안 검토 중이고, UAE는 호르무즈 해협 외곽 푸자이라 [Fujairah]로 연결되는 신규 송유관 건설 추진, 27년까지 푸자이라항을 통한 수출 능력을 2배로 확충하는 사업 진행 중이다. 우회 송유관이 처리가능한 수송량은 호르무즈 해협의 전체 일일 물동량 [약 2,000만 배럴]의 25~30% 수준에 불과하나, 지정학적 불확실성이 고조된 만큼 주요 산유국의 우회 수송망 확보 노력은 계속될 전망이다.

셋째, 아르헨티나 Vaca Muerta 분지 [매장량 기준 셰일 가스 세계 2위] OCTG 수요 증가 및 아르헨티나 LNG 수출 터미널 프로젝트 투자 결정 [FID 26년 말] 등 남미향 매출 역시 의미있는 개선이 전망된다. <그림 6> 특히 Vaca Muerta에는 High Spec Rig [셰일 지층을 뚫기 위한 수평 시추 능력을 가진 고성능 시추 장비]가 현재 33기에서 42기로 확대, 향후 OCTG 강관 수요도 큰 폭으로 개선될 전망이다.

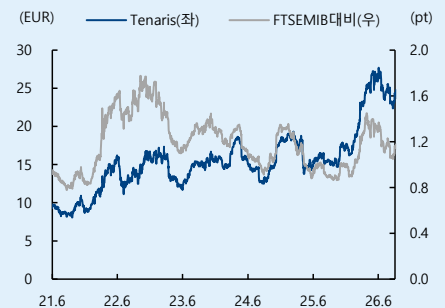
Global Company Brief

블룸버그 최고 목표가	EUR 34.50
블룸버그 최저 목표가	EUR 20.00
종가(2026-09-28)	EUR 24.80

Stock Indicator	
거래소	Brsaltaliana
발행주식수	1,009.6 백만주
시가총액	25.0 십억EUR
결산월	12월
52주 최고가(USD)	EUR 27.82
52주 최저가(USD)	EUR 14.54

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	0.5	-2.4	63.4
상대수익률	8.5	-0.4	-18.2	34.7

Price Trend



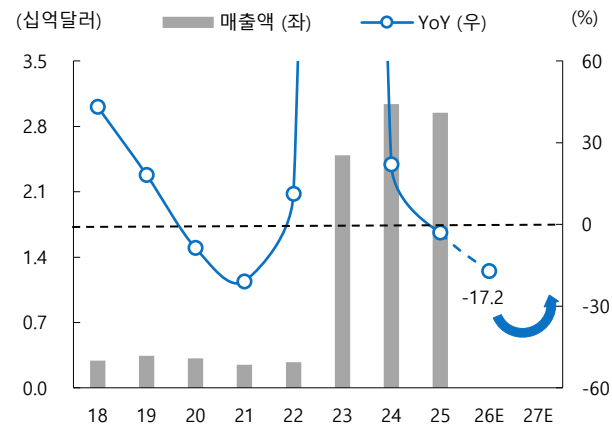
결산(12월)	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액(백만USD)	11,763	14,869	12,524	11,981
영업이익(백만USD)	2,963	4,316	2,419	2,283
순이익(백만USD)	2,553	3,918	2,036	1,933
EPS(USD)	2.2	3.3	1.8	1.8
BPS(USD)	11.8	14.4	15.3	16.4
PER(x)	8.1	5.2	10.4	10.6
PBR(x)	1.5	1.2	1.2	1.2
ROE(%)	19.7	25.5	12.2	11.6
배당수익률(%)	2.6	3.2	3.4	4.5
EV/EBITDA(x)	5.6	3.5	5.7	5.8

주:US-GAAP

[철강/비철금속]

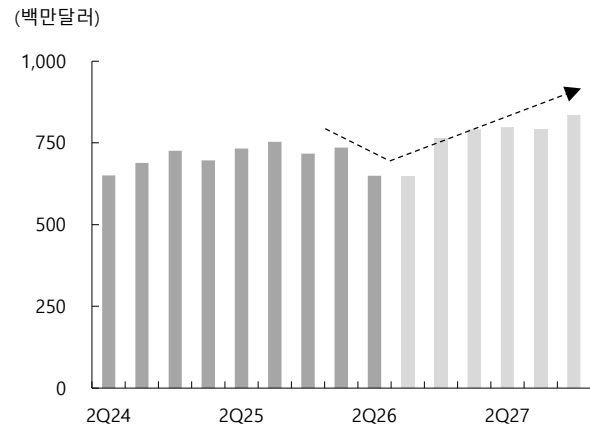
김윤상 2122-9205 yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. Tenaris 아시아, 중동, 아프리카 지역 연간 매출액 및 YoY



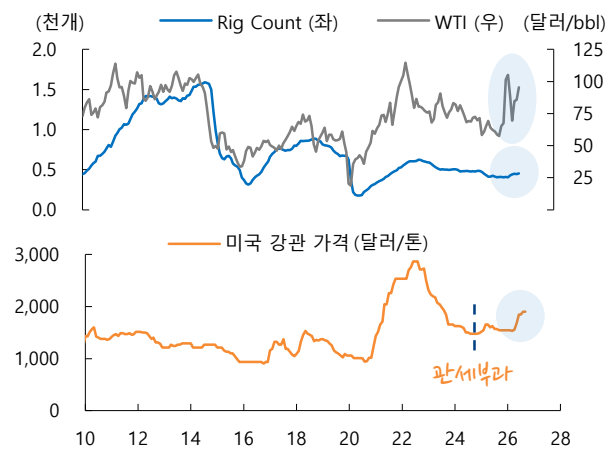
주: 26년 수치는 1,2분기 누계 기준으로 산출
 자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. Tenaris 분기 EBITDA 및 컨센서스 추이



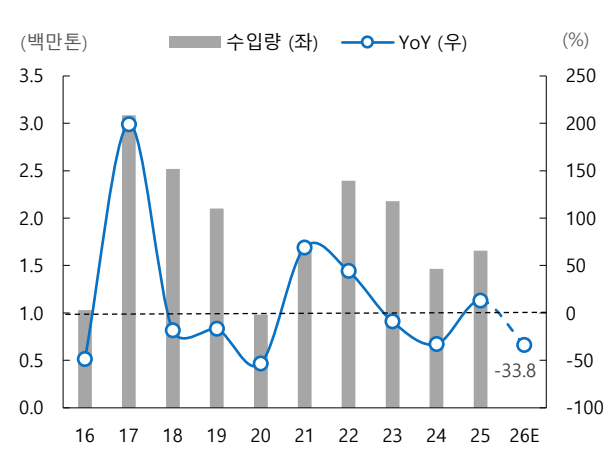
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. Rig Count, WTI 및 미국 강관 가격 추이



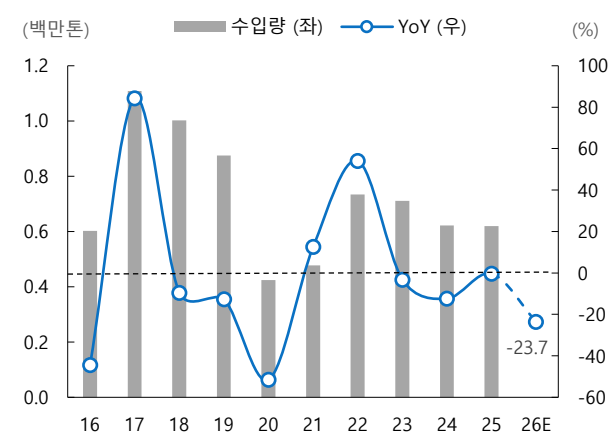
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 연도별 OCTG 수입량 및 YoY



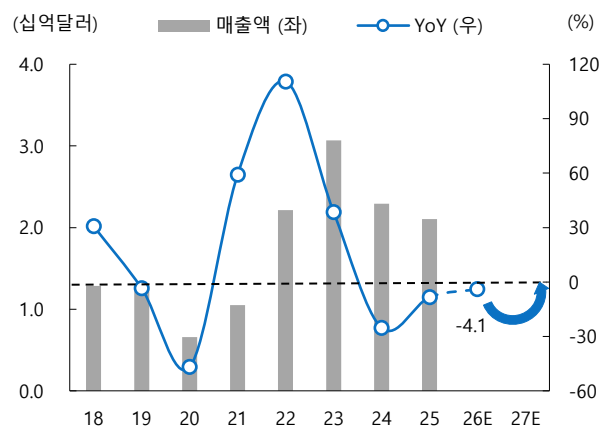
자료: US ITC, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 연도별 LinePipe 수입량 및 YoY



자료: US ITC, iM증권 리서치본부

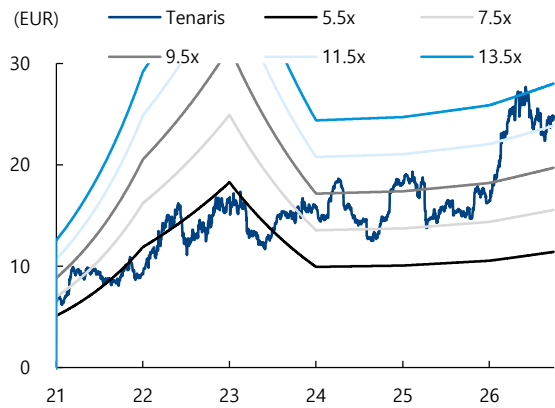
그림6. Tenaris 남미 지역 연간 매출액 및 YoY



주: 26년 수치는 1,2분기 누계 기준으로 산출
 자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

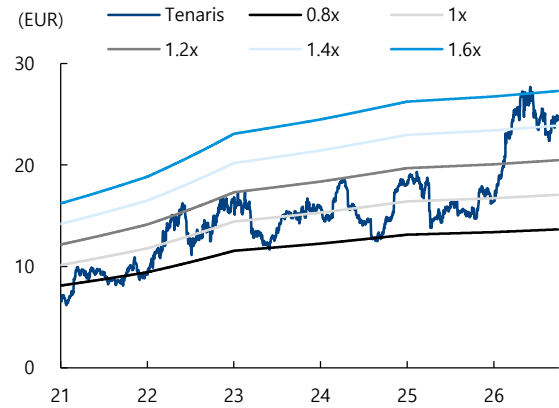
주요 투자 지표

그림7. Tenaris 12개월 선행 P/E 밴드



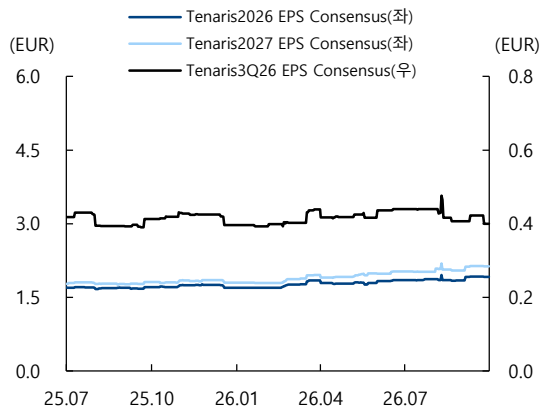
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. Tenaris 12개월 선행 P/B 밴드



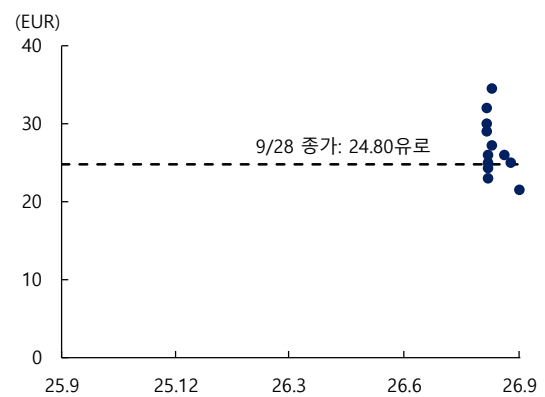
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. Tenaris EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. Tenaris 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표				
(백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
유동자산	8,469	10,504	9,236	9,073
현금 및 현금성자산	1,092	1,638	675	573
매출채권	2,494	2,481	1,908	1,921
비유동자산	9,082	10,577	11,214	10,999
유형자산	5,556	6,078	6,121	6,205
무형자산	1,333	1,377	1,358	1,357
자산총계	17,550	21,082	20,450	20,072
유동부채	2,788	2,902	2,637	2,346
비유동부채	727	1,149	1,000	897
부채총계	3,516	4,051	3,636	3,243
지배주주지분	13,906	16,843	16,593	16,599
자본금	1,790	1,790	1,772	1,072
이익잉여금	13,580	16,861	17,858	17,989
자본총계	14,034	17,030	16,814	16,829

현금흐름표				
(백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
영업활동 현금흐름	1,233	4,464	2,940	2,662
당기순이익	2,553	3,918	2,036	1,933
유무형자산감가상각비	608	549	633	616
비현금항목	204	-185	-16	65
투자활동 현금흐름	-230	-2,755	-1,471	-255
유무형자산의 처분	48	13	29	58
유무형자산의 취득	-378	-619	-694	-617
기타투자활동	104	-1,882	-837	324
재무활동 현금흐름	-178	-1,125	-2,399	-2,478
부채의 증감	365	-260	-197	-184
자본의 증감	0	-214	-1,440	-1,362
배당금 지급	-531	-637	-758	-900
기타 재무활동	-12	-15	-5	-31
현금및현금성자산의증감	773	546	-963	-103
기초현금및현금성자산	318	1,092	1,638	675
기말현금및현금성자산	1,092	1,638	675	573
잉여현금흐름	855	3,844	2,246	2,044

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: US-GAAP 기준

포괄손익계산서				
(백만USD, %)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액	11,763	14,869	12,524	11,981
매출원가	7,088	8,669	8,135	7,861
매출총이익	4,675	6,200	4,388	4,120
판매비와관리비	1,538	1,837	1,802	1,740
EBITDA	3,571	4,865	3,052	2,899
영업이익	2,963	4,316	2,419	2,283
영업이익률	25.2	29.0	19.3	19.1
세전계속사업이익	3,166	4,633	2,556	2,474
법인세비용	617	675	480	501
당기순이익	2,553	3,918	2,036	1,933
성장률(YoY)				
매출액	80.4	26.4	-15.8	-4.3
영업이익	318.8	45.7	-44.0	-5.6
순이익	132.1	53.5	-48.0	-5.1

주요투자지표				
	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
주당지표(USD)				
EPS	2.2	3.3	1.8	1.8
BPS	11.8	14.4	15.3	16.4
CFPS	1.0	3.8	2.6	2.5
DPS	0.5	0.6	0.8	0.9
Valuation(배)				
PER	8.1	5.2	10.4	10.6
PBR	1.5	1.2	1.2	1.2
PCR	16.7	4.6	7.2	7.7
EV/EBITDA	5.6	3.5	5.7	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.7	25.5	12.2	11.6
EBITDA이익률	30.4	32.7	24.4	24.2
부채비율	25.1	23.8	21.6	19.3
순부채비율	-5.7	-19.3	-19.8	-18.3
매출채권회전율(x)	8.3	7.5	8.0	8.8
재고자산회전율(x)	2.1	2.2	2.1	2.2

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-