

1. 주사위는 이미 던져졌다 - Intro

자타공인 글로벌 최대 패권국인 미국은 에너지 분야에 있어서 오히려 도전자에 가깝다. 에너지 패권 장악을 위해 26년, 미국이 드디어 움직이기 시작했다. 미국이 끼워맞춰야 할 마지막 퍼즐 조각은 이란이다. 하지만 이 퍼즐 조각의 강렬한 저항으로 상황은 예상치 못한 방향으로 흘러가고 있다. 이로 인해 중동과 아시아에는 새로운 에너지 규칙이 생겼다. 새 규칙 하에 가장 큰 수혜를 보는 플레이어는 동사이다.

2. 붐! 중동 & 실적 터지는 소리 - 투자포인트 ①

이란전쟁은 중동에 에너지 생산보다 운송이 중요하다는 새로운 규칙을 부여했다. 호르무즈 해협 봉쇄에 경제적으로 가장 큰 타격을 입은 이라크, 그리고 정치적으로 가장 큰 타격을 입은 사우디는 반드시 호르무즈 우회 파이프라인을 건설할 것이다. 이러한 새로운 규칙 하에서 동사는 납기 준수 능력과 수많은 레퍼런스, 그리고 다양한 제품 포트폴리오를 바탕으로 중동에서 폭발적인 매출 성장을 이뤄낼 것이다.

3. 미국의 Now & Future - 투자포인트 ②

글로벌 에너지 패권 재편의 중심에서, 동사는 미국 시장의 현재와 미래를 관통하는 역사적인 수혜 모멘텀을 마주했다. 중동의 지정학적 위기가 고착화시킬 고유가 국면은 시추 확대로 이어져 동사의 OCTG 실적으로 직결될 것이다. 나아가 아시아 에너지 공급망의 핵심이 될 알래스카 LNG 프로젝트는 동사의 경쟁 우위가 증명될 확실한 기회이다. 이제 미국 에너지 인프라 지형의 변화를 온전히 흡수할 동사에 주목할 시점이다.

4. Valuation - Historical PBR Method

Historical PBR Method를 통해 도출한 Target PBR Multiple 0.56x을 2027E BPS 513,627원에 곱해 목표주가 286,700원, 상승여력 84%, 투자 의견 BUY를 제시한다. 미국-이란 전쟁이 초래한 전례 없는 상황은 중동과 미국에서 장기적인 강관 수요를 촉발시켰고, 동사는 현 상황의 수혜를 가장 빠르게 받을 수 있다. 동사의 가치를 보수적으로 추정하더라도 동사의 업사이드는 무궁무진하다.

<추정 포괄손익계산서>

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,497,361	1,801,835	1,860,905	1,809,433	1,484,797	1,683,313	1,968,420	2,078,981
YoY(%)	30.2%	20.3%	3.3%	-2.8%	-17.9%	13.4%	16.9%	5.6%
매출원가	1,291,168	1,469,790	1,543,468	1,511,049	1,341,465	1,407,620	1,636,388	1,655,647
매출총이익	206,192	332,045	317,437	298,384	143,332	275,693	332,032	423,334
GPM(%)	13.8%	18.4%	17.1%	16.5%	9.7%	16.4%	16.9%	20.4%
판매비와관리비	74,247	116,879	85,526	95,475	93,730	93,245	103,264	108,250
영업이익(손실)	131,946	215,166	231,910	202,909	49,601	182,448	228,768	315,084
OPM(%)	8.8%	11.9%	12.5%	11.2%	3.3%	10.8%	11.6%	15.2%
금융손익	(1,324)	(7,930)	10,727	42,214	6,265	13,431	24,506	20,367
기타손익	(5,459)	3,781	186	2,041	2,803	(519)	(574)	(615)
법인세비용차감전순이익	125,163	211,017	242,823	247,164	58,669	195,360	252,700	334,835
법인세비용(수익)	33,364	51,851	53,869	109,846	28,665	47,277	61,153	81,030
당기순이익(손실)	91,395	159,294	188,834	137,062	29,999	148,083	191,546	253,805
NPM(%)	6.1%	8.8%	10.1%	7.6%	2.0%	8.8%	9.7%	12.2%

Rating

Buy

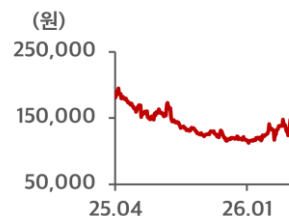
현재가: 156,400 원

목표주가: 286,700 원

상승여력: 83%

12M 주가추이

시가총액 4,436 억 원



Key Metrics

매출액	1 조 4,848 억원
NI	300 억원
BPS(27E)	513,627 원

B/S Data (1Q26)

자산 총계	1 조 8,238 억원
부채 총계	7,112 억원
자본 총계	1 조 1,125 억원

주요 주주

세아제강지주	50.11%
이순형	7.82%

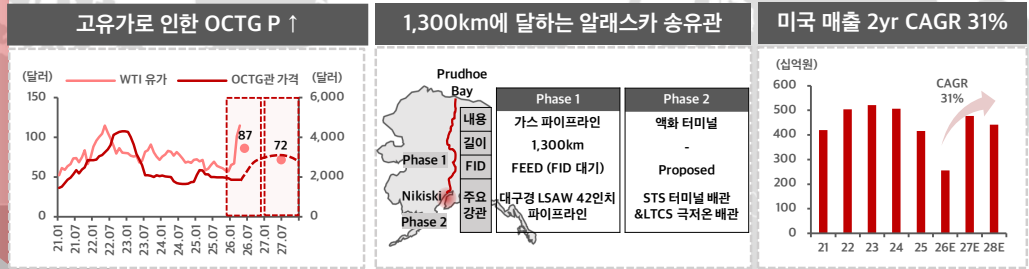
SMIC 4 팀

- 팀장 52 기 이형주
- 팀원 52 기 백주연
- 53 기 김동환
- 53 기 정일인
- 53 기 정진우

[투자 아이디어]

투자포인트 2. 미국의 Now & Future

미국의 Now: 고유가로 인한 미국 OTCG P↑, Q↑
 미국의 Future: 알래스카 LNG를 비롯한 미국 LNG 프로젝트발 송유관 수요↑

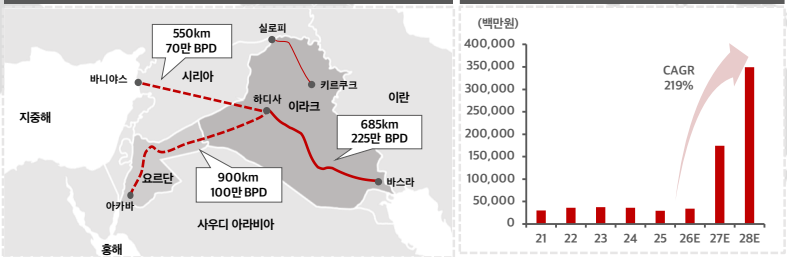


투자포인트 1. 중동 호르무즈 우회 파이프라인 건설 수요

이란전쟁으로 불가피해진 호르무즈 우회 파이프라인 건설

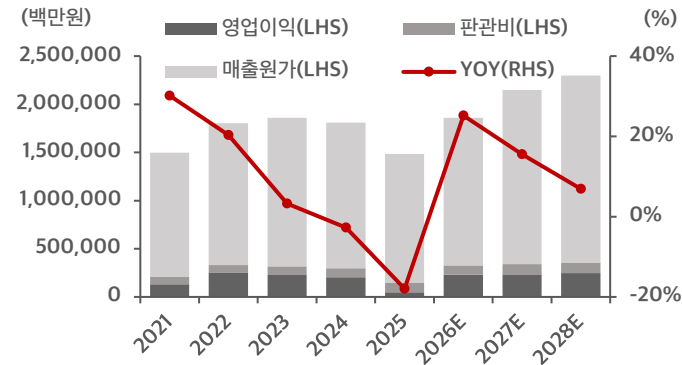
각 525, 900km에 달하는 이라크 송유관

중동 매출 2yr CAGR 219%



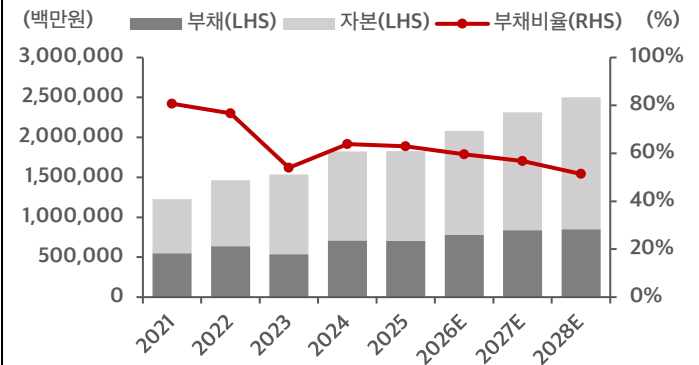
출처: SMIC 4팀

[실적] 매출원가, 판매관리비, 영업이익, 매출 YoY



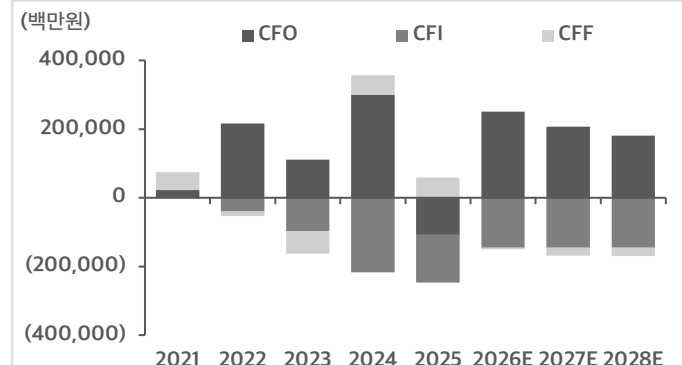
출처: SMIC 4팀

[사업부문] 자본, 부채, 부채비율



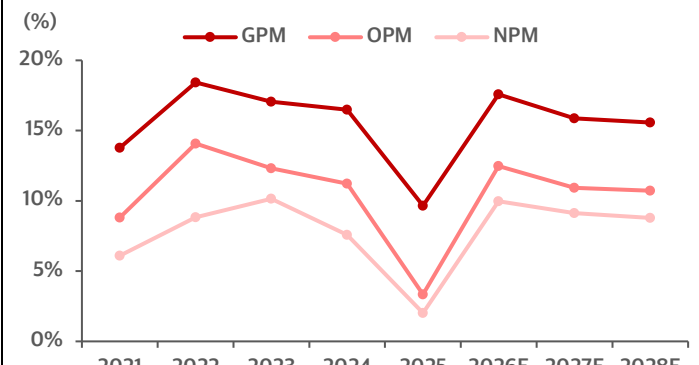
출처: SMIC 4팀

[현금흐름] CFO, CFI, CFF



출처: SMIC 4팀

[사업부문] GPM, OPM, NPM



출처: SMIC 4팀

CONTENTS

1. 주사위는 이미 던져졌다 - Intro	04
2. Say, 제강! - 산업분석	06
3. Say, 세아! - 기업분석	08
4. 붐! 중동 & 실적 터지는 소리 - 투자포인트 ①	10
5. 미국의 Now & Future - 투자포인트 ②	15
6. Issue & Risk	19
7. 매출추정	20
8. Valuation - Historical PBR Method	23
9. Appendix	27

1. 주사위는 이미 던져졌다 - Intro

미국: 에너지 수입국
→ 에너지 자립국

글로벌 최대 패권국인 미국은 에너지 분야에 있어서는 오히려 도전자에 가까운 위치에 있었다. 72년 중동의 주도로 만들어진 석유 수출국 기구인 OPEC의 감산으로 1&2차 오일 쇼크가 발생했다. 미국은 오일쇼크로 인해 인플레이션, 연료 부족, 식품 가격 상승 등 큰 타격을 입었다. **에너지는 단순한 자원이 아닌, 국가 생존을 좌우하는 무기임이 증명된 순간이었다.** 이후 미국은 에너지 자립국이 되기 위해 노력했다. 10년대 들어 셰일오일 채굴이 본격화되면서 미국의 원유 생산량이 급증했고, 미국은 18년 사우디아라비아를 제치고 세계 최대의 산유국으로 올라갔다.

생산이 아닌 가격을 지배하는 자가 패권국

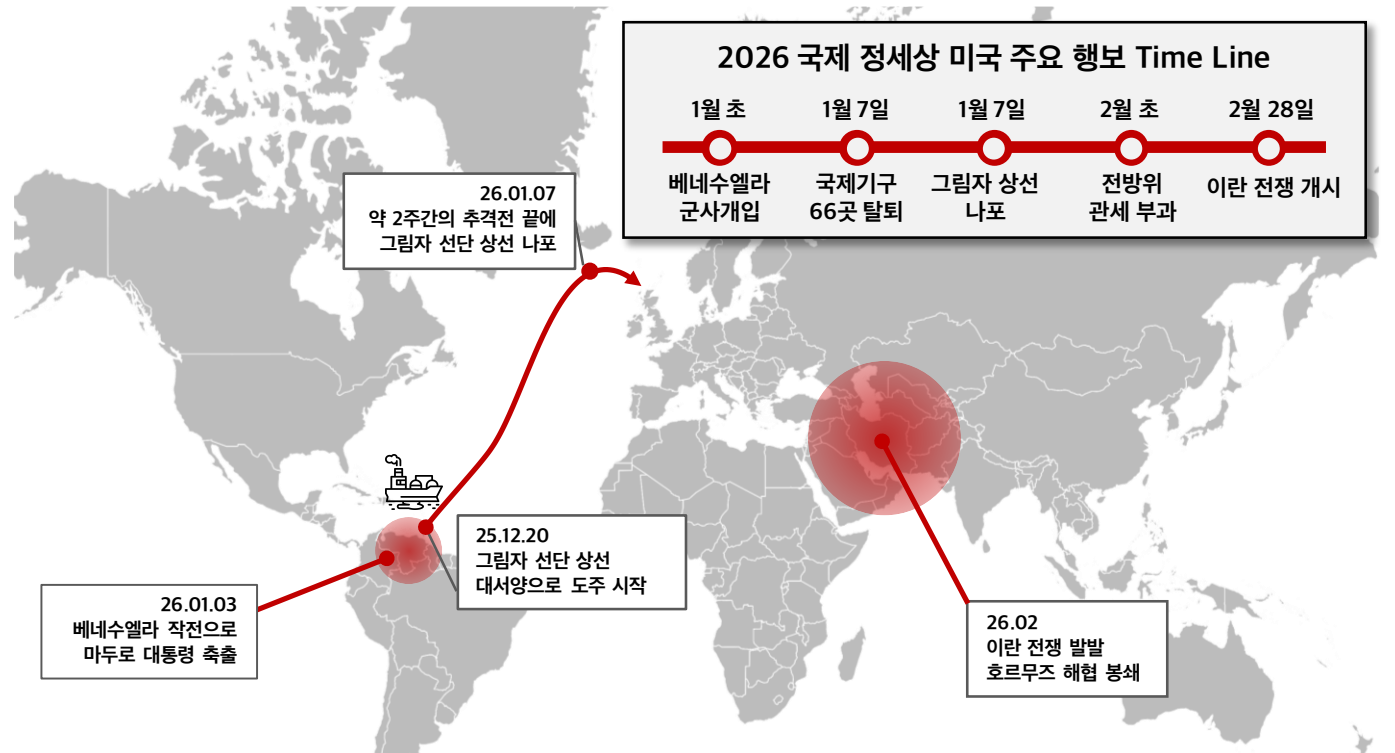
셰일혁명에도 불구하고 미국은 여전히 에너지 패권국이라 부르기 어려웠다. 세계 최대 산유국이면서 동시에 세계 최대 에너지 수입국이라는 모순 속 드러난 본질은 하나였다. **“생산이 아니라, 가격을 지배하는 자가 패권을 가진다.”** OPEC의 국제 원유 수출량은 전세계 국제 원유 거래량의 약 50%를 차지한다. 22년 갤런당 5달러를 넘긴 휘발유 가격은 바이든의 중간선거에 위협이었고, 사우디에 머리를 숙이며 증산을 요청해야 했다. “유가 통제력”은 여전히 OPEC 손에 있다는 현실이 드러난 순간이다.

에너지 패권을 위한 움직임

26년 미국이 에너지 패권을 장악하기 위해 드디어 움직이기 시작했다. 1월 7일 미국은 제재를 회피해 석유를 몰래 수출하는 유조선인 그림자 선단을 2주간 대서양 끝까지 추적해서 나포했다. 동시에, 제재를 피해 중국으로 원유를 몰래 수출하던 베네수엘라의 니콜라스 마두로 정권을 무너뜨렸다. **미국은 글로벌 원유 시장에서 통제력이 미치지 않는 공급을 하나씩 자신의 것으로 만들고 있다.** 미국은 글로벌 에너지 흐름 전체를 재편하는 플레이어로 변모하고 있다. [도표 1-1]

- ① 그림자 선단 나포
- ② 베네수엘라 침공

도표 1-1. 26년 미국 주요 행보



출처: SMIC 4팀

기존 에너지 질서
주도: OPEC
수혜: 중국

기존 에너지 질서는 **중동이 공급을 쥐고, 중국이 수혜를 가져가는 구조였다.** 중동은 OPEC을 통해 감산을 조절하며, 글로벌 에너지 공급을 통제해왔다. 한편 러시아-우크라이나 전쟁 이후 서방의 대러 제재는 또 다른 균열을 만들어냈다. 러시아산 원유는 중국에 할인된 가격으로 흘러들어갔다. 여기에 이란, 베네수엘라 제재까지 더해지며, 이를 피해 나온 원유는 중국을 향해 갔다. 중국은 이들 3개 국가로부터 전체 원유 수입의 약 33%를 조달하고 있어, 기존 에너지 질서에서 수혜를 받아왔다.

이란 침공 성공 시

① 중동에 영향

② 중국 견제

미국은 이 구조를 깨기 위해 이란 침공이라는 마지막 카드를 꺼낸다. 이란은 중동 에너지 공급망의 핵심이자, 동시에 중국 에너지 수급의 약한 고리다. 중국 원유 소비량의 13%를 공급하는 이란은 미국 입장에서 중국의 에너지 숨통을 쥐고 있는 지점이다. 이란을 장악한다는 것은 중동 전체에 대한 영향력 확보이자, 동시에 중국의 에너지 흐름을 차단하는 것과 같다. [도표 1-2]

전쟁 장기화,

에너지 쇼크

그런데 이 중동 전쟁이 미국이 예상하지 못하는 방향으로 흘러가고 있다. 미국이 예상한 것은 '단기전'이었다. 빠른 점령, 빠른 안정화, 그리고 중간선거 이전 성과 확보. 하지만 현실은 달랐다. 이란 혁명수비대의 저항은 예상보다 훨씬 거셌으며, 이란이 꺼낸 호르무즈 해협 봉쇄라는 단순하고도 치명적인 전략은 전세계적으로 극심한 에너지 쇼티지 현상, 그리고 유가 100달러 돌파라는 결과를 낳았다.

중동 새로운 규칙

생산<운반

중동에는 “에너지는 생산하는 것보다, 안전하게 운반하는 것이 더 중요하다.”라는 새로운 규칙이 생겼다. 이번 전쟁은 일시적 충격으로 해석될 수 없다. 이 사건은 중동 에너지 시스템의 전제를 바꿔 놓았다. 이전까지 중동 국가들에게 가장 중요한 질문은 “얼마나 더 많이 생산할 수 있는가”였다. 그러나 이제는 “어떻게 끊기지 않고 보낼 수 있는가.”로 질문이 바뀌었다. 이에 호르무즈 해협의 의존도가 높은 이라크를 중심으로 우회 루트 개설에 대한 논의가 나오고 있다.

아시아 새로운 규칙

안전한 공급망

아시아에는 '저렴한 비용'보다 '안정적 공급망 확보'가 우선시되는 에너지 안보의 새로운 규칙이 생겼다. 24년 기준 호르무즈 해협을 통과하는 원유와 LNG의 80% 이상이 아시아 시장으로 향한다는 점을 감안하면, 이번 전쟁은 아시아 국가들에게도 하나의 명확한 메시지를 남겼다. 더 이상 특정 지역에 과도하게 의존하는 조달 구조는 유지될 수 없다는 것이다. 아시아 국가들에게 중요한 것은 가장 싼 에너지를 들여오는 것이 아니라, 어떤 상황에서도 끊기지 않을 에너지 공급망을 확보하는 것이다. 그리고 이 새로운 기준을 충족시킬 수 있는 현실적인 대안은 미국밖에 존재하지 않는다. [도표 1-3]

전쟁의 결과가 아닌

전쟁이 만든 규칙을

보라

에너지 시장의 패러다임은 생산이 아니라 '연결'로 이동하고 있으며, 이 변화는 중동과 미국에서 동시에 나타나고 있다. 중동에서는 호르무즈 해협에 대한 의존도를 낮추기 위한 우회 송유관 및 가스관 구축이 필수 과제로 부상하고 있다. 한편, 미국은 늘어나는 에너지 수요를 감당하기 위해 생산 확대뿐만 아니라 수출을 위한 인프라 확장이 불가피한 상황에 처해있다. 결국 중동은 '다르게 연결해야 하고', 미국은 '더 많이 연결해야 하는' 상황에 놓여 있다.

위 두가지 규칙의

최대 수혜주: 동사

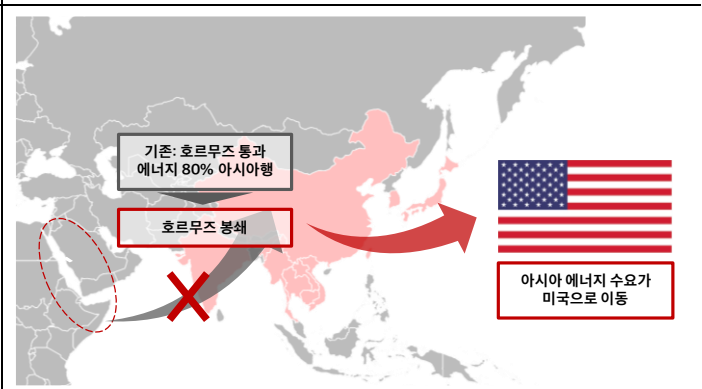
새로운 규칙의 무대가 '운송망'으로 이동하는 순간, 최대 수혜는 동사로 귀결된다. 새로운 규칙 아래에서 에너지 산업의 경쟁 기준은 근본적으로 바뀌고 있다. 더 많이 생산하는 기업이 아니라, 더 안정적으로 연결할 수 있는 기업이 시장을 지배하는 구조로 이동하고 있다. 에너지 안보 역시 누가 글로벌 에너지 흐름을 끊기지 않게 유지할 수 있는가의 문제이다. 동사는 제품 경쟁력과 글로벌 공급 체계를 동시에 갖춘 업체로서, 중동의 수출 경로 재편과 미국의 공급 확대라는 두 거대한 흐름 속에서 가장 큰 수혜를 받을 수 있는 위치에 서 있다. 이제부터 그 이유를 구체적으로 살펴보자.

도표 1-2. 24년 국가별 중국 원유 수입 비중

국가	24년 중국 원유 수입 비중
러시아	20%
사우디아라비아	14%
이란	11%
이라크	10%
오만	7%
아랍에미리트	6%
브라질	6%
앙골라	5%
미국	2%
베네수엘라	2%
기타	17%

출처: EIA, SMIC 4팀

도표 1-3. 아시아 에너지 수요의 이동

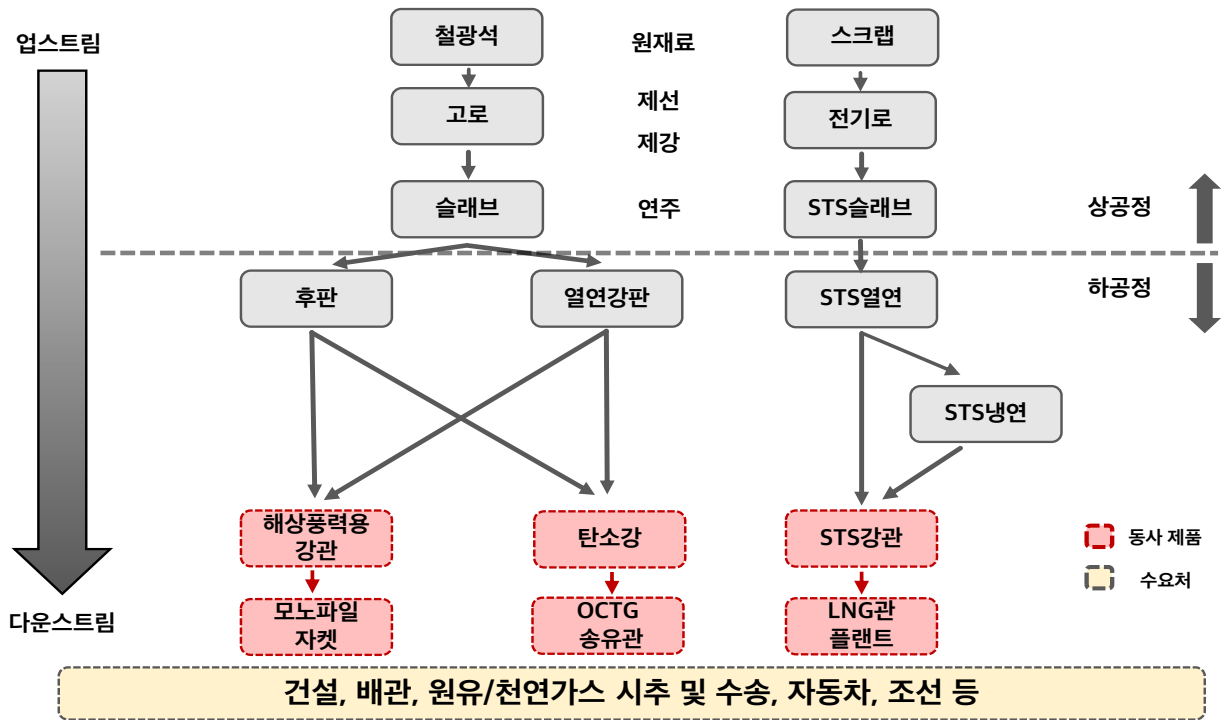


출처: SMIC 4팀

2. Say, 제강! - 산업분석

2.1. 강관, araboza

도표 2-1. 철강 및 강관 산업 밸류체인



출처: 언론종합, SMIC 4팀

강관이 뭐야?

철강 산업은 철을 함유하고 있는 철광석 및 철스크랩(고철)에 기반하여 원료탄과 함께 쇳물을 만들어 다양한 형태의 철강 제품을 제조하는 대규모 장치산업으로 생산 과정의 대부분이 연속된 공정으로 이루어져 있다. 이 중 강관(Steel Pipe) 산업은 철광석, 철스크랩, 반제품 등의 원재료를 매입, 가공하여 봉 형태를 갖추고, 내부에 빈 공간이 있는 강관을 제조, 판매하는 산업이다. [도표 2-1]

업스트림 -
원재료 조달

강관의 원재료인 HRC(열연코일)는 업스트림 제조사에 의해 원재료인 철광석, 철스크랩을 연료탄과 함께 녹이고 1차 가공 공정을 거친 후 제조된다. 이후 HRC는 하공정을 통해 다양한 전방에서 사용되는 탄소강, STS 강관 등으로 만들어진다.

미드스트림 -
강관 제조

강관은 동사와 같은 미드스트림 업체에 의해 HRC를 성형, 용접하여 만들어지며 제조방식 및 형태에 따라 용접 강관, 무계목 강관(Seamless Pipe)으로 구분된다. 그 중 용접 강관은 강관을 구부린 후 접합부를 용접하여 제조되는데, 용접 방식 및 제품군에 따라 다시 ERW 강관, SAW 강관으로 나뉜다. ERW 방식은 중소구경 강관(1~7인치), SAW 방식은 대구경 강관(16인치 이상)을 만드는데 주로 사용된다.

전방은 누구인가

강관제품은 건설, 배관, 원유/천연가스 시추 및 수송관, 자동차, 조선 등 다양한 전방산업으로 공급된다. 수요처는 각자의 운영 환경에 따라 요구하는 제품 사양이 상이하다. 고압, 고온, 부식성 환경에 노출되는 시추 현장은 고사양 OCTG를 요구하는 반면, 건설, 배관 수요처는 상대적으로 낮은 규격의 범용 제품으로도 수요를 충족할 수 있다. 이처럼 수요처별 사양 요건의 차이는 강관 제조사 입장에서 납품 품목마다의 수익성 격차로 귀결된다.

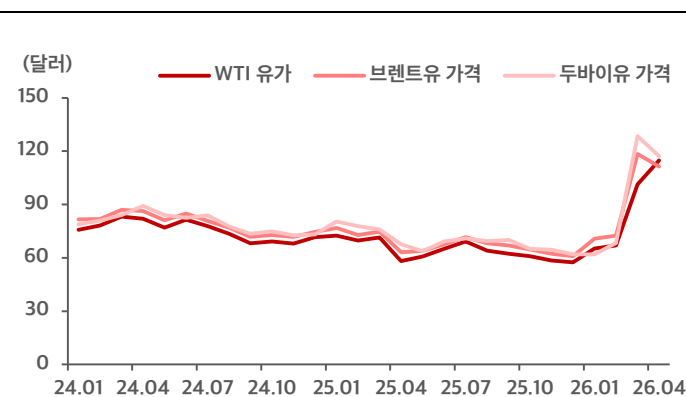
P-C 스프레드의 중요성

강관 산업에서의 P-C 스프레드는 기업의 마진을 결정하는 주요 변수이다. P-C 스프레드는 제품가와 주요 원재료비인 HRC 가격의 차로, 강관업체의 손익은 원재료 가격 변동을 제품 판매가격에 얼마나 신속하고 충분하게 전가할 수 있는가에 의해 결정된다. 이에 전방 산업의 경기가 부진한 경우, 강관업체가 원가 상승분을 판가에 전가하지 못해 마진이 감소할 수 있다.

2.2. 에너지향 강관, araboza

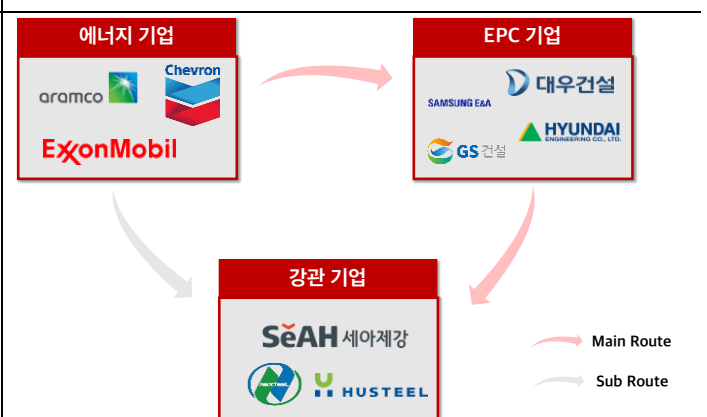
강관산업 시장 전망	글로벌 에너지 강관 시장은 23년 약 245억 달러 규모에서 32년 약 407억 달러까지 연평균 5.7%의 성장률(CAGR)로 성장할 것으로 전망된다. 이는 글로벌 철강 파이프 시장 전체 CAGR 전망치인 1.4%를 크게 상회하는 수준으로, 에너지 강관이 강관 시장 내 성장 동력으로 부각되고 있는 제품군임을 시사한다. 특히 중동 및 북미 지역의 에너지 인프라 투자 확대와 파이프라인 프로젝트 증가가 수요 성장을 견인할 것으로 판단된다.
가장 염증한 건 에너지향	많은 강관 수요가 에너지향이기에 때문에 강관 산업의 업황은 석유, 가스 산업 경기에 매우 민감하게 반응한다는 특징이 있다. 이에 국제유가, 천연가스 가격이 높으면 에너지 업체들의 투자가 증가하여 시추 활동이 많아지기에 강관 수요가 증가하고, 반대로 에너지 가격이 낮으면 강관 수요가 감소한다. 22년 러우전 이후 60달러 대를 유지하던 유가는 이란전쟁 이후 에너지 수급 불안정성 때문에 WTI유 5월물 선물 기준으로 90달러 이상을 유지하고 있다. [도표2-2]
유정관이란?	에너지향 강관은 유정관과 송유관으로 나뉜다. 유정관은 원유와 가스를 시추하는 리그(rig)에서 사용되며, 하나의 유정을 뚫을 때 케이싱, 튜빙, 드릴파이프 등 다양한 구경의 유정관이 겹구조로 삽입되어 원유와 가스의 생산 통로 역할을 수행한다. 따라서 유정관 수요는 에너지 업체들의 시추 활동을 나타내는 리그 카운트(Rig Count)에 직접 연동되며, 시추량 확대 시 대구경부터 소구경까지 전 규격에 걸쳐 동시다발적으로 수요가 발생한다.
그럼 송유관이란?	송유관은 유정 및 가스전에서 시추한 에너지를 플랜트 및 사용처로 운반하는 과정에서 사용되는 강관으로, 수송하는 물질에 따라 원재료가 다르다. 원유를 운송하는 송유관, PNG 가스파이프는 탄소강관으로 만들어지고, LNG 액화플랜트 내에서 사용되는 액화 천연가스 운송용 파이프는 영하 162도의 극저온 상태의 가스를 운송할 때 쓰이는 것이기 때문에 STS강관으로 만들어진다. 이처럼 에너지용 강관은 타 수요처 대비 고성능의 강관을 필요로 제품별 마진이 높다.
강관산업 수요처 및 발주 구조	에너지 강관 업체는 현대엔지니어링, 삼성E&A, GS건설, 대우건설과 같은 EPC사를 주요 고객으로 가진다. 사우디의 아람코, 미국의 엑스모빌, 셰브론 등 에너지 기업들이 LNG 또는 원유 시추를 위한 플랜트나 시설을 증설하게 되면 EPC사들이 해당 발주를 받아 플랜트 증설을 맡는 것이다. 중동 송유관 프로젝트, 미국 LNG/원유 시추 사업 등 대형 프로젝트들은 글로벌 EPC사들이 수주한 후 강관 기업에게 제품을 발주하는 구조로 계약이 이루어진다. 강관 기업들은 하나의 에너지 프로젝트에서 서로 다른 EPC사로부터 수주를 분할로 받는 경우도 존재한다. [도표 2-3]

도표 2-2. 유가 추이



출처: DART, Kallanish, SMIC 4팀

도표 2-3. 강관산업 발주 구조



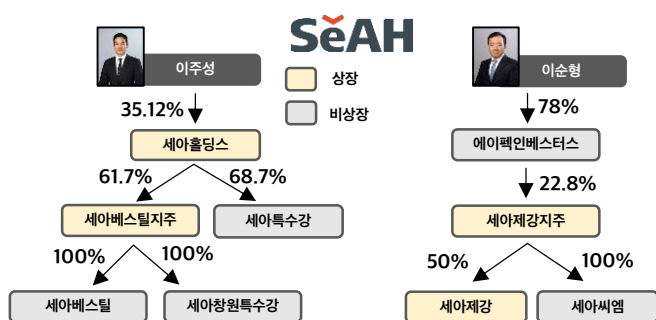
출처: 언론종합, SMIC 4팀

3. Say, 세아! - 기업분석

3.1. 기업 개요

기업 연혁	동사는 60년 '부산철관공업'에서 시작하여 96년 사명을 '세아제강'으로 변경하면서 서울공장 생산설비를 창원으로 이전하였다. 또한 동사는 원유/천연가스 수송에 사용되는 API강관을 국내 최초로 개발해 에너지용 강관 분야 기술 경쟁력을 보유하고 있다. 18년 투자부문을 담당하는 존속회사 세아제강지주와 제조사업을 맡는 신설회사 세아제강으로 인적분할하여 현재의 동사가 탄생하였으며 동년 10월 코스피 시장에 재상장하였다.
동사 지배구조	동사는 최대주주는 세아제강지주로, 50%의 지분율을 보유하고 있다. 강관사업을 주로 영위하고 있는 세아그룹은 일반 강관 분야에 강점을 가지는 세아제강지주 계열과 특수강관 분야에 강점을 지니는 세아홀딩스 계열로 구분된다. 동사는 이중 세아제강지주 산하의 강관 기업이다. [도표3-1]
영위하는 사업	동사의 주력 제품 포트폴리오는 탄소 용접 강관, 스테인리스 용접 강관, 해상풍력용 강관으로, 무계목강관을 제외한 모든 용접 강관에 대해 대응이 가능한 유일한 국내 회사이다. 주요 경쟁사인 휴스틸, 넥스틸은 OCTG 중심의 탄소 강관에 특화되어 있으며, 스테인리스 및 해상풍력용 강관에 대해서는 생산 능력이 제한적이다. 이에 따라 동사는 단일 제품 수요 사이클에 대한 노출을 분산시키는 동시에 에너지, 신재생에너지 등의 다양한 수요처를 확보할 구조를 구축하였다.
생산능력 국내 1위	동사는 국내 주요 강관 제조사 중 생산능력으로 1위이다. 주요 경쟁사인 넥스틸, 휴스틸, 하이스틸과 생산능력을 비교해보았을 때 생산능력은 넥스틸이 근소 우위에 있다. 하지만 동사는 오로지 국내 생산능력만을 반영하는 반면, 넥스틸은 미국 휴스턴 공장 생산능력까지 모두 반영된 수치이다. 따라서, 국내 생산 능력만을 기준으로 비교한다면 동사는 압도적인 1위이며, 보유하고 있는 제품 포트폴리오 또한 다양하다는 강점도 가지고 있다. [도표3-2]
높은 수출 마진율	동사의 매출은 내수와 수출로 구분되는데, 수출에 해당하는 매출이 압도적으로 마진이 좋다. 동사 IR에 따르면 국내 영업이익률이 약 5% 수준인 반면 수출 영업이익률은 약 7~9% 정도이고 특히 미국향 LNG 파이프라인 영업이익률은 10%까지 확장된다. 이는 내수 매출은 주로 저부가가치인 건설용인 반면 해외 수출 품목은 일반 범용 강관이 아닌 고부가가치 제품이기 때문이다. 그러므로 중동 에너지 개발 프로젝트, 미국 LNG 인프라 확충, 글로벌 해양 파이프라인 수주 등 대형 프로젝트가 예정되어 있는 지금, 동사의 실적 퀀텀점프는 예정된 수순이다.

도표 3-1. 동사 지배구조



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

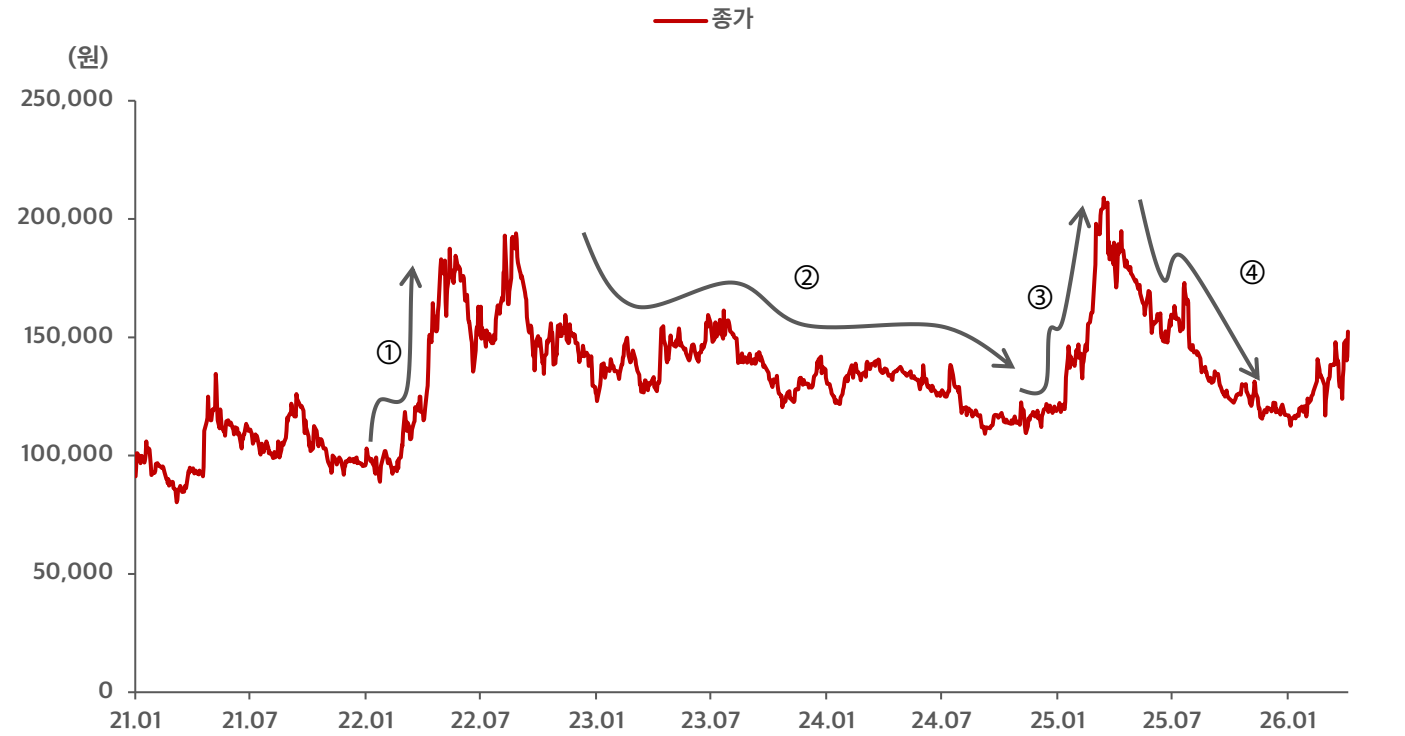
도표 3-2. 국내 주요 강관사 생산능력



출처: DART, SMIC 4팀

3.2. 주가 분석

도표 3-3. 동사 주가 추이



출처: KRX Data Market, SMIC 4팀

- ① 러우전쟁 그리고 유가 폭등
22년 2월, 러시아의 우크라이나 침공으로 인해 유가가 폭등했다. 국제 유가가 14년 이후 8년만에 100달러를 넘어섰고 이는 유가 상승 → 미국 E&P(시추) 투자 확대 → OCTG 수요 급증의 연쇄 사이클로 인해 동사는 수혜를 보게 되었다. 당시 강관업계는 러우전쟁으로 발발한 에너지 대란의 직접적인 수혜 업종으로 시장의 주목을 받았다. 강관 수출용 ASP가 톤당 약 35% 급등했고 총 수출액은 전년 대비 53.5% 폭증하며 실적을 견인하였다.
- ② OCTG 사이클 종료 건설 경기 위축
22년 7월을 기점으로 유가가 약 120달러 수준에서 급격히 하락하기 시작했다. 유가가 급격히 꺾이면서 시장은 OCTG 슈퍼사이클의 끝을 인식하기 시작하였고 실적 피크아웃 우려로 주가가 이에 반응했다. 23년 에너지 시추 수요 둔화에 더불어 국내 건설수주는 전년 대비 17.4% 감소했고 민간 건설수주는 30% 가까이 위축되었다. 당시 동사 매출의 절반 수준이 국내 건설용 강관이었고 두 악재가 겹친 결과 동사의 실적에도 영향을 주게 되었다.
- ③ 트럼프 2기
25년 1월, 도널드 트럼프 대통령이 취임하면서 "Drill, Baby, Drill"을 강조했다. 미국 내 화석연료 생산 확대 기대감이 강관주에 반영되었고 약 1,300km에 달하는 파이프라인을 구축하는 알래스카 LNG 프로젝트에 동사가 참여할 가능성이 높다는 소식도 더해졌다. 이에 따른 기대감과 더불어 트럼프 1기 정부부터 지속되었던 철강 수입 쿼터제가 폐지된다는 소식과 동사의 수출 확대 기대감까지 더해지며 동사는 시장의 주목을 받으며 주가를 끌어올리게 되었다.
- ④ 기대감은 실망감으로
하지만 기대감을 모았던 알래스카 LNG 프로젝트가 협의단계에서 진전되지 않으며 현실화 가능성이 낮아지자 기대감은 실망감으로 전환되었다. 여기에 25년 5월, 25%였던 철강 관세가 6월부터 50%로 상승한다는 소식까지 전해지며 동사의 실적에 대한 우려가 주가에 반영되었다. 관세는 수출 증가로 헛지 가능한 문제라는 의견도 제시되었지만 실적은 악화되었다.
- ⑤ 우회 송유관 기대감
26년 4월, 미국-이란 전쟁으로 인해 호르무즈 해협 우회 송유관에 대한 필요성이 부각되었고 중동 각국이 협의를 본격화한다는 소식이 전해지며 다시 한 번 주가를 끌어올리고 있다.

4. 붐! 중동 & 실적 터지는 소리 - 투자포인트 ①

이란전쟁을 기점으로 폭발적으로 증가할 중동발 송유관 수요에 주목한다. 중동 매출은 25년 기준 전사 매출의 2%에 불과했지만, 28E에는 13%까지 확대되며, 매출 성장의 주요 축이 될 것이다. 호르무즈 봉쇄라는 카드는 중동 내 에너지 패권의 지각을 변동시켰으며, 수출로 다변화를 위한 대규모 프로젝트가 동시다발적으로 시작될 수밖에 없다. 본서는 중동발 대형 프로젝트들이 이해관계에 따라 필연적으로 건설될 것이며, 수혜는 온전히 동사에게 귀결됨을 강력히 주장한다.

4.1. 미국-이란 싸움에 중동 등 터졌다.

미국 에너지 패권 경쟁의 희생자 중동

미국 에너지 패권 전략의 가장 큰 희생자는 중동이다. 미국이 에너지 패권 전략의 일환으로 감행한 이란 침공은 호르무즈 해협 봉쇄라는 초유의 사태를 야기했고, 수출로가 막힌 중동 국가들은 감산을 결정할 수 밖에 없었다. 12개 OPEC 회원국 생산량 데이터에 따르면, 26년 3월 원유 생산량은 전월 대비 하루 730만 배럴 감소한 2,157만 배럴을 기록했다. 이 뿐만 아니라 중동에서 약 40개 주요 에너지 인프라가 손상되었으며, 해협이 재개방된다고 하더라도 복구에 수개월이 소요될 수 밖에 없기에 이번 공급 차질은 단기 이벤트가 아닌 중장기 영향을 가질 수 밖에 없다. [도표 4-1]

호르무즈 봉쇄 의의
① 단순한 패 → 미래에 반드시 재발

이란에게 호르무즈 해협 봉쇄는 언제든 다시 사용할 수 있는 전략적 패이다. 이란은 호르무즈 해협을 봉쇄함으로써 국제 원유 물동량의 20%와 LNG 물동량의 30%를 묶어두며, 글로벌 경제를 압박했다. 이란은 이번 전쟁을 통해 호르무즈 해협의 전략적 이점을 입증해버렸고, 결과적으로 세계 경제를 인질로 잡았다. 지정학적 리스크가 상존하는 중동 지역에서 호르무즈 해협 봉쇄는 반복될 수밖에 없다.

호르무즈 봉쇄 의의
② 우회 인프라 격차

호르무즈 해협 봉쇄는 걸프 산유국들에 우회 수출 인프라 확보의 전략적 중요성을 각인시켰다. 사우디는 과거 이란-이라크 전쟁에 대비해 East-West Pipeline을 구축, 운영해온 덕분에 해협 봉쇄에도 수출 차질을 최소화할 수 있었다. 반면, 호르무즈 해협을 대체할 파이프라인이 부재했던 이라크 등 일부 걸프 국가들은 큰 폭의 감산을 했다. 사우디의 일일 생산량은 1,040만 배럴에서 약 190만 배럴 감소에 그친 반면, 이라크는 437만 배럴에서 155만 배럴까지 축소되었다. 이는 우회 수출 인프라 보유 여부가 지정학적 리스크 대응력과 생산 유지 능력을 좌우하는 핵심 변수임을 보여준다. [도표 4-2]

중동은 영원한 적도 친구도 없다

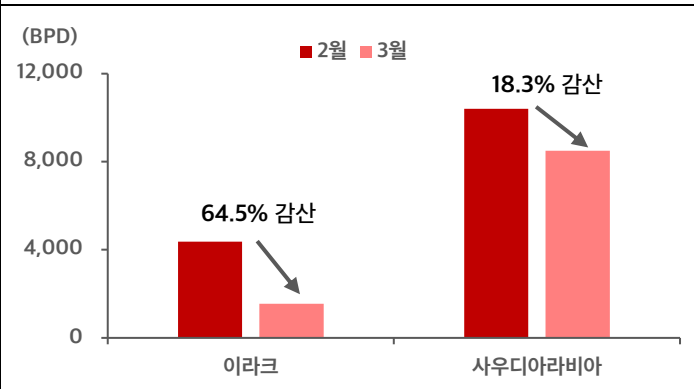
중동의 지정학적 긴장도를 고려할 때, 특정 에너지 공급망에 대한 의존도를 낮추려고 할 수밖에 없다. 중동 국가들은 종교, 정권 및 경제적 이해관계 등에 따라 국가간의 이해관계가 재편되는 지역이기에 호르무즈 해협 봉쇄를 경험한 이상, 새로운 공급 루트를 개척할 수밖에 없다. 중동 국가 간의 이해관계 변화는 사우디와 이라크의 사례에서도 드러난다. 사우디는 이란-이라크 전쟁 (80-88년) 때에는 이라크를 지지했지만, 걸프전 (90-91년)에서는 적대관계로 돌아섰고, 15-17년대에 들어서며 다시 협력관계로 전환하였다. 영원한 친구도, 적도 없기에 수출로 다변화에 대한 니즈가 상존할 수밖에 없다.

도표 4-1. 국가별 파괴된 에너지 시설(4/10)

국가	시설
쿠웨이트	Shuwaikh 석유부/KPC 본부 단지
쿠웨이트	연료저장시설
쿠웨이트	KNPC/PIC 정유시설
UAE	ADNOC Hashan 가스처리
UAE	Habshan 가스처리시설
UAE	Shah 가스전
카타르	Ras Laffan LNG (S4/S6)
카타르	Pearl GTL (Shell)
바레인	Gulf Petrochemical Industries
이라크	Majnoon 유전
오만	Mina Al Fahal 원유수출터미널
예멘	Ras Isa 원유/연료터미널
레바논	북동부 연료저장시설

출처: Global Market Insight, SMIC 4팀

도표 4-2. 전쟁 이후 사우디&이란 감산 추이



출처: EIA, SMIC 4팀

4.2. 대규모 프로젝트 '아랍'보자

호르무즈 해협 봉쇄
최대 피해자: 이라크

이라크는 호르무즈 해협 봉쇄의 최대 피해국 중 하나로, 우회 파이프라인 증설에 가장 적극적일 수밖에 없다. 이라크는 25년 국가 예산의 88%를 원유 수출에 의존하며, 수출하는 원유의 97%가 호르무즈 해협을 통해서 수출된다. 이라크는 호르무즈 해협에 대한 의존도를 낮추기 위해 50년대 초 시리아를 통해 지중해로 가는 파이프라인과 85년 경 IPSA(사우디 경유 홍해 파이프라인)를 건설하여 사용하였으나, 각 파이프라인은 이라크 전쟁과 걸프전 중 손상되어 현재는 가동되고 있지 않다. [도표 4-3]

이란도 미국도 믿을 수 없다

이라크에게 호르무즈 해협 의존은 더 이상 안정적인 수출 경로가 아니며, 수출 다변화는 필수적인 생존 전략이다. 4월 4일 이란은 이라크의 선박들의 호르무즈 해협 통과를 허가했다고 하지만, 이는 아직 구두보장이라는 점에서 완전한 위험의 해소라고 보기 어렵다. 중동 국가들의 이해관계는 시시각각 변화해왔기에 호르무즈 해협의 통제권을 놓고 이란과 미국이 줄다리기를 하고 있는 상황 속에서 **이라크에게 호르무즈 우회 수송관은 더 이상 선택의 문제가 아닌 생존의 문제다.**

호르무즈 봉쇄 →
다변화 가속 트리거

호르무즈 해협 봉쇄 이전부터 논의되어 온 수출 경로 다변화 전략은 전쟁을 계기로 정책적 우선순위가 한층 강화되며 추진 속도가 가속화될 것이 분명하다. 이라크의 호르무즈 우회 파이프라인 필요성은 전쟁 전에도 지속적으로 제기되어 왔고 24년 12월, 바스라-하디사 연결 파이프라인이 내각 승인을 획득하며 사업이 본격적인 추진 국면에 진입했다. 전쟁 발발 이후에는 정책 대응이 더욱 속도를 내고 있다. 4월 9일 이라크 정부는 기존 입찰 절차를 생략하고 관심 기업을 직접 초청하는 방식으로 사업 구조를 전환했으며, 이는 조기 착공 및 일정 단축을 위한 적극적 행보로 해석된다. [도표 4-4]

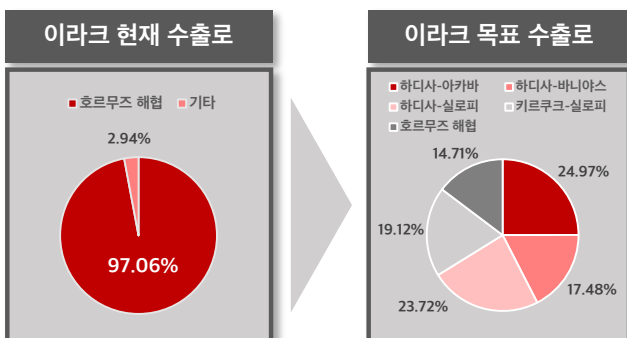
연안 국가들:
이라크 너만 오면 고

바스라-하디사 파이프라인이 우회 수출로로서 기능하기 위해서는 연안 국가와의 파이프라인 연결이 필수적이다. 연안 국가들은 이라크의 파이프라인 건설을 통해 막대한 통행세를 걷을 수 있기에 이라크 파이프라인 사업을 유치하기 위해 꾸준히 노력해왔다. 과거 70년대에는 시리아를 경유하는 이라크 원유 파이프라인이 시리아 정부 예산 수입의 약 14%를 차지할 정도로 핵심적인 수입원이었다. 내전 이후 자금 및 에너지 부족을 겪고 있는 시리아뿐만 아니라 요르단도 파이프라인 유치에 매우 적극적이다. 요르단은 에너지 수요의 97%를 의존하는 국가로, 에너지가 통과하는 허브로서의 가치를 키우고자 하기 때문이다.

대규모 프로젝트 ①
하디사-아카바

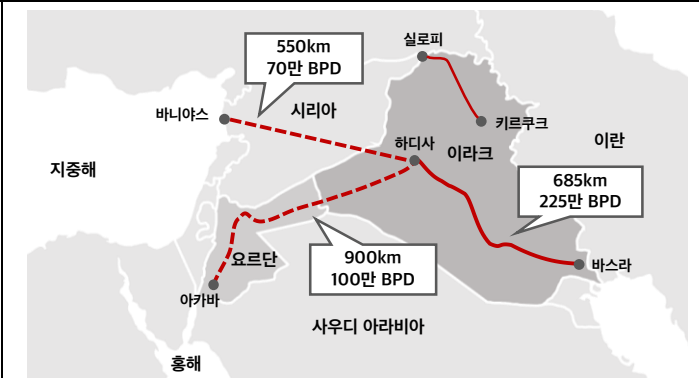
하디사-아카바 프로젝트는 큰 규모로 근시일 내에 집행될 것이다. 이 프로젝트는 하디사에서 아카바까지 약 900km, 일일 100만 배럴 용량으로 계획되어 있다. 이 길이는 과거 사우디에서 존재했던 1200km East-West Pipeline을 건설한 대규모 프로젝트에 비견되는 규모다. 이에 들어갈 예산은 26년 3월 Heritage Funds LPF가 이라크 원유 지분을 대가로 수십억 달러를 투자하겠다고 제안했다. 파이프라인 건설의 가장 큰 난관인 예산 문제가 해결된 만큼, 근시일 내 착공이 예상된다.

도표 4-3. 이라크 현재&향후 원유 수출로



출처: Atlantic Council, SMIC 4팀

도표 4-4. 이라크 송유관 계획도



출처: 언론종합, SMIC 4팀

대규모 프로젝트 ②
하디사-바니아스

하디사-바니아스 라인은 사우디 자금을 바탕으로 진행되며 이라크와 지중해를 연결하는 45억 달러 규모의 초대형 프로젝트가 될 것이다. 25년 6월 이란-이스라엘 분쟁으로 인해 시리아 수출 파이프라인 복원 논의가 급물살을 탔고, 이라크 석유부 장관은 26년 2월 관련 당국에 신속한 연구와 권고안 제출을 지시했다. 현재 하디사에서 바니아스까지 약 500~550km 신규 라인을 건설하는 안이 검토되고 있으며 25년 11월 시리아 석유회사 CEO가 사우디 소재 개발은행들의 관심을 언급한 점은 이 구상이 실제 사업화 가능성을 모색하는 단계로 이동하고 있음을 보여준다.

필연적인 이유
① 수에즈 운하 통과 비용 다

이라크는 경제적 이유 때문에 두 가지 파이프라인을 모두 건설할 수밖에 없다. 한 곳만 건설할 경우 유럽과 아시아 시장으로 원유를 수출할 때 수에즈 운하 통행료와 항해 연료비를 고려할 시 비용은 각각 건설비용의 62%와 170%가 나온다. 이라크 정부는 공식 원유 판매 가격을 낮춰, 이 비용을 간접적으로 부담한다. 이 추정엔 수에즈 통행료가 인상되지 않는다는 가정이며, 매년 통행료를 약 5~15%를 인상해 두 파이프라인의 건설은 필연적이다. [도표 4-5]

필연적인 이유
② 파이프라인의 송유 용량 극대화

또한, 두 파이프라인 중 한쪽만 건설하면 바스라-하디사 파이프라인 송유 용량의 절반만 활용하게 된다. 요르단 루트(100만 bpd)와 시리아 루트(70만 bpd)는 하디사에서 분기하여 간선을 공유하며, 두 루트를 합쳐도 간선의 송유량(225만 bpd)를 넘지 않는다. 간선의 송유량을 전부 활용하기 위해 두 라인의 건설은 필수적이다. 또한 요르단 루트는 홍해를 통해 아시아 시장을, 시리아 루트는 지중해를 통해 유럽 시장을 커버하므로 수요처도 겹치지 않는다.

대규모 프로젝트 ③
사우디 송유관 확장

사우디는 에너지 패권을 유지하기 위해 이란에게 호르무즈 해협이라는 목줄을 내어주지 않을 것이다. 이란이 호르무즈 해협 통행료를 징수하게 되면, OPEC의 석유 수출에 대한 실질적 거부권을 갖게 되는 셈이다. 이는 사우디가 OPEC+ 내에서 유지해온 생산량 조절 주도권을 근본적으로 무력화시킨다. 따라서 사우디는 홍해를 통한 우회 수출로를 확대하는 쪽을 선택할 것이다.

경제적인 관점에서도
이득

경제적인 관점에서 봤을 때도, 사우디는 송유관을 확장할 유인이 있다. 강관의 수명인 50년 동안 1달만 호르무즈 해협이 봉쇄되어도 송유관 확장은 충분히 경제적인 선택이다. 사우디의 송유관 증설 비용 약 50억 달러, 하루에 소모되는 유지비용 40만 달러와 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 감산에서 발생하는 피해액 규모를 비교했을 때, 향후 50년 동안 호르무즈 해협이 단 1달만 봉쇄되어도 사우디는 증설 비용 이상의 이익을 얻을 수 있다. [도표 4-6]

사우디 특징:
공격을 받음 → 증설

동서 파이프라인이 공격받은 지금, 사우디는 동서 파이프라인을 증설할 것이다. 사우디는 걸프전 이후인 92년 수송 능력을 500만 bpd까지 늘렸고, 19년 후티 반군의 드론 공격을 계기로 최대 가동 능력을 700만 bpd로 끌어올렸다. 그리고 26년 4월 8일, 사우디의 동서 석유 파이프라인이 다시 한번 드론 공격을 받았다. 이는 사우디가 기존 우회 수출 인프라의 방어력과 수송 여력을 재점검할 수밖에 없는 계기이며, 결국 파이프라인을 추가 증설할 것이다.

도표 4-5. 수에즈 운하 통과 비용

루트 기본 가정	① 바니아스만 건설	② 아카바만 건설	③ 양측 건설
루트 용량 (배럴/일)	700,000	1,000,000	-
수에즈 경우 비중	70%	30%	-
수에즈 경우 물량 (배럴/일)	490,000	300,000	-
VLCC 연간 운항 횟수			
VLCC 1회 적재량 (배럴)	1,500,000	1,500,000	-
VLCC 연간 방문 횟수	119.2	73.0	-
수에즈 운하 통행료			
수에즈 1회당 통행료 (\$)	\$1,000,000	\$1,000,000	-
수에즈 통행료 합계 (\$/년)	\$119,233,333	\$73,000,000	-
추가 항해 연료비			
수에즈 경우 추가 항해일 (왕복)	8	8	-
VLCC 1일 연료비 (\$)	\$35,000	\$35,000	-
추가 항해 연료비 (\$/년)	\$33,385,333	\$20,440,000	-
연간 수에즈 추가비용 합계			
연간 수에즈 추가비용 합계 (\$/년)	\$152,618,667	\$93,440,000	-
50년 누적비용 vs 파이프라인 건설비			
강관 수명 (년)	50	50	-
50년 누적 수에즈 추가비용 (\$)	\$7,630,933,333	\$4,672,000,000	\$12,302,933,333
파이프라인 건설비용 (\$)	\$4,500,000,000	\$7,500,000,000	\$12,000,000,000
파이프라인 건설 대비 수에즈 비용 배수	1.70x	0.62x	1.03x

출처: SMIC 4팀

도표 4-6 사우디 송유관 증설 편익 계산

호르무즈 봉쇄 시 하루 손실액	
유가 (\$/배럴)	\$100
사우디 원유 생산원가 (\$/배럴)	\$15
배럴당 순이익	\$85
봉쇄로 인한 감산량 (배럴/일)	2,000,000
→ 호르무즈 1일 봉쇄 시 손실액	\$170,000,000
파이프라인 1일 유지비	
파이프라인 건설비용	\$5,000,000,000
연간 유지비용	3%
연간 유지비	\$150,000,000
→ 파이프라인 1일당 유지비	\$410,959
파이프라인이 있을 때, 봉쇄 1일당 비용	
봉쇄 1일 손실 (파이프라인 없을 때)	\$170,000,000
파이프라인 1일 유지비 (차감)	\$410,959
→ 파이프라인이 절약해주는 1일 금액	\$169,589,041.10
순익분기점 (BEP)	
파이프라인 건설비용	\$5,000,000,000
1일당 순질감액	\$169,589,041
→ 순익분기 봉쇄일수	29.5
강관 수명	50년

출처: SMIC 4팀

4.3. Why 세아제강?

고래 싸움에 강관
배 빨리 터진다.

강관은 전무후무한 대규모 프로젝트들을 목전에 앞둔 지금 가장 먼저 수혜를 보는 산업이다. EPC가 대규모 프로젝트에 대한 입찰 신청서를 발주처에게 낼 때, 어떤 강관 기업으로부터 공급을 받을지를 입찰 신청서에 작성하여 제출한다. 이후 EPC가 선정이 되어 강관업체가 수주를 받은 다음, 바로 납품을 시작하기 때문에 수주와 매출 사이의 리드 타임이 매우 짧다. 이에 따라 프로젝트 발주 초기부터 실적이 빠르게 반영되며, 타 산업 대비 선제적인 수혜가 가능하다.

EPC 배는 진짜 터질
수도...

EPC 건설사는 강관 기업 대비 중동 정세에 따른 리스크 노출이 훨씬 크다. EPC 사업은 프로젝트 수행 과정에서 국가 규제, 지정학적 리스크, 전쟁 등 외부 변수에 직접적으로 영향을 받으며, 이는 공사 지연과 비용 증가로 이어져 수익성 훼손 또는 손실 발생 가능성을 내포한다. 반면 강관 기업은 제품을 납품하는 시점에서 대부분의 리스크가 종료되는 구조이기 때문에, EPC 기업 대비 정치·전쟁 리스크에 대한 노출이 제한적이다. [도표 4-7]

강관업체 선정 기준
납기>가격

중동 에너지 프로젝트에서 강관업체 선정 시 가장 중요한 것은 납기이다. 중동 플랜트 건설에서는 Turn-key 방식이 일반적이기 때문에 EPC는 납기 지연에 매우 민감하다. Turn-key 방식은 EPC가 설계부터 시공, 기계 설치, 시운전까지 일괄 책임지고 완성하여 발주자에게 열쇠(key)만 넘겨주면 바로 가동 가능한 상태로 인도하는 계약 방식이다. EPC는 프로젝트 진행에 무한 책임을 지며, 프로젝트 기한을 맞추지 못하는 경우 막대한 위약금을 부담해야하기에 강관업체 선정에서도 단순 가격보다 납기 준수 능력이 핵심 평가 요소가 된다.

한국 강관은 안정성
덕분에 반드시 참가

한국 기업은 공급 안정성과 납기 대응을 바탕으로 중동 대형 프로젝트에서 핵심 공급자로 자리 잡고 있다. 국내 주요 EPC사 전문가 인터뷰에 따르면, 강관업체 선정 시 납기를 중심으로 최종 선정이 이루어진다. EPC 프로젝트 실패 원인의 32%가 공급망 지연에서 발생하기 때문에 특정 국가나 단일 공급사에 대한 의존을 철저히 회피한다. 이러한 환경에서 납기 대응을 철저히 지키는 한국 강관 기업은 안정성 측면에서 우선적으로 고려된다. [도표 4-8]

동사의 강점
① 가성비

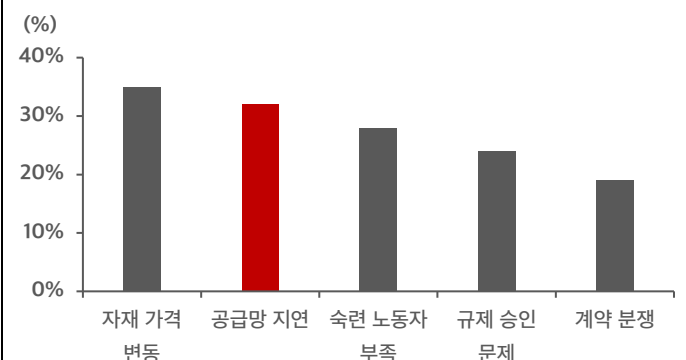
동사는 가격과 품질 두마리 토끼를 잡는다는 점에서 EPC사의 러브콜을 다수 받는다. 동사의 송유관(Welded Pipe)는 유럽의 전통 강자인 Erndtebrücker Eisenwerk GmbH, Eisenbau Krämer GmbH에 준하는 품질을 제공하며 가격적 우위까지 제공한다. 또한, 중국 강관 업체들은 동사의 제품 대비 품질이 열위에 있다는 업계 전문가들의 평가를 종합해볼 때, 중동 에너지 인프라 투자업체들에게 동사는 타 강관업체 대비 가장 매력적인 선택지가 될 수밖에 없다. 즉, 동사는 EPC사 입장에서 납기·품질·가격 세 가지 조건을 균형 있게 충족하는 가장 현실적인 선택지로 평가받고 있다.

도표 4-7. EPC와 강관 기업 비교



출처: SMIC 4팀

도표 4-8. EPC 업체 프로젝트 실패 사유



출처: Market Reports world, SMIC 4팀

중동의 강점

② 레퍼런스

동사는 중동에서 축적한 67개 프로젝트 레퍼런스를 바탕으로, 향후 호르무즈 우회 파이프라인 프로젝트의 AVL에 등재될 것이다. 중동 에너지 프로젝트에서는 발주처가 EPC에게 강관업체 후보 목록인 AVL(Approved Vendor List)을 먼저 제공하고, EPC는 이 안에서만 업체를 선정할 수 있다. AVL 등재에는 해당 국가에서의 납품 실적이 사실상 가장 중요한 판단 기준으로 작용한다. 동사는 15년간 UAE에서 30개, 사우디에서 11개, 이라크에서 8개 프로젝트를 수행하여, 신규 대형 프로젝트에서 AVL 진입에 유리한 위치를 선점하고 있다. [도표 4-9]

중동 벤더로의 존재

→ 진입장벽

동사는 국제 규격 표준(API/ASTM)보다 까다로운 ADNOC의 규격으로도 납품 레퍼런스가 존재한다. 중동은 원유에 황 비중이 높아 강관이 빠르게 부식될 위험이 있기 때문에 국제 표준보다 훨씬 더욱 까다로운 기준을 지니고 있다. 동사가 이 기준을 통과해 ADNOC 승인 벤더로 등록되어 있다는 것은, 중동 특유의 극한 환경에 대응하는 품질을 입증받았다는 방증이다. 반면 중국 내수 규격(GB)은 불순물 허용치가 중동 기준의 약 2~3배에 달하는 등 중동 벤더 심사 단계에서 진입 장벽이 존재한다.

넥스틸: 레퍼런스 x

휴스틸: 관계사가 지닌 레퍼런스 뿐

넥스틸은 아람코 규격 표준조차 만족하지 못했으며, 휴스틸의 중동 레퍼런스는 휴스틸이 지분을 가진 회사에 한정된다. 동사가 아람코 벤더로 선택되며, 중동에 직접적인 레퍼런스를 갖고 있는 것과는 반대로 넥스틸은 국제 표준 규격인 API까지만 만족했다. 또한, 휴스틸도 지분을 16% 지니고 있는 사우디의 현지 강관사 SSP가 사우디 아람코의 부품 공급사로 존재하는 레퍼런스밖에 존재하지 않는다.

중동의 강점

③ 다양한 포트폴리오

추가적으로 동사가 보유한 폭넓은 제품 포트폴리오는 프로젝트 내 수주 범위와 금액을 동시에 확대시키는 요인이다. 중동의 대형 에너지 프로젝트는 하나의 프로젝트 안에서도 대구경 송유관, 중구경 라인파이프, STS 특수관 등 다양한 강관이 동시에 요구된다. 이에 EPC는 다품목을 일괄 공급할 수 있는 업체를 선호한다. 공급사를 다수로 분산할 경우 규격 관리와 일정 조율 부담이 증가하기 때문이다.

경쟁사는 포트폴리오

한정됨

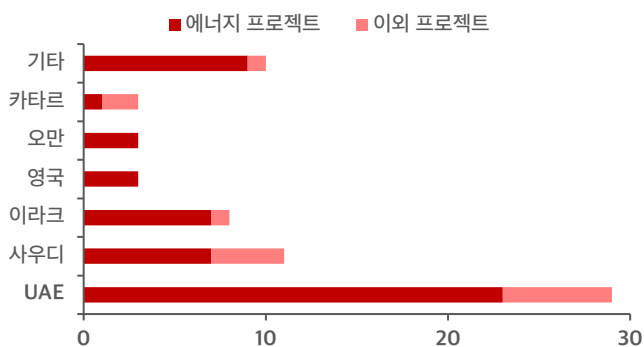
동사는 경쟁사 대비 제품 포트폴리오에서 뚜렷한 우위를 보인다. 넥스틸은 26인치 이하 제품을 중심으로 중구경까지만 생산이 가능하며, 휴스틸 역시 군산공장을 통해 초대구경 강관 생산이 가능하나 생산능력이 약 40,000톤 수준에 머물러 있다. 이와 반대로 동사의 초대구경 생산 CAPA는 40만 톤에 달한다. 생산규모는 납기 능력과 연결되기 때문에 중동 대형 프로젝트 확대 국면에서 가장 큰 수혜는 초대구경 강관에서 약 40만톤의 생산능력을 보유한 동사에 집중될 것이다. [도표 4-10]

SeAH Steel UAE

<세아제강

동사는 자매회사인 SeAH Steel UAE와 협업하여 중동 프로젝트에 참가하고 더 큰 수혜를 받을 것이다. SeAH Steel UAE는 중동에서 주로 쓰이는 단일 사이즈 대구경 후육 SAWL 강관을 집중 생산한다. 그러나 중동의 에너지 프로젝트에는 다양한 사이즈의 강관이 필요하고, 이 수주 물량은 동사에게 직접적으로 들어간다. 심지어 SeAH Steel USA의 공장 CAPA가 131,000톤에 불과하여 대규모 프로젝트가 동시다발적으로 진행될 지금 동사의 수혜가 더 클 것은 자명하다.

도표 4-9. 동사 중동 프로젝트



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 4-10. 동사&경쟁사 제품 포트폴리오



출처: 동사, SMIC 4팀

5. 미국의 Now & Future - 투자포인트 ②

미국은 동사의 운명을 좌우할 또 하나의 결정적 시장이다. <Now> 이란 전쟁이 촉발한 고유가 국면에서 동사는 OCTG의 P 상승이라는 명백한 수혜를 맞이할 것이며, <Future> 미국 에너지 패권의 결정체이자 아시아 에너지 안보의 새로운 축인 알래스카 LNG는 동사를 역사적 수혜의 한복판에 세울 것이다. 이 두 축이 어떻게 동사에게 귀결되는지, 그 궤적을 따라가 보자.

5.1. Now: 이란 전쟁이 촉발한 고유가는 OCTG의 P 상승으로 귀결된다.

유가 ↑ OCTG P ↑

동사가 공급하는 OCTG의 판가는 전쟁이 초래한 고유가 국면에서 필연적으로 상승한다. 매커니즘은 직관적이다. 유가가 상승하면 E&P(시추, 생산)업체의 수익성이 개선되어 시추 투자가 늘어나고, OCTG는 신규 유정을 뚫을 때 필수적으로 소비된다. 따라서 시추 활동량의 핵심 대리 지표인 Rig Count가 증가하면 OCTG 수요도 증가하며, 이는 가격 상승으로 이어진다. [도표 5-1]

러-우 전쟁 Case Study

러시아-우크라이나 전쟁의 사례가 이를 방증한다. 22년 6월 WTI 유가가 114달러로 고점에 도달한 후 OCTG 가격은 약 6개월의 시차를 두고 동반 상승했다. 실제로 WTI 유가와 OCTG 가격 간에 6개월의 후행 시차를 적용할 경우, 두 지표의 상관계수는 0.9까지 올라간다. 이는 E&P 기업들의 투자 의사결정 방식과 맞닿아 있다.

E&P CapEx 확대엔 고유가 지속이 필수

E&P 기업은 유가가 급등했다고 즉시 투자를 늘리지 않는다. 고유가의 지속성을 예상한 후에 보수적으로 CapEx를 집행하기 때문이다. 따라서 유가 상승 시점과 E&P 기업이 실제로 OCTG 수요를 늘려 OCTG 가격이 상승하는 시점 사이에는 필연적으로 시차가 발생한다.

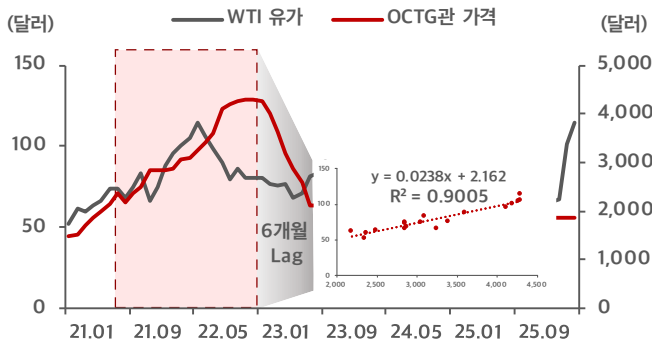
이번엔 예외?(X) 래그일 뿐

유가가 폭등했음에도 OCTG 가격이 횡보하는 현 상황은 앞서 설명한 공식에 위배되는 것처럼 보일 수 있지만, 이번 국면 역시 예외가 될 수 없다. 현재 원유 선물 시장은 장월물 가격이 단월물보다 낮은 백워드이션 현상을 띠고 있으며, 이는 시장이 현 상황을 단기적 충격으로 평가하고 있음을 시사한다. 전술한 E&P 기업의 투자 결정의 특수성으로 인해, 아직 시추 계획을 늘리지 않아 리그카운트가 정체되는 래그를 겪고 있을 뿐이다. [도표 5-2]

고유가 지속 의심은 시장의 오해

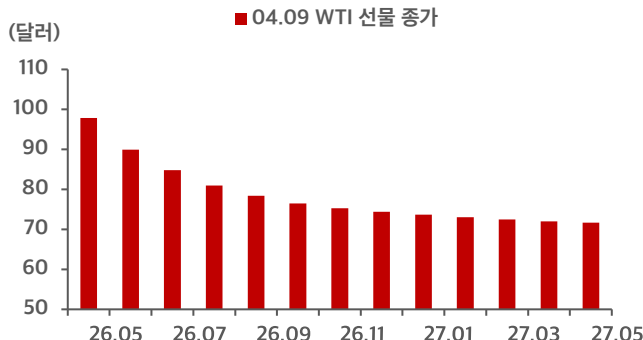
고유가의 지속성에 대한 시장의 의구심이 존재하지만, 이는 오해다. 시장이 왜 이를 일시적이라고 보는지 짚어보자. 첫째, 전쟁 직전까지 팽배했던 공급과잉 컨센서스다. IEA는 26년부터 하루 400만 배럴의 원유 잉여 발생을 경고했고, OPEC 감산 해제와 비 OPEC 증산이 맞물려 이는 기정사실로 자리 잡았다. 둘째, 반복된 학습 효과다. 아람코 공습, 하마스, 12일 전쟁 모두 유가가 급등했다 수주 내 정상화됐다. 러-우 전쟁도 예외가 아니었다. 114달러까지 치솟았던 WTI는 2~3개월만에 전쟁 전 수준으로 복귀했다. E&P 업체들이 고유가를 예상해 CapEx를 집행했음에도 유가는 빠르게 정상화됐고, 이로 인해 '전쟁 프리미엄은 일시적'이라는 프레임이 형성되었다.

도표 5-1. 유가-OCTG 가격 연동



출처: EIA, Kallanish, SMIC 4팀

도표 5-2. 원유 선물 시장 백워드이션



출처: Google Finance, SMIC 4팀

공급과잉은 없다

이번 전쟁을 기점으로 시장이 예견했던 공급 과잉은 사라졌다. 전례없는 공급망의 훼손으로 종전 이후에도 전쟁 이전으로 복귀할 수 없게 되었다. EIA조차 기존에 예견했던 공급 과잉의 시장 역학이 이란 전쟁으로 새로운 판국을 맞이했다고 입장을 선회했다. 왜 ① 공급 과잉 컨센서스와 ② 반복된 역사에 의한 시장의 오랜 오해가 더 이상 유효하지 않은지, 그 이유를 살펴보자.

전쟁이 끝나도 복구 안되는 공급

① 이란 전쟁발 공급 쇼티지로 고유가는 지속될 것이다. 4월 7일 기준 사우디, 쿠웨이트, 이라크 등 중동 주요 원유 생산국에서 15개 이상의 정유시설·유전·저장시설이 피격됐으며, 이라크 남부 유전 생산량이 300만 b/d 급감(70%)하고 바레인 BAPCO 정유시설이 포스마주르를 선언하는 등 피해가 심각하다. 유전과 정유시설은 갑작스러운 가동 정지에 대비해 설계되지 않아 가동 중단 기간만큼 회복에도 시간이 걸린다. 해상 물류도 회복에 제동이 걸렸다. 호르무즈 통과선의 보험료는 전쟁 전 대비 10배 이상 폭등했는데, 해상 보험료는 한 번 오르면 수년간 고착화되는 경향이 있어 정상화까지 긴 시간이 소요된다. 줄어든 공급은 수년에 걸쳐 천천히 회복될 것이다.

초유의 이란 전쟁, 역사상은 다르다

② 이란전쟁은 물리적 인프라 파괴가 동반된 전례 없는 사태로, 러우전쟁을 비롯한 과거 지정학적 이슈로 인한 유가 급등을 타산지석 삼을 수 없다. 22년 러우전쟁 제재는 EU의 해상 원유 수입 금지와 G7의 배럴당 60달러 가격상한제가 핵심이었고, 생산시설 파괴는 없었다. 제재로 인해 EU 해상 수입이 91% 감소했지만 인도·중국향 우회 수출이 67% 증가하여 실질적인 쇼티지는 발생하지 않았다. 이는 물리적으로 타격을 입은 이란 전쟁과 명확히 다른 모습을 보인다.

E&P는 마다할 이유가 없다

고유가가 지속되는 상황에서 E&P 기업이 생산량을 늘리지 않을 이유는 없다. 유가 상승은 수익성 개선을 의미하며, 이는 시추 투자의 회수 기대를 높인다. 다만, 미국의 최근 4개년 생산량과 리그카운트 관계를 살펴보면, 생산량은 증가한 반면 리그 수는 감소했고, 이는 유정당 생산성이 높아졌음을 의미한다. 생산성 증가는 수평 유정의 수평구간을 더 길게 연장한 결과다. [도표 5-3]

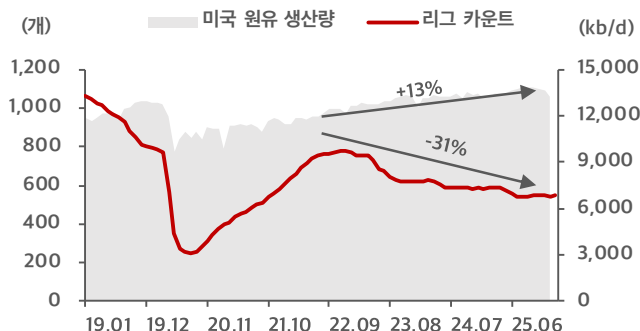
높아진 생산성이 체감하기 시작

그러나 수평 유정의 생산성은 이제 한계에 도달하고 있다. 퍼미안 등 주요 분지의 Tier 1 스위트 스팟이 대부분 개발되어 Tier 1 잔여 시추 수명이 3.7년에 불과하고, 남은 Tier 2, 3 구역은 Tier 1 대비 생산성이 크게 낮다. 여기에 더해 밀집 시추 지역에서는 신규 유정의 수압파쇄가 기존 유정의 압력을 교란하는 Frac Hit 현상으로 유정당 생산성이 연 8%씩 하락하고 있다. [도표 5-4]

리그카운트 증가는 필연적

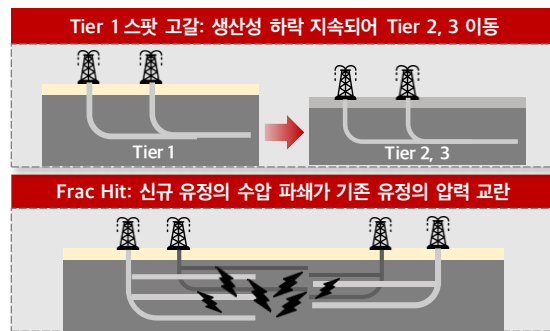
따라서 E&P 업체가 생산량을 늘리기 위해서는 리그카운트를 늘릴 수밖에 없다. 실제로 Dallas Fed의 26년 1분기 에너지 서베이에 따르면 미국 E&P 업체 경영진의 47%가 시추 증가 계획을 밝혔다. 고유가가 지속된다면 E&P 업체들은 시추량을 확대하고, 원유 생산량 증가를 통해 수익성을 개선하려 할 것이다. 이 과정에서 OCTG 수요와 가격도 함께 상승한다. P의 상승과 Q의 확대가 동시에 이루어지면서, 동사의 매출과 수익성은 큰 폭으로 개선될 것이다.

도표 5-3. 리그카운트-생산량 관계



출처: EIA, SMIC 4팀

도표 5-4. 수평 시추 생산성의 한계



출처: Goehring & Rozencwajg, SMIC 4팀

5.2. Future: 누가 동사의 미래를 묻거든 고개를 들어 알래스카를 보게하라

알래스카 LNG, 무조건 됩니다

미국의 야심작, 알래스카 LNG는 더 이상 몽상이 아니다. 연간 20 MTPA의 LNG 생산 능력을 목표로 42인치, 807마일의 거대한 파이프라인 신설을 동반하는 이 메가 인프라 프로젝트를 두고 시장은 오랜 기간 의구심을 표해왔다. 그러나 자금의 상황으로 알래스카 LNG는 반드시 실행되어야 하는 당위성을 확보하게 되었다. 세 가지 필연이 강력하게 맞물리면서, 알래스카 LNG 프로젝트는 근시일 내에 FID가 통과될 수 밖에 없는 궤도에 올랐다.

첫 번째 필연: 트럼프 행정부의 강력한 의지

알래스카 LNG는 단순한 인프라 투자를 넘어, 트럼프 행정부가 표방하는 에너지 패권의 결정체이자 에너지 안보 정책의 핵심이 되는 프로젝트다. 주목할 점은 현재 연방 정부 차원에서 프로젝트 승인을 위한 FID(최종투자결정) 패스트트랙이 적극적으로 추진되고 있다는 것이다. 즉, 이 프로젝트는 경제적 논리를 넘어 국가 안보라는 정치적 의지에 의해 견인되고 있다. 이러한 정책적 드라이브를 고려할 때, 트럼프 임기 내에 해당 프로젝트의 FID가 통과되지 않을 이유는 없다.

두 번째 필연: 압도적인 지리적 이점

알래스카 LNG 프로젝트가 지닌 또 다른 강력한 무기는 바로 지리적 우위다. 알래스카 남부 니키스키(Nikiski) 터미널에서 한국, 일본, 대만 등 핵심 아시아 소비국까지의 해상 수송 거리는 기존 미국 걸프만(Gulf Coast)에서 출항해 파나마 운하를 통과하는 것 대비 절반 수준에 불과하다. 선박 운송비가 수익성과 직결되는 LNG 산업의 특성상, 수송 거리가 반으로 줄어든다는 것은 곧 타의 추종을 불허하는 수준의 운송비 절감과 가격 경쟁력 확보를 의미한다 [도표 5-5].

글로벌 수요 중심, 아시아로 운송하는 지리적 요충지

이러한 지리적 이점은 글로벌 에너지 수요의 무게 중심이 태평양을 접한 아시아 권역에 집중되어 있다는 점과 맞물려 더욱 빛을 발한다. 복잡한 해협이나 운하를 거칠 필요 없이 태평양을 가로지르는 직항로를 제공하는 알래스카는 안정적인 에너지 공급의 측면에서 확실한 비교 우위를 점할 수밖에 없다. 알래스카 LNG 프로젝트는 단순한 가스 공급처를 넘어, 아시아의 에너지 안보를 책임지는 지리적 요충지로서의 입지를 단단히 다지게 될 것이다.

세번째 필연: 아시아 에너지 다변화 수요

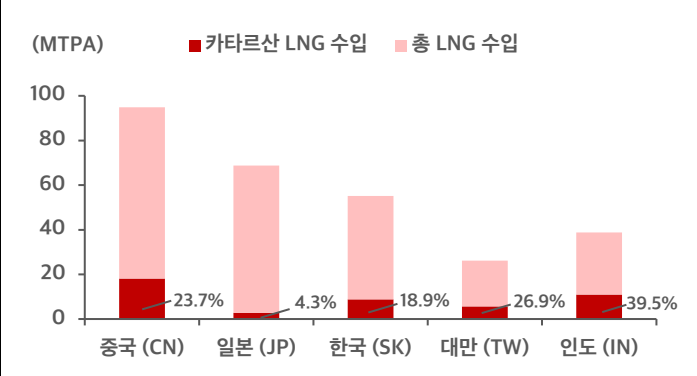
알래스카 LNG의 마지막 퍼즐은 중동 리스크에 직면한 아시아 국가들의 미국산 LNG 수요 증가다. 최근 파괴된 카타르 라스라판 LNG 시설의 복구에 3~5년이 예상되자, 아시아 국가들은 물량 부족을 넘어 중동 지정학적 리스크의 치명성을 뼈저리게 체감하고 있다. 이는 LNG 공급선 다변화 니즈로 이어지며, 알래스카 LNG가 추진되어야 할 강력한 당위성으로 작용한다. 이미 대만 CPC는 미국 세니에르와 장기 계약을 맺었고, 한국 산업부 역시 카타르발 공급 차질 장기화에 대비한 투트랙 대응을 선언했다. 특히 가스공사가 28년부터 10년간 연 330만 톤의 미국산 LNG 도입을 확정하면서, 과거 중동에 편중됐던 공급 노선의 완전한 다변화를 공식화했다. [도표 5-6]

도표 5-5. 알래스카 LNG의 기존 대비 운송 소요 시간



출처: AGDC, SMIC 4팀

도표 5-6. 아시아 국가들의 카타르 LNG 의존도



출처: EIA, WITS, SMIC 4팀

알래스카 LNG,
수혜는 강관의 것

알래스카 LNG는 강관 기업들에게 역사적인 수혜를 안겨줄 모멘텀이다. 알래스카 LNG FID는 두 단계로 나뉘어 진행된다. Phase 1 FID는 내수 공급용 739마일 가스 파이프라인 신설 건으로, 메인라인에만 단일 프로젝트 역대 최대 규모인 70만 톤의 강관이 투입된다. 이후 수출 목적의 LNG 액화 터미널을 건설하는 Phase 2로 넘어가면 플랜트 내 설비에 필수적인 STS, LTCS 강관의 수요까지 예견된다. **메가 인프라 프로젝트의 진정한 수혜자는 강관이 될 것이다.** [도표 5-7]

알래스카가 된다 =
세아제강이 된다

알래스카 LNG Phase 1 파이프라인 물량의 3분의 1이 아직 공급사 미확정인 상태에서, 동사는 가장 유리한 포지션을 점하고 있다. 미국은 LDWP 수입에 Section 232(50%)에 더해 반덤핑·상계 관세를 중첩 부과하는데, 중국·인도는 합산 300~600%대로 사실상 진입이 불가능하다. 캐나다·터키도 약 10% 추가 관세를 부담하며, AD/CVD가 없는 독일은 기 계약분으로 추가 여력이 제한적이다. 동사는 행정재심으로 AD를 0.00%, CVD를 0.41%까지 낮추어 경쟁사 대비 가격적 우위를 가진다. 여기에 알래스카 LNG 양해각서를 체결한 한국의 포스코인터내셔널의 고품질 원자재(열연강판, 후판 등)의 활용이 용이하다는 점도 강점으로 작용한다.

국내에서도 탑픽은
동사

한국 내 경쟁사와 비교해도 동사의 우위는 명확하다. 42인치 대구경 LSAW를 생산할 수 있는 국내 업체 자체는 매우 제한적인데, 주요 경쟁사인 넥스틸의 경우 최대 생산 구경이 24인치 수준에 머물러 있어 대구경 라인파이프 진입 요건을 충족하지 못하고, 휴스틸은 군산 대구경 공장(연 4만 톤)을 25년부터 가동했으나 아직 초기 단계로 미국향 대구경 납품 레퍼런스가 부재하다. 반면 동사는 세아제강지주 산하의 북미 영업법인 SSA를 바탕으로 북미 납품 트랙레코드를 보유하고 있어, 알래스카 LNG 물량을 두고 국내에서도 대체 불가능한 포지션에 있다. [도표 5-8]


준비된 자에게 기회가
온다

나아가 동사는 알래스카 LNG 프로젝트에 필요한 모든 제품군을 공급할 수 있는 포트폴리오를 가지고 있다. 알래스카 LNG에는 가스 수송용 42인치 대구경 라인파이프 뿐 아니라 액화설비용 STS 강관, 극저온 환경에 대응하는 LTCS 강관이 필요한데, 동사는 이 셋을 모두 생산해 공급하고 있다. 나아가 25년 3월에는 이휘령 부회장과 알래스카 주지사가 만나 프로젝트 협력을 논의한 바 있어 사업 개발 단계에서도 선점 우위를 확보하고 있다.

미국 Now & Future,
교차점은 동사



보수적인 시장 추정치를 반영하더라도 알래스카 LNG Phase 1은 27년에 승인될 가능성이 높으며, 이에 따라 동년부터 관련 강관 수주가 본격적으로 증가할 것이다. 이는 앞서 서술한 OCTG 사이클의 수혜가 끝나기도 전에 알래스카 프로젝트라는 새로운 수혜가 공백 없이 이어짐을 의미한다. 즉, 미국 에너지 시장의 현재와 미래가 교차하는 지점에서 최대 수혜를 입는 기업은 단연 동사이며, 두 가지 모멘텀의 수혜를 얻는 동사에 주목할 시간이다.

도표 5-7. 알래스카 LNG FID Phase 1, Phase 2

	내용	Phase 1	Phase 2
	목적	가스 수송 파이프라인 내수 공급	액화 터미널&수출 인프라 LNG 수출
	위치	Prudhoe Bay-> Nikiski	Nikiski
	FID	FEED (FID 대기)	Proposed
	주요 강관	대구경 LSAW 42인치 파이프라인	STS 터미널 배관 & LTCS 극저온 배관

출처: 글렌파른, 언론종합, SMIC 4팀

도표 5-8. 주요 경쟁사와 대구경 관련 생산역량 비교

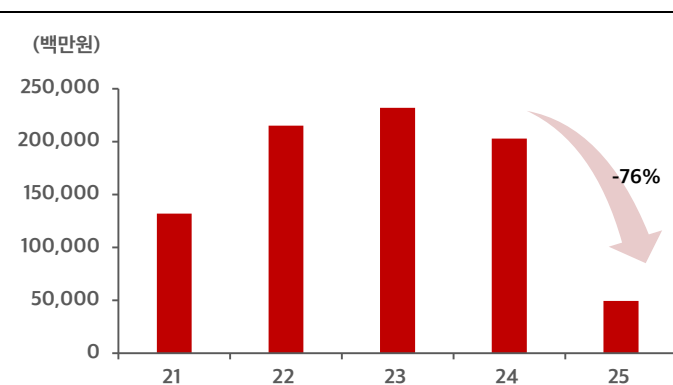
			
	넥스틸	휴스틸	세아제강
42인치 LSAW 생산능력	해당 없음	설비상 가능	생산 이력 존재
북미향 대구경 레퍼런스	해당 없음	대구경 없음	캐나다 프로젝트 등 대구경 탄소강 납품 이력
대구경 설비	해당 없음	군산 SAW 공장	포항 SAW 공장
알래스카 LNG 관련 3개 제품군 포트폴리오	STS ERW	대구경 강관	대구경, STS, LTCS 극저온 강관 생산

출처: Dart, 동사, 넥스틸, 휴스틸, SMIC 4팀

6. Issue & Risk

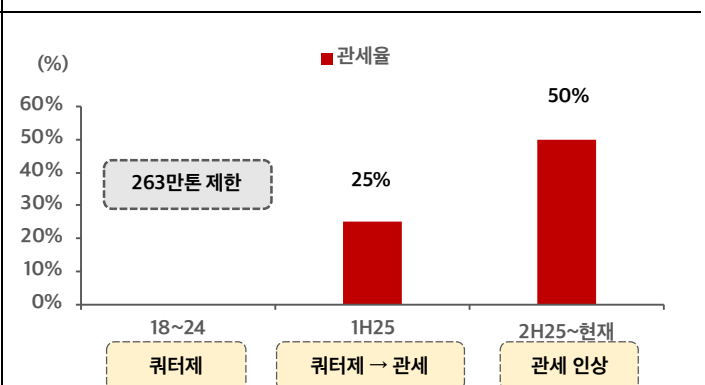
<p>동사 투자 우려요인: 철강 관세 강화 기조</p>	<p>동사 투자에 있어 시장이 가장 크게 우려하는 요인은 트럼프 행정부의 철강 관세 강화와 이에 따른 대미 수출 수익성 둔화 가능성이다. 특히 미국향 비중이 높은 사업 구조를 고려할 때 관세 부과가 실적 저하로 이어질 수 있다는 우려가 투자심리를 제약하고 있다.</p>
<p>철강 관세는 현 시점 투자 판단의 변수 x</p>	<p>본서는 현 시점에서 동사에 대한 투자 판단의 핵심 변수는 철강 관세가 아니라는 점에 주목한다. 시장이 우려하는 관세 리스크는 이미 주가에 상당 부분 반영된 반면, 전쟁을 계기로 확대되는 에너지 강관 수요(Q)의 구조적 성장은 충분히 반영되지 않았다는 판단이다. 연간 영업이익이 76% 급감하고, PBR이 0.3배 수준의 역사적 하단을 기록했으며, 국내 건설 경기 침체까지 겹치며 단기간 내 반영 가능한 악재는 대부분 주가에 선반영된 상황이다. 향후 투자 판단의 초점은 관세 부담이 아닌 전방 수요 회복 및 성장성에 맞춰질 필요가 있다. [도표 6-1]</p>
<p>25년 철강 관세 부과 선언으로 투자심리 위축</p>	<p>25년 2월 트럼프 대통령의 철강 관세 부과 선언은 국내 철강 기업 전반의 투자심리를 위축시켰다. 미국 시장에서 상대적으로 높은 판가를 기반으로 수출 마진을 확보해왔던 국내 업체들에게 관세 부과는 곧바로 수익성 둔화 우려로 연결되었고, 특히 미국향 비중이 높은 업체를 중심으로 주가 하락폭이 확대됐다. 현재 미국은 국가안보를 명분으로 Section 232에 근거해 한국 철강 및 알루미늄 제품에 50% 품목 관세를 적용하고 있다. 트럼프 1기 이후 연간 263만 톤 수준의 쿼터가 적용되었으나, 트럼프 2기 출범 이후 쿼터가 폐지되고 50% 관세 체제로 전환되면서 정책 강도가 한층 높아졌다는 업계의 해석이다. [도표 6-2]</p>
<p>동사는 이미 관세를 포함한 악재를 선반영</p>	<p>그러나 동사는 25년 동안 관세를 포함한 악재를 대부분 선제적으로 반영했다. 3월 Section 232 관세가 25%로 복귀한 이후 6월 50%까지 인상되면서 미국 판매법인 SSUSA향 판가 조정이 불가피했고, 이에 따른 수출 제품 마진 훼손이 발생했다. 동시에 국내 건설 경기 침체로 내수 사업 역시 부진이 이어졌으며, 3Q25에는 통상임금 소급 적용분 반영과 재고자산 평가손실 일괄 반영 등 일회성 비용까지 발생했다. 관세 부담, 내수 부진, 일회성 비용이라는 3중 악재가 동시에 반영되면서 동사 주가는 PBR 0.3배 수준의 역사적 밸류에이션 하단까지 하락했다.</p>
<p>이제는 성장 여력에 주목할 시점</p>	<p>털고 일어날 시간이다. 지난 1년간 관세 이슈와 실적 훼손 요인을 충분히 소화한 주가 수준이며, 일회성 비용 역시 모두 제거되었다. 이제 성장의 가능성을 볼 때이다. 본서의 투자포인트 1, 2에서 주장한 바와 같이 지정학적 긴장 고조로 촉발된 에너지 인프라 투자 확대는 에너지용 강관 수요의 구조적 증가로 필연적으로 이어질 것이다. 동사의 제품 포트폴리오와 수출 네트워크는 해당 수요 증가의 수혜를 온전히 동사에게 향하게 할 것이 분명하다. 관세 리스크라는 색안경이 아닌, 전방 수요 성장에 초점을 맞추어 동사의 무궁무진한 성장 여력에 주목할 시점이다.</p>

도표 6-1. 영업이익 감소폭



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 6-2. 한국 연도별 관세율



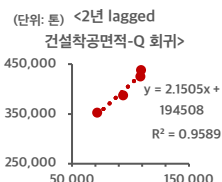
출처: 언론종합, SMIC 4팀

7. 매출추정

본서는 투자포인트 1에서 이란전쟁으로 인해 촉발된 지정학적 변화에 따라 중동에서 호르무즈 해협을 우회하는 송유관 건설이 필연적으로 발생할 수밖에 없음을 주장하였다. 또한, 투자포인트 2에서는 해당 지정학적 리스크로 인해 미국에서 유정관 (OCTG) 및 송유관 매출이 급증할 수밖에 없음을 증명하였다. 상기 논의를 종합한 동사의 최종 매출추정 Table은 다음과 같다.

매출추정								
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,497,361	1,801,835	1,860,905	1,809,433	1,484,797	1,683,313	1,968,420	2,078,981
YoY (%)	30.2%	20.3%	3.3%	-2.8%	-17.9%	13.4%	16.9%	5.6%
강관	1,328,116	1,686,577	1,684,839	1,685,480	1,366,303	1,543,808	1,825,288	1,931,985
내수	655,808	689,673	671,562	641,212	587,208	823,258	732,494	687,519
수출	672,308	996,904	1,013,277	1,044,268	779,095	720,551	1,092,794	1,244,467
미국	419,261	504,514	521,053	506,641	415,743	256,150	476,589	441,440
중동	29,947	36,037	37,218	36,189	29,696	34,368	174,562	349,680
기타 해외	223,100	456,354	455,006	501,438	333,656	430,033	441,644	453,348
기타	169,245	115,258	176,066	123,953	118,494	139,504	143,131	146,996

7.1. 내수 매출추정



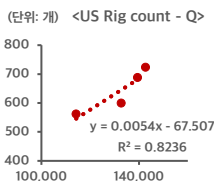
내수 매출은 국내 건설향 매출과 국내 풍력발전소 하부구조물향 매출로 구분하여 추정하였다. 내수 매출의 전방은 국내 건설향으로 P는 원재료인 열연가격에 동행하고, Q는 건설경기에 동행한다. 26E에 원재료비 상승분을 반영한 판가 인상이 예정되어 소폭 판가를 인상시켰고 Q는 2년 lag를 반영한 국내건설착공면적과 상관관계 0.96을 보여 해당 회귀식을 적용하여 추정하였다.

동사는 25년 12월 신안우이 풍력발전소 하부구조물향 후육강관을 수주하여 연간 1,300억원의 매출 기여가 기대된다. 일반적인 풍력발전소향 리드타임인 1.5년을 고려하여 반영하였다. 동사는 신안우이 프로젝트를 기점으로 국내 풍력발전소향 후육강관 수주에 성공하였고, 해당 분야로 추가 수주할 계획도 가지고 있으나, 보수적 추정을 위해 기수주분만 반영하여 추정하였다.

국내 매출								
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
내수 매출	655,808	689,673	671,562	641,212	587,208	823,258	732,494	687,519
YoY (%)		5.2%	-2.6%	-4.5%	-8.4%	40.2%	-11.0%	-6.1%
국내 건설향 매출	655,808	689,673	671,562	641,212	587,208	693,258	667,494	687,519
P		1,807,907	1,507,361	1,480,000	1,666,784	1,775,297	1,828,556	1,883,413
Q (단위: 톤)		381,476	445,522	433,251	352,300	390,502	365,039	365,039
C (단위: 원)		1,073,750	895,250	879,000	810,250	863,000	888,890	915,557
국내 풍력향 매출						130,000	65,000	
신안우이 프로젝트						130,000	65,000	

7.2. 미국 매출추정

(1) 미국 유정관 매출추정



동사 미국 유정관 매출의 P는 미국 유정관 가격변동에 연동되고, Q는 리그카운트 수에 연동된다. 본서는 투자포인트 2에서 고유가 지속과 주요 E&P 업체 CapEx의 후행성을 증명한 바 있다. 이에 유정관(OCTG)의 P는 6개월 lag를 반영한 유가에 연동하여 추정하였다. [Appx. 9.9, 9.10.]

Q는 북미 리그카운트 수에 연동하여 추정하였다. 22년의 러우전 발발 당시 리그카운트 수는 1년 만에 495개에서 620개까지 증가하였는데, 이는 코로나 이후 수요증가, 고유가로 인한 시추 증가 등이 복합적으로 반영되었다고 판단, 보수적 추정을 위해 27년까지 620개의 리그카운트에 도달한다고 가정하고 선형적으로 증가시켜주었다.

미국 유정관 (OCTG) 매출추정								
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유정관 (OCTG) 매출	160,189	309,657	230,486	144,819	142,813	213,247	237,555	167,602
YoY (%)		93.3%	-25.6%	-37.2%	-1.4%	49.3%	11.4%	-29.4%
P (단위: 원/톤)	1,290,656	2,170,360	1,653,165	1,090,886	1,250,000	1,610,616	1,764,901	1,253,849
유정관 가격 (단위: 달러/톤)	2,147	3,610	2,749	1,814	2,079	2,679	2,935	2,085
Q (단위: 톤)	124,114	142,675	139,421	132,753	114,250	132,401	134,600	133,670
YoY (%)		51.4%	-4.9%	-12.8%	-6.3%	5.2%	5.0%	-2.0%

(2) 미국 탄소강 송유관 및 STS 매출추정

미국 탄소강 송유관 및 STS 매출추정은 알래스카 프로젝트와 기타 LNG 프로젝트로 나누어 추정하였다. 알래스카 LNG 프로젝트발 강관 수요에 대한 추정 논리는 [Appx. 9.11.]에 첨부하였다.

미국 탄소강 송유관 및 STS 매출 추정								
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	259,072	194,857	290,568	361,822	272,931	42,903	239,033	273,838
알래스카 프로젝트							178,987	186,993
Phase 1							178,987	89,493
Phase 2							-	97,500
기타 프로젝트						42,903	60,047	86,844
탄소강 송유관 매출						21,610	34,747	46,964
P (단위: 원)						1,950,000	2,535,000	3,295,500
Q						11,082	13,707	14,251
STS강관						21,292	25,300	39,880
P (단위: 원)						5,000,000	6,500,000	8,450,000
Q						4,258	3,892	4,720

기타 LNG 프로젝트 중 FID에 통과되어 Under construction인 프로젝트의 경우, FERC filing에 공시된 액화 플랜트에서 간선 파이프라인까지의 거리, 구경, 벽두께를 기반으로 필요 ton수를 기반으로 P를 곱하여 추정하였다. FEED 단계의 경우, 장기계약 (Offtaker) 확보량, EPC 선정 여부 등을 종합하여 FID될 가능성이 높은 프로젝트를 선별 후, 간선 파이프라인부터 액화플랜트까지의 파이프라인 증설이 유의미한 프로젝트에 한해 Q를 추정하고 M/S를 곱해주었다. [Appx. 9.12.]

미국 탄소강 송유관 기타 프로젝트발 탄소강관 TAM (Q) 산출								
(단위: MTPA, ton)	규모 (MTPA)	규모 (ton)	수주시점	기간	2026E	2027E	2028E	
탄소강Q 추정					163,431	202,138	210,161	
Under Construction								
CP2 LNG Phase 1	14	74,168	26	1.5	49,445	24,723		
Woodside Louisiana 1, 2	11	46,874	26	1.5	31,249	15,625		
Commonwealth LNG	10	1,008	27	1.5		672	336	
Pipeline								
Rio Bravo Pipeline	-	114,173	26	1.5	76,115	38,058		
Cloud Connector Pipeline	-	250,013	27	1.5		83,338	166,675	
FID FEED (FID 전)								
Coastal Bend LNG	23	39,724	27	1.5		39,724	26,483	
Texas LNG	4	6,621	26	1.0	6,621			
FID Proposed								
CP2 LNG Phase 2	6	25,001	28	1.5			16,668	
STS강 Q 추정					31,400	28,700	34,800	
Under Construction								
CP2 LNG Phase 1	14	21,600	26	1.5	14,400	7,200		
Woodside Louisiana 1, 2	11	16,500	26	1.5	11,000	5,500		
Commonwealth LNG	10	14,250	27	1.5		4,750	9,500	
FID FEED (FID 전)								
Coastal Bend LNG	23	33,750	27	1.5		11,250	22,500	
Texas LNG	4	6,000	26	1.0	6,000			
FID Proposed								
CP2 LNG Phase 2	6	8,400	28	1.5			2,800	

7.3. 중동 매출추정

중동향 매출은 기존 중동향 매출과 호르무즈 우회 송유관 매출을 구분하여 추정하였다. 기존 중동향 매출은 이란전쟁과 무관한 매출이며 투자포인트와의 관련성이 낮고, 금액성 중요도가 떨어지기에 과거 3개년치 moving average을 적용하여 산출하였다.

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	29,947	36,037	37,218	36,189	29,696	34,368	174,562	349,680
기존 중동 매출	29,947	36,037	37,218	36,189	29,696	34,368	33,417	32,494
우회 송유관 매출	-	-	-	-	-	-	141,144	317,186

중동 호르무즈 해협 우회 송유관 매출의 Q는 증설 위치 및 거리와 운반량, 구경, 벽두께를 기반으로 필요 ton수를 산정하여 추정하였다. 투자포인트 1에서 주장한 바와 같이, 이라크는 하디사-바니아스 (시리아) 및 하디사-아카바 (요르단)까지의 송유관을 설치할 것이 자명하며, 사우디 송유관 역시 기존의 700만 배럴의 캐파를 추가로 확장할 가능성이 매우 높다.

(단위: ton)	규모	증설시점	한국 Share	거리 (Km)	거리 (mile)	운반량 (bpd)	구경 (inch)	벽두께 (inch)
탄소강								
하디사-바니아스	271,864	2027	29,905	525	326	700,000	48	0.69
하디사-아카바	466,053	2028	51,266	900	559	1,000,000	48	0.69
사우디 확장	1,049,970	2027	115,497	1,200	746	3,000,000	56	1.00
STS강								
하디사-바니아스	550	2027	137.5	525	326	700,000	48	0.69
하디사-아카바	970	2028	242.5	900	559	1,000,000	48	0.69
사우디 확장	1,390	2027	347.5	1,200	746	3,000,000	56	1.00

해당 수주에서 한국 기업이 가질 수 있는 비중은 17년-19년 사우디의 에너지강관 중 한국 Market share 11%를 적용하여 산출하였다. 이는 사우디가 현재 운영 중인 East-West Pipeline을 추가 확장하는 대형 프로젝트가 진행되던 시점으로, 고부가가치 송유관에 대한 수요가 증가했다. 호르무즈 우회 송유관 프로젝트 역시 대규모 에너지 송유관 프로젝트라는 점에서 고부가가치 제품의 소화력이 더 좋은 한국 기업에 대한 선호도 증가가 자명하므로 해당 수치를 사용하였다.

한국이 소화하는 해당 물량은 전량 동사의 수혜로 이어진다. 투자포인트 1에서 주장한 바와 같이, 국내 타 강관 경쟁사들은 굵직한 해외 에너지 관련 송유관 프로젝트에 참가한 레퍼런스가 동사와 같이 많지 않다. 아래 표에 나타나듯 폭발적인 Q가 예상되고, 강관 업체를 선정할 때 레퍼런스를 중시하는 중동 특성상, 해당 물량은 전량 동사가 소화한다고 보는 것이 합리적이다.

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액							141,144	317,186
탄소강 매출							136,994	305,768
탄소강 P							1,885,000	2,450,500
탄소강 Q							72,676	124,778
하디사-바니아스								34,177
하디사-아카바							34,177	9,968
사우디 확장							38,499	76,998
STS강 매출							4,150	11,418
STS강 P							5,000,000	6,500,000
STS강 Q							830	1,757
하디사-바니아스							367	183
하디사-아카바								647
사우디 확장							463	927

7.4. 기타 해외 매출 및 기타 매출

기타 해외 매출 및 기타 매출은 약 20개의 국가가 1-2%의 비중으로 나누어져있으므로, 합리적 추정이 불가하고, 본서의 투자포인트와 무관하므로 과거 3개년치 moving average로 추정하였다.

8. Valuation - Historical PBR method

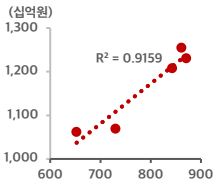
8.1. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

동사 비용은 금액적 중요성이 높고, 합리적인 추정이 가능한 ① 원재료비, ② 인건비, ③ 감가상각비, ④ 운반비 위주로 엄밀하게 추정하였다. 감가상각비의 경우 현재 동사의 생산공장인 포항 공장, 군산공장, 순천공장, 창원공장, 광양공장의 생산능력과 28년까지의 추정 판매량을 비교하였을 때 확장 CapEx가 필요하지 않다고 판단하여 유지 CapEx 위주로 추정하였다. 이외에 금액적 중요성이 크지 않은 계정들은 변동비와 고정비로 분류 후 매출 또는 이전 금액 추이에 연동하였다. 상세 논리는 모두 Appendix에 첨부하였다.

매출원가 및 판매비와관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,497,361	1,801,835	1,860,905	1,809,433	1,484,797	1,683,313	1,968,420	2,078,981
YoY(%)	30.2%	20.3%	3.3%	-2.8%	-17.9%	13.4%	16.9%	5.6%
매출원가	1,291,168	1,469,790	1,543,468	1,511,049	1,341,465	1,407,620	1,636,388	1,655,647
매출원가율(%)	86.2%	81.6%	82.9%	83.5%	90.3%	83.6%	83.1%	79.6%
GPM(%)	13.8%	18.4%	17.1%	16.5%	9.7%	16.4%	16.9%	20.4%
원재료비	1,069,159	1,230,473	1,254,724	1,207,882	1,061,649	1,110,639	1,308,621	1,312,338
% of sales	71.4%	68.3%	67.4%	66.8%	71.5%	66.0%	66.5%	63.1%
인건비	49,259	54,634	63,660	64,351	66,170	73,279	79,472	84,555
% of sales	3.3%	3.0%	3.4%	3.6%	4.5%	4.4%	4.0%	4.1%
감가상각비	22,421	23,606	24,290	22,644	25,068	33,261	37,528	41,847
% of sales	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%
무형자산상각비	394	(762)	3,181	(4,036)	4,385	632	680	968
% of sales	0.0%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
지급수수료	54,627	48,045	76,189	79,408	70,993	74,425	87,031	91,919
% of sales	3.6%	2.7%	4.1%	4.4%	4.8%	4.4%	4.4%	4.4%
운반비	11,140	12,918	19,251	20,752	16,704	14,631	18,987	19,312
% of sales	0.7%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%
기타 매출원가	84,168	100,876	102,174	120,048	96,496	100,752	104,069	104,708
% of sales	5.6%	5.6%	5.5%	6.6%	6.5%	6.0%	5.3%	5.0%
판매비와 관리비	74,247	116,879	85,526	95,475	93,730	93,245	103,264	108,250
판매비율(%)	5.0%	6.5%	4.6%	5.3%	6.3%	5.5%	5.2%	5.2%
OPM(%)	8.8%	11.9%	12.5%	11.2%	3.3%	10.8%	11.6%	15.2%
인건비	25,757	29,345	28,609	27,716	29,945	34,976	37,932	40,358
% of sales	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%
감가상각비	4,178	3,424	4,221	5,621	7,217	6,853	7,732	8,622
% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
무형자산상각비	318	1,441	(1,024)	6,832	(1,429)	1,228	1,409	1,403
% of sales	0.0%	0.1%	-0.1%	0.4%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
운반비	15,503	16,561	20,230	20,221	19,501	17,013	22,078	22,456
% of sales	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%
총당부채전입	-	38,491	(2,695)	-	-	-	-	-
% of sales	0.0%	2.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타 판매비	28,491	27,617	36,185	35,086	38,497	33,175	34,112	35,411
% of sales	1.9%	1.5%	1.9%	1.9%	2.6%	2.0%	1.7%	1.7%

(1) 원재료비 추정

원재료비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
원재료비	1,069,159	1,230,473	1,254,724	1,207,882	1,061,649	1,110,639	1,308,621	1,312,338
HR Coil 가격 X 판매량	729,872	870,811	861,231	842,961	652,494	732,560	948,004	952,050
HR Coil 가격(원/톤)	877,250	1,073,750	895,250	879,000	810,250	863,000	888,890	915,557
판매량(톤)	832,000	811,000	962,000	959,000	805,300	848,853	1,066,504	1,039,859
국내		387,000	438,000	425,000	352,300	431,502	386,039	365,039
해외		424,000	524,000	534,000	453,000	417,350	680,465	674,820



원재료비는 열연코일(HR Coil)과 강관 판매량을 고려해 추정하였다. 동사는 여러 종류의 강관을 생산하는 기업으로 원재료는 열연코일과 아연으로 구성된다. 그 중 HR Coil은 모든 종류의 강관에 사용되며 전체 원재료비의 97% 이상을 차지한다. HR Coil 가격에 판매량을 곱한 값과 원재료비 간의 회귀분석을 수행한 결과 결정계수는 0.92로 매우 높은 상관관계를 보였으며, 자의적인 기간 설정에서 오는 편의성을 제거하기 위해 분기를 기준으로 동일한 과정을 수행한 결과 결정계수는 0.87로 여전히 높은 상관관계를 가졌다.

따라서 향후 HR Coil 가격과 강관 판매량 추이를 우선 추정하고 이를 토대로 최종적으로 원재료비를 추정하였다. HR Coil 가격은 포스코의 판매가를 참고하였다. 26년의 경우 공개된 1분기 P와 인상이 발표된 2분기 P를 평균하여 HR Coil 가격으로 활용하였으며 27년과 28년은 26년 HR Coil 가격에 인플레이션을 3%를 가정하였다. 강관 판매량은 [매출추정]의 논리와 동일하다.

(2) 인건비 추정

인건비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
인건비	75,016	83,979	92,269	92,067	96,114	108,254	117,404	124,913
임원 급여	4,418	5,783	5,997	7,003	5,697	7,003	7,003	7,003
임원 평균 급여	260	304	316	333	271	333	333	333
임원 수(명)	17	19	19	21	21	21	21	21
직원 급여	62,391	67,697	75,167	69,232	72,052	82,886	92,035	99,544
직원 평균 급여	95	101	99	87	90	101	99	102
직원 수(명)	658	673	762	796	805	824	933	975
소속외 근로자 급여	8,207	10,499	11,105	15,832	18,365	18,365	18,365	18,365
매출원가	49,259	54,634	63,660	64,351	66,170	73,279	79,472	84,555
% of 인건비	65.7%	65.1%	69.0%	69.9%	68.8%	67.7%	67.7%	67.7%
판관비	25,757	29,345	28,609	27,716	29,945	34,976	37,932	40,358
% of 인건비	34.3%	34.9%	31.0%	30.1%	31.2%	32.3%	32.3%	32.3%

동사 인건비는 임원, 직원, 소속외 근로자를 구분해 추정하였다. 직원 평균 급여는 9천만원~1억 원 부근에서 유지되는 모습을 보였지만 판매량이 급증하는 주요한 이벤트가 있는 경우 상대적으로 높게 형성되는 경향성을 보였다. 22~23년 러우전쟁 당시의 평균 급여가 24~25년에 비해 높은 것에서 이를 확인할 수 있다. 분석에서는 향후 미국-이란 전쟁에 따라 강관 판매량이 증가할 것이라 주장하고 있으므로 이를 반영해 높은 평균 급여와 큰 폭의 직원 수 증가를 가정하였다. 임원 급여와 소속외 근로자 급여는 합리적 추정이 불가능해 가장 높은 수치로 flat 처리하였다.

(3) 운반비 및 그 외의 비용

운반비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운반비	26,643	29,479	39,481	40,973	36,205	31,645	41,065	41,768
매출원가	11,140	12,918	19,251	20,752	16,704	14,631	18,987	19,312
% of 운반비	41.8%	43.8%	48.8%	50.6%	46.1%	46.2%	46.2%	46.2%
판관비	15,503	16,561	20,230	20,221	19,501	17,013	22,078	22,456
% of 운반비	58.2%	56.2%	51.2%	49.4%	53.9%	53.8%	53.8%	53.8%

운반비는 향후 동사 매출에서 해외 비중이 차지하는 비율이 커진다는 점을 반영해 추정하였다. 25년의 국내-수출 비중을 기준으로 26부터 28년까지 예상되는 국내-수출 비중을 고려하였다.

추가적으로 이자수익과 이자비용의 경우 일반적으로 기초와 기말을 가중평균한 평균이자발생부 자산과 평균이자발생부부채에 유효이자율을 곱해 도출하지만 본서에서는 3FS 추정 시 발생하는 순환참조 문제를 해소하기 위해 기초를 기준으로 도출하였다. 그 외의 비용 계정은 각 계정의 성격에 따라 0 flat 혹은 5개년 이동평균을 통해 추정하였다.

8.2. 최종 손익계산서 Table 및 OPM에 대한 제언

추정 손익계산서								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,497,361	1,801,835	1,860,905	1,809,433	1,484,797	1,683,313	1,968,420	2,078,981
YoY(%)	30.2%	20.3%	3.3%	-2.8%	-17.9%	13.4%	16.9%	5.6%
매출원가	1,291,168	1,469,790	1,543,468	1,511,049	1,341,465	1,407,620	1,636,388	1,655,647
매출총이익	206,192	332,045	317,437	298,384	143,332	275,693	332,032	423,334
GPM(%)	13.8%	18.4%	17.1%	16.5%	9.7%	16.4%	16.9%	20.4%
판매비와관리비	74,247	116,879	85,526	95,475	93,730	93,245	103,264	108,250
영업이익(손실)	131,946	215,166	231,910	202,909	49,601	182,448	228,768	315,084
OPM(%)	8.8%	11.9%	12.5%	11.2%	3.3%	10.8%	11.6%	15.2%
금융손익	(1,324)	(7,930)	10,727	42,214	6,265	13,431	24,506	20,367
기타손익	(5,459)	3,781	186	2,041	2,803	(519)	(574)	(615)
법인세비용차감전순이익	125,163	211,017	242,823	247,164	58,669	195,360	252,700	334,835
법인세비용(수익)	33,364	51,851	53,869	109,846	28,665	47,277	61,153	81,030
당기순이익(손실)	91,395	159,294	188,834	137,062	29,999	148,083	191,546	253,805
NPM(%)	6.1%	8.8%	10.1%	7.6%	2.0%	8.8%	9.7%	12.2%

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 다음과 같다. 22년 러우전쟁 당시 해외에 수출되는 송유관과 유정관의 P가 상승해 P-C 스프레드가 확대됨에 따라 OPM은 큰 폭으로 상승했다. 이는 같은 해 한국가스공사 강관 납품 입찰 담합 관련 손해배상 총당부채로 인해 발생한 385억의 판관비가 고려한 수치로 총당부채를 고려하지 않고 산출한 OPM은 22년 14.1%, 23년 12.3%이다. 총당부채를 고려하지 않은 손익계산서는 [Appx. 9.7.]에 첨부하였다.

전술했듯이, 미국-이란 전쟁으로 동사가 누릴 수혜는 러우전쟁 때보다 크다. 따라서 동사의 향후 OPM은 러우전쟁 때보다 더 큰 폭으로 상승할 여지가 충분하다. 다만 본서에서는 트럼프 행정부의 철강 관세 리스크가 온전히 해소되지 않았다고 판단했다. 이를 고려해 보수적인 P를 가정했고 그 결과 P-C 스프레드 확대가 제한되어 보수적인 OPM이 도출되었다.

8.3. Valuation - Historical PBR method

(1) Why PBR Method?

본서는 동사 Valuation 방법으로 PBR Method를 선택하였다. 동사가 영위하는 강관 산업은 대규모 장치 산업으로 자본집약적인 구조를 가지고 있다. 또한 유가, 북미 Rig Count, 국내 건설경기 등 업황에 따른 매출 및 이익 변동률이 심한 시클릭얼 산업이다. 따라서 PER Method 적용 시 가치평가가 크게 왜곡될 수 있다. 반면 자기자본은 단기 이익 변동에 비해 안정적으로 유지되기 때문에 이를 활용한 PBR Method가 동사의 가치를 평가하는 방법으로 더 적합하다.

(2) Why Historical PBR Method?

Peer PBR Method가 적합하지 않은 이유는 다음과 같다. ① 각 강관 기업 간 CAPA가 상이하고 CAPA의 차이는 대규모 프로젝트가 집중되어 생산량이 확대되는 시기에 각 사가 받을 수혜의 차이로 이어질 수 있다. 동사는 강관 기업 중 CAPA가 가장 크기 때문에 대규모 발주 시 넥스틸, 휴스틸 등 Peer에 비해 더 큰 수혜를 누릴 수 있다.

② 또한 동사는 광범위한 제품군 포트폴리오가 구축하고 있어 Peer들에 비해 수혜가 집중적일 수밖에 없다. 동사가 중동에서의 대규모 프로젝트와 알래스카 LNG 프로젝트의 수혜를 입을 수 있는 이유도 국내 강관사 중 동사만이 42인치 대구경을 안정적으로 생산할 수 있기 때문이다. 종합하면, 동사는 국내 강관 기업 중 가장 많은 CAPA를 확보하고 있고, 다변화된 제품군 포트폴리오를 보유하고 있어 Peer Method는 동사의 가치를 온전히 반영하지 못한다.

Historical PBR Method가 적합한 이유는 다음과 같다. 동사는 오랜 기간 강관 사업을 영위하며 다수의 업사이클과 다운사이클을 경험하였다. 특히 본서에서 Valuation의 레퍼런스로 활용하고자 하는 러우전쟁 시기의 에너지 강관 수요 급등 사이클도 경험했다. 당시 동사가 받았던 PBR을 Proxy로 활용하는 것이 상황이 상이한 Peer와 비교하는 것보다 정확할 것이다.

(3) Target Multiple 선정

본서에서는 미국-이란 전쟁이 촉발한 의도치 않은 상황들이 강관 사업의 장기적 대호황을 이끌 것이며 그 규모는 러우전쟁 시기를 능가할 것이라고 주장한다. 러우전쟁 당시 시장은 Q의 상승과 P-C 스프레드 확대를 기대하며 동사에 높은 가치를 부여하였다. 이번에도 동사에 유사한 상황이 펼쳐질 것임을 고려해 Target Multiple 선정 시에도 러우전쟁을 레퍼런스로 삼았다.

다만 러우전쟁 초기의 Valuation을 그대로 활용하는 것은 적절하지 않다. 통상 전쟁 발발 초기는 강관 산업에 대한 기대감이 가장 높을 때이다. 또한 당시에는 14년 이후 8년 만에 유가가 배럴당 100달러를 상회하면서 시장이 강관 수혜를 과대평가했을 가능성도 존재한다. 이에 전쟁 초기의 기대감이 어느 정도 수그러들고 실적과 합리적인 기대에 기반한 Valuation이 이루어지던 23년 1분기 3개월 평균 PBR인 0.56x을 Target Multiple로 채택하였다.

이는 동사의 현재 상황을 종합적으로 고려할 때 합리적인 수치이다. 현재 동사의 PBR은 역사적 하단에 근접한 0.3배 수준에 불과하다. 이는 관세 관련 불확실성과 건설 경기 둔화에 대한 비관적 전망이 복합적으로 반영된 결과이다. 하지만 관세 이슈는 이미 시장에 상당 부분 반영되었으며 건설 경기 역시 추가적인 급락 가능성이 제한적이다.

또한, 동사의 가치는 대형 프로젝트가 예상될 때마다 반복적으로 재평가되어 왔다. 22년에는 러우전쟁, 25년 초에는 전통에너지 친화 정책으로 인한 대규모 프로젝트가 예상되자 시장은 이를 즉각적으로 밸류에이션에 반영했다. 이번 역시 마찬가지일 것이다. 러우전쟁 이상의 매출이 예상됨에도 아직 시장은 이를 온전히 반영하지 못하고 있다. 동사가 다시 한 번 거대한 성장의 초입에 놓여있다는 점을 고려할 때 동사가 받을 PBR 0.56은 결코 과한 수치가 아니다.

(4) 최종 PBR Valuation 및 목표주가

27E DPS 6,270원, 배당성향 11.9%라 추정하였다. 추정 자본변동표는 Appendix에 첨부하였다.

Valuation - Historical PBR Method (27E)	
27E 지배지분 기말자본(십억 원)	1,438
유통가능주식수 (주)	2,800,100
27E BPS(원)	513,627
Target PBR Multiple	0.56x
ROE(%)	7.44%
목표주가(원)	286,700
현재주가(원)	156,400
상승여력(%)	83.3%

상기 논의를 종합하여, 2027E BPS 513,627원에 Target PBR Multiple 0.56x를 곱한 목표주가 286,700원, 상승여력 83%, 투자의견 BUY를 제시한다.

9. Appendix

9.1. 연결 BS, CF

연결재무상태표								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	681,377	837,441	839,633	896,482	782,844	936,116	1,167,710	1,407,725
현금및현금성자산	108,278	270,572	218,330	362,666	173,437	265,974	307,126	389,511
매출채권 및 기타유동채권	259,673	267,921	319,861	247,886	274,951	263,357	298,238	342,379
기타금융자산(유동)	71,076	17,378	13,527	14,826	12,229	121,851	231,472	341,093
재고자산	242,333	278,728	286,800	269,133	319,963	282,670	328,610	332,477
기타유동자산	17	2,841	1,116	1,970	2,264	2,264	2,264	2,264
비유동자산	546,815	627,688	696,281	927,366	1,045,450	1,076,809	1,074,079	1,060,273
유형자산	518,610	546,440	534,777	672,237	681,149	676,532	666,768	651,796
무형자산	6,599	6,829	26,178	27,030	24,660	22,800	20,711	18,339
기타비유동자산	25,478	74,420	135,326	228,099	339,641	377,477	386,600	390,138
자산	1,228,191	1,465,129	1,535,914	1,823,848	1,828,294	2,012,925	2,241,789	2,467,999
유동부채	331,977	419,083	399,898	498,284	366,050	420,931	464,806	456,382
단기차입금	149,676	125,220	155,093	216,832	188,031	188,031	188,031	188,031
매입채무 및 기타채무	144,146	183,781	180,664	178,726	141,682	167,973	200,852	188,163
기타유동부채	38,155	110,082	64,141	102,726	36,337	64,927	75,924	80,188
비유동부채	216,622	217,045	138,765	213,008	340,188	326,594	338,778	343,503
장기차입금	146,094	165,465	81,762	140,689	254,659	254,659	254,659	254,659
기타비유동부채	70,528	51,580	57,003	72,319	85,530	71,935	84,119	88,844
부채	548,598	636,128	538,663	711,291	706,238	747,525	803,584	799,884
자본금	14,182	14,182	14,182	14,182	14,182	14,182	14,182	14,182
기타불입자본	527,686	527,686	527,686	529,413	529,413	529,413	529,413	529,413
이익잉여금	137,725	287,135	455,383	568,962	578,461	721,805	894,610	1,124,520
자본	679,593	829,002	997,251	1,112,557	1,122,055	1,265,400	1,438,205	1,668,114
부채및자본총계	1,228,191	1,465,129	1,535,914	1,823,848	1,828,294	2,012,925	2,241,789	2,467,999

연결현금흐름표								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	22,031	216,043	111,167	299,889	(108,308)	242,393	205,012	251,398
당기순이익	91,395	159,294	188,834	137,062	29,999	148,083	191,546	253,805
감가상각비	82,776	126,125	70,895	111,966	64,618	40,114	45,261	50,469
무형자산상각비	(152,140)	(69,376)	(148,562)	50,860	(202,925)	1,860	2,089	2,371
운전자본의 변동	(133,467)	(22,426)	(80,041)	115,091	(134,579)	75,177	(47,942)	(60,698)
기타자산부채 변동	(18,673)	(46,950)	(68,521)	(64,231)	(68,346)	(22,841)	14,057	5,451
투자활동현금흐름	(1,704)	(40,357)	(96,635)	(217,287)	(138,618)	(145,118)	(145,118)	(145,118)
유형자산 취득	(17,924)	(46,093)	(49,877)	(90,352)	(45,759)	(35,497)	(35,497)	(35,497)
무형자산 취득	-	(377)	-	(552)	-	-	-	-
기타투자활동	16,220	6,113	(46,758)	(126,383)	(92,859)	(109,621)	(109,621)	(109,621)
재무활동현금흐름	53,026	(12,881)	(66,484)	57,623	59,112	(4,739)	(18,741)	(23,895)
단기차입금 순증감	(17,760)	9,360	12,265	21,917	925	-	-	-
장기차입금 순증감	79,755	(10,231)	(60,000)	59,552	79,484	-	-	-
배당금 지급	7,000	9,800	16,801	22,401	19,601	3,557	17,560	22,714
현금 순증감	73,353	162,805	(51,952)	140,225	(187,814)	92,537	41,152	82,385
기초 현금	34,998	108,278	270,572	218,330	362,666	173,437	265,974	307,126
기말 현금	108,278	270,572	218,330	362,666	173,437	265,974	307,126	389,511

9.2. 연결 자본변동표

자본변동표 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초자본	595,252	679,593	829,002	997,251	1,112,557	1,122,055	1,265,400	1,438,205
(+) 당기순이익	91,395	159,294	188,834	137,062	29,999	148,083	191,546	253,805
(+) 유상증자	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) 배당금	7,000	9,800	16,801	22,401	19,601	3,557	17,560	22,714
배당성향 (%)	10.7%	10.5%	11.9%	14.3%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
(+) 사업결합	-	-	-	1,727	-	-	-	-
(+) 기타 자본변동	(55)	(85)	(3,785)	(1,083)	(900)	(1,181)	(1,181)	(1,181)
기말자본	679,593	829,002	997,251	1,112,557	1,122,055	1,265,400	1,438,205	1,668,114
가중평균자본	637,422	754,297	913,126	1,054,904	1,117,306	1,193,727	1,351,802	1,553,159
ROE (%)	14.3%	21.1%	20.7%	13.0%	2.7%	12.4%	14.2%	16.3%

9.3. 유형자산상각비 추정

유형자산감가상각비 추정 및 안분								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유형자산감가상각비	26,599	27,030	28,511	28,265	32,285	40,114	45,261	50,469
건물	4,479	4,498	4,591	4,751	6,164	6,776	6,845	6,914
구축물	526	581	572	654	1,085	1,048	1,093	1,138
기계장치	19,979	20,252	21,404	20,730	22,724	29,122	33,495	37,868
차량운반구	30	36	64	100	90	79	35	52
기타유형자산	1,506	1,650	1,878	2,030	2,222	3,090	3,793	4,496
매출원가	22,421	23,606	24,290	22,644	25,068	33,261	37,528	41,847
% of 감가상각비(%)	84.3%	87.3%	85.2%	80.1%	77.6%	82.9%	82.9%	82.9%
판매비와관리비	4,178	3,424	4,221	5,621	7,217	6,853	7,732	8,622
% of 감가상각비(%)	15.7%	12.7%	14.8%	19.9%	22.4%	17.1%	17.1%	17.1%

9.4. 금융손익 추정

금융손익 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
금융손익	(1,324)	(7,930)	10,727	42,214	6,265	13,431	24,506	20,367
이자손익	(4,033)	(1,385)	(1,258)	(2,991)	(5,635)	(8,362)	-	-
배당금손익	146	63	94	65	378	149	150	167
파생상품손익	-	-	(1,009)	(2,749)	-	-	-	-
외화손익	818	(5,670)	(609)	11,063	(3,076)	-	-	-
사채상환손익	-	-	-	-	-	-	-	-
당기손익인식금융자산 관련손익	1,745	(938)	13,509	36,826	14,598	21,644	24,356	20,199

9.5. 기타손익 추정

기타손익 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기타손익	(5,459)	3,781	186	2,041	2,803	(519)	(574)	(615)
임대수익	1,870	1,747	2,100	1,344	915	1,595	1,540	1,499
수입수수료	2,980	2,895	2,298	899	668	-	-	-
유형자산처분손익	354	(888)	(683)	707	504	-	-	-
무형자산처분손익	-	-	-	-	(38)	-	-	-
유형자산손상차손	(10,939)	-	(3,979)	(1,339)	(1,025)	(2,114)	(2,114)	(2,114)
기부금	(143)	(308)	(500)	(449)	(524)	-	-	-
잡손익	419	335	950	879	2,303	-	-	-

9.6. 법인세비용 추정

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
당기순이익	124,759	211,146	242,703	246,908	58,664	195,360	252,700	334,835
법인세비용(수익)	33,364	51,851	53,869	109,846	28,665	47,277	61,153	81,030
유효법인세율(%)	26.7%	24.6%	22.2%	44.5%	48.9%	24.2%	24.2%	24.2%

9.7. 한국가스공사 소송 관련 총당부채 미고려 시 22년, 23년 OPM

매출원가 및 판매비와관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,497,361	1,801,835	1,860,905	1,809,433	1,484,797	1,683,313	1,968,420	2,078,981
YoY(%)	30.2%	20.3%	3.3%	-2.8%	-17.9%	13.4%	16.9%	5.6%
매출원가	1,291,168	1,469,790	1,543,468	1,511,049	1,341,465	1,407,620	1,636,388	1,655,647
매출원가율(%)	86.2%	81.6%	82.9%	83.5%	90.3%	83.6%	83.1%	79.6%
GPM(%)	13.8%	18.4%	17.1%	16.5%	9.7%	16.4%	16.9%	20.4%
원재료비	1,069,159	1,230,473	1,254,724	1,207,882	1,061,649	1,110,639	1,308,621	1,312,338
% of sales	71.4%	68.3%	67.4%	66.8%	71.5%	66.0%	66.5%	63.1%
인건비	49,259	54,634	63,660	64,351	66,170	73,279	79,472	84,555
% of sales	3.3%	3.0%	3.4%	3.6%	4.5%	4.4%	4.0%	4.1%
감가상각비	22,421	23,606	24,290	22,644	25,068	33,261	37,528	41,847
% of sales	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%
무형자산상각비	394	(762)	3,181	(4,036)	4,385	632	680	968
% of sales	0.0%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
지급수수료	54,627	48,045	76,189	79,408	70,993	74,425	87,031	91,919
% of sales	3.6%	2.7%	4.1%	4.4%	4.8%	4.4%	4.4%	4.4%
운반비	11,140	12,918	19,251	20,752	16,704	14,631	18,987	19,312
% of sales	0.7%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%
기타 매출원가	84,168	100,876	102,174	120,048	96,496	100,752	104,069	104,708
% of sales	5.6%	5.6%	5.5%	6.6%	6.5%	6.0%	5.3%	5.0%
판매비와 관리비	74,247	78,388	88,221	95,475	93,730	93,245	103,264	108,250
판매비율(%)	5.0%	4.4%	4.7%	5.3%	6.3%	5.5%	5.2%	5.2%
OPM(%)	8.8%	14.1%	12.3%	11.2%	3.3%	10.8%	11.6%	15.2%
인건비	25,757	29,345	28,609	27,716	29,945	34,976	37,932	40,358
% of sales	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%
감가상각비	4,178	3,424	4,221	5,621	7,217	6,853	7,732	8,622
% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
무형자산상각비	318	1,441	(1,024)	6,832	(1,429)	1,228	1,409	1,403
% of sales	0.0%	0.1%	-0.1%	0.4%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
운반비	15,503	16,561	20,230	20,221	19,501	17,013	22,078	22,456
% of sales	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%
기타 판매비	28,491	27,617	36,185	35,086	38,497	33,175	34,112	35,411
% of sales	1.9%	1.5%	1.9%	1.9%	2.6%	2.0%	1.7%	1.7%

9.8. 대우건설 구매팀 인터뷰 일부 발췌

- 한국 강관 기업들이 글로벌 기업들과 비교해서 가지는 강점.

(1) 포스코에서 생산하는 고품질 원자재(열연강판, 후판 등) 활용이 용이함. (2) 글로벌 기업들과 동등한 납품실적 보유 및 다수 해외 사업주의 제조사 승인 이력 보유. Seamless 파이프의 경우, 글로벌 업체 대비 가격 경쟁력 등이 부족하지만, Welded Pipe 등의 경우 전통적인 강자(Erndtebrücker Eisenwerk GmbH, Eisenbau Krämer GmbH) 등 대비 가격경쟁력 우위. 이는 유럽의 인건비 상승 및 환경규제 강화에 따른 원가 상승이 주 요인. 중국업체 또한 가격면에서 우위를 가지나, 품질등을 고려했을 때 국내 강관업체(세아제강 등)가 현재는 우위에 있는 실정임

- 일반 탄소강 제품에 있어서, 한국 강관 기업은 아예 밀리는 구조인지 궁금함.

일반 탄소강 Welded 제품에 대해 한국 강관기업은 가격 및 품질면에서 세계적인 경쟁력을 확보하고 있다고 판단됨. Welded Pipe의 경우, 세아제강 및 현대스틸파이프(구 현대제철) 등은 가격 경쟁력 보유함. 또한, Vendor 등재가 까다로운 Aramco 및 TOTAL 등에 국내업체들이 등재되어 있는 상태임.

- EPC사가 강관업체를 선정할 때 무엇을 제일 중요하게 생각하는지 궁금.

(1) 사업주의 제조사승인 여부 (2) 승인제조사 중에서는 금액 및 납기 (3) IOC PJ의 사용여부.

- 국내 강관업체끼리 기술적 차이가 존재하는지, 없다면 어떤 것이 기준인지 궁금.

제조사별로 생산가능 사이즈(외경 및 두께)에 차이가 존재할 수 있음. 특정 프로젝트에 대해 생산가능 사이즈의 차이가 없다면, 금액 및 납기(생산규모 반영)로 판단.

- 발주처에서 EPC에게 어떤 강관기업을 무조건 써달라고 물어보는 경우가 있는지 궁금함.

특정 강관기업을 무조건 써달라고 물어보는 경우는 극히 드뭄. 발주처의 입찰안내서에 품질검증이 완료된 품목별 복수의 제조사 목록이 포함되어 있으며, EPC사는 입찰조건에 명기된 사항에 따라 특수한 사정이 없는 한, 해당 제조사 중에서 우선적으로 구매. 다만, 발주처 요구 기술조건(강종, 크기, 두께)을 충족하는 업체가 소수일 경우는 있음.

9.9. 유정관 P 추정

유정관 P 추정 논리	2021	2022	2023	2025	~1Q26	2026E	2027E	2028E
OCTG 가격 (단위: 달러/ton)	2,147	3,610	2,749	2,079	1,864	2,679	2,935	2,085
6M Lag 유가 (단위: 달러)	63	88	80	69	64	76	80	66
유가 전망						87	72	60

9.10. 연간 유가 가정

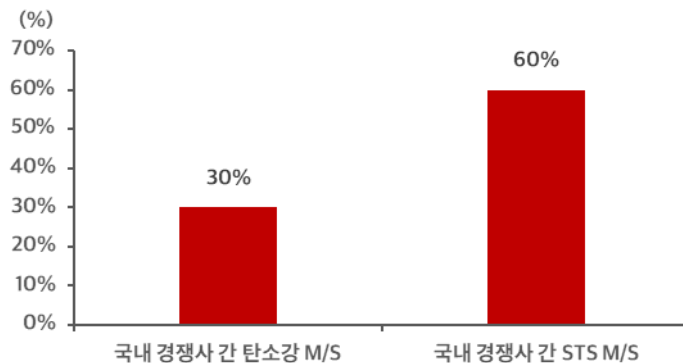


9.11. 알래스카 LNG 플랜트 규모 추정

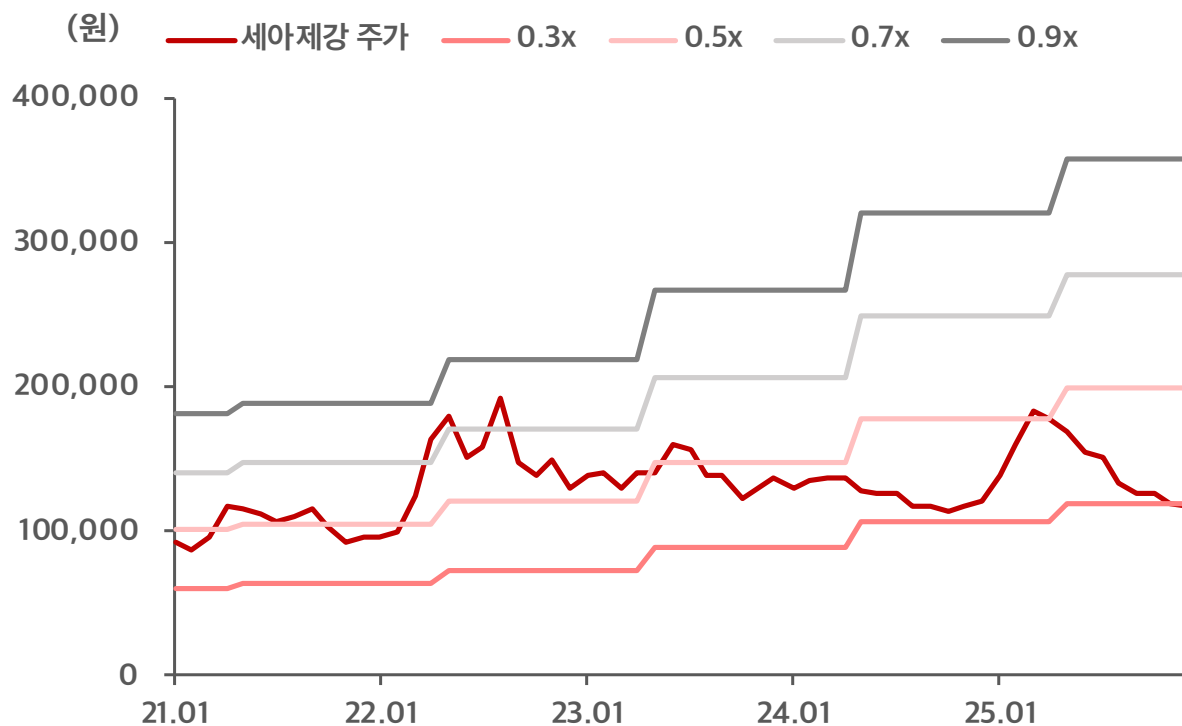
알래스카 수주 규모 추정	
구분	(단위: 톤, 백만원)
메인 송유관 Q	241,667
금광 연결 파이프라인 Q	27,697
송유관 내 STS관 Q	1,800
플랜트 내 STS관 Q	30,000
Phase 1 탄소강 Q	269,364
Phase 1 STS관 Q	1,800
Phase 2 STS관 Q	30,000
알래스카 P (단위: 원)	1,800,000
STS 강관 P	6,000,000
Phase 1 TAM	495,655
Phase 2 TAM	180,000
Phase 1 수주분	247,828
Phase 2 수주분	90,000

9.12. 미국 내 한국 시장 점유율 추정 및 국내 경쟁사 간 M/S 추정

미국 내 한국 시장 점유율					
(단위: %)	2022	2023	2024	2025	2 yr avg
한국 시장 점유율	19%	20%	22%	23%	23%



9.13. PBR 밴드

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.