

2024. 11. 20



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Overweight

유틸리티

Drill Baby!

트럼프가 가스 시장에 가져오는 변화

- ✓ 'Drill, Baby, Drill', 트럼프 시대 예상되는 미국 천연가스 생산, 수출 확대
- ✓ 밀려있던 미국 LNG 수출 CAPA 확대가 탄력을 받을 전망
- ✓ 러우 전쟁 이후 프리미엄 적용받는 아시아 천연가스 가격 하락 정상화
- ✓ 단기적으로는 한국전력, 가스 발전사들의 원가 하락 기대
- ✓ 중장기적으로는 LNG 직도입 발전 및 트레이딩 사업 기회 확대 전망

천연가스 산업, 트럼프 시대에 가장 웃음짓는 산업

트럼프 2기는 'Drill, Baby, Drill'이라는 구호를 배경으로 원유, 가스 생산 및 수출 확대를 핵심 정책으로 내세우고 있다. 이는 글로벌 LNG 공급량 증가 사이클을 가속화시킬 가능성이 높다. 현재 건설 중인 터미널들이 성공적으로 상업운전에 들어간다면 2029년까지 미국 LNG 수출 CAPA가 약 +85% 증가한다. 인허가를 완료하고 착공을 기다리는 프로젝트도 현재 CAPA의 약 66%에 해당한다. 이에 더해 트럼프 정부 하에서는 신규로 인허가를 완료하는 프로젝트도 늘어날 것으로 예상된다.

미국 LNG 수출 확대에 따른 아시아 LNG 가격 하락 기대

한국을 비롯한 아시아 유틸리티 입장에서는 미국산 저가 LNG 수출 확대를 통한 아시아 천연가스 가격 하락을 기대할 수 있다. 조정 미국 Henry Hub 가격을 아시아 JKM 가격과 비교해보면, 2020년까지 평균 -30%였던 괴리율이 2021년 이후 +40% 내외로 상승했는데, 이것이 정상화되는 것이다.

1)원가 구조 개선, 2)직도입 확대 및 트레이딩 기회 기대

한국 유틸리티 산업의 수혜는 크게 1)LNG 가격 하락으로 인한 스프레드 개선 효과, 2)LNG 물량 확대에 따른 민간 직도입 확대와 트레이딩 기회로 나뉘볼 수 있다. 단기적으로는 원가 구조 개선 효과가 두드러진다. 한국전력과 직도입 LNG 발전사들이 수혜다. 예를 들어, JKM 가격이 현 13.4달러/mmbtu에서 8.4달러/mmbtu로 하락 (Henry Hub 대비 프리미엄 소멸)한다면 SMP 하락폭은 약 8원/kWh, 한전의 영업이익은 약 +2.3조원 개선될 전망이다. 직도입 가스 발전사 역시 원가 하락과 이용률 상승을 기대할 수 있다. 중장기적으로는 미국산 FOB 물량 확대로 LNG 직도입 발전 및 트레이딩 사업 기회가 증가할 전망이다.

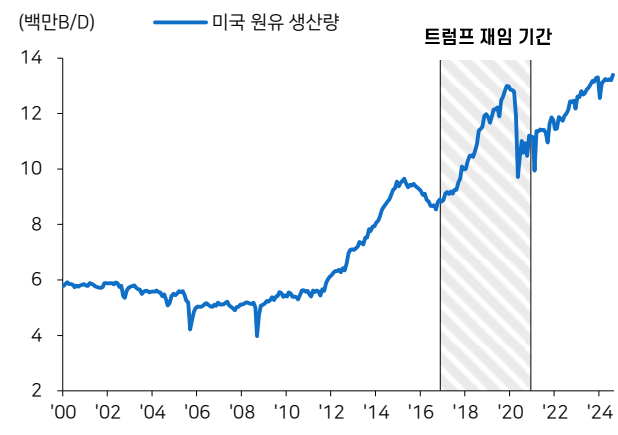
트럼프 시대, 주목해야 할 미국 천연가스 수출 확대

트럼프 1기 미국 내 원유와 천연가스 생산량이 증가했던 배경에는 셰일 가스 혁명과 같은 기술적 발전이 있었지만, 시추 규제를 완화하는 등 정책적인 뒷받침도 크게 작용했다. 사우디와의 외교를 통해 중동에서의 원유 공급도 안정적으로 유지될 수 있도록 유도했다.

트럼프 2기 역시 'Drill, Baby, Drill'이라는 구호를 배경으로 원유, 가스 생산 확대 및 수출 확대를 핵심 정책으로 내세우고 있다. 에너지부 장관에 화석연료 친화적인 크리스 라이트(셰일 가스 프래킹 전문 기업 Liberty Energy CEO)를 임명하기도 했다.

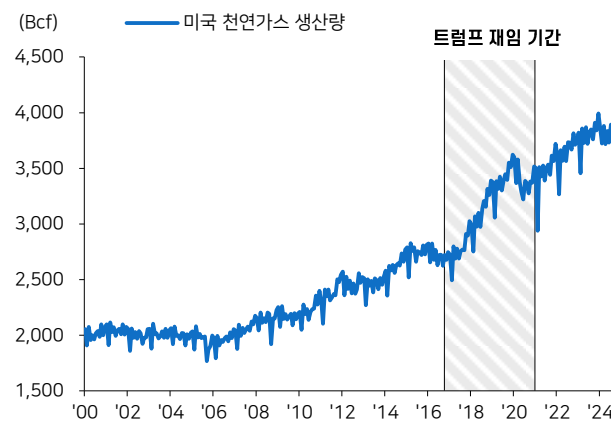
2020년대 후반부는 천연가스 시장에서 있어 중요한 변곡점이다. 우크라이나 전쟁으로 인한 러시아 PNG 공급 감소, 글로벌 LNG 공급량 증가 사이클 등을 경험하고 있기 때문이다. 원유 시장에서도 물론 그렇겠지만, 트럼프 정부의 정책 방향이 천연가스 시장에서는 더욱 중요하다.

그림1 미국 원유 생산량 추이



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 천연가스 생산량 추이

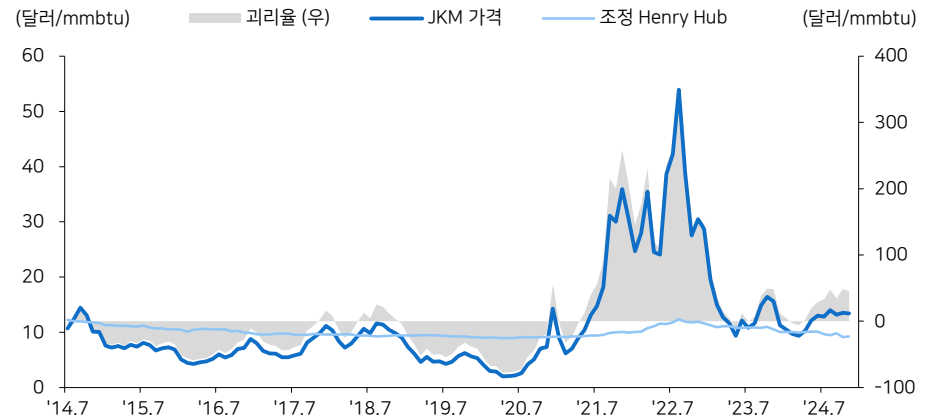


자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

한국 유틸리티를 비롯한 아시아 유틸리티 입장에서는 미국 LNG 수출 확대를 통해 아시아 천연가스 가격 프리미엄이 해소될 수 있을 지가 주요 관심사다. 가스 발전이 약 30%를 차지하고 있는 우리나라의 발전 믹스를 감안 시, 가스 가격 하락은 직접적인 에너지 비용 하락으로 연결될 수 있다.

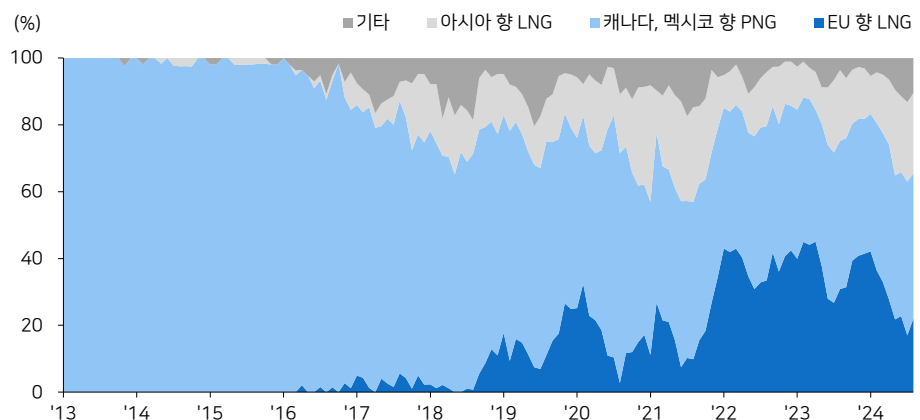
일정 액화비용, 운송비용을 감안한 조정 미국 Henry Hub 가격을 아시아 JKM 가격과 비교해보면, 2020년까지 평균 -30%였던 괴리율이 2021년 이후 +40% 내외로 상승했다. 러-우 전쟁 영향으로 EU의 미국 LNG 수요가 증가하면서 저가 미국 LNG가 아시아 시장이 충분히 공급되지 않았기 때문이다. 아시아 - 미국 간 천연가스 가격 괴리율이 과거 수준으로 회귀하기 위해서는 미국 LNG 수출 CAPA 증가가 필요하다.

그림3 미국 천연가스 가격(Henry Hub) - 아시아 천연가스 가격(JKM) 괴리율 추이



주: 조정 Henry Hub는 액화비와 운송비용을 합친 수치
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 천연가스 국가별 수출 비중



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

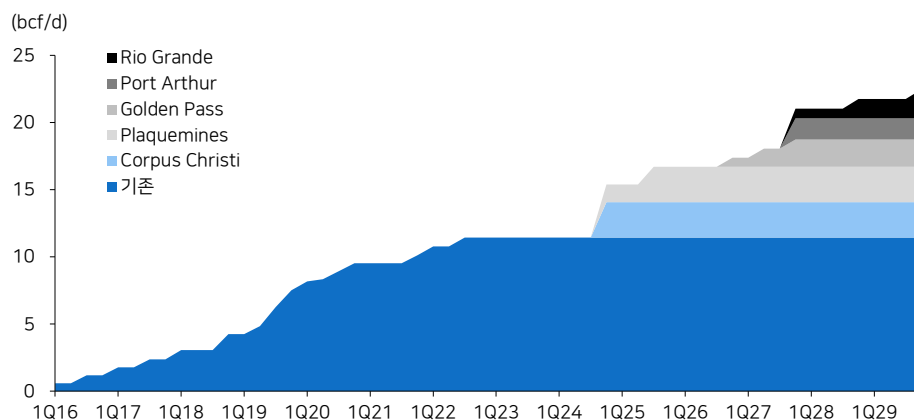
족쇄가 풀린 미국 LNG 수출

2016년 이후 성장을 거듭해왔던 미국 LNG 수출 CAPA는 2022년 이후부터는 정체되어왔다. 글로벌 LNG 수요 증가에도 불구하고 공사비 상승으로 인한 건설 지연, 바이든 정부의 천연가스 산업 규제가 영향을 미쳤다.

천연가스의 주요 구성 성분인 메탄은 이산화탄소보다 온난화 효과가 20~30배 강력한 것으로 알려져 있는 반면, 대기 중 잔류 기간이 짧아 빠른 단축 효과를 볼 수 있다. 따라서 단기간 내에 상대적으로 쉽게 온난화를 방지할 수 있는 'Low Hanging Fruit'로 여겨져 왔다.

이에 따라 바이든 정부에서는 천연가스 시장에 강력한 규제 정책을 펼쳐왔다. 착공된 LNG 터미널의 공사 중단으로 이어진 적은 없으나, 신규 LNG 터미널 인허가를 일시 중단한 바 있다. 또한 메탄 초과배출량에 대한 범칙금을 신설하는 등 Upstream에서의 불확실성 역시 키웠는데, 이는 공사비 상승과 함께 LNG 터미널 건설 지연 요인으로 작용했다.

그림5 미국 LNG 수출 터미널 CAPA 추이 및 전망



자료: EIA(2024.9), 메리츠증권 리서치센터

표1 바이든 정부의 가스 산업 규제

분류	내용
1) Methane Fee	<ul style="list-style-type: none"> EPA는 석유가스회사에 일정 수준 이상의 메탄 배출량에 fee를 부과하는 규칙을 제정 메탄 초과배출량 1톤 당 900달러(2024년) 부과. 2026년에는 1,500달러까지 증가 예정
2) Methane Emissions Reduction	<ul style="list-style-type: none"> EPA는 가스전, 유전에서 플레어링(주기적인 연소)을 금지 메탄 누출이 없는 지 모니터링 강화 탄소배출량 등 ESG 공시 의무 강화
3) Leasing Moratorium	<ul style="list-style-type: none"> 신규 가스전, 유전 개발을 위해 연방 정부 소유의 대지 임대를 중지 Gulf of Mexico 등을 중심으로 미국 석유, 가스 생산량의 24%에 영향
4) Subsidy Elimination	<ul style="list-style-type: none"> 화석연료에 대한 보조금 지급을 중지
5) Climate Impact Assessments	<ul style="list-style-type: none"> 미국 토지부에서는 환경영향평가를 강화하기로 결정

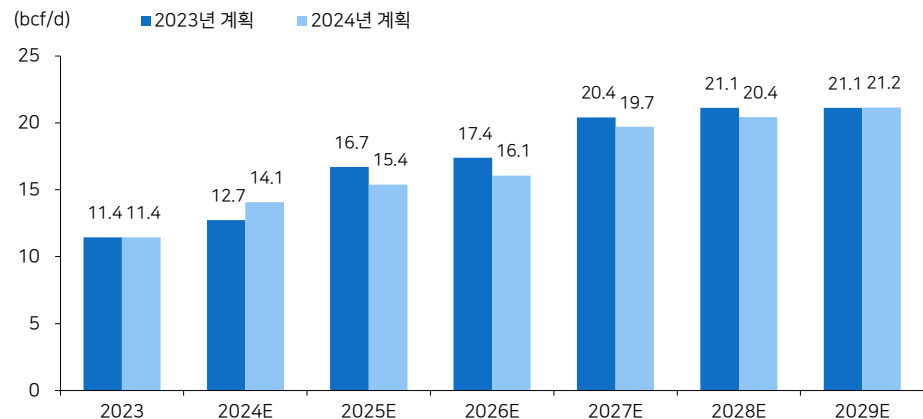
자료: 메리츠증권 리서치센터

실제로 EIA가 제공하는 미국 LNG 수출 터미널 CAPA 계획을 보면, 2023년 대비 2024년 계획을 비교해보았을 때 전망치가 다소 하향되는 점을 볼 수 있다. 2025년과 2026년 CAPA 전망치가 각각 약 -8% 하향되었다.

규제 환경이 바뀔 시 수출 CAPA의 Upside는 풍부하다. 현재 건설 중인 터미널들이 성공적으로 상업운전에 착수한다면 2029년까지 미국 LNG 수출 CAPA가 약 +85% 증가한다. 이 중 단기적으로는 2025년 상반기 내 가동이 예상되는 Plaquemines LNG Phase 1과 Corpus Christi Liquefaction Stage 3가 현 수출 CAPA를 +23% 증가시킬 것으로 예상된다. 인허가를 완료하고 착공을 기다리는 프로젝트도 현재 CAPA의 약 66%에 해당한다.

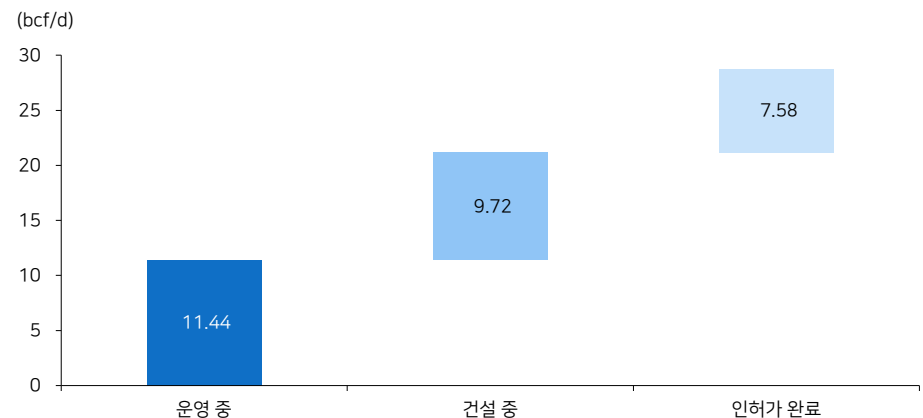
이에 더해 트럼프 정부 하에서는 신규로 인허가를 완료하는 프로젝트도 늘어날 것으로 예상된다. 3~5년의 터미널 건설 기간을 감안했을 때 2020년대 후반의 LNG 수출 CAPA는 현 전망치보다 커질 가능성이 높다.

그림6 미국 LNG 수출 터미널 CAPA 전망: 한 해가 갈수록 조금씩 지연



주: 각 해의 연말 기준 LNG 수출터미널 CAPA 전망. 자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 LNG 수출 터미널 CAPA: 미착공 프로젝트와 향후 인허가까지 합치면 더 커질 듯



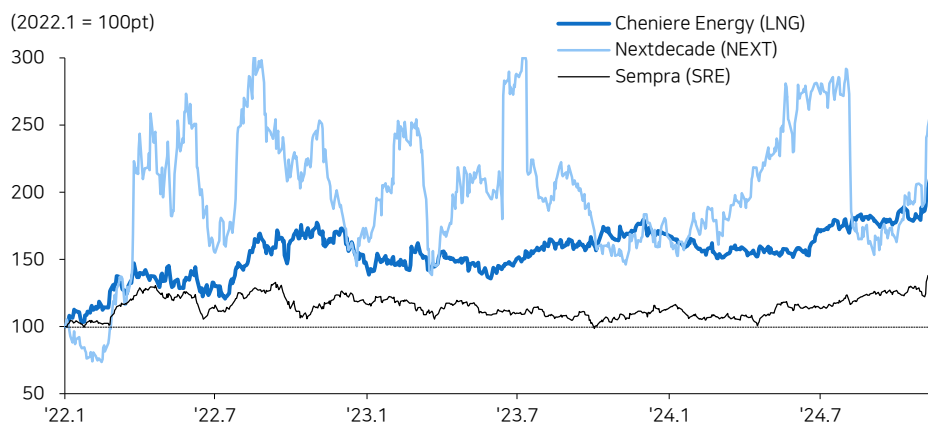
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

물론 현실에서는 더 다양한 변수가 작용한다. 메탄 배출 규제를 강하게 시행하고 있는 EU가 트럼프의 LNG 장기공급계약 제안을 받아들일 것인지, 트럼프가 러-우 전쟁에 어떠한 영향을 미칠지, 트럼프가 러시아산 LNG(Arctic 2 LNG)에 대한 규제를 유지할 지에 따라 글로벌 LNG 가격이 영향을 받을 수 있다. 또한, 이민자에 대한 규제와 건설 인력 부족으로 인한 공사비 상승, 재정 지출 확대와 구축 효과로 인한 금리 상승은 신규 LNG 수출 터미널 건설에 악영향을 줄 수 있다.

다양한 변수에도 불구하고 금융 시장에서는 미국 LNG 수출 물량 확대와 아시아, 유럽 천연가스 가격 안정화 가능성을 높게 보고 있다. 미국 LNG 수출업체들(Midstream)의 주가가 트럼프 당선 이후 상승세를 보이고 있다는 점이 이를 증명한다.

이러한 맥락에서 트럼프 이후의 에너지 시장 변화에 대한 수혜 업종으로서 아시아 LNG Downstream 업체들, 특히 우리나라의 유틸리티 업체들을 주목해야 한다. 1)우선 LNG 가격 하락으로 인한 스프레드 개선 효과가 있고, 2)LNG 물량 확대에 따른 민간 직도입 확대와 트레이딩 기회를 엿볼 수 있기 때문이다.

그림8 미국 LNG 수출 업체들의 주가 추이



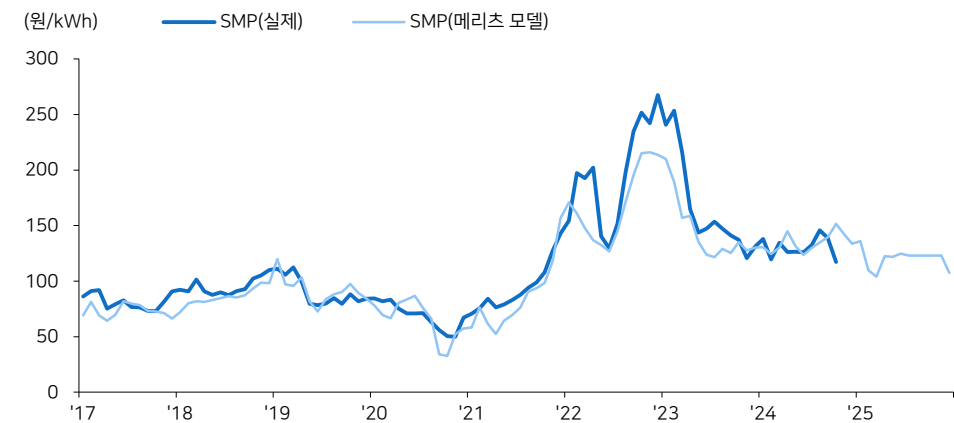
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 유틸리티 수혜 1) SMP 하락

우리나라의 가스 수입 중 대략 70~80%는 유가 연동 장기 계약, 20~30%는 현물 가격 연동으로 이뤄진다. 현물 LNG 가격 하락 시 20~30%에 해당하는 수입 물량에 영향을 미치게 된다. 이에 따라 가스 수입 가격이 하락하면 SMP(System Marginal Price)와 한국전력의 전력 구입단가가 하락한다. 예를 들어, JKM 가격이 현 13.4달러/mmbtu에서 8.4달러/mmbtu로 하락(Henry Hub 대비 프리미엄 소멸)한다면 SMP 하락폭은 약 8원/kWh, 2025년 한전의 영업이익은 약 +2.3조원 개선될 전망이다.

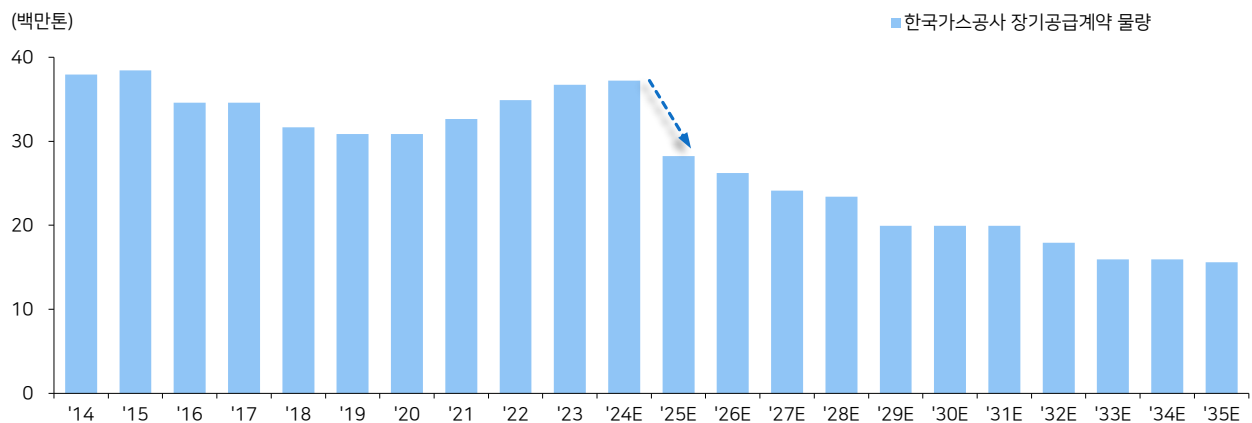
천연가스 가격 하락의 영향이 현재 당사의 예상보다 더 클 가능성도 있다. 한국가스공사의 장기공급계약 물량이 2025년을 기점으로 하락 추세로 전환하기 때문인데, 수요가 이에 맞춰 감소하지 않는다면 현물 계약의 영향력이 커질 전망이다.

그림9 천연가스 가격 하락 가정(JKM 8.4달러/mmbtu)을 가정 시 SMP 예상 경로



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국가스공사의 연도별 장기공급계약 물량



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

한국 유틸리티 수혜 2) 민간 직도입 확대

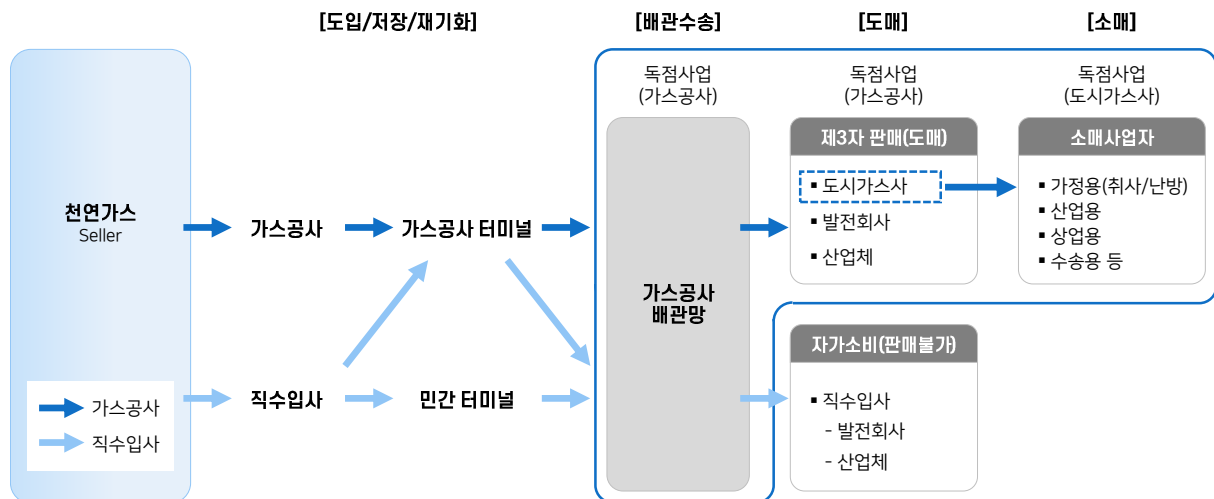
LNG 가격 하락은 한국전력뿐만 아니라 민간 가스 회사들, 특히 직도입 가스 발전 사들과 가스 터미널 사업자들에게 기회가 될 수 있다.

단기적으로는 직도입 발전소들(표2 참고)의 스프레드 개선에 주목해야 한다. LNG 가격 하락은 판가와 원가를 모두 하락시키지만, 현물 도입 계약 비중이 높은 직도입사 입장에서는 원가 하락 효과가 더 크다. 또한 CBP(Cost Based Pool) 시장에는 원가 하락이 곧 이용률 상승으로 이어지며 이익을 추가 개선시킨다. 예를 들어, 2015~2016년 아시아 JKM 가격은 평균 5~7달러/mmbtu 내외였던(vs 2024년 YTD 평균 12달러/mmbtu)었는데, 이 당시 포스코인터내셔널 발전 사업의 영업이익률은 12~14%를 기록한 바 있다(vs 2024E 영업이익률 8.5%).

중장기적으로는 직도입 발전 용량이 증가할 전망이다. 2020년대 후반부터는 현물 LNG 계약 확보가 용이해짐과 동시에, 민간 LNG 터미널 용량이 늘어난다. 한편으로는 석탄 대체, 수도권 전력 수요 대응을 위한 가스 발전 수요도 증가할 전망이다. 이러한 배경에서 터미널 인프라를 보유한 대기업 계열사를 중심으로 신규 직도입 LNG 발전 프로젝트 확대가 예상된다.

미국산 FOB(본선인도조건) 물량의 증가로 LNG 트레이딩 기회 역시 커질 전망이다. LNG 물량의 증가는 유동성 확대와 계약 기간의 단축, 계약 물량의 축소로 이어진다. 이에 따라 전용 선박 및 터미널을 보유한 업체를 중심으로 LNG 직도입 뿐만 아니라 트레이딩 이익 기회가 생긴다. 이러한 맥락에서 포스코인터내셔널의 LNG 사업에 주목해야 한다. 포스코인터내셔널은 전용 선박을 이미 1척 확보하였으며 2030년까지 추가적으로 2척을 확보할 계획이다. 터미널 용량도 2024년 93만 kL에서 2026년 133만 kL, 2030년 227만 kL까지 확장할 계획이다.

그림11 LNG 유통 구조



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

표2 상장 회사들의 가스 발전 사업 현황

회사명	시가총액 (십억원, 11/18일 기준)	가스 발전 영업이익 비중	사업 내용
SK가스	1,851	2025년 예상 약 50%	<ul style="list-style-type: none"> 10년 간 투자 끝에 LNG-LPG Dual 복합 발전소 울산GPS(직도입, 1.2GW, 지분율 99.5%)를 2024년 12월부터 상업 운전. 회사는 2025년 5,000억원의 세전이익 가이드스 중 2,300억원을 울산GPS에서 달성할 것으로 전망
HDC	670	2025년 예상 약 40%	<ul style="list-style-type: none"> 2024년 10월부터 LNG복합발전소 통영에코파워(직도입, 1GW, 지분율 60.5%) 상업 운전 HDC의 나머지 이익은 대부분 HDC현대산업개발과 아이파크몰에서 발생
지역난방공사	584	2024년 예상 약 25%	<ul style="list-style-type: none"> 파주, 화성 등지에서 열병합 발전소 운영(총 발전용량 2,485MW). 발전 원가가 높은 편으로써 급전 순위에 후순위에 위치
E1	489	2025년 예상 약 20%	<ul style="list-style-type: none"> LNG 복합 발전소 평택에너지서비스(883MW)를 인수. 2023년 영업이익은 870억원 전체 인수대금은 5,943억원으로. 평택에너지서비스 88% 지분율 소유.
포스코인터내셔널	8,427	2025년 예상 약 25%	<ul style="list-style-type: none"> 인천 3~9호기 LNG 발전소를 통해 3.4GW의 LNG 발전소 CAPA 보유. 3,4호기(900MW)는 직도입
SK	10,049	2023년 약 25%	<ul style="list-style-type: none"> 광양 가스복합 1,2호기(1GW), 파주문산 가스복합(1.8GW), 여주 가스복합(1.0GW), 위례열병합(450MW), 하남 열병합(400MW) 보유
GS	3,851	2023년 약 15~20%	<ul style="list-style-type: none"> GS EPS는 당진LNG복합 1~4호기(2.4GW) 보유. 바이오매스 1~2호기(200MW) 보유. GS파워는 안양 2-1, 2-2, 부천 열병합 발전소서 총 1.2GW의 LNG 복합 발전 CAPA 보유

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 포스코인터내셔널의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.