iM증권 리서치본부

[에너지/정유/화학]
Overweight

트럼프의 에너지 시대가 의미하는 것들

(feat. SKI E&S 호주/싱가포르 투어 후기)

iM증권

2025.02.20

In-Depth Report

[에너지/정유/화학]
전유진 2122-9193
yujinjn@imfnsec.com

CONTENTS

[산업분석]

Ⅰ. 트럼프의 에너지 시대 6

Ⅱ. 트럼프의 에너지 시대가 의미하는 것들 15

Ⅲ. SKI E&S 호주/싱가포르 사이트 투어 후기 40

[기업분석]

SK이노베이션 (096770) 58

SK가스 (018670) 65

금호석유 (011780) 70

롯데케미칼 (011170) 76

Summary

Ⅰ. 트럼프의 에너지 시대

25년 1월 20일, 미국 제47대 대통령으로 트럼프가 취임하면서 지난 17~20년에 이어 그의 집권 2기가 공식적으로 시작되었다. 대선 기간 트럼프 캠프는 에너지 가격 하락을 핵심 공약으로 제시했고, 이를 위한 수단으로 석탄과 원유, 천연가스 등 화석연료 회귀 정책을 강조해왔다. 실제로 취임식 당일 트럼프는 그 동안 예고해왔던 에너지 산업 전반의 정책 변화를 실행에 옮겼는데, 가장 대표적으로 파리기후협약 재탈퇴에 서명했고 바이든 정부에서 이뤄졌던 북극 석유시추 금지 또한 즉각 폐지하도록 명령하였다. 보다 포괄적으로는 <국가 에너지 비상사태> 선포와 <국가에너지지배위원회> 설립을 통해 화석연료 생산 및 파이프라인 등 인프라 건설에 적용되던 각종 규제 완화를 지시하였다.

트럼프가 그토록 외쳐 왔던 화석연료 Dill, Baby, Drill 시나리오가 가능하도록 사실상 대부분 여건이 조성된 셈이다. 지난 4년간 친환경 정책을 강조해왔던 바이든 정부의 흔적을 빠르게 지우는 한편, 그 자리를 화석연료로 채우려는 움직임 적극적으로 보이고 있는 만큼 **25년 기점으로 향후 4년간은 미국 중심의 에너지 시장 판도 변화가 불가피할 전망**이다. 특히 **AI 산업 지배를 위해 강조되고 있는 저렴하고 안정적인 발전원 충족을 위한 천연가스 생산량 촉진 및 가스발전소 확대 움직임이 예상돼 천연가스 밸류체인에 대한 관심은 25년에도 지속적으로 필요**하다.

Ⅱ. 트럼프의 에너지 시대가 의미하는 것들

트럼프의 에너지 시대에서 주목할 부분은 **1)신규 LNG 터미널 건설 재개 본격화, 2)원유 대비 가파르게 증가할 천연가스 생산, 3)한국의 LNG 수입 중 미국산 비중 확대** 등이며, 궁극적으로 **4)이 모든 것들이 한국 정유/화학 업체들에게는 기회가 될 수 있을 것**으로 판단한다.

신규 LNG 터미널 건설 재개와 한국의 미국산 LNG 수입 증가는 SK가스, SKI E&S 등 민자 발전사에 수혜가 될 것으로 전망하며, 보다 확장적 측면에서는 터미널 건설에 직접적으로 노출되는 피팅 및 냉각시스템 등 플랜트 기자재 밸류체인에도 우호적으로 작용할 수 있겠다.

또한 트럼프의 에너지 시대가 국내 정유/화학 업체들에게는 이전보다 우호적으로 작용할 전망이다. 전통에너지 산업 지배를 위한 미국의 온갖 노력으로 원유와 LNG 가격은 하향 안정화에 무게가 놓이며, 이는 가장 직관적으로 국내 석유화학 업체 원가 하락으로 이어지기 때문이다. 22년 상반기를 정점으로 석유화학 업황은 3년째 다운사이클을 이어가고 있는데, 이는 전방수요 둔화 속에서 중국 중심으로 역내 신규 크래커 증설이 대규모 유입되며 수급밸런스가 붕괴된 것이 가장 주요한 이유이다. 그러나 수급밸런스 붕괴와 동시에, 높은 유가 레벨이 국내 화학 업체들에게는 특히 더 부담으로 다가왔다. 트럼프 집권 1기 당시 평균 57달러에 그쳤던 Dubai 유가가 바이든 집권 기간에는 평균 82달러에 달했고, 매년 높은 수준을 유지한 유가는 원유(납사) 기반 국내 화학업체에게 타격일 수밖에 없었다.

특히 동 기간 인도와 중국 업체들은 저렴한 러시아 원유/납사를 투입함으로써 상대적 원가 우위를 누려왔지만, 유가 안정화를 위한 트럼프의 산유량 장려에 이어 러-우 종전 노력까지 더해지고 있는 만큼 원가 측면에서는 확실히 이 보다 숨통이 트이겠다. **트럼프의 에너지 시대가 여러모로 국내 정유 및 석유화학 업체들에게는 그리 나쁘지 않은 여건을 조성해줄 것**으로 전망한다.

Ⅲ. SKI E&S 호주/싱가포르 사이트 투어 후기

당사는 2/13~17일까지 SKI E&S 호주 Darwin LNG 플랜트와 싱가포르에서 건조 중인 FPSO 사이트 투어, 그리고 CEO 외 주요 임원들과의 미팅에 참석하였다. **이번 투어에서 가장 인상적이었던 부분은 동사 LNG 밸류체인 통합이 그저 형식적인 것이 아니라, 각 부문에서 시너지가 창출될 수 있도록 매우 유기적 형태로 이뤄져 있다는 것**이었다. 가령, 25년 3분기 호주 Barossa 가스전 상업가동은 업스트림 확대 뿐만 아니라 다운스트림에서 동사 광양발전소가 원가 경쟁력을 이어갈 수 있게 해주고, 반대로 파주/여주/보령 LNG 발전소는 단순히 SMP 판매를 통한 이익 창출에 그치는 것이 아니라, 동사가 업스트림에서 사업을 공격적으로 확대할 수 있게 하는 든든한 지원군 역할을 해주기도 한다.

25년 E&S 사업의 핵심 포인트는 1)하반기 호주 Barossa 가스전 상업생산 개시, 2)이와 연계된 Darwin LNG 터미널 운영 재개에 따른 외형 확대 및 시너지 효과 창출이다. Barossa 가스전이 개시되면 동사는 연간 130만톤의 LNG를 신규 확보하게 되는데, 이는 단순히 업스트림 확대에 그치는 것이 아니라 SMP 하향 안정화가 불가피한 상황에서 다운스트림의 안정적 이익을 유지하게 하는 주춧돌 역할을 해줄 수 있다. 또한 Barossa는 기존 BU 가스전에서 사용하던 DLNG를 활용하기 때문에 투자비가 훨씬 낮아 도입단가 하향 안정화 및 이에 따른 발전사업의 견고한 수익 창출에 기여할 수 있다. 24년 11월 합병 이후 아직까진 시장에서 정유/화학/배터리/윤활유 등 기존 사업에만 관심이 집중되어 있으나, **호주 Barossa 가스전이 개시되는 25년 하반기 기점으로 LNG 업체로서의 동사에 대한 완연한 재평가가 이뤄질 것으로 전망**한다.

산업분석

Ⅰ. 트럼프의 에너지 시대

Ⅱ. 트럼프의 에너지 시대가 의미하는 것들

Ⅲ. SKI E&S 호주/싱가포르 사이트 투어 후기

Ⅰ. 트럼프의 에너지 시대

Drilly, Baby, Drill 여건 조성에 본격적으로 나서고 있는 트럼프

지난 1월 20일, 미국의 제47대 대통령으로 트럼프가 취임하면서 2017~2020년에 이어 그의 집권 2기가 공식적으로 시작되었다. 대선 기간 트럼프 캠프는 에너지 가격 하락을 핵심 공약으로 제시했고, 이를 달성하기 위한 수단으로 석탄과 원유, 천연가스 등 화석연료로의 회귀 정책을 강조해왔다.

실제로 취임식 당일 트럼프는 그 동안 예고해왔던 에너지 산업 전반에서의 정책 변화들을 실행에 옮겼는데, 가장 대표적으로는 파리기후협약 재탈퇴에 서명했다. 바이든 정부에서 이뤄졌던 북극에서의 석유시추 금지 조치 또한 즉각 폐지하도록 명령하였고, 보다 포괄적으로는 '국가 에너지 비상사태'를 선포하면서 화석연료 생산 및 파이프라인 등 인프라 건설에 적용되던 각종 규제 완화를 지시하였다.

트럼프가 그토록 외친 화석연료 전반의 Dill, Baby, Drill 시나리오가 가능하도록 사실상 대부분의 여건이 만들어진 셈이다. 이처럼 트럼프 정부는 지난 4년 동안 친환경 정책을 강조해왔던 바이든 정부의 흔적을 빠르게 지우는 한편, 그 자리를 화석연료로 채우려는 움직임을 적극적으로 보이고 있는 만큼 2025년을 기점으로 향후 4년간은 미국 중심의 에너지 시장 판도 변화가 불가피할 전망이다.

표1. 2017년~현재 미국 대통령별 에너지 부문 주요 정책 현황

집권 행정부	시기	에너지 관련된 주요 정책 세부사항
트럼프 행정부 1기 (2017.01~2021.01)	17년 3월	〈에너지 독립〉 행정명령 서명, 오바마 행정부의 청정전력계획(CPP) 등 에너지 관련 규제 재검토 &폐지
	17년 6월	파리기후협약 탈퇴
	18년 1월	오바마 정부 당시 금지된 지역에서의 석유/가스 탐사 및 개발 허용 시추권 경매 확대 등 미국 내 석유/가스 시추활동 가능 지역 대폭 확대
바이든 행정부 (2021.01~2025.01)	21년 1월	파리기후협약 복귀
		미국 영토 & 영해에서 석유/가스 신규 시추 60일간 중단
		연방정부 소유 공공부지 내 석유/가스 채굴 금지하는 행정명령 (*미국 연방 부지에서 채굴되는 화석연료 규모는 미국 전체 생산량의 10% 내외)
		Keystone XL 파이프라인 건설 중단 & 프로젝트 취소
	22년 4월	연방정부 소유 공공부지 내 석유/가스 시추 허용 및 공공부지 임대 재개했으나 채굴 이익 부담금 12.5% → 18.75% 인상
	23년 3월	알래스카 북서부 대형 유전 개발 사업 승인
	24년 1월	신규 LNG 프로젝트 인허가 중단
	24년 4월	연방 부지에서의 석유/가스 임대에 대한 로열티 12.5% → 16.67% 인상 시추 임대 경매 최소 입찰가 에이커당 $2→$10, 최소 보증금 $10,000→$15,000 인상
트럼프 행정부 2기 (2025.01~)	25년 1월	1) 파리기후협약 재탈퇴
		2) 에너지 국가비상사태 선포 → 화석연료 생산 및 파이프라인 등 인프라 신규 건설 규제 완화, 북극 시추 금지 조치 폐지 등
		3) 신규 LNG 프로젝트 수출 허가 재개
		4) 신규 해상 풍력 임대 중단
	25년 2월	1) 루이지애나 Commonwealth LNG 프로젝트의 아시아 및 유럽향 수출 허가 승인
		2) 국가에너지지배위원회(National Energy Dominance Council) 설립

자료: iM 증권 리서치본부

전통에너지 장려에 얼마나 적극적일지 잘 보여주는 에너지지배위원회 설립

트럼프 대통령 취임 직후에는 이전 바이든 행정부의 친환경 정책들을 폐지하면서 과거 집권 1기 당시의 스탠스로 회귀하는 움직임들을 보였다면, 최근 와서는 좀 더 적극적으로 화석연료 생산을 장려하는 환경 조성에 나서고 있다. 대표적으로 지난 2월 14일에는 국가에너지지배위원회(National Energy Dominance Council) 설립하도록 하는 행정명령에 서명하고, 석유와 천연가스 등 전통에너지 생산을 늘릴 수 있도록 즉각적인 조치를 취할 것을 에너지지배위원회에 지시하였다.

행정명령 서명 당시 트럼프 대통령의 언급 중 가장 눈길을 끌었던 부분은 원유를 발 밑의 액체황금(I call it liquid gold under out feet)이라고 표현한 부분이었는데, 향후 4년간 전통에너지 산업 장려에 얼마나 적극적일지 잘 보여주는 대목이었다.

한편, '국가에너지지배위원회(National Energy Dominance Council)'라는 이름처럼 해당 위원회의 주요 목적은 자국에 매장되어 있는 풍부한 천연자원들을 활용해 미국의 에너지 우위(energy dominance)를 이끌겠다는 것으로 해석된다. 위원회는 미국 연방정부 전체의 에너지 정책을 형성하는 한편, 에너지 관련 인허가와 생산, 수송 등에 대한 불필요한 규제를 제거하고 민간투자 확대를 이끄는 업무를 주로 담당하게 된다. 특히 에너지지배위원회 의장으로 트럼프 집권 2기 내무장관이자 North Dakota 주지사 출신 Doug Burgum이 지명됐는데, 지난 인사청문회에서 그는 미국 내 공공토지에서 석유와 가스 등의 개발이 이뤄져야 하며 화석연료 생산 또한 대폭 확대하겠다는 입장을 밝힌 바 있다. 이번 에너지지배위원회 설립 목적과 주요 구성원들만 보더라도 앞으로 트럼프의 에너지 시대에서 미국이 지난 4년과는 얼마나 다른 행보를 보여갈지는 너무도 선명하다.

표2. 국가에너지지배위원회(National Energy Dominance Council) 설립 관련 주요 내용

구분	참고 내용
핵심 구성원	1) 의장: 내무부 장관 Doug Burgum (North Dakota 주지사 출신) 2) 부의장: 에너지부 장관 Chris Wright (Colorado 석유 업체 Liberty Energy의 CEO) 3) 위원회: 트럼프 행정부 내각 주요 인사들로 구성, 의장이 위원회 소집 및 주재
목적	1) 모든 형태의 에너지를 안정적, 저렴하게 생산 2) 경제적, 외교적 질서 확립 바탕으로 '미국의 자강'(MAGA) 도모
주요 내용	1) 미국의 에너지 우위를 위한 생산량 증대 모색 2) 중요 광물 포함 모든 에너지의 〈허가, 생산, 발전, 유통, 규제, 운송, 수출〉 절차 개선 3) 혁신에 집중하고 불필요한 규제 철폐 4) 민간 부문 투자 강화 및 연방 정부와의 협력 도모 5) 전력 생산량의 신속한 증대 6) 에너지 인프라 승인 촉진 7) 뉴잉글랜드, 캘리포니아 등 미국 내 천연가스 비공급 지역 내 파이프라인 건설 승인 촉진 8) 폐쇄된 발전소의 재가동 촉진 및 SMR 가동 9) 에너지 생산 인센티브 논의 등 투자 유치

자료: The White House, iM 증권 리서치본부

AI 기술 지배를 위해 안정적이고 저렴한 전력 필요성 강조

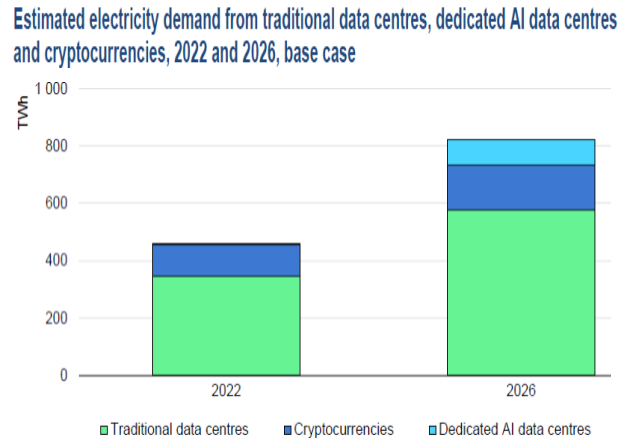
미국이 AI 산업을 지배하기 위해서는 안정적이고 더 저렴한 전력이 필요하다는 Doug Burgum 의장의 발언에도 주목할 만하다. 그는 기저부하 없이는 중국과의 AI 경쟁에서 도태될 수밖에 없으며, 언제든 전력을 생산해낼 수 있는 천연가스와 석탄발전소를 통해 AI 전력수요 증가를 안정적으로 대응해야 한다고 밝혔다.

지난 10년간 글로벌 전력소비 증가는 평균 2.0~2.5% 증가에 그쳤으나, 2024년과 2025년에는 이전보다 훨씬 높은 4.0% 수준의 증가율이 예상된다. 전기차 누적 침투율 상승과 더 길고 강해진 하절기 폭염으로 에어컨 등의 사용량이 늘어나는 영향도 있으나, 무엇보다 가장 주요한 드라이버는 AI 및 데이터센터 확대에 따른 전력 소비량 증가이다. 2022년 글로벌 전력 소비량은 28,844TWh 내외였다. 이 중 데이터센터 및 가상화폐 부문 전력 사용이 460TWh로 1.6%에 그칠 만큼 미미했으나, IEA는 2026년 그 비중이 10% 내외로 대폭 늘어날 것으로 전망하고 있으며 다른 기관들 역시 정도의 차이일 뿐 성장의 방향성은 동일하다.

그림1. Doug Burgum, AI 산업을 지배하기 위한 안정적이고 저렴한 전력 필요성 주장

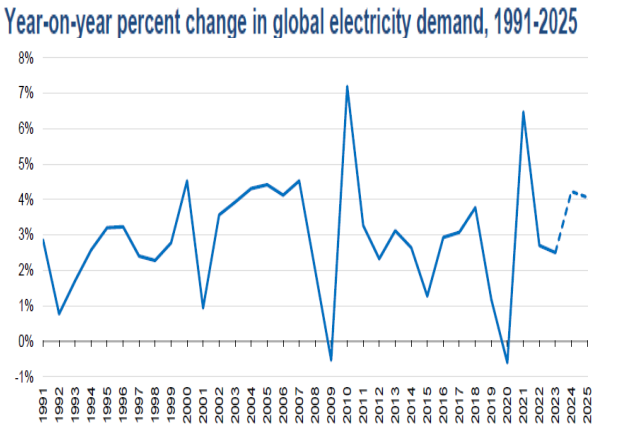
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 데이터센터, 암호화폐 및 AI 전력수요 전망: 22년 VS 26년



자료: McKinsey, iM증권 리서치본부

그림3. 연간 글로벌 전력 수요 전망 및 YoY 증가율 추이



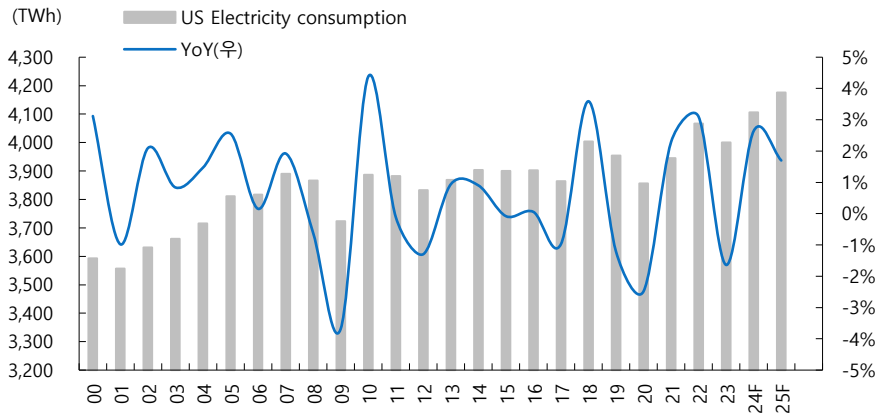
자료: Precedence Research, iM증권 리서치본부

이미 데이터센터로 인한 전력수요 증가가 두드러지고 있는 미국

미국의 총 전력 수요에서 데이터센터가 차지하는 비중이 약 2.1%로 글로벌 평균 1.3%을 이미 상회하고 있다. 데이터센터 구축에 있어 글로벌 전 지역 중 미국이 누구보다 가장 앞장서고 있는 만큼 앞으로도 그 추이는 더욱 두드러질 것으로 예상된다. 이에 따라 과거 5년 및 10년간 평균 각각 0.2%, 0.4% 수준에 그쳤던 미국의 전력 소비 증가율이 2024년에는 2.7%, 2025년 1.8% 각각 늘어나며 과거 평년 레벨을 대폭 넘어설 것으로 전망된다.

이는 특히 상업용에서 주로 발생하는데, 실제로 미국 내 데이터센터 및 가상화폐 채굴장이 밀집되어 있는 지역들의 2024년 상반기 누적 기준 상업용 전력 소비가 전년 대비 약 10~15% 증가했는데, 미국 평균인 3.2% 수준과 비교하면 확실히 높다. 대표적으로 데이터센터가 집중된 Pennsylvania +11.8%, Virginia +7.6%, North Dakota +15.8%, Ohio +10.0% 등이 가장 높은 전력수요 증가율을 보였다.

그림4. 2000~2025년 미국 내 전력 소비량 및 YoY 증가율

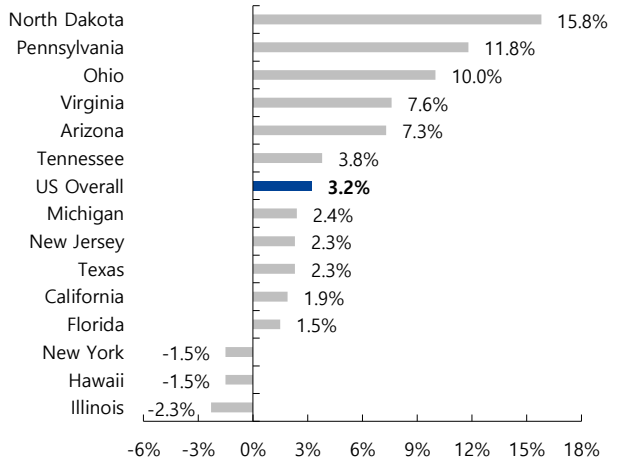


자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 주(州)별 데이터센터 분포 수

자료: Data Center Map, iM증권 리서치본부

그림6. 2024년 상반기 미국 주(州)별 상업용 전력 수요 증감률



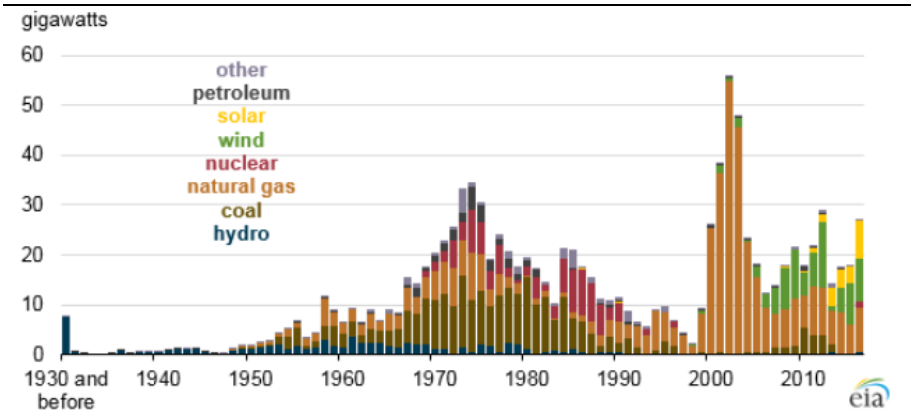
자료: EIA, iM증권 리서치본부

최근 미국 신규 에너지원에서 재생에너지 비중 가장 높아

미국은 글로벌 천연가스 최대 생산국가이다. 자국 내 풍부한 천연가스 생산으로 가격 경쟁력을 갖추고 있는 만큼 천연가스는 총 발전량의 40% 이상을 차지하는 최대 에너지원이기도 하다. 이에 지난 30여년 동안 미국에서 신규 유입된 발전소 대부분은 가스발전소였다. 2010년을 전후로 해서 태양광과 풍력발전소도 조금씩 출현하긴 했으나, 그래도 천연가스가 대부분인 것은 여전했다.

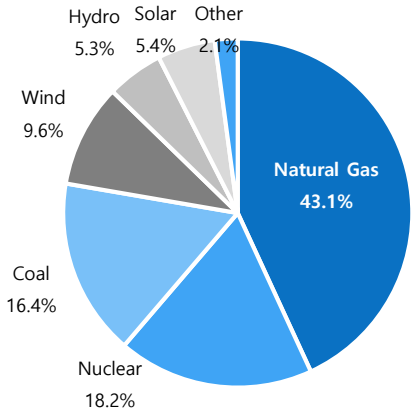
최근 들어서는 그동안 미미했던 재생에너지 비중이 압도적으로 증가하고 있다. 가령, 2024년 상반기 그리드에 연결된 유틸리티 발전설비 20.2GW 중 태양광이 12.0GW로 60% 차지했고, 저장용 배터리가 21%(4.2GW)로 그 뒤를 이었다. 태양광과 배터리 합산 비중이 80%를 상회하며 사실상 대부분을 차지한 것이다. 하반기 유입된 발전원에서도 태양광과 배터리가 상반기와 비슷한 84%에 달했던 것으로 추정된다. 이와 같은 추이는 중장기적으로 계속 이어질 것으로 예상된다. 다만, 트럼프의 에너지 시대에서 재생에너지 속도는 이전 바이든 정부 대비 다소 더뎌지고 가스 기반의 발전소 증가 속도가 좀 더 가팔라질 수 있다는 판단이다.

그림7. 1930년 이후 미국 에너지원별 신규 발전원 유입



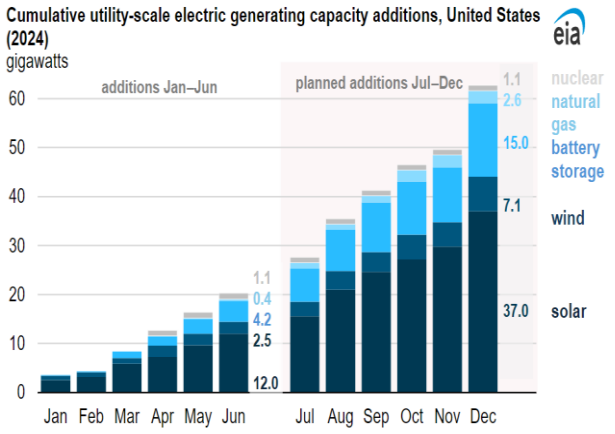
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 발전원별 비중 (2023년 기준)



자료: iM증권 리서치본부

그림9. 2024년 에너지원별 신규 발전원 유입 규모



자료: EIA, iM증권 리서치본부

트럼프 에너지 시대에서는 가스발전소 증가 속도가 이전 대비 더 빨라질 듯

그러나 재생에너지는 간헐성이 여전히 문제로 남아있고, Doug Burgum 의장 역시 이를 지적하며 AI 전력수요를 안정적으로 대응하기엔 적절하지 않다고 언급한 바 있다. 이제 절대적인 소비량 자체가 대폭 증가하는 만큼 화석연료와 재생에너지 등 특정 에너지를 구분하지 않고 전 발전원에 걸친 용량 확대가 예상된다. 다만, 그 중에서도 미국은 AI 전력수요의 안정적 대응을 위한 핵심적인 수단으로 현재 발전원에서 가장 많은 비중을 차지하고 있고, 매장량도 풍부한 가스발전소에 좀 더 집중할 것으로 예상한다. 실제로 최근 2~3년간 Duke Energy, Entergy 등 미국 주요 유틸리티 업체들 역시 신규 가스발전소 건설에 적극적인 모습이다.

통상 가스발전소 운영기간은 약 20~25년인데, 적정수명을 넘긴 노후 가스발전소 일부가 운영 중단함에 따라 2023~2027년에는 총 22GW의 천연가스 발전소들의 폐쇄를 계획하고 있다. 그러나 동 기간 미국 내 새로 완공 및 가동되는 가스발전소는 총 28GW 규모에 달해 향후 5년간 가스발전소 신증설 규모는 6GW 더 늘어나는 셈이다. 2024년 상반기 기준 건설 중이거나 착공 또는 투자를 검토하던 가스발전소는 107GW였는데, 이는 현재 가동 중인 가스발전소 560GW의 20% 달하는 규모이다. 특히 신규 가스발전소에 대한 투자 의사결정은 2023년부터 집중적으로 이뤄지고 있다. 2017~2022년 평균 25GW에 그쳤던 가스발전소 건설 프로젝트가 2023년에는 45GW 내외 달했고, 2024년 하반기가 상반기와 유사한 규모였다고 가정할 경우 2024년에는 55GW로 또 한번 대폭 늘어나게 된다.

미국은 자국 내 천연가스 수요를 충분히 감당할 수 있는 글로벌 1위 생산국이기 때문에 천연가스 조달과 그 가격 부담이 매우 낮다. 또한 다른 국가들 대비 AI와 데이터센터 등의 도입 속도가 빨라 과거보다 전력수요가 가장 가파르게 늘어나는 국가이기도 하다. 이는 석탄발전소 폐쇄와 점점 더 커지는 재생에너지의 간헐성 해결을 위한 수단으로 미국이 가스발전에 더욱 집중할 수 있는 이유로 판단된다.

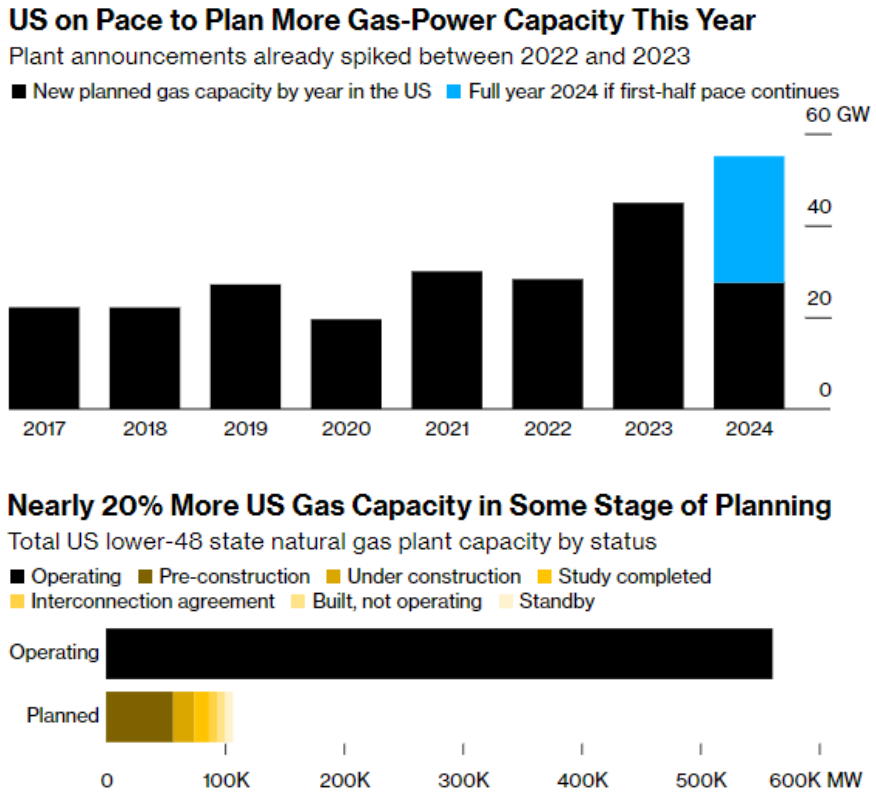
표3. 2023~2027년 미국 내 발전원별 폐쇄 및 신규 가동(예정) 규모

(단위: MW)	시기(연도)	Coal	Gas	Petroleum	Nuclear	Others	Total
폐쇄	2023	9,552	6,051	292	-	647	16,542
	2024	3,218	4,867	808	0	383	9,275
	2025	12,485	2,770	1406	1,164	10	17,834
	2026	4,051	4,062	11.6	-	17	8,142
	2027	7,743	4,232	4	-	141	12,119
	2023~2027 합산	37,048	21,981	2521.6	1,164	1197.1	63,912

	시기(연도)	Battery	Gas	Wind	Nuclear	Solar	Others	Total
신규 가동	2023	6,553	9,725	6,485	1,114	19,234	247	43,358
	2024	15,066	2,819	7,052	1,114	37,024	111	63,186
	2025	12,974	5,107	6,254	-	26,324	119	50,779
	2026	7,235	4,436	8,440	0	16,638	128	36,877
	2027	3,132	5,638	3,216	0	13,479	714	26,179
	2023~2027 합산	44,960	27,726	31,447	2,228	112,699	1,319	220,379

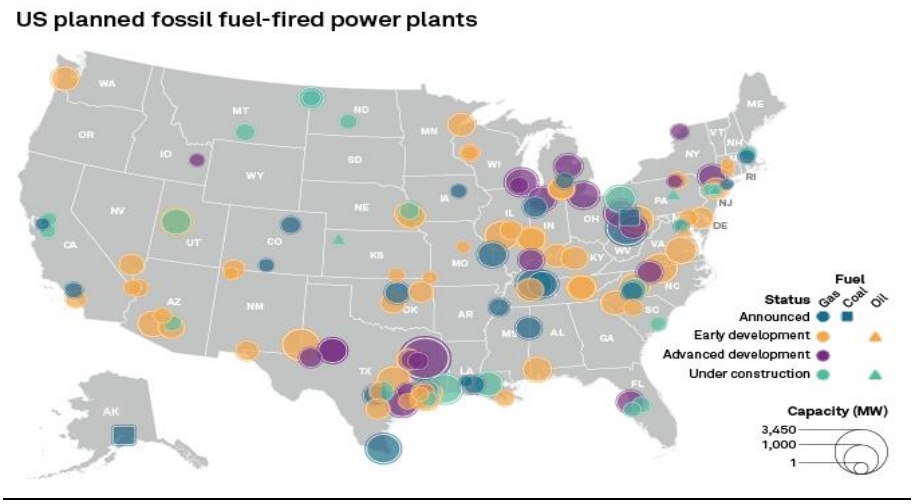
자료: EIA, iM 증권 리서치본부

그림10. 미국 연도별 신규 가스발전소 유입 규모(상), 1H24 기준 운영 및 신규 가스발전 규모(하)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 지역별 건설 및 착공 예정인 화력발전소(=사실상 대부분 가스발전소)



자료: S&P, iM증권 리서치본부
주: 해당 데이터는 2024년 4월 29일 기준

가스발전소 역할 강조하며 신규 건설에 나서고 있는 미국 유틸리티 업체들

미국 주요 유틸리티 업체들이 2024년 상반기 컨퍼런스콜에서 공통적으로 언급한 내용은 데이터센터와 제조업 생산설비 확대에 따른 전력수요 증가였다. 언제까지 얼마나 늘지 그 정도의 차이일 뿐, 과거보다 전력 소비량이 빠르게 증가할 것으로 예상되기 때문에 그에 대한 대응이 필요하다는 점에는 전적으로 동일한 입장을 보였다. 각 업체들로 발전 포트폴리오가 상이해 구체적인 방법은 조금씩 차이가 있으나, 재생에너지의 간헐성을 해소할 수 있는 Peaker Plant로서 천연가스 발전 역할을 공통적으로 강조하는 점이 인상적이었다.

Vistra Energy: 발전 포트폴리오에서 원전 & 천연가스 확대 중

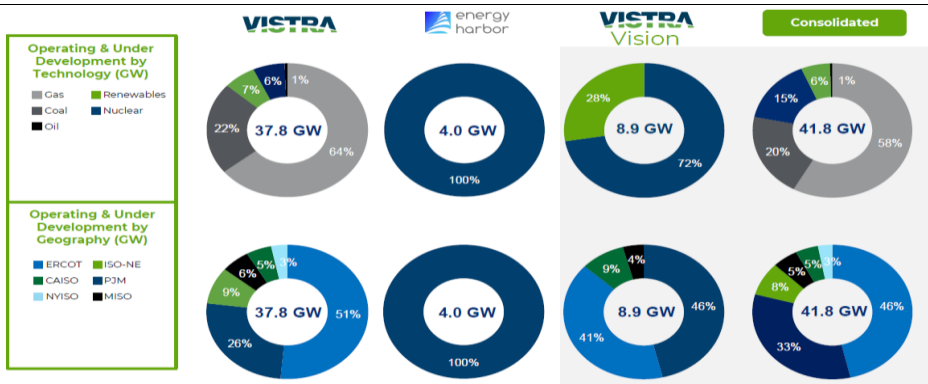
대표적으로 Vistra Energy는 데이터센터 및 CHIPS 법안 등에 따른 리쇼어링으로 2030년까지 ERCOT 지역의 전력 소비량은 연간 최대 6%씩 증가할 수도 있다고 언급했다. 이에 재생에너지와 ESS 투자를 확대해가지만, 그 간헐성을 해소할 수 있는 원전과 천연가스 역할도 강조하고 있다. 3월에는 미국에서 원자력발전소를 운영 중인 Energy Harbor 인수해 원전 용량을 2.3GW에서 6.3GW로 확대했다. 또한 기존 가스발전 설비용량 확대와 신규 가스발전소 건설, 2027년 폐쇄 예정인 석탄발전소를 가스발전소로 개조함으로써 천연가스 발전설비 용량도 현재 24GW 대비 2GW 추가 확대하겠다는 계획을 추진 중에 있다.

표4. 미국 주요 유틸리티 업체별 전력수요 증가 대응을 위한 최근 투자 움직임 정리

유틸리티 업체명	전력수요 증가 대응을 위한 에너지원 투자 움직임 또는 고객사와의 주요 계약 체결
Vistra Energy	2024년 3월, 원전 발전업체 Energy Harbor 인수하여 발전원 포트폴리오 중 원전 규모 2.3GW → 6.3GW 확대(6% → 15%)
	천연가스 발전용량 24GW → 26GW로 2GW 확대: (1)기존 발전소 용량 확대, (2)신규 발전소 건설, (3)석탄발전소→가스발전소로 전환
Duke Energy	플로리다, 캐롤라이나 등을 중심으로 태양광 발전소 설치 확대해 2035년까지 재생에너지 발전량 총 30GW 확보
	천연가스 발전소 2GW 용량 신규 건설 예정. 현재 규제당국 승인 대기 중으로 2026년 착공 시작해 2028년부터 상업가동 목표
Entergy	천연가스 발전소 1.1GW 용량 신규 건설 예정(텍사스), 2026년부터 상업가동 목표
	2024년 초 미시시피주 소재 데이터센터 고객과 천연가스 공급계약 체결했고, 4~5개 주에 있는 데이터센터들과도 공급 논의 중
Constellation Energy	2019년 가동 중단했던 스리마일 1호기 재가동해 MS 데이터센터용 전력으로 20년간 공급계약 체결. 2028년부터 상업가동 목표
Talen Energy	2024년 3월, 자사 원전으로 가동 중인 데이터센터 Amazon에 매각 및 향후 10년간 전력 공급계약 체결

자료: 각 사, iM 증권 리서치본부

그림12. Vistra, Energy Harbor 인수 이후 발전원 포트폴리오 비중 변화



자료: Vistra, iM 증권 리서치본부

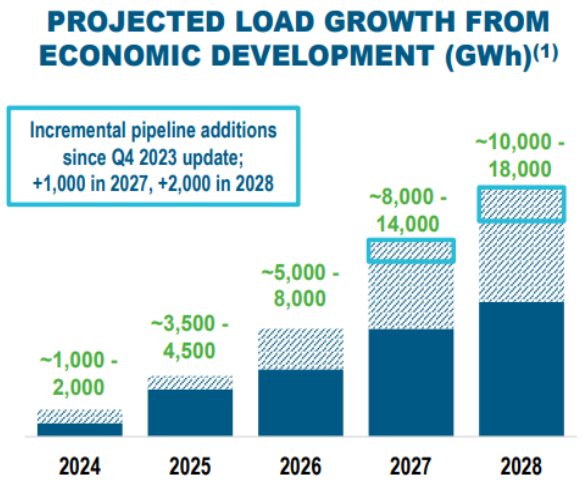
Duke Energy: 재생에너지 확대하나, 그 보완 도구로서 가스발전소 건설 추진

동부지역 주요 유틸리티사 Duke Energy 역시 재생에너지 확대에 일단 집중하는 모습이다. 2024년 말까지 플로리다에 유틸리티 태양광 15GW 설치, 2027년부터 캐롤라이나주에서 매년 1.5GW 태양광 발전소 그리드에 연결하는 등 2035년까지 총 30GW의 재생에너지 발전규모를 확보한다는 계획이다. 그러나 Duke Energy 또한 여타 유틸리티 업체들처럼 데이터센터와 배터리, 반도체 제조설비 유입으로 전력수요가 빠르게 증가하는 만큼 재생에너지를 보완하는 필수도구로 천연가스가 활용되어야 함을 강조한다. 이에 2028년 상업가동을 목표로 2GW 규모 천연가스 신규 발전소 건설을 추진 중에 있으며, 착공은 2026년 시작될 예정이다.

Entergy: 데이터센터 고객과 천연가스 공급계약 체결, 26년 가스발전소 가동 예정

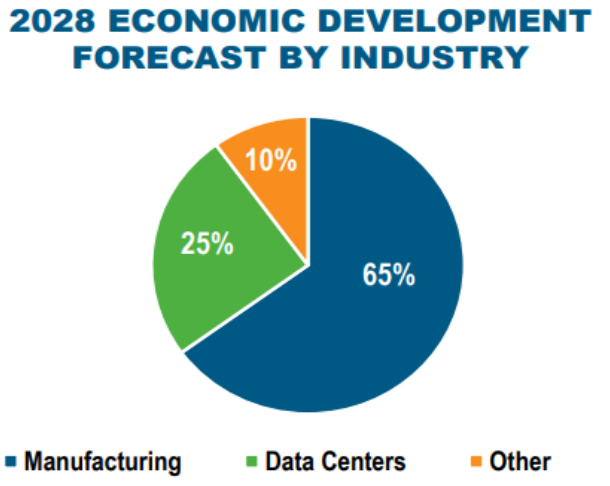
Entergy는 미국 내 천연가스 파이프라인과 터미널, 저장소 등 미드스트림 사업과 가스발전소를 함께 운영하는 업체로, 2026년 1.1GW 신규 발전소 가동을 앞두고 있다. 대다수 데이터센터들이 사이트에 발전기를 같이 설치하는 만큼 동사에게는 미드스트림 사업 확대 잠재력도 함께 존재하는 셈이다. 올해 초 미시시피에 있는 데이터센터 고객과 천연가스 공급계약을 체결했고, 현재 4~5개 주에 있는 다양한 규모의 데이터센터와 추가 논의 중에 있는 것으로 파악된다. 이처럼 최근 미국 유틸리티 업체들의 원전 활용도 두드러지긴 하나, 미드스트림과 업스트림까지 전 밸류체인 관점에서는 결국 천연가스로 수렴하고 있는 움직임이다.

그림13. Duke Energy, 2024~2028년 전력수요 증가 전망



자료: Duke Energy, iM증권 리서치본부

그림14. Duke Energy, 2028년 전력수요 증가 중 부문별 비중 전망



자료: Duke Energy, iM증권 리서치본부

Ⅱ. 트럼프의 에너지 시대가 의미하는 것들

최근 트럼프 집권 2기 공식 출범, 본격적으로 열릴 그의 LNG 시대

트럼프의 에너지 시대에서 가장 선명하게 나타날 움직임은 전통에너지의 시추 및 생산이 활발해지는 것이다. 특히 전통에너지 중에서도 원유보다는 천연가스에서 더 가파른 변화와 성장이 나타날 것으로 예상된다. 글로벌 천연가스 생산량 기준 미국은 1위 국가일 뿐 아니라 수출 시장에서도 2022년을 기점으로 호주, 카타르 제치고 최대 수출국으로 자리 매김하였다. 2024년은 Freeport 사고 이후 정상가동 지연과 바이든의 FTA 역외국가에 대한 신규 수출승인 중단 지시 등으로 미국의 천연가스 생산량과 수출량이 처음으로 역성장하긴 했으나, 그래도 여전히 글로벌 1위로서 입지는 이어가고 있다.

1. 신규 LNG 터미널 건설 재개 본격화

트럼프의 LNG 시대에서는 시추 및 탐사, 생산 등에 대한 규제 전반이 해제 또는 폐지되면서 미국 천연가스 생산과 수출은 재차 빠르게 증가할 것으로 예상한다. 지난 2024년 1월 바이든 대통령이 재선 준비하는 과정에서 LNG 수출이 미국의 경제와 에너지 안보에 미칠 부정적인 영향을 재검토한다는 명목 하에, FTA 역외 국가들에 대한 신규 수출 승인을 중단한 바 있다. 트럼프는 대통령 취임식 당일에 LNG 수출 승인을 즉각 재개하도록 하는 행정명령에 서명했고, 실제로 2월 14일 Commonwealth LNG 프로젝트가 조건부 승인을 받았다. 지난 1년간 중단되었던 미국 내 신규 LNG 터미널 건설은 올해부터 본격적으로 재개될 전망이다.

이는 중장기적으로 미국산 LNG 도입 확대에 따른 SK가스, SK이노베이션 E&S 등 민자발전사들에게 수혜가 될 있을 것으로 전망하며, 보다 확장적 측면에서는 LNG 터미널 건설 부문에 직접적으로 노출되는 피팅과 냉각시스템 등 플랜트 기자재 밸류체인에도 우호적 여건이 될 수 있어 관심이 필요하다는 판단이다.

2. 원유 대비 좀 더 가파르게 증가할 천연가스 생산량

지난해 FTA 역외국가 수출 승인 중단으로 타격을 받았던 미국 천연가스 생산과 수출량 또한 2025년 이후 증가 전환할 것으로 예상된다. 원유는 단기에 생산량을 늘릴 수 있는 DUC 유정이 역사적 저점까지 감소해 그 속도가 다소 더디겠지만, 천연가스의 생산량 증가 속도는 그보다 좀 더 가파를 것으로 예상한다.

천연가스 비중이 높은 Haynesville, Appalachia 등의 DUC 유정은 최근 2년 동안 오히려 증가하고 있고, 주요 원유 분지들의 GOR(Gas to Oil) 비율 역시 상승세를 보이고 있기 때문이다. 이는 과거와 원유 생산량이 동일하게 늘어나더라도 이에 수반해서 생산되는 천연가스의 물량은 더욱 증가함을 의미한다.

3. 한국의 LNG 수입 중 미국산 비중 확대

트럼프는 우방국의 여부에 상관없이 사실상 모든 국가에 대해 보편관세 부과를 추진하고 있다. 한국은 대미 무역수지 흑자 10위에 속하는 주요 수출국인데다, 2024년 대미 무역흑자 규모도 과거 트럼프 집권 1기 평균 대비 3배 이상 확대된 만큼 시간의 문제일뿐 관세 압박을 피할 수 없다. 트럼프의 관세 압박을 마주했을 때 무역수지 흑자규모를 축소하기 위해 우리나라가 미국으로부터 구매할 수 있는 품목은 사실상 원유와 천연가스 정도에 그친다.

특히 미국 천연가스 생산은 원유보다 더 가파른 속도로 증가할 것으로 예상되고, 2025년 이후 LNG 수출 터미널도 매년 순차적으로 완공되는 만큼 미국 입장에서 원유보다는 천연가스 수출을 늘리는 것이 더 유리하다. 2024년 기준 우리나라가 미국으로부터 구매하고 있는 LNG 비중은 12% 내외에 그치는데, 주요 수입국인 호주와 카타르 대비 상대적으로 저렴한 미국산 LNG의 도입을 확대하는 것이 그렇게 손해볼 일은 아니다.

상대적으로 조금 더 저렴한 미국산 LNG 구매 확대는 발전업체들에게 원가 하락 요인이 될 수 있다. 특히 자가소비 목적으로 스팟 시장에서 구매하고 있던 LNG 물량의 상당 부분을 미국산으로 유연하게 전환할 수 있는 민자발전 업체들에게 좀 더 긍정적으로 작용할 수 있다는 판단이다.

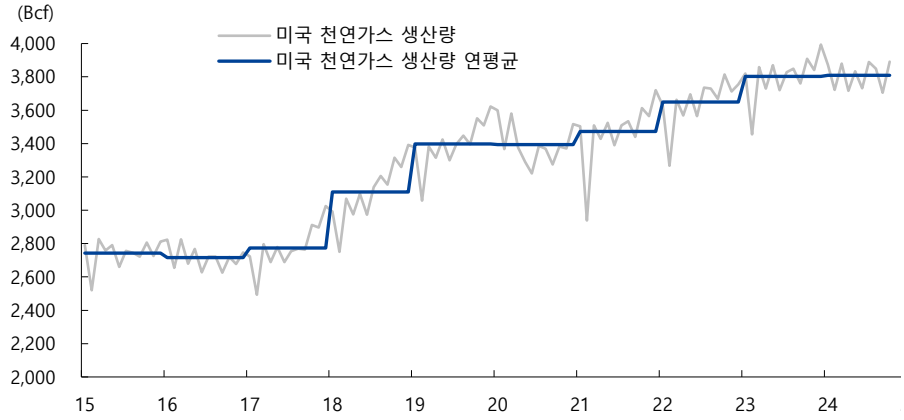
4. 이 모든 것들이 한국 정유/화학 업체들에게는 기회가 될 수 있어

트럼프의 에너지 시대가 국내 정유/화학 업체들에는 이전보다 우호적으로 작용할 전망이다. 전통에너지 산업을 지배하기 위한 미국의 온갖 노력으로 원유와 LNG 가격은 하향 안정화에 무게가 놓이며 이는 가장 직관적으로 국내 석유화학 업체 원가 절감의 기회가 될 수 있다.

2022년 상반기를 정점으로 석유화학 업황은 3년째 다운사이클을 이어가고 있다. 전방수요 둔화 속에서 중국 중심으로 역내 신규 크래커 증설이 대규모 유입되며 수급밸런스가 붕괴된 것이 가장 주요한 이유이다. 그러나 수급밸런스가 무너짐과 동시에, 유가 레벨이 높았던 것도 국내 석유화학 업체들에게는 특히 더 부담으로 다가왔다. 트럼프 집권 1기 당시에는 평균 57달러에 그쳤던 Dubai 기준 유가가 바이든 집권 기간에는 평균 82달러에 달했고, 매년 높은 수준을 유지한 유가는 원유(납사) 기반 국내 화학업체에게 타격일 수밖에 없었다.

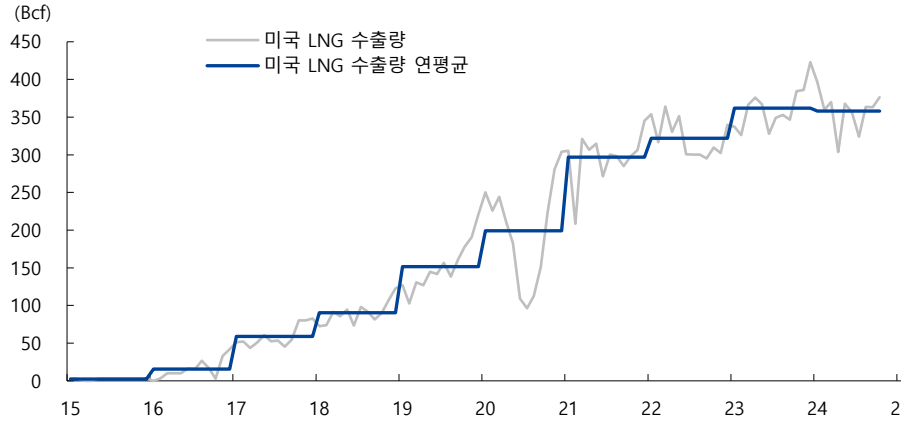
그러나 유가 안정화를 위한 트럼프의 미국 산유량 증가에 이어, 러-우 종전 노력까지 더해지고 있는 만큼 원가 측면에서는 확실히 숨통이 트일 수 있겠다. 또한 지난 3년간 인도와 중국 업체들이 저렴한 러시아 원유와 천연가스, 납사를 투입하며 누려 왔던 상대적 원가 우위도 점차 소멸되는 만큼 국내 업체들에게는 트럼프의 에너지 시대가 여러모로 나쁘지만은 않을 것으로 전망한다.

그림15. 미국 천연가스 생산량 추이



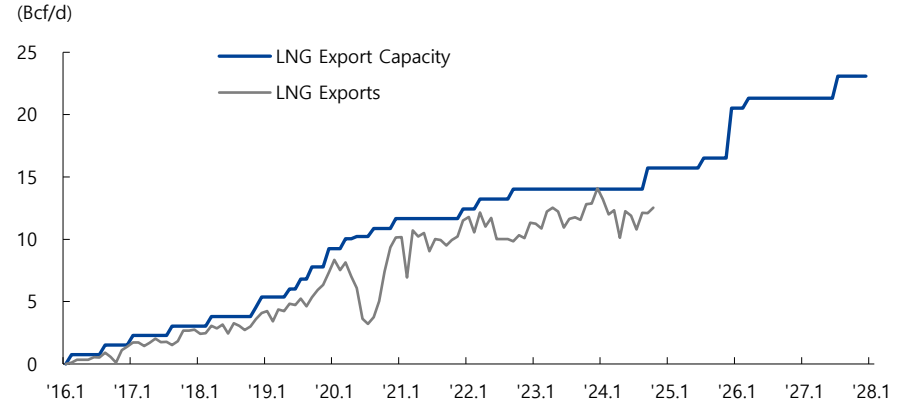
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림16. 미국 LNG 수출량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림17. 미국 LNG 수출 CAPA 및 수출량 추이 현상



자료: EIA, iM증권 리서치본부

1. 미국 LNG 수출 터미널 건설 재개 본격화

현재 미국 LNG 수출에서 FTA 국가 비중은 10% 불과

미국은 천연가스법에 따라 에너지부가 LNG 수출과 관련된 공익영향을 평가하고 수출 승인 여부를 결정한다. 이 때 천연가스 교역에 있어 미국과 FTA를 체결한 국가들에 대해서는 내국민 대우(national treatment)를 적용해서 특별한 수정 또는 지연없이 승인 작업이 이뤄지는 것이 일반적이다. 반면, FTA 체결되지 않은 역외 국가들에 대한 LNG 수출의 경우 그 타당성과 미국 경제 및 에너지 안보에 미칠 영향, 환경문제 등을 복합적으로 검토해 승인 여부를 결정하게 된다.

2024년 1월 바이든 정부는 미국과 FTA 체결을 맺지 않고 있는 역외국가에 대한 LNG 수출 평가 기준 재검토를 지시하였다. 캐나다와 멕시코, 싱가포르 등 FTA 국가들에 대한 수출은 3개월 정도 검토 과정을 거친후 승인 여부가 결정되었으나 FTA 체결되지 않은 국가들에 대한 승인은 일단 보류한 것이다. LNG 터미널 건설은 운영기간이 약 50~60년으로 매우 길고, 투자비도 대규모 투입되는 만큼 경제성 확보에 있어 에너지부의 수출 승인은 필수적이다.

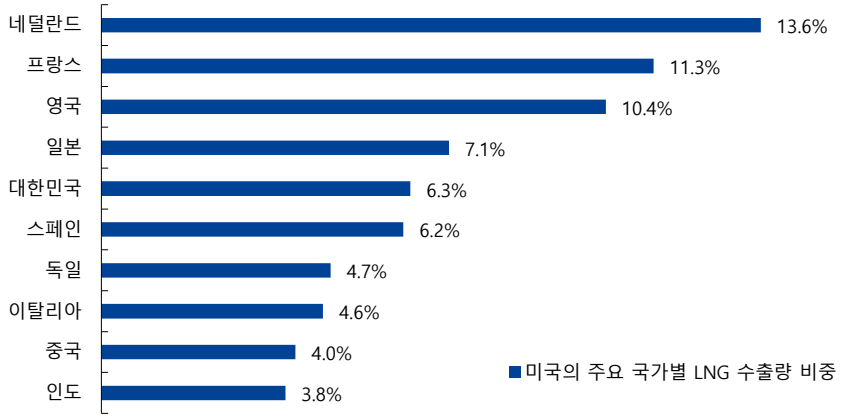
현재 미국과 천연가스 교역에서 FTA 계약을 맺고 있는 국가는 캐나다와 멕시코, 호주, 한국 등을 포함해 20곳 정도에 그치기 때문에 FTA 역외국가들로 수출할 수 있는지의 여부가 매우 중요하다. 2023년 기준 미국의 LNG 수출 중 FTA 체결 국가들로 향한 물량은 10% 남짓에 불과하고, 유럽 국가들의 비중이 60%로 가장 주요했다. 러-우 종전 분위기가 조심스럽게 나타나고 있긴 하나, 그럼에도 유럽 국가들의 러시아산 PNG 회귀 가능성은 낮으며 에너지 안보 및 트럼프의 관세 압박 등을 고려하면 여전히 미국산 LNG의 주요 수입국으로 자리잡을 것으로 예상된다. 따라서 여전히 LNG 터미널 운영에 있어 FTA 역외국가에 대한 수출 승인은 절대적으로 필요할 수밖에 없다.

표5. 미국 LNG 수출 FTA 체결국 및 2023년 기준 각 국가별 수출량

	국가	미국 LNG 수출량(Bcf)	LNG 수출 비중(%)		국가	미국 LNG 수출량(Bcf)	LNG 수출 비중(%)
1	South Korea	276	6.3%	11	Australia	0	0.0%
2	Dominican Republic	74	1.7%	12	Bahrain	0	0.0%
3	Colombia	32	0.7%	13	Canada	0	0.0%
4	Chile	31	0.7%	14	Costa Rica	0	0.0%
5	Singapore	23	0.5%	15	Guatemala	0	0.0%
6	Mexico	14	0.3%	16	Honduras	0	0.0%
7	Jordan	3	0.1%	17	Morocco	0	0.0%
8	El Salvador	0	0.0%	18	Oman	0	0.0%
9	Israel	0	0.0%	19	Panama	0	0.0%
10	Nicaragua	0	0.0%	20	Peru	0	0.0%

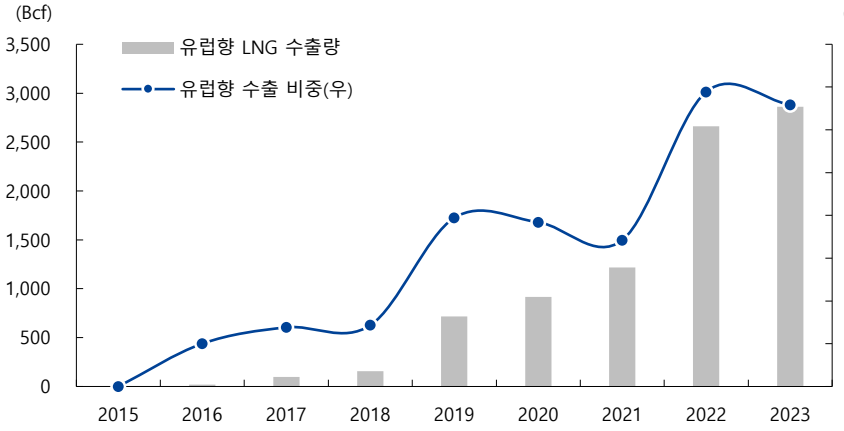
자료: EIA, iM 증권 리서치본부

그림18. 미국의 주요 국가별 LNG 수출량 비중 (2023년 기준)



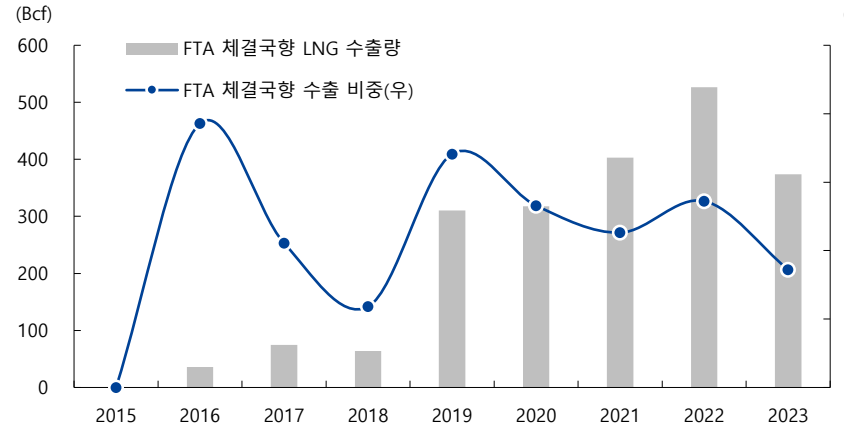
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림19. 2015~2023년 미국의 유럽향 LNG 수출 및 비중 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림20. 2015~2023년 미국의 FTA 국가향 LNG 수출량 및 비중 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

미국 FERC & DOE 승인 → FID 완료 → 터미널 건설 시작

미국에 LNG 터미널 건설하려면 FERC(Federal Energy Regulatory Commission, 연방에너지규제위원회), PHMSA(Pipeline & Hazardous Materials Safety Admin, 교통부 산하기관으로 파이프라인 및 위험물질 안전청) 각 기관으로부터 환경 및 안전 검토를 받아야 한다. 해당 절차 이후 FTA 역외 국가들에 대한 수출의 경우 DOE(Department of Energy, 에너지부)로부터 수출 승인을 추가로 받아야 한다. 통상 FERC, DOE 승인 및 FID 마무리 후 약 2~3년의 터미널 작업이 소요된다.

2024년 1월 바이든 행정부의 수출 승인 중단 조치 이후 현재까지 DOE 승인을 대기하고 있는 프로젝트는 총 9개로, 이들의 총 수출 가능 용량은 14.1Bcf/d로 현재 미국 내 건설 중인 12.0Bcf/d 대비 약 18% 더 큰 규모이다. 9개의 프로젝트 중에서도 4개(5.55Bcf/d)는 DOE 승인만 획득하면 되고, 5개(8.53Bcf/d)는 NEPA 법안에 따른 환경영향 평가가 완료된 후에 DOE 검토 및 승인을 받을 수 있다.

DOE 승인 후 터미널 건설 본격화됨에 따라 관련 밸류체인에 주목 필요

트럼프 귀환과 동시에 지난 1년 동안 중단되었던 DOE의 FTA 역외국가에 대한 LNG 수출적합 여부 검토가 재개됨에 따라 미국 내 신규 터미널 건설 움직임도 다시금 빨라질 것으로 예상된다. 실제로 트럼프의 행정명령이 이뤄지고 한 달이 지난 2월 14일 DOE는 Commonwealth LNG 프로젝트를 처음으로 조건부로 승인하였고, 운영업체 Kimmeridge는 9월 전까지 FID 완료를 목표하고 있다.

통상 에너지부 승인과 최종 FID 완료 후 터미널 건설이 본격화되고 나면 첫 번째 LNG 카고가 출하되기까지는 약 2.5년에서 3년 정도 소요되는 것으로 파악된다. 현재 남아있는 주요 프로젝트 승인 절차와 각 타임라인을 고려하면 향후 3~5년 내 미국에 신규 LNG 터미널 건설이 대거 이뤄진다는 것으로 해석할 수 있다. 이는 중장기적으로 미국산 LNG 도입 확대에 따른 SK가스, SK이노베이션 E&S 등 민자발전사들에게 수혜가 될 있을 것으로 전망하며, 보다 확장적 측면에서는 LNG 터미널 건설 부문에 직접적으로 노출되는 피팅과 냉각시스템 등 플랜트 기자재 밸류체인에도 우호적 여건이 될 수 있어 관심이 필요하다는 판단이다.

그림21. 미국 Commonwealth LNG 프로젝트, DOE 조건부 승인 완료 (2/14)

Commonwealth LNG reaches a key milestone for its U.S. export project

Commonwealth LNG has obtained a conditional non-free trade agreement (non-FTA) export authorization from the U.S. Department of Energy and a draft Supplemental Environmental Impact Statement (SEIS) from the FERC, marking significant progress toward a final investment decision in September 2025.

energynews | Le 18 February 2025

자료: energynews, iM증권 리서치본부

표6. 건설 준비 중인 미국 주요 LNG 프로젝트 및 현재 진행 단계

Status	Project Name	Operator	Capa (Bcf/d)
FERC Approved, Not Under Construction	Lake Charles LNG	Energy Transfer	2.33
	Magnolia LNG	Magnolia LNG Holdings	1.23
	Cameron LNG Train 4	Sempra Energy	1.41
	Freeport LNG Train 4	Freeport LNG Development	0.72
	Gulf LNG	Gulf LNG Liquefaction Company, LLC (Kinder Morgan)	1.53
	Eagle LNG Partners	Eagle LNG Partners Jacksonville LLC	0.13
	Texas LNG	Texas LNG Brownsville, LLC (Glenfarne Group)	0.56
	Alaska LNG	Alaska Gasline Development Corporation	2.55
	Commonwealth LNG**	Commonwealth LNG (Kimmeridge)	1.2
	Port Arthur LNG Phase 2 (T 3,4)	Sempra Energy	1.91
	Calcasieu Pass 2 (CP2)	Venture Global LNG, Inc.	3.96
	Southern LNG Company Optimization	Southern LNG Company LLC (Blackstone, Kinder Morgan)	0.08
Proposed to FERC	Plaquemines LNG Phase 2 (T 19-36)	Venture Global Plaquemines LNG, LLC	0.45
	Corpus Christi (T 8,9)	Cheniere Energy	0.45
	Sabine Pass Stage 5	Cheniere Energy	2.34
Projects in Pre-filling	Delta LNG	Venture Global Delta LNG, LLC	2.76
	Gulfstream LNG	Gulfstream LNG Development LLC	0.58

자료: US Department of Energy, iM증권 리서치본부
주1: 회색은 DOE 검토 대기 중인 프로젝트, 주황색은 NEPA 법안에 근거한 FERC 등 유관 기관들의 최종 승인 이후 DOE 검토 이뤄질 수 있는 프로젝트들
주2: 각 Capa는 DOE에서 승인받게 될 총 수출용량 기준임
주3: Commonwealth LNG 프로젝트는 원래 FERC 승인 후 DOE 대기 중이였으나, 2월 14일 DOE 조건부 승인 완료

그림22. 미국 LNG 수출 터미널 건설 관련된 주요 절차 및 통상적인 소요 기간

자료: CLNG, iM 증권 리서치본부

2025~2028년 매년 급격히 증가할 LNG 수출 터미널

트럼프 대통령이 취임식 당일 FTA 역외 국가에 대한 LNG 수출 승인을 즉각 검토하도록 행정명령에 서명한 만큼 현재 계류되어 있는 다수의 프로젝트은 연내 재개될 것으로 예상된다. 다만, 단순히 대통령 행정서명 만으로 수출 승인이 즉각 이뤄지진 않으며 에너지부가 국립에너지기술연구소, 태평양북서부 국립연구소가 공동으로 평가 작업을 실행한 후 적절한 법률 절차 또한 거쳐야만 한다. 현재까지 파악되는 공식적인 일정은 3월 20일까지 에너지부가 LNG 수출 관련한 몇 가지 이슈에 대해 이해 관계자들의 의견을 수렴한 후 승인 절차를 재개할 예정이다.

수출 승인을 재검토하는 작업은 시간의 문제일 뿐 연중에 재개될 가능성은 매우 높다. 2025년 미국의 천연가스 생산량 및 수출량은 시추 및 생산과 관련된 규제 완화 뿐 아니라, 2024년 12월 완공된 Plaquemines #1, Corpus Christi #3 터미널 가동 효과도 점진적으로 반영되면서 전년 대비 큰 폭의 증가가 예상된다.

지난해 이뤄진 바이든의 LNG 수출 승인 중단 조치는 미국과 천연가스 FTA를 체결하지 않은 국가들에 대한 신규 수출 물량을 대상으로 하고 있기 때문에 현재 건설 중인 터미널에는 소급 적용되지 않는다. 따라서 2025~2028년에 상업가동을 예정하고 있는 프로젝트가 기존 계획대로 진행된다고 가정했을 때, 2024년 대비 각 연말 기준 단순 CAPA는 2025년 +34.3%, 2026년 +8.9%, 2027년 +30.7%, 2028년 +13.3% 등으로 매년 꾸준히 증가하게 된다. 참고로 동 수치에는 2024년 12월 말 운영 개시한 신규 터미널 2개의 용량을 2025년 물량으로 반영하였다.

현실적으로 미국의 천연가스 생산량 증가 속도가 이 같은 수출 터미널 용량 증가 속도를 따라갈 수 없기 때문에 실제 수출 증가율이 LNG 터미널 확대 규모에는 못 미칠 수밖에 없다. 그러나 신규로 유입된 터미널이 부재했고, 최대 터미널 중 하나인 Freeport 트러블로 천연가스 생산과 수출 증가가 거의 미미했던 지난 2024년과는 확실히 다른 모습을 볼 수 있을 것이라는 판단이다.

표7. 2025~2028년 상업가동 계획 중인 미국 LNG 터미널 및 용량

In-service date	Project name	Operator	Capa (Bcf/d)
2025FY (총 3.93Bcf/d)	Plaquemines LNG Phase 1	Venture Global LNG	1.30
	Plaquemines LNG Phase 2	Venture Global LNG	1.30
	Corpus Christi Liquefaction Stage 3	Corpus Christi Liquefaction Stage III, LLC	1.32
2026FY (총 1.35Bcf/d)	Golden Pass	Qatar Petroleum, ExxonMobil	0.68
	Golden Pass	Qatar Petroleum, ExxonMobil	0.68
2027FY (총 5.15Bcf/d)	Golden Pass	Qatar Petroleum, ExxonMobil	0.68
	Port Arthur LNG Phase 1	Sempra Energy	1.58
	Rio Grande LNG Phase 1	NextDecade Corporation	0.72
	Rio Grande LNG Phase 1	NextDecade Corporation	0.72
	Driftwood LNG Terminal Phase 1	Tellurian Inc.	1.45
2028FY (총 2.92Bcf/d)	Rio Grande LNG Phase 1	NextDecade Corporation	0.72
	Driftwood LNG Terminal Phase 2	Tellurian Inc.	2.20

자료: US Department of Energy, iM 증권 리서치본부

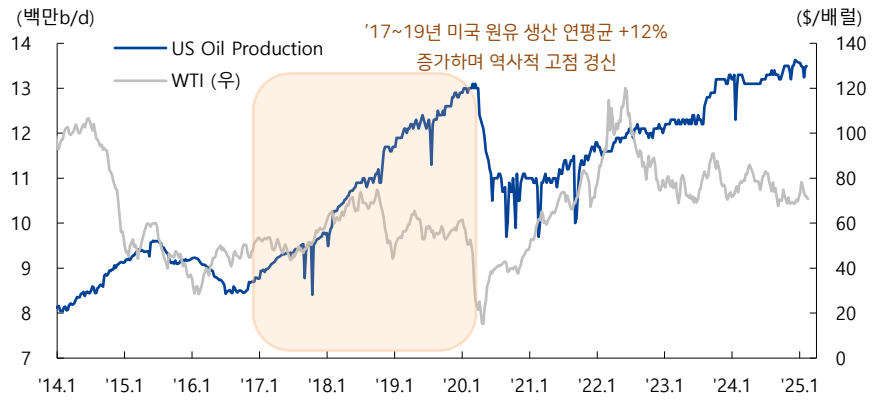
2. 원유 대비 좀 더 가파르게 증가할 천연가스 생산량

원유는 낮은 DUC 재고로 산유량 증가 속도 그리 빠르지 않을 듯

트럼프는 원유와 천연가스 산업 전반에 대한 규제를 완화하면서 생산량 증가를 유도하고 있다. 주요 업체들의 리그 활동이 재차 활발해지면서 2025년 미국 원유 생산이 증가하긴 하겠지만, 그 속도는 지난 집권 1기 수준에 미치지 못할 것으로 예상된다. 바이든 행정부 당시 연방정부 토지 임대 로열티 인상과 각종 규제 강화 등으로 업스트림 부문의 CAPEX 전반이 하향된 것도 있고, 무엇보다 단기 내에 생산량을 늘릴 수 있는 DUC 유정이 역사적 저점 수준까지 낮아져있기 때문이다.

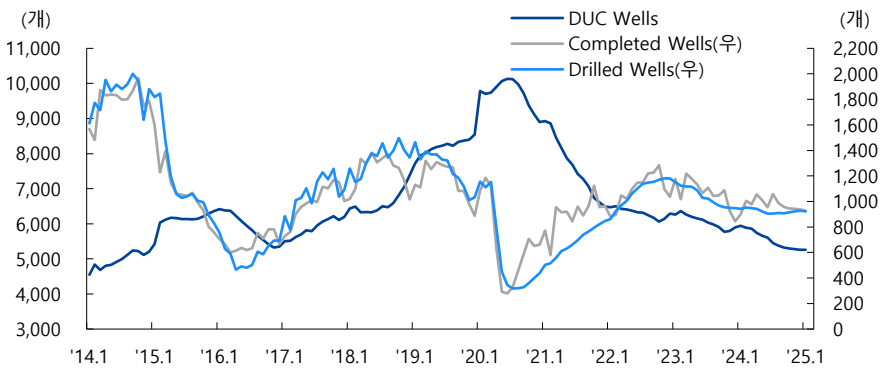
시추는 완료했지만 아직 생산으로 이어지지는 않아 일종의 잠재적 재고로 분류할 수 있는 DUC 유정이 2020년 7월 10,118개에 달했으나, 이후 4년 넘게 감소세가 이어지면서 2024년 12월 기준 5,263개로 절반 수준에 그치고 있다. 2022년 10월 이후 축소되고 있던 신규 시추 유정 수가 최근 3개월에 걸쳐 반등세를 나타내고 있어 몇 개월 내 DUC 재고 또한 증가 전환되겠지만, 연평균 산유량 증가율이 약 12% 달하며 역사적 고점을 경신했던 지난 2017~2020년 수준이 단기에 재현될 것으로 기대하기는 현실적으로 어렵다는 판단이다.

그림23. 유가 및 미국 원유 생산량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림24. 미국 DUC 및 Drilled 유정 수 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

천연가스는 원유보다 생산량 증가 속도 더 빠를 것으로 전망

그러나 2025년 천연가스는 원유보다 생산량 증가 속도가 좀 더 가파를 것으로 예상하는데, 이는 천연가스 비중이 높은 주요 분지들의 DUC 재고가 상대적으로 높은 레벨을 유지하고 있음에 근거한다. 물론, 2024년에 미국 천연가스 생산량이 역사상 처음으로 역성장했던 기저효과도 있다.

미국의 원유와 천연가스 주요 생산지에는 다소 차이가 있다. Permian, Eagle Ford 등이 원유 생산의 60% 내외 차지하는 핵심 분지인 반면, 천연가스 비중이 높은 분지는 Haynesville, Appalachia 등으로 전년 기준 각각 31%, 22% 차지하며 전체 생산량의 절반 이상을 차지하고 있다.

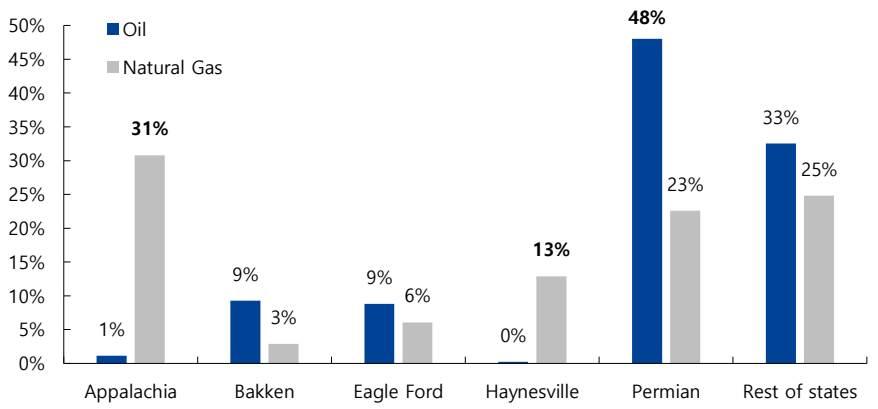
주요 업스트림 업체들은 지난 2~3년 동안 신규 시추 활동을 최소화하면서도 생산량을 늘리기 위해 DUC(Drilled but Uncompleted) 유정을 적극 활용해왔다. 이에 따라 앞서 언급한 것처럼 2024년 말 기준 미국 DUC 재고는 역사적 저점에 달해있으나, 이를 각 분지별로 더 세분화해서 보면 그 추이는 조금씩 다르다.

1. 천연가스 비중 높은 분지 DUC는 오히려 최근 2년간 증가

Permian, Eagle Ford, Bakken 등 원유 비중이 높은 분지에서는 2020년 7월 이후 DUC 유정이 계속 감소했지만, Haynesville, Appalachia는 오히려 2022년 7월 이후 DUC 유정이 늘어나는 추세가 매우 뚜렷하다. 지난해 사고 발생한 Freeport 터미널의 정상가동 지연과 신규 터미널 유입 부재로 천연가스 수출이 제한되면서 생산량이 제자리였기 때문에 DUC 유정 활용에 소극적이었던 이유로 추정된다.

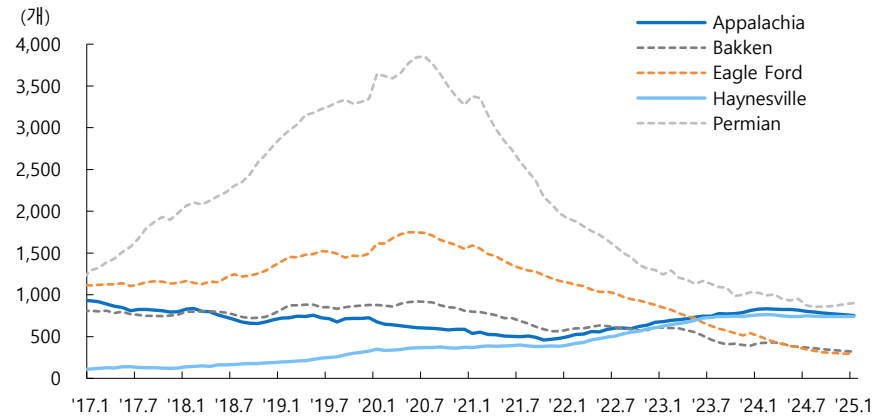
또한 리그당 신규 완결된 유정에서의 천연가스 생산량이 대부분 지역에서는 크게 변동하지 않고 유지되고 있는 반면, Haynesville, Appalachia 분지에서는 오히려 그 규모가 증가 전환한 것도 해당 지역에서 DUC 유정 소진 속도가 상대적으로 더딘 요인이 되었을 가능성이 높다.

그림25. 2024년 기준 주요 분지별 원유 및 천연가스 생산 비중



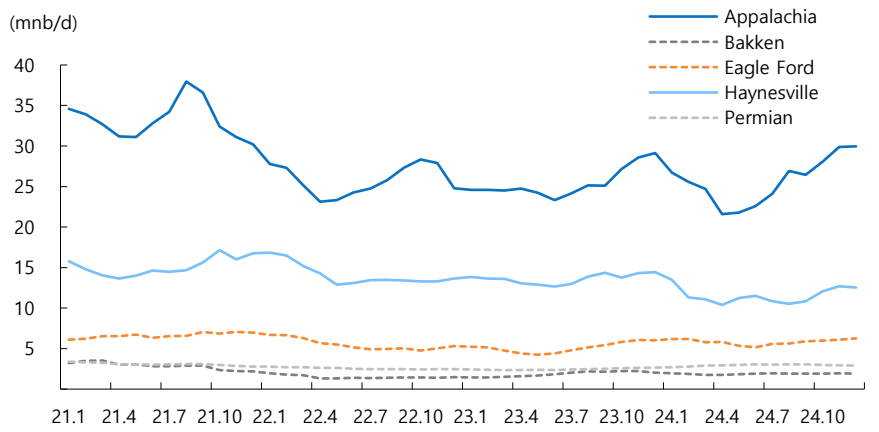
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림26. 주요 분지별 DUC 재고 수 추이



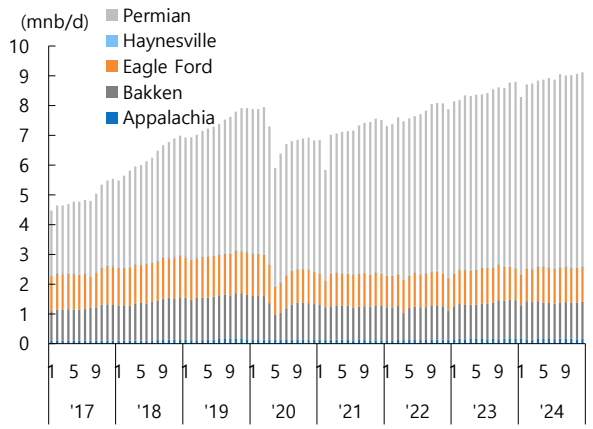
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림27. 주요 분지별 리그당 신규로 완결된 유정에서의 천연가스 생산량 추이



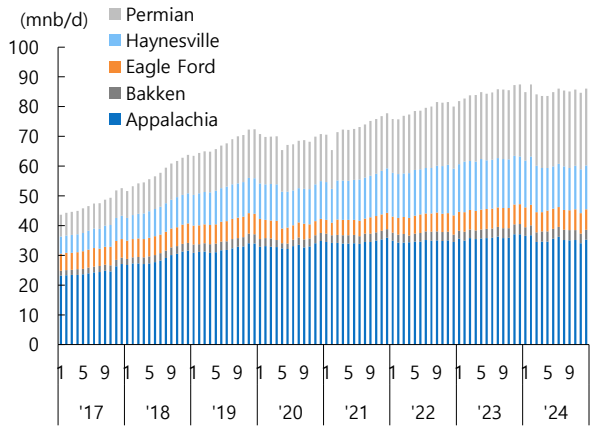
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림28. 미국 주요 분지별 원유 생산량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림29. 미국 주요 분지별 천연가스 생산량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

2. 주요 원유 분지들의 GOR 비율 상승세

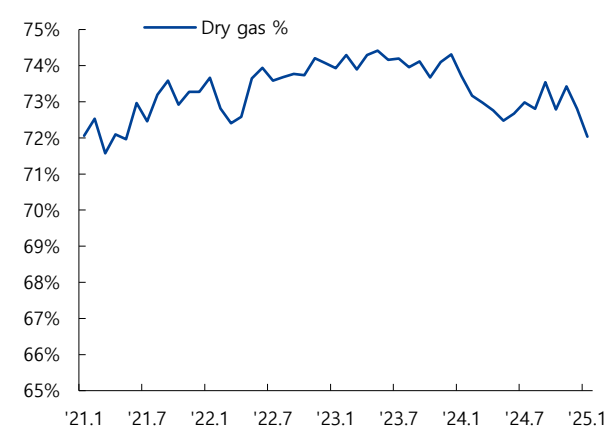
천연가스는 가스전에서 단독으로 생산되는 경우가 대부분이긴 하나, 미국에서는 유전에서 원유를 생산할 때 에탄과 프로판 등이 함께 수반되는 경우도 빈번하다. 전자를 Dry gas 또는 non-associated gas, 후자를 Wet gas 또는 associated gas로 통상 정의되는데, 미국의 경우 Dry gas 비중이 평균적으로 73% 내외에 달한다.

2024년은 Freeport 터미널 화재와 신규 수출 터미널 유입 부재 등으로 천연가스 시추 및 생산 활동이 다소 주춤해지며 유전에서 수반되어 나오는 wet gas 비중이 평년 대비 높아지긴 했으나, 그래도 여전히 대부분은 Haynesville, Appalachia 등 천연가스 유전이 집중되어 있는 분지들에서 이뤄지고 있다.

앞서 언급한 바 같이 Haynesville, Appalachia 분지는 다른 지역들과 상이하게 최근 2년 동안 DUC 유정이 소진되기보다는 오히려 점진적으로 증가하는 추세를 보여왔고, 신규 완결된 유정에서의 천연가스 생산량 또한 늘어나고 있다. 따라서 이들 분지에서의 Dry gas 생산은 2025년에도 지속될 것이라는데 무게를 둔다.

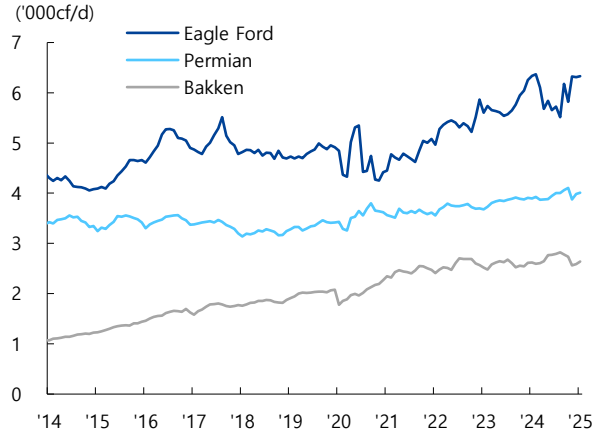
한편, 최근 Permian, Bakken, Eagle Ford 등 원유 생산이 집중되어 있는 분지들의 GOR 상승세에 주목할 필요가 있다. GOR(Gas-to-Oil Ratio)은 유전에서 원유 1배럴당 생산되는 천연가스의 비율을 계산한 수치인데, 해당 지역은 전통적으로 원유 유정의 비중이 높아 GOR이 낮다. 그러나 지난 10년 동안 이들의 GOR은 꾸준히 상승해왔고, 특히 미국에서 원유와 천연가스 생산이 본격적으로 시작된 2014년 말 대비 2025년 1월 기준 GOR 비율은 각각 약 2~4배 가량 높아졌다. 이는 원유 생산에 수반되는 천연가스의 양이 점점 더 많아짐을 의미하기 때문에 Permian, Bakken, Eagle Ford 등에서 원유 시추 및 생산 활동이 활발해질수록 천연가스 생산량이 동반 증가할 뿐만 아니라, 그 비중은 이전보다도 더 높아진다.

그림30. 미국 천연가스 생산 중 Dry gas 비중 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림31. 주요 원유 분지들의 GOR 비율 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

Permian 분지의 천연가스 수반 생산 급증

주요 원유 생산지역들 중에서도 특히 Permian 분지에서의 움직임이 인상적이다. 미국 남서부에 위치한 Permian은 현재 미국 전체 원유 생산량에서 거의 절반을 차지하는 핵심 생산지이며, 천연가스 생산 비중 2024년 기준 또한 23% 수준으로 Appalachia에 이은 두 번째 최대 생산지이다. 셰일오일 혁명 초반부터 Permian 분지에서 생산이 활발하게 이뤄지긴 했지만, Eagle Ford, Bakken 등 그 외의 다른 주요 지역과 비중 차이는 그리 크지 않았다.

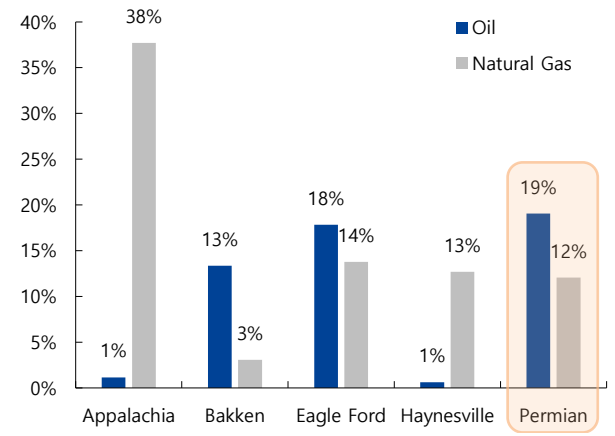
그러나 수압파쇄법 적용으로 인한 효율성 향상 뿐만 아니라 상대적으로 매장량도 풍부했기 때문에 원유 생산량 증가 속도는 훨씬 더 가팔랐다. 여기서 더 주목해야 할 부분은 Permian 원유 생산량이 늘어나면서 거기에 수반되어 나오는 천연가스 생산량도 가파르게 증가했다는 점이다. 이에 천연가스 매장량이 높은 Haynesville 대비 오히려 생산량이 더 많아지면서 Permian은 미국 내 원유 1위, 천연가스 2위 생산 지역으로 각각 자리잡게 되었다.

원유 생산량 늘어날수록 유정 내 압력 감소해 방출되는 천연가스도 증가

원유와 천연가스가 같이 매장되어 있는 Associated gas 유전의 경우, 유전에서의 원유 생산이 늘어나면 해당 셰일층 내에 압력이 낮아지기 때문에 함께 묻혀있던 천연가스 방출이 훨씬 쉬워진다. 한 지역에서 더 많은 유정이 활동할 경우에도 비슷한 논리에 따라 주변 압력 전반이 하락하며 천연가스 생산이 늘어나게 된다.

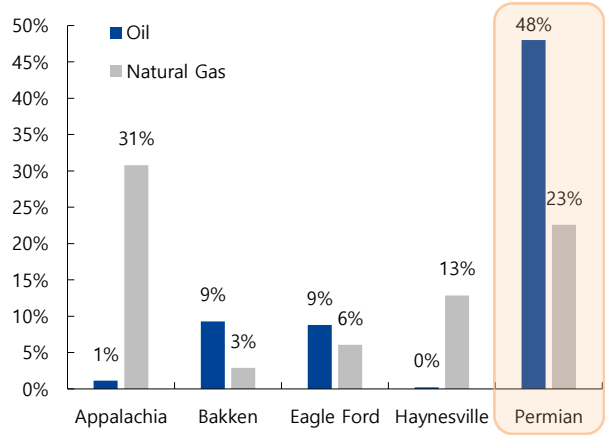
원유 유정 비중이 높은 지역의 DUC 감소로 미국 원유 생산이 단기에 가파르게 늘긴 어렵겠지만, 천연가스는 이전 대비 각 유정에서 방출되는 물량 증가로 그 속도는 상대적으로 더 빠를 것으로 예상된다. 또한 가장 많은 wet gas를 생산하는 Permian 지역의 시추활동이 최근 점차 증가하고 있다는 점도 올해 원유 대비 더 큰 폭의 천연가스 생산 증가를 기대해볼 수 있는 요인이 되겠다.

그림32. 미국 주요 분지별 원유 및 천연가스 생산 비중 (2014년)



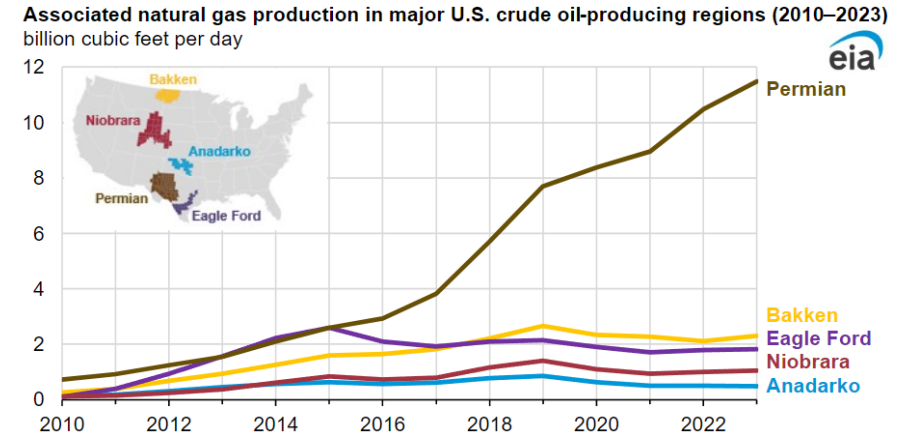
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림33. 미국 주요 분지별 원유 및 천연가스 생산 비중 (2024년)



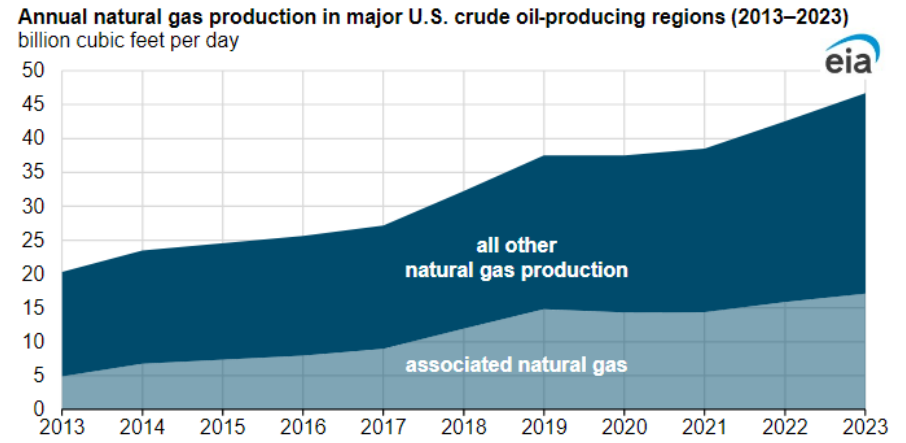
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림34. 미국 주요 원유 분지에서의 수반가스 생산량 추이



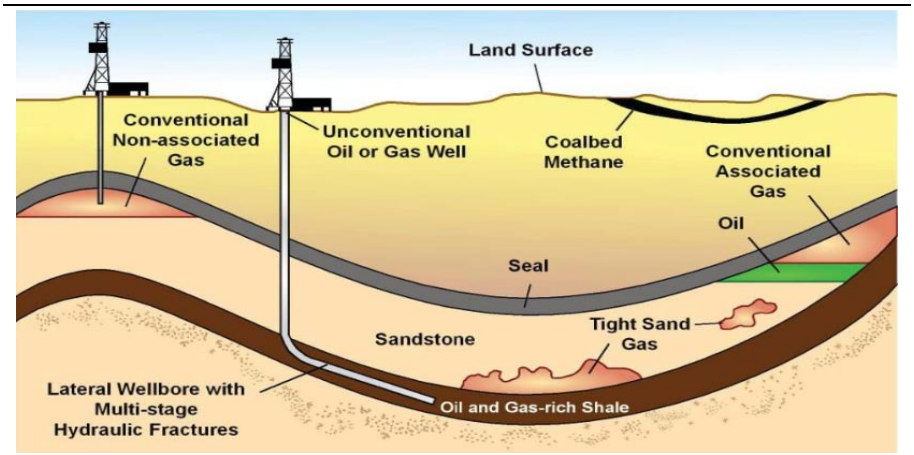
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림35. 미국 주요 원유 분지에서의 수반가스 및 총 천연가스 생산량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림36. 미국 Shale Oil & Gas 매장지 지질학 구조



자료: EIA, iM증권 리서치본부

3. 한국 LNG 수입 중 미국산 비중 확대

한국에 대한 트럼프의 관세압박도 시간 문제

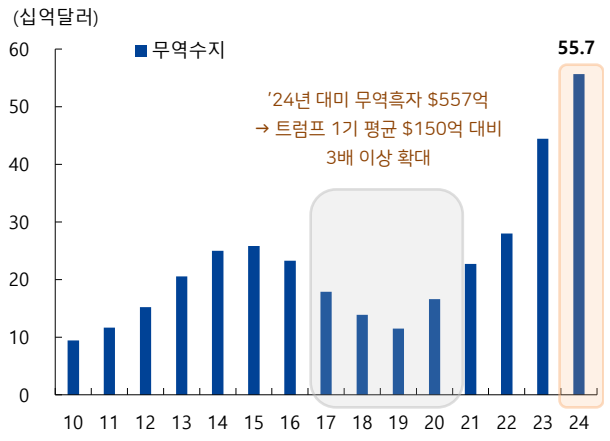
트럼프 대통령은 우방국의 여부를 가리지 않고 사실상 모든 국가들에 대해 관세 부과를 추진하고 있다. 캐나다/멕시코산 보편관세 25% 적용은 바로 직전 30일간 일시적으로 유예했으나, 그 불씨는 여전히 남아 있다. 아직까지 한국을 정조준해 관세부과 계획을 언급한 바는 없지만, 대미 무역수지 흑자 10위 내 속하는 주요 수출국인데다 2024년 대미 무역흑자 규모는 557억달러로 과거 트럼프 집권 1기 평균 150억달러 대비 3배 이상 확대됐음을 감안하면 결국 시간의 문제일뿐 한국 또한 그 타겟이 될 가능성은 너무도 당연하다.

그 중 LNG는 우리가 구매 확대할 수 있는 몇 안되는 제품 중 하나

트럼프의 관세 압박을 마주하게 되었을 때 대미 무역수지 흑자규모를 축소하기 위해 우리나라가 미국으로부터 구매할 수 있는 품목은 사실상 몇 안되는데, 그 중 현실화 가능성이 가장 높은 제품은 원유와 천연가스 정도이다. 특히 미국 내에서 천연가스는 원유보다 생산량 증가 속도가 더 가파를 것으로 예상되고, 2025년을 기점으로 매년 LNG 수출 터미널도 대규모 순차 완공되는 만큼 미국 입장에서도 원유보다는 천연가스 수출을 늘리는 것이 더 유리하다.

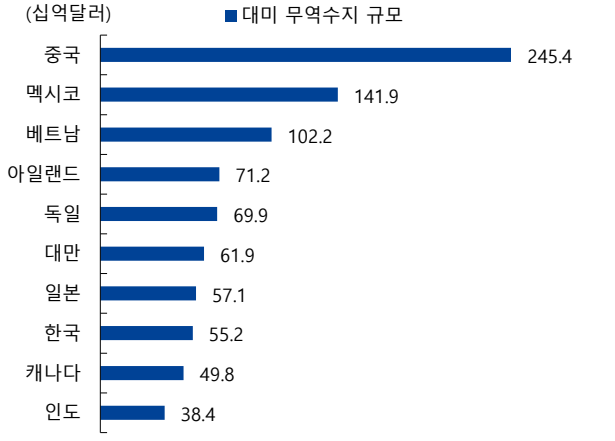
2024년 기준 우리나라가 미국으로부터 구매하고 있는 LNG 비중은 12% 내외에 그치는데, 주요 수입국인 호주 및 카타르 대비 상대적으로 저렴한 미국산 LNG의 도입을 확대하는 것이 그렇게 손해볼 일은 아니다. 이는 LNG 발전업체들 전반에 원가 하락 요인으로 작용하겠지만, 천연가스 도입에서 상대적으로 유연성이 높은 민자발전 업체들에게 특히 더 긍정적으로 작용할 수 있다는 판단이다.

그림37. 한국의 대미 무역수지 흑자규모 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림38. 대미 무역수지 상위 10개국 현황 (2024년 1~10월 기준)



자료: KITA, iM증권 리서치본부

이미 미국산 LNG 구매 확대를 발표하고 있는 주요 국가들

트럼프 대통령의 관세압박이 점점 노골적으로 이뤄지고 있는 만큼 일부 국가들은 이미 미국산 LNG 구매를 확대하겠다는 입장을 적극적으로 밝히고 있다. 중국에 이어 글로벌 최대 LNG 수입국 중 하나인 일본이 가장 대표적이다. 일본 이시바 총리는 관세 이야기가 나오기도 전에 2월 초 트럼프와의 회담에서 미국산 LNG 구매 물량을 즉각 더 늘리고, 알래스카 LNG 파이프라인 건설 프로젝트에 대한 지원도 검토하겠다는 입장을 공식적으로 밝혔다.

인도 또한 비슷한 분위기이다. 모디 총리와 트럼프 대통령의 만남이 이뤄지기도 전부터 Indian Oil은 Cheniere Energy로부터 15년 LNG 장기구매 계약을 논의 중에 있음을 언급했다. 다른 에너지 업체인 GAIL, BPCL 또한 유사한 상황이며 지난주 모디-트럼프 회담에서 실제로 해당 내용이 논의되었다. LNG 구매 확대에 이어, 인도 천연가스 공급사인 GAIL은 지난해 바이든의 신규 LNG 수출 승인 중단으로 철회됐던 미국 LNG 설비에 대한 지분 인수도 재추진할 계획이다.

그 외 대만과 베트남 등을 포함해 아시아 주요국 대부분이 미국산 LNG 도입에 대한 입장을 밝혔고, 독일 Uniper 또한 다보스포럼에서 미국산 LNG 구매 확대 준비가 되어있다고 언급하였다. 우리나라 또한 중국과 일본에 이어 글로벌 LNG 최대 수입처 중 하나인 만큼 이들과 유사한 행보를 이어갈 수밖에 없다.

표8. 주요 국가별 미국산 LNG 구매 확대 계획

국가	발표 시기	미국산 LNG 구매 확대 내용
일본	2025.02.07	이시바-트럼프 정상회담에서 미국산 LNG 수입 확대 및 알래스카 내 석유/가스 합작투자 추진 계획 발표
인도	2025.02.10	GAIL 회장, 미국 LNG 공장 지분 매수 및 장기계약 가능성 언급
	2025.02.11	Indian Oil, 미국 Cheniere Energy와 LNG 공급 계약 체결(15년, 1.5~2.0MTPA)
	2025.02.13	모디-트럼프 정상회담에서 무역 불균형 해소 위한 원유 및 LNG 수입 확대 계획 발표
대만	2025.02.10	대만 경제부&국영 석유회사 CPC, 알래스카산 LNG 공급 계약 협의 돌입
독일	2025.01.22	Uniper CEO, Davos Forum에서 글로벌 가스 가격 안정화를 위한 미국산 LNG 수입 확대 필요성 주장

자료: Reuters, iM 증권 리서치본부

그림39. 일본 이시바 총리, 트럼프 회담 이후 미국산 LNG 수입 즉각 늘리겠다는 입장 발표

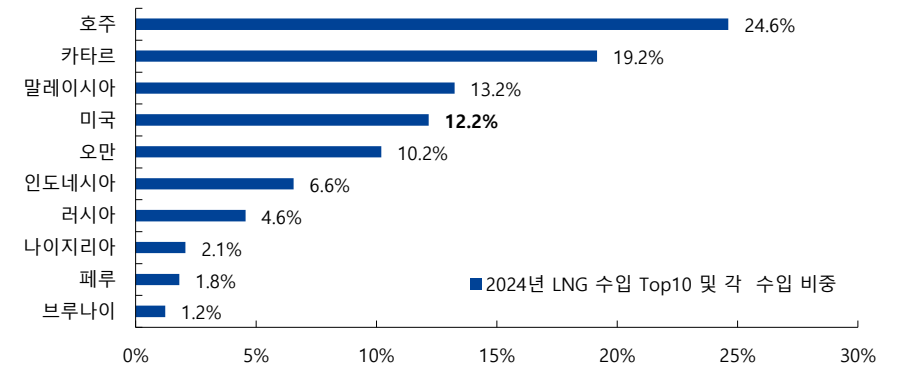
자료: Reuters, iM증권 리서치본부

주요 수입국인 호주/카타르 대신 미국산 LNG 비중 점차 늘어날 듯

2024년 기준 한국의 LNG 총 수입량은 4,630만톤으로, 최대 수입처는 호주이다. 지난해 호주에서의 수입이 25%, 카타르 19%, 말레이시아 13% 등 상위 3개국의 비중이 절반을 훌쩍 넘어섰다. 2016년부터 유입되기 시작한 미국산 LNG 물량이 초창기에는 굉장히 미미한 수준에 그쳤지만, 최근엔 12% 수준까지 올라오며 4위 수입국으로서의 입지를 확보하고 있다.

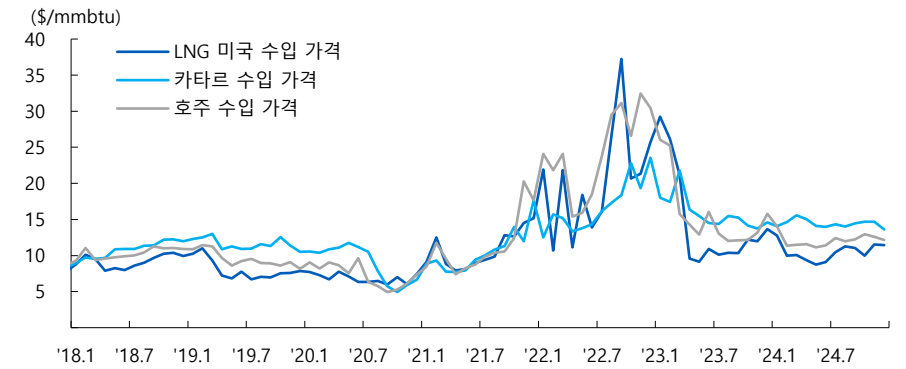
그러나 2025년 트럼프의 대미 무역수지 흑자규모 축소 압박 속에서 한국의 주요 수입국 호주와 카타르(특히, 카타르) 비중이 줄어드는 한편, 미국산 LNG 비중이 점차 늘어날 것으로 예상된다. 한국으로 수입되는 LNG 중에서 미국산은 호주와 카타르 대비 통상 mmbtu당 1~2달러 정도 더 낮기 때문에 원가 측면에서도 도입처의 변화는 긍정적이다. 물론, 공기업인 한국가스공사는 가격보다 안정적인 물량 확보가 훨씬 더 중요한 과제이기 때문에 대부분 호주 및 카타르와 장기계약을 통해 공급받고 있어 수입처의 유연한 변화는 사실상 쉽지 않다. 오히려 국내 일부 민자 발전업체들이 자가소비 목적으로 스팟시장에서 구매하고 있던 LNG 물량의 상당 부분이 미국산으로 전환될 가능성이 높고, 이는 민자 발전업체들의 투입 원가 하락으로 이어질 수 있다는 판단이다.

그림40. 한국의 LNG 수입국 Top 10 및 각 수입 비중 (2024년 기준)



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림41. 국내 주요 LNG 수입 국가별 가격 비교



자료: KITA, iM증권 리서치본부

통상 미국산이 호주/카타르 대비 저렴할 수밖에 없는 Slope 구조

호주와 카타르에서 수입된 LNG는 2022년 러-우 전쟁으로 에너지 시장 전반에 대혼란이 닥쳤던 잠깐의 시기를 제외하면 미국산보다 가격이 언제나 더 높았다. 이는 3개국의 천연가스 수출 및 가격 결정 구조가 조금씩 상이한 것에 기인하다. LNG 가격은 특정 벤치마크를 기준으로 천연가스 가격을 정한 후 액화 및 저장, 운송 등에 투입되는 제반비용을 더하는 메커니즘이다. 여기서 벤치마크를 정하는 기준이 서로 다르다는 것이 가장 주요한 차이이다.

호주와 카타르는 Brent, Dubai 등 유가 또는 JKM 가격에 연동되고 계약 기간도 약 20년 내외 장기공급 형태로 이뤄지고 있다. 현재 주요 LNG 프로젝트의 유가 Slope는 약 12~14% 수준으로 추정되는데, 예를 들어 유가 75달러를 기준으로 했을 때 호주와 카타르산은 9~10달러에서 시작하는 셈이다. 여기에서 액화공정 및 운송 등에 소요된 비용을 추가하게 되는 구조이다. 반면, 미국의 LNG 수출은 Henry Hub 가격에 일정율을 곱한 후 액화 등의 비용을 더하는 것이 일반적이다. 예를 들어 현재 Henry Hub 가격 3.6달러에 120% 요율을 적용한 4.7달러에서 부가적인 비용을 추가하는 방식이다.

물론, 한국을 기준으로 했을 때 호주와 카타르 대비 미국과의 거리가 가장 멀기 때문에 운송비에 대한 부담은 높을 수밖에 없다. 호주가 지리적으로 가장 가까운 5,000~6,000km로 운송기간이 8일에 불과하고, 카타르는 7,000~8,000km 내외로 18일, 미국은 12,000km 상회하며 그 기간이 25일 정도에 달한다. 그러나 물리적 거리를 감안하더라도 호주에서 한국으로 운송비는 mmbtu당 1.2~1.5달러 내외, 미국의 경우 약 2.2~2.8달러 수준으로 추정돼 절대적인 금액 차이는 그렇게 크지 않다. 2016년 파나마 운하가 확장되기 전에는 운하를 통과할 수 있는 선박 수가 한정적이었고 남미를 우회하는 경우도 빈번해 운송료가 최대 4~5달러 달하기도 했으나, 이제는 그 정도의 운임이 부과되는 경우는 거의 없다.

그림42. 한국과 주요 LNG 수입국 간 운송거리 및 소요 기간 비교

자료: iM증권 리서치본부

트레이딩과 가격 구조 측면에서 훨씬 더 유연한 미국산 LNG

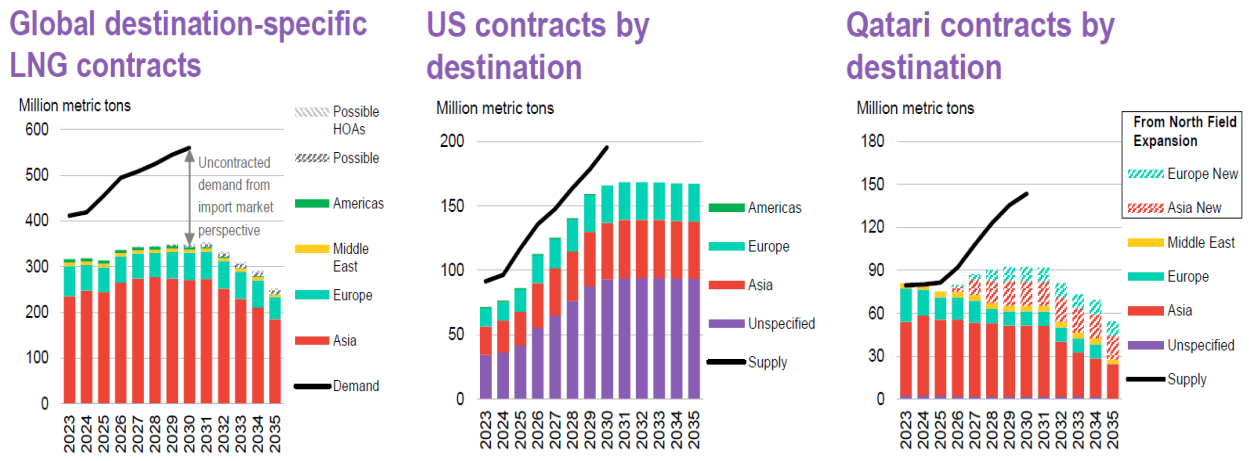
카타르에서 수출되는 LNG는 일반적으로 Qatar Energy가 조선사들에게 발주해서 직접 소유 및 운영하는 선박을 통해 이뤄지고 있다. 따라서 LNG 운임료 변동에 대한 민감도가 크지 않은 편이다. 그러나 미국은 대부분 FOB 계약으로 이뤄지고 있어 LNG 운임료가 최종 도입 가격에 미치는 영향이 상대적으로 높다.

특히 지금처럼 LNG 운임의 하락세가 두드러질 때는 유럽과 아시아로 유입되는 LNG 가격의 하락으로 이어질 수 있다. 최근 미국 기준 태평양과 대서양 LNG 용선료는 모두 5년래 저점에 머물러 있다. 2022년 러-우 전쟁을 기점으로 LNG 수요 성장에 대한 기대가 높아지며 신규 선박 건조가 급증했으나, 당초 예상 대비 수요 증가 속도가 더뎌 선박 공급이 수요를 초과한 것이 가장 주요한 이유이다. 또한 2024년 초 바이든 정부의 LNG 신규 수출 승인 중단으로 프로젝트 전반이 지연되었고, 항해거리도 짧아지면서 가용 선박이 증가한 것도 최근 LNG 운임 하락의 배경으로 작용하고 있다.

특히 LNG 용선료 약세는 미국산 LNG 최종 도입가격 하락으로 이어질 것

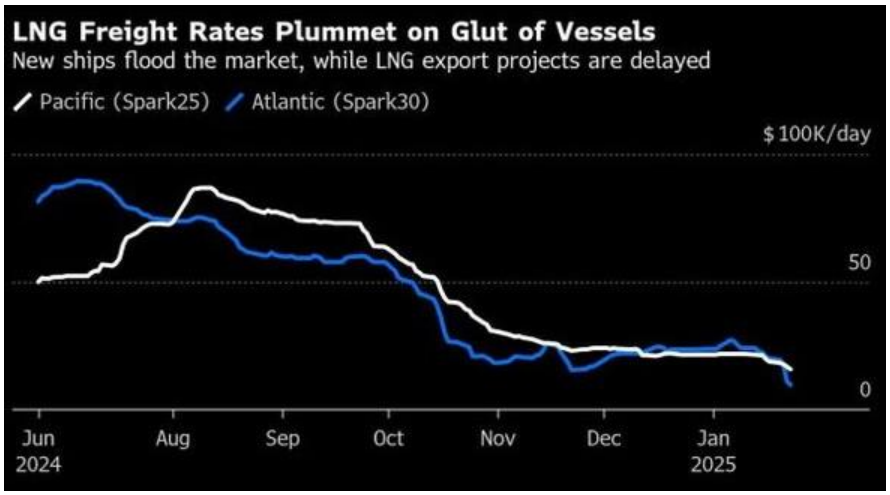
이제 미국산 LNG의 주요 수입처는 유럽과 아시아인데 용선료 부담이 낮을 경우 유럽 및 아시아 가격 레벨에 따라 차익거래를 위한 트레이딩이 훨씬 더 활발하게 이뤄질 수 있다. 특히 최종 목적지를 엄격하게 제한하는 호주, 카타르와는 달리 미국은 LNG 판매에서 포트폴리오 업체들의 비중이 높고, 제3자에 대한 판매도 가능하도록 하는 등 목적지 제한조항을 크게 두지 않기 때문에 각 지역별 가격에 따라 보다 유연한 트레이딩이 가능한 편이다. 물론, 아직까지는 동절기 영향으로 JKM, TTF 높은 레벨을 기록하고 있지만 곧 계절적 성수기가 종료되고 나면 미국의 LNG 운임 하락 효과는 조금 더 선명하게 반영될 것으로 예상된다.

그림43. 2023~2035년 목적지별 LNG 계약 물량: 글로벌 전체, 미국산 계약, 카타르산 계약



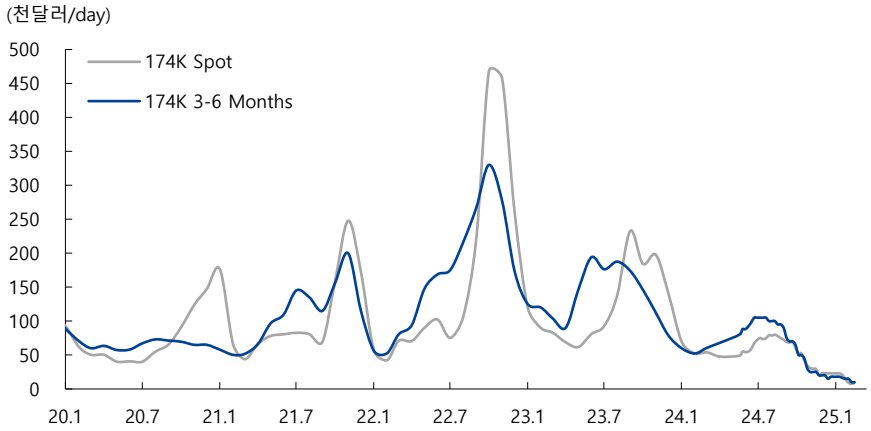
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림44. LNG 선박 태평양 및 대서양 항로 용선료



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림45. LNG 단기(Spot) 및 3~6개월 계약 용선료 추이



자료: Clarkson, iM증권 리서치본부

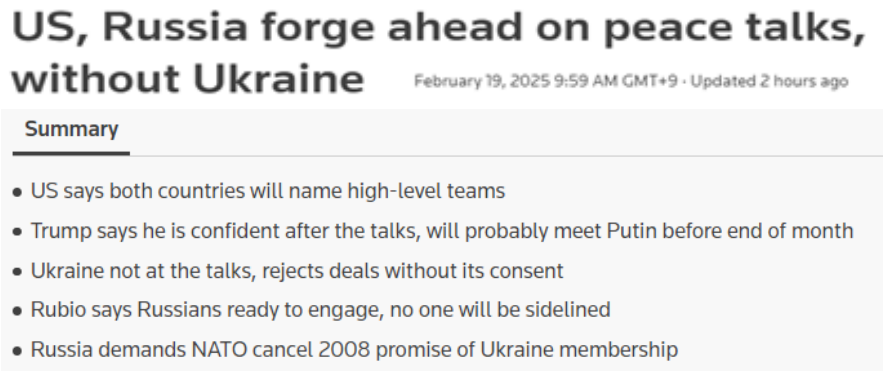
4. 이 모든 것들이 한국 정유/화학 업체들에겐 기회가 될 수 있어

유가와 JKM 가격 하향 안정화로 국내 업체들 원가 부담 완화

트럼프의 에너지 시대가 국내 정유/화학 업체들에게는 이전보다 우호적인 여건이 될 수 있을 전망이다. 전통에너지 산업을 지배하기 위한 미국의 온갖 노력 속에서 원유와 아시아 LNG 가격은 하향 안정화에 무게가 놓이며 이는 가장 직관적으로 국내 석유화학 업체들에게 원가 절감의 기회가 될 수 있다.

특히 트럼프는 자국 에너지 산업 육성을 위해 미국의 원유 및 천연가스 생산량을 늘리고자 하는 것도 있지만, 인플레이션 완화를 위해 에너지 전반의 가격 하락을 이끌고 있기도 하다. 푸틴과의 회담을 통해 3월 전에 러-우 전쟁을 끝내겠다고 회유 및 압박 전략을 동시에 취하고 있는 것도 유가 안정화를 위함이 가장 크다. 최근 사우디가 미국-이란 핵협상을 중재시키고자 나서는 움직임도 궁극적으로는 유가 안정화를 위해 미국이 사우디에게 중재를 요청했을 가능성이 크다. 당초 트럼프 대통령은 이란 핵협상에 대해 부정적인 입장을 보이며 제재를 최대치로 복원시키고 수출량을 제로로 만들겠다고 언급했지만, 현재 약 330만b/d 상회하는 이란산 원유의 부재는 사실 유가에 부담으로 작용할 수밖에 없기 때문이다.

그림46. 미국, 푸틴과 러-우 전쟁 종식을 위한 협상 임박


US, Russia forge ahead on peace talks, without Ukraine

February 19, 2025 9:59 AM GMT+9 · Updated 2 hours ago

Summary

- US says both countries will name high-level teams
- Trump says he is confident after the talks, will probably meet Putin before end of month
- Ukraine not at the talks, rejects deals without its consent
- Rubio says Russians ready to engage, no one will be sidelined
- Russia demands NATO cancel 2008 promise of Ukraine membership

자료: Reuters, iM증권 리서치본부

그림47. 사우디, 미국-이란 핵협상 중재 검토 중

Saudi Arabia seeks to mediate between Trump and Iran on new nuclear deal

By Abbas Al Lawati, CNN

5 minute read · Updated 9:09 AM EST, Sun February 16, 2025

자료: Reuters, iM증권 리서치본부

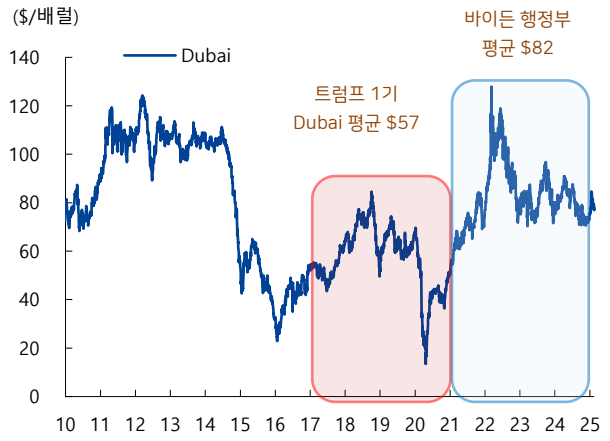
중국/인도 업체들이 러시아산 수입으로 누려왔던 원가 우위는 점차 소멸

2022년 상반기를 정점으로 석유화학 업황은 3년째 다운사이클을 이어가고 있다. 전방수요 둔화 속에서 중국 중심으로 역내 신규 크래커 증설이 대규모 유입되며 수급밸런스가 붕괴된 것이 가장 주요한 이유이다. 예를 들어, 글로벌 에틸렌 수요 증가는 연간 400만톤 내외에 그치지만, 지난 2021~2023년까지 유입됐던 에틸렌 신규 생산설비는 연평균 약 1,000만톤에 육박할 만큼 공급부담이 매우 컸다.

그러나 수급밸런스가 무너짐과 동시에 유가 레벨이 높았던 것도 국내 석유화학 업체들에게는 더욱 부담으로 다가왔다. 트럼프 집권 1기 당시에는 평균 57달러에 그쳤던 Dubai 기준 유가가 2021년 69.4달러, 2022년 96.4달러, 2023년 82.1달러, 2024년 79.6달러 등으로 바이든 집권 기간에는 평균 82달러에 달했다. 매년 높은 수준을 유지한 유가는 원유(납사) 기반 국내 화학업체에게 타격일 수밖에 없었다.

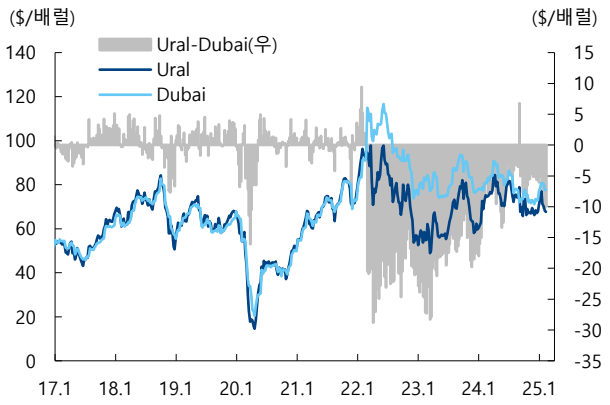
특히 2022년 러-우 전쟁으로 러시아산 원유 및 납사에 대한 제재가 부과되며 러시아 Ural 원유는 Dubai 대비 최대 30달러까지 디스카운트 거래되기도 했다. 그 물량의 대부분은 중국과 인도로 흘러 들어갔는데, 특히 인도의 경우 2021년 약 2% 남짓에 불과했던 러시아 원유 비중이 2024년에는 36%로 대폭 늘어났던 것으로 확인된다. 저렴한 원유가 정제설비에 투입되면서 인도/중국 정유업체들이 먼저 원가 우위를 누렸고, 여기서 생산된 납사 및 러시아에서 직접 수입한 저렴한 납사가 현지 석유화학 업체들의 원료로 투입되면서 그들 역시 순차적으로 국내 업체들 대비 원가 측면에서 훨씬 더 유리한 입지를 확보할 수 있었다.

그림48. 트럼프 집권 1기와 바이든 정부 시절 유가 비교



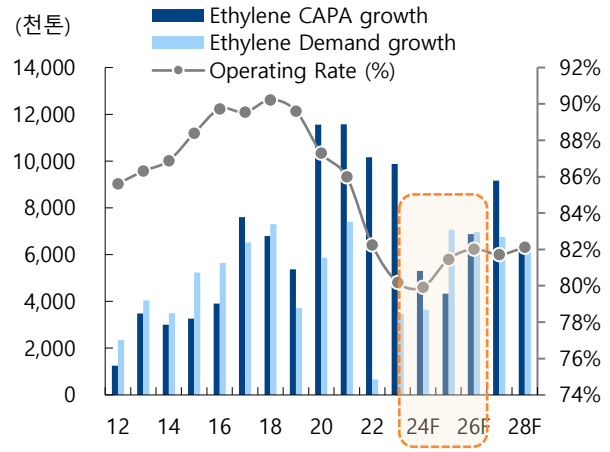
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림49. Ural 및 Dubai 유가 추이



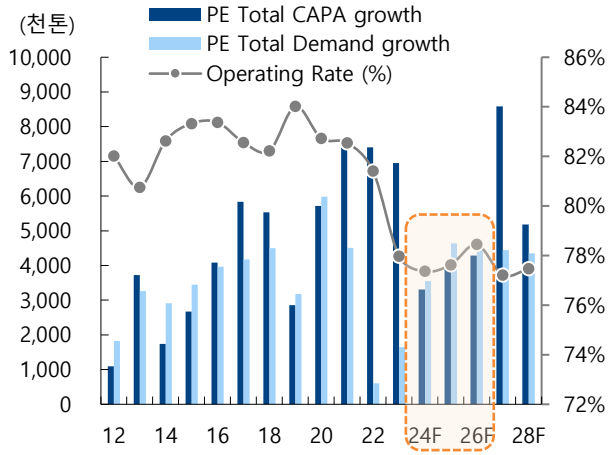
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림50. 에틸렌 증설 및 수요 증가 규모 비교



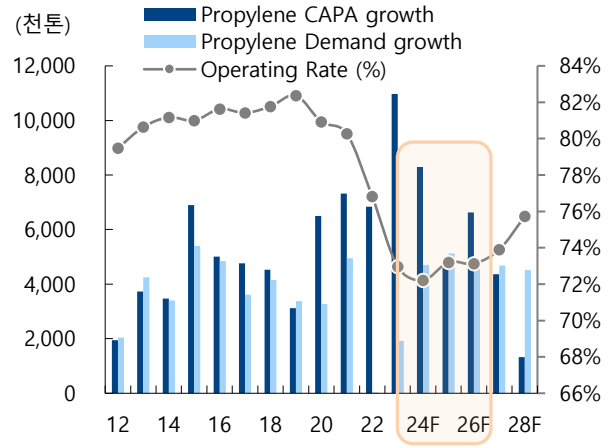
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림51. 폴리에틸렌 증설 및 수요 증가 규모 비교



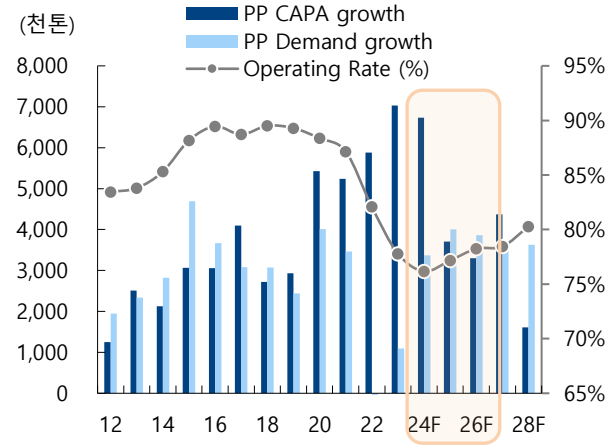
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림52. 프로필렌 증설 및 수요 증가 규모 비교



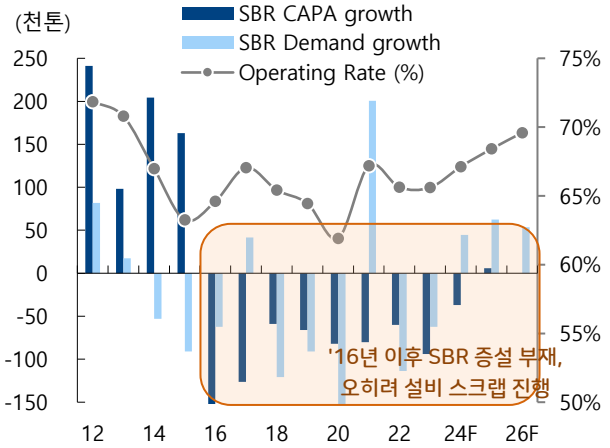
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림53. PP 증설 및 수요 증가 규모 비교



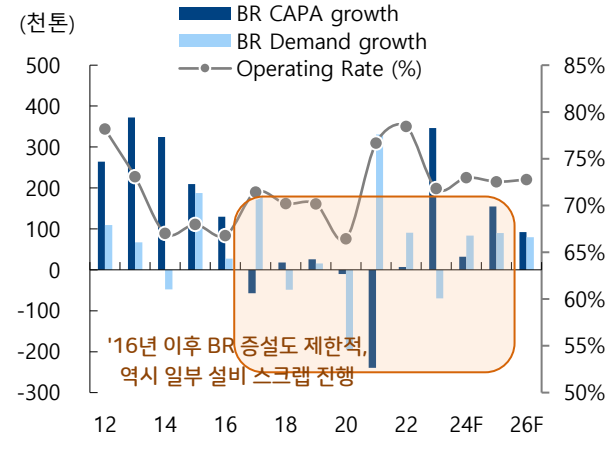
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림54. SBR 증설 및 수요 증가 규모 비교



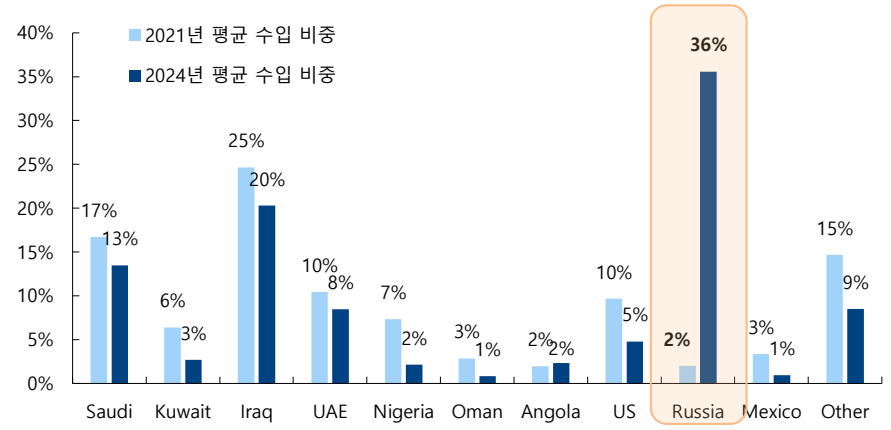
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림55. BR 증설 및 수요 증가 규모 비교



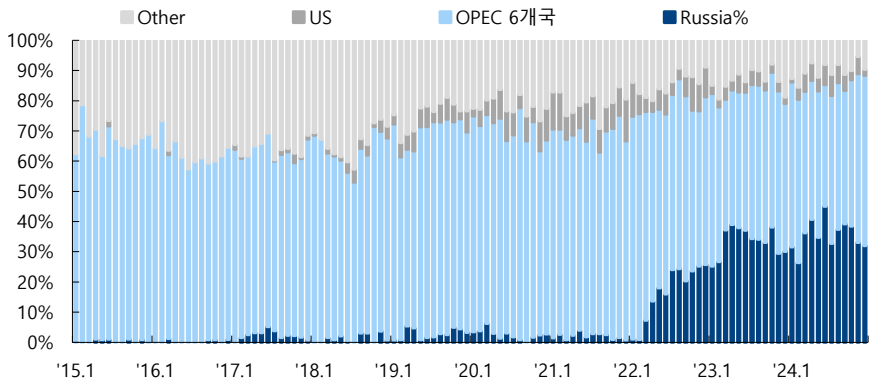
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림56. 인도 원유 수입국가별 비중: 2021년 vs 2024년



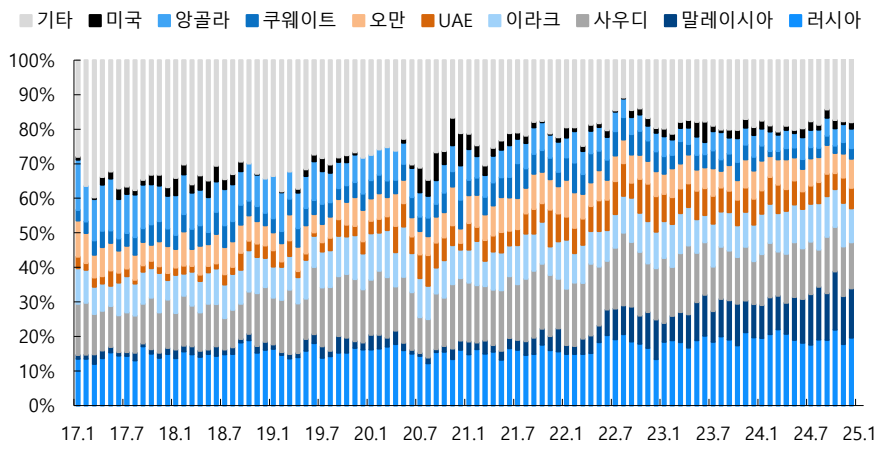
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

그림57. 인도의 원유 수입국가별 비중 추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

그림58. 중국의 원유 수입국가별 비중 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국/인도 업체들이 러시아산 수입으로 누려왔던 원가 우위는 점차 소멸

트럼프가 러-우 종전 협상에서 전쟁 당사자인 우크라이나와 주요 협력국이었던 유럽을 제외하고 한 쪽 당사자인 러시아와만 단독으로 진행하고 있어 실제 협상 체결여부는 여전히 불확실하다. 그러나 러시아와 우크라이나 양쪽에 회유와 압력 전략을 모두 구사하고 있는 만큼 평화적으로든 비평화적으로든 전쟁의 끝자락에 다가가고 있는 분위기가 형성되고 있긴 하다. 종전 협상이 완료된다고 하더라도 러시아의 원유와 천연가스가 이전처럼 유럽 및 아시아 등으로 활발하게 거래되긴 어렵겠지만, 그래도 제재들이 조금씩 완화되면서 지금까지 다른 유종 대비 받던 디스카운트 폭 자체는 축소될 가능성이 높다. 이는 인도와 중국 정유 및 석유화학 업체들이 지난 3년간 누려왔던 원가 우위는 점진적으로 소멸될 것임을 의미한다.

미국과 이란의 향후 관계에도 주시할 필요가 있다. 사우디의 중재에도 불구하고 핵협상이 원활하게 해결되지 않으며 미국이 이란에 대한 제재를 가하게 될 경우, 중국 업체들의 추가 타격이 불가피하다. 현재 이란이 수출하는 원유의 70~80% 이상은 중국이 수입하고 있는데, 이 또한 제재 대상인 만큼 Dubai 등 다른 중동 원유 대비 할인 거래되고 있다. 미국의 제재 강화로 이란 원유 생산 및 수출량이 감소하게 될 경우 주요 수입국인 중국은 그 외 다른 구매처를 모색해야만 하는데, 중동산 다른 원유는 대부분 이란과 러시아산 대비 가격이 더 높은 만큼 이전보다 원가 부담이 높아질 수밖에 없다.

2025년 석유화학 업황도 쉽진 않겠지만, 1)유가 하향 안정화와 2)신규 증설 물량 감소, 3)중국 부양책의 누적 효과 등에 근거해 2024년 대비로는 확실히 숨통이 좀 트이는 시기가 될 것으로 전망한다. 특히 지금까지 국내 업체들 대비 상대적 원가 경쟁력을 누린 중국과 인도 석유화학 업체들의 투입 원가 상승으로 생산량 감소 예상되는 만큼 국내 업체들의 추가적인 반사수혜도 기대해볼 수 있겠다.

그림59. 2025년 석유화학 업황이 2024년 대비 숨통이 트일 것으로 바라보는 근거들

원가	1) 트럼프의 에너지 시대에서 미국 원유 및 천연가스 생산량 증가 2) OPEC+ 감산규모 축소(=실질적 증산 전환) → 유가 하락으로 NCC 원가 부담 완화 3) 러-우 종전 협상. Ural 할인 축소로 인도/중국이 누려온 원가 우위 약화 → 국내 업체들의 상대적 수혜 가능
수요	1) 중국 24년 9월 말 이후 부양정책 누적. 25년 하반기부터 그 효과 점진적 출현 예상 2) 트럼프 행정부의 대중국 관세 부과 이후 중국의 추가 부양책 출현 가능성 존재
공급	1) 대규모 NCC 유입 물량 24년 기점으로 일단락 및 25년 증설 전년대비 확실히 감소 2) 글로벌 메이저 업체들의 설비 전환 & 영구폐쇄 등 잇따른 구조조정으로 공급부담 완화

자료: iM증권 리서치본부

Ⅲ. SKI E&S 호주/싱가포르 사이트 투어 후기

경쟁사 대비 프리미엄을 정당화할 수 있는 LNG 밸류체인 통합

SK E&S는 국내에서 LNG 밸류체인 전반을 통합 운영하는 유일한 에너지 업체로 2024년 11월 SK이노베이션과 합병 완료함으로써 2025년부터는 주요 사업부 중 하나로 이익이 온기 반영된다. 당사는 지난 2월 13일부터 17일까지 SKI E&S의 호주 Darwin LNG 플랜트와 싱가포르에서 건조 중인 FPSO 사이트 투어, 그리고 CEO 외 주요 임원들과의 미팅에 참석하였다.

이번 사이트 투어에서 가장 인상적이었던 부분은 동사의 LNG 밸류체인 사업 통합이 그저 형식적인 것이 아니라, 각 부문에서 시너지가 창출될 수 있도록 매우 유기적 형태로 이뤄져 있다는 것이었다. 가령, 2025년 3분기 호주 Barossa 가스전 상업가동은 업스트림 확대 뿐만 아니라 다운스트림에서 동사 광양 발전소가 원가 경쟁력을 이어갈 수 있게 해주는 요인이 된다. 반대로 파주와 여주, 보령 등에서 운영 중인 5GW 규모의 LNG 발전소 역시 단순히 SMP 판매로 이익을 창출하는 다운스트림 사업에 그치는 것이 아니라, 동사가 업스트림에서 사업을 공격적으로 확대할 수 있게 하는 든든한 지원군 역할을 해주기도 한다.

이처럼 업스트림부터 다운스트림까지 LNG 전 밸류체인에 걸쳐 사업을 영위하고 있는 동사의 포트폴리오 경쟁력을 정확히 숫자화하기는 어렵다. 그러나 국내에서 LNG 발전소만 가동하는 민자 발전업체 또는 사실상 LNG 트레이딩 부문에서 독점적 지위를 누리고 있는 한국가스공사 등의 경쟁사 대비로는 보다 차별화된 프리미엄이 정당화될 수 있다는 판단이다.

표9. SKI E&S 호주/싱가포르 사이트 투어 주요 일정

일자	주요 행사	세부 진행 내용
2월 13일 (목)	SKI E&S 사업 설명	호주 Darwin 도착 호주 Caldita-Barossa 가스전 소개 및 설명 호주 Darwin LNG 터미널 소개 및 설명 동티모르 Bayu-Undan CCS 프로젝트 소개 및 설명
2월 14일 (금)	Darwin LNG 터미널 투어	호주 Darwin LNG 터미널 사이트 투어 싱가포르 이동
2월 15일 (토)	SKI E&S LNG V/C 사업 설명 & CEO 및 주요 임원 간담회	SKI E&S 각각 LNG Value Chain 세부 내용 설명 CEO 및 주요 임원들과의 간담회
2월 16일 (일)	Barossa 가스전 FPSO 사이트 투어	FPSO 상선 및 내부 사이트 투어 한국 이동

자료: SKI E&S, iM 증권 리서치본부

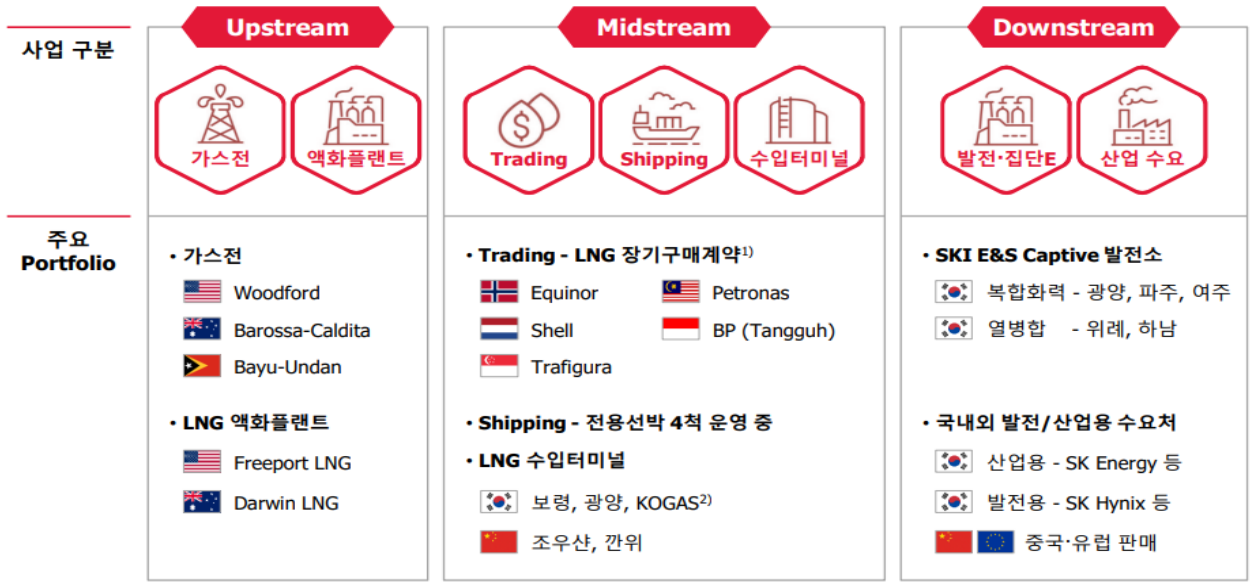
SKI E&S 사업 개요 및 주요 사이트 현황

1999년 도시가스 사업을 시작으로 한 SKI E&S는 현재 국내 도시가스 시장에서 약 22% 내외 점유율을 확보한 1위 사업자인 동시에, LNG 부문에서도 민간 발전 기준 1위 업체로서 입지를 갖추고 있다.

국내 발전시장에서 동사가 경쟁사들 대비 가장 차별화되는 부분은 업스트림부터 미드스트림, 다운스트림 전 영역에서 포트폴리오를 확보하고 있다는 점이다. 통상 민자 발전업체들은 한국가스공사로부터 LNG를 공급받아 발전소를 가동하거나 혹은 자가 소비할 만큼만 직접 조달해서 발전소를 가동하는 등 다운스트림에만 사업이 주로 한정되어 있는 편이다.

그러나 동사는 예를 들어 업스트림에서는 미국 Woodford, 호주 Barossa-Caldita 가스전 개발에 참여해 보유한 지분율에 해당하는 만큼 천연가스를 직접 조달받고 Freeport, DLNG 터미널을 통해 천연가스 액화까지 처리하고 있다. 미드스트림 사업에서는 BP, Shell 등 주요 포트폴리오 업체들과 LNG 장기 공급계약 체결 및 수입 터미널을 운영하는 것 뿐만 아니라 4척의 전용 선박을 통해 그 운송까지도 SK E&S 내에서 담당하고 있다. 마지막으로 이러한 과정을 거쳐 조달된 가스 중 일부는 국내에 위치한 자사 5GW 발전소에 투입하며 다운스트림 인프라까지 운영하는 등 LNG 밸류체인 처음부터 끝까지 동사 손길이 닿지 않은 곳이 없다.

그림60. SKI E&S LNG 부문 밸류체인 개요



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림61. SKI E&S LNG 사업부 중 업스트림: (1) 호주 가스전 및 LNG 액화 터미널

CB 가스전

위치	호주 북서 해상 (해안으로부터 약 300km)
투자비	총 투자비 USD 43억 * SKI E&S 기준 USD 16억
주주구성	SK 37.5% I Santos 50.0% I JERA 12.5%
COD	2025년 3분기 예정 (공정률 88%[1])
매장량	천연가스 3.4 Tcf I 컨덴세이트 51백만 배럴

Darwin LNG

위치	호주 육상 NT주 Darwin City 인근
주주구성	SK 25.0% I Santos 43.4% I JERA 6.1% INPEX 11.4% I ENI 11.0% I Tokyo Gas 3.1%
COD	2006년 I 설비개조 후 2025년 재가동 예정
설비용량	액화용량 LNG 370만톤/년

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림62. SKI E&S LNG 사업부 중 업스트림: (2) 미국 가스전 및 LNG 액화 터미널

Woodford 가스전

위치	미국 오클라호마 주 북동부
자산규모	USD 6.4억 I SK Net 기준 5.3만 Acre
주주구성	SK 49.9% I Continental Resources 50.1%
생산개시	2014년 9월 인수 후 100만톤/년 가스 생산
매장량	천연가스 5.4 Tcf (2P기준)

Freeport LNG

위치	미국 텍사스 주 퀸타나 섬
운영사	Freeport LNG Development LP
Toller	SK I BP I TOTAL I JERA I Osaka Gas
COD	Train#1 (2019), Train#2 (2020), Train#3 (2020)
설비용량	총 15.5 MTPA (5.15 MTPA x 3 Train)

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림63. SKI E&S LNG 사업부 중 미드스트림: LNG 자사선 보유 및 수입터미널 운영

자사선

선주	SK해운
용선주	PRISM Energy International Pte. Ltd
계약 기간	20년
선박 수	4척 (PRISM Agility, Brilliance, Courage, Diversity)
Size	화물창 크기 180,000m³

수입터미널

위치	대한민국 보령시
운영사	보령LNG터미널
주주구성	SKI E&S 50.0% ㅣ GS Energy 50.0%
COD	2016년 12월
설비용량	140만kℓ (LNG Tank 20만kℓ x 7기)

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림64. SKI E&S LNG 사업부 중 다운스트림: 국내 LNG 발전소 총 5GW 보유

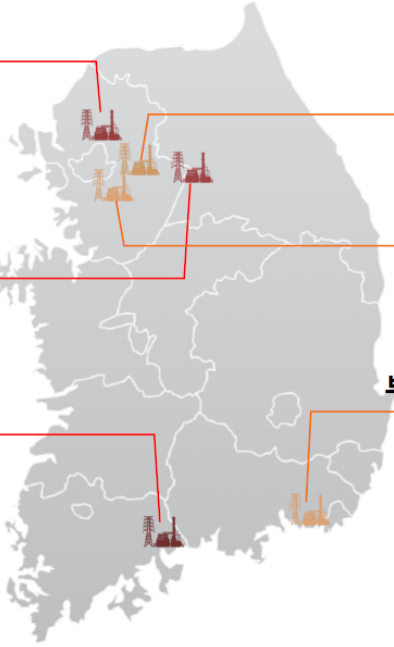
복합화력 · 집단에너지 발전소

(가동률 %)[1)]

파주(2017)
1.8GW (90%)

여주(2023)
1.1GW (95%)

광양(2006)
1.1GW (85%)



하남(2015)
0.4GW (75%)

위례(2017)
0.5GW (70%)

부산정관(2008)
0.1GW (40%)

LNG 발전소

압도적 원가 경쟁력 기반,
높은 발전소 가동률 및 고마진 지속

LNG 열병합발전소(집단에너지)

수도권 일대 14만 가구 이상 열 공급

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

주요 포인트: (1)Barossa 가스전 상업가동, (2)DLNG 터미널 재활용

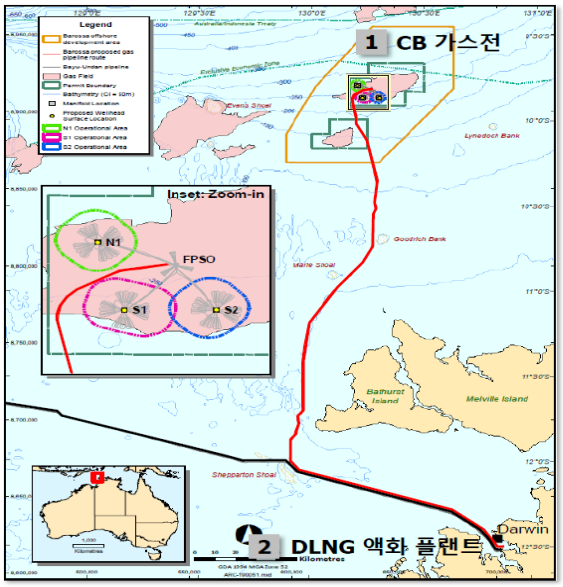
2025년 SK이노베이션에서 가장 기대되는 동시에 사업 재평가가 이루어질 것으로 예상되는 부분은 SKI E&S의 LNG 사업이다. SKI E&S 안에서 또 핵심 포인트는 1)하반기 호주 Barossa 가스전 상업생산 개시, 2)이와 연계된 Darwin LNG 설비 운영 재개에 따른 외형 확대 및 시너지 효과 창출이다.

2025년 하반기 Barossa 가스전 가동 개시로 동사는 연간 130만톤의 천연가스를 신규로 확보할 수 있게 된다. 그러나 이는 단순히 업스트림 부문 확대에만 그치는 것이 아니라, SMP 하향 안정화가 불가피한 상황에서 다운스트림 사업의 안정적 이익을 유지하게 해주는 주춧돌 역할을 해줄 수 있다는 점에서 더욱 고무적이다.

또한 Barossa 가스전은 기존 Bayu-Undan 가스전에서 사용하던 DLNG 설비를 활용하는 브라운필드 프로젝트라 투자비가 훨씬 낮다. 가령, 호주 다윈 지역에서 그린필드 형태로 이뤄진 Ichthys LNG 대비 투자비는 약 10% 수준에 불과하다. Barossa 물량이 SKI E&S 총 도입 물량의 20% 달하는 만큼 향후 평균 도입단가 하향 안정화 및 이에 따른 발전사업에서의 견고한 수익 창출을 기대할 수 있다.

중장기적으로 호주 Caldita-Barossa 가스전과 Darwin LNG 액화 터미널, 그리고 매장량 고갈로 이제는 폐가스전이 된 동티모르 Bayu-Undan 가스전 활용을 통해 동사가 CCS 사업 진출 잠재력을 확보할 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. CCS 사업이 본격화되면 SKI E&S가 목표하는 블루수소 생산 뿐만 아니라 LNG 판매에서 프리미엄 확보가 가능해지고, 외부에서 탄소 구매 및 저장하는 사업을 통해 경제적 가치가 소멸된 BU 가스전의 이익 창출 기회가 될 수 있다.

그림65. SKI E&S 호주 CB 가스전 및 DLNG 플랜트 개요



1	Caldita-Barossa (CB) 가스전
광구명	호주 NT/L1, Barossa
위치	호주 북서 해상 (해안으로부터 약 300km)
매장량	Gas 3.6 Tcf, Condensate 49 MMbbl
LNG 생산량	350 만톤/년
참여사	SKI E&S (37.5%), Santos (50%, 운영사) JERA (12.5%)

2	Darwin LNG (DLNG) 액화 플랜트
위치	호주 육상 Darwin 市 인근
생산이력	'06~'23년간 LNG 생산 (BU 가스전 이용)
설비개조	CB 가스전 액화설비 용도로 개조 진행중
액화용량	370만톤/년

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

Barossa 가스전 상업생산 개시가 의미하는 것들

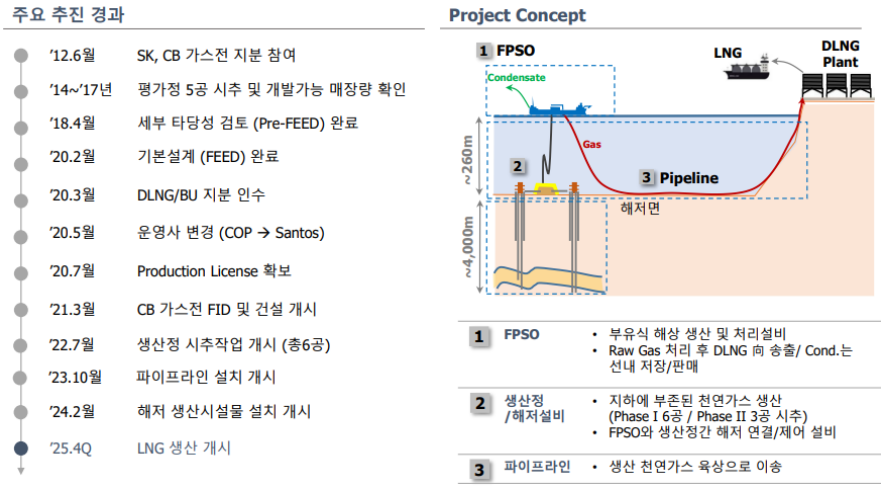
1. 가장 직관적인 수혜는 업스트림에서의 트레이딩 물량 확대

Barossa-Caldita 가스전은 호주 북서지역 해상에 위치한 가스전으로 2012년 6월 동사가 사업에 참여한 이후 약 4년 동안 평가정 5공의 시추 등을 통해 개발 가능 매장량 확인 및 기본설계를 완료한 프로젝트이다. 당시 사업 초반에 참여사들은 매장량을 1.7Tcf 내외로 예상했으나, 실제로 시추 및 개발이 진행되면서 오히려 생각보다 더 많은 가스를 발견해 현재까지 P1(Proved Reserve, 확인 매장량) 기준 매장량은 총 3.6Tcf 수준으로 확인된다. 이와 별개로 49백만배럴의 컨덴세이트도 함께 매장되어 있어 일반적인 dry gas 대비 더 높은 수익성을 기대할 수 있다.

또한 Barossa 내에서도 좀 더 하류층에 위치한 가스 물량과 Barossa 인근에 있는 Caldita 가스전의 매장량까지 감안한 P2(Probable, 추정 매장량) 매장량은 훨씬 더 높아지기 때문에 실질적인 동사 Barossa 가스전의 생산수명과 생산량은 현재 예상하는 것보다 더 장기화 및 상향될 가능성이 매우 높다.

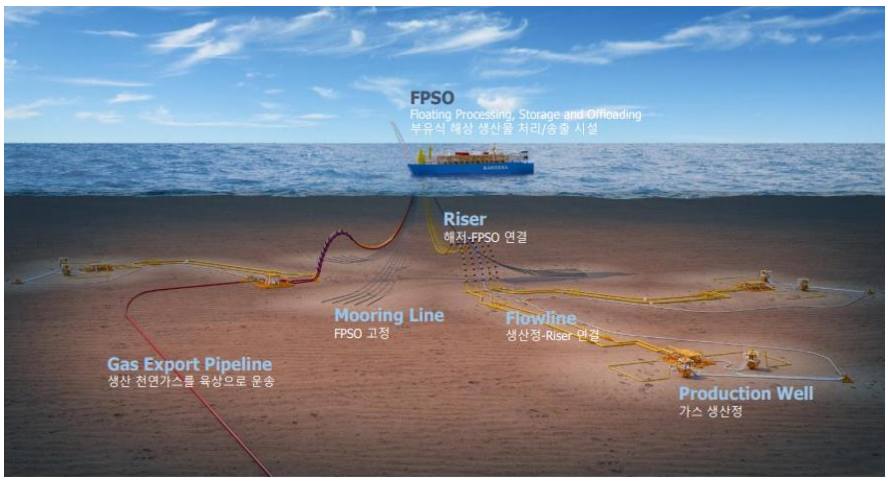
Barossa 가스전은 지난해부터 해저 생산시설물 설치를 시작했고 현재는 해상에서 육상으로 가스를 옮길 수 있도록 하는 연결 파이프라인 설치를 마무리 중에 있다. 수심은 260미터 수준으로 크게 깊지 않지만, 해저면에서부터 가스전이 4,000미터 밑에 위치하고 있어 교각을 설치하는 것보다는 부유식으로 생산 및 저장할 수 있는 FPSO를 활용하는 것이 더 유리하다. 이에 Barossa는 바다 가운데 FPSO를 띄워놓고 생산하게 된다. 2023년 10월 한국에서 하부 구조물 Hull 제작 완료 후 싱가포르로 출항했고, 상부 구조물 Topside module 제작은 싱가포르에서 진행해 조립 완료했다. 금번 사이트 투어 마지막 날 싱가포르 항구를 방문해 현재 해당 FPSO 선박이 육상에서 시운전 중임을 확인할 수 있었다. 2월 내 시운전 마친 후 7월 중 호주에서 전 설비를 조립하고, 8~9월에 상업생산이 본격화될 예정이다.

그림66. 호주 Caldita-Barossa 가스전 추진 내역 및 프로젝트 구조



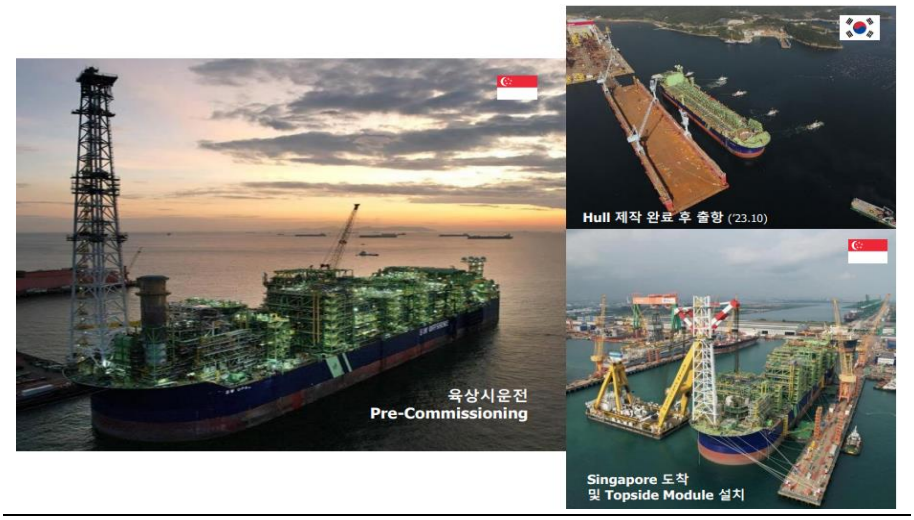
자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림67. Barossa 가스전 주요 생산설비 및 구조



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림68. Barossa 가스전에 투입될 FPSO 건설 현황



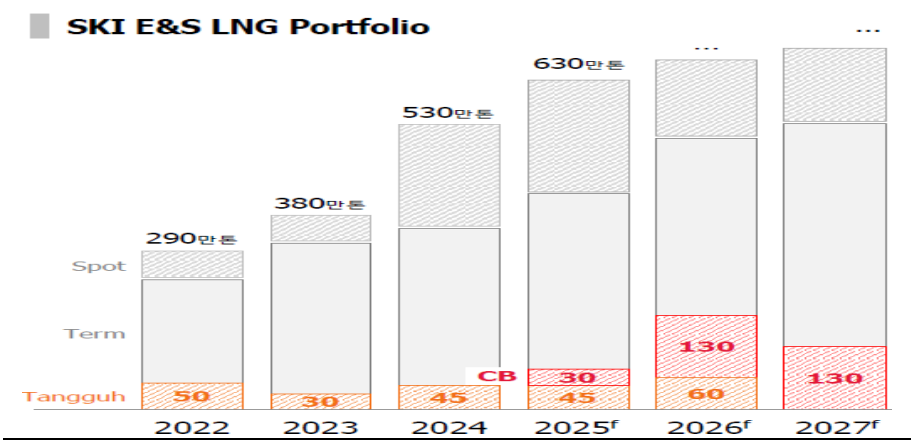
자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

2. 좀 더 나아가서는 트레이딩 확대를 넘어, 다운스트림 이익 체력 향상에 기여

Caldita-Barossa 가스전에서 생산되는 물량은 LNG 기준 총 350만톤 내외인데, 동사가 보유하고 있는 지분율 37.5% 감안하면 실질적으로 확보하게 되는 물량은 연간 130만톤 규모이다. 2006년부터 BP와 20년간 장기 도입 중인 인도네시아 탕구 물량이 2026년 종료될 예정이라, Barossa 가스전이 이를 대체하게 된다. 기존에 탕구에서 받아오던 물량이 연간 50만톤 내외였음을 감안하면 CB 가스전 생산이 완전히 이뤄진 이후 동사의 LNG 트레이딩 순증가는 80만톤으로 2024년 총 도입량 530만톤 대비 15% 증가하게 되는 셈이다. 참고로 금번 싱가포르에서 이뤄진 대표이사 및 주요 임원들과의 간담회에서 CB 가스전이 가동되며 2025년 LNG 트레이딩 물량은 630만톤으로 전년대비 19% 증가할 것이라는 가이던스를 제시하였다. Barossa 물량이 온기 반영되는 2026년에는 그 규모가 추가 확대되고, 보다 중장기적인 관점에서 2030년에는 트레이딩 물량을 총 1,000만톤으로 대폭 확대하겠다는 비전을 함께 밝히기도 했다.

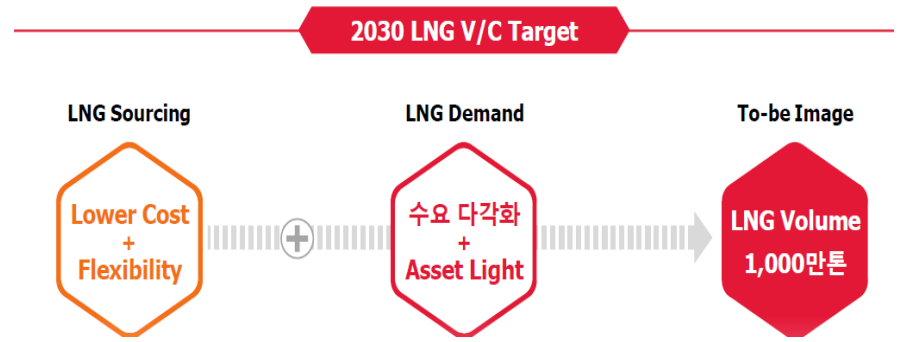
Barossa 가스전 상업가동 개시는 LNG 트레이딩 물량 증가라는 직접적인 결과를 가장 먼저 갖고 오겠지만, 한 걸음 더 나아가서 SMP 하락으로 인한 다운스트림 부문의 이익 축소를 상쇄시키는데 기여할 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.

그림69. SKI E&S 중장기 LNG 포트폴리오 규모 전망



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림70. SKI E&S 2030년 LNG 밸류체인 타겟 및 전망



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

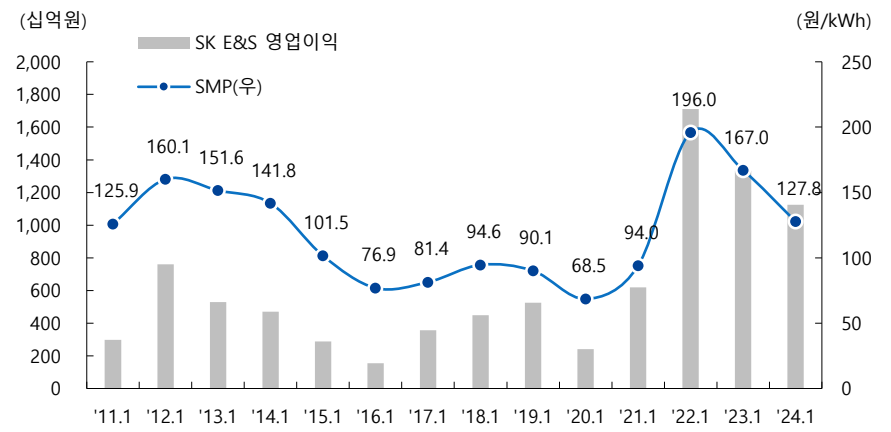
SMP 하락으로 인한 다운스트림 이익 축소 상쇄에 기여

2022년 2월 러-우 전쟁으로 유럽 내 PNG 공급이 중단되며 LNG 스팟 가격이 급등했고, 이에 동반하는 SMP 가격 2021년 kWh당 94원에서 2022년 196원으로 거의 2배 가까이 상승했다. 비정상적으로 급등했던 천연가스 스팟 가격이 조금씩 하향 안정화되면서 2023~2024년 SMP도 167원, 128원 등으로 각각 조정되었다.

2025년에는 트럼프의 미국 내 원유 생산규제 완화 뿐만 아니라 유가 하락을 위한 온갖 노력들, OPEC+ 감산 규모 점진적 축소 등으로 유가는 추가 하향 안정화가 예상된다. 이는 통상 유가를 기준으로 슬로프가 적용되는 아시아 지역들의 LNG 도입 가격과 SMP 역시 하향세가 불가피함을 의미한다. 또한 국내 발전원 구성 측면에서도 최근 1~2년 사이 기저발전원이 늘고 있어 첨두발전원의 급전순위는 뒤로 밀릴 수밖에 없다. 2024년 신한울 2호기, 삼척블루파워 1호기 등 총 2.5GW 규모의 기저발전원이 신규로 유입되었고 2025년에는 삼척블루파워 2호기 준공이 예정되어 있다. 동해안에 발전소가 집중돼 있어 송전선로 부족 문제로 아직까지 상업가동이 활발하게 이뤄지고 있지는 않지만, 그래도 상업가동은 시간문제이고 급전순위에서도 LNG 발전소보다 우선순위에 놓인다. 한편, 또 다른 기저전원인 원전 이용률도 점차 상향되고 있어 첨두발전원 중에서도 가장 후순위에 위치한 발전소가 앞으로 당겨짐에 따라 SMP 가격은 하락이 불가피할 것으로 예상된다.

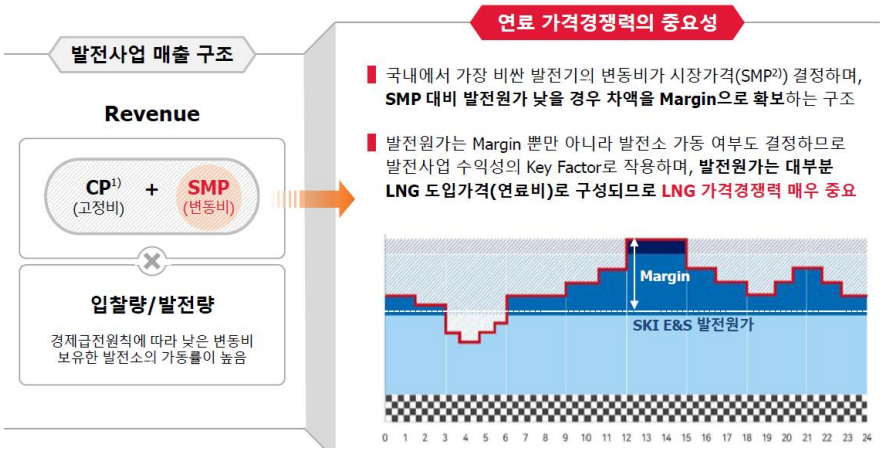
발전사업은 동사 영업이익에서 가장 주요한 부문이고, 판가인 SMP 레벨에 따라 그 이익의 규모가 결정된다. 앞서 언급한 것처럼 2025년은 SMP 하락 예상되는 만큼 발전사업 이익도 축소될 수밖에 없다. 정도의 차이일 뿐 그 추이는 2025년 이후에도 이어지며 발전사업 외형 성장 제한이 예상된다. 그러나 Barossa 가스전 상업가동은 LNG 트레이딩 물량을 기존 대비 15% 늘림에 따라 업스트림 사업이 그 이익의 하락분을 상쇄시킬 수 있다. 보다 궁극적으로는 SMP 하락에도 동사가 꾸준한 이익 체력을 유지해갈 수 있도록 하는 주춧돌의 역할이 되어줄 전망이다.

그림71. SMP 및 SKI E&S 영업이익 추이



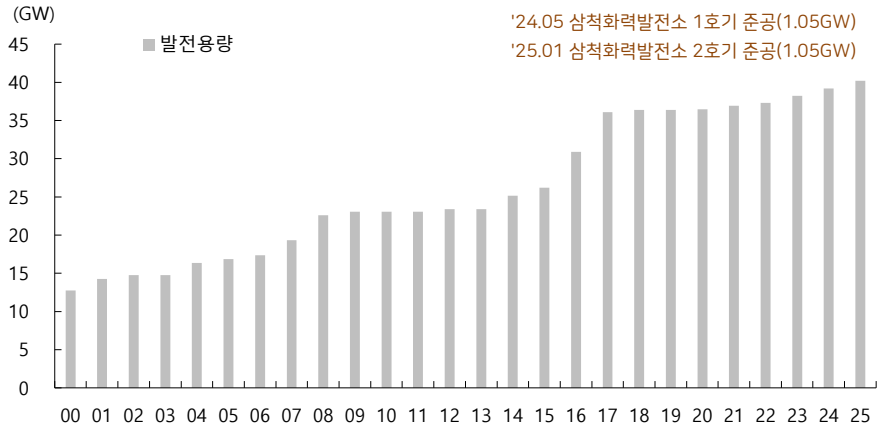
자료: Bloomberg, KPX, iM증권 리서치본부

그림72. 발전사업 매출에 SMP 가격이 영향을 미치는 구조



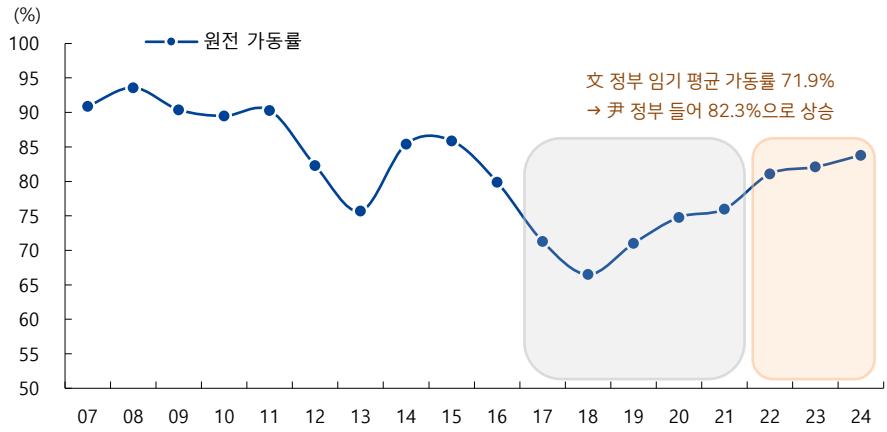
자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림73. 2000~2025년 국내 화력발전소 발전용량



자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림74. 2007~2023년 국내 원전 가동률 추이



자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

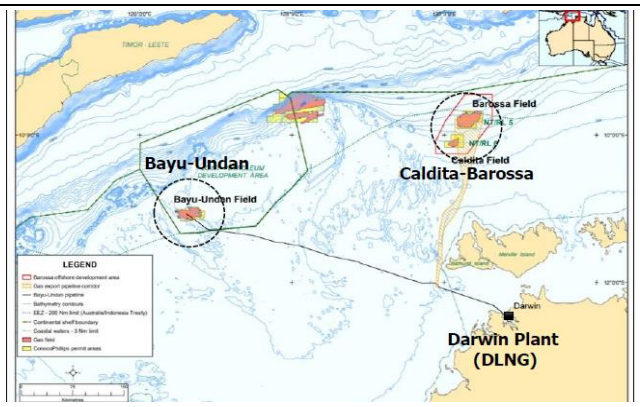
낮은 원가로 LNG 평균 도입단가 하향 안정화

Barossa 가스전에서 생산된 천연가스는 해저 파이프라인을 통해서 호주 북부에 위치한 Darwin 육상 터미널로 이동하고, Darwin 터미널에서 이를 받아 LNG로 액화한 후 국내로 운송하게 되는 구조이다. DLNG(Darwin LNG 액화 터미널)는 2003~2005년 동티모르 Bayu-Undan 가스전에서 생산된 천연가스를 액화시키기 위해 건설되었던 터미널로 2006년부터 2023년까지 약 17년간 운영되어 왔다. 현재는 BU 가스전에 매장된 물량이 대부분 소진됨에 따라 극소량의 천연가스만 생산돼 호주 다윈 지역 인근에 내수로 공급하고 있으며, DLNG 터미널은 2023년 이후 운영이 중단된 상태이다.

그러나 DLNG 설비는 개보수 작업을 거친 후 Barossa 가스전의 물량을 액화 및 처리하는 터미널로 다시 활용될 예정이다. DLNG 터미널은 기존 Bayu-Undan 가스전과 Caldita-Barossa 가스전 사이에 위치하고 있고, 오히려 물리적 거리는 Barossa 가스전과 조금 더 가깝다. 또한 2006년 운영 시작한 후 지금까지 사용된 기간은 20년 미만이라 일부 설비 교체와 업그레이드만으로도 활용 가치는 충분히 높다. 따라서 Barossa 가스전과 DLNG 연결 해저 파이프라인 설치가 마무리되면 가스전과 터미널은 운영상 큰 이슈 없이 즉각 동반 가동 시작할 것으로 예상된다.

그림75. DLNG 터미널 개요(좌) 및 위치(우): BU 가스전과 CB 가스전 사이에 위치

위치	• 호주 육상 다윈 시 인근
참여사	• 운영사 : Santos 43.4% • JV : SK 25.0%, INPEX 11.4%, ENI 11.0%, JERA 6.1%, Tokyo Gas 3.1%
개발현황	• '03~'05, DLNG Plant 건설 • '06~'23.11월, BU 생산 Gas 액화/LNG 판매 (약 18년간 총 835개 Cargo 판매) • '23~'25.3sQ, Barossa Gas 액화 위한 설비 개보수 작업 (Darwin Life Extension, "DLE") • '25.4Q~, Barossa 생산 Gas 액화
Capacity	• 3.7 MTPA (한국 전체 LNG 수입의 8%)



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림76. DLNG 터미널 도안

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

DLNG 브라운필드로 업계 평균 대비 20% 내외에 불과한 액화설비 투자비

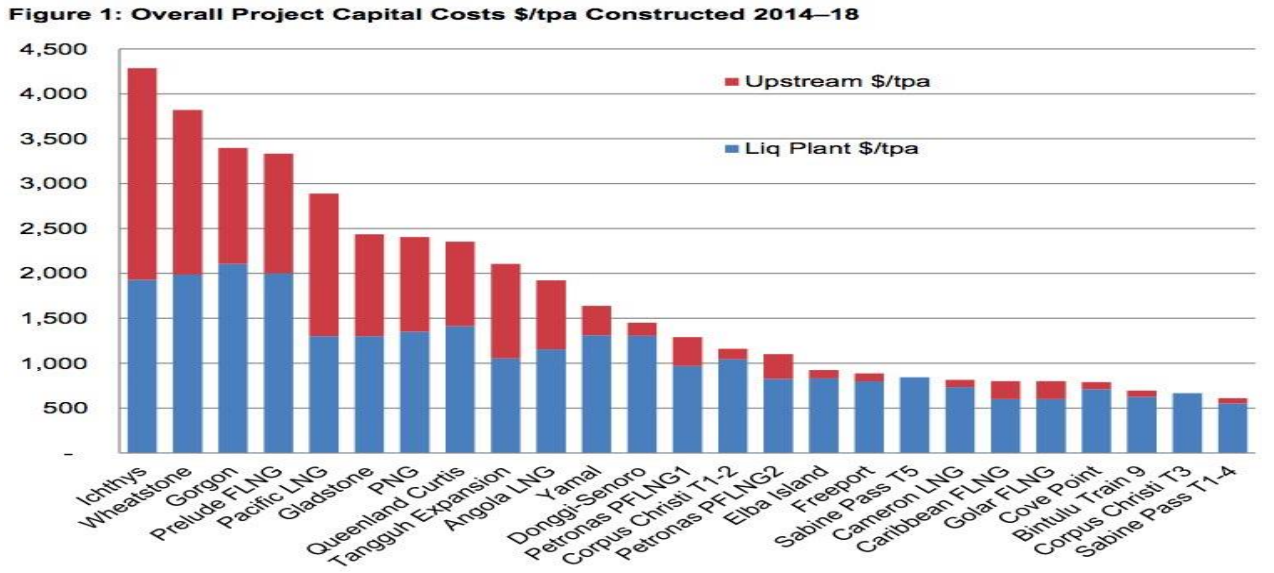
일반적으로 LNG 프로젝트에서 가장 많은 투자비가 투입되는 과정은 액화설비와 터미널 건설이다. 터미널 건설비를 얼마나 최소화하는지에 따라 최종적인 LNG 생산비용이 낮아지게 되고, 이는 결국 터미널 운영업체들의 수익으로 직결된다.

2014년부터 2018년 사이에 건설된 주요 LNG 프로젝트들의 액화설비 건설비는 톤당 평균 1,130달러가 투입됐던 것으로 파악된다. 특히 SKI E&S 호주 Barossa 가스전 및 DLNG 터미널과 비슷하게 호주 북부 해상 가스전에서 FPSO 활용해 가스를 생산하고, Darwin 지역 육상터미널에서 이를 액화시키는 Ichthys 프로젝트의 경우 액화비용만 톤당 2,000달러로 모든 터미널 중 가장 높은 편에 속한다. 가스전을 포함한 Ichthys 프로젝트 투자비는 톤당 4,300달러 수준이다.

반면, SKI E&S가 생산한 Barossa 천연가스를 액화 및 처리할 DLNG 플랜트는 기존에 있던 설비를 활용하는 브라운필드 프로젝트이기 때문에 투자비가 훨씬 더 낮다. 가스전과 연결되는 해저 파이프라인과 일부 설비들의 교체 및 개보수 등의 전 과정을 포함했을 때 DLNG 액화설비 투자비는 톤당 200~300달러에 그친다.

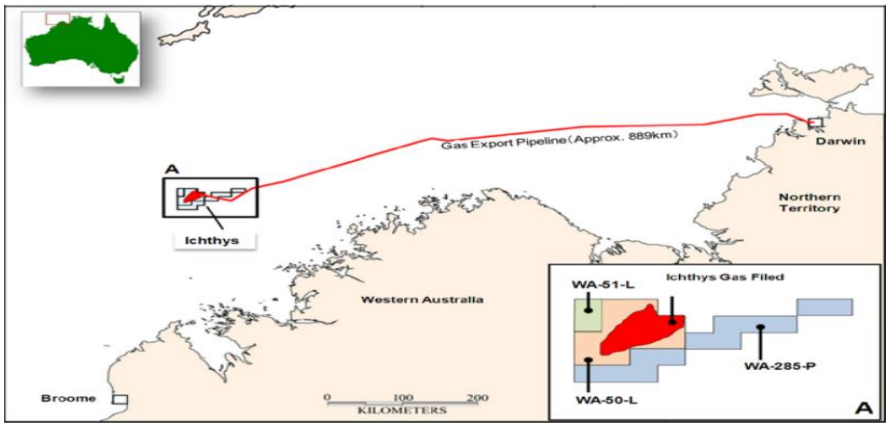
동일한 지역에서 그린필드로 이뤄진 Ichthys LNG 설비 대비 10% 수준에 불과한 투자비가 투입된 셈이다. CB 가스전 최대주주이자 핵심 운영자인 호주 Santos는 지난 2021년 컨퍼런스에서 Barossa 가스전 생산 cash-cost를 mmbtu당 2달러 미만으로 밝힌 바 있는데, DLNG의 낮은 액화비를 감안하면 최종적으로 Barossa 가스전에서 도입할 LNG 가격도 매우 낮은 수준일 것으로 예상된다. BC 물량은 전체 도입 물량의 약 20% 달하는 만큼 동사 평균 도입단가 하향 안정화 및 이에 따른 발전사업에서의 견고한 수익 창출을 기대할 수 있다는 판단이다.

그림77. 2014~2018년에 건설된 주요 LNG 프로젝트들의 투자 비용: 액화설비 투자비는 톤당 평균 1,130달러 수준



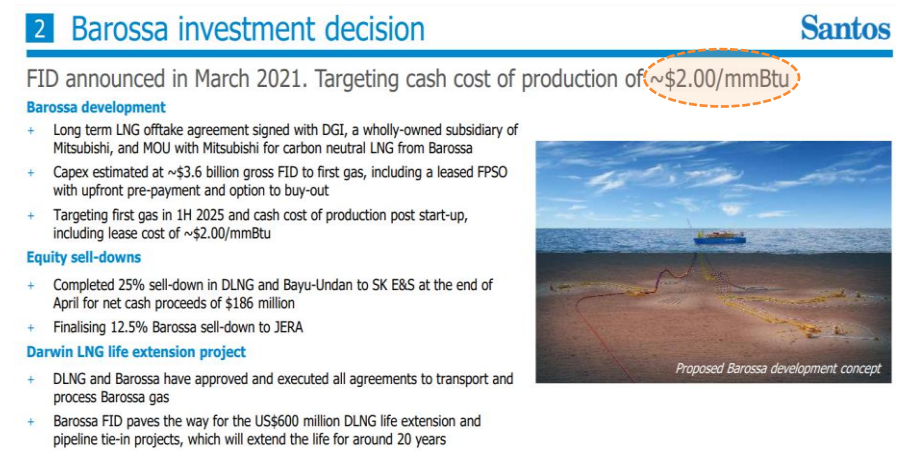
자료: 산업자료, iM 증권 리서치본부

그림78. 호주 Darwin에 위치한 일본 Ichthys LNG 프로젝트(해상 가스전-터미널 889km 거리)



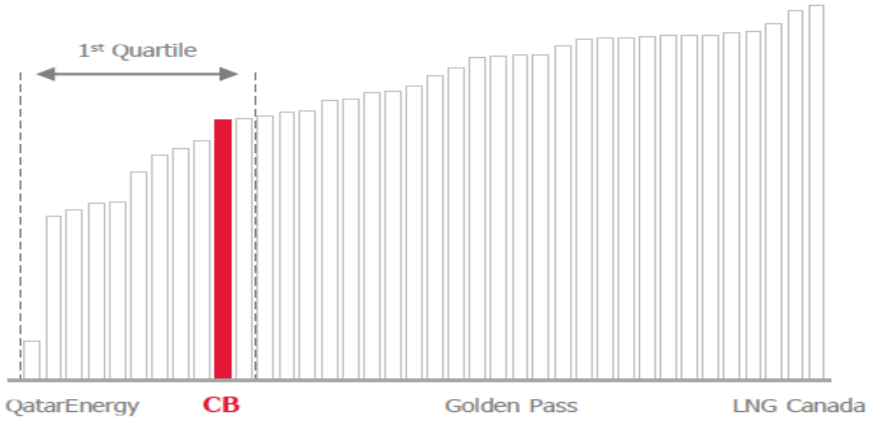
자료: INPEX, iM증권 리서치본부
주1: Inpex 67.8%, Total 26%, JERA 7.4%, CPC 2.6%, Osaka Gas 1.2% 및 그 외 일본 전력업체들이 지분 보유
주2: 2012년 1월 FID 완료 후 2018년 7월부터 가스 상업생산 개시
주3: 총 투자비 $450억. 생산량은 LNG 930만톤, LPG 16만톤, 컨덴세이트 10만b/d 등

그림79. 호주 Santos가 밝힌 Barossa 가스전 cash cost: 2달러 미만 타겟 언급



자료: Santos, iM증권 리서치본부

그림80. 2025년 이후 진입할 글로벌 LNG 프로젝트들의 가격 경쟁력 비교: CB 가스전 top-tier



자료: 산업자료, iM증권 리서치본부

3. 중장기적으로는 탄소포집 사업 진출 잠재력 확보

중장기적으로 호주 Caldita-Barossa 가스전과 Darwin LNG 액화 터미널, 그리고 매장량 고갈로 이제는 폐가스전이 된 동티모르 Bayu-Undan 가스전 활용을 통해 동사가 CCS 사업 진출 잠재력을 확보할 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.

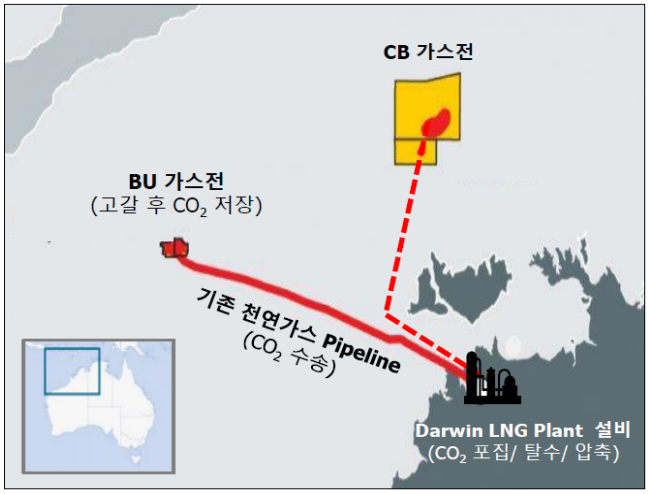
Bayu-Undan 가스전은 2004년부터 상업생산을 개시했고 현재까지 약 20년 동안 생산이 이뤄지고 있으나, 매장량이 대부분 고갈됨에 따라 2026년 하반기부터는 천연가스 생산이 중단되고 폐가스전으로 분류되게 된다. BU 가스전의 운영사이자 최대 주주인 Santos 및 SKI E&S 등의 참여사들은 이를 폐가스전으로 방치하는 것이 아니라, Barossa 가스전 천연가스에 포함된 탄소와 한국과 일본 등 인근 아시아 지역에서 발생한 탄소를 포집해 따로 저장해두는 용도로 지속 활용하려는 계획을 추진하고 있다. 현재는 기본설계까지 완료된 상태이다.

포집대상 탄소는 호주와 한국, 일본 등 인근 지역에서 발생하는 반면, 동티모르에 위치한 가스전에 저장되기 때문에 국가 간의 CO2 이동이 이뤄져야 한다. 그러나 탄소 국경통과와 관련된 규제 및 제도 체계가 아직 제대로 갖춰지지 않아 현재는 이송 제도를 마련 중에 있다. 각종 제도들이 확충되고 나면 CO2 포집 및 저장이 본격적으로 진행될 예정인데, Bayu-Undan 가스전의 저장 용량은 총 2.5억톤으로 연간 약 700~1,000만톤 가량 저장할 수 있다.

특히 Bayu-Undan 가스전 인근에는 해상 생산설비와 DLNG 터미널과 연결되는 파이프라인이 이미 설치되어 있어 이를 그대로 사용할 수 있다. 인프라 투자비를 최소화할 수 있는 만큼 최근 탄소포집 및 저장을 추진하고 있는 경쟁 프로젝트들 대비 높은 원가 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

그림81. Bayu-Undan 가스전을 활용한 CCS 프로젝트 개요 및 위치

위치	• 동티모르 해상 및 호주 북서 육해상
참여사	• Santos (운영사, 43.4%) • SKI E&S (25.0%) • INPEX (11.4%) • ENI (11.0%) • JERA (6.1%) • Tokyo Gas (3.1%)
CO2 처리 용량	• 총 2.5억톤 규모 (연간 7~10MTPA)
CO2 Source	• CB 가스전 및 인근 가스전 (Ichthys 등) • International CO2 (한국/일본 등)
개발현황	• FEED 완료, 국경통과 CO_2 이송 제도 마련중
특징	• 고갈가스전으로 CO2 저장층 이해도 및 주입/저장 안정성 高 • 기존 해상 생산설비, Gas Pipeline 사용으로 Cost 경쟁력 高



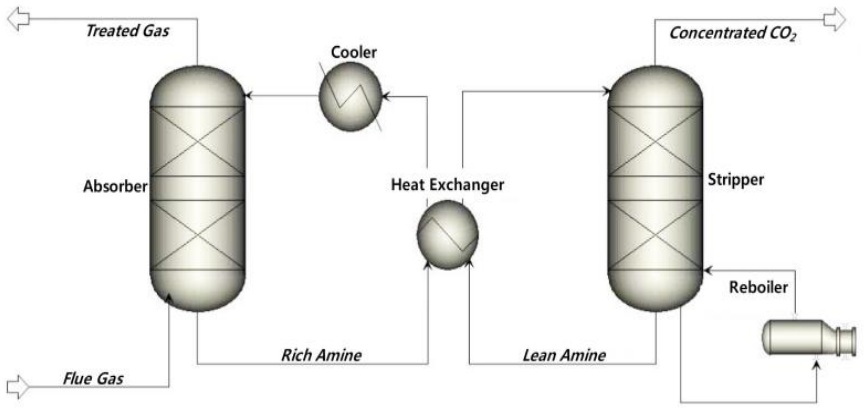
자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

DLNG 설비에서는 이미 Amine 방식으로 BU 가스전의 탄소 포집 중

사실 호주 DLNG 터미널에는 2006년 상업가동 당시부터 이미 탄소포집 설비를 운영하고 있었다. Bayu-Undan 가스전에서 생산된 천연가스 메탄 농도를 높이기 위해 물과 질소, 황화수소 등 그 외 불필요한 요소들을 정제하는 과정에서 탄소도 따로 포집하고 있던 것이다. 실제로 금번 호주 사이트 투어에서 다윈 터미털 내에 흡수탑과 재생탑이 설치되어 있는 것을 직접 확인할 수 있었다.

DLNG 육상 터미널에서의 탄소포집은 현재 글로벌 탄소 포집량의 70% 내외를 차지하는 가장 대표적인 Amine(아민) 계열의 습식공정 방식으로 이뤄지고 있다. 대략적인 구조는 먼저 물 포함한 액체와 황화수소 등을 제거하는 전처리 공정을 거친 배가스(Flue Gas)가 흡수탑 밑으로 들어오고, 그 흡수탑 위에서 아민 용액을 빗방울처럼 뿌려주면 아민의 화학적 흡수 반응에 의해 이산화탄소가 용해된다. 배가스 중에서 산소와 질소, 아민에 흡수되지 못한 나머지 이산화탄소는 흡수탑 상단으로 배출되고(Treated Gas), 이산화탄소를 포집한 아민용액(Rich Amine)은 흡수탑 하단으로 나와 열교환기에서 예열된 후 재생탑 상단으로 다시 이동된다. 분리된 이산화탄소는 재생탑 상단으로 배출되고, 아민용액은 하단으로 방출되어 열교환기와 냉각기를 거친 후 다시 흡수탑으로 유입되면서 재사용되는 구조이다.

그림82. Amine 방식의 탄소포집 과정



자료: 서울대학교 화학생물공학부 논문<MEA 이용한 이산화탄소 포집 공정>, iM증권 리서치본부

표10. 탄소포집 기술 분류 및 기술별 장단점

구분	탄소포집 기술	장점	단점
습식 방식	수용성 용매 흡수(화학적)	- 희석된 CO_2 스트림에 적합 - 상온 및 상압 작동 가능, 상업적 이용 가능한 검증된 기술	- 용매를 재생하기 위한 열 요구량 높음 - 가스 흐름 내 산성 불순물로 인한 용매 손실 큼
	건식 용매 흡수(물리적)	- 에너지 덜 소모, 용매가 가스 내 불순물에 영향 덜 받음	- 고압 환경 필요, 고농도 CO_2 스트림에서 더 효과적
건식 방식	흡착	- 매우 높은 CO_2 제거율, 용이한 작동성	- 상당한 고압 환경 필요, 고비용 소모
	멤브레인	- 유망한 차세대 기술, 공간 효율적 - 에너지 덜 소모, 용이한 작동성	- 상당한 고압 환경 필요, 상당한 고비용 소모 - 제품 순도 낮아 복수의 장치 및 재활용 필요할 수 있음
	저온 냉각	- 검증된 기술	- 에너지 소모량 많고 다량의 연소가스 처리에 부적합

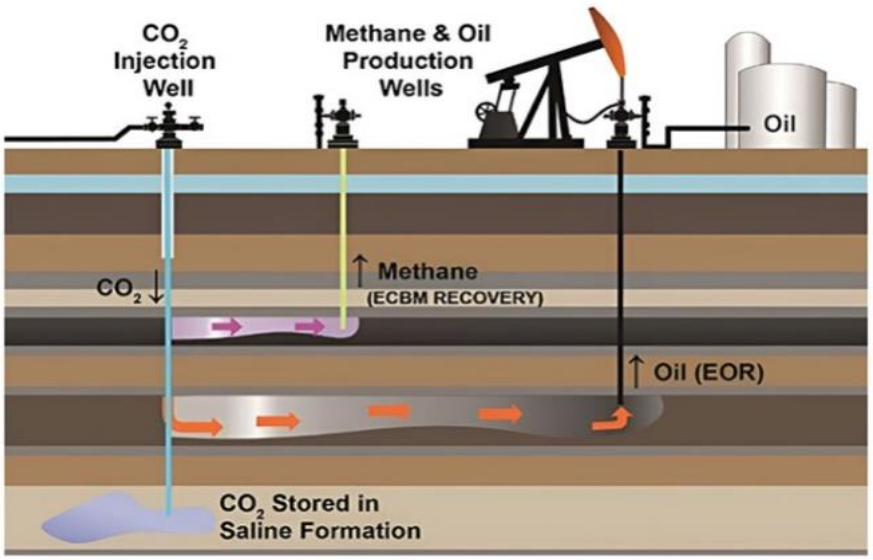
자료: 서울대학교 화학생물공학부 논문<MEA 이용한 이산화탄소 포집 공정>, iM 증권 리서치본부

가스전 내 탄소 저장까지 전 과정에서의 기술적 성숙도는 이미 매우 높아

현재 DLNG 터미널에서 적용하고 있는 것처럼 Amine 방식으로 탄소 포집하는 것은 천연가스를 정제하기 위한 목적으로 지난 1950년대 이전부터 이미 개발 및 상용화된 것이다. 약 70년 넘게 활용된 오랜 방식인 만큼 그 기술 성숙도가 매우 높다. 지금까지는 다윈 터미널에서 포집한 탄소를 따로 저장 또는 활용하지 않고 대기 중에 그대로 날려 왔지만, 향후 Bayu-Undan 가스전에 저장하기 위해서는 포집한 이산화탄소 압력을 낮춰 액화하는 과정만 추가로 필요할 뿐이다. 이 과정 역시 기술적으로 이슈가 될 부분은 제한적이다. 특히 DLNG와 BU 가스전 사이 파이프라인이 이미 설치되어 있고 20년간 정상적으로 운영되어 왔던 만큼 별도의 교체 또는 개조없이 이를 통해 탄소를 수송한 후 가스전 지하에 주입하면 된다.

수송받은 이산화탄소를 가스전에 주입하는 것 또한 1970년부터 Exxon Mobil 등 오일 메이저 업체들이 원유 생산량을 늘리고자 가스전에 이산화탄소를 주입하는 EOR 기술로 활발하게 적용되어 왔기 때문에 기술적 성숙도는 매우 높다. 따라서 SKI E&S가 추진하고자 하는 탄소포집 사업은 신규 기술의 구현이 요구되는 것이 아니라 현재 보유한 기술만으로도 충분히 실현 가능한 것이다.

그림83. 원유 회수량 증대를 위한 목적으로 활용되는 CO2 EOR 기술



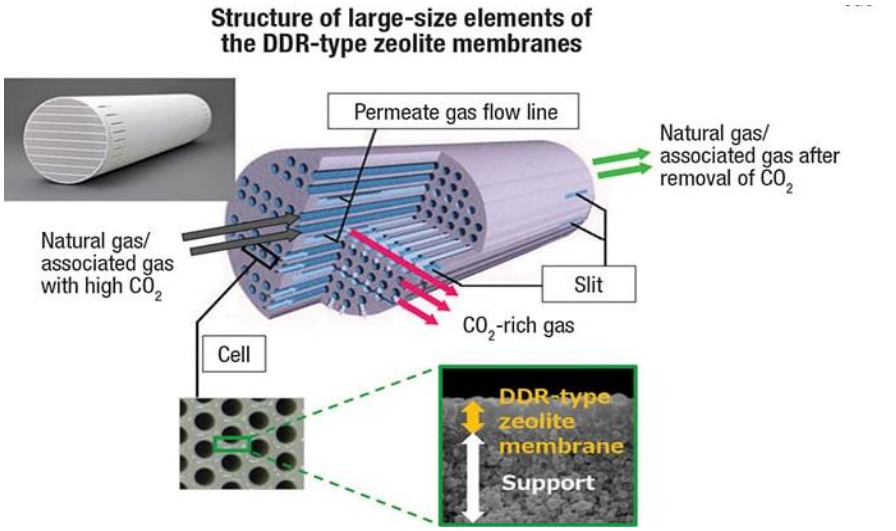
자료: JPT, iM증권 리서치본부

Barossa 가스전에서 멤브레인 방식으로 12%, DLNG 터미널에서 6% 각각 포집

Bayu-Undan 가스전에서 생산된 천연가스 이산화탄소는 6% 수준이었으나, 호주 Barossa 가스전의 천연가스는 그 비중이 18% 내외로 좀 더 높다. 그러나 DLNG 터미널의 탄소포집 설비는 6% 수준에 맞춰 운영되어 있었기 때문에 Barossa 가스전 이산화탄소를 모두 포집하기 위해서는 추가 투자가 이뤄져야 한다. 이에 FPSO 내부에 대형 멤브레인을 장착해 12% 이산화탄소를 선제적으로 감축한 후 DLNG 터미널로 보내고, 터미널에서 나머지 6% 탄소를 모두 포집할 예정이다.

CCS 사업이 본격화되면 SKI E&S가 목표하는 블루수소 생산 뿐만 아니라 LNG 판매에서 프리미엄 확보가 가능해지고, 외부에서 탄소 구매 및 저장하는 사업을 통해 경제적 가치가 소멸된 BU 가스전의 이익 창출 기회가 될 수 있다.

그림84. 멤브레인 방식의 탄소포집 구조



자료: iM증권 리서치본부

기업분석

SK이노베이션 (096770)

2H25 기점으로 LNG 업체로서의 완연한 재평가 기대

SK가스 (018670)

트럼프의 에너지 시대에서 LPG/LNG를 모두 유연하게 다룰 수 있다면?

금호석유 (011780)

고래싸움에 이어 트럼프의 에너지 시대까지 수혜

롯데케미칼 (011170)

트럼프의 에너지 시대에 기대보는 유가 하락 효과

SK이노베이션 (096770)

2025.02.20

2H25 기점으로 LNG 업체로서의 재평가 기대

[정유/화학/에너지] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 17만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 투자의견 매수를 유지한다. 트럼프 재집권 하에 글로벌 EV 시장 불확실성 확대와 전방수요 둔화로 SK-On 실적 부진은 25년에도 불가피할 전망이다. 그러나 출하량 증가와 AMPC 확대 등으로 절대적인 적자는 전년 대비 축소되겠고, 정유와 E&S 이익 기여도가 높아지며 보다 안정적인 이익 창출력을 보여줄 것으로 전망한다. 특히 25년 하반기를 기점으로 E&S 사업에서 긍정적인 변화가 두드러지며 LNG 업체로서 재평가가 이뤄질 것이라는 판단이다.

2H25 기점으로 LNG 업체로서의 재평가 기대

당사는 지난 2/13~17일까지 SKI E&S 호주 Darwin LNG 플랜트와 싱가포르에서 건조 중인 FPSO, 그리고 CEO 및 주요 임원들과의 미팅에 참석했다. 금번 사이트 투어에서 가장 인상적이었던 부분은 LNG 밸류체인 통합이 그저 형식적인 것이 아니라, 각 부문에서 시너지가 창출될 수 있도록 매우 유기적 형태로 이뤄져 있다는 것이었다. 가령, 25년 3분기 호주 Barossa 가스전 상업가동은 업스트림 확대 뿐만 아니라 다운스트림에서 동사 광양 발전소가 원가 경쟁력을 이어갈 수 있게 하는 요인이 된다. 반대로 파주/여주/보령 등에서 운영 중인 5GW의 발전소 역시 단순히 SMP 판매로 이익 창출하는 다운스트림 사업에 그치는 것이 아니라, 동사가 업스트림 사업을 공격적으로 확대할 수 있게 하는 지원군이기도 하다.

업스트림부터 다운스트림까지 LNG 전 밸류체인에 걸쳐 사업을 영위하는 동사의 포트폴리오 경쟁력을 정확히 정량화하긴 어렵다. 그러나 국내에서 LNG 발전소만 가동하는 민자 발전업체 또는 LNG 트레이딩에서 독점적인 지위를 누리고 있는 KOGAS 등 경쟁사 대비 프리미엄 차별화는 충분히 정당화될 수 있다는 판단이다.

E&S 또 한번 레벨업을 가능케 할 호주 Barossa 가스전 및 DLNG 가동

합병 이후 아직까진 시장에서 정유/화학/배터리/윤활유 등 기존 사업에만 관심이 집중되어 있으나, 호주 Barossa 가스전 가동이 개시되는 25년 하반기 기점으로 LNG 업체로서의 동사에 대한 완연한 재평가가 이뤄질 것으로 전망한다.

25년 하반기 호주 Barossa 가스전 상업생산기 개시되면 동사는 연간 130만톤의 LNG를 신규 확보하게 된다. 그러나 이는 단순히 업스트림 확대에만 그치는 것이 아니라, SMP 하향 안정화가 불가피한 상황에서 다운스트림 사업의 안정적 이익을 유지하게 해주는 주춧돌 역할을 해줄 수 있다는 점에서 더욱 고무적이다. 또한 Barossa 가스전은 기존 BU 가스전에서 사용하던 DLNG 설비를 활용하기 때문에 투자비가 훨씬 낮다. 가령, 동일 지역에서 그린필드로 이뤄진 Ichthys LNG 대비 약 10%에 그친다. Barossa는 E&S 총 물량의 20% 달하는 만큼 향후 도입단가 하향 안정화 및 이에 따른 발전사업의 견고한 수익 창출을 기대할 수 있겠다.

중장기로는 Barossa, DLNG 터미널, 그리고 폐가스전인 BU를 활용해 CCS 사업 진출이 가능하다는 점에도 주목해야 한다. CCS 사업 본격화는 블루수소 생산 및 향후 LNG 판매에서 프리미엄 확보가 가능해지고, 외부 탄소 구매와 저장을 통해 경제적 가치가 소멸된 BU 가스전의 추가적인 이익 창출 기회가 될 수 있다.

Buy (Maintain)

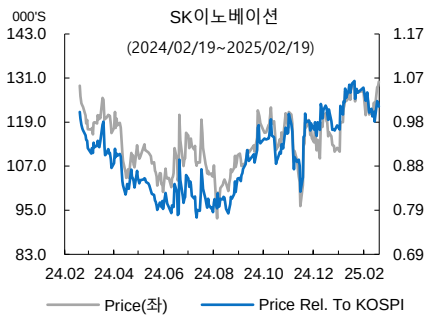
목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2025.02.19)	130,000원
상승여력	30.8 %

Stock Indicator

자본금	510십억원
발행주식수	15,103만주
시가총액	19,635십억원
외국인지분율	14.2%
52주 주가	92,800~130,000원
60일평균거래량	278,903주
60일평균거래대금	33.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	15.7	29.7	0.9
상대수익률	-4.9	7.6	29.8	1.2

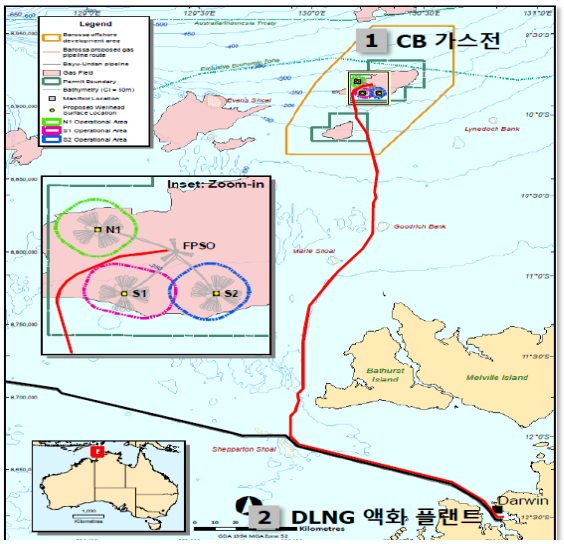
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	77,288	74,717	79,017	77,185
영업이익(십억원)	1,904	165	2,083	3,540
순이익(십억원)	256	-1,182	258	795
EPS(원)	2,624	-12,103	2,659	8,197
BPS(원)	217,879	215,553	217,273	221,587
PER(배)	53.5		48.9	15.9
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	1.2	-5.5	1.2	3.7
배당수익률(%)		1.5	1.5	3.8
EV/EBITDA(배)	7.7	16.9	9.8	6.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. SKI E&S 호주 CB 가스전 및 DLNG 플랜트 개요



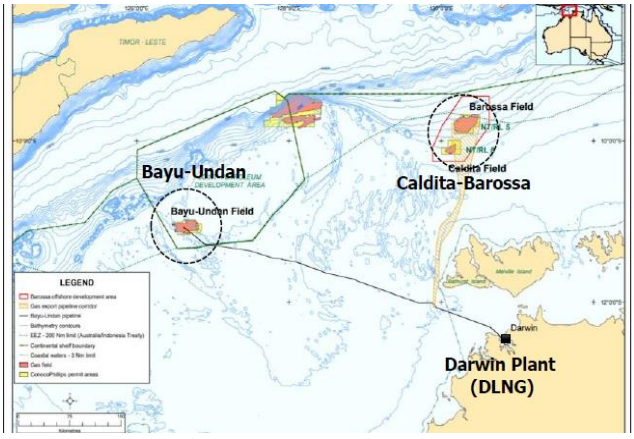
1 Caldita-Barossa (CB) 가스전	
광구명	호주 NT/L1, Barossa
위치	호주 북서 해상 (해안으로부터 약 300km)
매장량	Gas 3.6 Tcf, Condensate 49 MMbbl
LNG 생산량	350 만톤/년
참여사	SKI E&S (37.5%), Santos (50%, 운영사) JERA (12.5%)

2 Darwin LNG (DLNG) 액화 플랜트	
위치	호주 육상 Darwin 市 인근
생산이력	'06~'23년간 LNG 생산 (BU 가스전 이용)
설비개조	CB 가스전 액화설비 용도로 개조 진행중
액화용량	370만톤/년

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림2. DLNG 터미널 개요(좌) 및 위치(우): BU 가스전과 CB 가스전 사이에 위치

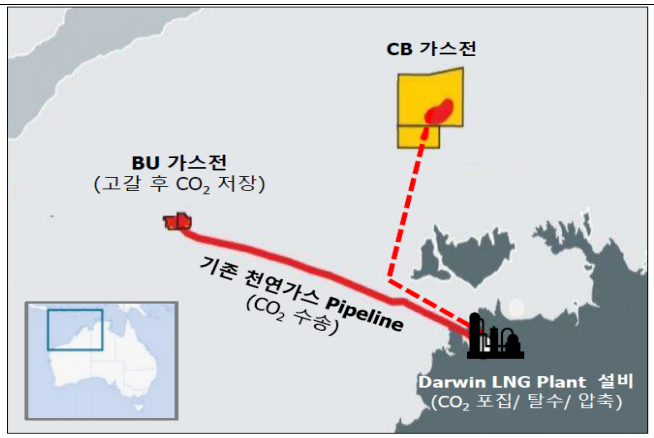
위치	• 호주 육상 다윈 시 인근
참여사	• 운영사 : Santos 43.4% • JV : SK 25.0%, INPEX 11.4%, ENI 11.0%, JERA 6.1%, Tokyo Gas 3.1%
개발현황	• '03~'05, DLNG Plant 건설 • '06~'23.11월, BU 생산 Gas 액화/LNG 판매 (약 18년간 총 835개 Cargo 판매) • '23~'25.3sQ, Barossa Gas 액화 위한 설비 개보수 작업 (Darwin Life Extension, "DLE") • '25.4Q~, Barossa 생산 Gas 액화
Capacity	• 3.7 MTPA (한국 전체 LNG 수입의 8%)



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림3. Bayu-Undan 가스전을 활용한 CCS 프로젝트 개요 및 위치

위치	• 동티모르 해상 및 호주 북서 육해상
참여사	• Santos (운영사, 43.4%) • SKI E&S (25.0%) • INPEX (11.4%) • ENI (11.0%) • JERA (6.1%) • Tokyo Gas (3.1%)
CO2 처리 용량	• 총 2.5억톤 규모 (연간 7~10MTPA)
CO2 Source	• CB 가스전 및 인근 가스전 (Ichthys 등) • International CO2 (한국/일본 등)
개발현황	• FEED 완료, 국경통과 CO_2 이송 제도 마련중
특징	• 고갈가스전으로 CO2 저장층 이해도 및 주입/저장 안정성 高 • 기존 해상 생산설비, Gas Pipeline 사용으로 Cost 경쟁력 高



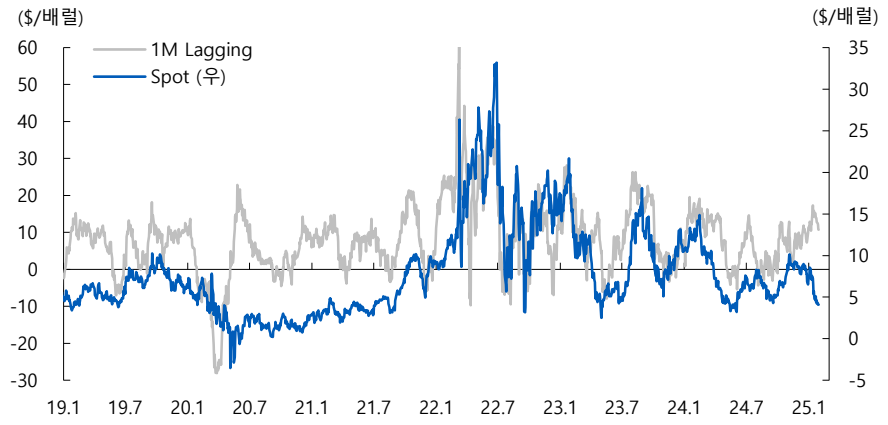
자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	19,790	19,835	19,831	19,561	77,288	74,717	79,017
영업이익	625	-46	-423	160	221	468	662	733	1,904	315	2,083
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	1.1%	2.4%	3.3%	3.7%	2.5%	0.4%	2.6%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,488	11,472	11,419	10,972	47,551	49,840	45,351
영업이익	591	144	-617	342	188	221	245	238	811	461	892
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	1.7%	0.9%	2.0%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,613	2,631	2,646	2,646	10,744	10,352	10,536
영업이익	125	99	-14.4	-84	-42	-7	29	64	517	125	45
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-1.6%	-0.3%	1.1%	2.4%	4.8%	1.2%	0.4%
윤활유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	909	1,046	1,049	1,023	4,693	4,235	4,027
영업이익	220	152	174.4	140	137	167	174.5	145	998	687	623
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	15.0%	15.9%	16.6%	14.2%	21.3%	16.2%	15.5%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,507	1,683	1,565	1,694	12,897	6,267	6,450
영업이익	-332	-460	24	-311	-277	-110	0	77	-581	-1,079	-310
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-19.5%	-18.4%	-6.6%	0.0%	4.5%	-4.5%	-17.2%	-4.8%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,507	1,683	1,565	1,694	12,897	6,267	6,450
영업이익	-370	-572	-37	-441	-377	-252	-157	-136	-1,198	-1,420	-921
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-25.0%	-15.0%	-10.0%	-8.0%	-9.3%	-22.7%	-14.3%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	1.6	2.3	2.6	3.5	10.5	4.8	10.0
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	100.1	142.0	156.2	212.6	617.0	292.5	611.0
SKI E&S											
매출액				2,354	2,825	2,562	2,712	2,788		2,354	10,887
영업이익				123	204	176	1785	170		123	727
영업이익률				5.2%	7.2%	6.9%	6.5%	6.1%		5.2%	6.7%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	447	441	440	437	1,404	1,670	1,765
영업이익	20	18	9	-2	12	22	36	38	160	46	107
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	2.6%	4.9%	8.1%	8.7%	11.4%	2.8%	6.1%

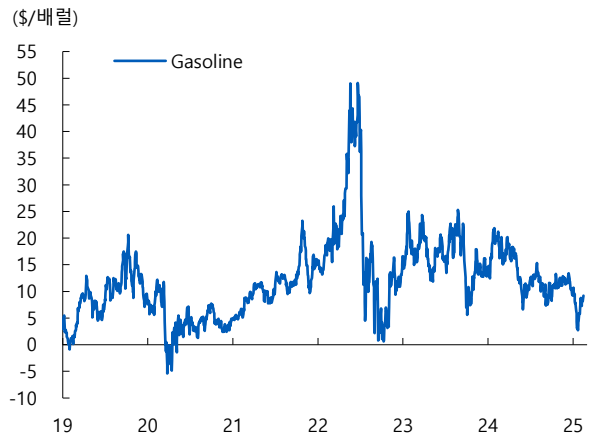
자료: iM증권 리서치본부
주1: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영
주2: 24년 11월 1일 SKI E&S와의 합병 완료돼 4분기부터 실적 일부 반영. 25년 1분기부터는 연결로 온기 반영
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 정유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적에는 별도 반영하지 않았음

그림4. 복합정제마진 추이



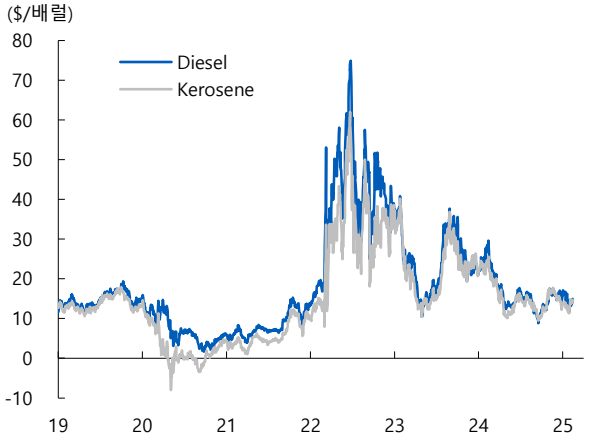
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 휘발유 스프레드 추이



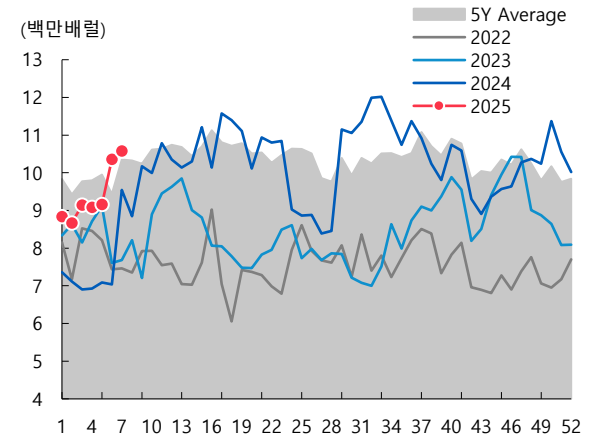
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 중간유분 스프레드 추이



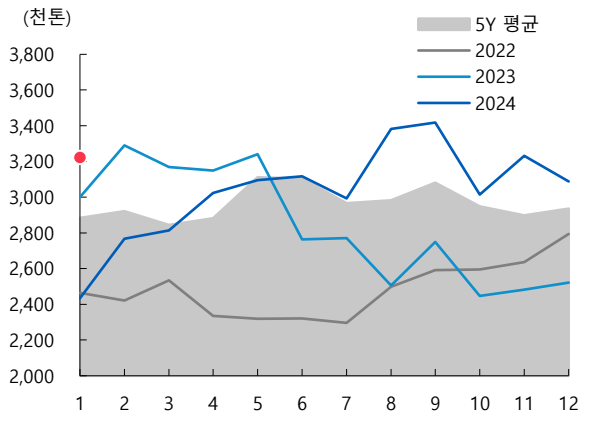
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 아시아 중간유분 재고



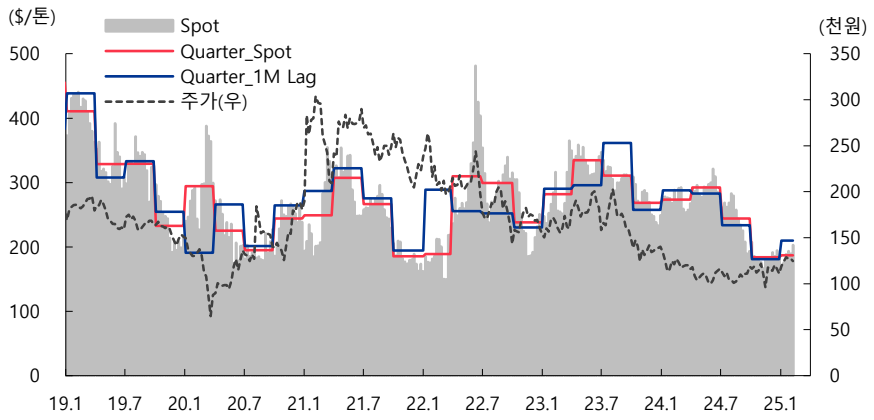
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 등/경유 재고 추이



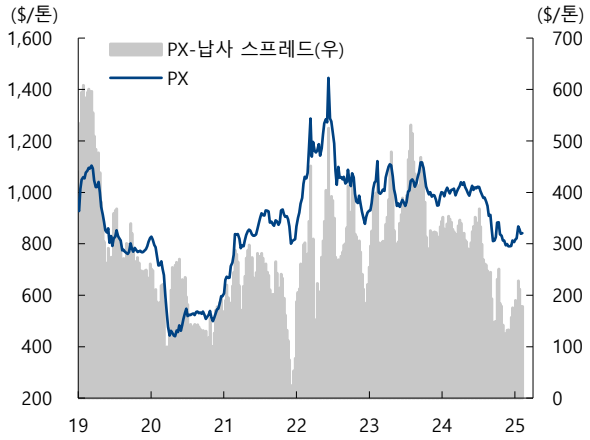
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



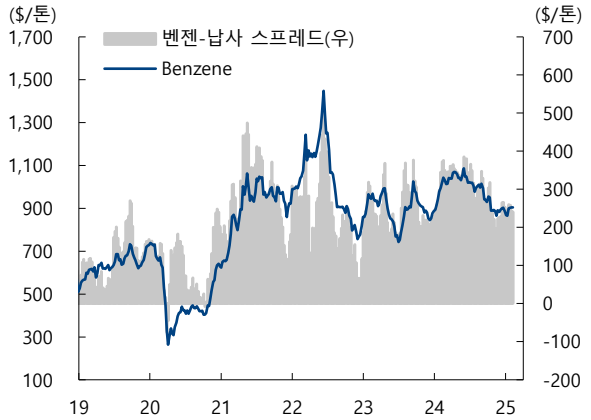
자료: iM증권 리서치본부

그림10. PX 가격 및 스프레드 추이



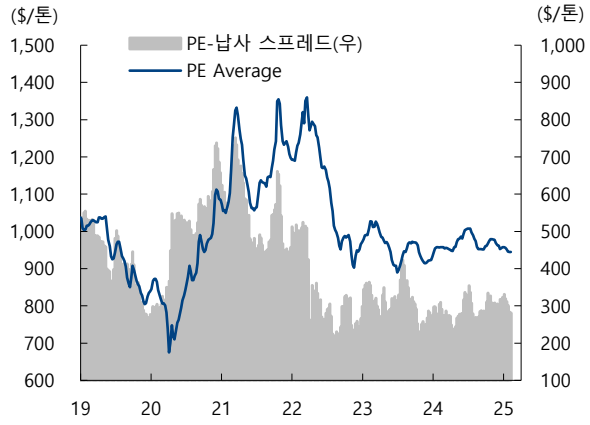
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림11. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



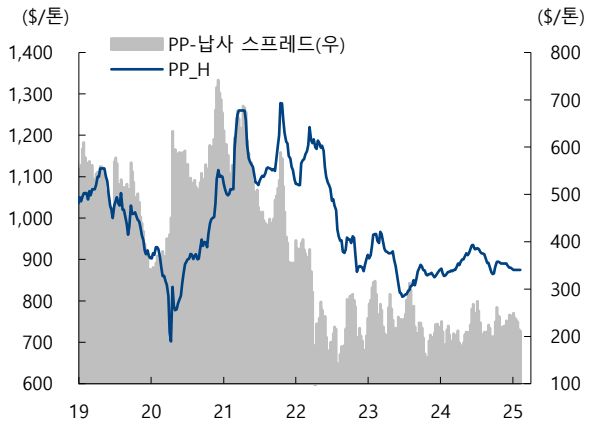
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림12. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림13. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	33,280	36,615	37,422	40,537
현금 및 현금성자산	13,074	17,838	17,621	21,155
단기금융자산	349	332	335	338
매출채권	8,042	7,322	7,730	7,556
재고자산	11,123	10,460	11,062	10,806
비유동자산	47,556	54,313	58,684	62,261
유형자산	35,843	41,997	45,965	49,019
무형자산	2,302	2,068	1,862	1,680
자산총계	80,836	90,929	96,106	102,798
유동부채	29,399	38,467	41,877	46,224
매입채무	8,534	8,250	8,725	8,522
단기차입금	8,185	10,185	11,185	11,685
유동성장기부채	3,435	8,370	7,223	7,343
비유동부채	21,416	25,116	26,416	27,416
사채	10,004	11,204	11,704	11,904
장기차입금	7,711	10,211	11,011	11,811
부채총계	50,816	63,584	68,293	73,641
지배주주지분	22,203	20,905	21,072	21,490
자본금	510	485	485	485
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396
이익잉여금	11,253	9,880	9,948	10,267
기타자본항목	45	144	243	343
비지배주주지분	7,817	6,440	6,740	7,667
자본총계	30,020	27,345	27,812	29,157

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	79,017	77,185
증가율(%)	-1.0	-3.3	5.8	-2.3
매출원가	72,274	70,833	73,025	69,950
매출총이익	5,014	3,884	5,991	7,235
판매비와관리비	3,727	3,719	3,908	3,695
연구개발비	417	-	-	-
기타영업수익	617	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,904	165	2,083	3,540
증가율(%)	-51.4	-91.3	1,161.9	69.9
영업이익률(%)	2.5	0.2	2.6	4.6
이자수익	395	545	539	645
이자비용	1,144	1,542	1,586	1,646
지분법이익(손실)	133	191	109	144
기타영업외손익	-170	-1,506	-172	-176
세전계속사업이익	932	-2,535	726	2,239
법인세비용	377	25	168	517
세전계속이익률(%)	1.2	-3.4	0.9	2.9
당기순이익	555	-2,559	558	1,721
순이익률(%)	0.7	-3.4	0.7	2.2
지배주주귀속 순이익	256	-1,182	258	795
기타포괄이익	99	99	99	99
총포괄이익	654	-2,460	658	1,821
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368	1,758	4,196	6,717
당기순이익	555	-2,559	558	1,721
유형자산감가상각비	1,821	2,046	2,082	2,196
무형자산상각비	209	234	206	182
지분법관련손실(이익)	133	191	109	144
투자활동 현금흐름	-11,244	-8,562	-6,387	-5,647
유형자산의 처분(취득)	-11,217	-8,200	-6,050	-5,250
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-
금융상품의 증감	-1,134	-546	-501	-561
재무활동 현금흐름	9,490	15,813	6,166	6,632
단기금융부채의증감	610	6,935	-147	620
장기금융부채의증감	2,854	3,700	1,300	1,000
자본의증감	1,137	-25	-	-
배당금지급	-79	-79	-79	-79
현금및현금성자산의증감	3,595	4,763	-216	3,533
기초현금및현금성자산	9,479	13,074	17,838	17,621
기말현금및현금성자산	13,074	17,838	17,621	21,155

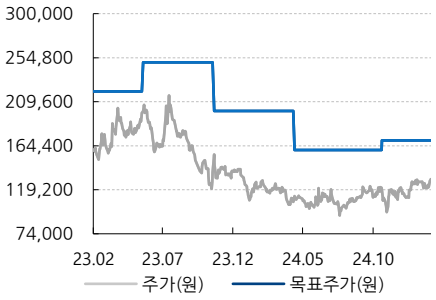
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	2,624	-12,103	2,659	8,197
BPS	217,879	215,553	217,273	221,587
CFPS	23,409	11,244	26,256	32,717
DPS	-	2,000	2,000	5,000
Valuation(배)				
PER	53.5		48.9	15.9
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	6.0	11.6	5.0	4.0
EV/EBITDA	7.7	16.9	9.8	6.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.2	-5.5	1.2	3.7
EBITDA이익률	5.1	3.3	5.5	7.7
부채비율	169.3	232.5	245.6	252.6
순부채비율	53.0	79.7	83.3	72.9
매출채권회전율(x)	9.5	9.7	10.5	10.1
재고자산회전율(x)	6.7	6.9	7.3	7.1

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-06-05	Buy	250,000	-32.4%	-13.6%
2023-11-06	Buy	200,000	-37.4%	-27.8%
2024-04-29	Buy	160,000	-31.4%	-23.1%
2024-11-05	Buy	170,000		



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.
- 본 위원은 SK이노베이션(096770)으로부터 일부 비용을 지원 받아 호주/싱가포르 사이트 투어(2025.02.12. ~ 2025.02.17.)를 참석하였습니다.
- 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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

SK가스 (018670)

2025.02.20

트럼프의 에너지 시대에서 LPG/LNG를 모두 유연하게 다룰 수 있다면?

[정유/화학/에너지] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 30만원으로 또 상향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 25만원에서 30만원으로 상향하고, 매수의견을 유지한다. 지난 11월에도 울산GPS, 북미 ESS 등 신규 사업들이 25년부터 온기로 반영되기 시작한다는 점을 고려하여 당초 24~25년 평균으로 적용했던 BPS 적용 시점을 25년 기준으로 변경하고, PBR 역시 기존 대비 10% 상향한 바 있다.

24년 4분기 실적을 통해서 울산GPS 발전소가 초기 트러블이나 특별한 이슈없이 정상적으로 가동되면서 기대치에 부합하는 이익을 창출하고 있음을 다시 한번 확인할 수 있었다. 그리고 25년에는 그 효과가 온기 반영되며 24년 대비 동사의 기본적인 이익 체력을 30% 이상 개선시켜줄 수 있다는 시장의 기대에 한번 더 신뢰를 실어준 시그널로도 해석할 수 있다. 지금까지 LPG 트레이딩에만 한정되어 왔던 포트폴리오가 25년부터는 LNG 발전소와 트레이딩(KET), 북미 ESS 등의 신규 사업으로 보다 다변화된다는 점을 고려해 기존 대비 PBR 20% 추가 할증한 0.95배로 적용하며 목표주가를 25만원에서 30만원으로 상향한다. 참고로 해당 목표주가는 25년 예상 EPS 기준 PER 7.5배 수준이다.

트럼프의 에너지 시대, 미국산 LNG 물량 증가에 따른 수혜 전망

트럼프의 에너지 시대에서 미국 천연가스 생산량 확대와 신규 수출 터미널 건설 또한 재개됨에 따라 미국의 LNG 수출 증가를 전망한다. 그리고 이는 이전 대비 미국 Henry Hub 가격에는 상방압력이 되겠지만, JKM 측면에서는 신규 공급 증가 및 카타르/호주산과의 경쟁 심화로 가격 하향 안정화를 이끌 것이라는 판단이다.

미국산은 호주 및 카타르와 다르게 목적지를 제한하지 않는 계약의 비중이 크고, 25년 Plaquemines, Corpus Christi #3 터미널도 신규로 가동되기 시작한 만큼 스팟 시장에서 절대적인 공급량 증가가 예상된다. 이는 동사와 같이 스팟시장에서 미국산 LNG 물량을 직접 조달해 투입하는 민자 발전사들 운영비 측면에서 훨씬 더 유리한 대외적 여건이 될 것으로 전망한다.

한편, 당초 25년부터 전력시장 도매부문에 지역별 차등요금제 도입이 예정되어 있었으나, 현재 국정 운영상황을 감안했을 때 일단 단기에 실행될 가능성은 낮다. 그러나 향후 해당 정책이 시행되면 동사 발전소는 울산에 위치하고 있어 수도권 대비 SMP 하락이 불가피하고, 이는 기존에 예상한 것보다 GPS 이익 눈높이를 낮추게 하는 요인이 될 수 있다. 그럼에도 꾸준한 신사업 확대와 미국산 LNG 하락에 따른 원가 경쟁력 우위 확보라는 투자포인트 자체는 훼손되지 않는다.

또한 중장기적으로 울산GPS, KET 가동은 LPG 사업에 이어 LNG로 그 영역을 확대할 수 있는 기회가 된다는 점에서 글로벌 LPG 트레이딩 탑티어 동사에게는 의미가 남다르다. 트럼프의 에너지 시대에서 LPG, LNG 양쪽을 유연하게 컨트롤 할 수 있는 동사의 경쟁력에 주목할 필요가 있다.

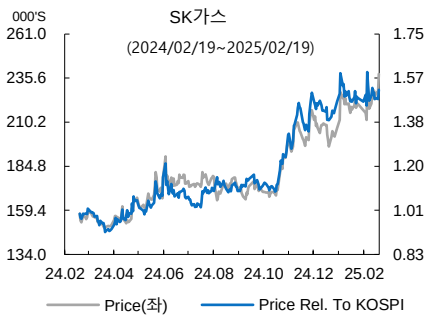
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원(상향)
종가(2025.02.19)	238,000원
상승여력	26.1 %

Stock Indicator	
자본금	46십억원
발행주식수	923만주
시가총액	2,197십억원
외국인지분율	7.4%
52주 주가	149,300~238,000원
60일평균거래량	12,034주
60일평균거래대금	2.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.4	19.1	39.0	51.2
상대수익률	3.6	11.0	39.1	51.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	6,992	7,095	8,592	8,530
영업이익(십억원)	304	287	398	432
순이익(십억원)	316	185	378	438
EPS(원)	34,267	20,043	40,976	47,443
BPS(원)	279,632	290,843	322,014	358,680
PER(배)	4.3	11.9	5.8	5.0
PBR(배)	0.5	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	12.9	7.0	13.4	13.9
배당수익률(%)	4.1	2.5	2.9	3.4
EV/EBITDA(배)	7.4	10.9	8.2	7.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SK 가스 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	기존 (2024.11.18)	변경 (2025.02.20)	참고내용
적용 BPS	319,661	320,942	2025년 BPS 당사 추정치 기준
Target PBR	0.79	0.95	신사업 정상 반영으로 기존 대비 +20% 할증 적용
적정주가(원)	253,172	305,023	BPS * Target PBR
목표주가(원)	250,000	300,000	**기존 대비 20% 상향 조정**
현재주가(원)		238,000	2025년 2월 19일 종가 기준
상승여력(%)		26.1%	

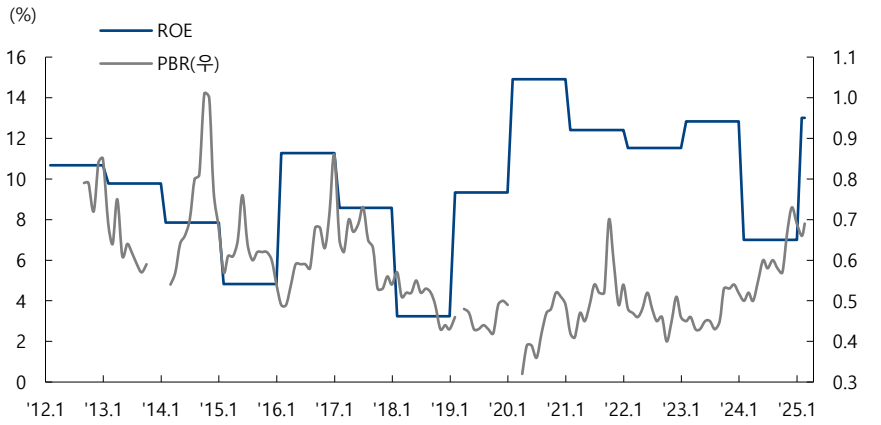
자료: iM증권 리서치본부

표2. SK 가스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	1,726	1,651	1,734	1,984	2,198	2,019	2,207	2,168	6,992.3	7,094.6	8,592.0
영업이익	74.6	47.0	43.0	122.9	103.2	91.6	100.7	102.7	303.6	287.5	398.2
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	4.7%	4.5%	4.6%	4.7%	4.3%	4.1%	4.6%
LPG 트레이딩											
매출액	1,726	1,651	1,734	1,894	1,938	1,786	1,948	1,935	6,992	7,005	7,607
영업이익	75	47	43	120	72	64	70	75	304	285	280
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	6.3%	3.7%	3.6%	3.6%	3.9%	4.3%	4.1%	3.7%
울산GPS											
매출액				90	259	233	259	233		143.5	985.0
영업이익				2.7	31.1	28.0	31.1	28.0		-3.0	118.2
영업이익률				3%	12%	12%	12%	12%		-2%	12%

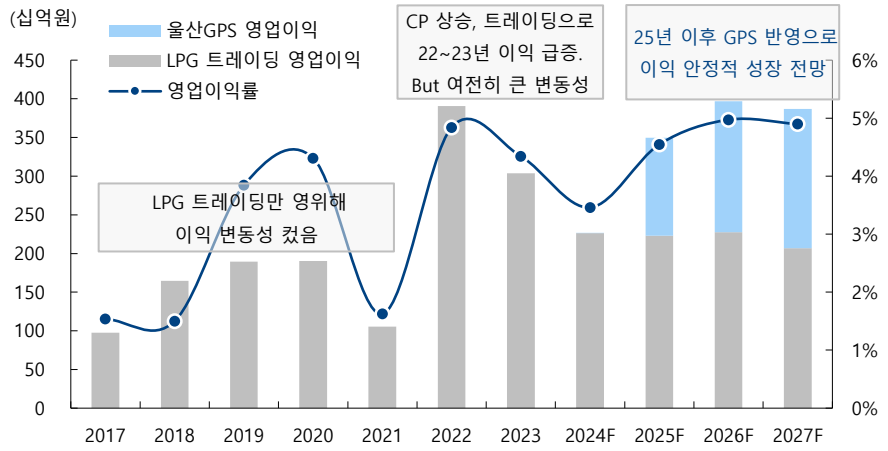
자료: iM증권 리서치본부

그림1.SK가스 ROE-PBR 밸류에이션 추이



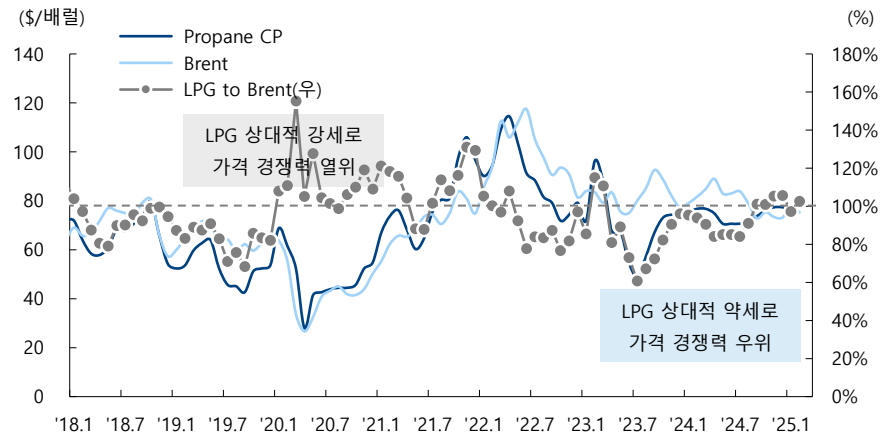
자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK가스 2017~2027년 영업이익과 이익률 추이 및 전망



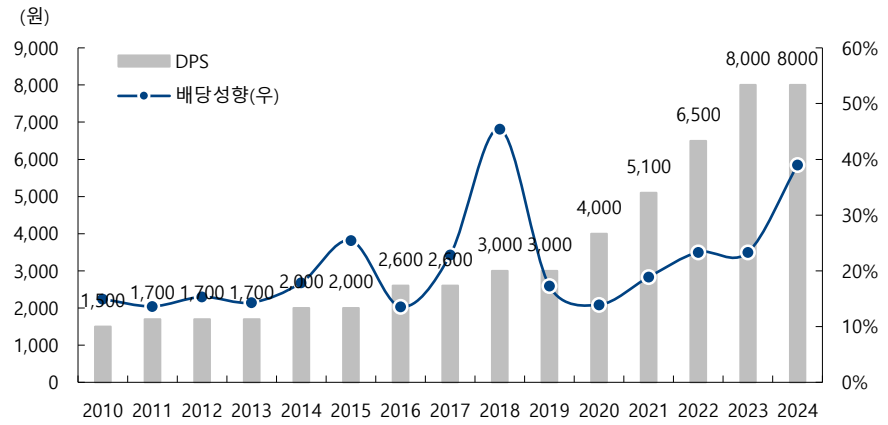
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 유가 및 LPG 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4.SK가스 2010년 이후 DPS 및 배당성향 추이



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,485	2,767	2,937	3,064
현금 및 현금성자산	494	420	453	519
단기금융자산	358	376	395	414
매출채권	750	875	1,004	988
재고자산	448	639	605	638
비유동자산	3,597	3,915	4,073	4,238
유형자산	2,102	2,428	2,592	2,763
무형자산	113	104	96	89
자산총계	6,082	6,682	7,010	7,303
유동부채	1,461	1,967	2,058	2,062
매입채무	185	355	308	306
단기차입금	717	687	767	717
유동성장기부채	228	588	638	688
비유동부채	2,033	2,023	1,973	1,923
사채	1,267	907	907	857
장기차입금	333	683	633	633
부채총계	3,494	3,990	4,030	3,985
지배주주지분	2,581	2,685	2,972	3,311
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195
이익잉여금	2,353	2,466	2,764	3,112
기타자본항목	-14	-23	-33	-43
비지배주주지분	7	7	7	7
자본총계	2,588	2,692	2,980	3,318

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,992	7,095	8,592	8,530
증가율(%)	-13.3	1.5	21.1	-0.7
매출원가	6,376	6,469	7,797	7,720
매출총이익	616	626	795	810
판매비와관리비	313	338	397	378
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	304	287	398	432
증가율(%)	-22.2	-5.3	38.5	8.4
영업이익률(%)	4.3	4.1	4.6	5.1
이자수익	18	17	15	17
이자비용	78	80	72	71
지분법이익(손실)	-51	-81	-32	-9
기타영업외손익	5	18	10	11
세전계속사업이익	438	245	489	566
법인세비용	122	55	110	128
세전계속이익률(%)	6.3	3.5	5.7	6.6
당기순이익	316	185	378	438
순이익률(%)	4.5	2.6	4.4	5.1
지배주주귀속 순이익	316	185	378	438
기타포괄이익	-10	-10	-10	-10
총포괄이익	307	175	368	428
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	617	-120	87	281
당기순이익	316	185	378	438
유형자산감가상각비	99	95	116	129
무형자산상각비	9	9	8	7
지분법관련손실(이익)	-51	-81	-32	-9
투자활동 현금흐름	-520	-510	-370	-391
유형자산의 처분(취득)	-569	-420	-280	-300
무형자산의 처분(취득)	-5	-	-	-
금융상품의 증감	-57	-53	-53	-53
재무활동 현금흐름	-9	117	-123	-262
단기금융부채의증감	-316	330	130	-
장기금융부채의증감	506	-10	-50	-50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	89	-74	33	67
기초현금및현금성자산	405	494	420	453
기말현금및현금성자산	494	420	453	519

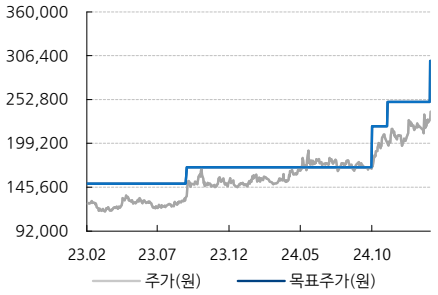
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	34,267	20,043	40,976	47,443
BPS	279,632	290,843	322,014	358,680
CFPS	45,936	31,270	54,391	62,170
DPS	8,000	8,000	9,000	10,000
Valuation(배)				
PER	4.3	11.9	5.8	5.0
PBR	0.5	0.8	0.7	0.7
PCR	3.2	7.6	4.4	3.8
EV/EBITDA	7.4	10.9	8.2	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.9	7.0	13.4	13.9
EBITDA이익률	5.9	5.5	6.1	6.7
부채비율	135.0	148.2	135.3	120.1
순부채비율	65.4	76.9	70.4	59.1
매출채권회전율(x)	8.1	8.7	9.1	8.6
재고자산회전율(x)	15.4	13.1	13.8	13.7

자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

SK가스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-09-18	Buy	170,000	-5.5%	12.1%
2024-10-17	Buy	220,000	-11.0%	-4.5%
2024-11-19	Buy	250,000	-14.3%	-6.2%
2025-02-20	Buy	300,000		



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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

금호석유 (011780)

2025.02.20

고래싸움에 이어 트럼프의 에너지 시대까지 수혜

[정유/화학/에너지] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 17만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 투자의견 매수를 유지한다. 석유화학 업황 부진 장기화 속에서 동사 주력 사업부인 합성고무는 상대적으로 견조한 이익 체력을 이어가고 있다. 지난해 180억원 내외의 적자를 기록했던 페놀 및 합성수지 사업 이익 개선 속도가 생각보다 다소 더디긴 하나, 중국 경기부양책 누적 효과 출현에 따라 24년 4분기 바닥으로 적자 폭은 점차 줄여갈 것으로 예상한다.

합성고무 이익 증가와 페놀 및 합성수지 사업부문 적자 축소에 근거해 25년 동사 영업이익은 3,344억원으로 24년 2,728억원 대비 +22.6% 성장을 전망한다.

고래 싸움에 새우가 반사수혜를 볼 기회

한편, 미국은 지난 25년 1월 기점으로 중국산 수술/의료용 장갑에 대한 관세를 7.5%에서 50%로 상향했다. 이는 바이든 대통령이 집권하던 24년 9월에 이미 발표됐던 계획으로 26년부터는 100%로 한번 더 상향될 예정이다. 이와 별개로 트럼프 대통령은 중국산 모든 수입품에 대해 추가 10% 보편관세 부과 입장을 취하고 있어 미국 수출 시장에서 중국 제품의 가격 경쟁력은 약화될 수밖에 없다.

이는 말레이시아/태국 장갑 업체들에게 반사수혜가 될 수 있으며, 동사 NB-Latex 판매는 말레이시아 80%, 베트남 10% 내외로 각각 이뤄지고 있음을 감안하면 동사에게도 분명 반사수혜의 기회가 된다. 아직까지는 그 움직임이 동사 실적에 드러나고 있지 않지만, 미국과 중국의 싸움에 해당 조치가 강화 또는 장기화될 경우 동사에게는 보다 긍정적인 영업여건이 될 전망이다.

트럼프 에너지 시대의 수혜까지! 투자 포인트가 너무 많다

동사의 주요 투자포인트는 총 4개로, ①지난 10여년에 걸쳐 고무체인 구조조정이 이뤄진 만큼 중장기적으로 우호적인 수급밸런스 유지 예상, ②중국 경기 부양책 누적에 따른 수요 회복으로 합성수지 및 페놀 이익 정상화, ③24~26년까지 자사주 50% 분할 소각, ④안정적인 재무구조에 근거한 배당성향 상향 등 주주친화정책 강화 잠재력 등으로 요약된다.

이 중에서 어느 것 하나도 훼손되지 않고 여전히 그 방향성을 이어가고 있다. 오히려 25년부터 시작된 트럼프의 에너지 시대에서는 전반적인 유가 레벨 하향 안정화와 중국 및 인도 업체들이 지금까지 누려왔던 상대적인 원가 우위 약화로 동사를 비롯한 국내 석유화학 업체들에게는 좀 더 숨통이 트이는 시기가 될 것이라는 판단이다.

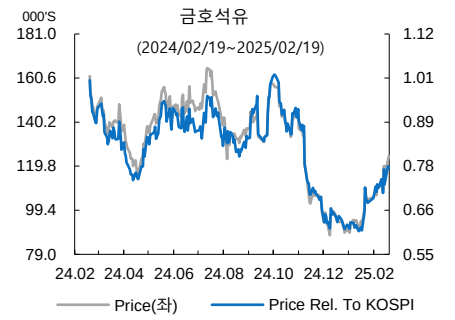
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2025.02.19)	124,400원
상승여력	36.7 %

Stock Indicator	
자본금	167십억원
발행주식수	2,733만주
시가총액	3,400십억원
외국인지분율	19.3%
52주 주가	87,800~165,200원
60일평균거래량	119,632주
60일평균거래대금	12.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.8	16.5	-6.0	-23.0
상대수익률	27.9	8.4	-5.9	-22.6

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	6,323	7,155	8,251	8,841
영업이익(십억원)	359	273	334	435
순이익(십억원)	447	348	336	425
EPS(원)	13,880	11,273	10,949	13,855
BPS(원)	184,646	198,651	206,971	217,969
PER(배)	9.6	11.0	11.4	9.0
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	7.8	5.8	5.4	6.5
배당수익률(%)	2.2	1.8	1.9	2.2
EV/EBITDA(배)	6.2	6.6	6.2	5.3

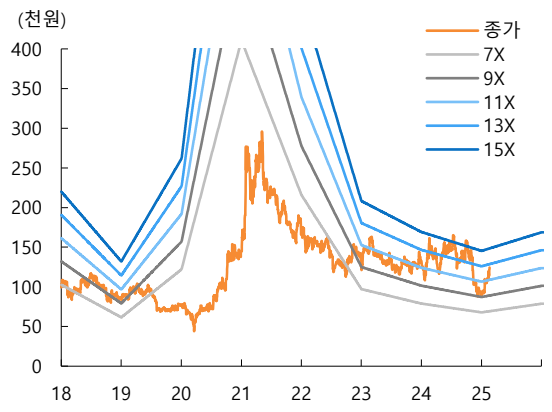
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1.금호석유 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	1,667	1,852	1,828	1,807	1,976	2,067	2,114	2,093	6,323	7,155	8,251
영업이익	78.6	119.2	65.1	10.0	55.6	78.1	114.0	86.7	359.0	272.8	334.4
영업이익률	4.7%	6.4%	3.6%	0.6%	2.8%	3.8%	5.4%	4.1%	5.7%	3.8%	4.1%
합성고무											
매출액	596	708	734	759	857	901	917	907	2,162	2,795	3,583
영업이익	25.1	46.6	10.7	18.4	32.8	44.5	63.8	44.7	96.8	100.8	185.8
영업이익률	4.2%	6.6%	1.5%	2.4%	3.8%	4.9%	7.0%	4.9%	4.5%	3.6%	5.2%
합성수지											
매출액	322	332	313	316	316	329	331	332	1,250	1,283	1,308
영업이익	-1.4	1.2	-8.7	-9.5	-6.3	3.6	7.5	2.9	-6.0	-18.4	7.7
영업이익률	-0.4%	0.4%	-2.8%	-3.0%	-2.0%	1.1%	2.3%	0.9%	-0.5%	-1.4%	0.6%
금호P&B											
매출액	399	444	407	386	416	436	434	439	1,484	1,635	1,725
영업이익	-2.5	5.7	1.1	-22.2	-7.3	-3.7	2.1	4.8	2.8	-17.9	-4.1
영업이익률	-0.6%	1.3%	0.3%	-5.8%	-1.8%	-0.9%	0.5%	1.1%	0.2%	-1.1%	-0.2%
에너지/EPDM/기타											
매출액	351	368	375	347	387	401	433	414	1,426	1,442	1,635
영업이익	57.4	65.7	61.9	23.3	36.4	33.7	40.7	34.3	263.8	208.3	145.0
영업이익률	16.4%	17.8%	16.5%	6.7%	9.4%	8.4%	9.4%	8.3%	18.5%	14.4%	8.9%

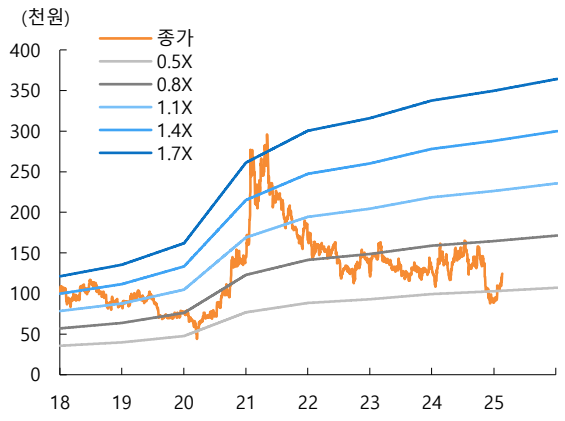
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 금호석유 12M Forward 기준 PER 추이



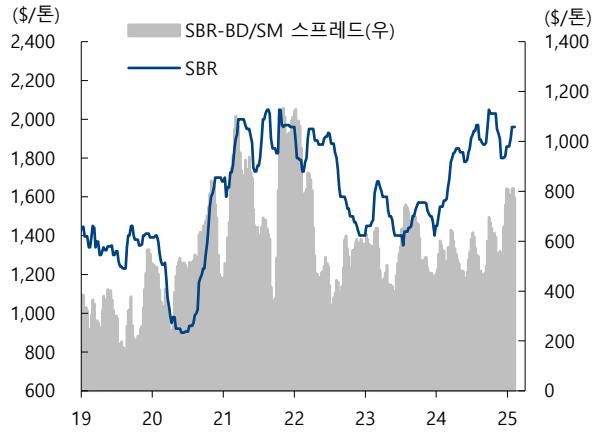
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 금호석유 12M Forward 기준 PBR 추이



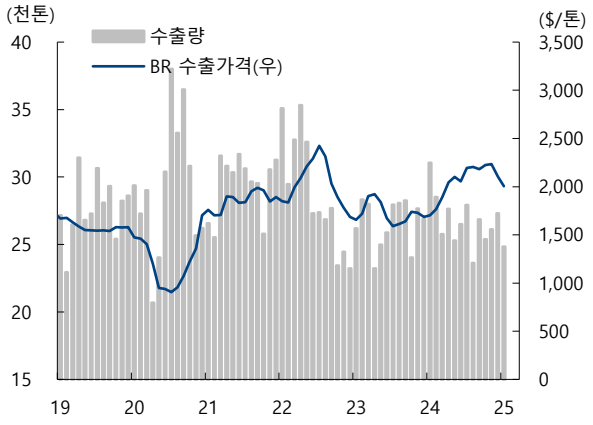
자료: iM증권 리서치본부

그림3. SBR 가격 및 스프레드 추이



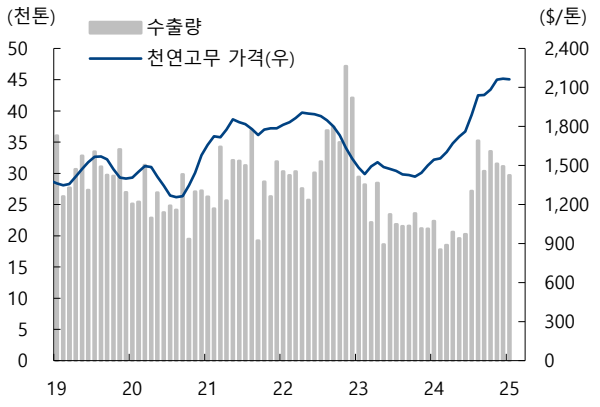
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림4. BR 가격 및 수출량 추이



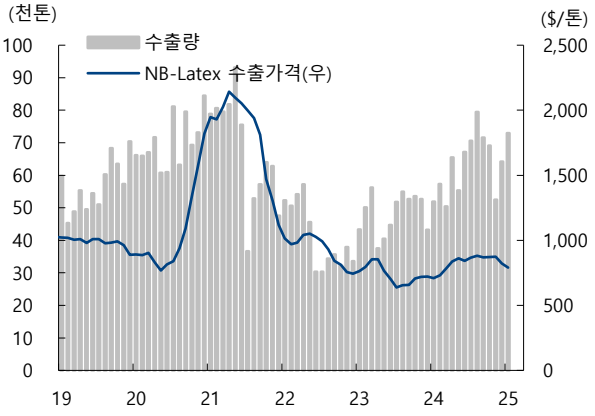
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 천연고무 가격 및 수입량 추이



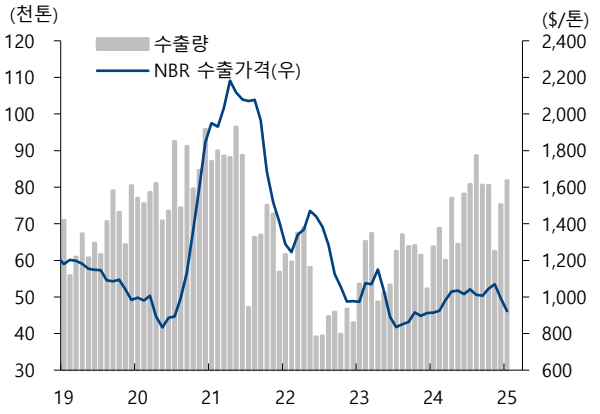
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. NB-Latex 수출량 및 가격 추이



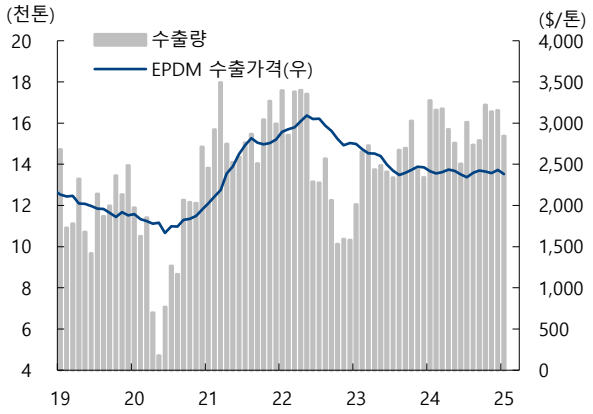
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. NBR 수출량 및 가격 추이



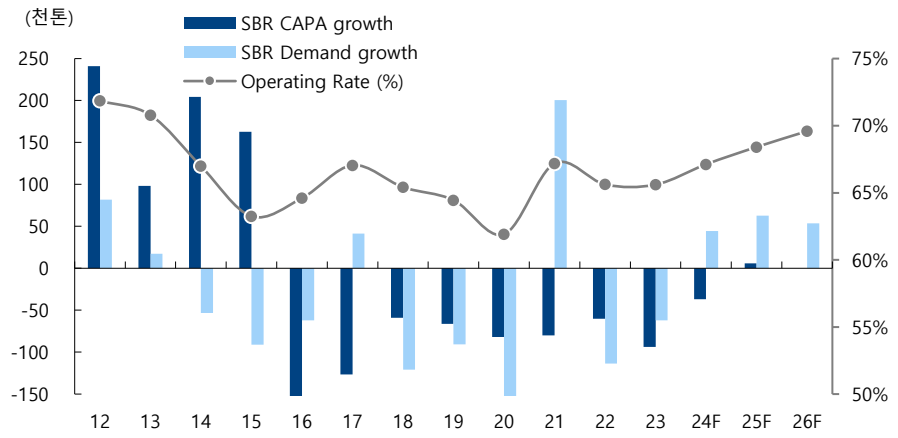
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. EPDM 수출량 및 가격 추이



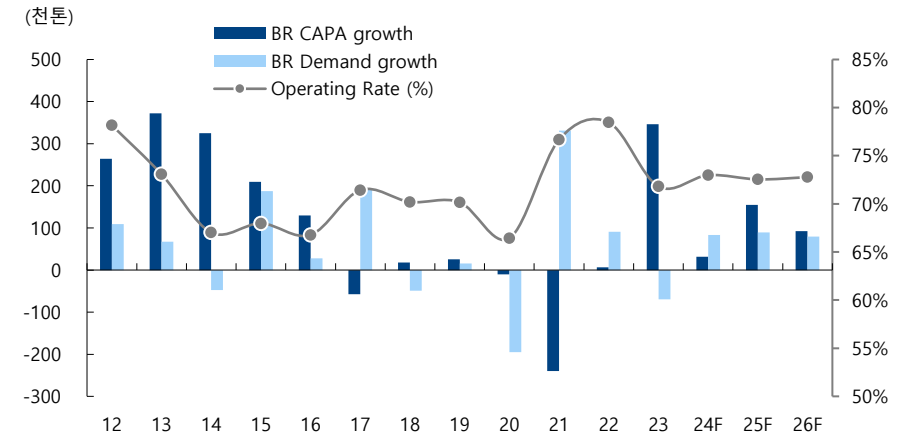
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림9. 글로벌 SBR 증설/수요 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림10. 글로벌 BR 증설/수요 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림11. 2020~2024 년 글로벌 천연고무 생산 및 수요 증가량 비교

자료: ANRPC, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,571	2,627	2,566	2,810
현금 및 현금성자산	452	242	35	136
단기금융자산	537	542	548	553
매출채권	784	824	950	1,018
재고자산	746	966	979	1,049
비유동자산	5,408	5,709	6,096	6,333
유형자산	3,965	4,195	4,490	4,623
무형자산	37	30	25	21
자산총계	7,980	8,336	8,662	9,143
유동부채	1,530	1,503	1,543	1,636
매입채무	494	501	536	575
단기차입금	346	366	376	426
유동성장기부채	181	123	113	113
비유동부채	616	731	761	811
사채	-	-	-	-
장기차입금	295	410	440	490
부채총계	2,146	2,234	2,304	2,447
지배주주지분	5,829	6,098	6,353	6,691
자본금	167	163	163	163
자본잉여금	404	404	404	404
이익잉여금	5,392	5,682	5,955	6,310
기타자본항목	-133	-151	-168	-186
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	5,834	6,103	6,358	6,696

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,323	7,155	8,251	8,841
증가율(%)	-20.7	13.2	15.3	7.2
매출원가	5,677	6,584	7,555	8,026
매출총이익	646	571	696	815
판매비와관리비	287	298	361	380
연구개발비	62	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	359	273	334	435
증가율(%)	-68.7	-24.0	22.6	30.0
영업이익률(%)	5.7	3.8	4.1	4.9
이자수익	42	31	23	24
이자비용	30	34	30	33
지분법이익(손실)	111	94	88	98
기타영업외손익	1	33	10	17
세전계속사업이익	485	408	433	547
법인세비용	38	60	96	122
세전계속이익률(%)	7.7	5.7	5.2	6.2
당기순이익	447	348	336	426
순이익률(%)	7.1	4.9	4.1	4.8
지배주주귀속 순이익	447	348	336	425
기타포괄이익	-49	-17	-17	-17
총포괄이익	398	331	319	408
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	631	264	388	480
당기순이익	447	348	336	426
유형자산감가상각비	244	255	261	272
무형자산상각비	8	7	5	4
지분법관련손실(이익)	111	94	88	98
투자활동 현금흐름	-592	-539	-636	-486
유형자산의 처분(취득)	-588	-485	-555	-405
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	15	16	-10	-10
재무활동 현금흐름	-153	-11	-35	30
단기금융부채의증감	-100	-38	-	50
장기금융부채의증감	200	115	30	50
자본의증감	-	-4	-	-
배당금지급	-44	-44	-44	-44
현금및현금성자산의증감	-115	-211	-206	100
기초현금및현금성자산	567	452	242	35
기말현금및현금성자산	452	242	35	136

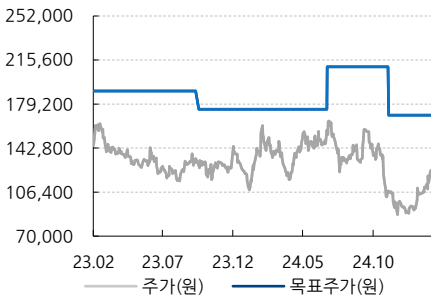
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	13,880	11,273	10,949	13,855
BPS	184,646	198,651	206,971	217,969
CFPS	21,685	19,736	19,614	22,852
DPS	2,900	2,200	2,400	2,700
Valuation(배)				
PER	9.6	11.0	11.4	9.0
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	6.1	6.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	6.2	6.6	6.2	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.8	5.8	5.4	6.5
EBITDA이익률	9.7	7.5	7.3	8.0
부채비율	36.8	36.6	36.2	36.5
순부채비율	-2.9	1.9	5.4	5.1
매출채권회전율(x)	8.4	8.9	9.3	9.0
재고자산회전율(x)	8.1	8.4	8.5	8.7

자료 : 금호석유, iM증권 리서치본부

금호석유 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-04	Buy	175,000	-22.9%	-7.7%
2024-07-09	Buy	210,000	-33.5%	-21.3%
2024-11-19	Buy	170,000		



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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

롯데케미칼 (011170)

2025.02.20

트럼프의 에너지 시대에 기대보는 유가 하락 효과

[정유/화학/에너지] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 10만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 10만원과 투자의견 매수를 유지한다. 해당 목표주가는 25년 당사 BPS 예상치 329,883원에 PBR 0.3배를 적용해 산출한 값이다. 지난 3년에 걸친 석유화학 다운사이클에서 동사 이익 체력은 급격히 훼손되었다. 이에 차입금도 매년 빠르게 늘어나면서 21년 말 3.5조원에 불과했던 총 차입금 규모가 24년 말 기준으로 10조원에 달하는 등 재무구조도 확실히 이전 대비 악화되었다.

25년에도 석유화학 업황은 그리 녹록치 않을 것으로 예상한다. 글로벌 수요 둔화 속에서 지난 3~4년 동안 역내 유입된 대규모 크래커 부담도 여전하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 24년 대비 숨통은 좀 트이는 시기가 될 것으로 전망하는데, 이는 1)유가 하향 안정화와 2)신규 크래커 증설 물량 감소, 3)중국 부양책의 누적 효과 등에 근거한다. 특히나 에너지 가격 하락을 추구하는 트럼프 시대에서 국내 업체들의 원가 부담이 한층 낮아지며 반사수혜를 기대해볼 수 있겠다.

그래도 24년보다는 좀 더 숨통이 트일 25년

22년 상반기 정점으로 3년째 다운사이클을 이어가고 있는 석유화학 업황의 주요 이유는 수급밸런스 붕괴이지만, 그와 함께 지난 3년간 유가 레벨이 너무 높았던 것은 국내 화학업체들에게 특히 더 부담으로 다가왔다.

트럼프 집권 1기 당시에는 평균 57달러에 그쳤던 Dubai 기준 유가가 바이든 집권 기간에는 평균 82달러로 대폭 상승했으며, 매년 높은 수준을 유지한 유가는 원유 기반 국내 화학업체에게 타격일 수밖에 없었다. 특히 22년 러-우 전쟁으로 러시아산에 제재가 부과되며 Ural유는 Dubai 대비 최대 30달러까지 디스카운트 거래되기도 했다. 그 물량의 대부분은 중국과 인도로 흘러 갔는데, 특히 인도의 경우 21년 약 2% 남짓에 불과했던 러시아산 원유 비중이 24년에는 36%까지 늘어났다. 저렴한 원유가 정제설비에 투입되며 인도/중국 정유사가 먼저 원가 우위를 누렸고, 여기서 생산된 납사 및 러시아에서 직접 수입한 저렴한 납사가 현지 화학 업체들의 원료로 투입되면서 그들 역시 순차적으로 원가 측면에서 국내 업체들 대비 유리한 입지를 확보할 수 있었다.

그러나 25년부터는 에너지 가격 하락을 추구하는 트럼프 시대에서 전반적인 유가 레벨 하락 뿐만 아니라, 러-우 종전으로 인도/중국 업체들이 누려 온 상대적 원가 우위는 소멸 예상돼 국내 업체들의 절대적 및 상대적 수혜를 기대해볼 수 있다는 판단이다. 최근 동사 주가는 대외적 관점에서 유가 하락 및 3월 중국 양회에 대한 기대감이 함께 반영되며 강세인 모습이다. 그러나 과거를 돌아보면 양회 이후에는 부양책에 대한 실망으로 셀온 움직임이 더 컸다. 이번엔 과연 중국이 시장 기대를 넘어서는 고강도의 경기 부양책을 발표할지 지켜보긴 해야겠지만, 현 시점에서는 일단 3월 초 양회를 동사 주가의 단기 변곡점으로 두고 접근하는 것을 추천한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(유지)
종가(2025.02.19)	68,900원
상승여력	45.1 %

Stock Indicator	
자본금	214십억원
발행주식수	4,278만주
시가총액	2,947십억원
외국인지분율	24.5%
52주 주가	53,400~138,400원
60일평균거래량	156,812주
60일평균거래대금	9.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.8	2.5	-16.4	-50.2
상대수익률	14.0	-5.5	-16.3	-49.9

Price Trend

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	19,946	20,430	22,442	22,506
영업이익(십억원)	-348	-895	-190	315
순이익(십억원)	-50	-1,081	-351	-119
EPS(원)	-1,194	-25,273	-8,207	-2,771
BPS(원)	363,366	338,091	329,883	325,631
PER(배)				
PBR(배)	0.4	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	-0.3	-7.2	-2.5	-0.8
배당수익률(%)	2.3	1.5	1.5	3.6
EV/EBITDA(배)	14.7	19.4	8.9	7.3

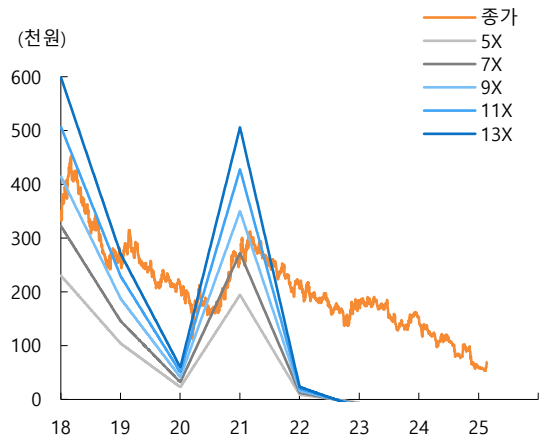
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	5,086	5,248	5,200	4,896	5,671	5,626	5,611	5,534	19,946	20,430	22,442
영업이익	-135.3	-111.2	-413.6	-234.8	-173.5	-65.0	-5.0	53.4	-347.7	-894.9	-190.1
영업이익률	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.8%	-3.1%	-1.2%	-0.1%	1.0%	-1.7%	-4.4%	-0.8%
기초유분											
매출액	2,872	2,950	2,897	2,567	3,183	3,112	3,079	3,005	10,991	11,286	12,378
영업이익	-72	-46	-195	-129	-115	-49	-7	37	-229.3	-441.5	-133.6
영업이익률	-2.5%	-1.6%	-6.7%	-5.0%	-3.6%	-1.6%	-0.2%	1.2%	-2.1%	-3.9%	-1.1%
타이탄											
매출액	541	515	587	573	618	618	650	645	2,169	2,216	2,531
영업이익	-53.3	-81.1	-63.1	-64.3	-40.3	-27.5	-10.2	16.7	-254.1	-261.8	-61.3
영업이익률	-9.8%	-15.8%	-10.7%	-11.2%	-6.5%	-4.4%	-1.6%	2.6%	-11.7%	-11.8%	-2.4%
롯데첨단소재											
매출액	1,032	1,134	1,122	1,094	1,085	1,083	1,082	1,086	4,184	4,382	4,336
영업이익	44.4	75.7	38.1	29.7	40.5	45.5	43.8	37.6	232.5	187.9	167.4
영업이익률	4.3%	6.7%	3.4%	2.7%	3.7%	4.2%	4.1%	3.5%	5.6%	4.3%	3.9%
LC USA											
매출액	135	142	144	168	115	138	132	122	540	590	508
영업이익	-5.7	-12.2	-107.0	18.3	-3.0	6.2	6.0	1.6	-45.2	-106.6	10.8
영업이익률	-4.2%	-8.6%	-74.2%	10.9%	-2.6%	4.5%	4.6%	1.3%	-8.4%	-18.1%	2.1%
롯데정밀화학											
매출액	399	422	420	429	448	454	449	457	1,675	1,671	1,808
영업이익	10.8	17.1	10.3	12.2	28.9	32.3	36.3	35.4	181.8	50.4	132.9
영업이익률	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	6.5%	7.1%	8.1%	7.8%	10.9%	3.0%	7.3%
롯데에너지머티리얼											
매출액	242	263	211	186	222	220	219	219	645	902	880
영업이익	4.3	3.0	-31.7	-40.1	-22.2	-11.0	-10.9	-10.9	5.8	-64.5	-55.1
영업이익률	1.8%	1.1%	-15.0%	-21.5%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	0.9%	-7.1%	-6.3%

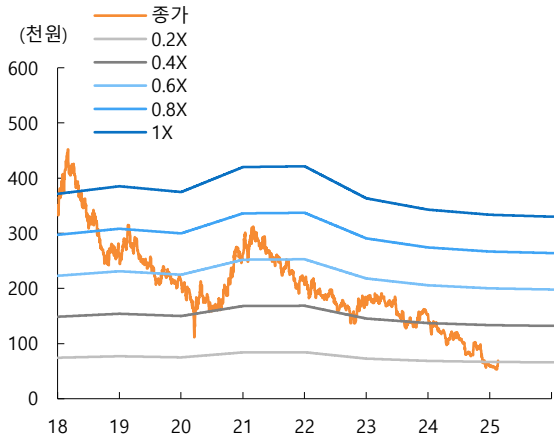
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 롯데케미칼 12M Forward 기준 PER 추이



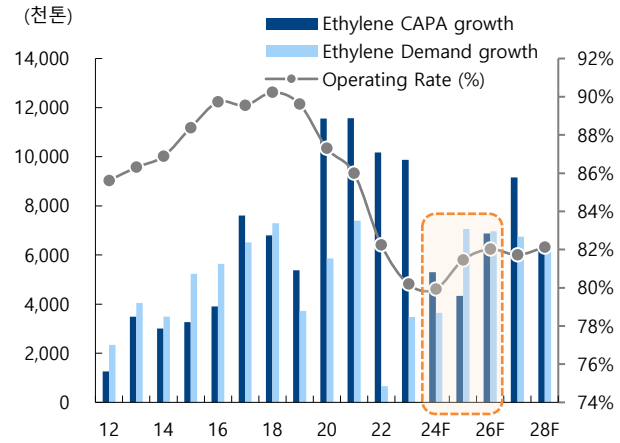
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



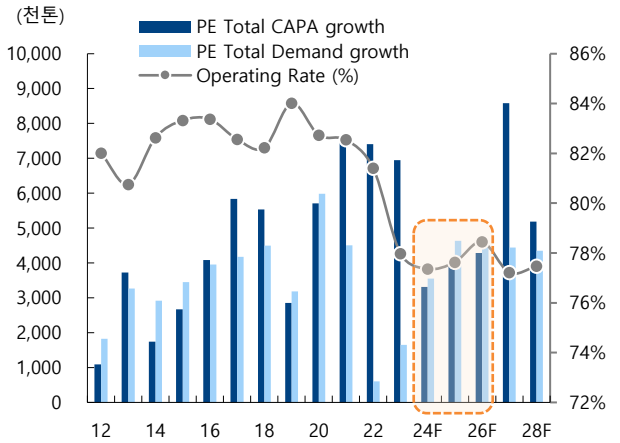
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 글로벌 에틸렌 공급/수요 증가 규모 추이 및 전망



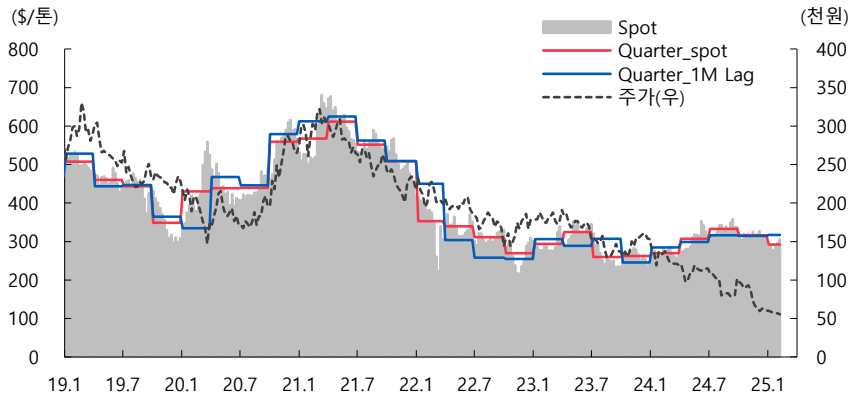
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림4. 글로벌 폴리에틸렌 공급/수요 증가 규모 추이 및 전망



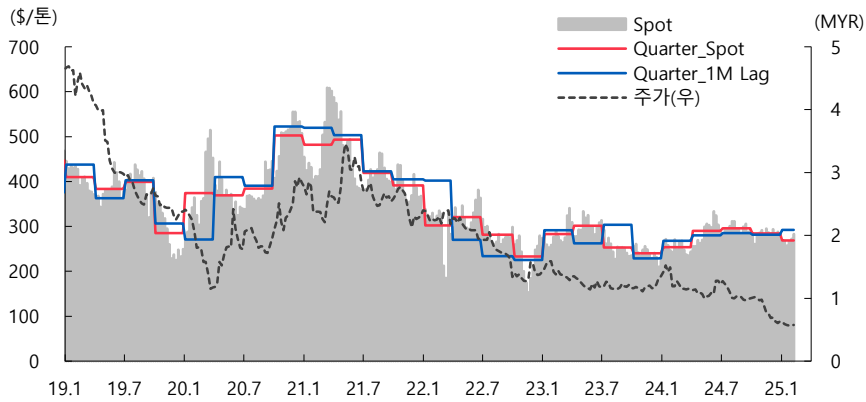
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림5. 롯데케미칼 연결 기준 가중평균 스프레드



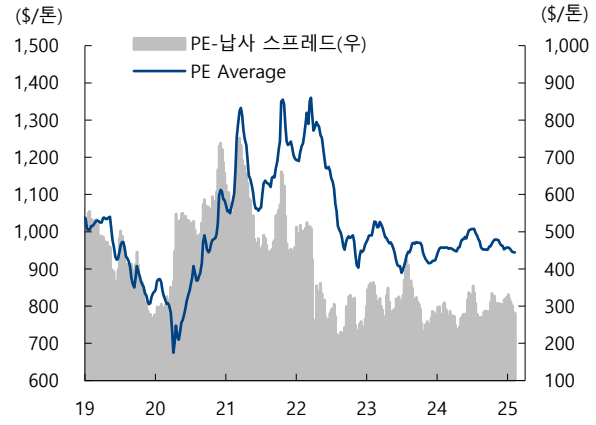
자료: iM증권 리서치본부
주: LC타이탄, LCUSA 스프레드는 포함, 롯데정밀화학 실적은 미반영된 수치임

그림6. 롯데타이탄 가중평균 스프레드



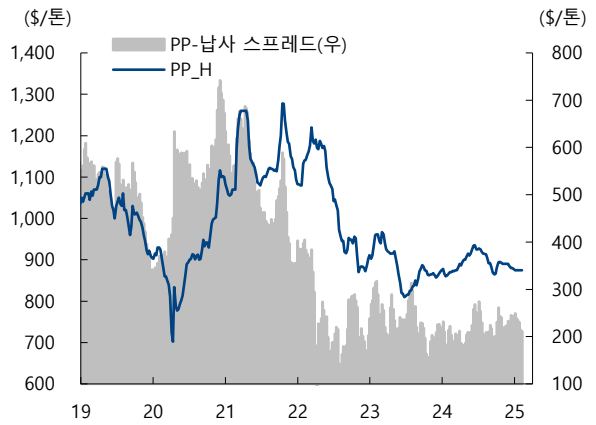
자료: iM증권 리서치본부

그림7. PE 가격 및 스프레드 추이



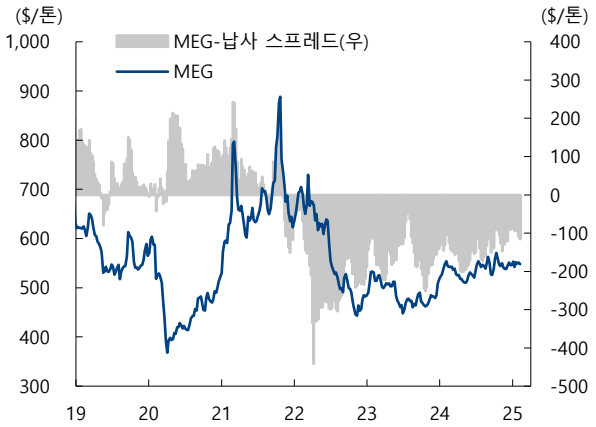
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림8. PP 가격 및 스프레드 추이



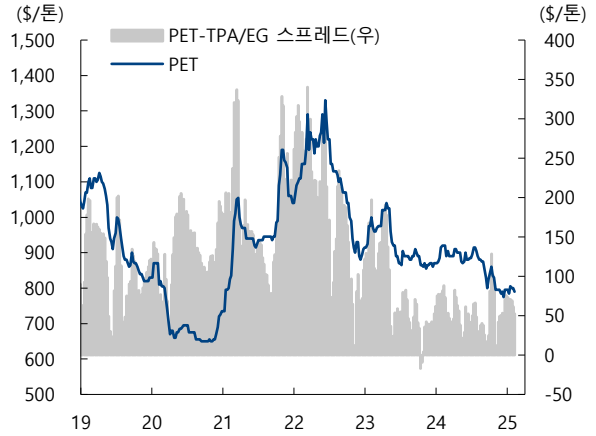
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림9. MEG 가격 및 스프레드 추이



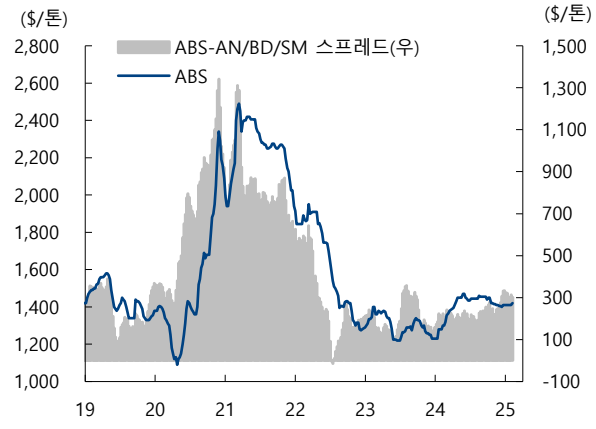
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림10. PET 가격 및 스프레드 추이



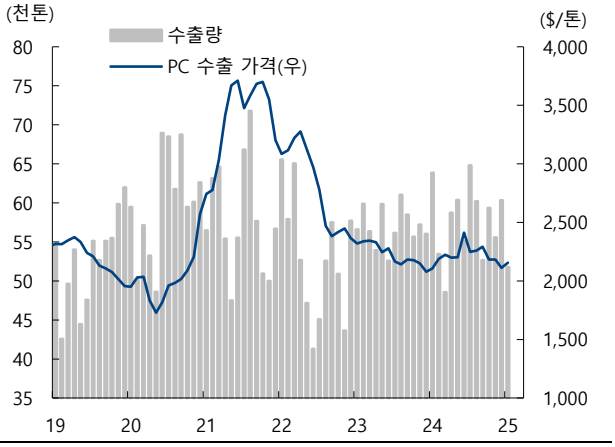
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림11. ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림12. PC(PolyCarbonate) 수출량 및 가격 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,814	9,307	10,762	9,950
현금 및 현금성자산	2,702	2,306	3,248	2,400
단기금융자산	1,527	1,543	1,558	1,574
매출채권	2,395	2,280	2,499	2,506
재고자산	2,802	2,785	3,060	3,068
비유동자산	23,662	24,046	24,112	24,727
유형자산	14,273	15,993	16,747	17,480
무형자산	3,732	2,867	2,078	1,851
자산총계	33,476	33,353	34,874	34,678
유동부채	6,524	7,196	7,990	8,482
매입채무	1,354	1,556	1,710	1,714
단기차입금	3,444	3,744	4,344	4,844
유동성장기부채	676	815	808	753
비유동부채	6,720	7,070	8,170	7,670
사채	2,291	2,291	3,091	2,591
장기차입금	3,416	3,766	4,066	4,066
부채총계	13,244	14,266	16,160	16,152
지배주주지분	15,543	14,462	14,111	13,929
자본금	214	214	214	214
자본잉여금	1,943	1,943	1,943	1,943
이익잉여금	12,965	11,842	11,448	11,224
기타자본항목	422	464	506	548
비지배주주지분	4,689	4,625	4,604	4,596
자본총계	20,233	19,087	18,714	18,525

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	19,946	20,430	22,442	22,506
증가율(%)	-10.5	2.4	9.8	0.3
매출원가	19,165	20,243	21,425	20,984
매출총이익	781	187	1,017	1,521
판매비와관리비	1,129	1,082	1,207	1,206
연구개발비	120	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-348	-895	-190	315
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전
영업이익률(%)	-1.7	-4.4	-0.8	1.4
이자수익	206	165	168	139
이자비용	379	433	475	473
지분법이익(손실)	20	24	32	41
기타영업외손익	100	-99	62	-101
세전계속사업이익	-452	-1,364	-497	-168
법인세비용	-413	-218	-125	-42
세전계속이익률(%)	-2.3	-6.7	-2.2	-0.7
당기순이익	-39	-1,146	-372	-126
순이익률(%)	-0.2	-5.6	-1.7	-0.6
지배주주귀속 순이익	-50	-1,081	-351	-119
기타포괄이익	42	42	42	42
총포괄이익	3	-1,104	-330	-84
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	790	-97	-118	252
당기순이익	-39	-1,146	-372	-126
유형자산감가상각비	987	1,030	1,076	997
무형자산상각비	185	366	288	227
지분법관련손실(이익)	20	24	32	41
투자활동 현금흐름	-5,075	-4,196	-3,218	-3,127
유형자산의 처분(취득)	-3,548	-2,750	-1,830	-1,730
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	-141	-159	-100	-110
재무활동 현금흐름	4,196	350	1,360	-389
단기금융부채의증감	-	439	593	444
장기금융부채의증감	3,511	350	1,100	-500
자본의증감	1,216	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-108	-396	942	-847
기초현금및현금성자산	2,810	2,702	2,306	3,248
기말현금및현금성자산	2,702	2,306	3,248	2,400

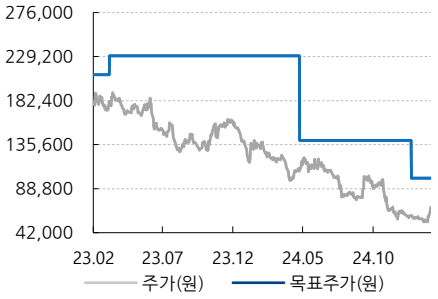
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	-1,194	-25,273	-8,207	-2,771
BPS	363,366	338,091	329,883	325,631
CFPS	26,779	7,343	23,680	25,861
DPS	3,500	1,000	1,000	2,500
Valuation(배)				
PER				
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	5.7	9.4	2.9	2.7
EV/EBITDA	14.7	19.4	8.9	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-0.3	-7.2	-2.5	-0.8
EBITDA이익률	4.1	2.4	5.2	6.8
부채비율	65.5	74.7	86.3	87.2
순부채비율	27.7	35.5	40.1	44.7
매출채권회전율(x)	8.4	8.7	9.4	9.0
재고자산회전율(x)	7.5	7.3	7.7	7.3

자료 : 롯데케미칼, iM증권 리서치본부

롯데케미칼 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-03-24	Buy	230,000	-34.9%	-17.0%
2024-05-10	Buy	140,000	-35.2%	-13.1%
2025-01-08	Buy	100,000		



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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%