

# iM Your Energy

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



## 국내 화학업체들에게 보다 고차원적 위협이 될 최근 ADNOC 행보

### ADNOC, 최근 유럽 석유화학 업체들 합병에 적극적인 행보

최근 몇 년 동안 UAE 국영석유사 ADNOC는 유럽 석유화학 업체들의 지분 인수 또는 합병에 적극적인 움직임을 보이고 있음. 22년 4월 오스트리아 폴리올레핀 업체 Borealis 지분 25% 인수를 시작으로 25년 2월 초 캐나다 Nova Chemical 인수까지 검토하고 있다고 밝힘

지금까지 유럽 석유화학 업체 대상으로 이뤄진 ADNOC 투자는 ①Borealis 지분 25% 인수(22년 4월), ②Borealis 나머지 지분 75%를 소유하고 있는 오스트리아 석유화학 업체 OMV 지분 24.9% 인수(24년 2월), ③네덜란드 암모니아/비료 업체 Fertigllobe에 대한 합작사 OCI 지분 전량 인수해 최대주주로 등극(23년 12월), ④독일의 스페셜티 화학업체 Covestro 지분 91.3% 인수(24년 12월) 등이 대표적. 이 같은 지분 투자와는 또 별개로 ⑤아부다비에서 ECC 운영하는 Borouge(ADNOC 54%, OMV 36% 지분 각각 보유, 나머지 10%는 UAE 주식시장에 상장) 및 Borealis와의 합병을 23년 12월 이후부터 계속 추진 중에 있으며, ⑥캐나다 Nova Chemical 인수가 확정되고 나면 이를 또 다시 Borealis-Borouge-Nova Chemical 구조로 최종적으로는 3사 합병을 검토하고 있는 것으로 파악

이처럼 유럽 석유화학 업체들과의 협력 및 지분 인수에 적극적인 ADNOC 움직임은 원유/가스 등 화석연료 의존도를 축소하고자 하는 동시에, 중동에 한정되어 있는 포트폴리오를 유럽/북미 쪽으로 보다 다각화하려는 목적이 가장 주요한 것으로 파악됨. 석유화학 사업부문 내에서도 주로 업스트림에 집중되어 있는 현 사업 구조를 강화하는 한편(Borealis, OMV, Nova Chemical 인수를 통해), 다운스트림 특히 자동차/건설 등 스페셜티 제품 중심으로 확대하려는 전략으로 해석됨(Covestro 인수를 통해)

### 사뭇 다른 ADNOC vs Aramco 행보. 이러나저러나 국내 석유화학 업체들에게는 보다 고차원적 위협이 될 것

한편, 최근 움직임에서 인상적인 점은 ADNOC 행보가 사우디 Aramco 투자 전략과는 사뭇 대조된다는 것임. Aramco 또한 22년 이후 석유화학 업체들에 대한 지분 투자를 활발하게 해왔지만, 유럽/북미에 집중된 ADNOC와는 달리 사우디 내에 설비 확대와 중국 업체들로 투자 대상이 한정되어 있음. Hengli, Rongsheng, Shenghong, Shandong Yulong Petrochem 등에 대한 지분 10% 확보와 Sinopec과의 합작으로 중국 내 정제설비 및 석유화학 크래커 건설을 추진하고 있는 것이 대표적이며, 사우디 현지에서 COTC 및 대규모 ECC 건설 또한 여전히 검토하고 있음. 이처럼 석유화학 부문에서 두 국가의 대조되는 행보는 VISION 2030, NEOM 등의 대규모 프로젝트를 통해 국가의 주력사업 자체를 전환시키려는 사우디 MBS 왕자의 전략이 반영된 것으로 추정됨

한편, 방향이 어떠한 중동 국가들이 기존 원유/가스 의존도를 축소하기 위해 석유화학, 그 중에서도 다운스트림으로 확대하고 있는 현 추세는 국내 화학업체들에게 중장기 측면에서 또 한번 부담이 될 수밖에 없음. 포트폴리오 고부가가치를 위해서는 오랜 기간 R&D 투자를 통해 기술력을 갖추거나 그 기술력을 보유한 외부 업체를 인수하는 방법으로 나눌 수 있는데, 전자는 시간이 소요될 수밖에 없고 후자는 대규모 NCC 증설 하에 자금력이 부족한 국내 업체들이 현재 취할 수 있는 옵션이 아님. 그러나 중동 업체들은 대규모 자금력을 바탕으로 후자의 전략을 취하는 동시에, 생산능력도 꾸준히 확대해가고 있음. 업스트림을 경량화하는 한편, 스페셜티 다운스트림 중심으로 이익 체력을 강화해가겠다는 전략을 취하고 있는 LG 화학, 롯데케미칼 등 국내 화학사들에게 최근 중동 업체들의 행보는 지금까지 겪은 중국발 대규모 증설과는 조금 다른 느낌이자 보다 고차원적인 측면에서의 위협이 될 것으로 예상

25년 석유화학 업황은 유가 하향 안정화와 대규모 증설 일단락, 중국 부양책 누적 효과 등으로 24년 대비로는 약간 숨통이 트이겠지만, 보다 중장기 측면에서는 국내 석유화학 업체들의 경쟁력 확보 및 생존을 위한 근본적인 고민이 절실히 필요해 보임

### 중동 석유화학 업체 최근 석유화학 투자 동향: ADNOC(UAE) vs Aramco(사우디아라비아)

ADNOC (UAE)	피투자 or 합작업체	대상 국가	주요 사업영역	참고 내용	발표 시기
	Borealis	오스트리아	석유화학(폴리올레핀)	지분 25% 인수 (나머지 75%는 OMV 소유)	22년 4월
	OMV	오스트리아	석유화학	지분 24.9% 인수	24년 2월
	Borouge	UAE	ECC/폴리올레핀	ADNOC-Borealis 합작(ADNOC 54%, OMV 36% 지분) 설립된 회사	98년 설립
			ADNOC-OMV, Borealis-Borouge 합병 추진 중		23년 10월~
	Fertigllobe	네덜란드/UAE	암모니아/비료	OCI 보유 지분 50% 인수하여 현재 총 86.2% 확보한 최대주주	23년 12월
	COVESTRO	독일	스페셜티 화학(PC/PU 등)	지분 91.3% 인수 (과거 2015년 Bayer에서 분사된 업체)	24년 12월
	NOVA Chemical	캐나다	석유화학(폴리올레핀)	ADNOC-OMV, NOVA Chemical 인수 위한 JV 설립 검토 중	25년 2월
			NOVA Chemical 인수 후 Borealis-Borouge-NOVA Chemical 총 3사 최종 합병 검토 중		
Aramco (사우디)	피투자 or 합작업체	대상 국가	주요 사업영역	참고 내용	발표 시기
	Total, Sinopec (SABIC)	사우디	정유 및 석유화학	사우디 내 정제설비 및 석유화학 통합 크래커 건설 계획 추진 중	22년 12월
	Norinco, Panjin Xincheng	중국	정유 및 석유화학	중국 내에 30만 b/d 정제설비 및 에틸렌 & PX 공장 건설	22년 3월
	Sinopec	중국	정유 및 석유화학	중국 내에 32만 b/d 정제설비 및 석유화학 크래커 건설	22년 12월
	Hengli Petrochem 등	중국	범용 석유화학	Hengli, Rongsheng, Yulong, Shenghong 등에 지분 10% 투자	23~24년

자료: Bloomberg, Reuters, iM증권 리서치본부

# Global Peer Valuation (1)



## Global Peer Valuation - Integrated & Upstream

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	YTD(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Aramco	SAR	1,791.1	27.8	0.2	-0.7	-0.5	-1.1	17.0	4.6	7.5
Exxon Mobil	USD	487.7	111.0	3.6	4.2	-7.9	3.2	15.2	1.8	7.8
Shell	GBp	198.0	2,639.5	0.5	0.6	3.5	6.6	8.4	1.1	4.0
Total	EUR	137.1	58.6	4.7	6.1	2.6	9.8	7.6	1.2	4.0
BP	GBp	92.1	465.2	10.8	9.4	24.7	18.4	10.5	1.4	4.8
Equinor	NOK	67.8	272.5	-0.3	-7.3	9.1	2.7	7.5	1.5	1.6
Suncor Energy	CAD	49.1	56.6	3.3	-0.4	4.6	10.3	11.7	1.6	4.5
Eni	EUR	47.0	13.9	1.9	1.0	-0.9	6.1	8.4	0.9	4.6
Repsol	EUR	13.8	11.6	2.3	-1.1	0.4	-1.0	5.6	0.5	4.6
OMV	EUR	12.9	38.2	-2.5	-1.7	0.7	2.4	6.6	0.7	3.6
ConocoPhillips	USD	128.7	99.5	1.0	-2.4	-11.2	0.3	12.4	1.9	6.5
Hess	USD	44.9	145.8	5.0	2.4	2.7	9.6	19.0	3.7	7.0
EQT	USD	31.9	53.5	2.5	9.2	21.6	16.0	21.5	1.5	12.5
Expand Energy	USD	24.3	105.1	2.2	2.9	9.8	5.6	30.2	1.6	6.9
Murphy Oil	USD	4.1	28.0	9.7	-15.6	-16.4	-7.4	9.4	0.8	2.6
Coterra Energy	USD	21.0	28.5	1.5	2.5	12.0	11.5	10.4	1.6	5.6
Antero Resources	USD	12.5	40.0	4.4	4.4	26.4	14.2	17.3	1.7	5.0
Range Resources	USD	9.6	39.7	6.1	4.0	15.2	10.4	13.3	2.4	8.5
Woodside Energy	AUD	29.2	24.5	0.6	-3.0	2.0	-0.4	8.4	N/A	6.0
Santos	AUD	14.2	7.0	-0.4	0.0	3.6	4.3	9.9	N/A	5.9
INPEX	JPY	15.7	1,894.0	2.7	-2.9	-5.7	-3.9	N/A	N/A	2.3
PTT E&P	THB	14.7	126.0	2.0	1.2	0.0	5.9	6.9	0.9	2.0
CNOOC	HKD	118.5	18.8	0.0	-0.3	8.4	-1.9	6.8	N/A	N/A
ONGC	INR	34.8	240.7	-5.3	-8.5	-6.3	0.6	N/A	N/A	4.6
Sinopec	HKD	95.0	4.4	1.9	0.9	1.6	-1.6	8.2	0.6	6.5
China Gas Holdings	HKD	4.4	6.3	0.0	0.6	-8.7	-6.6	8.7	0.6	10.5
Kunlun Energy	HKD	8.3	7.5	1.5	-0.3	-1.4	-10.8	9.6	0.9	4.0

## Global Peer Valuation - Midstream (Gas Pipeline)

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	YTD(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Enterprise Products	USD	71.8	33.1	0.0	3.0	8.3	5.6	11.6	2.4	10.3
Williams Companies	USD	68.5	56.2	-0.1	1.2	-1.3	3.8	29.0	5.5	14.6
Energy Transfer	USD	68.8	20.1	-3.2	3.5	16.5	2.6	12.9	2.1	9.3
ONEOK	USD	61.2	98.7	1.1	-3.0	-9.5	-1.7	16.8	3.4	14.5
Kinder Morgan	USD	60.1	27.1	-1.8	-3.9	-0.7	-1.2	21.2	2.0	14.0
TC Energy	USD	49.0	47.2	4.2	1.1	-4.8	1.4	18.2	2.6	14.2
MPLX	USD	54.6	53.6	4.2	10.8	15.7	11.9	11.9	3.8	10.4
Targa Resources	USD	44.9	206.0	2.1	6.6	5.6	15.4	26.6	16.3	12.0
Cheniere Energy	USD	49.7	221.5	-3.5	-1.6	3.1	3.1	19.9	9.8	7.5
Cheniere Energy Partners	USD	30.8	63.6	-2.5	13.2	26.2	19.7	15.0	18.2	9.1
Western Midstream Partners	USD	15.4	40.6	-0.1	2.2	13.6	5.6	12.0	4.6	8.3
Plains All American Pipeline	USD	13.9	19.8	-0.8	4.6	14.1	15.6	12.6	1.3	8.7
Hess Midstream	USD	10.1	40.9	-1.3	7.8	16.1	10.3	14.1	14.9	6.4
Antero Midstream	USD	7.8	16.2	0.1	4.5	3.6	7.1	17.2	3.7	13.4
Enlink Midstream	USD	6.5	14.1	N/A	-1.5	-8.7	-0.2	19.3	4.7	9.9
New Fortress Energy	USD	3.1	12.4	-16.5	-14.3	26.6	-17.9	51.8	1.3	10.8
Excelerate Energy	USD	3.3	30.9	1.9	3.9	10.6	2.1	23.4	0.4	8.2
Delek Logistics	USD	2.3	42.2	-3.9	-0.1	10.7	-0.2	15.4	N/A	12.6
Genesis Energy	USD	1.3	10.9	3.7	5.5	-2.8	8.0	N/A	N/A	11.8
NGL Energy Partners	USD	0.7	5.5	1.7	3.8	25.0	10.2	7.2	3.9	9.5
Enbridge	CAD	97.4	64.1	2.4	2.1	7.6	5.0	21.4	2.3	15.9
Pembina Pipeline	CAD	21.3	52.5	2.6	0.2	-9.0	-1.2	17.0	2.0	15.7

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

주: 시가총액은 US 십억달러, 증가는 현지통화 기준, PER/PBR은 블룸버그 컨센서스 기준

# Global Peer Valuation (2)



## Global Peer Valuation - Utility

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	YTD(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
한국전력	KRW	9.1	20,650	0.0	1.2	-7.2	3.0	2.5	0.3	6.6
한국가스공사	KRW	1.9	30,050	-13.0	-16.3	-24.9	-13.4	3.8	0.3	9.3
한전기술	KRW	1.8	69,400	0.3	17.8	-0.4	30.9	N/A	N/A	46.1
한전 KPS	KRW	1.4	45,100	-3.6	7.3	0.4	2.3	11.3	N/A	5.5
SK 가스	KRW	1.4	227,500	7.6	3.2	8.3	9.9	5.2	0.8	14.5
SGC 에너지	KRW	0.2	23,050	0.0	-5.7	-11.0	-6.7	8.1	0.4	7.1
Tokyo Gas	JPY	11.1	4,335	-0.8	1.8	16.2	-0.8	N/A	N/A	7.0
Tokyo Electric Power	JPY	4.2	401	0.6	-7.8	-33.6	-15.6	N/A	N/A	12.8
Chubu Electric Power	JPY	7.8	1,572	-1.8	-2.0	-6.5	-5.0	N/A	N/A	N/A
Toho Gas	JPY	2.7	3,925	4.1	-3.9	3.8	-7.7	15.9	0.9	8.3
NextEra Energy	USD	143.3	69.7	-1.9	3.4	-8.2	-2.8	19.3	N/A	18.1
Southern Company	USD	93.6	85.5	1.8	5.2	-3.2	3.9	21.7	N/A	13.1
Duke Energy	USD	89.1	115.6	2.1	9.2	2.8	7.3	18.6	N/A	12.5
Constellation Energy	USD	101.4	321.8	5.1	5.5	35.6	43.9	35.0	N/A	14.6
Vistra	USD	57.3	168.4	-0.1	1.0	15.5	22.1	27.9	N/A	10.0
Sempra	USD	52.1	82.2	-0.5	4.4	-10.8	-6.3	16.1	N/A	18.8
PG&E	USD	34.2	15.7	3.2	-8.9	-25.8	-22.4	11.3	N/A	11.8
Entergy	USD	35.1	81.8	-0.3	7.4	8.8	7.9	22.2	N/A	12.1
Iberdrola	EUR	90.0	13.6	0.0	3.0	1.5	2.0	N/A	N/A	10.1
Enel	EUR	72.5	6.9	0.5	-0.7	2.5	0.5	N/A	N/A	6.8
ENGIE	EUR	40.0	16.0	0.3	2.0	4.0	4.2	N/A	N/A	5.7
Origin Energy	AUD	11.0	10.2	-0.3	-7.9	3.0	-6.4	11.8	1.8	12.0
CLP Holdings	HKD	20.7	63.9	-1.2	0.2	-3.7	-2.2	14.5	1.5	11.3
Power Assets Holdings	HKD	13.6	49.6	-1.3	-5.6	-2.2	-8.5	17.1	1.2	141.7
Tenaga Nasional Verhad	MYR	18.0	13.8	1.9	-1.8	-1.8	-7.4	15.9	N/A	8.2

## Global Peer Valuation - Renewable Energy

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	YTD(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
한화솔루션	KRW	2.4	20,450	2.3	10.2	11.3	26.9	N/A	0.5	48.5
OCI 홀딩스	KRW	1.1	80,500	-0.2	0.9	33.7	36.9	N/A	N/A	5.6
HD 현대에너지솔루션	KRW	0.2	24,500	2.1	-7.0	22.5	21.3	N/A	N/A	46.9
First Solar	USD	17.4	162.9	-2.6	-13.9	-16.0	-7.6	8.5	2.2	15.0
Trina Solar	CNY	5.3	17.9	3.7	2.9	-32.0	-7.5	N/A	N/A	N/A
Jinko Solar	USD	1.1	21.7	9.9	-12.2	-4.5	-13.1	N/A	N/A	N/A
Canadian Solar	USD	0.6	9.9	2.4	-18.6	-21.0	-10.6	N/A	0.2	N/A
LONGi Green Energy	CNY	16.2	15.7	5.1	8.3	-21.8	-0.3	N/A	N/A	N/A
GCL Technology	HKD	4.4	1.2	-3.3	10.2	-24.7	10.2	N/A	0.7	14.8
Wacker Chemie	EUR	3.8	69.8	7.6	9.7	-11.4	-0.3	16.7	N/A	9.9
Daqo New Energy	USD	1.5	22.2	27.0	15.8	2.9	14.4	N/A	N/A	65.3
REC Silicon	NOK	0.1	1.4	-8.2	6.8	-66.8	-61.8	N/A	N/A	N/A
씨에스윈드	KRW	1.2	40,150	1.1	-2.0	-12.3	-4.2	9.2	1.5	11.9
SK 오션플랜트	KRW	0.5	12,660	6.2	-6.6	-12.0	-1.6	N/A	1.0	12.2
GE	USD	220.3	205.2	0.5	19.5	11.2	23.0	37.7	11.6	28.4
Vestas	DKK	14.4	103.5	6.2	10.7	0.8	5.5	16.7	1.7	7.5
Orsted	DKK	17.4	298.9	10.4	0.3	-21.7	-7.8	9.1	N/A	13.8
Uranium Energy	USD	2.9	6.9	0.7	-1.6	-9.9	3.4	N/A	N/A	N/A
Fluence Energy	USD	1.0	5.1	-3.4	-4.0	-21.0	-1.2	N/A	N/A	N/A
Plug Power	USD	0.5	2.9	-10.4	-15.4	-23.6	-16.4	23.6	N/A	N/A
Energy Fuels	USD	2.4	13.1	4.7	-18.8	-39.7	-17.7	18.3	4.8	74.2
enCore Energy	USD	1.6	1.7	-7.5	-40.1	-13.6	-19.2	N/A	0.5	N/A
FuelCell Energy	USD	0.1	7.3	-0.3	-33.2	8.5	-19.8	N/A	0.2	N/A

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

주: 시가총액은 US 십억달러, 증가는 현지통화 기준, PER/PBR 은 블룸버그 컨센서스 기준

**Compliance Notice**

▶ 본 보고서의 정보 및 자료는 공공적으로 제공된 자료에 근거하며, iM 증권은 이 정보의 정확성, 완전성, 적시성, 신뢰성을 보증하지 않습니다.  
 ▶ 본 보고서는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사보 발행까지 유효합니다.  
 ▶ 본 보고서에 게재된 내용은 본문의 의도를 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (권장/비권장)

본 분석자료는 투자자의 증권투자용 용기 위한 참고자료이며, 따라서 본 자료에 의한 투자자의 투자결정에 대해 어떠한 책임의 중립적으로도 사용할 수 없으며, 어떠한 경우에도 책임과 및 당사의 책임이 없게 하며, 본사 또는 대외에 유한한 보증할 수 없습니다. 무단한 경우로 인한 분쟁 발생 시 법적 책임이 있음을 투자자에게 경고합니다.  
 1. 중립적인 투자등급 (추천/비추천/중립/매수/매도) 중립 투자등급은 향후 6개월간 추천/비추천/중립/매수/매도 등급의 예상 목표 수익률을 의미함.  
 - Buy(매수): 추천/비추천 +15% 이상  
 - Hold(매수): 추천/비추천 -15% ~ 15% 내외 등락  
 - Sell(매도): 추천/비추천 -15% 이상

2. 산정수준 투자등급 (시가총액 기준) 산정방법: 시장가중치 대비 보유채종의 비중을 추천하는 것임.  
 - Overweight(매수중립), Neutral(중립), Underweight(매도중립)

**iM증권 투자비율 등급 공식 2024-12-31 기준**

구분	대수	중립(비율)	매도
투자비율 비율(%)	92.4%	6.9%	0.7%