# 에너지/화학

# 유가와 천연가스의 엇갈린 방향성

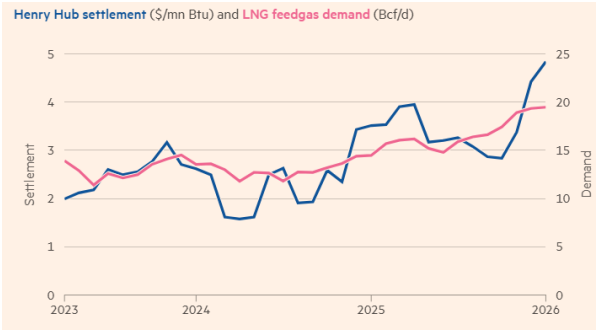
에너지/화학 신홍주 T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

## 미국 전력 수요 증가와 LNG 수출 확대로 천연가스 가격 상승

- 12/5 미국 Henry Hub 천연가스 가격은 5.3$/mmbtu으로 러-우 전쟁으로 촉발된 에너지 위기 당시인 2022년 12월 21일 이후 최고치를 기록. 이는 최근 미국 전역의 한파로 가정과 기업 난방용 수요가 급증한 영향. 또한, 올해 9월 미국의 LNG 수출량이 941만톤으로 사상 최고치를 기록하는 등 LNG 수출량이 증가한 것도 가격 상승의 원인 중 하나. 이러한 미국의 천연가스 가격 상승은 향후에도 구조적으로 지속될 전망. 이는 1) 미국의 LNG 수출 증가와 2) 데이터센터의 전력 수요 증가, 3) 유가 하락에 따른 수반가스 생산량 감소 영향

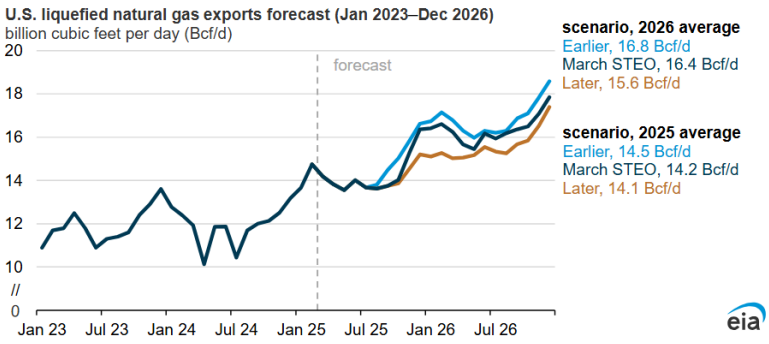
- EIA에 따르면 미국의 LNG 수출량은 2025년 14.2bcf/d에서 2026년 16.4bcf/d(YoY +16%)로 증가할 전망. 이는 Plaquemines LNG Phase 2, Golden Pass LNG 가동 영향. EIA는 프로젝트 시작 기간 별로 시나리오를 나눠 수출량을 예상. 기존 계획대로 프로젝트가 진행되는 것을 기준으로 2~5개월 일찍 시작할 경우 +0.5bcf/d, 6개월 늦게 시작할 경우 -0.8bcf/d 정도의 조정이 있을 것으로 전망. EIA는 규모의 차이만 있을 뿐 모든 시나리오 하에서 LNG 수출 증가로 인해 2026년 미국의 천연가스 수요가 공급을 초과할 것으로 예상. 한편, EQT에 따르면 인프라 부족으로 인해 미국 내 지역별 천연가스 가격이 분절되고 있음. 애팔래치아 지역에서는 올 겨울 약 4$/mmbtu에 판매될 가스가 파이프라인 용량이 극도로 부족한 보스턴과 뉴잉글랜드에서는 14$/mmbtu에 판매

도표 1. Henry Hub 가격 추이와 LNG Feedgas 수요 추이




자료: FT, 신영증권 리서치센터

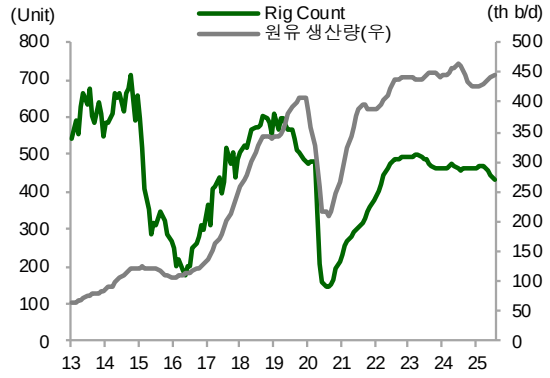
도표 2. 미국 LNG 수출량 추이 및 전망




자료: EIA, 신영증권 리서치센터

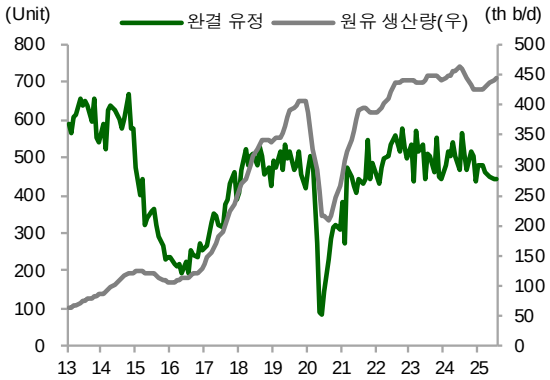
- 한편, 유가 하락으로 인해 2026년 미국의 원유 생산량은 올해 대비 감소할 가능성이 높음. 이는 미국 내 천연가스 수급을 더욱 타이트하게 하는 요인. 원유 생산량 감소로 인해 수반가스 생산량이 동반 축소될 가능성이 높기 때문. 미국 내 전체 천연가스 생산량 중 수반가스가 차지하는 비율은 약 36%. Permian 분지에서 생산되는 원유 생산량은 미국 전체의 48%이며, 미국 내 2번째로 큰 천연가스 생산 지역. 문제는 유가 하락으로 인해 Permian 분지의 원유 생산량이 감소할 가능성이 높다는 것. 2024~2025년 초 증가하고 있었던 Rig Count 수는 올해 2월을 기점으로 지속적으로 하락 중. Rig Count 수 감소에도 불구 원유 생산량이 늘었던 이유는 DUC 완결을 통해 원유를 생산했기 때문. 그러나 유가 하락으로 이미 DUC는 2013년 수준으로 감소한 상황

**도표 3. Permian 분지 리그카운트 및 원유 생산량 추이**



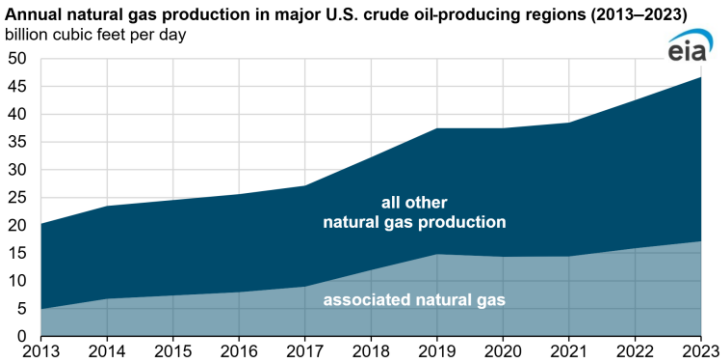

자료: EIA, 신영증권 리서치센터

**도표 4. 완결 유정과 원유 생산량 추이**




자료: EIA, 신영증권 리서치센터

**도표 5. 미국 내 수반가스 vs 비수반 가스 생산량 추이**



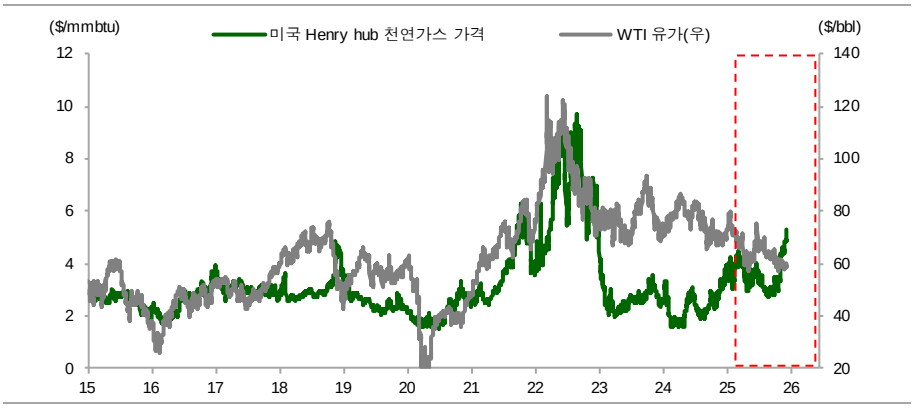

자료: EIA, 신영증권 리서치센터

## 유가와 천연가스의 엇갈린 방향성

- 2014년 이후 처음으로 유가와 천연가스의 방향성이 엇갈리고 있음. 유가는 OPEC+의 증산과 非OPEC+ 국가에서의 생산 증가로 인해 하락. 반면, 미국 천연가스 가격은 LNG 수출 및 전력수요 증가로 인해 상승 중

- 일반적으로 Oil-Gas Ratio(유가 대비 천연가스 가격 비율) 10~15배 수준이면 ECC와 NCC의 원가 경쟁력이 유사해지는 것으로 평가. 현재 유가와 천연가스 가격 수준에서 Oil-Gas Ratio는 약 11배. EIA, S&P 등 각종 전망 기관의 예상치에 따르면 2026년에는 약 10배까지도 하락할 가능성 높음. 이는 2008년 이후 최저 수준

**도표 6. 미국 천연가스 가격 및 유가 추이**




자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

**도표 7. 2015~2017년과 2026~2028년 NCC/ECC 영업 환경 비교**

| | WTI ($/bbl) | Henry Hub ($/mmbtu) | Oil/Gas Ratio(배) | Naphtha ($/톤) | Ethane ($/톤) | 에틸렌 Capa (억톤) | 가동률 (%) | 에틸렌 공급량 (억톤) | 에틸렌 수요량 (억톤) | 잉여 Capa (억톤) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 15 | 48.8 | 2.6 | 18.5 | 560.8 | 136.4 | 1.58 | 89% | 1.40 | 1.41 | 0.17 |
| 16 | 43.4 | 3.0 | 14.4 | 508.9 | 146.4 | 1.62 | 89% | 1.44 | 1.45 | 0.17 |
| 17 | 50.8 | 3.1 | 16.5 | 563.7 | 184.5 | 1.71 | 88% | 1.51 | 1.51 | 0.2 |
| 18 | 65.0 | 3.1 | 20.8 | 613.9 | 243.4 | 1.77 | 89% | 1.57 | 1.58 | 0.19 |
| 19 | 57.0 | 2.5 | 22.7 | 523.4 | 161.0 | 1.82 | 89% | 1.62 | 1.63 | 0.19 |
| 20 | 39.0 | 2.0 | 19.6 | 379.7 | 139.9 | 1.94 | 85% | 1.65 | 1.66 | 0.28 |
| 21 | 68.0 | 3.8 | 17.7 | 645.8 | 228.3 | 2.03 | 85% | 1.73 | 1.73 | 0.3 |
| 22 | 94.0 | 6.4 | 14.7 | 784.9 | 355.0 | 2.15 | 80% | 1.73 | 1.74 | 0.41 |
| 23 | 78.0 | 2.5 | 30.8 | 649.3 | 182.2 | 2.23 | 79% | 1.77 | 1.77 | 0.46 |
| 24 | 76.0 | 2.2 | 33.9 | 674.4 | 141.2 | 2.26 | 80% | 1.81 | 1.82 | 0.44 |
| 25F | 59.0 | 4.0 | 14.8 | 547.9 | 211.0 | 2.34 | 80% | 1.87 | 1.88 | 0.46 |
| 26F | 52.6 | 5.0 | 10.5 | 495.0 | 276.7 | 2.42 | 80% | 1.93 | 1.94 | 0.48 |
| 27F | 66.0 | 5.8 | 11.3 | 617.9 | 309.3 | 2.53 | 79% | 2.01 | 2.02 | 0.51 |
| 28F | 69.0 | 4.9 | 14.0 | 659.4 | 274.9 | 2.59 | 80% | 2.08 | 2.09 | 0.50 |

자료: Bloomberg, S&P, 신영증권 리서치센터
주 1: 에틸렌 Capa, 공급량, 수요량은 글로벌 기준
주 2: 전망값은 S&P 기준

## ECC 대비 NCC 경쟁력 제고 예상. NCC 업체들에 관심을 가질 시점

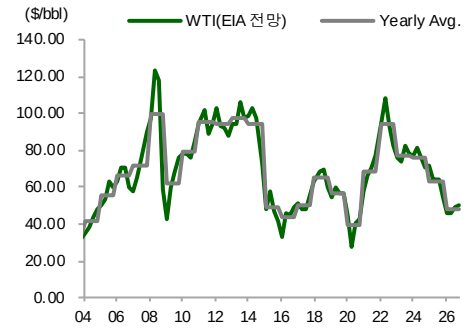
- 과거 Oil-Gas Ratio와 제품 수율을 고려한 ECC/NCC 마진을 비교해보면 Oil-Gas Ratio 가 16배였던 2017년 NCC 마진이 ESS 마진을 상회한 바 있음. 지난 2022년 러-우 전쟁 이후 고유가 국면이 유지되면서 미국 ECC는 NCC 대비 절대적인 원가 우위를 보여옴. Oil-Gas Ratio가 38배에 달했던 2024년에는 이익의 방향성마저 달랐음. NCC 마진은 적자였던 반면 ECC 업체는 수익성을 유지

- 미국의 LNG 수출량은 2026년을 기점으로 2028년까지 대폭 증가하며 가스 가격 상승 전망. S&P Commodity Insight의 유가 및 천연가스 전망에 의거해 이를 예상해보면 내년부터 향후 3년 간 Oil-Gas Ratio는 10~14배 수준으로 2023~2025년 30~40배 대비 대폭 하락할 전망. 그에 따라 ECC와 NCC간의 막대한 원가 격차는 축소될 전망

- 한편, 미국 ECC는 셰일 혁명으로 천연가스 가격이 급락했던 2017~2019년 대규모로 증설된 바 있음. 향후 미국 천연가스 가격이 구조적으로 상승하면서 미국의 ECC 증설 규모도 과거 대비 축소될 전망. 코로나 락다운 시기였던 2021년을 제외하고 2018~2023년 미국 내에는 연평균 270만톤 정도의 ECC 가 증설됐는데, 현재까지 발표된 투자를 기준으로 2024~2028년 예정된 평균 증설 물량은 약 50만톤 정도. 이는 직전 6년 평균 대비 18% 수준에 불과

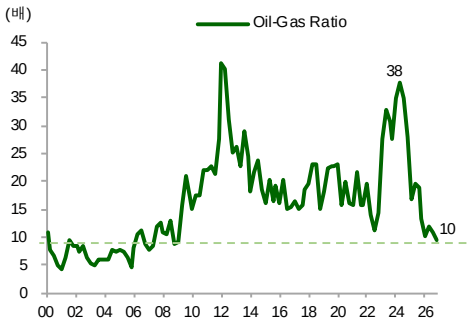
- 2025년 말부터 시작된 유가와 천연가스 가격의 상반된 방향성으로 인해 지난 3년간 최악의 NCC 디스카운트 국면이 해소될 가능성이 높아지고 있음. 이에 더해 국내 NCC 업체들도 구조조정 방안을 발표하기 시작. 11/26 롯데케미칼과 HD현대의 NCC 통합 발표가 그 시작. NCC 업체들을 둘러싼 영업 환경의 개선과 업체들의 자구 노력이 이뤄지고 있는 만큼 NCC 업체들에 대한 관심이 필요한 시점이라 판단

도표 8. WTI 및 EIA STEO 전망치 추이



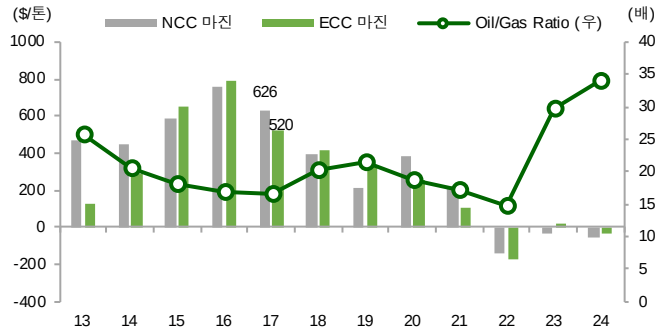

자료: 신영증권 리서치센터

도표 9. Oil-Gas Ratio 추이 및 전망




자료: 신영증권 리서치센터

도표 10. Oil/Gas Ratio 15 배 이하에서 NCC 마진이 ECC 마진보다 높음




자료: 신영증권 리서치센터

## Compliance Notice

■ **투자등급**

**종목**
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

**산업**
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.