



종전 이후 한국 NCC 원가 경쟁력에 대한 소고

러-우 전쟁 이후 납사 수입국 변화로 중국 NCC 대비 약 15% 원가 열위했던 한국 NCC 업체들

2022 년 상반기 정점으로 석유화학 다운사이클 이어지고 있음. 대부분 NCC 업체들이 역사적 최대 규모의 적자 기록하고, 영업현금흐름 악화에 따른 차입금 확대로 재무리스크 고조됐고, 일부 업체들은 유상증자까지 단행하는 등 우리가 과거 경험한 다운사이클과는 사뭇 다른 분위기였음. 지난 3~4 년에 걸쳐 수요를 압도적으로 초과하는 증설이 유입되며 수급밸런스가 붕괴된 것이 가장 주요했지만, 유가 상승으로 NCC 업체들의 원가 부담 높아진 영향도 있음. 또한 러-우 전쟁으로 오갈 곳 없어진 러시아산 저가 원유 및 납사를 중국/인도 업체들이 저렴하게 구매하면서 국내 업체들은 상대적 원가도 악화. 수급밸런스 붕괴에 이은 절대/상대적 원가 열위로 국내 NCC 업황의 다운사이클 골은 더욱 깊어졌음

그러나 종전 이후에는 한국과 중국/인도 NCC 업체들의 경쟁력 측면에서 변화 나타날 것으로 예상. 국내 NCC 기준 필요한 납사의 70~80%는 수입에 의존하고 있는데, 2021 년까지만 하더라도 러시아산이 약 23%로 가장 높았고 그 외 카타르와 UAE, 사우디 등 중동에서 주로 구매했음. 러-우 전쟁 이후 러시아산 구매가 사실상 불가능해짐에 따라 카타르와 UAE, 알제리산 비중이 증가했고 2024 년 기준 상위 5 개 중동산 비중이 60% 상회하였음. 문제는 중동산 가격이 러시아산보다 더 비싸다는 것. 2021 년 러시아산 대비 평균 수입 가격은 카타르산 +6.3%, UAE +3.6% 더 높았고 2019~2021 년 평균 대비로도 카타르 +3.9%, UAE +4.3% 각각 더 비싼 가격에 수입되었음. 이는 국내 NCC 업체들이 유가 상승 효과를 제외하더라도 러시아산을 구매하지 못함으로써 이전 대비 원가 부담이 4~5% 내외는 높아졌음을 의미하는 것

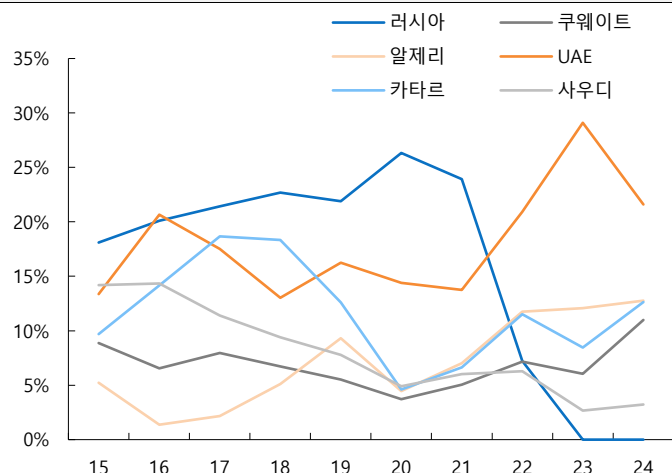
반면, 오갈 곳 없던 러시아산 에너지를 적극적으로 흡수한 중국의 경우 매우 상반된 모습. 2022 년 이전에도 중국은 러시아 납사 일부 구매하긴 했으나 주요 수입처는 한국과 알제리, 카타르 등 중동 국가들이었음. 그러나 러-우 전쟁 기점으로 한국과 알제리산 비중이 줄고, 러시아산 납사 구매량이 대폭 증가하였음. 가령, 2015~2021 년 중국 납사 수입 중 한국 27.8%, 러시아 16.2%, 알제리 11.7% 등의 비중을 각각 차지했지만, 2022~2024 년에는 한국 17.9%, 알제리 5.1% 등으로 감소하고 러시아산은 평균 25.7%로 대폭 증가하였음. 눈에 띄는 점은 해당 기간 중국의 러시아산 납사는 주요 수입국들 대비 가격 할인 폭이 훨씬 더 커졌다는 것. 2015~2021 년까지 러시아산은 다른 주요 수입국 대비 오히려 +6% 더 비쌌으나, 2022~2024 년에는 한국과 중동산 대비 평균 -8%에서 많게는 -11%까지 더 저렴하게 유입된 것으로 파악. 원가 측면에서만 보면 중국 NCC 업체들이 이전 대비로는 물론, 한국 NCC 업체들 대비로도 최대 15% 수준의 원가 우위를 누렸음을 의미

트럼프, 러시아 제재 완화 검토: 한국 NCC 러시아 원유/납사 구매 재개로 원가 개선 전망

그러나 종전 막바지 들어온 현재 미국은 러시아산 에너지 제재 완화를 검토하고 있는 만큼 종전 공식화된 이후 한국과 중국 NCC 업체들의 원가 변화 예상. 유럽/일본은 종전 후에도 제재 유지해야 한다는 입장이나, 트럼프 생각은 사뭇 다름. 백악관은 이미 제재를 어떤 방식으로 완화할지 검토 중에 있고, G7 의 러시아산 원유 그림자 선박(Shadow fleet) 감시에 대해서도 거부권 행사한 것으로 파악. 미국 LNG 수출 중 유럽 비중이 50% 달하고, 유럽도 러시아산 PNG 로 회귀하기에는 불안한 만큼 천연가스는 제재 대상에서 제외될 가능성 높음. 반면, 인플레이션 완화를 위해 유가 하락이 절실하지만, 미국 원유 생산량이 단기 내 늘어나긴 어려운 만큼 러시아산 원유와 관련 제품은 제재 제외 핵심 대상이 될 전망

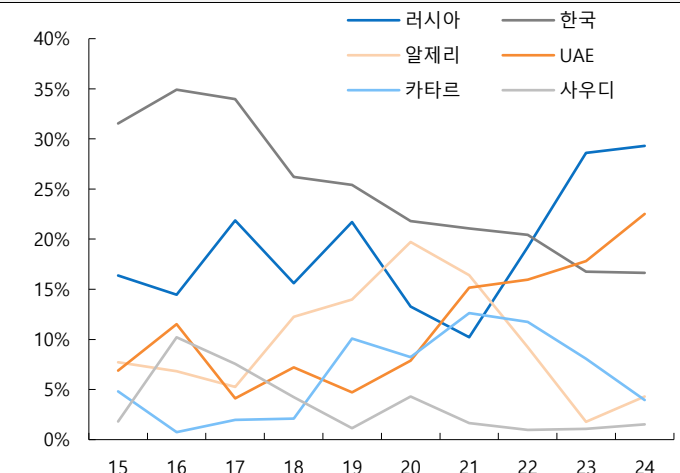
결국 미국의 러시아산 원유/납사 제재가 완화 or 해제되면 국내 업체들도 이전처럼 러시아산 납사에 대한 접근이 가능해짐. 과거 러시아 납사가 중동산 대비 4~5% 더 저렴했음을 고려하면 직관적으로 NCC 원가도 그만큼 개선 가능. 또한 중국 NCC 업체들은 지금까지 누린 10% 할인 폭 축소는 물론, 러시아산 비중도 점차 줄면서 이전 대비 원가 부담 높아질 수밖에 없어. 트럼프 에너지 시대에서 유가 하락이라는 큰 방향성 안에 러시아 제재 완화를 통한 저가 납사 구매 재개로 한국 NCC 업체들의 원가는 지난 3 년 대비 구조적으로 개선될 수 있다는 판단

한국의 납사 주요 수입국 비중 추이



자료: KITA, iM 증권 리서치본부

중국의 납사 주요 수입국 비중 추이

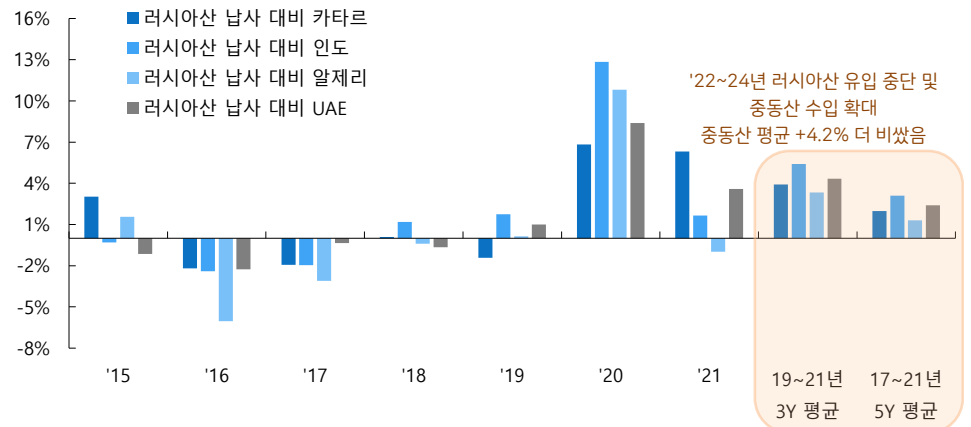


자료: KITA, iM 증권 리서치본부

Key Chart

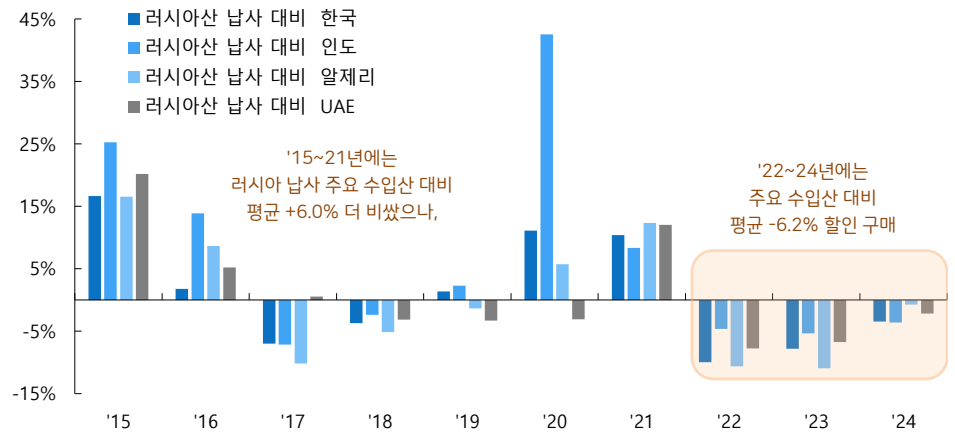


한국의 러시아산 납사 수입 가격 대비 주요국들의 수입 가격



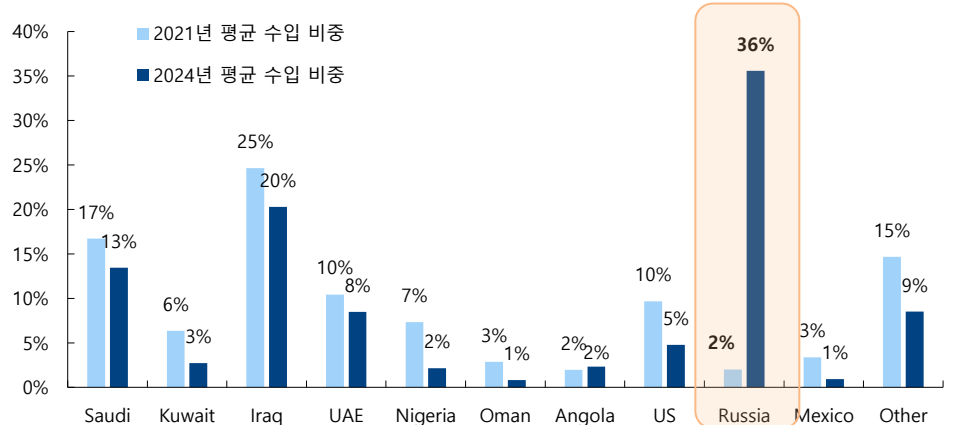
자료: KITA, iM증권 리서치본부

중국의 러시아산 납사 수입 가격 대비 주요국들의 수입 가격



자료: KITA, iM증권 리서치본부

인도의 원유 수입국 비중 변화: 2021년 vs 2024년



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

Global Peer Valuation (1)



Global Peer Valuation – Integrated & Upstream

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Aramco	SAR	1,697.0	26.3	-0.9	-5.4	-7.6	-2.4	-16.0	16.2	4.3	8.0
Exxon Mobil	USD	473.7	109.2	1.5	1.7	-2.4	-1.9	0.8	14.7	1.8	7.8
Shell	GBp	199.0	2,553.0	-0.6	-5.5	1.9	0.6	2.2	8.5	1.1	4.0
Total	EUR	138.8	56.1	-0.8	-4.9	5.2	-7.8	-7.5	7.6	1.2	4.0
BP	GBp	86.3	411.7	0.9	-12.2	3.7	2.2	-13.8	9.4	1.4	4.7
Equinor	NOK	67.6	258.3	4.1	-2.8	0.9	-0.1	1.0	7.3	1.6	1.6
Suncor Energy	CAD	43.8	51.0	0.3	-9.8	-3.6	3.5	8.0	10.7	1.4	4.5
Eni	EUR	48.5	13.5	2.1	-3.4	1.7	-2.2	-7.8	7.8	0.8	5.1
Repsol	EUR	14.6	11.6	-2.1	-3.9	2.0	-1.7	-20.9	5.1	0.5	4.9
OMV	EUR	15.7	44.0	2.3	14.6	16.8	20.3	14.6	7.7	0.8	3.6
ConocoPhillips	USD	121.4	95.4	5.3	-3.0	-5.5	-7.3	-17.0	12.0	1.8	6.5
Hess	USD	44.6	144.6	1.6	-0.1	2.5	13.3	-1.4	19.0	3.7	7.0
EQT	USD	29.3	49.1	-1.8	-6.2	7.1	49.5	42.3	16.5	1.3	14.1
Expand Energy	USD	23.3	100.3	-0.4	-3.6	0.6	38.7	19.8	15.8	1.6	30.9
Murphy Oil	USD	3.7	25.3	3.4	-8.8	-17.1	-25.5	-40.1	8.6	0.7	2.6
Coterra Energy	USD	20.5	26.9	1.5	-2.5	4.8	18.0	1.4	8.6	1.5	6.4
Antero Resources	USD	11.2	35.9	-1.8	-8.9	8.5	35.0	37.0	11.6	1.6	5.6
Range Resources	USD	9.0	37.5	-1.1	-2.7	3.8	29.2	15.1	11.0	2.2	14.0
Woodside Energy	AUD	27.1	22.7	-5.9	-8.9	-4.5	-5.1	-22.0	8.4	N/A	4.0
Santos	AUD	12.6	6.2	-1.3	-12.6	-4.5	-11.0	-13.2	8.5	N/A	5.1
INPEX	JPY	16.7	1,962.5	2.6	1.7	-1.0	5.6	-4.9	6.8	N/A	2.3
PTT E&P	THB	12.7	108.5	-0.5	-14.2	-11.8	-21.4	-26.4	6.4	0.8	2.0
CNOOC	HKD	112.6	17.8	2.1	-5.7	-0.9	-1.9	2.5	6.4	N/A	N/A
ONGC	INR	32.3	223.8	-2.3	-5.7	-11.9	-23.9	-17.3	N/A	N/A	4.6
Sinopec	HKD	89.0	4.2	0.5	-5.7	-3.7	-2.3	-6.7	8.3	0.6	6.5
China Gas Holdings	HKD	5.0	7.1	4.4	9.5	5.5	20.3	-7.7	9.9	0.7	10.5
Kunlun Energy	HKD	8.6	7.7	-0.4	1.3	-2.2	6.5	8.1	9.8	0.9	4.0

Global Peer Valuation – Midstream (Gas Pipeline)

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Enterprise Products	USD	71.8	33.2	-0.5	0.7	2.4	12.8	16.5	11.5	2.4	10.9
Williams Companies	USD	67.0	55.0	-3.3	0.2	-0.4	21.9	49.6	26.0	5.3	17.1
Energy Transfer	USD	61.2	17.8	-3.5	-9.3	-7.2	11.4	18.8	11.4	1.9	10.0
ONEOK	USD	57.8	92.6	-1.2	-5.1	-11.3	2.3	19.3	16.1	2.7	15.5
Kinder Morgan	USD	58.7	26.4	-2.1	0.5	-1.8	26.1	47.2	20.7	1.9	14.1
TC Energy	USD	48.1	46.3	2.9	-1.2	-1.0	10.2	24.8	17.3	2.8	14.2
MPLX	USD	53.7	52.5	-1.1	-0.2	7.9	21.2	29.0	11.5	3.8	10.5
Targa Resources	USD	39.5	181.2	-4.6	-9.7	-2.4	23.5	71.7	22.3	14.2	13.3
Cheniere Energy	USD	47.3	211.4	-3.9	1.0	-1.5	19.3	35.1	17.4	8.1	10.1
Cheniere Energy Partners	USD	30.0	62.1	-3.5	1.8	6.9	26.8	27.8	14.1	15.4	10.3
Western Midstream Partners	USD	15.4	40.5	4.7	1.7	1.5	4.3	19.4	11.7	4.6	8.3
Plains All American Pipeline	USD	13.6	19.3	0.1	-0.3	7.0	11.0	15.3	11.6	1.3	10.0
Hess Midstream	USD	10.6	40.6	0.3	4.4	13.6	12.5	13.7	14.1	12.6	6.4
Antero Midstream	USD	8.1	16.9	0.6	6.4	12.0	15.6	23.7	17.4	3.8	13.0
Enlink Midstream	USD	6.5	14.1	N/A	0.0	-3.9	-1.8	12.3	19.3	4.7	9.9
New Fortress Energy	USD	2.5	9.3	-5.0	-20.6	-29.5	-15.1	-71.6	42.9	1.1	15.4
Excellerate Energy	USD	3.0	28.0	-7.0	-5.5	-10.8	51.4	75.8	20.4	0.4	10.9
Delek Logistics	USD	2.2	40.8	-2.6	-0.5	4.2	-3.3	4.5	13.2	N/A	13.4
Genesis Energy	USD	1.6	13.1	0.2	25.7	20.0	1.9	17.8	N/A	N/A	12.2
NGL Energy Partners	USD	0.6	4.7	-0.2	11.2	0.2	4.2	-19.9	24.0	4.3	9.2
Enbridge	CAD	91.9	61.0	0.9	-5.3	2.0	11.0	25.3	19.9	2.2	16.4
Pembina Pipeline	CAD	22.2	55.2	-0.2	6.0	0.5	-0.3	14.7	17.9	2.1	14.5

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

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

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	92.4%	6.9%	0.7%