

iM Your Energy

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



트럼프의 이례적인 Total 해상풍력 리스비 환급과 그 시사점

트럼프 행정부, TotalEnergies 미국 해상풍력 개발 임대권 취소 및 전액환급 합의

3월 23일, 트럼프 행정부는 지난 2022년 바이든 집권 당시 TotalEnergies가 취득했던 미국 동부지역 해상풍력 개발 임대권을 전면 취소하고, 총 10억달러 리스비를 환급하는 것으로 최종합의 완료(3/23). 단, TotalEnergies는 해당 자금을 그대로 즉각 돌려받는 것이 아니라 그 금액과 동일한 규모로 미국 내 석유/가스, LNG 등에 투자해야 한다는 조건이며, 재투자가 이뤄지고 나면 그에 맞춰서 환급이 이뤄지는 구조임

사실 미국 내 해상풍력 프로젝트는 트럼프 집권 전인 2023년 말부터 잇따라 철회 또는 중단되어 왔음. 재생에너지 중에서도 해상풍력은 투자비 규모가 상당히 크고 공사기간도 긴 편임. 2022년 이후 금리인상과 공급망 차질, 인플레이션 등에 따라 CAPEX 부담은 높아진 반면, PPA 상승은 제한적으로 이뤄지면서 해상풍력 프로젝트 전반의 IRR 레벨이 낮아진 영향. 대표적으로 2023년 10월 Orsted는 Ocean Wind 1&2 프로젝트를 철회했고, BP/Equinor 역시 같은 시기 Beacon Wind/Empire Wind 1, 2 프로젝트에 대해 총 3억달러 규모의 손상차손을 인식한 바 있음

이처럼 경제성 악화라는 이슈만으로 이미 해상풍력 프로젝트 다수에 차질이 생기고 있었는데, 2025년 1월 트럼프 집권으로 정책 불확실성까지 추가되며 그 여파는 더욱 확대되었음. 특히 2025년 4월과 12월 두 차례에 걸쳐 Equinor가 개발 중이던 Empire Wind 프로젝트에 공사 중단 명령했고, 인근에 위치한 Vineyard Wind, Revolution Wind 등 여러 프로젝트의 공사를 중단시킨 바 있음. 이후 소송 및 법원판결로 공사가 일부 재개되고 있던 하나 트럼프 행정부의 반복적인 개입과 방해가 미국 해상풍력 발전에 부정적 영향을 미치고 있는 것은 분명. 지난 2025년 11월 Shell의 Atlantic Shores 프로젝트 철수와 2026년 3월 23일 TotalEnergies 임대권 취소 합의도 결국은 정부의 부정적 스탠스에 항복한 셈

단순히 해상풍력 위축을 넘어, 미국 전력시장에서 가스발전의 역할/중요성 확대를 시사

이처럼 트럼프 정부는 지금까지 매우 노골적으로 재생에너지, 특히 해상풍력에 부정적 입장 취해 왔음. 이번 TotalEnergies 사례는 그의 완강한 기조를 다시 한번 명확히 보여줬다는 점에서도 인상적이지만, **재생에너지에 대한 투자를 석유/가스/LNG 등으로 직접 전환시키고 있다는 부문에서 시사하는 바가 훨씬 더 크다고 판단됨**. 실제로 이번 합의의 일환으로 TotalEnergies는 이미 지분을 일부 보유하고 있는 Rio Grande LNG 터미널 건설에 자금을 투자하겠다고 공식적으로 발표했고, 그 외 미국 내 석유/가스 개발 부문에도 투자가 집행될 것으로 예상

미국은 글로벌 전 지역에서 AIDC 전력수요 급증이 가장 두드러지는 곳임. 어떤 발전원으로 그 수요를 메꿀 것인가는 지난 1~2년간 지속적으로 고민/논의되고 있는 부분인데, 당사가 여러 자료들을 통해 꾸준히 언급한 것처럼 단기적으로는 가스발전 역할이 중요해질 것. 특히 미국은 이미 가스발전 비중 40% 달하고 관련 인프라도 잘 갖춰져 있어 가스발전을 통한 수요 대응이 더더욱 적합. 이를 위해서는 미국 내에서 신규 발전소 건설 뿐만 아니라 가스전 시추/개발 및 파이프라인 건설 등 업스트림, 미드스트림 투자가 동반 확대되어야 함. 그러나 이들은 투자비 및 리스크 측면에서 부담 큰 만큼 정부의 직간접적 개입이 일부 필요하고, 트럼프 정부의 환급 결정도 그 연장선에 있는 것으로 해석. 따라서 이번 환급 사례는 단순히 해상풍력의 위축을 넘어, 미국 전력시장에서 가스발전의 역할과 중요성 확대를 시사. 관련해 가스 밸류체인에 관심 지속 필요

이란 사태로 '에너지 안보' 재부각. 다만, 재생에너지 중에서도 풍력 위축 vs 태양광 확대의 상반된 움직임 예상

한편, 최근 이란 사태로 에너지 안보 재차 부각되고 있음. 2022년 러-우 전쟁이 유럽 중심으로 그 경각심을 자극했다면 이번 사태로 아시아까지 확산. 자원의 편재성으로 화석연료는 절대적 한계가 있는 만큼 원전/재생에너지 중요성 또 한번 강조될 것. 다만, 재생에너지 중에서도 태양광은 짧으면 3~6개월 내 발전 가능하고 AIDC 등 상업용 및 유틸리티/주택용 등 다양하게 설치될 수 있는 반면, 풍력은 비용과 설치규모/기간 등에서 부담이 훨씬 큼. 따라서 에너지 안보 측면에서 동일한 재생에너지라 하더라도, 풍력보다는 태양광 중심으로 확대 움직임이 집중될 것으로 전망

2023~2026년 미국 해상풍력 주요 프로젝트 진행 상황 (철회 or 공사중단)

회사명	프로젝트	추진 시기	철회/중단 시기	프로젝트 철회/공사중단 관련 세부사항
Orsted	Ocean Wind	2019~2021	2023년 10월	금리상승 및 CAPEX 증가 등에 따른 IRR 하락으로 프로젝트 철회
Equinor	Empire Wind	2017~2019	2025년 4월/12월	트럼프 정부 2025년 두 차례 공사중단 명령, 대규모 손상차손 인식
BP	Beacon Wind	2019	2025년 10월	경제성 악화 및 트럼프 정부 정책 불확실성으로 프로젝트 철회
Shell	Atlantic Shores	2021~2022	2025년 11월	경제성 악화 및 트럼프 정부 정책 불확실성으로 프로젝트 철회, 지분매각
TotalEnergies		2022	2026년 3월	다른 프로젝트와 달리, 개발/건설 단계는 진입 전으로, Lease 권리 반납 리스비 10억달러 환불받는 만큼 그대로 석유/가스/LNG 투자하는 조건

자료: 언론 종합, iM증권 리서치본부

주: Equinor/BP 프로젝트는 원래 50:50 JV 형태로 공동 추진했으나, 2024년 1월 지분 매각으로 양사가 각각 Empire Wind, Beacon Wind 프로젝트 독립 운영

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	1,716.1	266	-1.0	3.0	12.1	6.2	2.6	17.4	4.1	7.5
Exxon Mobil	USD	671.4	161.1	2.5	8.0	35.2	40.7	39.1	20.5	2.6	9.2
Shell	GBp	256.3	3,386.0	-2.5	13.9	25.5	26.7	24.3	12.8	1.5	4.8
Total	EUR	193.2	76.1	2.2	14.1	36.9	42.3	31.3	11.5	1.6	5.1
BP	GBp	115.0	546.3	-1.0	15.9	28.3	24.6	23.9	13.5	1.9	5.1
Equinor	NOK	100.0	378.8	6.7	35.2	63.3	48.6	41.0	11.4	2.2	1.8
Suncor Energy	CAD	75.3	86.9	4.8	13.3	47.0	47.3	58.1	18.9	2.3	4.4
Eni	EUR	79.8	22.7	-2.7	21.1	42.3	50.3	61.5	11.8	1.4	5.8
Repsol	EUR	29.6	23.1	-4.5	23.7	46.2	50.9	93.1	8.0	0.9	5.5
OMV	EUR	22.5	59.3	-2.5	7.2	26.3	29.6	34.5	9.4	1.3	5.5
ConocoPhillips	USD	155.5	127.2	4.8	15.0	38.6	33.0	24.5	19.4	2.4	5.6
EQT	USD	40.7	65.2	1.4	11.7	21.0	22.9	20.8	13.8	1.4	7.7
Expand Energy	USD	25.9	107.6	-0.1	4.3	-1.4	4.4	-1.3	11.9	1.3	5.7
Murphy Oil	USD	5.4	37.6	4.9	19.4	19.6	29.7	38.0	22.5	1.0	3.2
Coterra Energy	USD	25.7	33.8	4.4	10.8	31.6	42.3	15.1	14.0	1.6	5.0
Antero Resources	USD	13.1	42.6	3.7	25.8	24.5	25.5	3.3	11.6	1.7	4.9
Range Resources	USD	10.5	44.7	2.5	16.0	26.8	21.4	9.9	11.7	2.1	7.4
Woodside Energy	AUD	46.0	34.7	10.5	25.2	50.0	51.9	50.6	18.5	1.2	4.6
Santos	AUD	17.8	7.8	1.7	15.1	28.5	16.0	21.4	11.4	1.1	5.9
INPEX	JPY	35.9	4,519.0	3.4	21.9	42.6	66.5	115.1	13.3	1.0	3.5
PTT E&P	THB	18.8	154.5	3.7	13.2	37.9	36.1	33.2	10.0	1.1	2.6
CNOOC	HKD	185.7	29.4	2.2	15.1	42.9	54.4	58.8	9.4	1.5	N/A
ONGC	INR	36.0	268.1	1.2	-3.1	14.7	12.4	9.9	8.5	0.9	5.6
Sinopec	HKD	97.6	4.6	-4.4	-17.2	0.9	12.3	9.9	10.2	0.6	N/A
China Gas Holdings	HKD	5.2	7.5	-2.5	-7.1	-3.8	-2.8	4.3	13.2	0.7	10.8
Kunlun Energy	HKD	9.2	8.3	-0.7	-0.6	11.6	13.5	0.4	10.5	0.9	3.8

Global Peer Valuation - Midstream (Gas Pipeline)

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Enterprise Products	USD	82.4	38.1	2.1	5.0	18.8	20.2	13.2	13.7	2.7	11.1
Williams Companies	USD	90.0	73.6	-0.4	0.1	23.8	17.1	20.5	31.8	6.8	16.0
Energy Transfer	USD	65.6	19.1	1.7	1.4	16.3	9.5	1.0	12.5	2.0	9.8
ONEOK	USD	56.6	89.9	5.4	8.5	22.8	22.1	-12.1	16.0	2.4	10.9
Kinder Morgan	USD	75.0	33.7	1.2	3.1	24.0	21.2	17.4	24.5	2.3	13.3
TC Energy	USD	66.6	63.9	-0.5	0.8	14.6	19.4	29.8	23.5	3.6	15.8
MPLX	USD	59.5	58.7	0.9	-0.4	8.6	14.7	8.8	12.9	4.1	10.7
Targa Resources	USD	51.6	239.9	0.3	3.5	30.6	39.3	17.1	23.1	14.0	11.7
Cheniere Energy	USD	60.4	287.2	14.3	30.0	50.9	21.4	23.0	19.2	4.7	6.8
Cheniere Energy Partners	USD	33.2	68.5	8.6	15.2	26.9	27.8	9.7	16.7	10.0	9.2
Venture Global	USD	38.8	15.8	28.7	69.0	118.5	8.7	36.6	14.0	3.4	8.8
Western Midstream Partners	USD	16.5	41.9	2.1	2.2	5.9	6.8	1.2	13.0	4.7	10.5
Plains All American Pipeline	USD	15.4	21.8	2.5	6.1	22.8	22.5	8.0	13.2	1.6	10.1
Hess Midstream	USD	9.1	40.1	2.0	5.4	16.3	13.8	-6.7	13.8	17.9	6.5
Antero Midstream	USD	10.9	23.0	0.3	3.8	28.4	18.0	27.6	20.4	5.4	14.7
New Fortress Energy	USD	0.2	0.8	-26.6	-30.4	-30.4	-68.9	-93.4	N/A	0.3	131.4
Excellerate Energy	USD	3.9	34.4	1.6	-19.0	22.5	35.6	11.8	17.6	0.9	10.3
Delek Logistics	USD	2.9	53.4	0.8	-0.6	17.9	15.2	22.2	12.4	N/A	15.4
Genesis Energy	USD	2.2	17.7	0.5	0.0	13.3	6.9	12.7	N/A	N/A	11.9
NGL Energy Partners	USD	1.6	12.6	9.8	3.0	27.3	95.5	168.7	36.9	6.7	7.4
Enbridge	CAD	118.1	74.4	-0.4	3.6	14.5	7.0	17.3	24.5	2.9	15.5
Pembina Pipeline	CAD	26.2	62.0	1.7	2.1	19.9	10.2	7.7	22.0	2.4	11.7

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

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

Global Peer Valuation (2)



Global Peer Valuation - Utility

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
한국전력	KRW	20.1	46,950	-2.6	-25.4	-2.5	27.1	110.5	2.9	0.5	5.8
한국가스공사	KRW	2.2	35,850	2.4	-19.6	-12.5	-7.0	-3.4	4.3	0.3	9.6
한전기술	KRW	4.1	158,900	-7.8	-0.9	74.8	81.0	161.8	101.7	9.8	55.8
한전 KPS	KRW	1.9	62,300	4.2	-0.2	18.0	26.2	45.1	17.8	2.0	9.0
SK 가스	KRW	1.5	247,000	6.9	0.4	6.0	4.9	0.0	7.3	0.7	7.7
SGC 에너지	KRW	0.6	64,500	17.9	46.4	176.2	179.8	184.1	111.9	1.3	9.3
Tokyo Gas	JPY	17.0	7,260	-2.7	-4.8	17.3	35.3	45.7	12.8	1.5	7.1
Tokyo Electric Power	JPY	6.3	626	2.7	-8.7	-4.0	-0.2	37.0	N/A	0.5	13.9
Chubu Electric Power	JPY	12.1	2,532	2.1	-2.6	5.7	21.4	47.9	9.9	0.7	12.1
Toho Gas	JPY	3.0	4,791	-4.2	-14.6	3.2	13.6	15.3	15.6	1.0	7.7
NextEra Energy	USD	188.0	90.2	-2.8	-5.7	12.2	22.2	28.8	22.5	2.8	11.0
Southern Company	USD	104.9	93.8	-5.4	-2.2	7.5	-0.7	5.5	20.5	2.7	12.5
Duke Energy	USD	99.1	127.3	-4.6	-0.9	8.4	3.0	7.8	19.0	1.8	11.3
Constellation Energy	USD	105.0	289.8	-5.2	-7.3	-20.4	-14.6	26.7	25.2	3.7	20.4
Vistra	USD	51.2	151.3	-6.6	-11.8	-6.6	-25.1	12.1	17.5	9.8	15.5
Sempra	USD	61.1	93.5	-2.6	-0.5	5.2	7.1	33.0	18.3	1.6	17.9
PG&E	USD	38.2	17.4	-5.7	-6.8	9.9	18.6	1.6	10.6	1.1	10.4
Entergy	USD	45.9	101.3	-4.5	-3.7	9.4	10.6	20.6	23.0	2.4	12.4
Taken Energy	USD	14.1	311.0	-2.1	-17.1	-18.9	-25.4	42.0	15.7	7.5	123.0
Iberdrola	EUR	149.9	19.1	-4.4	-4.6	4.6	22.3	34.4	19.4	2.2	12.8
Enel	EUR	108.6	9.2	-7.1	-6.0	5.1	15.7	27.8	12.9	2.4	7.9
ENGIE	EUR	78.0	26.5	-6.2	-1.9	19.4	46.2	50.9	13.9	1.7	8.4
Origin Energy	AUD	15.0	12.5	6.7	3.1	10.2	-2.3	17.4	17.4	2.2	19.6
CLP Holdings	HKD	23.4	72.6	-1.2	-5.7	4.0	12.0	13.7	15.8	1.6	10.2
Power Assets Holdings	HKD	16.7	61.4	-0.1	-1.7	10.0	21.6	28.1	19.6	1.4	247.5
Tenaga Nasional Berhad	MYR	21.0	14.3	0.6	1.3	5.0	7.5	5.3	17.0	1.4	7.7

Global Peer Valuation - Renewable Energy

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
한화솔루션	KRW	5.2	45,500	-9.4	-11.8	64.6	54.8	128.6	226.2	1.0	45.9
OCI 홀딩스	KRW	2.2	179,500	7.6	19.1	48.5	89.3	136.2	16.6	0.9	19.7
HD 현대에너지솔루션	KRW	0.9	124,300	-1.3	53.1	110.7	143.2	414.7	18.5	2.9	9.1
First Solar	USD	20.4	189.9	-4.8	-21.9	-30.2	-13.3	47.4	10.1	1.8	12.0
Trina Solar	CNY	6.3	18.7	1.3	-4.6	12.1	12.5	6.0	N/A	2.0	N/A
Jinko Solar	USD	1.2	23.9	-6.1	-13.0	-12.3	-6.3	13.5	N/A	0.4	N/A
Canadian Solar	USD	0.9	13.1	-27.4	-38.7	-46.2	1.2	35.0	N/A	0.3	14.7
LONGi Green Energy	CNY	20.9	19.0	1.3	4.2	5.0	9.4	11.7	N/A	2.6	N/A
GCL Technology	HKD	3.9	0.9	-10.6	-23.1	-14.7	-28.5	-9.7	N/A	0.6	N/A
Wacker Chemie	EUR	4.5	74.4	-7.7	-9.6	11.7	14.5	-8.2	319.3	0.9	10.4
Daqo New Energy	USD	1.4	21.3	-9.3	-16.9	-32.4	-25.2	17.7	N/A	0.3	N/A
REC Silicon	NOK	0.0	0.3	-17.1	-17.4	-74.5	-82.7	-77.3	N/A	N/A	1.8
씨에스윈드	KRW	1.7	61,900	4.9	23.9	45.9	43.2	71.8	14.0	2.0	5.1
SK 오션플랜트	KRW	1.1	25,400	32.8	29.7	27.6	-8.3	77.6	30.6	1.9	18.6
GE	USD	304.6	291.5	-4.1	-15.7	-8.0	-2.9	38.7	39.3	14.7	36.4
Vestas	DKK	24.7	157.9	-0.6	-0.4	-7.5	32.0	51.8	19.6	4.6	10.5
Orsted	DKK	28.9	141.1	-6.0	-10.2	18.9	19.5	-20.0	16.2	1.3	9.6
Uranium Energy	USD	6.1	12.5	-7.3	-22.6	1.0	-8.6	126.2	N/A	4.6	N/A
Energy Fuels	USD	4.2	17.8	-7.5	-21.9	17.8	5.5	314.7	N/A	N/A	N/A
enCore Energy	USD	0.3	1.8	-6.7	-32.6	-27.2	-41.7	11.7	N/A	N/A	N/A
Fluence Energy	USD	2.8	15.4	-8.5	-6.9	-22.5	37.4	189.8	N/A	5.2	N/A
Plug Power	USD	3.2	2.3	3.1	20.9	10.0	-3.8	50.0	N/A	3.7	N/A
FuelCell Energy	USD	0.4	6.7	-2.9	-24.9	-23.5	-22.6	35.8	N/A	0.4	N/A

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

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

Compliance Notice

당 보고서의 정확성, 완전성, 적시성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 하지 않으며, 본 보고서에 대한 투자자의 투자결정에 대해 어떠한 특정한 중립성으로도 사용될 수 없습니다. 2. 산입주권 투자비용 (시가총액기준 산입할 시장비용에 대해 부유비용의 변형을 추천하는 것): Overweight(중립), Neutral(중립), Underweight(배중추소)

1. 중립주권 투자비용 (주당당 가중 투자비 3배) 중립주권기간은 향후 6개월간, 추천일 중립주권에 해당주목의 예상 목표수익률에 의함.
 Buy(매수): 추천일 중립주권 +15% 이상
 Hold(유지): 추천일 중립주권 -15% ~ 15% 내외 등락
 Sell(매도): 추천일 중립주권 -15% 이상

구분	매수	중립(유지)	매도
투자관련 비율(%)	90.6%	9.4%	-