

2026.09.16 | iM증권 기업분석부

[조선/기계/방산] 변용진 yongjin.byun@imfnsec.com

[에너지/정유/화학] 전유진 yujinjn@imfnsec.com

[건설/운송] 배세호 seho.bae@imfnsec.com

이란전쟁 이후의 산업 재편

(미국이 잃은 것과 얻은 것들, 그리고 한국 업체들의 기회)





CONTENTS

Summary	6
[Part I] 미국이 잃은 것들	9
[Part II] 미국이 얻은 것들	39
[Part III] 한국 업체들의 수혜와 기회	77
[Part IV] 기업분석	99
LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)	100
SK이노베이션 (096770)	105
삼성E&A (028050)	113
현대건설 (000720)	121
Valero Energy (VLO-US)	128



산업분석

I. 미국이 잃은 것들

1. 인플레이션과 그에 따른 금리인상 부담
2. 미국의 미사일 부족 사태, 세계 시장에서 존재감 작아지는 미국산 미사일
- 2-2. 세계시장에서 존재감 작아지는 미국 미사일

II. 미국이 얻은 것들

[에너지]

1. 가격 강세 속 점유율 확대를 통한 고마진 향유
2. 비중동산 에너지의 전략적 프리미엄 확대 (feat. LNG)
3. OPEC+ 결속력 약화

[건설]

1. 에너지 안보와 AI 전력수요가 이끄는 미국 에너지 인프라 투자 확대
2. LNG: 수익성 개선&공급처 다변화로 미국 프로젝트 투자 가속화
3. 가스복합화력발전(CCGT): 전력수요 증가와 발전마진 개선으로 투자 확대
4. 원전: 에너지 안보에 따른 미국의 원전 투자 확대 전망



III. 한국 업체들의 수혜와 기회

[에너지]

1. 한국 정유사, 원유 조달 우위로 높은 정제마진 수혜 극대화
2. OSP 인하도 중동산 의존도 높은 한국 정유사들의 수혜

[건설]

1. 미국 에너지 투자와 중동발 수주 증가로 한국 EPC 수혜 기대
2. 원전: 미국 공급망 공백 속 국내 업체 참여 기회 확대
3. LNG: 대미투자자로 국내 EPC 업체의 사업 참여 가능성 충분
4. CCGT: 역시 대미투자자에 따른 국내 업체의 수혜 기대
5. 사우디, UAE의 신규 투자도 늘어날 것

[방산]

1. 한국산 무기체계를 선택해야 하는 이유
2. 당연하게도, 가격 또한 한국산 무기의 강점
3. 높은 국산화율과 수직계열화로 안정적 공급, 지금 가장 중요한 강점
4. 장기화되는 이란 전쟁, 방공무기 수요는 더 강해질 전망
5. 미국의 공백기는 곧 한국 방위산업의 확대구간



Summary

이제 7개월차에 접어들고 있는 미-이란 전쟁은 좀처럼 끝날 조짐이 보이지 않는다. 예상보다 길어지고 있는 이란 전쟁으로 미국과 한국의 산업 구도는 여러 측면에서 재편되고 있다. 이번 보고서에서는 전쟁으로 미국이 잃은 것과 얻은 것, 그리고 그것이 한국 업체들에게 어떠한 반사수혜와 기회로 돌아올 수 있는지 분석해 보았다.

I. 이란전쟁으로 미국이 잃은 것들

[에너지/운송] 이란전쟁으로 미국이 잃은 최대 손실은 인플레이션과 그에 따른 금리인상 부담이다. 에너지 가격과 해상운임 상승은 미국 물가압력을 높이며 Fed 금리인상 부담을 가중시키고 있다. 미국은 이제 에너지 순수출국으로 부상했음에도 국내가격 역시 국제가격과 연동되는 만큼 휘발유/디젤 가격 상승은 산업 전반의 비용 인상으로 이어질 수밖에 없다. 결국 고물가 여파로 9월 기정사실화된 Fed 금리인상과 연말 추가 인상 가능성, 이에 따른 트럼프 행정부의 지지율 하락 등과 같은 정치적 부담은 미국, 그리고 트럼프 행정부가 잃은 최대 손실 중 하나이다.

[방산] 이란전쟁은 미국의 대공미사일 부족 사태를 촉발했다. 개전 후 미국의 Patriot 재고는 전쟁 전 대비 약 65~67%, THAAD는 약 38~48% 감소했으며, 생산능력 확대에도 Patriot와 THAAD는 2029년, Tomahawk는 2030년 말 이후에야 전쟁 이전 수준을 회복할 전망이다. 향후 수년간 생산 물량이 자국 재고 복원에 우선 배정되면서 중동의 신규 수요에 적기 대응하기 어려워졌으며, 스위스·NATO 회원국·에스토니아·영국·북유럽 국가·대만·우크라이나 등 우방국에 대한 무기체계 공급과 인도에도 차질이 현실화되고 있다. 결국 미국은 이란전쟁을 거치며 미사일 재고뿐 아니라 글로벌 방산 수요에 대응할 공급 여력과 우방국에 대한 무기 공급자로서의 신뢰도까지 약화된 것으로 판단한다.

II. 이란전쟁으로 미국이 얻은 것들

[에너지] 미국은 러시아와 중동의 공백을 대체할 수 있는 유력한 공급처 중 하나이다. 이에 원유 및 정제품 수출량을 빠르게 늘리며 점유율 확대를 통한 가격 강세 효과를 극대화하고 있는데, 미국 정부 입장에서 이는 에너지 부문의 무역수지 개선과 세수 확대 요인으로 작용한다. 기업을 넘어 국가 차원의 경제적 편익으로 연결되고 있는 것이다.

또한 호르무즈 봉쇄는 지정학 리스크에 대한 중동산 에너지의 취약함을 부각시켰는데, 비중동산 에너지 프리미엄은 종전 이후에도 유지될 가능성이 높고, 미국은 안정적인 비중동산 공급처로서 전략적 프리미엄을 확보할 전망이다. 특히 LNG는 아시아 최대 공급처였던 카타르의 공급 차질과 호주 수출 제약 속에서 미국의 증설 물량이 대체 수요를 흡수하며 미국 LNG 업체들의 수출 확대와 판매마진 개선이 기대된다. 미국산 LNG 중장기 공급계약 확대는 신규 터미널의 판로 확보와 투자 불확실성 완화로 이어져 중장기 성장 기반을 강화할 수 있을 전망이다.

마지막으로, OPEC+ 결속력 약화로 에너지 패권 관점에서 보면 미국이 이번 전쟁으로 얻은 것 중 하나가 될 수 있다. 에너지/세일오일 업체들은 카르텔 붕괴로 야기되는 유가 하락의 부정적 영향을 피할 수 없겠으나, 국가 차원에서는 기존 대규모 카르텔이 아닌 개별 산유국과의 경쟁 및 협상구도가 형성됨으로써 에너지 질서 주도권을 높일 수 있다.

[건설] 이란 전쟁에 따른 중동발 에너지 공급 불안은 미국산 에너지의 전략적 가치를 높이고 있다. 아시아, 유럽의 LNG 조달처 다변화로 미국의 LNG 수출 마진과 장기계약 체결 여건이 개선되면서, Alaska LNG 등 신규 프로젝트 추진에도 탄력이 붙을 전망이다.

상대적으로 안정적인 미국의 가스 가격과 AI 데이터센터 전력수요 급증은 미국 내 CCGT 투자를 촉진하고 있으며, 이란 전쟁이 불러온 '에너지 안보'의 중요성은 중장기 원전 투자의 필요성을 높이고 있다.



Summary

III. 한국 업체들의 수혜와 기대

[에너지] 한국 정유사들은 대규모 원유 구매력과 사우디아와의 전략적 제휴를 바탕으로 아시아 국가들 대비 원유 조달 우위력이 높다. 이에 이란전쟁 장기화에도 정제설비 가동률을 평균 90%까지 회복하며 글로벌 공급 차질로 높아진 정제마진을 실제 이익으로 향유하고 있다. 내수 최고가격제와 수출제한 정책으로 현 상황을 온전히 누리는데 제약이 있긴 하나, 그럼에도 전년과 비슷하게 생산하며 제품가격 상승 효과를 누리고 있는 것만으로도 충분히 고무적이다.

중장기적으로는 OPEC+ 카르텔 결속력 약화와 종전 이후 산유국들의 점유율 쟁탈 경쟁 심화로 중동산 원유 및 OSP 구조적 하락세가 예상된다. 이는 중동산 원유 의존도가 높은 한국 정유사들의 조달비용 절감으로 직결될 수 있다는 점에서 이번 전쟁으로 한국 정유사들이 누리게 되는 최대 수혜 중 하나가 될 전망이다.

국내 정유사들에게 구조적으로 긍정적인 국면이다. 국내 정유사 중에서도 SK이노베이션에 대한 선호도가 가장 높다. 정유/유탄기유 강세 뿐만 아니라 SMP 상승에 따른 E&S 이익 증가, SK그룹 AIDC 및 반도체 클러스터 추진 관련해 On 및 E&S 역할 확대 등의 모멘텀이 추가 존재하기 때문이다. 또한 현재 SK이노베이션 주가는 PBR 0.8배 그치며 국내 경쟁사들 대비 상대적으로 저평가되어 있다는 점도 투자 매력도를 높이는 부분이다.

[건설] 이란 전쟁 이후 에너지 안보 강화와 AI 데이터센터 전력수요 증가로 미국의 LNG, CCGT, 원전 투자가 확대될 전망이다. 한국 EPC 업체들도 수행 경험과 대미투자를 바탕으로 시장 진입 기회가 높아지고 있다.

미국의 LNG 투자 사이클과 대미투자가 맞물려 국내 업체의 경우 관련 경험을 보유한 삼성E&A, 대우건설 등의 참여를 기대할 수 있다. CCGT는 Texas Encinal(6.3GW) 등 대형 프로젝트를 중심으로 한국 건설사의 참여 기회가 열릴 수 있다. 원전은 미국의 공급망, 숙련인력 부족으로 국내 업체의 폭넓은 수혜가 예상된다. Team Korea의 APR1400 미국 시장 진입 가능성도 배제할 수 없으며, AP1000은 Westinghouse와 협업해 온 현대건설 참여를 기대할 수 있다. 중동에서도 발주처의 투자 여력과 에너지 안보 투자 필요성이 확대되고 있다. 삼성E&A의 Saudi SAN-7 수주에 후속 발주가 기대된다.

[방산] 미국이 채우지 못하는 공급 공백은 한국 방산업체가 중동을 넘어 유럽 방공시장에 진입할 수 있는 기회로 이어질 전망이다. 먼저 미국산 무기의 인도 지연에 따른 대체 소요와 천궁-II 등 기존 계약분의 조기 인도 요구가 확대되고, 이어서 유럽 NATO 및 중동 국가의 추가 발주는 물론 협의 중인 계약의 가속화가 예상된다. 장기적으로는 L-SAM 등 상위 방공체계와 현지생산·합작 기반의 수출모델로 확장되면서 국내 방산업체의 수출시장 확대와 멀티플 디스카운트 완화가 기대된다.



[Part I]

이란전쟁으로 미국이 잃은 것들

I. 미국이 잃은 것들

당초 미국 예상보다 더 길어지고 험난해지고 있는 이란전쟁

2026년 1월 미국은 베네수엘라 군사작전으로 마두로 대통령을 당일에 체포했고 이후 기존 부통령을 중심으로 친미성격의 정권으로 권력승계가 빠르게 이뤄졌다. 베네수엘라 상황이 어느정도 진정되고 약 두 달도 채 지나지 않은 2월 말 미국이 이란 침공을 다시 결정했을 때도 비슷한 속도의 전개를 예상했을 가능성이 높다. 그러나 당초 미국의 예상과 다르게 이란전쟁은 이제 7개월차에 들어서고 있고, 예멘 후티반군과 이라크 시아파 민병대 등 친이란 성격의 세력들도 이번 전쟁에 하나둘씩 참전하면서 장기전 돌입의 시나리오를 배제할 수 없게 되었다.

특히 이란이 글로벌 에너지 수송의 핵심 요충지인 호르무즈를 봉쇄한 것에 이어, 8~9월 들어서는 예멘 후티반군이 사우디 우회 수출로 흥해 밥알만데브 해협까지 장악하는 등 에너지 운송 제약이 점점 더 어려워지는 모습이다. 원유와 정제품 뿐만 아니라 LNG 생산 및 수출입에도 차질이 생기면서 에너지 전반적으로 가격 강세가 고착화되고 있고, 심지어 그 레벨은 조금씩 상향되고 있다.

문제는 양측의 협상 움직임이 좀처럼 보이지 않는다는 점이다. 미국 중간선거가 50일도 채 남지 않은 현 시점에서 트럼프는 이란전쟁이 곧 끝날 것이라 언급하고 있긴 하지만, 협상이든 무력이든 이를 마무리할 수 있는 실질적인 타개안이 있어 보이지 않는다. 그나마 주변국들의 중재가 여전히 이어지고 있음은 고무적이거나, 그동안 반복되어 온 협상 결렬과 상호 보복 등을 감안하면 단기에 미국과 이란이 극적으로 화해하는 시나리오를 기대하긴 어렵다는 판단이다.

표1. 2026년 2월 28일 이후 현재까지 미국-이란 전쟁의 주요 타임라인 현황

일자	주요 발생 이슈	국면
2월 28일	미-이스라엘, 이란 공습 개시	전쟁 발발
3월 2일	헤즈볼라, 이라크 친이란 무장세력 가세	역내 확산
4월 7일	미-이란 임시 휴전 합의	휴전 전환
6월 17일	미-이란 MOU 체결 및 평화협상 추진	중전 협상
7월 8일	미국, 이란 공습 재개하며 사실상 MOU 파기	협상 결렬
7월 20일	예멘 후티반군, 사우디아라비아 해상봉쇄 선언	해상 전선 확대
7월 26일	이라크 친이란 세력 공격 확대로 미-사우디 합동 대응 공습	역내 교전 격화
9월 10일	이라크 친이란 시아파 드론 공격으로 사우디 동서 파이프라인 타격	역내 교전 격화 및 에너지 인프라 공방

자료: iM증권 리서치본부

1. 인플레이션과 그에 따른 금리인상 부담

미국 인플레이션 상승의 주범인 에너지 가격 상승

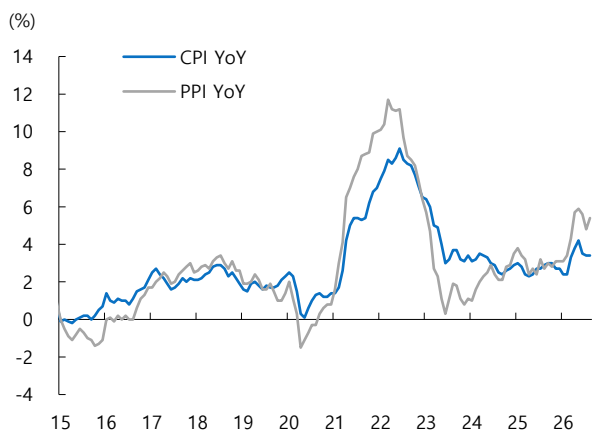
이처럼 악화일로로 치닫고 있는 이란전쟁은 에너지 가격을 높이고 있다. 에너지 가격 상승은 인플레이션 부담을 가중시키고, 인플레이션 부담은 금리인상 압박을 높이는 악순환을 야기한다. 실제 미-이란 전쟁 이후의 에너지 가격 및 해상운임 강세는 미국 PPI, CPI 상승의 주 요인으로 작용하고 있고, 이에 금리인상 부담도 본격화되고 있다. 9월 Fed 금리인상 가능성은 92.4%에 달하며 기정사실화되었고, 최근 들어서는 12월에 1회 추가 인상 가능성도 빠르게 높아지는 모습이다.

미국이 에너지 순수출국임에도 글로벌 공급차질에서 자유로울 순 없어

글로벌 최대 산유국이자 수출국인 미국은 원유와 석유제품, 천연가스 등 에너지 전반을 순수출하는 구조이다. 순수출국이라는 지위가 중동전쟁 등과 같은 지정학 리스크가 발생했을 때 무역수지와 공급안보 충격을 상쇄적으로 완충시킬 수는 있으나, 국제유가 급등에 따른 소비자 가격 상승을 완전히 차단할 수는 없다. 오히려 중동 등의 공급차질로 가격이 상승하면 미국 정유업체들도 수출 확대를 통한 이익 극대화 전략을 취함에 따라 내수 가격 또한 동반 상승할 수밖에 없다.

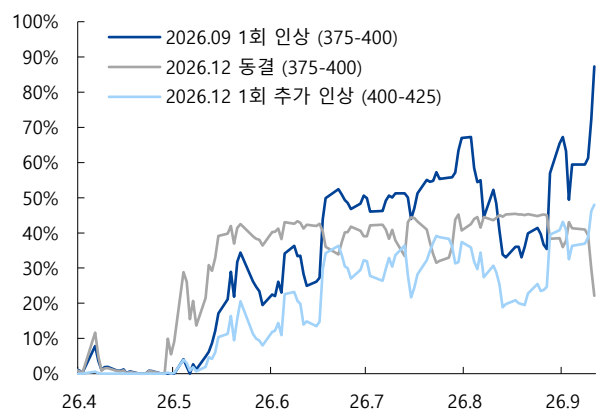
특히 휘발유는 전통적으로 미국 물가와 소비자 심리에 민감하게 작용하는 요소들 중 하나이다. GDP 구성에서 민간소비 비중이 높은 특성상, 휘발유 가격의 상승은 궁극적으로 가처분소득 감소로 연결된다. 디젤은 화물 운송과 농업, 건설 등에서 다양하게 사용되는 만큼 가격 강세가 지속되면 농산품과 물류비 등 산업 전반에 걸쳐 가격 인상이 나타난다. 결국 휘발유와 디젤 가격 강세는 인플레이션 상승과 금리인상 부담으로 이어지게 되는 것이다. 에너지 순수출국 지위를 확보했음에도 미국 대통령들이 여전히 유가 상승에 가장 민감할 수밖에 없는 이유이다. 11월 중간선거를 앞두고 있는 트럼프의 지지율 하락도 이란전쟁으로 인한 물가 상승과 결코 무관하지 않으며, 이는 이번 사태로 그가 잃어버린 최대 손실 중 하나이다.

그림1. 미국 CPI, PPI 추이



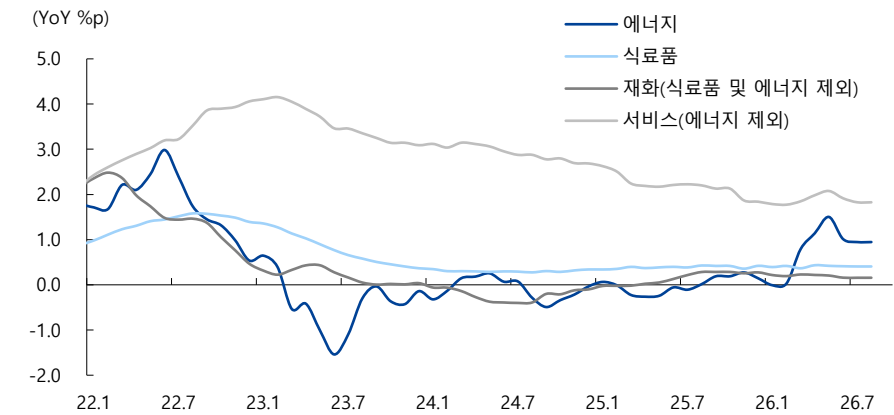
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. Fed 9월 및 12월 금리인상 가능성 전망 추이



자료: FedWatch, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 항목별 소비자물가 상승 기여도 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 휘발유 가격 추이



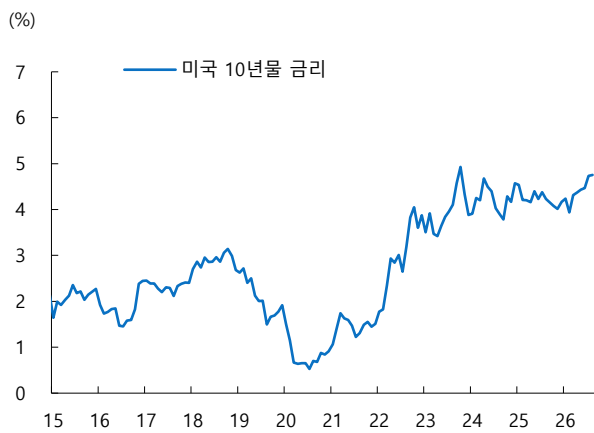
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 경유 가격 추이



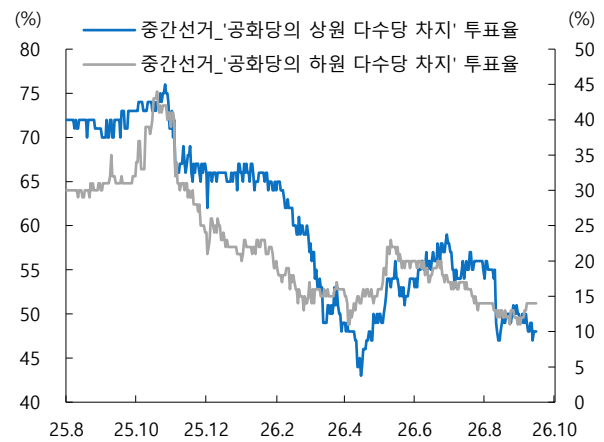
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 미국 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 미국 중간선거 공화당 상하원 지지율 추이



자료: Bloomberg, Polymarket, iM증권 리서치본부

전쟁이 바꾼 해운 시장, 선종별 운임 상승 차별화

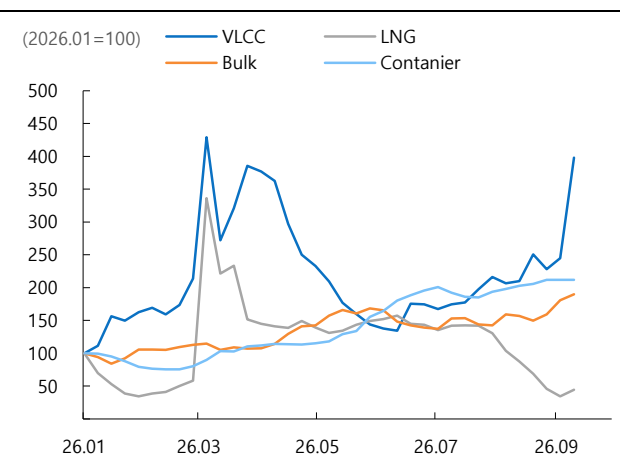
이란 전쟁은 해운 시장 전반의 비용 구조와 향로를 변화시키고 있다. AWRP(Additional War Risk Premium)이 크게 상승하였고, 항로는 안전한 항로로 재배치되며 전반적인 톤마일이 늘어났다. 전쟁이 종료되더라도 단기적으로 운임이 과거 수준으로 빠르게 회귀하기는 어려울 것으로 판단한다.

이란 전쟁이 해운사에게는 수익성 개선 요인이지만, 미국과 아시아에는 물가 상승 압력으로 작용하고 있다. 미국의 경우 6월 FOMC 전망에서 2026년 Headline PCE 전망 중앙값이 3월 2.7% → 6월 3.6%로 +0.9%p 상향됐고, Core PCE도 2.7% → 3.3%로 +0.6%p 상향되었다. Fed는 상향 조정의 요인 중 하나로 전쟁에 따른 에너지 가격 급등을 명시하였다. 6월 Dallas Fed는 호르무즈 차질에 따른 운송비 효과로만 4Q26 Core PCE를 약 +0.1%p 높인다고 추정했다.

컨테이너, 탱커의 운임은 크게 상승한 반면, LNG선 운임은 안정되는 추이다. 컨테이너 운임의 경우는 YTD 130%, YoY로는 180% 이상 상승하였고, 탱커 운임의 경우 중동 → 중국의 VLCC 운임이 연초 대비 20배 가량 상승하였다. 다만 VLCC는 급격한 공급 축소로 운임의 왜곡이 반영되어 있다. 전반적인 AWRP 상승, ECS 부과, 톤-마일 증가 등이 운임을 지지하고 있다. 특히 AWRP는 선가 대비 극단적인 경우 7% 이상까지 부과되는 경우가 있어 정상적인 물동량 통행을 마비시키고 있다.

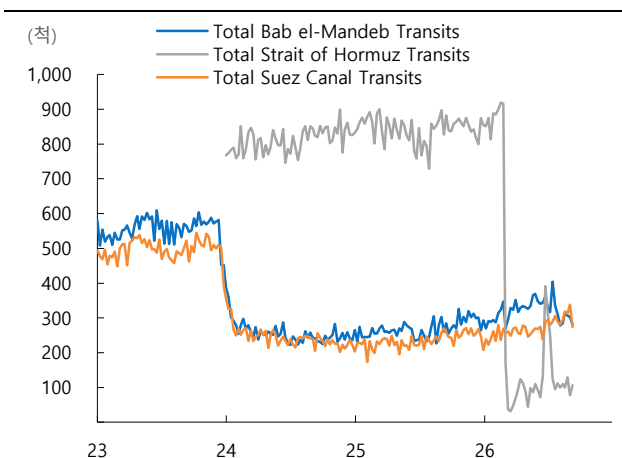
반면 LNG선 운임은 최근 전쟁 이전 수준까지 하락했다. 전쟁 직후 카타르 공급 차질과 미국·서아프리카산 대체 물량 증가로 톤마일이 늘며 운임이 급등했지만, LNG 가격 상승에 따른 수요 둔화와 빠른 선복 증가가 운임 하락으로 이어졌다.

그림8. 글로벌 해상 운임 추이(2026.01=100)



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림9. 호르무즈, Bab-el-Mandeb 등 주간 통행량 추이



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

컨테이너: 보험료 상승과 선제적 재고 확보가 운임 지지

9월 둘째 주 기준 상하이 컨테이너 운임 지수는 3,662pt로 YTD 132%, YoY로는 180% 상승했다. 현재 호르무즈 해협은 컨테이너 시장에서 지정학적으로 크게 중요하지 않지만, 지정학적 리스크에 따른 수에즈 운하 통과 정상화 지연 리스크, 보험료 인상, 선제적인 화물 축적이 컨테이너 시장을 지지하고 있다.

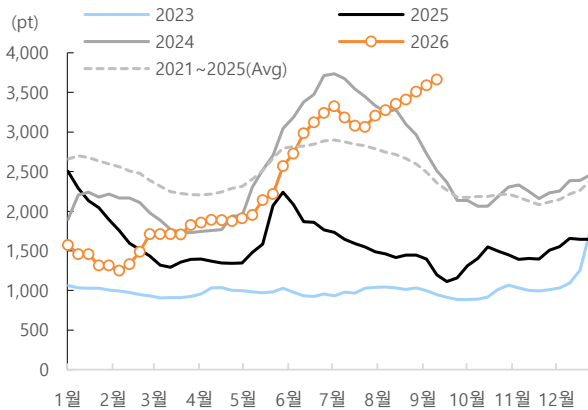
주요 컨테이너 선사의 중동을 거점으로 하는 주요 항로는 아시아 ↔ 중동 ↔ 유럽, 그리고 중동/인도 ↔ 미국이 대표적이다. 호르무즈 해협을 통과해야 하는 주요 기항지는 UAE Jebel Ali 정도이며, 대체 육상 트러킹(Trucking)으로 인근 항구로 이동이 가능하다는 점에서, 호르무즈 봉쇄에 따른 직접적인 항만 영향은 크지 않다. 컨테이너 선사들은 중동 항로에서 Jebel Ali를 제외하고 1) 홍해 안쪽에 위치한 사우디 Jeddah, 호르무즈 해협에 진입하기 전에 위치해 있는 2) 오만 Salalah에 선적하며 네트워크를 유지할 수 있다.

컨테이너 운임 상승은 항만의 우회보다는 보험료의 상승과 ECS(Emergency Contingency Surcharge)가 더 큰 영향을 주었다. 보험료의 경우 War Risk Premium이 반영되어 호르무즈 통과 선박은 이란 전쟁 이전 선가 대비 0.25% 수준의 보험료가 선가 대비 최대 10%까지 상승했다. 선가가 약 1억달러라고 가정하면 호르무즈 해협 통과 시 약 1,000만달러의 보험료가 부과될 수 있다는 것이다. 호르무즈가 아닌 Bab el-Mandeb 등 홍해 통과 선박의 보험료도 이란 전쟁으로 선가 대비 기존 0.3% 수준에서 전쟁 이후 1% 이상으로 상승하였다.

ECS(Emergency Contingency Surcharge)도 운임에 주요 상승 요인이다. Maersk는 현재 오세아니아 → 중동 40ft 컨테이너에 \$1,500/FEU의 ECS를 부과하고 있다. 해당 항로의 운임이 대략 \$7,500/FEU인 점을 감안하면 기존 운임의 20%가 추가 비용으로 적용되는 것이다.

지정학적 리스크에 따른 화주들의 선제적인 재고 확보도 컨테이너 운임 상승에 긍정적인 영향을 미쳤다. 2025년은 미국의 관세 리스크 관련 강한 재고 축적이 나타났고, 2026년에도 관세와 지정학적 리스크가 더해져 높은 물동량 수준이 이어지고 있다. 미국의 컨테이너 화물량의 30%를 차지하는 LA/LB 물동량은 8월 누적 662만TEU로 전년 대비 2.4% 감소했으나, 지난 5년(2021~2025년) 대비 2.7% 증가하였다.

그림10. 컨테이너 운임 추이



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표2. SCFI 세부 운임 및 비중

	Unit	연 초	현재(9/11)	비중
Europe	USD/TEU	1,420	2,545	20%
Mediterranean	USD/TEU	2,305	3,299	10%
USWC	USD/FEU	1,857	7,339	20%
USEC	USD/FEU	2,691	10,479	7.5%
Persian Gulf	USD/TEU	1,327	6,311	7.5%
기타				35%

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표3. Maersk의 중동 항로 Emergency Contingency Surcharge

	40ft Dry	시행일
Oceania → Gulf	\$1,500	2026.08~
Oceania → Red Sea	\$3,000	2026.08~
Oceania → Khor Fakkan	\$1,500	2026.08~
Oman → Far East	\$3,000	2026.03~
Oman → North Europe	\$3,800	2026.03~

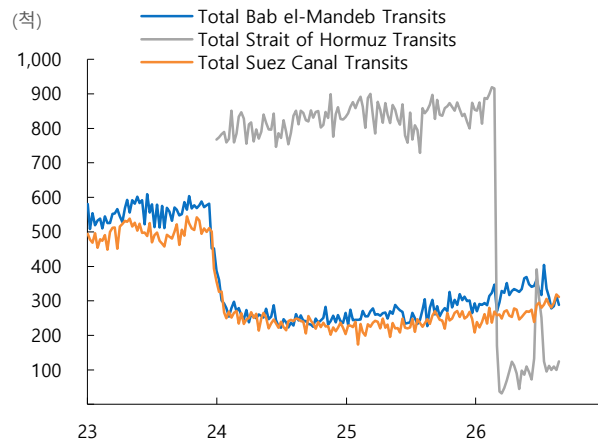
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표4. 선가 대비 AWRP (Additional War Risk Premium)

	연 초	현재
Hormuz	0.1~0.2%	7.5~10%
Babal-Mandeb	0.2~0.4%	1~2%
Suez	0.2~0.4%	0.5~1.0%

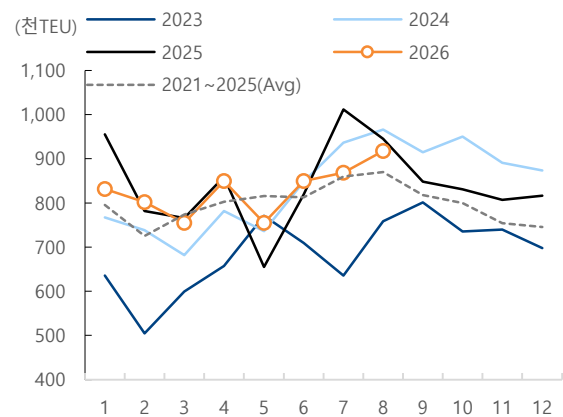
자료: Reuters, iM증권 리서치본부

그림11. 중동 항로 통행량



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림12. LA, LB 인바운드 물동량



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 전쟁 이후 컨테이너 물동량 흐름



자료: iM증권 리서치본부

탱커: 톤마일 확대와 보험료 상승으로 고운임 지속

호르무즈 해협은 글로벌 원유 시장에서 엄청난 영향력을 가지고 있다. 글로벌 물동량 기준으로는 약 35%, 공급량 기준으로는 20%가 호르무즈 해협을 통과하고 있다. 호르무즈 해협의 리스크로 유가의 변동성은 매우 커졌고, 원유를 운송하는 VLCC 운임도 매우 큰 폭으로 상승하고 있다.

컨테이너와 달리 대체 항로가 제한적이라는 점에서 VLCC 운임은 매우 높은 수준을 오랜 기간 유지하고 있다. 중동 → 중국의 VLCC 운임은 현재 78만달러로 연초 대비 20배 가량 상승하였다.

사우디의 East-West 파이프라인을 통해 기존 호르무즈 석유 물동량의 20~30%는 처리가 가능하여 유가, 운임 영향을 일부 상쇄하고 있지만, 1) 탱커 선복량의 공급 부족, 2) 보험료 상승에 따른 운임 상승 압박이 지속되고 있다.

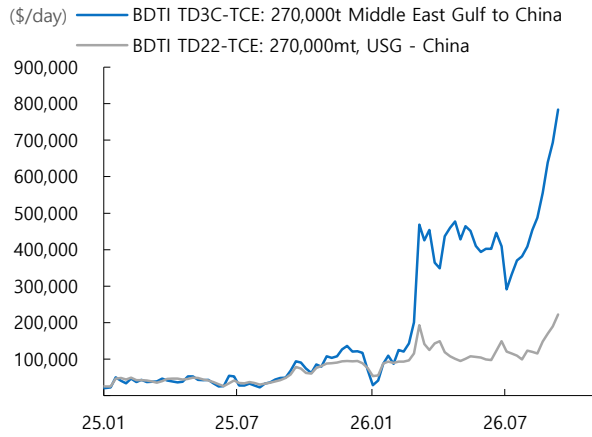
9월 기준 호르무즈 해협의 주간 탱커 선박 통행량은 약 6~10척 수준으로 연 초 140여척 대비 90% 이상 감소하였다. 나머지 100여척은 미국, 서아프리카 해안으로 배치되거나, 호르무즈 외곽에서 대기해 셔틀선이 싣고 온 원유를 환적하는 방식을 이용하고 있다. 대서양의 VLCC 주간 통행 선박은 연초 140여척에서 현재 190여척으로 약 60여척 이상 증가하였다.

사우디 → 동아시아의 거리가 10,000~12,000km인 반면 US Gulf → 동아시아의 운항 거리는 27,000km에 달해 운항 거리가 기존 대비 2.5배가 늘어난다. 톤마일이 늘어나며 공급 축소 효과가 나타나고 있는 것이다.

그리고 호르무즈 외곽에 위치한 Oman, UAE에서 셔틀선 및 STS(Shuttle to Shuttle) 선적 물량은 전쟁 이전 약 100만b/d에서 현재 700만b/d로 증가하였다. VLCC 1척의 수송량이 대략 200만배럴인 점을 감안할 때 하루 3척 분량(주간 21척 분량) 수준인 것이다. 주간 21척의 경우 전쟁 이전 호르무즈 통행량 140여척의 15%에 달한다.

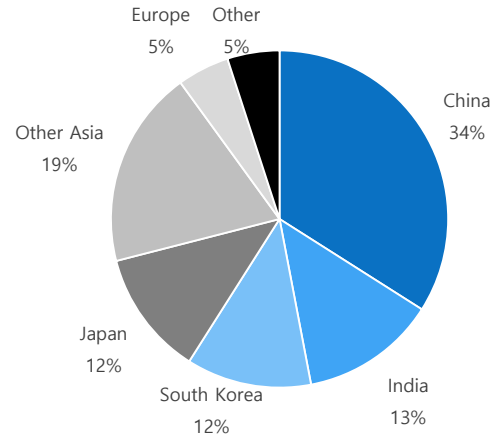
보험료 역시 운임에 상승 요인을 미치고 있다. 호르무즈 해협 통과 선박의 경우 최고 선가 대비 10% 수준의 보험료가 적용된 바 있다. 이는 연 초 0.1~0.3% 수준에서 30~100배 이상 상승했다. 호르무즈를 직접 통과하지 않더라도 인근 Gulf 지역에서 원유를 선적하는 VLCC의 보험료 역시 전쟁 이전 대비 수 배 이상 상승했다.

그림14. VLCC 운임 추이



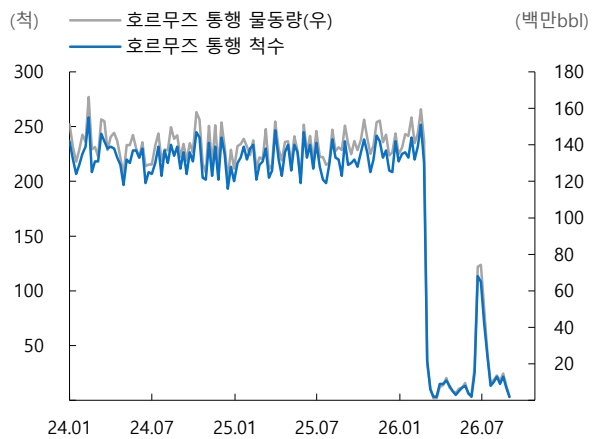
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림15. 호르무즈 통행 원유 수출 국가별 비중



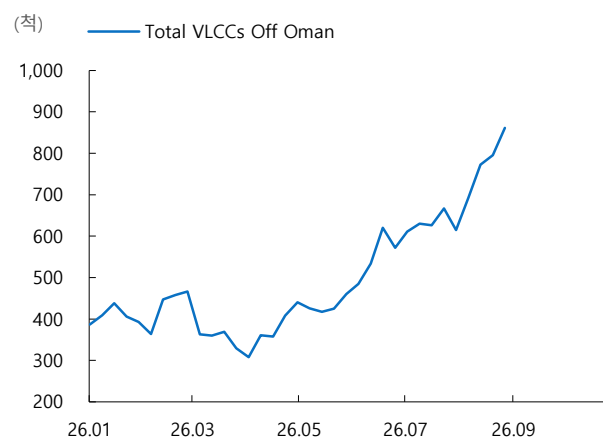
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림16. 호르무즈 통행 탱커 물동량



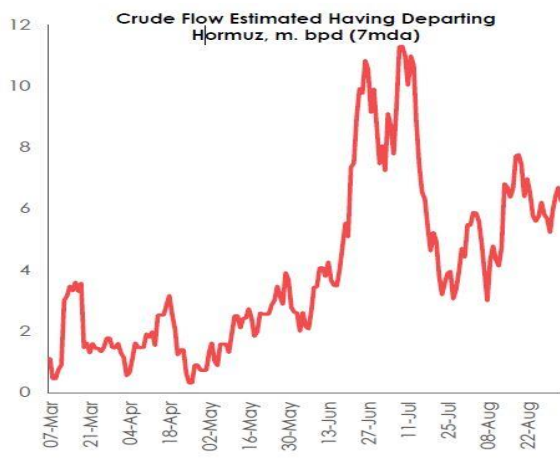
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림17. 오만 출발 탱커 물동량(STS 증가)



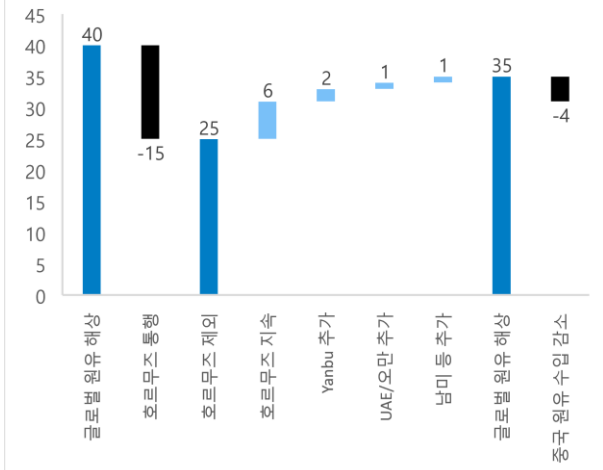
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림18. 호르무즈 출발 원유 물동량



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림19. 전쟁 이후 원유 해상 물동량 시나리오(백만bbl/d)



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림20. 전쟁 이후 원유 탱커 물동량 흐름



자료: iM증권 리서치본부

LNG: 수요 감소와 선복 공급 확대로 운임 하락

LNG선의 운임은 컨테이너선 및 탱커와 달리 최근 급격하게 하락하였다. LNG선의 USG - 일본 항로의 스팟 운임은 전쟁 발발 직후 4만달러/일에서 25만달러/일까지 약 7배 상승하였으나, 현재는 전쟁 발발 이전까지 운임이 하락했다.

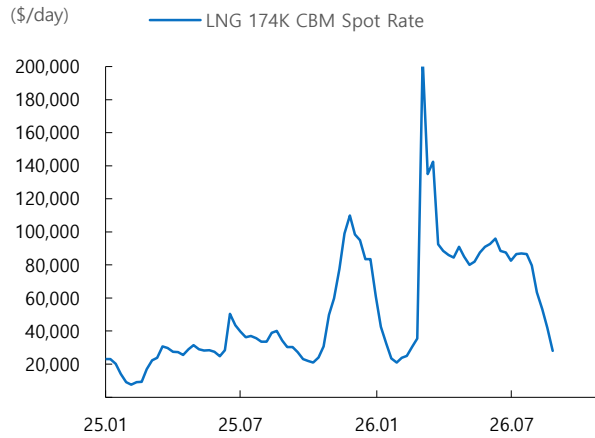
호르무즈 해협을 통과하는 카타르산 LNG 공급이 감소하여 미국과 서아프리카 LNG 공급이 확대되어 톤-마일이 증가하는 효과가 있었지만, 1) LNG 가격 폭등에 따른 수요 감소, 2) LNG 선복량이 크게 늘어나고 있어 LNG선 운임은 하락하고 있다.

중동의 LNG 수출 물동량은 글로벌 LNG 해상 물동량의 약 20%를 차지한 만큼, 기존 물동량은 미국과 서아프리카 LNG 공급으로 충당하고 있다. 중동의 LNG 수출은 카타르산 수출이 대부분이며, 현재 3-8월 누적 카타르 LNG선 수출 물동량은 전쟁 발발 이후 전년대비 96% 감소하였다. 중동 → 아시아보다 미국, 서아프리카 → 아시아의 운항 거리가 더욱 길기 때문에 톤마일이 늘어나는 효과가 있어 단기간 운임은 급등했지만, LNG 가격도 전쟁 이전 대비 2배 이상 상승하며 LNG 수요 감소에 따른 운임 하락 발생하고 있다. 아시아 LNG 현물가격은 현재 23~24/MMBtu로 전쟁 이전 대비 2배 이상 상승하였다.

GIE에 따르면 2026년 8월 누적 유럽의 LNG 터미널 유입량은 약 90.3bcm으로 전년대비 3% 감소하였다. 8월의 경우 약 6% 감소했다. Kpler에 따르면 중국의 LNG 수입량도 8월 약 18% 감소한 것으로 보인다. Clarkson에 따르면 글로벌 LNG 물동량은 전년대비 2% 감소할 것으로 예상된다. 지역별로 유럽이 전년대비 4%, 아시아가 전년대비 1% 감소가 예상된다.

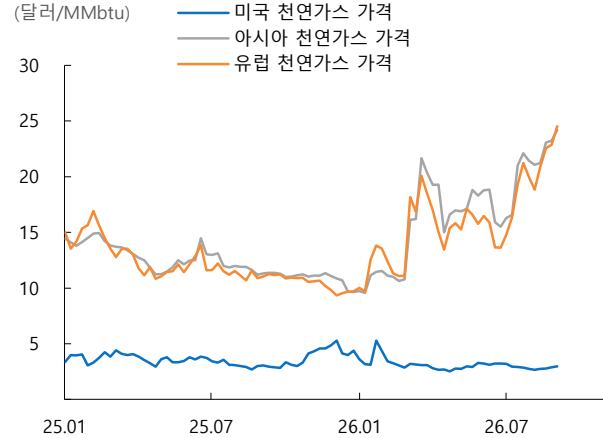
LNG 운임 하락의 근본적인 원인은 LNG선의 높은 공급 증가율 추이 때문이다. 2026년 8월 기준 글로벌 LNG선은 약 920척으로 전년말 871척 대비 5.6%(+49척) 늘어났으며, 최근 5개년(2021~2025년) 증가율은 7%에 달한다. 수주 잔고도 약 321척으로 전체 선대 대비 39%에 달하여 공급 증가 추이는 중장기적으로 지속된다. 그에 반해 2026년 LNG 수출량은 전년대비 감소가 예상된다. 현재 공사중인 LNG 플랜트가 예상대로 준공된다는 가정 하에 2027년 LNG 설비는 전년대비 10% 이상 증가할 것으로 보여 선복량 증가율과의 수급이 일정부분 맞춰질 것으로 보인다.

그림21. 글로벌 LNG 운임 추이



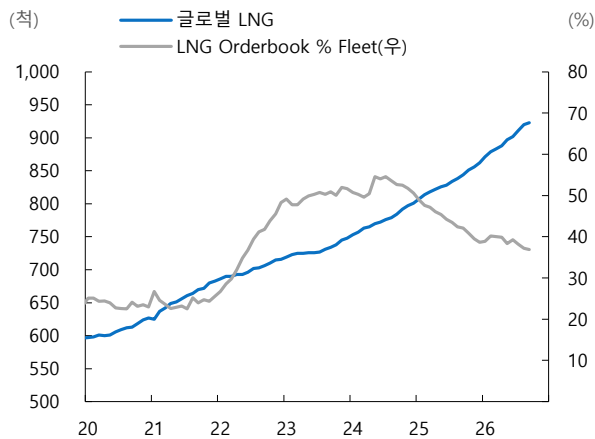
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림22. 글로벌 LNG 가격 추이



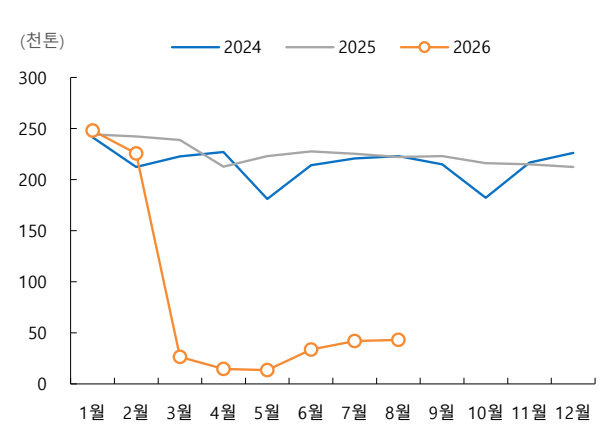
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림23. 글로벌 LNG 공급 증가 추이



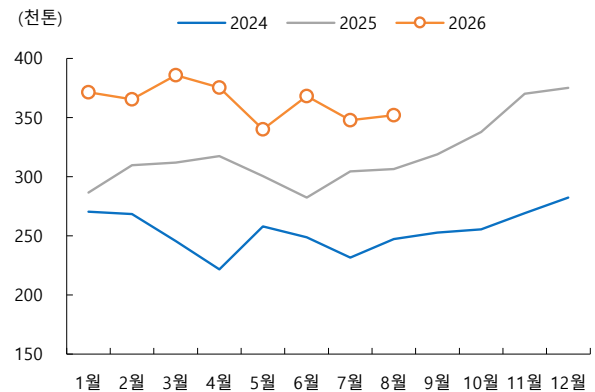
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림24. 카타르 LNG 수출량 추이



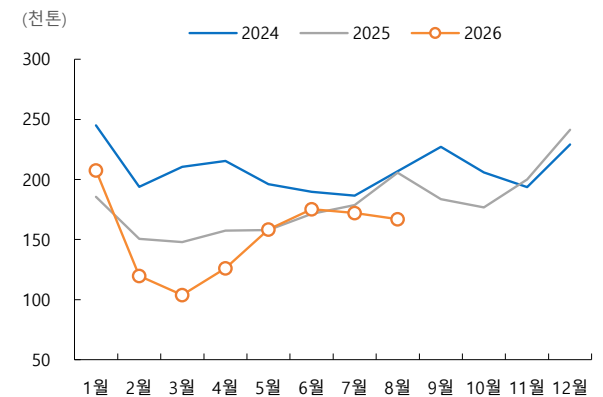
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림25. 미국 LNG 수출량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림26. 중국 LNG 수입량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

이란 전쟁 이후의 운임: 구조적으로 전쟁 이전 대비 높아질 것

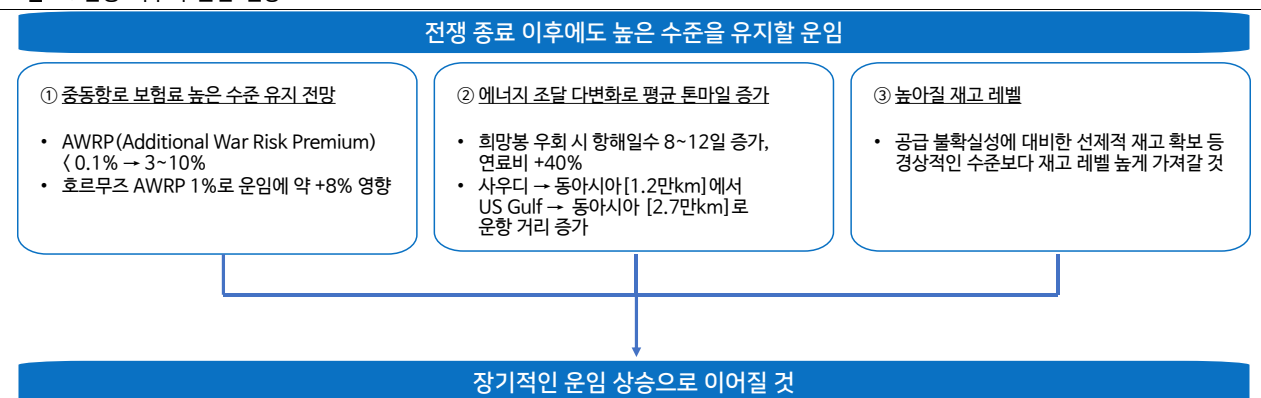
미국 - 이란 전쟁 종료 이후에도 글로벌 해운 시장은 전쟁 이전 수준으로 정상화되기는 어려울 것으로 판단한다. 특히 운임은 높은 수준을 유지할 것으로 예상되는데, 1) 중동 항로의 보험료는 전쟁 이전 대비 높은 수준이 유지될 것으로 보이고, 2) 원자재의 조달처 다변화로 해운 시장에서의 평균 톤마일이 구조적으로 증가할 가능성이 높다. 3) 재고 불확실성으로 정상적인 수준 보다 화주들이 장기적으로 재고 레벨을 더욱 높게 가져갈 가능성도 있다.

중동에서의 긴장도가 약했던 시기 AWRP(Additional War Risk Premium)은 약 선가의 0.1% 미만으로 형성되어 있었다. 현재는 호르무즈는 3~10%, Bab el-Mandeb는 0.5~1.0%에 형성되어 있다. 선가가 1.5억달러라고 가정하면 호르무즈 통과는 약 450~1,500만달러, Bab el-Mandeb는 75~150만달러의 AWRP가 형성되어 있다. 긴장이 완화된다는 가정 하에도, AWRP가 전쟁 이전인 0.1% 미만으로 회귀할 가능성은 단기적으로 낮을 것으로 예상된다. 전쟁 이전 중동 → 극동 아시아의 VLCC 한 항차 운임이 2,000만달러 수준인 것을 감안 시 AWRP가 1%인 경우 운임에 8% 영향을 주는 것이다.

에너지의 조달처 다변화에 따른 해운 시장의 평균 톤마일 증가도 예상된다. 2024년 초부터 수에즈 사태로 컨테이너 선사들은 희망봉으로 우회를 하고 있으며, 이로 인해 컨테이너선들의 항차는 약 8~12일, 연료비는 기존 대비 약 40%가 늘어났다. 2024년 컨테이너 시장의 톤-마일 증가율은 전년대비 19% 늘어났는데, 이는 컨테이너 과잉 공급 우려(+10.4% YoY)를 모두 상쇄한 것이다.

현재 원유 시장에서 사우디에서 미국, 서아프리카로의 수급 다변화가 장기적으로 유효할 것으로 예상된다. 사우디 → 동아시아의 거리가 10,000~12,000km인 반면 US Gulf → 동아시아의 운항 거리는 27,000km에 달한다. 평균 톤-마일이 늘어나는 것이다.

그림27. 전쟁 이후의 운임 전망



자료: iM증권 리서치본부

미국의 인플레이션 압력으로 이어질 것

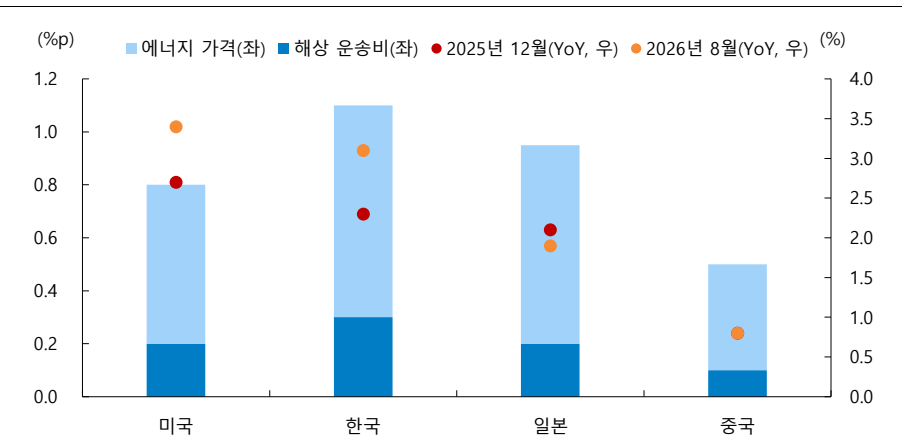
이란 전쟁은 해운사에게는 수익성 개선 요인이지만, 미국과 아시아에는 물가 상승 압력으로 작용하고 있다. 미국의 경우 6월 FOMC 전망에서 2026년 Headline PCE 전망 중앙값이 3월 2.7%에서 6월 3.6%로 0.9%p 상향됐고, Core PCE도 2.7%에서 3.3%로 0.6%p 상향됐다. Fed는 최근 물가 상승 및 전망의 주요 상방 요인 중 하나로 중동 전쟁에 따른 에너지 가격 급등을 지목했다. 또한 Dallas Fed는 호르무즈 차질에 따른 해상운송비 상승만으로도 4Q26 Core PCE가 약 0.1%p 높아질 수 있다고 추정했다.

아시아는 미국보다 에너지 가격 및 운송비 상승에 대한 노출도가 높다. Clarksons 기준 호르무즈 해협은 글로벌 해상 원유 물동량에서 약 38%를 차지하며, 호르무즈 통과 원유의 수입국 비중은 중국 34%, 한국 12%, 일본 12%다. 글로벌 LNG 해상 물동량에서도 호르무즈 통과 물량은 약 20%를 차지하며, 수입국 비중은 중국 24%, 한국 9%, 일본 5%다. 특히 한국과 일본은 에너지 수입의존도가 높아 에너지 가격 상승이 물가에 미치는 영향이 미국보다 클 것으로 예상된다.

IMF는 2026년 아시아 지역 인플레이션을 2025년 1.4%에서 2.6%로 상승할 것으로 전망했으며, 중동발 에너지 가격 상승을 주요 상방 요인 중 하나로 제시했다. 2026년 5월 한국은행도 중동 전쟁 이후의 유가 상승 등을 반영해 올해 소비자물가 상승률 전망을 기존 2.2%에서 2.7%로 0.5%p 상향했다.

이란 전쟁이 종료되더라도 높은 보험료와 공급망 다변화에 따른 톤마일 증가로 운임이 과거 대비 높은 수준에 정착할 경우, 미국 및 아시아 국가의 소비자물가에 구조적인 상방 요인으로 작용할 수 있다.

그림28. 2025년말 대비 운송비, 에너지가격 상승에 따른 2026년 헤드라인 CPI 상승 예상



자료: IMF, BOJ, Dallas FED, BOK, IM증권 리서치본부

주: 일본은 2026년 8월 수치 공개 전으로 7월 수치 적용

2-1. 이란 전쟁이 촉발한 미국의 미사일 부족 사태

개전 96시간, 미군과 우방국의 미사일 급속 소모

이번 전쟁의 소모 양상을 가장 압축적으로 보여주는 것은 개전 초기 96시간의 탄약 소모 데이터다. Payne Institute for Public Policy와 FPRI 집계에 따르면 개전 96시간 동안 PAC-2/PAC-3 계열 요격탄은 총 1,003발이 소모되었으며, 이 중 미군 소모량은 325발인 반면 우방국 소모량은 678발로 미군의 두 배를 넘었다. 비축분 대비 소모율 역시 미군 13.0%, 우방국 15.5%로 우방국이 더 높다. 이란의 반격이 이스라엘뿐 아니라 미군기지가 소재한 카타르, UAE, 바레인, 쿠웨이트 등 중동 전역으로 확산되면서 실제 요격에 나선 주체가 미군 뿐 아니라 걸프 지역 우방국의 방공망이 모두 소모되었다.

주목할 점은 소모된 무기의 종류다. GMLRS와 같은 기본 탄약은 총 210발이 소모되어 미군 비축분 소모율이 0.4%에 그친 반면, ATACMS와 PrSM은 96시간 만에 225발이 소모되며 미군 비축분의 32.1%가 사라졌다. 소모가 집중된 품목은 하나같이 재고가 얇고 생산 리드타임이 긴 고가치 정밀유도무기다. 전쟁이 길어져서가 아니라 단 나흘 만에 이러한 결과가 나왔다는 점이 이번 사태의 본질이다.

표5. 하이마스 및 패트리엇 탄약 소모 현황 예상 (미국-이란 전쟁 초기 96시간 기준)

구분	탄약(미사일)	미군 소모량	우방국 소모량	총 소모량 (96h)	미군 비축분 소모율	우방국 비축분 소모율
하이마스 관련	GMLRS (기본 탄약)	110발	100발	210발	0.4%	8.2%
	ATACMS + PrSM	225발	0발	225발	32.1%	-
패트리엇 관련	PAC-2 / PAC-3	325발	678발	1,003발	13.0%	15.5%

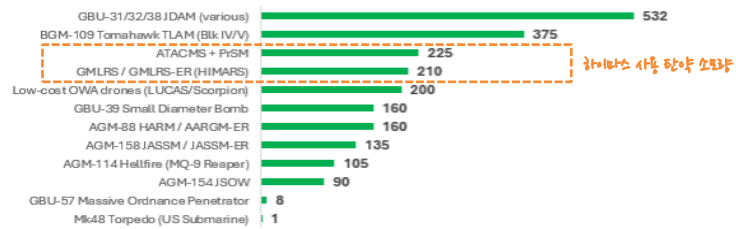
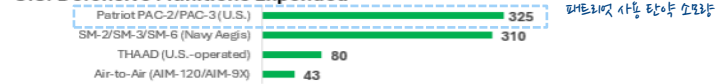
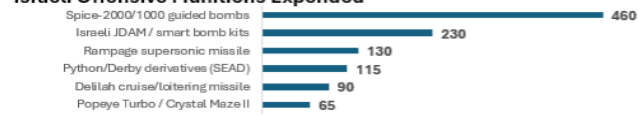
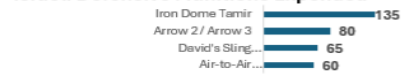
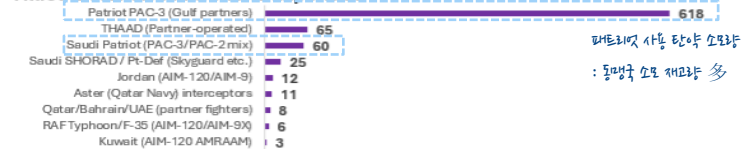
자료: Payne Institute for Public Policy, FPRI, iM증권 리서치본부

그림29. 미국·이스라엘 및 동맹국의 공격/방어 탄약 추정 소모량 (미국-이란 전쟁 초기 96시간 기준)

U.S. Offensive Munitions Expended

(First 96 Hours of 2026 U.S.-Israel-Iran War)

Payne Institute 2026 Proprietary Analysis

**U.S. Defensive Munitions Expended****Israeli Offensive Munitions Expended****Israeli Defensive Munitions Expended****Allied Defensive Munitions Expended**

자료: Payne Institute for Public Policy, FPRI, iM증권 리서치본부

*주: (단위: 발), 동맹국은 방어 탄약만 포함

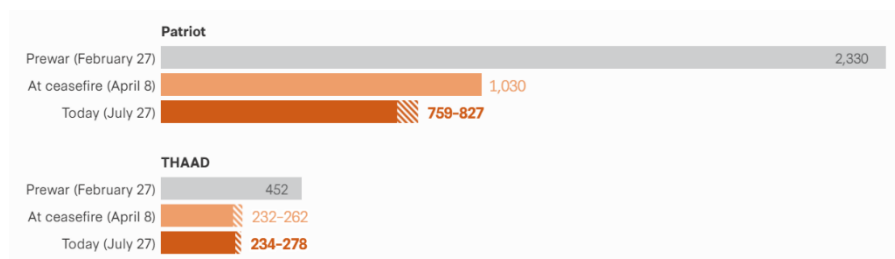
공급은 느리고, 재고는 계속 감소하는 상태

더 중요한 것은 개전초기 이후 대공무기의 소모 상황이다. Patriot 계열 재고는 개전 직전 2,330발에서 1차 휴전(26년 4월) 시점에는 1,030발로 절반 이하가 되었고, 26년 7월 기준으로는 759~827발까지 추가로 감소했다. 실질적 휴전 이후에도 재고가 20% 이상 더 줄어든 것이다. THAAD 역시 452발에서 232~262발로 감소한 뒤 최근 234~278발 수준에 머물러 있다. 휴전이 곧 재고 회복을 의미하지 않으며, 미국의 방공 자산이 중동 이외의 전선에도 계속 배분되고 있음을 동시에 보여주는 수치다. 물론 이번 전쟁은 반복된 휴전 노력과 선언에도 불구하고 양측이 국지적 충돌을 지속하며 실질적으로 휴전의 의미가 없어지기도 했지만, 소모량이 줄어들고 수 개월이 지나도 공급이 뒷받침되지 않아 재고의 가시적 회복이 요원하다는 점이 주목할 부분이다.

다만 CSIS가 집계한 Patriot 수치에는 PAC-3 계열과 최신 MSE, PAC-3s가 포함되고 구형 PAC-2 수백 발은 포함되지 않는다. 실제 가용 재고는 이보다 다소 많을 수 있으나, 탄도미사일 요격이 가능한 유효 전력을 기준으로 보면 위 수치가 현실에 가깝다.

그림30. 이란 전쟁 전 후 미국 주요 무기체계의 미사일 재고 추이: Patriot 미사일 보유량 1,000대 미만

무기체계	전쟁 전 (26.02.27)	휴전 (26.04.08)	최근 (26.07.27)	전쟁 전 대비
*Patriot	2,330	1,030	759~827	약 65~67% 감소
THAAD	452	232~262	234~278	약 38~48% 감소



자료: CSIS, iM증권 리서치본부

*주: Patriot 계산에는 PAC-3 계열뿐 아니라 최신 MSE와 PAC-3s가 포함, 구형 PAC-2 수백 발은 차트에 미포함-별도로 미 재고에 남아 있는 것으로 추정

재고는 절반, 복원은 2029년

CSIS는 26년 7월 27일 기준으로 미국의 7대 핵심 탄약 중 미사일방어 및 지대지 계열(Patriot, THAAD, PrSM)이 초기 재고 대비 약 1/2, 장거리 지상공격 계열(JASSM, SM-2/3/6, Tomahawk)이 약 1/3 소모된 것으로 집계했다. 최근 3년간 미국이 사용한 주요 미사일방어 요격탄 수량에서도 이번 전쟁 한 번이 차지하는 비중이 압도적이다.

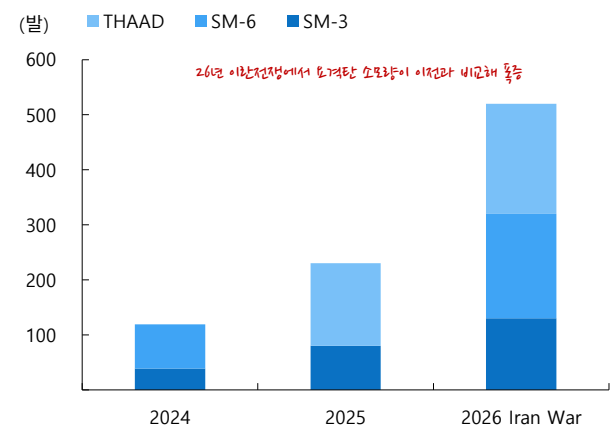
복원 전망은 더 부담스럽다. 26년 5월 기준 CSIS 추정에 따르면 이란전쟁 추정 소모량 대비 FY2026 인도 예정 물량은 Patriot 1,060~1,430발 대 172발, THAAD 190~290발 대 92발, Tomahawk 1,000발 이상 대 207발에 그친다. 전쟁 전 재고까지 복원되는 시점은 PrSM 2026년 말, JASSM 2027년 중반, SM-6 2028년 말~2029년 초, SM-3 2029년 초, Patriot 2029년 중반, THAAD 2029년 중·후반, Tomahawk 2030년 말~2031년 초로 추정된다. 해당 추정은 26년 5월 기준이며 이후 추가 소모가 발생했으므로 실제 복원 시기는 이보다 더 늦어질 가능성이 크다.

표6. 미국의 핵심 탄약 소모율

무기체계 분류	탄약	초기 재고 대비 소모
미사일방어 +지대지	Patriot, THAAD, PrSM	약 1/2
장거리 지상공격	JASSM, SM-2/3/6, Tomahawk	약 1/3

자료: CSIS, iM증권 리서치본부
*주: 26.07.27 기준 CSIS 집계 데이터

그림31. 최근 3년간 미국이 사용한 주요 미사일방어 요격탄 수량



자료: CSIS, iM증권 리서치본부
*주: 26.07.31 기준 공개적으로 보고된 요격미사일 소모량을 CSIS가 집계한 데이터

표7. 미국 핵심 미사일 재고 소모 및 복원 전망 (2026.05 기준): 현시점 추가 소모 발생했기에 복원시기 더 길어질 것으로 전망

품목	이란전쟁 추정 소모량(=5월 기준)	FY2026 인도 예정	전쟁 전 재고까지 복원 예상 시기
PrSM	40~70발(현재는 재고 없음 추정)	70발	2026년 말
JASSM	1,100발 이상	484발	2027년 중반
SM-6	190~370발	125발	2028년 말~2029년 초
SM-3	130~250발	52발	2029년 초
Patriot	1,060~1,430발	172발	2029년 중반
THAAD	190~290발	92발	2029년 중·후반
Tomahawk	1,000발 이상	207발	2030년 말~2031년 초

자료: CSIS, 로이터통신, iM증권 리서치본부
*주: 26.05 기준 CSIS 추정치. 이후 추가 소모가 발생했기에 복원기간이 더 길어질 수 있음.

증산은 시작되었으나, 물량은 2030년대에 나온다

미국도 손을 놓고 있는 것은 아니다. 미 국방부는 방산업체에 장기 수요 가시성을 제공하고 생산능력 투자를 유도하기 위해 주요 미사일별 프레임워크 협정을 체결했다. 록히드마틴은 2026년 1월 미 국방부와 PAC-3 MSE 생산능력을 향후 7년간 연 600발에서 2,000발로 확대하는 프레임워크에 합의했고, 1월 말에는 THAAD를 연 96발에서 400발로 4배 증산하는 데 합의했다. 3월에는 PrSM 생산능력 4배 확대에도 합의했다. HIMARS 발사체계는 이미 2024년에 연 48문에서 96문으로 2배 증설을 완료했고, 발사로켓 GMLRS는 연 1만 발에서 1.4만 발로 확대하기 위한 공정 최적화가 진행 중이다. 다만 미 육군 수요를 충족하려면 연 1.9만 발까지 추가 증산이 필요하다는 것이 26년 8월 기준 판단이며, ATACMS는 이미 생산이 종료되어 유지보수에 집중하고 있다. 미 국방부와 프레임워크를 체결한 기업들은 생산능력 확대를 위해 CapEx 투자를 늘리고 있으며, 2Q26 기준 해당 기업들의 합산 CapEx는 +31% YoY 증가했다.

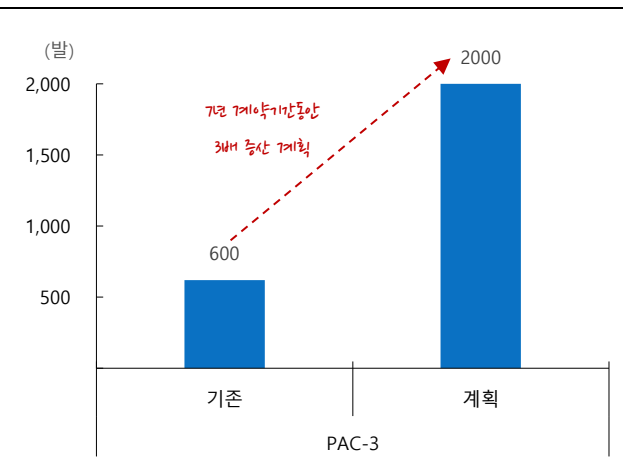
이란전쟁 이후 미 국방부는 기존 고성능 미사일의 재고 보충과 생산 확대를 위해 FY2027 조달 요구량을 대폭 늘렸으며, 이를 통해 미사일 수요가 가파르게 확대되고 있음을 확인할 수 있다.

표8. 록히드마틴 'HIMARS' 체계 및 부품 증설 관련 내용 정리

구분	증설 현황 및 계획
발사체계	2024년, 48문 → 96문 2배 증설 완료
발사로켓 GMLRS	- 연간 생산능력 1만 발 → 1.4만 발 확대 위한 공정 최적화 진행 중 - 미 육군 수요 충족 위해 연 1.9만 발까지 추가 증산 필요(26.08 기준)
탄약 ATACMS	생산 종료 및 유지보수 집중
탄약 PrSM	2026년, 미 국방부와 생산능력 4배 확대 합의

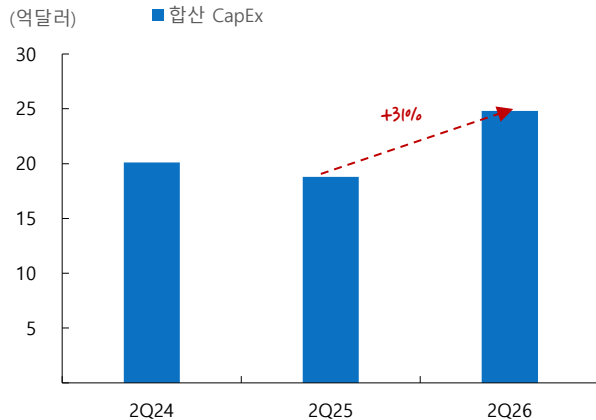
자료: Lockheed Martin, 언론종합, iM증권 리서치본부

그림32. 록히드마틴 'PAC-3 MSE' 증설 계획



자료: Lockheed Martin, 언론종합, iM증권 리서치본부

그림33.미 국방부 프레임워크 참여업체 합산 CapEx: 2Q26 YoY+31%



자료: CSIS, iM증권 리서치본부

표9. 기업별 2Q26 설비투자(CapEx) 및 증감률 (억달러)

업체	2Q26	2Q26 증감률
Boeing	733	+71.70%
RTX	669	+26.20%
Lockheed Martin	318	-9.40%
Northrop Grumman	302	+30.70%
Honeywell	315	+39.40%
L3Harris	108	+22.70%
Leidos	32	+10.30%

자료: CSIS, iM증권 리서치본부

표10. 미국 주요 미사일 증산 프레임워크 및 후속 계약 현황

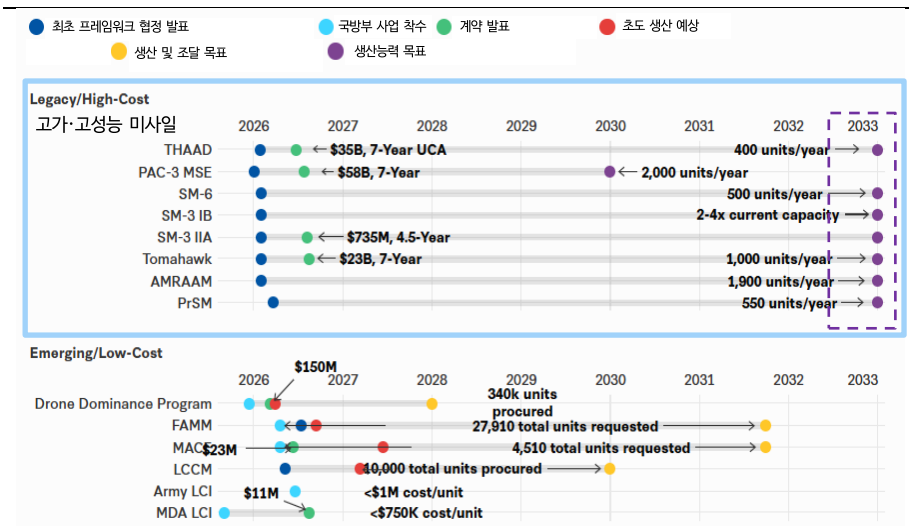
무기체계	프레임워크	목표 생산능력	계약 전환 여부	주요 사항
PAC-3 MSE	2026.1.6	연산 약 600발 → 2,000발	○ 후속 계약 체결 26.4.1년 차 약 47억달러 UCA 26.7. 최대 538.6억달러 UCA 추가 총 다년계약 가치 586.2억달러	7년 다년조달계약이나 UCA 방식으로 최종 가격·조건 미확정 538.6억달러는 최대 계약한도이며, FY2027 요구량 3,203발 중 92%가 조정법안 재원에 의존해 연도별 실제 발주액·물량은 변동 가능
THAAD	2026.1.29	연산 96발 → 400발	○ 후속 계약 체결 26.6.24 최대 350억달러·7년 UCA	최대 350억달러의 7년 UCA로 최종 가격·조건 및 총 조달 물량 미확정 향후 정부 재원의 시기·규모에 따라 계약금액·물량 변동 가능성 존재
PrSM	2026.3.25	생산능력 약 4배 확대, 연산 550발 목표	△ 기존 계약 확대 2026.6.23 기존 계약한도 84.0억달러 증액, 총 133.4억달러·주문기간 FY2032까지 연장	증액된 계약한도는 확정 발주액이 아니며 자원·사업 물량은 개별 주문 시 결정 프레임워크에서 예고한 별도의 신규 다년계약 체결 여부는 미확인
Tomahawk	2026.2.4	연산 1,000발 이상	○ 후속 계약 체결 2026.8.17 229억달러·7년 계약	- 프레임워크가 정식 계약으로 전환됐으나 연도별 발주·인도 물량과 생산능력 확대 일정은 미공개
SM-3 IIA	2026.2.4	생산능력 확대	○ 후속 생산계약 체결 2026.8.10 7.45억달러 생산·유지 계약	- 계약 수량·연도별 인도 일정이 미공개 - 해당 계약이 프레임워크의 전체 증산 목표를 이행하는 장기계약인지는 명확하지 않음
AMRAAM	2026.2.4	연산 1,900발 이상	×	- 프레임워크는 예산·확정 발주가 아니므로 생산목표 실현을 위한 후속 조달계약 필요
SM-6	2026.2.4	연산 500발 이상	×	- 프레임워크는 예산·확정 발주가 아니므로 생산목표 실현을 위한 후속 조달계약 필요
SM-3 IB	2026.2.4	생산 가속화	×	- 구체적인 생산목표와 후속 계약금액·물량 미공개

자료: CSIS, 언론종합, 각 사, iM증권 리서치본부

다만 FY2027 요구량은 확정 주문이나 당해연도 인도 물량이 아닌 행정부의 예산요구 물량으로, 실제 조달로 이어지려면 의회의 재원 승인과 계약에 따른 발주·집행이 필요하다. 특히 PAC-3 MSE 조달 요구량은 전년 대비 839% 증가했으나, 총 3,203발 가운데 2,936발(92%)이 아직 양원 예산결의안 합의에 이르지 못한 Reconciliation 3.0의 의무지출(mandatory spending) 재원에 의존하고 있어 요구량 전망의 예산 반영 여부는 불확실성이 존재한다. 즉, 미국의 미사일 재고 보충 계획은 계획 그 자체로도 재고 회복에 오랜 시간이 걸리지만, 예산안의 통과 여부에 따라서는 그보다 더 긴 시간이 걸릴 수도 있다는 의미다. 미국의 미사일 수요와 장기 증산 의지는 분명하지만, 프레임워크 및 최대 계약가치를 실제 확정 발주·납품 물량과 동일하게 해석하기는 어렵다.

프레임워크 협정은 예산 배정이 아니며, 생산능력 확대가 실제 재고 증가로 이어지기 위해서는 의회의 재원 승인과 국방부의 계약·발주, 업체의 생산 및 납품이 순차적으로 이뤄져야 한다. 더욱이 주요 고성능 미사일의 생산능력 목표 달성 시점이 대체로 2030~2033년에 집중돼 있으며, CSIS에 따르면 고성능 무기는 복잡한 설계와 까다로운 생산공정으로 인해 생산 리드타임이 25~51개월에 달하는 중이다. 또한, 2026년 프레임워크 및 후속 계약이 체결되더라도 공장 증설과 장비·인력 확보, 공급망 확충을 거쳐 확대된 연간 생산능력에 도달하기까지 상당한 시간이 필요하다.

그림34. 주요 무기체계의 생산 목표 달성 시점: 고성능 미사일 목표 생산능력 도달에 수년 소요



자료: CSIS, iM증권 리서치본부

표11. 미사일 조달 요구가 실제 재고 확충으로 이어지는 과정:
CapEx 확대가 실제 재고증가로 직결되지 않음

단계	진행 조건	주요 계약
조달 요구	국방부 예산요구	의회가 물량·금액을 삭감할 가능성
예산 확보	세출법안·조정법안 통과	Reconciliation 3.0 입법 지연 및 통과 여부 불확실
계약 발주	예산을 근거로 실제 주문	계약 상한과 실제 발주액 간 차이
생산능력 확대	공장·설비·인력 투자	증설에 수년 소요
부품 확보	로켓모터·시커·전자부품 조달	공급망 병목
생산·검수	미사일 제조와 성능시험	약 25~51개월의 생산 리드타임
인도	정부 인수·군 배치	인도 우선순위와 일정 변동
재고 순증	산규 인도가 소모량 상회	전쟁·훈련·동맹국 이전으로 지속 소모

자료: CSIS, iM증권 리서치본부

표12. FY2027 제3차 예산조정(Reconciliation 3.0) 입법·집행 절차 및 진행 상황

단계	현재 상태
하원 예산결의안	(H.Con.Res.113), 2026년 7월 22일 통과(216:214)
상원 예산결의안	현재 정체 지점 미통과 - 필요한 표 부족으로 본회의 절차표결 연기
양원 동일 예산결의안 채택	미완료
위원회별 조정지침	미발효
통합 조정법안	미제출
조정법안 양원 통과·대통령 서명	절차 미도달

자료: CSIS, iM증권 리서치본부

*주: Reconciliation 3.0은 트럼프 2기 들어 추진되는 세 번째 예산조정 패키지를 뜻하는 비공식 명칭. 국방비 등 의무 지출(mandatory spending)을 늘리기 위해 추진하는 법안

문제는 시차다. PAC-3 MSE 다년조달계약의 이행 완료 시점은 2035년 3월이고, THAAD 생산계약의 수행기간은 2026년 3월부터 2032년 6월까지다. 증산 계약이 체결되었다는 사실과 실제 탄이 인도된다는 사실 사이에는 최소 수년의 간격이 있으며, 그 사이에 생산되는 물량은 자국 재고 복원에 우선 배정될 수밖에 없다. 결국 향후 3~5년간 미국이 우방국에 내줄 수 있는 유도무기 물량은 없다고 보는 것이 합리적이다. 미국-이란 전쟁 이후 미국의 강한 미사일 수요와 이에 따른 생산 확대 의지를 볼 수 있으나, 이를 단기간의 생산 및 재고 회복과 동일하게 해석하기는 어렵다. 결국 단기간 내 미국의 자체 생산만으로 자국 재고 보충과 동맹국 수요를 동시에 충족하기는 쉽지 않을 전망이다

2-2. 세계시장에서 존재감 작아지는 미국 미사일

우방국 무기 인도 지연 급속 확산 중

미국의 재고 고갈과 공급 부족은 이미 혼자만의 문제가 아니라 우방국의 안보 불안으로 이어지고 있다.

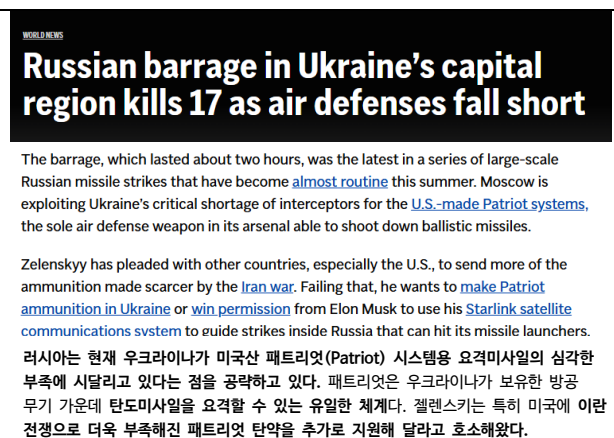
스위스는 22년에 계약한 Patriot 5개 포대를 26~28년에 인도받을 예정이었으나, 우크라이나 우선공급으로 4~5년 지연된 데 이어 이란전쟁 후 추가 지연을 통보받아 26년 5월 기준 당초 대비 총 5~7년 지연이 전망된다. PAC-2 GEM-T 요격탄도 별도로 지연이 통보되었다. 에스토니아는 26년 4월 HIMARS 관련 공급이 일시 중단되었고 7월 재개 수순에 들어갔으나, ATACMS는 대이란 작전과 직접 연계되어 계속 보류 중이다. 영국 국방부는 일부 탄약의 인도 일정이 변경되었다고 의회에 공식 답변했고, 리투아니아는 미 국방부로부터 탄약 인도 지연 가능성을 공식 통보받았다. 핀란드 대통령은 5월경 자국에 보관되어 있던 미국 무기 비축량이 다른 곳으로 이전되었다고 밝혔으며, 노르웨이도 납품 차질 가능성을 통보받았다. 아시아에서는 미 해군장관 대행이 상원 청문회에서 이란작전용 탄약 확보를 위해 대만에 대한 FMS(해외군사판매)가 일시 중단 상태라고 발언했다(*백악관은 이를 반박함). 우크라이나는 Patriot 요격미사일의 심각한 부족에 시달리고 있으며, 이에 미국은 우리나라에 천궁-II 판매를 요구하고 있는 실정이다.

그림35. 미국-이란 전쟁으로 유럽 무기 공급 지연



자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

그림36. 우크라이나의 미국산 Patriot 요격미사일 부족 사태



자료: AP통신(26.08.06), iM증권 리서치본부

개별 국가를 넘어선 통보도 있었다. 미 국무부는 26년 3월 말 NATO 동맹국들에 탄약 인도, 특히 Patriot 지대공 미사일의 인도가 차질을 빚을 가능성을 공식 통보했다. 이러한 일련의 사태는 미국의 무기재고 부족과 공급 차질이 미국 하나만의 문제가 아니라 미국산 무기체계를 운용하는 전 세계 우방국의 공통 문제가 되었음을 보여준다.

표13. 미국-이란 전쟁(2026.02.28) 이후 미국산 미사일유도무기 및 관련 탄약류 수출인도 차질 사례

이란전 영향	대상국	무기체계	당초계획	지연 내용 요약
○	유럽 일부 국가(발트·스칸디나비아 등)	기존 FMS 계약 무기·탄약류 (세부 품목 비공개)	기존 FMS 계약 일정 개별 계약 일정 비공개	이란전쟁으로 미국의 무기·탄약 재고가 소진되면서 기존 계약분의 인도 지연 가능성을 통보. 이후 에스토니아·리투아니아의 통보 사실이 확인됨
○	우크라이나	동맹국 제공 방공요격미사일. 미국산 Patriot PAC-3 포함	- (고정 계약 일정 없음)	젤렌스키 대통령은 2026년 동맹국의 방공유도탄 공급량이 2025년의 3분의 1 수준에 그쳤으며, 주요 원인으로 중동전쟁을 지목
○	에스토니아	HIMARS용 유도탄·로켓, Javelin, ATACMS 지속 인도 보류	일부 탄약은 2026년 나머지는 2027~2028년 분할 인도 예정	이란전쟁으로 HIMARS 탄약 인도가 일시 중단됨. 이후 대부분의 탄약 인도가 재개됐으나 ATACMS는 이란전쟁과 직접 연계돼 보류 지속
○	리투아니아	미국에서 구매한 탄약류 세부 탄종 미공개	품목별 일정 미공개	리투아니아 국방부는 미 국방부로부터 탄약 인도 지연 가능성을 통보받았다고 확인. 구체적인 지연 규모와 변경 일정은 미공개
1차 지연:X 추가지연:○	스위스	Patriot 5개 체계 및 PAC-2 GEM-T 요격탄	2022년 계약 Patriot 5개 체계 2026~2028년 인도	우크라이나 우선공급으로 기존 일정이 먼저 4~5년 지연된 가운데, 이란전쟁으로 추가 지연 및 비용 상승을 통보받음. 스위스는 계약을 유지하면서 한국 포함 3개국과 추가 장거리 방공체계 도입 협상 진행 중(26.06 기준)
○	영국	미국산 미사일 계열 다수	일정 비공개	영국 국방부가 이란전쟁으로 일부 탄약의 인도 일정이 변경됐다고 의회에 공식 답변
△·대만 당국자 의견	대만	PAC-3 MSE 요격미사일	2026년 중 102발 순차 인도 예정. 초도 물량은 2026년 초부터 이미 인도 시작	대만 당국자가 미 국방부의 중동지역 요격미사일 재고 소진으로 PAC-3 인도가 상당히 지연될 것으로 예상한다고 설명. 미국의 공식 일정 변경 발표는 아님

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

표14. 미국-이란 전쟁(2026.02.28) 이후 미국산 미사일유도무기 및 탄약류 외 수출인도 차질 사례

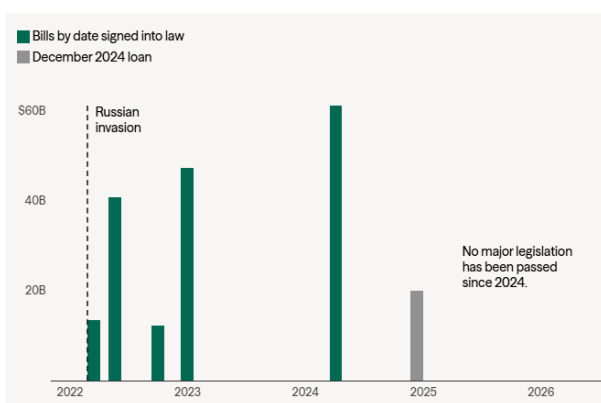
이란전 영향	대상국	무기체계	당초계획	지연 내용 요약
○	핀란드	"미국산 방산장비	개별 계약 일정 비공개	핀란드 대통령은 이란전쟁으로 미국 보유 물량 일부가 다른 지역으로 공급되면서 유럽 대상 방산장비 인도가 지연되고 있다고 확인(26.04). 다만 핀란드 도입분을 포함한 구체적인 대상국·품목·수량·일정 비공개
○·지연통보 단계	노르웨이	세부 품목 비공개	비공개	노르웨이 국방부는 미 당국으로부터 미국산 무기의 인도지연이 발생할 수 있다는 통보를 받았다고 확인(26.05). 다만 현시점 기준(26.09) 공식적인 지연 결정 내려지지 않았으며 세부 품목 등 비공개
×·생산 문제	불가리아	Block 70 F-16 전투기 2차분 8대	2027년 → 2030년 2분기까지 지연 가능성 통보	2026.2 생산능력 부족에 따른 최초 지연 발표에 이어, 록히드마틴이 생산공정상 어려움으로 인도가 2030년 2분기까지 추가 지연될 수 있다고 통보

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

러-우 전쟁부터 쌓여 온 미국의 무기 공급능력 부족

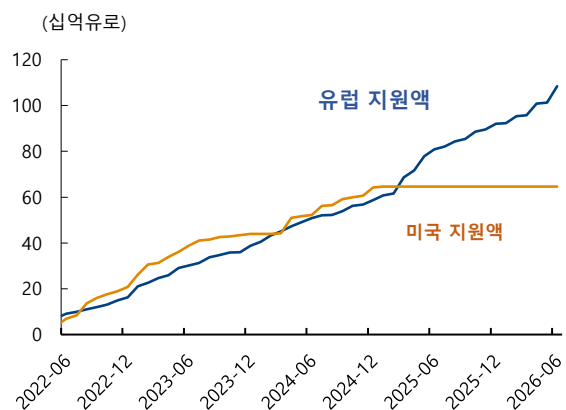
미국산 무기가 공급 차질을 빚은 것은 이번 전쟁이 처음이 아니다. 이미 미국은 2022년 발발한 러시아-우크라이나 전쟁 이후로 여러 종류의 무기 공급에 어려움을 겪어 왔다. 트럼프 美대통령 취임 이후 미국은 우크라이나로의 무기 직접지원을 사실상 중단했으며 무상 원조하던 방향에서 동맹국을 통한 우회지원(FMS: 대외군사판매 등을 통해 동맹국으로 무기를 판매하여 우크라이나로 전달하는 방식) 방식으로 우크라이나 지원 방향을 선회하였다. 바이든 행정부 시절에는 관련 법안이 속속 통과되며 우크라이나에 대한 군사 지원이 활발하였으나, 2025년 1월 취임한 트럼프 정권에 들어와서는 직접 군사지원액이 중단되고 대신 유럽의 지원 부담이 가중되었다. 표면적으로는 급증하는 군사지원액에 따른 경제적 이유가 제기되었지만, 미국의 생산능력 부족으로 인한 공급 부담도 큰 원인이었음을 부정할 수 없다. 러시아-우크라이나 전쟁 이후 미국은 대만 등 주요 우방국과 맺은 무기 계약에서 다수의 지연을 통보하였으며 이러한 문제는 탄약, 자주포 등 재래식 무기는 물론 전투기와 미사일 등 첨단 무기까지 분야를 가리지 않고 발생하였다. 이러한 미국의 공급 부족 사태는 러-우 전쟁 발발 4년이 지난 지금까지도 해소되지 않고 있으며, 여기에 올해 새롭게 발발한 이란 전쟁은 기름을 부었다. 특히 Patriot 계열 미사일들은 우크라이나에 최우선적으로 배정되어 왔으나 이미 공급 부족을 겪고 있었고, 스위스 등 기존의 계약 국가들은 기존에 지연되었던 기간에 더해 이번 전쟁 이후 추가적인 지연을 통보받아 계약 해지까지 검토하는 지경에 이르렀다.

그림37. 미국의 우크라이나 지원법안: 트럼프이후로 진전 없음



자료: CBO, iM증권 리서치본부

그림38. 우크라이나향 군사 지원액: 미국 사실상 중단, 유럽 급증



자료: KIEL, iM증권 리서치본부

표15. 러-우 전쟁(2022.02.24) 이후 미국산 미사일·유도무기 및 관련 탄약류 수출·인도 차질 사례

지연시점	대상국	무기체계	미인도/차질규모	당초 인도 계획	변경 인도 일정	지연 내용
2022.05	대만	FIM-92 스팅어 지대공 미사일	2015 해군 250발 + 2019 육군 250발 = 합계 500발	2015.12년분: 2022년 완료 2019년분: 2026.3월말 완료	2025년말 → 2026년 4분기 인도 개시 예정. 아직 인도되지 않음	우크라이나 지원에 따른 美 재고 감소와 생산능력 부족으로 반복 지연. 美는 육군 소요 추가에 따른 FMS 재협상, 코로나 이후 공급망·자재 부족이라는 입장
2022	대만	FGM-148 재블린 대전차미사일	2019년 증액분 400발+발사장치 42세트. 대만 국방부 기반 자료는 훈련·지원용을 포함해 발사장치 46대로 집계	400발·발사장치 전량 2022년 말까지	400발 전량은 2024.7 인도 완료	생산능력 제약, 코로나 공급망·원자재 문제 및 우크라이나 전쟁 이후 세계 수요 급증에 따른 JJV(레이시온·록히드 JV)
2023.10	대만	공대함 Harpoon AGM-84H/K SLAM-ER	Harpoon 60발·SLAM-ER 135발	2022년 12월 LOA 체결	2026.6 기준 인도 일정 미확정	LOA 이후 美 해군 계약·조달 절차가 장기간 지연돼 생산·인도 일정 미확정
2023	우크라이나	GLSDB 지상발사형 정밀유도탄	비공개	당초 2023년 내 인도 기대	2024년 초 최초인도 러시아 전파방해 대응 개량형 2025.03 다시 공급 시작	생산계약이 2023.3월에야 체결되고 생산·시험 일정이 추가되며 인도 지연
2024~	대만	AGM-154C JSOW Block III (장거리 활공 정밀유도탄)	2017년 DSCA 승인 최대 56발 → 실계약 50발	당초 2023년 인도 계획 → 이후 2025~2026년으로 변경	2027~2028 인도 변경, 아직 미인도	최신 Block III 생산을 위한 생산라인 재가동·부품 조달·체계통합으로 지연
2024	대만	TOW-2B RF 대전차미사일	1,700발 + 발사/표적획득 체계 100세트	2022년부터 인도	2024년 12월 전량 인도 완료	美 생산능력 부족 및 생산분의 미 육군 품질시험 실패로 지연
2024.06	우크라이나, 대만 제외 모든 국가	Patriot·NASAMS 요격미사일	미공개, 수백 발 규모 우크라이나 우선 공급	다른 구매국의 지연 수량은 비공개. 우크라이나로 우선 전용되는 물량이 '수백 발' 규모	우크라이나 우선 공급기간 약 16개월 후부터 기존 구매국 인도가 시작될 것으로 발표, 실제 변경 일정은 국가별로 상이하며 비공개	우크라이나 방공 수요를 우선해 생산 중인 Patriot·NASAMS 요격탄의 타국 인도를 재조정
2025	스위스	Patriot 지대공방어체계 5포대	구체적 영향 포대·미사일 수량 비공개	2026~2028년 인도	미공개. 우크라이나 전쟁 이후 4~5년 지연, 이란 전쟁 이후 5~7년 지연 전망	2025.7. 우크라이나 우선공급을 위한 인도 순위 재조정 통보 이후 이란전 발발로 Patriot 수요 더 늘며 불확실성 확대. 2026.4. 스위스, 대금 지급 보류 유지·계약 해지 옵션 검토
2025.03	우크라이나	Patriot·Stinger·Hellfir 등 군사지원 전 품목	미사일별 수량 미공개	이미 승인·수송 중인 지원물량 계속 인도	8일간 전면 중단 후 2025년 3월 11일 재개	약 1주간의 정책적 전면 중단
2025.07	우크라이나	Patriot 요격미사일, GMLRS, Hellfire, 155mm 포탄 등	개별 금액 비공개, 인도 중단	기존 승인·수송 중 지원물량	2025.7.9부터 155mm 포탄과 GMLRS 공급 재개 확인. Patriot·Hellfire 해당 중단 물량의 재개·완료 여부는 공개되지 않음	美 자체 탄약 재고 부족 우려 및 준비태세 검토에 따라 국방부가 일부 핵심 무기 인도를 선별적으로 일시 중단
2025.11	NATO회원국 및 Ukraine 관련	AMRAAM 등 (Aegis·HIMARS 관련 사업 포함)	모든 무기체계 포함 50억달러 이상 수출거래	개별 계약 일정 미공개	2025.11.12 정부 섯다운 종료 후 절차 재개가 가능해졌으나, 개별 거래의 백로그 해소·변경 인도일은 공개되지 않음	美 연방정부 섯다운으로 담당 인력 약화로 인해 의회 통보·수출승인 절차 적체

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

* 주: 지연 기준 시점은 계약일이 아닌, 생산·인도·수출 차질이 공식 발표 또는 보도로 최초 확인된 시점

표16. 러-우 전쟁(2022.02.24) 이후 미국산 미사일·유도무기 및 탄약류 외 수출·인도 차질 사례

지연 시점	대상국	무기체계	미인도/차질규모	당초 인도 계획	변경 인도 일정	지연 내용
21~24	튀르키예	F-16 Block 70	최초 신조 40대 + 개량키트 79세트 최대 230억 달러 추정	2021.9.30 구매요청(LOR) 제출	2024.1.26 국무부 승인 → 2024.10.31 초도금 14억 달러 납부 → 인도는 2026년 개시 예상	약 27개월의 '승인 지연'. 스웨덴 NATO 가입 비준 및 미 의회 반대와 연계된 정치적 지연으로 생산·인도 지연은 아님
2022.02	불가리아	1차 F-16 Block 70	8대, 13억 달러 (2019.7 계약)	2023년 최초 인도	2025.4.2 초도기 도착, 2025.12.16 최종 2대 도착해 8대 전량 인도 완료	과거 인도지연, 현재 해소. 코로나19 공급망·생산 차질로 약 2년 지연
2022.03	슬로바키아	F-16 Block 70/72 14대	약 15.9억 달러 (2018.12 계약)	2022~2023년 인도	최초 2대 2024.2.29 그린빌 인수 → 2024.7.22 본국 도착. 2026.2 기준 10대 보유, 잔여 4대 2026년 중	그린빌 신규 F-16 생산라인 가동 지연 + 코로나 공급망 충격
2022.05	대만	M109A6 Paladin 자주포	40문 전량 (승인 상한 7.5억 달러, 대만 예산 NT\$173.9억)	2023년 8문, 2024년 16문, 2025년 16문	美측 '2026년 이후에나 가능' 통보 → 사실상 사업 철회 요구 → 대만이 HIMARS 등으로 대체	생산지연 후 사업 취소. 미국 측은 혼잡한 생산라인을 사유로 설명
2023.05	대만	F-16V Block 70	66eo, 승인 상한 80억 달러 2025.11 기준 50여 대 생산 진행 중	2023~2026년 전량 교기 (특별조례 예산 집행기한 2026년말)	초도 2대 2026년 8월 미국을 출발했으나, 현시점 대만 도착 및 공식 인수는 미확인	현재 진행 중인 인도지연. 공급망, 소프트웨어 통합, 생산라인 이전·재가동 등이 원인
23~24	미군 및 F-35 도입국 (덴마크·벨기에 등)	F-35A TR-3 적용 기체	국가별 지연 수량 비공개. 전 세계적으로 수십 대가 적체됐으며, 보도 시점에 따라 약 72대로 추정(미군용 포함)	국가별 기존 계약 일정에 따라 2023~2024년 인도	2024.7 제한형 TR-3 기체 인도 재개 → 2025.5 계류 72대 백로그 해소. 다만 업그레이드 버전의 TR-3 적용 지연은 지속	TR-3 업그레이드 소프트웨어 미완성으로 미 정부가 신규기 인수를 거부. TR-3 하드웨어 부품 증산도 지연
2023.11	우크라이나	GLSDB 장거리 유도폭탄	개별 계약금액 비공개	2023년 봄(최초 관측) → 2023년 하반기	2023.12말 보잉→미 국방부 납품 → 2024.2 우크라이나 최초 인도	미 국방부-보잉 생산계약이 2023년 3월에야 체결, 미군 미보유 신규 체계라 검증시험 추가
2024	이스라엘	일반목적 항공폭탄 3,500발	2,000lb 1,800발 + 500lb 1,700발	2024년 5월 선적 예정	500lb 2024.7 재개/2,000lb 2025.1 보류 해제, 2월 도착	라파 민간인 피해 우려로 선적을 정책적으로 보류
24~25	인도	AH-64E Apache 공격헬기	6대	2024년 5~6월	초도 3대 2025년 7월, 잔여 3대 2025년 12월 도착	과거 인도지연, 현재 해소. Boeing의 공급망·물류 문제로 약 13~18개월 지연
2025.07	우크라이나	155mm 포탄	8,496발	바이든 행정부가 약속한 지원분. 구체적인 출발 일정 비공개	2025.7.1 중단 → 7.10경 155mm·GMLRS 우선 재개	군사원조 인도 보류. 미국 재고·군사대비태세 검토가 원인
2025.11	NATO 국가 (덴마크·폴 란드 등)	Aegis 전투체계, M142 HIMARS 발사대 관련 거래	비미사일 품목의 수량·금액 비공개 전체 지연 거래는 50억 달러 이상이나 AMRAAM 등 미사일 거래 포함	개별 계약 일정 비공개	개별 변경 일정 비공개	2025.10.1~11.12 연방정부 셋다운으로 국무부 정차군사국 인력이 평시의 약 25%로 축소되면서 FMS 의화통보 및 민간 수출허가 절차 지연
2026	대만	MQ-9B 무인정찰기 4대	정 영향 4대 현재 기준 잔여 2대	미 국방부의 2023.5 계약 공고상 사업 완료 예정일 2025.5.5	1차 2대: 2026.3 미국에서 인도식, 2026.6 대만 도착·시험. 잔여 2대: 2027년 예정	미 공군이 2024.3 인도 일정을 2026~2027년으로 확정한 확정 지연 사례

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

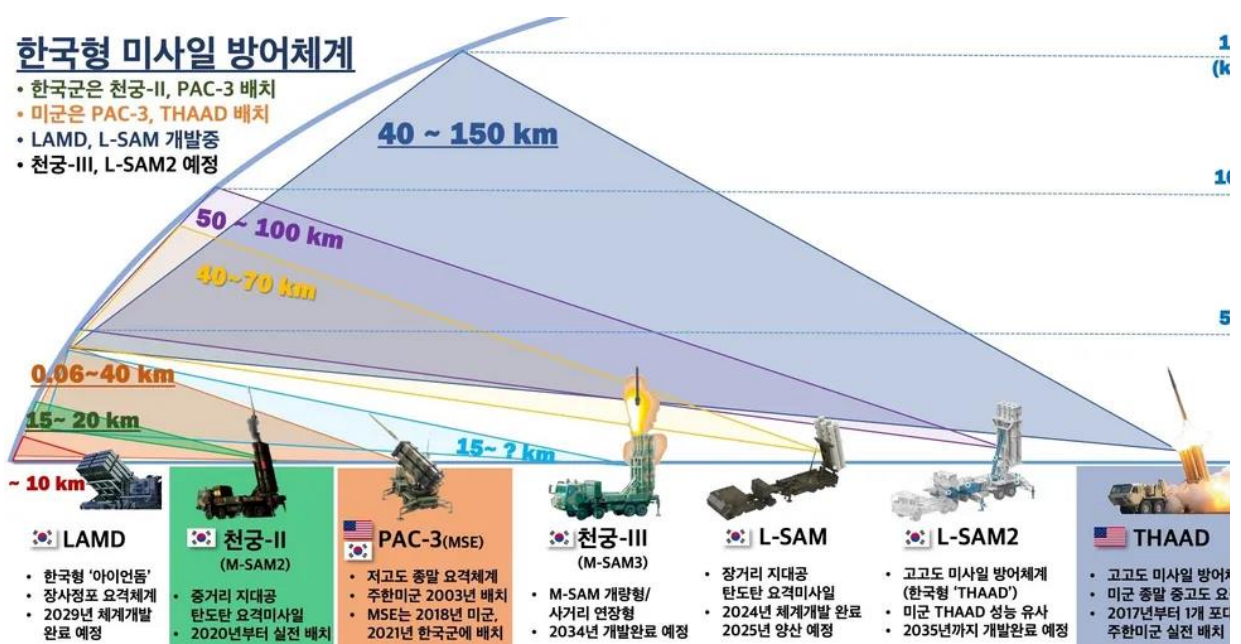
* 주: 지연 기준 시점은 계약일이 아닌, 생산·인도·수출 차질이 공식 발표 또는 보도로 확인된 시점

미국의 빈 자리, 즉시 대체 가능한 한국산 무기

여기서 한국 방위산업의 기회를 명확히 직시할 필요가 있다. 미국 본토로의 직접 수출은 여전히 구조적 제약 아래 있다. 우리나라는 미국이 RDP(Reciprocal Defense Procurement, 국방상호조달협정)를 체결한 28개 우방국에 포함되지 못한 유일한 방산수출 상위국이며, BAA(Buy American Act)에 따라 국방분야 조달에서 50%의 가격 가산 페널티를 부담한다. 트럼프 정부의 미국산 우선 기조 강화로 RDP 협의도 사실상 교착 상태다. 26년 8월 한화디펜스USA의 미 육군 차세대 자주포 시제품 계약은 OTA라는 예외 규정을 통해 이 제약을 우회한 사례로서 그 자체로 기념비적이나, 미 국방부의 연간 해외 무기류 구매액이 14억 달러(약 2조원) 수준이라는 점을 감안하면 대미 직수출이 단기간에 업종 실적을 좌우하기는 어렵다.

반면 미국이 인도하지 못하게 된 제3국 시장은 규모와 시급성이 전혀 다르다. 앞서 정리한 지연 사례는 스위스, 에스토니아, 영국, 리투아니아, 핀란드, 노르웨이, 유럽 NATO 전체, 대만, 우크라이나에 걸쳐 있다. 이들의 공통점은 세 가지다. 첫째, 이미 미국산 방공·화력 체계를 운용하고 있어 소요가 확정되어 있고 예산도 확보되어 있다. 둘째, 지연 통보를 받은 시점에 대체재를 찾을 유인이 즉시 발생했다. 셋째, 미국산 체계에 깊이 통합되어 있는 만큼 대체재를 고를 때 가격보다 기존 방공망과의 연동성이 더 중요하다. 한국 방공무기가 매력을 갖게 되는 지점이 바로 이 부분이다.

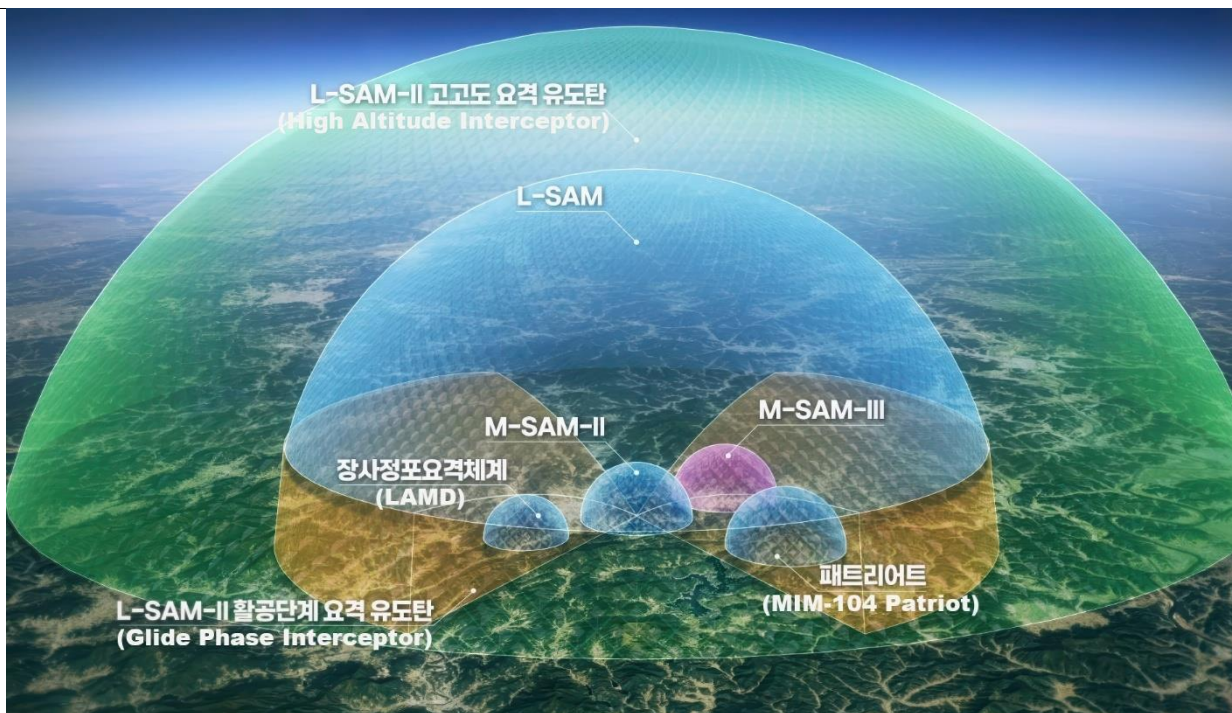
그림39. 한국형 미사일 방어체계(KAMD)



자료: 아산정책연구원, iM증권 리서치본부

우리나라가 이미 중동에서 확보한 천궁-II 레퍼런스는 미국산과의 상호 운용성에 신뢰를 더해 주는 자산이다. UAE(22년 1월, 4.1조원, 10개 포대), 사우디아라비아(23년 11월, 4.3조원, 10개 포대), 이라크(24년 9월, 3.7조원, 8개 포대)와의 계약은 한국산 중거리 방공체계가 미국산 방공망과 함께 운용되는 실제 사례이다. UAE와 사우디아라비아는 장거리용으로 미국 THAAD를, 중거리용으로 미국 Patriot와 한국 천궁-II를 운용한다는 전략이다. 심지어 이라크는 구소련제 방공체계와 주둔 미군의 Patriot에 의존하고 있었으나 미군의 순차적 철수에 따라 방공체계를 한국의 천궁-II로 대체한다는 계획이다. 굳이 중동을 예로 들지 않더라도, 이미 대한민국의 방공망 자체도 미국 무기와 국내 자체 개발 무기와의 혼용으로 이루어져 있다. 한국산 방공체계와 미국산의 혼성 운용은 이미 교차 검증된 신뢰성 있는 선택지다.

그림40. 한국형 미사일 방어체계(KAMD)



자료: 국방부, iM증권 리서치본부



[Part II]

이란전쟁으로 미국이 얻은 것들

II. 미국이 얻은 것들

[에너지]

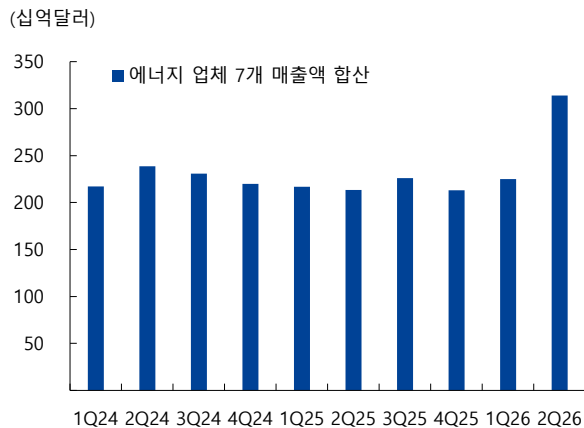
1. 가격 강세 속 점유율 확대를 통한 고마진 향유

미국 에너지 업체: 가격 강세에 수출량 확대로 이익 급증

이란전쟁으로 인한 에너지 가격 강세가 인플레이션과 금리인상 부담을 높인 것은 미국이 잃어버린 최대 손실 중 하나이다. 트럼프 지지율도 낮아지긴 했으나, 이는 그와 공화당에 국한되는 문제일 뿐 미국이라는 국가의 손실로 볼 수는 없다. 또한 조금 더 엄밀히 따지면 이번 물가 상승의 피해도 사실은 미국 소비자들의 몫이다.

오히려 이번 사태로 인한 에너지 가격 강세를 미국 에너지 업체들의 손익과 정부 재정수입 측면에서 바라보면 손해라고 단정짓기 어렵다. 에너지 가격 상승 속에 러시아와 중동 국가들은 설비 타격으로 생산 및 수출이 제한되고 있는 반면, 미국 업체들은 그 빈 자리를 대체하면서 전쟁 이후 매출과 영업손익이 큰 폭 성장했기 때문이다. Exxon Mobil, Chevron, Marathon, Valero Energy, Conoco Phillips, EOG Resources, Occidental 등 오일메이저 및 E&P 7개 업체들의 2026년 2분기 합산 매출액은 1분기 대비 +47%, 영업이익은 +170% 각각 증가했다.

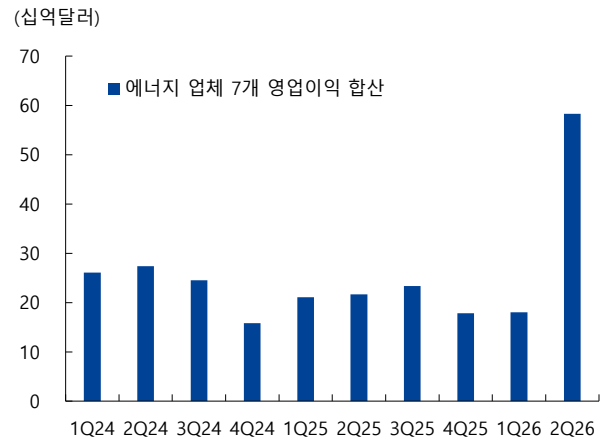
그림41. 미국 정유사 및 E&P 업체 7개 매출액 합산 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: Exxon Mobil, Chevron, Marathon, Valero Energy, Conoco Phillips, EOG Resources, Occidental 등 총 7개 업체 합산

그림42. 미국 정유사 및 E&P 업체 7개 영업이익 합산 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: Exxon Mobil, Chevron, Marathon, Valero Energy, Conoco Phillips, EOG Resources, Occidental 등 총 7개 업체 합산

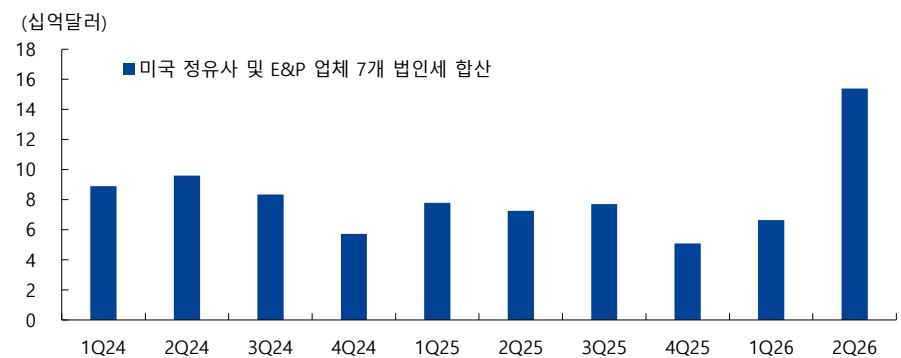
미국 정부: 재정수입 확대 + 에너지 부문 무역수지 개선

에너지 업체들의 영업이익 증가는 이들이 정부에 납부하는 법인세가 늘어난다는 의미이기도 하다. 앞서 언급한 미국 오일메이저 및 E&P 업체 7곳의 영업이익이 급증하면서 2026년 2분기 이들이 납부한 법인세만 총 15.4십억달러에 달했는데, 전년동기 7.7십억달러 대비 112% 증가한 규모이다. 에너지 업체들에게 부과된 법인세는 고스란히 미국 정부의 재정수입 확대에 연결된다.

한편, 이란전쟁 직후인 3월 기점으로 미국 에너지 수출량이 늘어나면서 무역수지 개선 효과를 누릴 수 있었다는 점도 정부 차원에서는 이번 이란전쟁으로 얻은 것 중 하나로 구분된다. 비에너지 무역수지가 훨씬 더 큰 폭으로 늘어나며 전체적인 개선은 제한적이었으나, 그럼에도 에너지 부문의 무역수지가 2026년 3~7월 누적 66십억달러로 전년동기 22십억달러 대비 3배 가량 확대됐다는 점이 인상적이다.

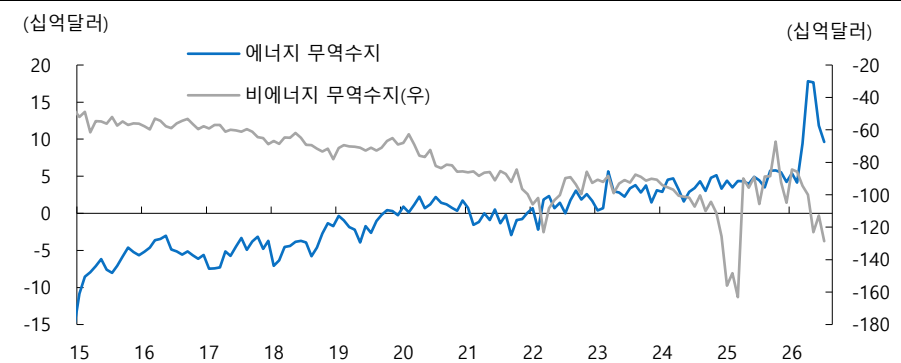
미국은 에너지 최대 생산국이자 소비국인 만큼 이번 이란전쟁의 여파가 단순하진 않다. 소비자들에게는 물가상승과 이로 인한 가처분소득 감소라는 부정적 효과를 야기했지만, 에너지 업체에겐 이익 성장의 기회가 되었고 정부도 그 연장선으로 재정수입 확대 및 에너지 부문 무역수지 개선 효과를 누릴 수 있었다. 이를 모두 종합적으로 고려하면 이번 중동사태가 미국에 완전히 손실만 입힌 것은 아니다.

그림43. 미국 정유사 및 E&P 업체 7개 법인세 합산 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림44. 미국 에너지 및 비에너지 무역수지 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

단기 내 정상화 어려운 에너지 시장, 유력한 대체 공급처 미국의 수혜

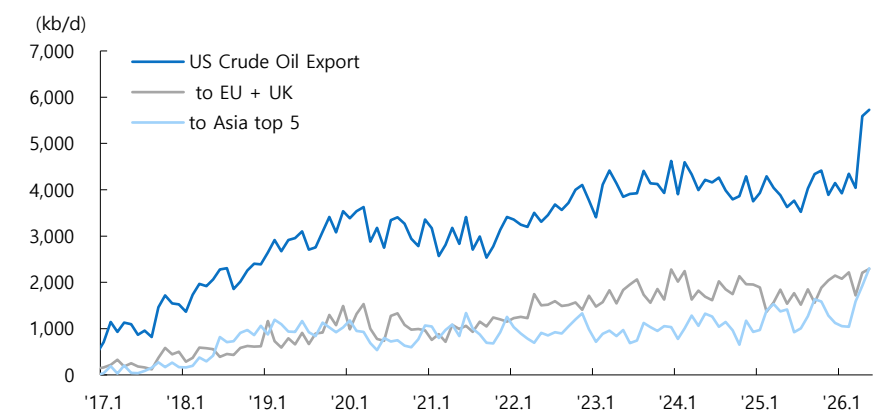
[원유] 더욱 공고해지는 글로벌 최대 산유국이자 원유 수출국의 지위

미국은 2018년을 기점으로 러시아와 사우디의 원유 생산량을 넘어서며 글로벌 최대 산유국의 지위를 확보했다. 이제 5년째 들어선 러-우 전쟁에 이어 반 년이 훌쩍 지난 미-이란 전쟁으로 미국의 최대 산유국 및 수출국이라는 입지는 더욱 굳건해지고 있다. 특히 두 차례 전쟁으로 러시아와 중동 산유국 에너지 인프라는 상당부분이 타격을 받아 종전 이후에도 수리 및 정상 가동까지 시간이 꽤 걸릴 것으로 예상된다. 그러나 미국은 이번 중동전쟁의 주체자임에도 불구하고 유전과 정제설비, 터미널과 항구 등 인프라에서 타격을 받은 것은 거의 없다.

이에 에너지 생산과 수출에 차질 발생한 다른 산유국들과 달리, 미국은 정상적인 생산활동을 영위하고 있을 뿐만 아니라 그들의 빈 자리를 빠르게 채워가고 있다. 연초 약 400만b/d 달하던 미국 원유 수출량이 미-이란 전쟁 이후에는 500만b/d 훌쩍 넘어섰고, 5월에는 570만b/d 넘어서며 연초 대비 약 46% 증가했음이 이를 잘 방증한다. 특히 중동산 원유 의존도가 높았던 아시아로 수출량이 급증했는데, 전쟁 이전만 하더라도 25% 그쳤던 아시아 5개국(한국, 인도, 일본, 태국, 대만)의 비중이 2026년 6월에는 40% 수준까지 대폭 증가했다. 아시아 국가들은 미국과의 지리적 거리와 성상 차이 등으로 미국산 원유 구매를 좀처럼 크게 늘리진 못하고 있었는데, 이제는 비용 부담이 높아지더라도 미국에 의존할 수밖에 없게 되었다.

종전 이후에 호르무즈 통행이 정상화되면 미국산 구매를 재차 줄이겠지만, 원유 조달의 안정성 측면에서 이전보다는 비중동산 원유 비중을 높게 가져갈 가능성이 높다. 특히 비중동산 중에서도 물량이 많고, 아시아 정유사들이 이미 다른 경험에 있는 미국산 원유가 가장 적합하다. 따라서 미국은 이번 중동사태로 글로벌 최대 원유 수출국의 입지를 더욱 공고히 다졌을 뿐만 아니라, 주요 수입처인 아시아를 신규 고객으로 대거 확보하게 된 셈이니 이것 역시 미국이 얻은 것이다.

그림45. 미국 원유 수출량 및 유럽, 아시아향 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 아시아 5개국은 한국, 인도, 일본, 태국, 대만 등임

[정제품] 정제마진 강세 속에 수출량 급증에 따른 고마진 향유

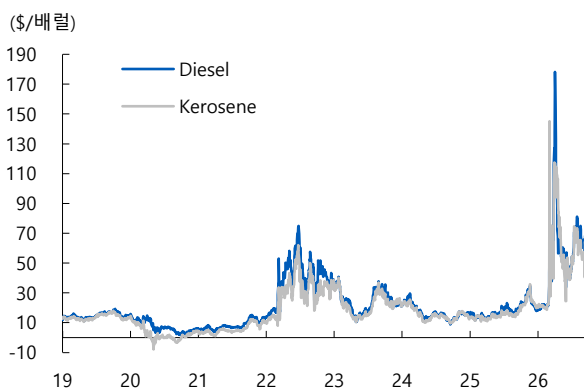
특히 최근의 정제품 강세는 글로벌 에너지 공급이 얽히고설킨 결과이고, 종전이 되더라도 러시아와 중동산 물량이 단기에 정상적으로 출회되긴 어려운 만큼 미국 정유사들은 대체 공급자로서 오랫동안 이익을 향유할 수 있을 전망이다.

지난 2월 28일 시작된 미-이란 전쟁은 6개월이 지나도록 뚜렷한 탈출구가 전혀 보이지 않고, 러-우 전쟁도 5년차에 접어들며 에너지 시장은 완전히 얽히고설킨 모습이다. 그나마 원유는 미국의 수출량 증가와 러시아와 중동 산유국들의 우회 물량 출회 등으로 겨우 80~90달러대를 방어하고 있으나, 정제품은 사뭇 다르다. 특히 디젤은 Dubai 대비 2026년 평균 마진이 53달러로 2022년 러-우 전쟁 당시 40달러도 크게 상회하고 있다. 현 시점에서 디젤 가격을 하향 안정화시킬 요인도 보이지 않는데, 이는 주요국들의 공급 감소를 넘어 보다 고차원적인 문제이다.

[1] 당초 유럽 디젤 수입의 60~70% 차지하던 러시아산은 2022년 러-우 전쟁 이후 제재를 받으며 유입이 급감했고, [2] 그 자리를 대체하던 중동산도 미-이란 전쟁 이후 크게 줄었다. 그나마 전쟁 중에도 정제품 생산을 빠르게 늘리고 있는 곳은 저가 러시아산 원유 최대 수입국인 인도인데, [3] 2026년 1월 말부터 시행한 EU 18차 제재로 유럽이 해당 물량을 정상적으로 수입하긴 어렵다. [4] 한편, 디젤 공급 타이트 속에 곧 다가올 동절기를 앞두고 유럽에서는 LNG 재고가 상당히 낮다는 점도 우려스럽다. 이는 난방용 대체 수요로 등유와 경유 수요를 또 한번 자극할 수밖에 없어 현재의 가격 강세가 좀처럼 안정화되긴 어렵겠다. [5] 미국이 대체 공급자로서 디젤 수출을 높이며 휘발유 생산이 상대적으로 줄고 있는 것은 디젤에 이어 휘발유 가격까지 연쇄적으로 상승할 수 있음을 시사한다.

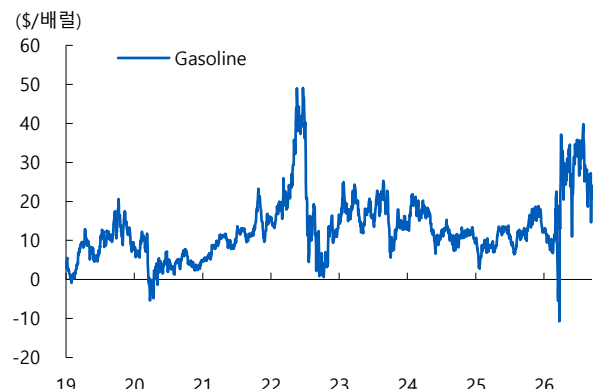
이처럼 정제품 공급이 완전히 꼬여버린 상황에서 미국이 유력한 대체 공급자로서 부상하고 있다. 미국 정유사들은 이례적으로 가동률을 평균 98% 수준으로 끌어올려 할 수 있는 최대치로 생산하고 있고, 수출량도 빠르게 늘려가고 있다. 전쟁 직후인 3~8월 정제품 수출량은 +15%YoY 증가했는데, 정제품 강세 속에 수출량 급증으로 미국 정유사들의 고마진 효과가 확실히 두드러지는 셈이다.

그림46. 등/경유 마진 추이



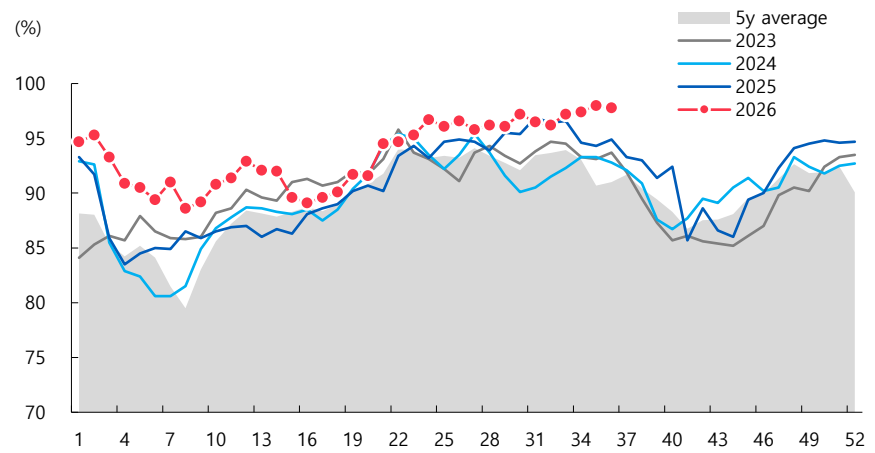
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림47. 휘발유 마진 추이



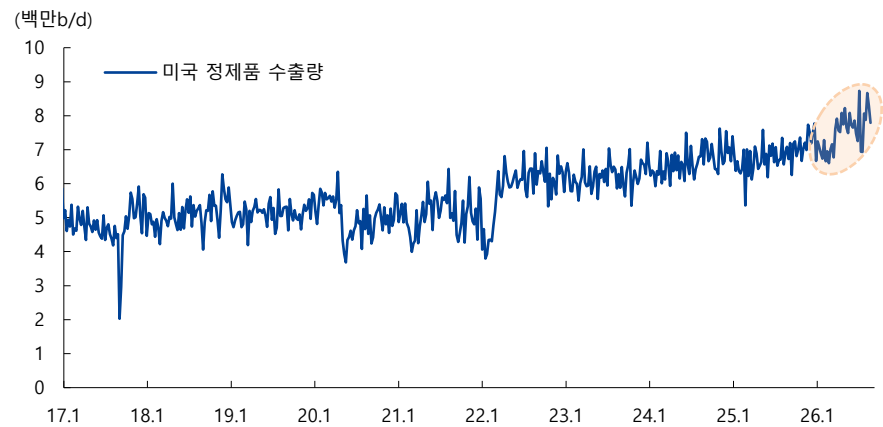
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림48. 미국 정제설비 가동률 추이



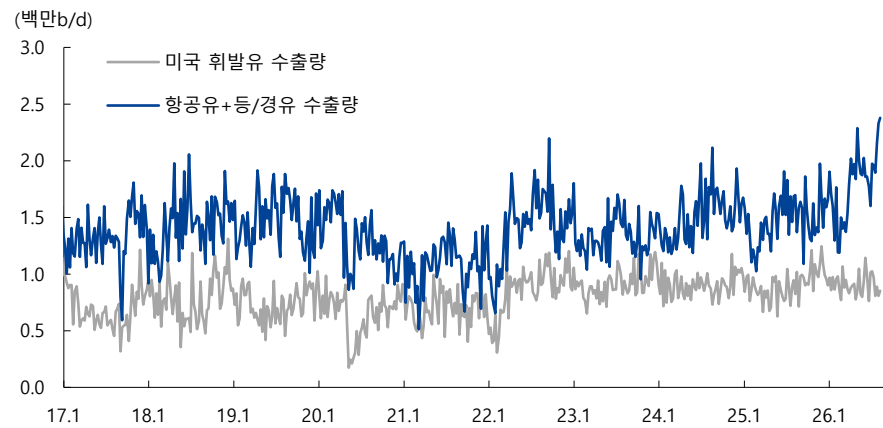
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림49. 미국 정제품 수출량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림50. 미국 휘발유 vs 항공유+등/경유 수출량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

특히 정제품 시장은 완전히 얹히고설켜 단기 내 공급 정상화 어려워

1. 두 차례 전쟁으로 글로벌 정제설비의 약 10% 공급차질

미국 제외한 대부분 지역은 직간접적으로 정제설비 가동에 차질 겪는 중

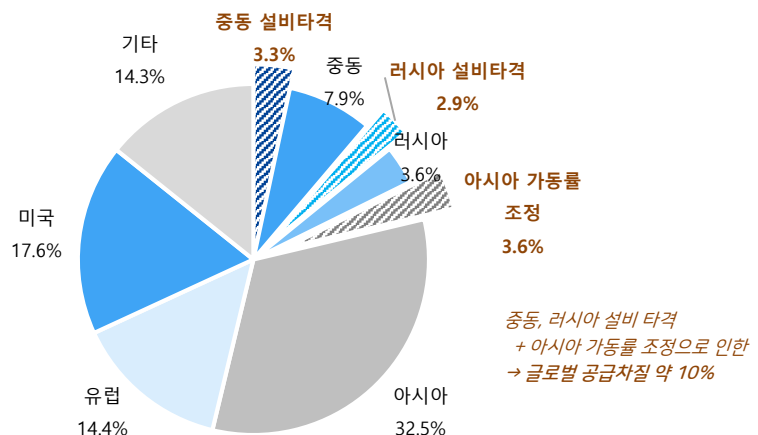
2022년 러-우 전쟁 이후 EU는 러시아산 에너지에 대한 제재를 점차 강화해갔고, 그 빈 자리는 중동과 미국을 통해 채우기 시작했다. 그러나 러시아산 유입 감소로 절대적인 수입량 자체가 2022년 대비 15~20% 줄었을 뿐만 아니라, 2026년에는 미-이란 전쟁 발발로 주요 대체국이었던 중동산 공급에도 차질이 발생하고 있다.

중동 정제설비 용량은 1,170만b/d로 글로벌 전체 설비의 11%에 달한다. 이란은 중동의 대표적 친미국가인 사우디와 UAE 등 주변 산유국 에너지 인프라를 대거 공격했고, 그 타격으로 가동이 중단된 정제설비는 7월 말 기준 350만b/d 내외에 달한다. 이는 중동지역 정제설비의 30%, 글로벌 전체 대비로는 3.3% 규모이다.

러시아에서도 차질 발생한 용량은 300만b/d 내외로 글로벌 정제설비의 2.9%를 차지한다. 아시아에서는 직접적인 설비 타격은 없었지만, 중동산 원유 도입량이 감소하면서 가동률이 일부 조정되고 있다. 2025년 대비 2026년 평균 가동률이 10%pt 더 낮아는데, 그 규모는 글로벌 전체 설비의 3.6%로 계산된다.

러-우 전쟁과 미-이란 전쟁이 직간접적으로 공급차질을 야기한 정제설비 규모를 모두 합산하면 1,000만b/d 달해 글로벌 공급량의 10% 수준이다. 여기서 주목할 부분은 이란전쟁의 주요 당사국임에도 미국 내 정제설비는 전혀 타격이 없었으며 오히려 생산과 수출을 늘려 경제적 이득을 누리고 있다는 점이다.

그림51. 러-우 전쟁과 미-이란 전쟁으로 인한 글로벌 정제설비 공급차질 규모



자료: iM증권 리서치본부

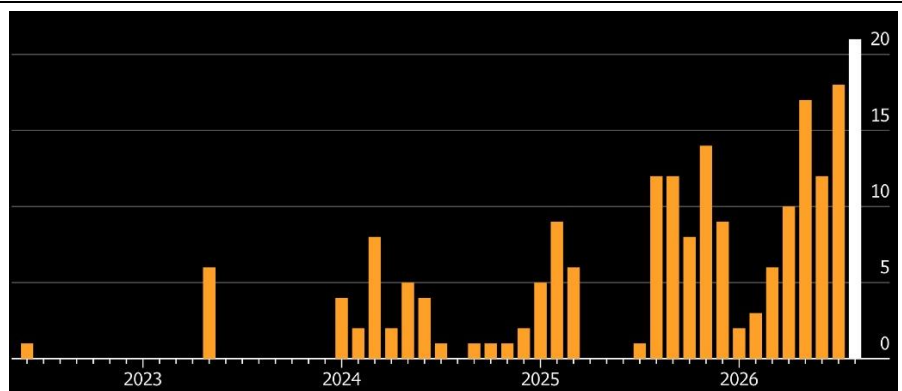
2. 글로벌 최대 디젤 수출국 러시아의 공백 본격화

잇따라 연장되는 러시아의 정제품 수출금지, 연말까지 장기화될 가능성 농후

최근 우크라이나는 러시아 에너지 인프라에 대한 공격 수위를 점점 높이고 있다. FT 보도에 따르면 7월 말 기준 러시아 명목 정제설비(nominal capacity)의 45% 내외에 타격이 발생한 것으로 파악된다. 그러나 8월 말에도 러시아에서 4번째로 처리용량이 큰 32만b/d 규모의 NORSI 설비가 드론 공격으로 가동 중단했음을 고려하면 현재는 FT 보도된 수치보다 그 규모가 좀 더 클 것으로 추정된다.

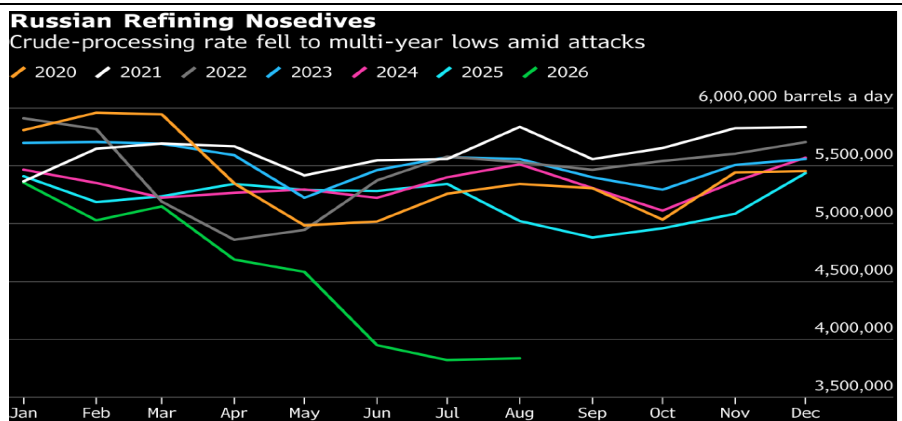
이처럼 잇따른 정제설비 차질로 정제품 공급이 감소하자 러시아는 당초 7월에만 한시적으로 실행했던 정유사들의 휘발유와 디젤 수출금지 조치를 9월 말까지로 두 차례 연장했고, 이제는 오히려 인도와 한국에서 정제품을 수입하고 있다. 만약 우크라이나와의 무력충돌이 약화되거나 혹은 러시아 우위로 전세가 역전되면서 추가적인 설비 훼손이 없다면 10월부터 수출은 점차 재개되었으나, 현재로서는 이를 함부로 단정짓기 어렵다. 오히려 비생산자의 수출금지가 2027년 1월 말까지 적용됨을 고려하면 생산자 수출금지도 9월 말 이후 추가 연장될 가능성이 높다.

그림52. 우크라이나의 러시아 정제설비 타격 건수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림53. 러시아 정제품 처리량 추이



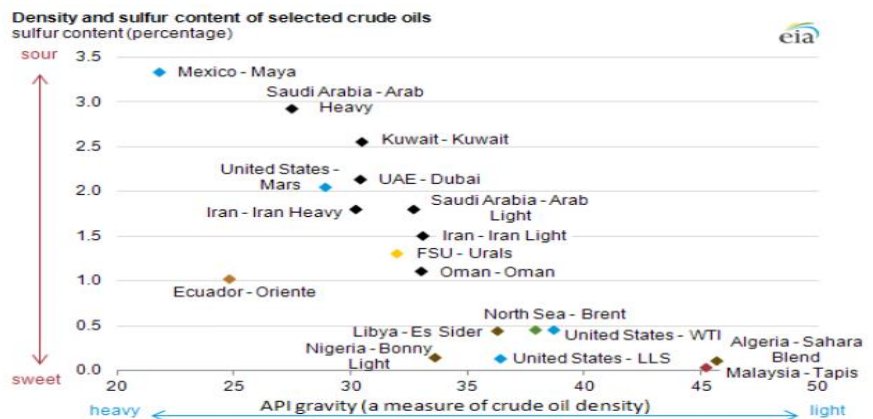
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

특히 디젤 수급밸런스 붕괴의 시발점이 된 러시아 생산 차질

러시아에서 주로 사용하는 Ural 원유는 사우디 Arab Light, UAE의 Dubai, 오만 Oman 등 중동산 원유와 유사한 Medium sour 성상을 갖고 있어 경질유분보다는 중질유분 수율이 상대적으로 높다. 또한 러시아의 내수 수요도 화물 트럭과 철도, 군수용 디젤 등을 중심으로 발전해왔기 때문에 기본적으로 휘발유보다는 등유와 경유 같은 중간유분 생산비중이 더 높은 편이다.

이 같은 생산구조는 러시아의 휘발유 수출은 10~20만b/d 그치며 글로벌 교역에 미치는 영향력이 미미한 반면, 디젤은 수출량이 평균 100만b/d 상회하며 글로벌 교역량의 10~12% 차지하는 2위 국가로 자리잡게 된 배경이다. 참고로 러시아는 유럽의 제재 강화에도 수출처만 남미와 아프리카 등으로 전환했을 뿐, 수출 물량 자체는 기존 레벨을 대부분 유지했던 것으로 파악된다. 여러 제재에도 불구하고 정제설비 타격이 본격화되기 전인 2025년까지만 하더라도 글로벌 디젤 시장에서 러시아의 영향력은 여전히 상당했던 셈이다.

그림54. 원유 유종별 특성 비교: 러시아 Ural 원유는 중동산과 유사한 medium sour 성상

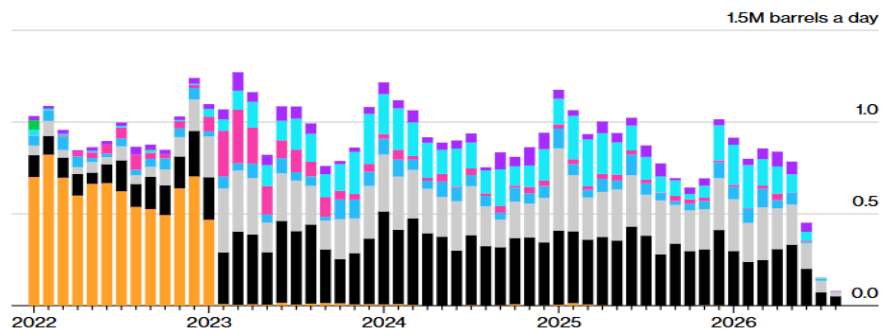


자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림55. 2022년 이후 러시아 디젤 수출 국가별 추이

Russian diesel/gasoil shipments collapse amid refinery attacks and export ban

Legend: EU27/UK (orange), Other Europe (black), Africa (grey), Asia (blue), Middle East (pink), South America (cyan), North America (green), Others (purple)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

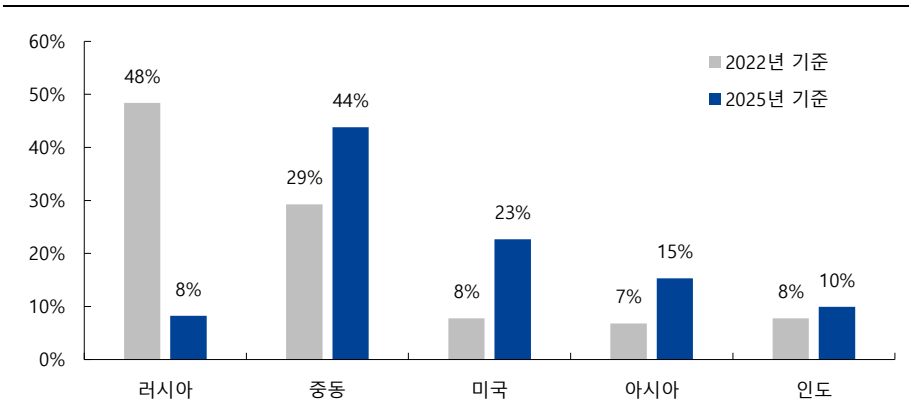
3. 마-이란 전쟁으로 중동 산유국들의 정제품 생산에도 차질

유럽 시장에서 러시아의 빈 자리를 채워주던 주요 대체 공급처 중동

글로벌 주요 디젤 수출국 러시아 생산차질에 이어, 유럽에서 러시아의 빈 자리를 대체해주던 중동 지역의 생산에도 타격이 발생하고 있다. 이란이 미국과의 전쟁 중에 사우디와 UAE 등 중동 내 대표적인 친미 국가들에 대한 공격을 단행하면서 지금까지 약 350만b/d 규모의 정제설비가 타격을 받은 것으로 파악된다.

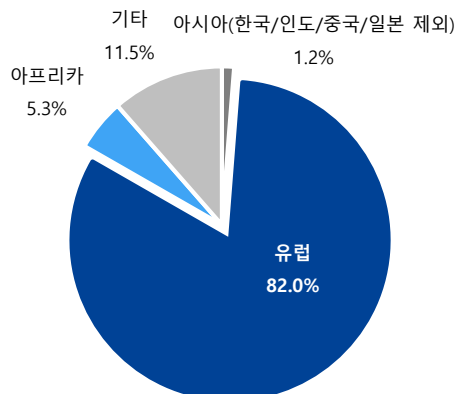
중동은 2022년 이후 러시아의 빈 자리를 채워 주던 주요 수출국이었던 점에서 생산차질의 타격이 더 치명적이다. 특히 이는 러시아 대신 중동산으로 구매처를 빠르게 전환했던 유럽에게 가장 충격이 크다. 유럽은 러시아 제재 이후 중동과 미국, 아시아 등으로 디젤 수입처를 전환했고, 그 중에서도 지리적으로 인접한 중동 의존도를 높이며 2025년 기준 유럽의 디젤 수입에서 중동산 비중은 44% 달했다. 중동이 수출한 항공유와 경유에서도 유럽이 각각 82%, 18% 차지하는 등 중간유분 시장에 있어서 두 지역의 상호의존도는 상당히 높았다.

그림56. 유럽의 디젤 수입 국가별 비중 변화: 2022년 vs 2025년



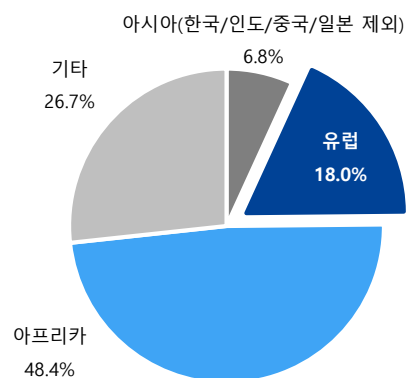
자료: S&P, iM증권 리서치본부

그림57. 중동의 등유/항공유(Jet/Kero) 지역별 수출 비중 (2025년)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림58. 중동의 경유(Diesel/GasOil) 지역별 수출 비중 (2025년)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

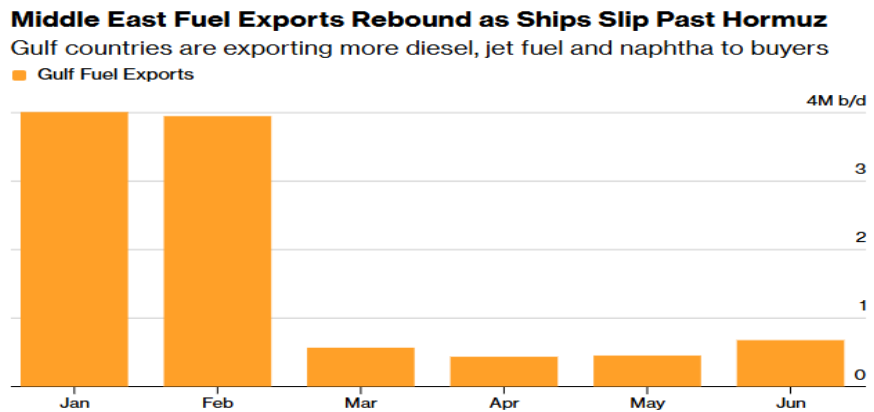
미-이란 전쟁으로 중동지역 정제품 수출량 연초 대비 10% 남짓에 불과

이 같은 정제설비 타격으로 연초만 하더라도 400만b/d 달하던 중동지역 정제품 수출은 미-이란 전쟁이 발발한 3월 이후 계속 50~60만b/d 내외에 그치고 있다. 기존의 10~15% 남짓에 불과한 최근 수출량은 원유 대비로도 감소 폭이 상당히 크고, 최근까지도 좀처럼 늘어날 기미는 보이지 않는다. 이는 정제설비 차질 뿐만 아니라, 중동 에너지 수송의 요충지인 호르무즈 봉쇄 영향이 큰 것으로 추정된다.

원유와 정제품 운송구조 차이로 중동산 정제품 출회는 제한적일 듯

원유는 선박들이 해협을 지날 때 자동식별장치(AIS)를 켜고 통과하거나 사우디의 얀부항과 UAE 푸자이라항구 같은 우회로를 통해 물량이 조금씩 출회되고 있다. 또한 원유는 VLCC로 평균 200만배럴씩 대규모로 싣는 만큼 운송 비용이 배럴당 10달러 남짓에 그쳐 나름대로 감내할 수 있는 수준이다. 반면, 정제품은 휘발유와 항공유 등 제품별로 각각 성상이 다르고 원유보다 거래 단위가 작아서 MR, LR 탱커를 활용해 상대적으로 소규모로 운송된다. 이 같은 구조 특성상 정제품 운송 비용은 배럴당 40~60달러로 원유보다 훨씬 높아 AIS 장치를 켜거나 우회로를 통한 출회가 더 제한적으로 이뤄지고 있는 것이다.

그림59. 2026년 미-이란 전쟁 이후 중동의 정제품 수출량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표17. 유조선 선종별 특징 및 비교

선종	선박 크기(천DWT)	선적 용량(천배럴)	주요 적재 품목
VLCC	200~320	1,800~2,200	원유
Suezmax	120~200	900~1,100	원유
Aframax	80~120	500~800	원유
LR2	80~120	600~800	정제품
LR1	55~80	400~550	정제품
MR	25~55	300~500	정제품
Handysize	10~40	100~300	정제품, 화학제품

자료: iM증권 리서치본부

4. 아시아 국가들도 제 코가 석자인 상황

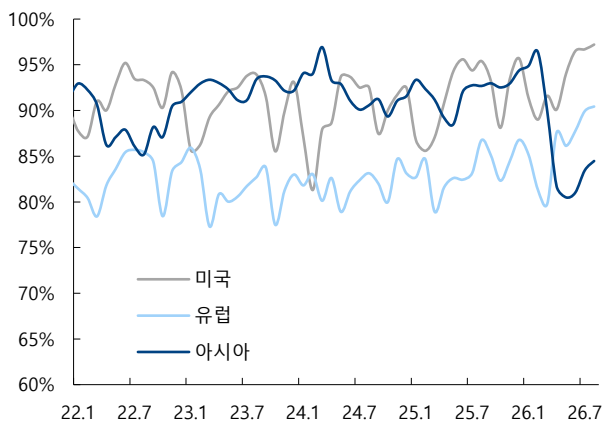
원유 조달의 어려움으로 전년대비 10%pt 내외 하락한 가동률

아시아는 러시아와 중동처럼 직접적인 설비 차질은 없으나, 호르무즈 해협 봉쇄 장기화에 따른 중동산 원유 도입량 감소로 가동률은 하향 조정되고 있다. 러시아, 중동에 이어 아시아도 글로벌 디젤 공급의 부족을 채워주기엔 어려운 상황이다.

유럽은 디젤 공급타이트가 매우 심해지다 보니 노후화된 소규모 설비라도 최대한 가동률을 끌어 올리고 있지만, 아시아는 중동산 원유 의존도가 워낙 높았던 만큼 정제설비 가동률이 쉽사리 회복되지 못하는 모습이다. 6월 미-이란의 MOU 체결 이후 아주 잠깐 평화로운 기간 동안 호르무즈 통행이 재개됐고, 중동 산유국들의 우회 수출과 미국 등 비중동산 수입 등으로 7월에는 가동률이 소폭 상승했으나, 전년 대비로는 여전히 10~16%pt 낮은 수준이다. 이에 중국과 일본, 대만 등은 내수 공급 안정화를 위해 수출은 최대한 자제하고, 한국도 2025년 동월 수출량의 100% 미만으로 제한하는 등 글로벌 공급 부족을 채워주기엔 제코가 석자이다.

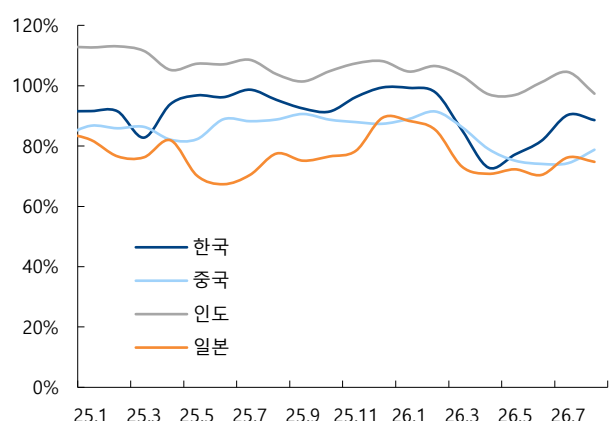
그나마 인도는 저가 러시아 원유를 대량 수입하며 아시아 내에서 높은 가동률을 유지하고 있고, 정제품 수출도 이에 동반해서 증가했다. 특히 7월 정제품 수출은 연초 레벨을 훌쩍 넘어섰는데, 이처럼 인도 정유사들의 수출 급증으로 내수 공급 우려가 확대되자 정부는 8월부터 수출세를 재차 인상했다. 유일하게 수출 여력을 갖춘 인도마저 안정적인 내수 공급을 최우선순위로 두고 있음은 마찬가지이다.

그림60. 미국, 유럽, 아시아 정제설비 가동률 추이



자료: OPEC, iM증권 리서치본부

그림61. 아시아 주요국 정제설비 가동률 추이

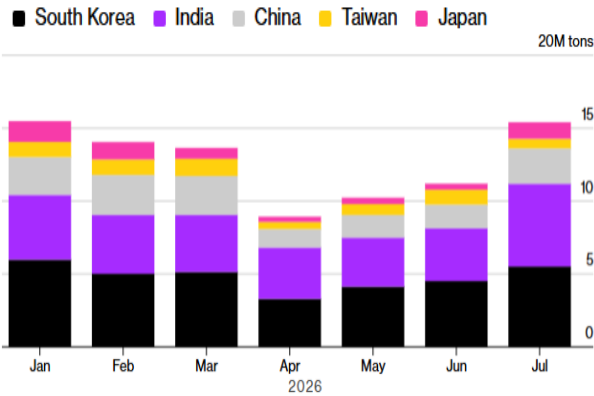


자료: OPEC, iM증권 리서치본부

그림62. 아시아 주요국 정제품 수출량 추이

Asia Fuel Exports Set to Recover

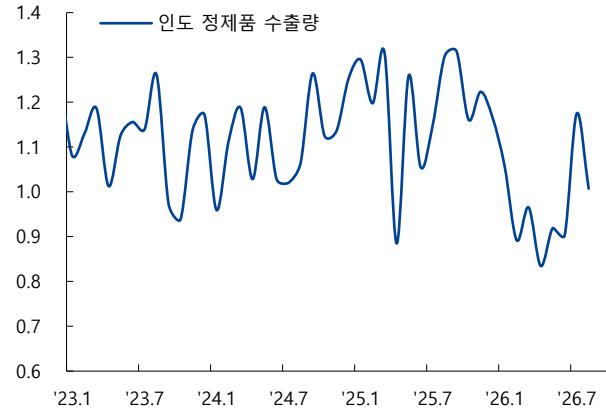
Refiners benefit from strong margins, earlier crude gush



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림63. 인도 정제품 수출량 추이

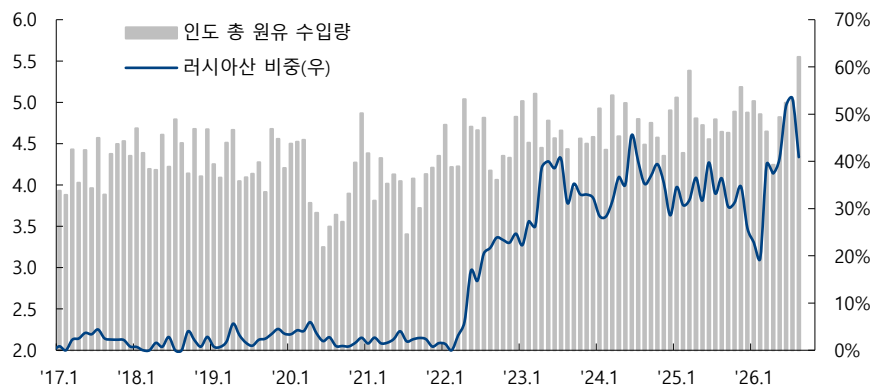
(백만b/d)



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

그림64. 인도의 러시아산 원유 수입량 추이

(백만b/d)



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

표18. 아시아 주요 국가들 정제품 수출 스탠스

국가	발표일	대상	내용
한국	2026년 3월	휘발유, 자동차용 경유, 실내 등유	월별 수출량을 '25년 동기간의 100% 이하로 제한
중국	2026년 7월	석유제품 전반	3~6월 제한 이후 7월부터 점진적으로 완화
인도	2026년 3월	휘발유, 경유, 항공유	내수 공급 확보 위해 수출세 부과 및 8월부터 기존 대비 2배 인상 적용
태국	2026년 3월	휘발유, 경유, 항공유, LPG	별도 공지 시까지 수출 중단 (일부 국가 및 물량은 예외 적용)
싱가포르	2026년 4월	석유제품 전반	정상 교역 유지

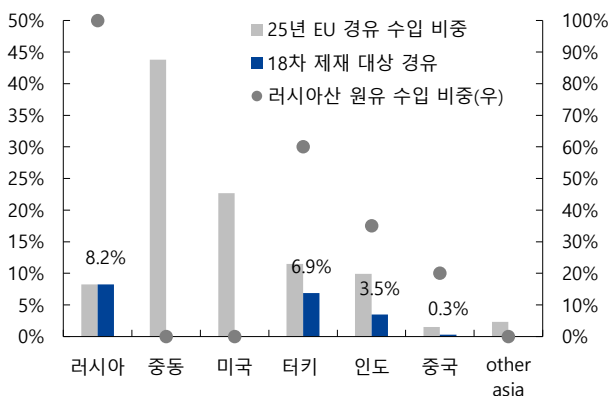
자료: iM증권 리서치본부

EU 18차 제재로 중국/인도 수출을 흡수하긴 어려워

한편, 여기서 또 하나 고려해야 할 부분은 2026년 1월부터 시행됐던 EU의 18차 제재이다. 18차 제재안의 주요 내용은 제3국에서 러시아산 원유로 생산한 정제품 수입을 금지하는 것이다. 인도는 전체 원유 수입의 절반을 러시아에서 구매하고 있는 만큼 인도가 디젤 생산량을 늘리더라도 공식적으로는 유럽 국가들의 도입이 제한된다. 따라서 일시적인 제재 유예가 없다면, 아시아에서 인도와 중국 수출이 증가해도 유럽의 공급 타이트를 완화할 수 있는 직접적인 해결책이 될 수는 없다.

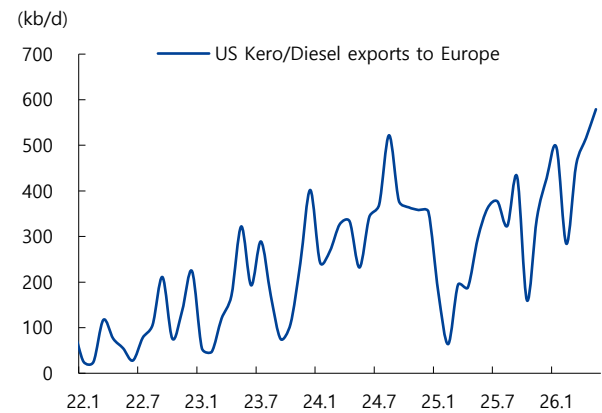
이처럼 유럽은 기존의 주요 수입처였던 중동과 아시아에서 정제품을 조달하기가 더 이상 쉽지 않아지자 운영비용이 높아 전쟁 전 평균 80~83% 그치던 가동률을 최근에는 90% 수준까지 끌어 올렸다. 자체적인 생산량 확대와 함께 미국산 디젤 수입도 빠르게 늘리고 있는데, 2026년 3~6월 미국의 유럽향 항공유+디젤 수출은 전년동기 대비 +86% 큰 폭 증가했다. 다만, 유럽 내 가동률 상향과 미국산 수입 증가 확대 등에도 기존에 유럽 디젤 수입의 60% 내외를 차지하던 중동과 아시아 빈 자리를 채우긴 절대적으로 역부족이다. 따라서 최근 역사적 저점까지 감소한 유럽 재고 레벨의 정상화가 단기에 이뤄지긴 어려울 전망이다.

그림65. EU 18차 제재 실행에 따른 경유 수입 제재 대상 비중



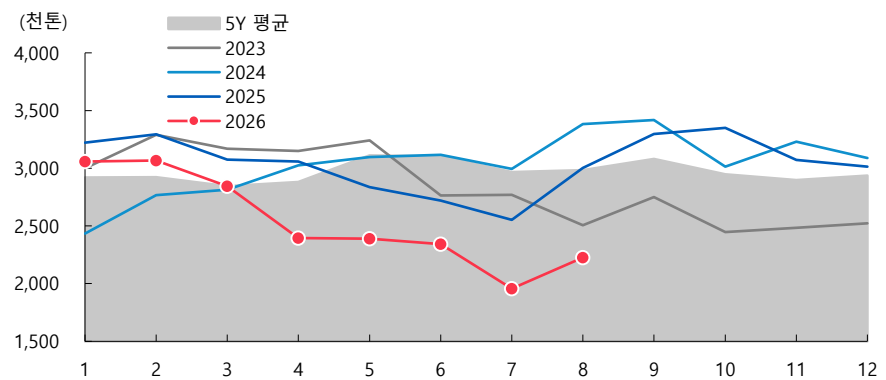
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림66. 미국의 유럽향 디젤 수출 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림67. 유럽 중간유분 재고



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

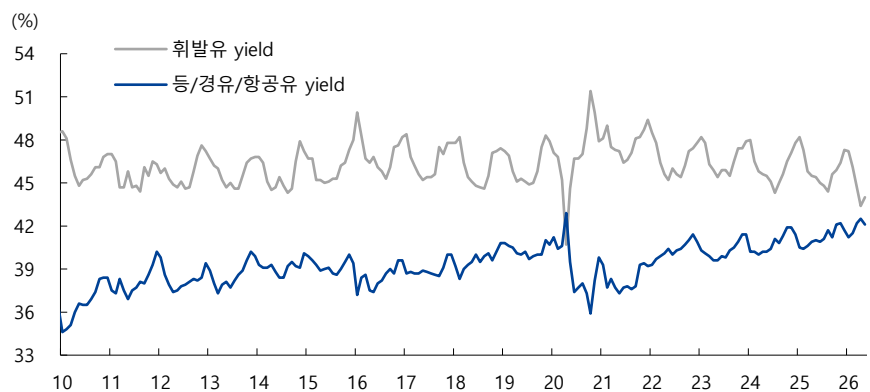
5. 미국 디젤 공급 확대가 야기하는 연쇄효과, 휘발유 마진 강세

디젤 공급을 늘리기 위해 미국 정유사들도 적극적으로 수율 조정 중

그나마 러시아와 중동, 아시아의 정제품 생산 감소를 채워줄 수 있는 유일한 곳은 미국이다. 실제로 미국은 이번 이란과의 전쟁으로 인플레이션 부담과 금리인상의 압박 등 매크로 측면에서 잃은 것도 많지만, 에너지 시장 관점에서 보면 오히려 얻은 것이 더 많아 보인다. 에너지 가격 강세 속에 수출량을 늘리며 재정수입이 확대된 것이 가장 대표적이고, 중동의 공급 안정성이 훼손된 상황에서 비중동산 공급처로 프리미엄을 확보할 수 있다는 점에서도 미국에는 중장기적 기회이다.

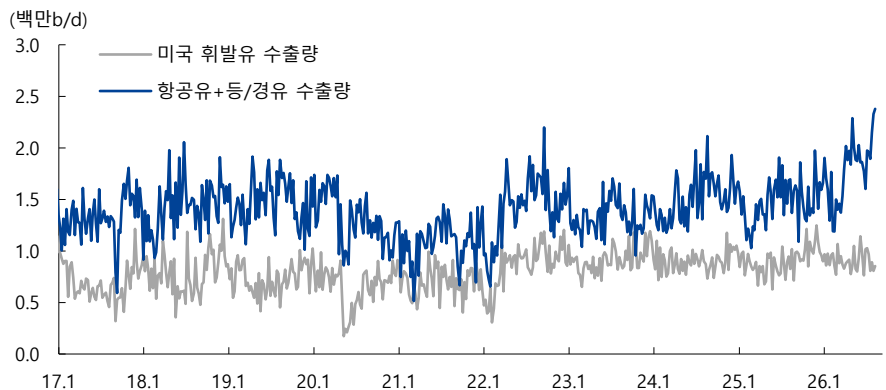
미국 정유사들은 정제품 중에서도 공급 차질이 가장 큰 디젤과 항공유 생산량을 늘리고 있는데, 이 과정에서 휘발유 생산은 상대적으로 감소하고 있다. 연초 47% 상회하던 휘발유 수율이 3월 이후에는 43~44% 내외로 하락한 반면, 같은 기간 10% 남짓이었던 항공유 수율은 12~13%로 증가하며 중간유분 전체 생산수율은 역사적 최고점인 42%를 넘어섰다.

그림68. 미국 휘발유 vs 항공유+등/경유 생산수율 추이 비교



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림69. 미국 휘발유 vs 항공유+등/경유 수출량 추이



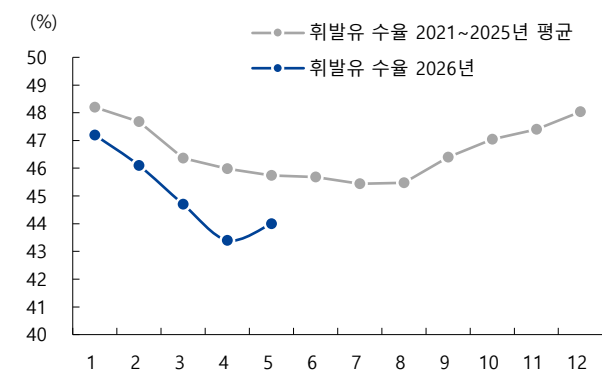
자료: EIA, iM증권 리서치본부

글로벌 최대 휘발유 수출국의 수율 조정으로 연쇄적인 공급 타이트 우려

미국도 중질유를 혼합하긴 하나, 경질유분 투입 비중이 높아 항공유+등유+경유를 모두 합산한 중간유분보다 휘발유 생산량이 더 많다. 2021~2025년 동안 휘발유 수율은 평균 46%로 중간유분 40% 대비 항상 더 높았고 2016~2025년으로 비교 기간을 좀 더 확장해서 보더라도 수치에는 큰 차이가 없다.

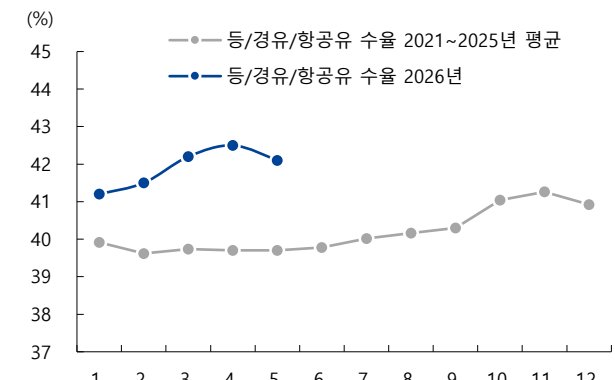
문제는 이처럼 글로벌 최대 휘발유 생산국이자 수출국인 미국의 수율 조정으로 중간유분에 이어 이젠 휘발유까지 공급 타이트 우려가 확대되고 있다는 점이다. 2026년 미국 정유사들의 휘발유, 중간유분 생산수율 추이를 보면 2021~2025년 평균 대비 매월 휘발유는 더 적게, 중간유분은 더 높은 비중으로 생산하고 있음이 확인된다. 해당 추이는 미-이란 충돌이 시작됐던 3월 기점으로 보다 두드러진다. 이처럼 평년 대비 휘발유 생산수율이 줄어든 와중에, 중동/아시아 등 주요 정제품 생산국들의 공급 차질로 3~8월 기준 미국의 휘발유 수출은 오히려 전년도 동기 대비 약 8~10% 증가했다. 이는 미국 정유사들이 97~98% 가동률을 유지하면서 그 어느때보다 많이 생산하고 있음에도 오히려 미국 휘발유 재고는 빠르게 줄어 전년도 및 5년 평균 레벨을 크게 하회하는 이유이다. 디젤 강세가 장기화될수록 휘발유 생산과 재고 감소, 가격 강세 등의 연쇄 효과 또한 뚜렷해질 수밖에 없다.

그림70. 미국 2021~2026년 정제설비 휘발유 수율 비교



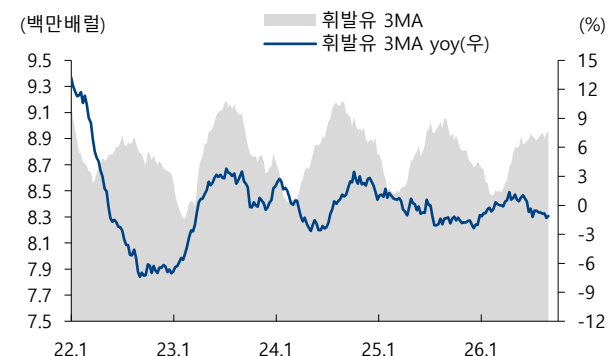
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림71. 미국 2021~2026년 정제설비 등/경유/항공유 수율 비교



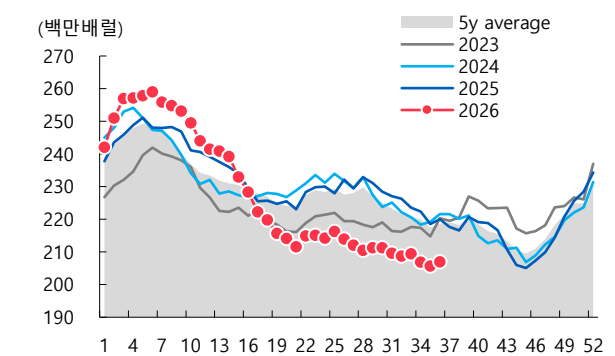
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림72. 미국 휘발유 수요



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림73. 미국 휘발유 재고



자료: EIA, iM증권 리서치본부

2. 비중동산 에너지의 전략적 프리미엄 확대 (feat. LNG)

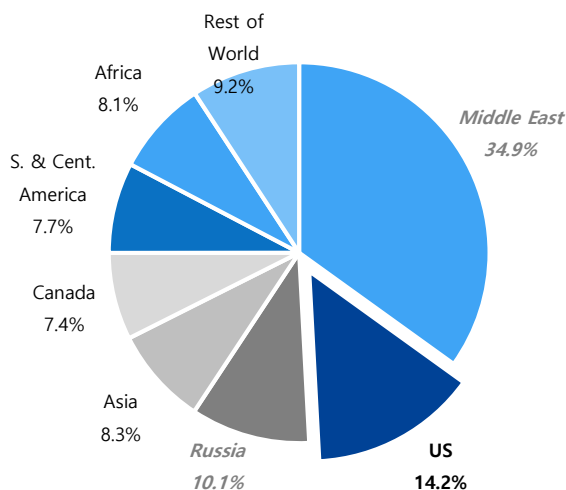
가격보다는 조달 안정성을 위해 비중동산 구매 확대 예상, 그 유력한 공급처는 미국

2026년 이전까지만 하더라도 중동 산유국들은 글로벌 원유 수출량의 35%, LNG 수출에서는 25% 내외를 차지하는 최대 지역이었다. 그리고 해당 물량은 대부분 호르무즈 해협을 지나 아시아와 유럽으로 판매되었는데, 미-이란 전쟁은 에너지 운송 요충지인 호르무즈 봉쇄 취약함을 그대로 보여줬다는 점에서 충격이 컸다.

언젠가 미국과 이란의 종전 합의 이후 호르무즈 통행이 재개되더라도 이란이 또 다시 봉쇄 카드를 꺼낼 리스크가 존재한다. 따라서 에너지 수입국들 입장에서는 프리미엄을 지불하더라도 일부는 비중동 지역에서 안정적으로 구매하려는 전략을 구사할 가능성이 높다. 중동을 제외한 주요 공급처로는 미국과 러시아, 아프리카, 중남미 등을 꼽을 수 있는데, 그 중에서도 산유량과 인프라 측면에서 가장 우위에 있는 미국이 비중동산 공급자로서의 전략적 프리미엄을 누릴 수 있을 전망이다.

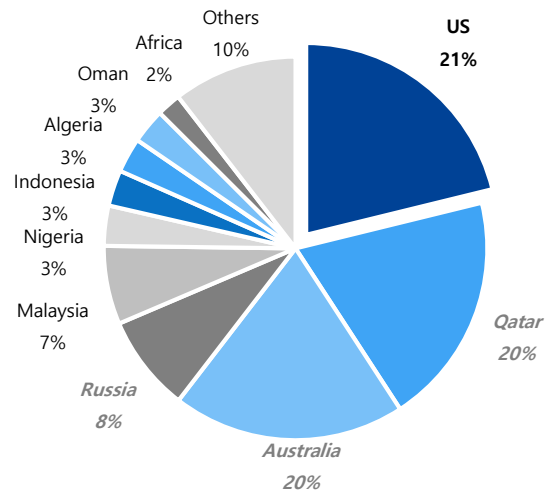
미국 입지는 원유와 정제품 시장에서도 확대되겠지만, 기존 대비 점유율 증가는 LNG에서 가장 두드러질 전망이다. LNG 쪽에서 미국의 최대 경쟁국인 카타르와 호주의 공급량 증가가 쉽지 않고, 그 자리를 메꿀 여력을 갖춘 곳은 미국이 거의 유일무이하기 때문이다. 카타르는 이란 공격으로 액화설비의 15% 가량이 타격을 받아 2030년은 되어야 정상가동이 가능할 것으로 예상되고, 호주 역시 내수 공급 안정을 위해 2027년 하반기부터는 20% 내수 비축을 의무화하고 있기 때문이다. 러시아는 글로벌 원유 및 LNG 수출에서 8~10% 내외를 차지하는 3~4위국이긴 하나, 유럽과 G7 제재로 사실상 판매처가 제한적이고 향후 러-우 종전 이후에도 제재의 향방을 단정지을 순 없어 미국 정도의 유력한 대체 공급처가 되긴 어렵다.

그림74. 글로벌 원유 수출국별 비중 (2024년 기준)



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림75. 글로벌 LNG 수출국별 비중 (2024년 기준)



자료: EIA, iM증권 리서치본부

마침 미국에서는 2030년까지 약 2배 늘어나는 LNG 터미널 용량

미국의 에너지 시장 입지 확대를 강조해오던 트럼프 행정부 집권 2기 이후 LNG 신규 터미널 DOE, FERC 승인이 대거 이뤄졌다. 이에 현재 상업가동 준비 중인 터미널 35백만톤 외에, 정부 승인 취득 후 착공에 돌입한 수출 터미널 총 용량은 110백만톤에 달하는 것으로 파악된다. 특히 건설 중인 터미널은 대부분 2030년 전후 완공 및 상업가동을 목표하고 있는데, 계획대로 진행될 경우 2030~2031년 미국 LNG 수출 터미널의 기계적 용량은 총 232백만톤으로 현재 상업가동 중인 87백만톤의 약 2.5배에 달하게 되는 셈이다.

지난 2025년 12월 공사비 상승과 LNG 공급과잉 등에 대한 우려로 개발 계획을 전면 취소했던 Energy Transfer의 Lake Charles LNG 터미널처럼 현재 진행 중인 프로젝트 중에서도 경제성 악화로 추가 중단 또는 취소될 가능성을 배제할 수는 없다. 그러나 일부 프로젝트가 취소된다 하더라도 미국 LNG 터미널 급증이라는 현재의 분위기를 뒤엎진 못할 것으로 예상된다. 미세한 규모의 차이일 뿐 2030년 전후로 미국 내 LNG 수출 터미널이 현재보다 약 2배 늘어난다는 점은 변함없다.

이처럼 미국에서 LNG 신규 터미널들이 대거 건설되기 시작하면서 수출 증가에 대한 기대가 높아졌으나, 한편으로는 LNG 공급과잉 우려와 미국산 신규 물량이 어떻게 흡수될 수 있을 것인가에 대한 의문이 확대됐다. 아직까지 그 우려를 모두 불식시킨 것은 아니지만, 미-이란 전쟁으로 최대 LNG 수출국인 카타르 설비에 차질이 생기며 미국이 반사수혜를 누리게 됐음은 분명하다.

미국은 카타르의 단기 및 중기 공백을 채워줄 가장 이상적이고 안정적인 LNG 공급자

2026년 3월 Ras Laffan 설비에 대한 이란의 공격으로 14개 트레인 중에 2개가 손상을 입었는데, 카타르에너지는 해당 설비를 수리하고 정상적으로 가동하는데 최소 3~5년 가량이 소요될 것이라 언급했다. LNG 설비는 정제설비나 터미널 등 일반적인 에너지 인프라들과 달리, 극저온 환경에서 가동되고 공정 간 연결성이 높아 부품 수리부터 재가동까지의 과정이 까다롭고 시간도 훨씬 오래 소요된다. 실제로 지난 6월 Ras Laffan 단지에 위치한 Barzan 가스처리시설을 정기보수하고 재가동하는 과정에서 발생했던 폭발사고는 LNG 설비 재가동의 어려움을 그대로 보여준다. 참고로 카타르에너지 측에서는 해당 사고가 이란 등 외부 공격에 의한 것이 아니라, 온전히 설비 재가동 과정에서 발생한 이슈라 밝힌 바 있다.

종전 및 호르무즈 통행 재개 시점의 불확실성 뿐만 아니라, 카타르 LNG 설비의 정상가동이 단기에 이뤄질 수 없다는 점이 수입국 입장에서는 불안감으로 높이고 있다. 언제까지 스팟 시장에서 비싸게 물량을 구매할 수 없는 만큼 이젠 수입국도 중장기 공급처를 새로 모색해야 하는데, 운송비 부담이 다소 높아지더라도 마침 수출 여력이 급증하는 미국이 가장 이상적이고 안정적인 공급처가 될 수 있다.

표19. 미국 내 현재 운영 및 건설 중인 LNG 터미널 세부 리스트

Status	Project name	Train	Operator	터미널 용량		Start Year
				(Bcf/d)	(Mt)	
Operating	Sabine Pass LNG Terminal	Train 1~6	Cheniere Energy	3.6	27.0	2016.05
	Cove Point LNG Terminal	Train 1	Berkshire Hathaway BHE GT&S	0.7	5.3	2018.04
	Elba Island LNG Terminal	Train 1~10	Kinder Morgan	0.3	2.5	2019.09
	Corpus Christi LNG Terminal	Train 1~3	Cheniere Energy	1.8	13.6	2019.03
	Cameron LNG Terminal	Train 1~3	Sempra LNG	1.8	13.5	2019.07
	Freeport LNG Terminal	Train 1~3	Freeport LNG Development, L.P.	2.0	15.0	2019.11
	Calcasieu Pass 1 (CP1)	Train 1~18	Venture Global	1.3	10.0	2025.04
Operating LNG Terminal 용량 합산 (a)				11.4	86.8	-
Commissioning	Plaquemines Phase 1	Train 1~18	Venture Global	1.3	9.9	2024.12
	Plaquemines Phase 1	Train 19~36	Venture Global	1.3	9.9	2025.09
	Corpus Christi Stage 3	Train 1~7F	Cheniere Energy	1.3	10.0	2024.12
	Golden Pass Train 1	Train 1D	Golden Pass LNG Terminal LLC	0.7	5.2	2026.03
Commissioning LNG Terminal 용량 합산 (b)				4.6	35.0	-
Under Construction	Golden Pass Train 2	Train 2D	Golden Pass LNG Terminal LLC	0.7	5.2	2H2026
	Golden Pass Train 3	Train 3D	Golden Pass LNG Terminal LLC	0.7	5.2	1H2027
	Port Arthur LNG Phase 1	Trains 1~2	Sempra Energy	1.6	12.0	2027
	Port Arthur LNG Phase 2	Trains 3~4	Sempra Energy	1.6	12.0	2031
	Rio Grande LNG Phase 1	Train 1	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2027
	Rio Grande LNG Phase 1	Train 2	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2027
	Rio Grande LNG Phase 1	Train 3	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2028
	Rio Grande LNG Phase 2	Train 4	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2030
	Rio Grande LNG Phase 2	Train 5	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2031
	Woodside Louisiana LNG Phase 1	Trains 1~3	Woodside Louisiana	2.2	16.6	2029
	Calcasieu Pass 2 (CP2) Phase 1	Trains 1~26	Venture Global	2.0	14.4	2H2027
	Calcasieu Pass 2 (CP2) Phase 2	Trains 27~36	Venture Global	0.6	5.6	1H2029
	Commonwealth LNG	Trains 1~6	Kimmeridge Energy Management	1.1	8.4	2030
	Delfin FLNG (offshore)	Train 1	Fairwood Group	0.5	4.0	2030
Under Construction LNG Terminal 용량 합산 (c)				14.6	110.4	-
Operating + Commissioning + Under Construction 용량 총 합산 (a+b+c)				30.6	232.2	

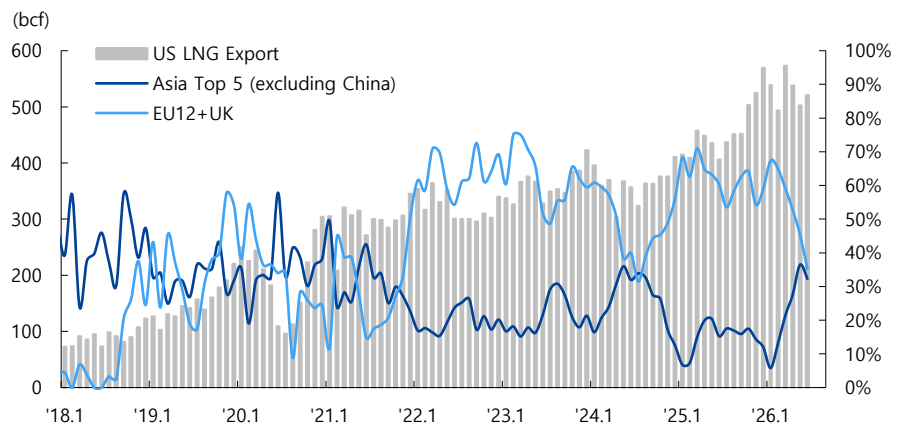
자료: EIA, iM증권 리서치본부

아시아는 이미 카타르의 빈 자리를 미국으로 채우기 시작

미-이란 전쟁 직후 카타르는 호르무즈 통행의 어려움과 Ras Laffan 공격에 따른 생산 차질 등을 이유로 유럽 및 아시아 고객사들에게 불가항력을 선언했다. 해협 봉쇄가 장기화됨에 따라 최근 불가항력 기간을 10~11월까지로 늘렸는데, 물리적 타격 입은 트레인 2개의 수리까지 감안하면 공급 중단은 추가 연장될 수 있다.

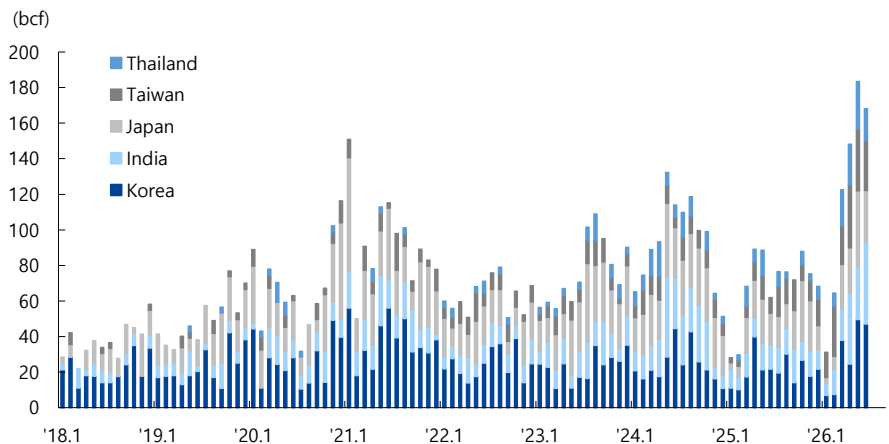
주로 장기공급 계약인 카타르산에 차질이 생기자 이들은 스팟시장으로 이동해서 미국산 LNG 확보에 나서고 있는데, 이란전쟁 발발 이후인 3~6월 미국 수출량은 전년동기 대비 22.2% 증가했다. 특히 카타르 의존도가 높았던 아시아 국가들이 미국산 구매를 대폭 늘렸는데, 주요 구매국인 한국/일본/인도/대만/태국 5개국의 합산 수입량은 전년대비 2배 이상 확대된 것으로 파악된다. 이에 2025년만 해도 미국 LNG 수출에서 15% 남짓이었던 이들의 비중이 이제 30% 넘어서고 있다.

그림76. 미국 LNG 수출량 및 아시아/유럽 비중 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림77. 미국 LNG, 아시아 상위 5개국으로의 수출량 추이



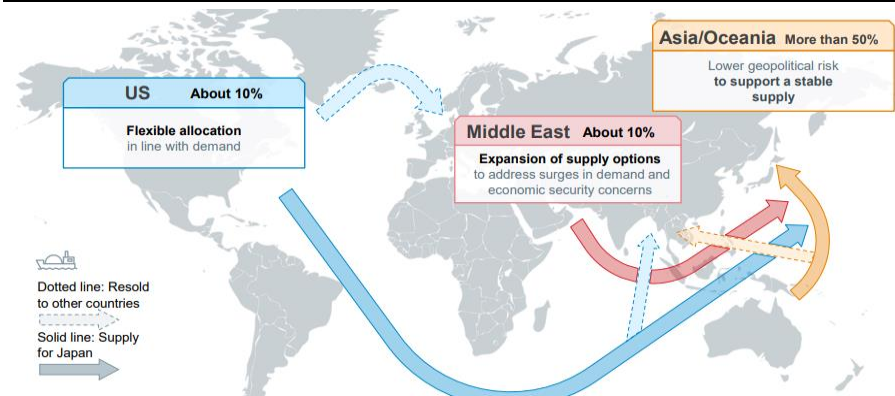
자료: EIA, iM증권 리서치본부

아시아 LNG 최대 구매처인 JERA는 이미 미국산 도입 비중 확대 계획 수립

아시아 국가들의 LNG 최대 수입처였던 카타르 공급 우려에 안정적으로 물량을 확보하고자 미국산 구매를 늘리는 최근의 움직임은 일시적인 현상에 그치지 않고 보다 고착화될 가능성이 높다. 종전 이후에도 호르무즈 재봉쇄 가능성은 여전히 존재하고, 카타르의 타격받은 Ras Laffan 트레인 가동 완전 정상화까지 최대 5년 공백이 생길 수 있기 때문이다. 카타르 다음으로 수입 의존도가 높았던 호주 또한 내수 공급 안정화를 위해 2027년 하반기부터는 내수 20% 의무 비축이 실행됨에 따라 수출 감소가 불가피하다. 따라서 아시아 국가들 입장에서는 카타르와 호주 외에 LNG 물량을 안정적으로 조달할 수 있는 신규 수입처를 모색해야만 한다.

연간 LNG 교역량이 3,500만톤으로 글로벌 최대 수입자 중 하나인 일본 JERA는 이란전쟁 발발 전부터 미국산 LNG 수입 확대 목표를 밝힌 바 있다. 2025년 기준 10% 내외인 미국산 LNG 수입 비중을 2035년까지 30%로 확대한다는 목표인데, 이는 현재 최대 수입국인 호주 수출 제한 정책과 트럼프 행정부의 무역수지 적자 축소를 위한 미국산 에너지 구매 확대 압박에 근거했다. 그러나 JERA 목표 제시 이후 이란전쟁으로 예상치 못하게 수입량의 약 10% 차지하는 중동산에도 차질이 발생한 만큼 미국산 LNG 구매는 당초 계획보다 더 확대될 가능성이 높다.

그림78. 일본 JERA 2025년 말 기준 LNG 수입 지역별 비중



자료: JERA, iM증권 리서치본부

그림79. 일본 JERA 2025년 말 기준 LNG 수입 지역별 비중

LNG, NATURAL GAS
June 12, 2025

JERA expects US LNG share to reach 30% after latest 5.5 mil mt/year Gulf Coast deals

Japan's JERA expects the share of US LNG in its long-term supply portfolio to rise to about 30% by around 2035, from the current level of 10%, following its latest deals to purchase up to 5.5 million mt/year from four US Gulf Coast export developers, a top executive said June 12.

자료: Platts, iM증권 리서치본부

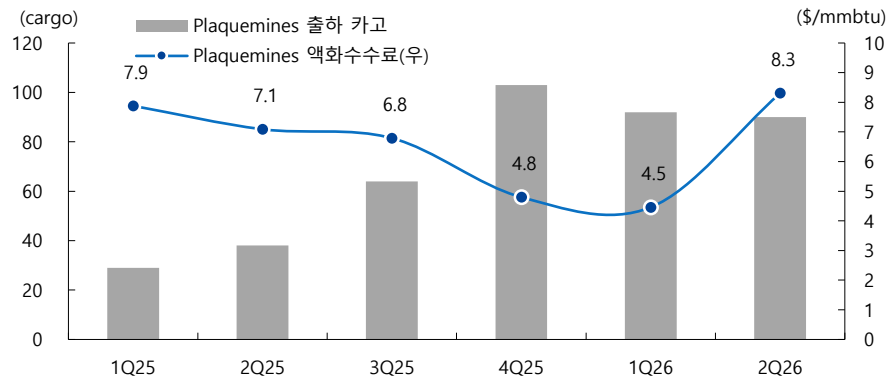
미국 LNG 수출업체에서도 확인되는 이란전쟁의 반사수혜 기대 (1) Venture Global

이란전쟁으로 인한 미국 LNG 반사수혜는 이미 수출업체들의 2분기 실적에서도 선명하게 확인된다. 카타르 공급 감소를 일부 메꾸면서 판매도 늘었지만, 이보다 더 의미있는 부분은 JKM, TTF 가격 상승에 따른 마진 확대이다.

Venture Global은 COD 전인 Plaquemines 물량 스팟 판매로 LNG-Henry Hub 가격 차이를 그대로 향유할 수 있다. 미-이란전쟁 이후 아시아(JKM), 유럽(TTF) LNG 가격이 급등하면서 동사는 2Q26 평균 mmbtu당 6.5달러의 액화수수료를 달성했는데, 이는 2Q25 평균 5.6달러 대비 +16% 높은 수준이었다. Plaquemines 터미널만 한정해서 보면 동 기간 유사한 상승 폭을 기록했으나, 2025년 상반기는 커미셔닝을 시작하면서 스팟 비중이 매우 높았던 점을 감안할 필요가 있다. 이에 어느정도 계약물량이 출하되던 전 분기와 비교하면 4.5달러에서 8.3달러로 +86% 상승했는데, 이는 LNG 가격 상승에 따른 마진 개선 효과로 해석할 수 있다.

동사는 연말까지 LNG 강세 지속으로 잔여 카고 액화수수료가 12.5~13.5달러에 달할 것으로 전망했다. 이에 2026년 EBITDA 가이드선도 87~91억달러로 연초 대비 6~7% 상향했는데, 증가분의 대부분은 액화수수료 상승에 근거한다.

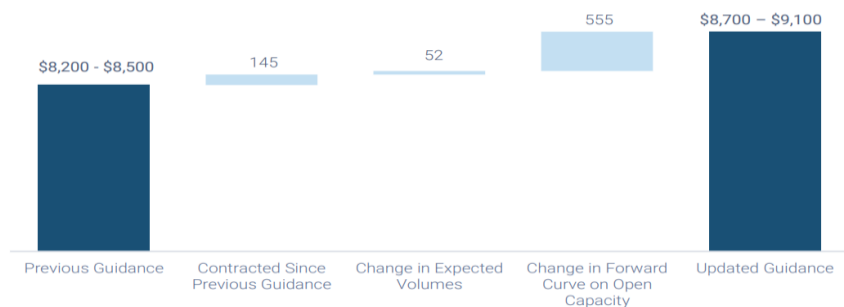
그림80. Venture Global, Plaquemines 터미널 분기별 카고 및 액화수수료 추이



자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

그림81. Venture Global, 2026년 EBITDA 가이드선 변경 세부내용

Full Year 2026 Changes to EBITDA Guidance (\$MM)



자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

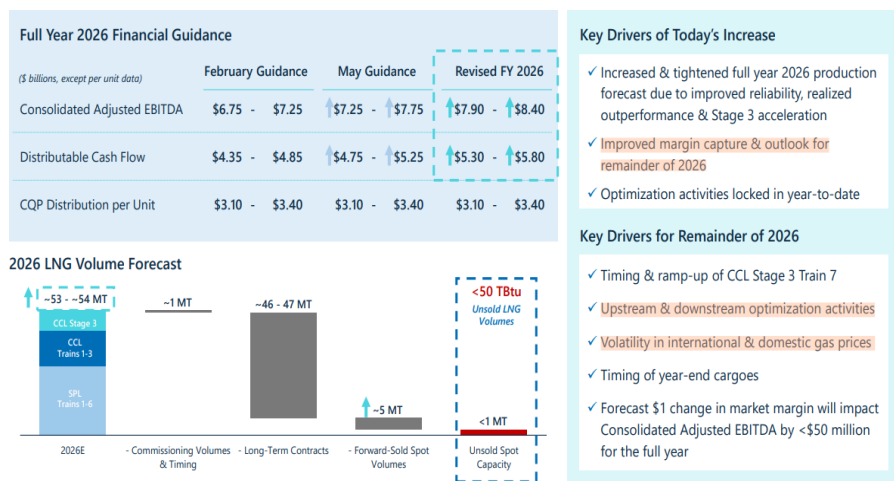
미국 LNG 수출업체에서도 확인되는 이란전쟁의 반사수혜 기대 (2) Cheniere Energy

미국 최대 LNG 수출업체인 Cheniere Energy는 장기 SPA 비중이 높아 스팟가격 상승에 따른 수혜 강도가 Venture Global 대비 상대적으로 낮다. 그럼에도 동사 역시 아시아, 유럽 LNG 가격 상승에 따른 스프레드 개선 효과를 누렸던 것으로 확인된다. 2분기 EBITDA 전년동기 대비 27% 급증했는데, CCL Stage 3 터미널 증설에 따른 22% 내외의 출하량 증가와 LNG 가격 상승에 따른 스프레드 개선 효과가 약 5% 반영됨에 따른 것이다.

스팟 비중이 낮은 동사도 Venture Global 코멘트와 유사하게 글로벌 공급 타이트 및 이에 따른 mmbtu당 마진 개선 효과를 언급하고 있다는 점이 특히 흥미롭다. 동사는 1~2분기 연속으로 2026년 EBITDA 가이드언스를 상향했고, 2분기 말 기준 연간 EBITDA는 연초 대비 16~17% 더 높아진 79~84억달러로 수준이다. 다만, 유럽의 낮은 천연가스 재고와 카타르의 잇따른 불가항력 연장 속에 동절기 진입 앞두고 있어 하반기 Henry Hub 대비 JKM, TTF 가격의 추가 강세가 예상된다. 양사 실적은 오히려 최근 상향된 가이드언스를 더 상회할 수 있음을 시사한다.

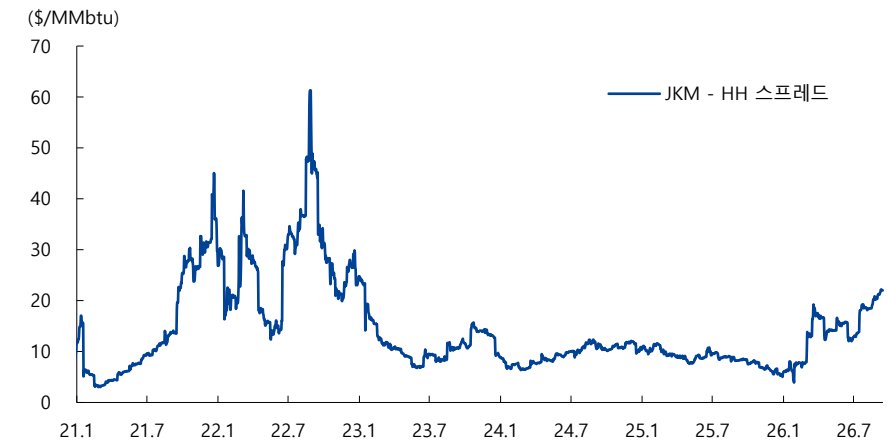
이처럼 미국 LNG 업체들은 단순히 물량 증가보단 지역별 천연가스 가격 차별화, 특히 유럽과 아시아 LNG 가격 상방압력은 높아지고 미국 Henry Hub 가격은 상대적으로 약세가 이어지는 국면에서 이익을 향유하는 것이다. 미-이란전쟁으로 미국 LNG 업체들은 오히려 수혜를 보고 있는 분명한 대목이다.

그림82. Cheniere Energy, 2026년 EBITDA 가이드언스 변경 세부내용



자료: Cheniere Energy, iM증권 리서치본부

그림83. JKM(LNG)-Henry Hub 스프레드 추이



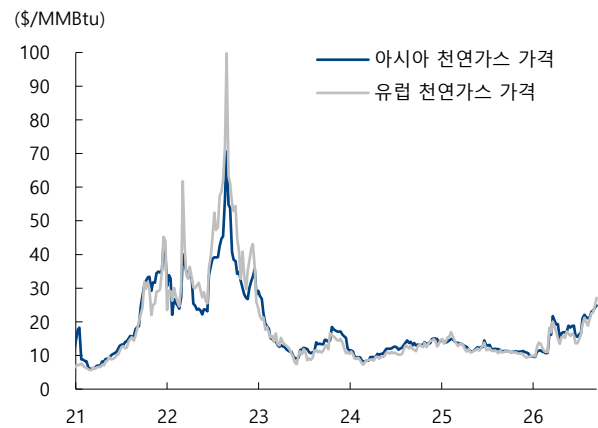
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림84. 미국 Henry Hub 천연가스 가격 추이



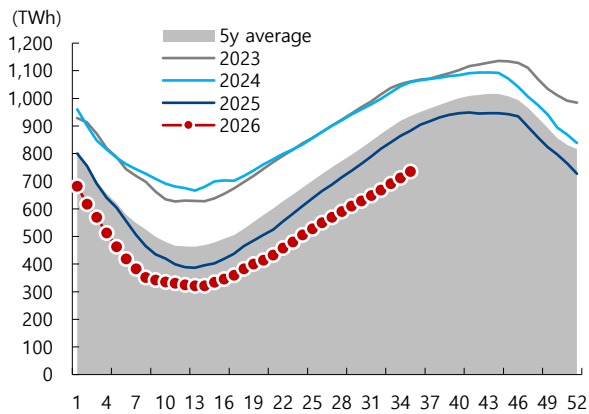
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림85. 아시아 JKM, 유럽 TTF 천연가스 가격 추이



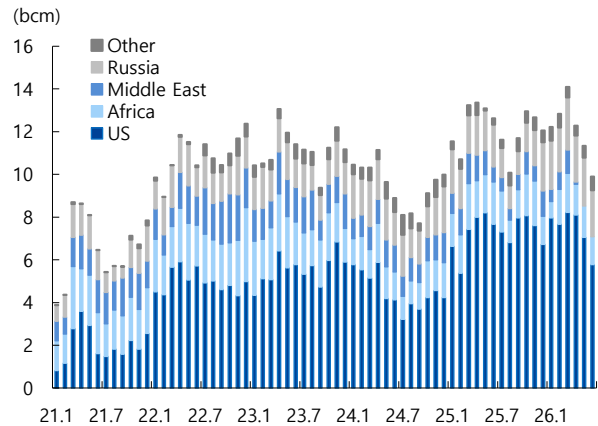
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림86. 유럽 천연가스 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림87. EU-27 주요 지역별 LNG 수입량 추이



자료: Bruegel, iM증권 리서치본부

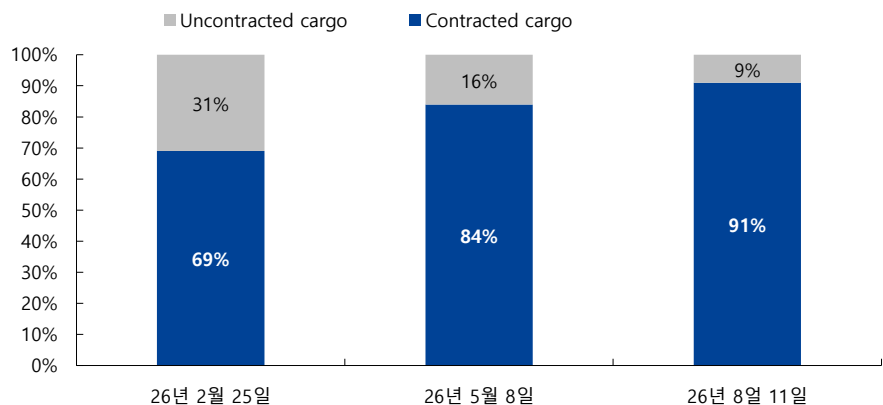
이란전쟁 이후 LNG 출하 카고 중에서 계약물량 비중 급증

한편, 미국 LNG 업체들의 반사수혜는 단기적으로 가격 상승에 따른 이익 증가에 그치지 않는다. 오히려 더 고무적인 부분은 최근 아시아 고객들과 중장기 계약에 대한 공급 논의가 활발하게 이뤄지고 있다는 점이다. 지금까지는 카타르, 호주와 장기공급 계약을 통해 대부분의 물량을 조달받고, 필요에 따라 간헐적으로 스팟 시장에서 미국산으로 부족분을 채우는 형태였다.

그러나 카타르 공급 재개 시점의 불확실성과 2027년부터 예정된 호주 수출 물량 감소 등에 선제적으로 대비해 이제는 가격이 좀 더 비싸더라도 미국과 장기공급 계약을 체결하려는 것이다. 이는 이란전쟁 이후 비중동산, 특히 미국산 에너지에 대한 프리미엄이 확실히 형성되는 움직임이라 해석된다.

실제 미국 주요 LNG 수출업체 경영진들도 상반기 인터뷰 또는 컨퍼런스콜에서 중동사태를 기점으로 미국산 물량에 대한 고객사들의 관심이 높아지고 있다고 공통적으로 언급하였다. 특히 Venture Global은 2025년 상반기에 Plaquemines 터미널 커미셔닝을 시작한 이후 2월 25일 기준 전체 카고에서 계약이 체결된 물량은 69% 수준에 그쳤으나, 이란전쟁 발발 이후에는 그 비중이 5월 8일 기준 84%, 8월 11일 기준 91% 등으로 빠르게 증가했다고 밝혔다.

그림88. Venture Global, 2026년 Plaquemines 터미널 예상 카고 중 계약/미계약분 비중 추이



자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

단기적인 이익 증가를 넘어 아시아와 중장기 SPA 체결

물론, Plaquemines 터미널 커미셔닝을 시작한 이후 시간이 지나면서 신규 고객이 유입된 효과도 무시할 수 없다. 그러나 전쟁 직후인 3월 이후에만 총 400만톤 규모의 5년 중기 SPA 공급 계약이 체결되었다는 점을 함께 고려하면 시사하는 바가 달라진다. 특히 해당 SPA 계약들은 모두 2026년부터 즉각적으로 공급을 개시해 5년간 정해진 물량을 매년 가져가는 조건이라는 점에서 최근 공급 타이트 속에 미국산이 안정적인 공급처로 부상하고 있음을 너무도 잘 보여준다.

그 외에 Cheniere Energy, NextDecade 등도 이란사태에 따른 공급차질로 미국산 LNG에 대한 고객사들의 선호도 확대와 공급계약 논의가 활발해지고 있음을 언급했다. 또한 장기계약 체결 부족으로 FID 절차가 지연되고 있던 Alask LNG 프로젝트의 경우, 최근 예비계약이 장기계약으로 빠르게 전환되고 있다면서 이를 바탕으로 연내 FID를 최종 완료할 것이라고 밝힌 바 있다.

표20. Venture Global, 이란전쟁 이후 체결된 2026년 즉각 공급 개시하는 5년 중기 SPA 계약 내역

구매자	구분	신규·증액 물량	공급 개시	계약기간	계약체결 발표일
Trafigura	신규	연 50만 톤	2026년	5년	2026.3.2
Vitol	신규	연 150만 톤	2026년	5년	2026.3.23
TotalEnergies	신규	연 85만 톤	2026년	약 5년	2026.5.12
Vitol	기존 계약 증액	연 20만 톤 추가	증액분은 개시일 미공개	기존 5년 계약	2026.5.12
EnBW	신규	연 82만 톤	2026년	약 5년	2026.6.17

자료: 각 사 실적발표, Bloomberg, Reuters, iM증권 리서치본부

표21. 중동전쟁 이후 미국 LNG 업체들의 고객사 움직임 관련 코멘트: 미국산 LNG 관심도 상승 및 이로 인한 중장기 공급계약 논의 확대 언급

업체명	코멘트	코멘트 시점
Venture Global	(1) 지정학 갈등의 불확실성 커지면서 최근 90일간 5년 이하 계약분에 대한 고객사들의 관심 증가	2Q26 실적발표
Cheniere	(1) 공급 차질로 장기공급 확보의 중요성 확대, (2) 계약 협상에서 공급 신뢰성과 파트너십 부각	2Q26 실적발표
NextDecade	(1) 중동발 공급 불안으로 미국산 선호도 확대, (2) Train 6~8 물량 확보 경쟁 심화	2Q26 실적발표
Woodside	(1) 미국 Louisiana LNG 프로젝트 물량에 대한 구매자 관심 증가	Bloomberg 인터뷰 (26.5)
Glenfarne Alaska LNG	(1) 중동사태로 아시아 고객들의 구매 관심 확대. (2) 예비합의 → 장기계약 전환 추세 활용해 26년 FID 목표	Reuters 인터뷰 (26.03)

자료: 각 사 실적발표, Bloomberg, Reuters, iM증권 리서치본부

3. OPEC+ 결속력 약화

사우디와 UAE 오랜 갈등을 폭발시키며 카르텔 결속력 약화의 계기가 된 이란전쟁

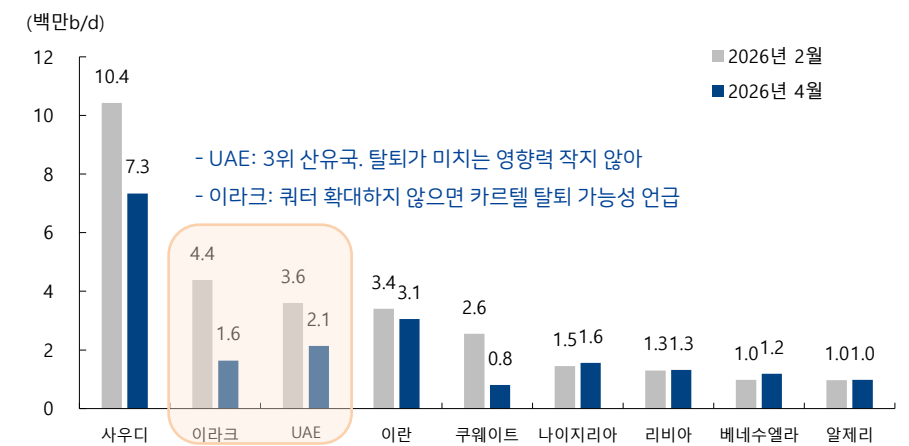
이란은 미국과의 전쟁임에도 미국에 대한 직접적인 공격보다는 주변 산유국들 중 친미성향이 강한 국가들을 공격하는 간접적인 방식을 취해 왔는데, 그 중에서도 UAE는 타격을 가장 많이 받은 곳이다. 이 과정에서 주변국들이 공동대응에 다소 소극적으로 임하면서 UAE의 실망감이 확대됐고, OPEC+ 쿼터 확대와 관련해서 사우디와 오랜 기간 쌓여 온 갈등까지 폭발하면서 결국 카르텔을 탈퇴하였다.

OPEC 회원국 중에서 사우디와 쿠웨이트 다음으로 생산량이 많은 국가였던 만큼 UAE 이탈은 과거 앙골라, 에콰도르 등의 이탈 대비 충격이 클 수밖에 없다. 이후 공식적으로는 부인했으나, 이라크도 카르텔 탈퇴를 무기로 쿼터 확대를 요구하는 등 이번 중동사태를 기점으로 OPEC+ 결속력은 상당히 약화되었다는 판단이다.

미국 에너지 업체들에게 마냥 긍정적인 이슈만은 아닌 중동 카르텔 약화

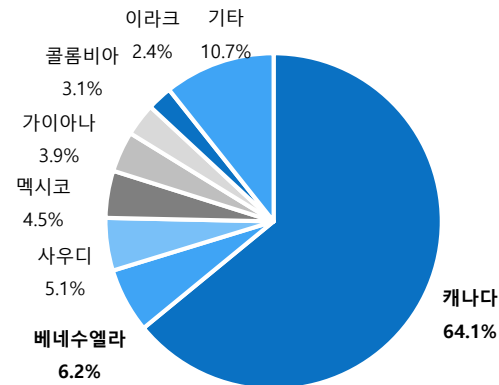
다만, 미국 에너지 업체들 입장에서는 산유국들의 결속력 약화를 마냥 긍정적인 변화로만 보기 어렵다. 카르텔 결속력이 약화될수록 OPEC 회원국들은 감산보다 증산에 무게를 두며 유가 및 중질유 OSP 하락 압력이 높아질 가능성이 높는데, 미국 정유사들이 여기서 누릴 수 있는 수혜는 상대적으로 제한적이기 때문이다. 미국도 경질유분 혼합용으로 중질유분 원유를 수입하고 있긴 하지만 대부분의 물량은 캐나다에서 유입되고, 2026년 1월 베네수엘라 장악 이후 그 물량도 본격적으로 들어오고 있기 때문이다. 중동 원유 하락은 아시아 정유사들이 원가 측면에서 누릴 수 있는 혜택이자, 이들의 정제품 생산량 증가로 연결되면서 미국 정유사에게는 부담으로 작용할 수 있다는 점을 고려해야 한다.

그림89. OPEC 산유국별 원유 생산량



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림90. 미국 주요국별 원유 수입 비중 (2026년 상반기 기준)



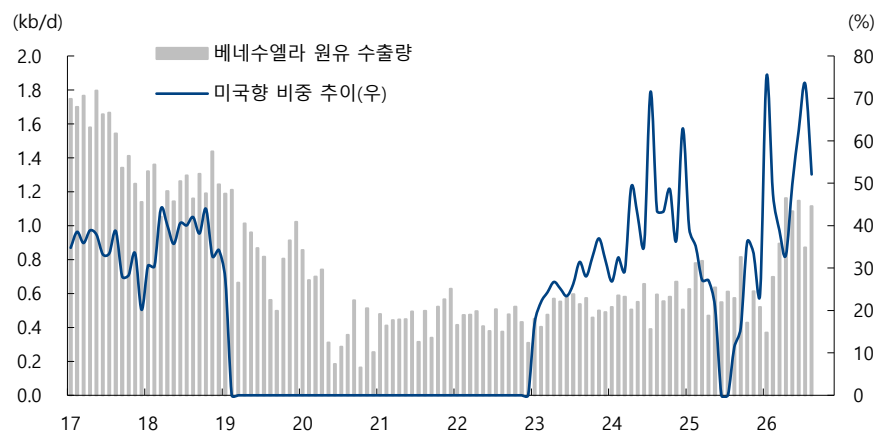
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림91. Keystone Pipeline 통해 캐나다에서 미국으로 중질유 직수입



자료: TransCanada, iM증권 리서치본부

그림92. 베네수엘라 원유 수출량 및 미국향 비중 추이



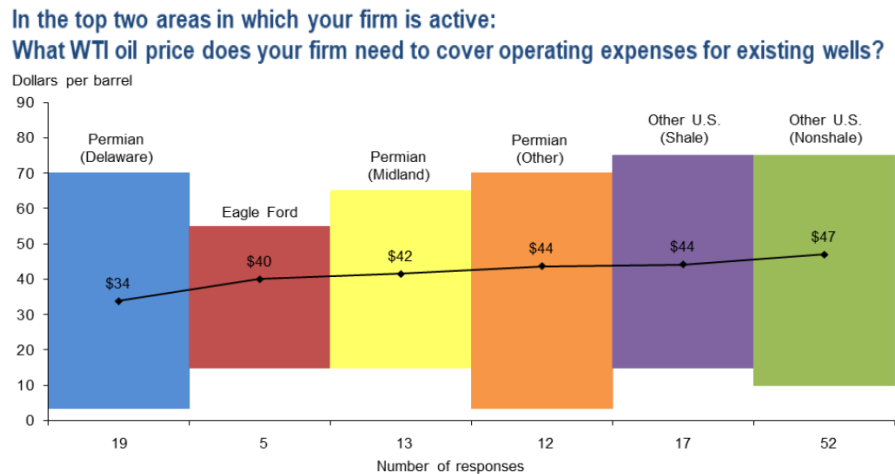
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

산유국들의 증산으로 셰일오일 BEP 레벨이 붕괴될 수 있다는 점도 우려 요인

셰일오일 업체와 업스트림 사업을 영위하는 업체들 입장에서도 OPEC+ 결속력 약화로 생산량이 늘어나면 또 다시 치킨게임에 돌입할 수 있다는 점에서 결코 반가울 수만은 없다. 2015년의 치킨게임 이후 중동 산유국들은 적정 유가 레벨을 유지하기 위해 감산과 증산 정책을 적절하게 실행해왔는데 이는 결과적으로 미국 셰일업체 손익분기점 레벨인 50~60달러 수준에서 유가를 방어해준 셈이 되었다.

그러나 중동 산유국들의 무질서한 증산으로 유가가 셰일업체 손익분기점 이하로 낮아지면 생산 중단, 재무구조 악화 등의 악몽을 또 다시 마주하게 된다는 점에서 미국 에너지 업체들 전반적으로 카르텔 약화를 긍정적인 이슈로 보긴 어렵다.

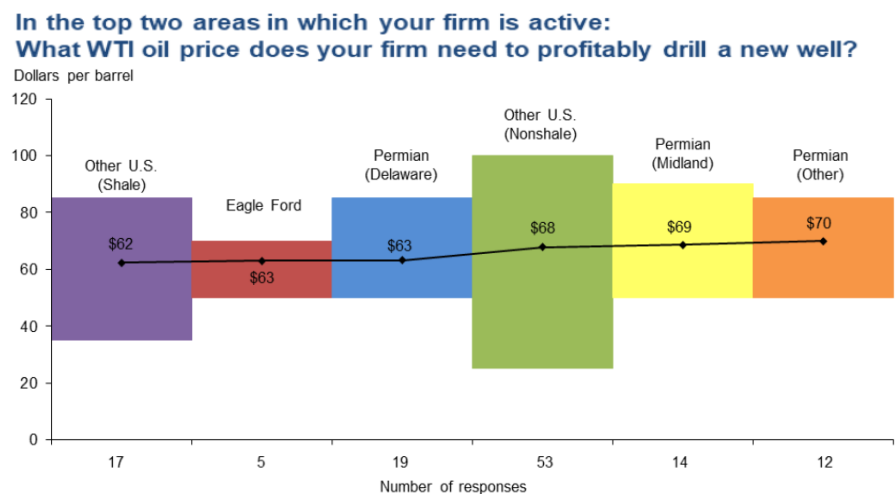
그림93. 미국 셰일업체들의 BEP 유가 응답: 기존 유정의 운영비를 감당할 수 있는 BEP 유가?



자료: Dallas Fed, iM증권 리서치본부

주: 미국 80개 E&P 업체들 대상으로 2026년 3월 11일부터 19일까지 이뤄진 설문조사의 응답

그림94. 미국 셰일업체들의 BEP 유가 응답: 신규 유정 시추의 수익성이 창출될 수 있는 BEP 유가?



자료: Dallas Fed, iM증권 리서치본부

주: 미국 80개 E&P 업체들 대상으로 2026년 3월 11일부터 19일까지 이뤄진 설문조사의 응답

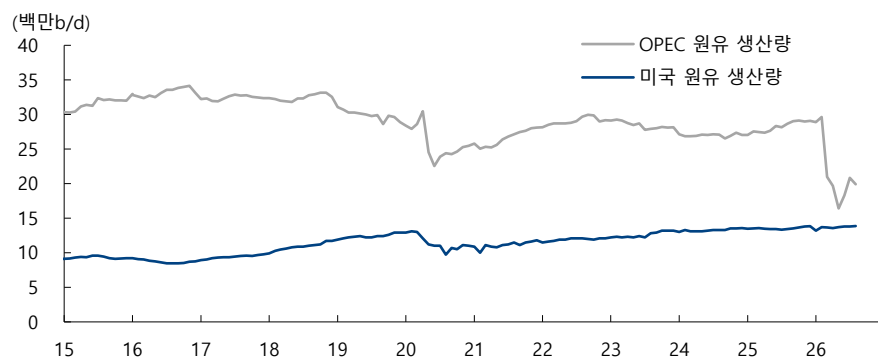
다만, 중장기로는 미국의 에너지 패권을 강화시키는 기회가 될 수도

지금까지는 원유 시장에서 미국이 상대하던 대상이 여러 산유국들로 뭉쳐 글로벌 점유율의 40% 이상을 차지하는 OPEC+ 카르텔이었다. 그러나 이번 중동사태로 카르텔의 결속력이 약화되면서 앞으로는 미국이 각 산유국별로 상대하는 일종의 다자 간 경쟁구도로 변경할 수 있다는 점에 주목해야 한다.

개별 산유국과의 경쟁구도에서는 원유 생산량 뿐만 아니라 자본력과 안보, 제재 수단 등 여러 측면에서 우위를 점하고 있는 미국의 협상력이 커질 수 있다. 가령, 사우디와 UAE 등에는 안보협력과 무기, 원전 기술 제공 등을 두고 협상을 할 수 있고 카자흐스탄은 자본 투자, 러시아와 베네수엘라 등은 제재 완화 등과 같은 각 국가별 상황에 적합한 방식으로 협상하면서 미국이 필요로 하는 방향으로 그들의 원유 생산량 정책을 유도할 수 있다.

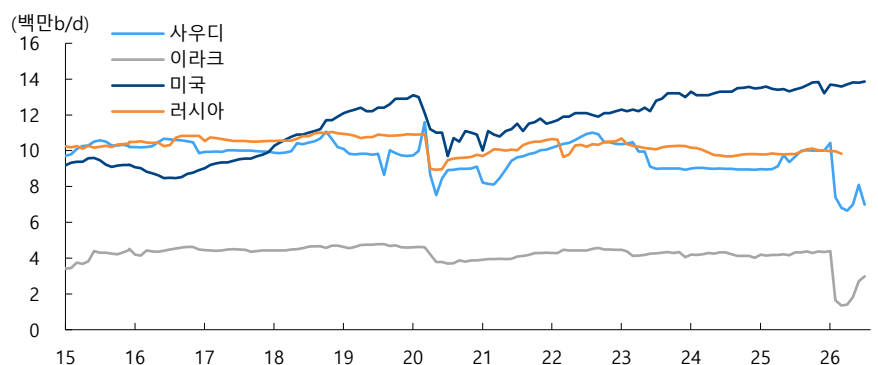
미국 정유사와 오일메이저 입장에서는 단기적으로 유가 하락에 따른 이익 훼손의 우려가 불가피하다. 그러나 미국이라는 국가 전체적인 관점에서 보면 안정적으로 물가를 유지할 수 있다는 것에 이어 주요 산유국들과의 협상력 향상, 에너지 질서 주도권 강화 등의 편익을 취할 수 있다. 따라서 거시적으로는 OPEC+ 결속력이 약화되는 것도 이번 전쟁으로 미국이 얻은 것 중 하나로 볼 수 있다는 판단이다.

그림95. OPEC 및 미국 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림96. 미국 및 그 외 주요 산유국별 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[건설]

1. 에너지 안보와 AI 전력수요가 이끄는 미국 에너지 인프라 투자 확대

중동발 에너지 공급 불안과 AI 데이터센터의 전력수요 급증은 미국의 에너지 인프라 투자 사이클을 자극하고 있다. 단기적으로는 LNG 수출 터미널과 가스발전이 빠르게 확대될 가능성이 높으며, 중장기적으로는 연료가격 변동성이 낮고 안정적 기저전원을 제공하는 원전의 가치가 재평가될 전망이다.

아시아, 유럽의 LNG 시장은 카타르발 LNG 공급 차질과 호르무즈 리스크로 LNG 조달처 다변화를 자극하고 있으며, 미국 LNG 프로젝트의 수출 마진과 장기계약 체결 환경을 개선시키고 있다. 미국에서만 약 90.5Mtpa의 LNG 프로젝트의 FEED 단계에 있으며, 이는 글로벌 FEED 프로젝트의 50%에 해당한다. Proposal 단계에 있는 Alaska, CP2, Plaquemines, Rio Grande, Woodside Louisiana 등의 프로젝트들도 있다. Proposal 단계에서 Alaska LNG 프로젝트의 가시성이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

미국 전력시장에서는 AI 데이터센터가 CCGT 투자의 직접적인 촉매가 되고 있다. 미국 전력수요 증가로 PJM 도매전력가격이 상승하는 가운데 가스가격은 상대적으로 안정되면서 CCGT의 발전마진인 Spark Spread가 2023년 \$21/MWh에서 2025년 \$28/MWh로 개선됐다. 현재 미국에서 개발이 추진되는 CCGT는 약 378GW, 이 가운데 데이터센터 직접 연계 물량이 189GW에 달하며, Entergy-Meta 5.3GW, NRG BYOP 1.2GW 등 대형 프로젝트의 FID가 구체화되고 있다. 전력수요가 단기간에 급증하는 상황에서 CCGT는 원전이 본격적으로 공급되기 전까지 가장 현실적인 브릿지 전원으로 자리잡을 가능성이 높다.

원전의 경우 에너지 수급 변동성에 따른 에너지 안보 확보와 장기 전력수요 대응이라는 정책적 당위성을 동시에 확보하고 있다. 미국 정부는 2030년까지 신규 대형원전 10기 착공, 2050년 원전 설비 400GW를 목표로 하고 있으며, 2026년 DOE는 AP1000 10기 건설을 지원하기 위한 \$17.5bn 규모의 조건부 금융지원을 발표했다. Westinghouse는 이미 부지가 특정된 7개 잠재 파트너와 LOI를 체결했으며, 이 가운데 5개 프로젝트를 선정해 부지당 AP1000 2기를 지원할 예정이다. 여기에 한국의 대미투자 패키지에서 최대 8기의 대형원전 투자까지 논의되고 있어 미국 원전 발주 사이클의 현실화 가능성은 이전보다 높아지고 있다.

2. LNG: 수익성 개선&공급처 다변화로 미국 프로젝트 투자 가속화

이란 전쟁은 미국의 LNG 프로젝트 사이클을 가속화할 수 있다. 글로벌 LNG 가격 상승으로 루이지애나 Henry Hub 가격 대비 수출 마진이 확대되었고, 카타르의 공급 차질로 아시아와 유럽은 LNG 공급처 다변화를 추진하고 있다. 현재 FID를 추진하고 있는 다수 LNG 프로젝트는 사업성 증대로 장기 SPA 체결, 금융 조달이 전쟁 이전 대비 개선될 수 있다고 판단하여 다수 LNG 프로젝트가 구체화될 수 있을 것으로 예상된다.

글로벌 LNG 설비 용량은 2025년 527MTPA에서 2029년 810MTPA로 CAGR 11.4% 늘어나는데, 이는 Shell이 전망한 글로벌 LNG 수요 7%를 상회하는 것이다. LNG 시장에서는 2027~2029년 공급 과잉을 우려하며 FID 진행 중인 프로젝트의 사업성 저하를 우려했다.

카타르의 LNG 공급 차질이 이어지며 아시아 LNG 가격은 급등했다. 현재 JMK 가격은 20~24달러/MMBtu로 10~12달러/MMBtu 대비 2배 상승하였다. Henry Hub와의 스프레드도 연 초 7~10달러/MMBtu에서 20달러/MMBtu로 크게 확대된 상황이다. 높은 스프레드로 아시아 지역의 미국산 LNG Offtaker, Trader의 수요는 높아졌다.

또한 카타르의 LNG 공급 차질은 장기적으로 유럽과 아시아의 LNG 수입국 다변화를 자극할 수 있다. Clarkson's 기준 호르무즈 해협 통행 LNG는 글로벌 해상 물동량의 20%이며, 국가별 비중은 중국이 24%, 한국이 9%, 일본 5%, 인도 17%, 유럽 10% 순서이다. 국가별 LNG 수입 중 중동산 비중이 중국이 30%, 한국이 20%로 높다는 점을 감안 시 향후 미주, 그리고 서아프리카 LNG의 수입 비중이 중장기적으로 상승할 가능성이 있다.

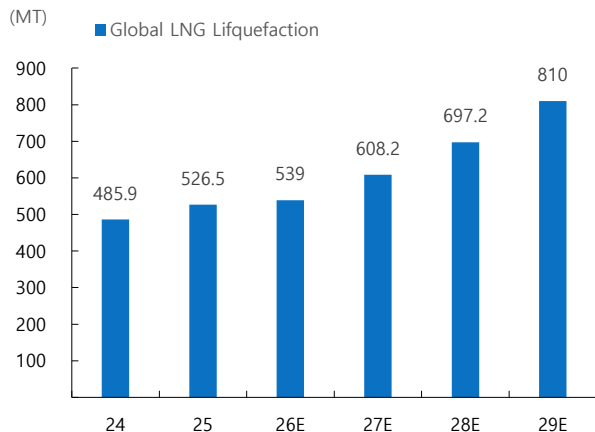
현재 FID를 추진 중인 미국 LNG 프로젝트 착공 가속화가 기대된다. Clarkson's에 따르면 미국에서만 약 90.5Mtpa의 LNG 프로젝트의 FEED 단계에 있으며, 이는 글로벌 FEED 프로젝트의 50%에 해당한다. Proposal 단계에 있는 Alaska, CP2, Plaquemines, Rio Grande, Woodside Louisiana 등의 프로젝트들도 있다. Proposal 단계에서 Alaska LNG 프로젝트의 가시성이 더욱 높아질 것으로 예상된다. Reuters에 따르면 해당 프로젝트는 전체 용량 20MTPA 중 프로젝트 금융을 위해 16MTPA의 장기계약이 필요하고, 2026년 6월 기준 약 13MTPA의 수요처가 확보된 것으로 파악된다.

표22. 주요 미국 LNG 프로젝트 현황

프로젝트	용량(MTPA)	단계	비고
Texas LNG	4.0	FEED	Kiewit과 lump-sum EPC 체결, 2026년 7월 LNTP 발급. 장기 납기 기저재 발주, 지반 공사 선행 중
Alaska LNG	20	PRO	20MTPA 중 PF에 필요한 16MTPA 장기계약 목표, 3월 기준 약 13MTPA 확보, Pipeline FID 2026, LNG FID 2027초 목표
Sabine Pass Train 7	6.0	FEED	Cheniere - Bechtel EPC 계약 체결, 2026년 5월 LNTP로 early engineering·procurement 시작
CP2 Expansion	10	PRO	기존 CP2 부지 내 brownfield 증설. 2026년 FERC, DOE 신청, 장기 납기 기저재 발주, 2027년초 FID 목표
Plaquemines Expansion Phase 1	6.4	PRO	FERC, DOE 허가 신청. 2027년 상반기 FID 목표
Rio Grande Train 6	6.0	PRO	2026년 5~6월 FERC, DOE 허가 신청. Baker Hughes와 main refrigeration compressor reservation 계약. Final EIS는 2027년 6월 예정
Coastal Bend LNG	22.5	FEED	KBR, Tecnicas Reunidas, FEED 수행, 2026년 8월 FERC pre-filing 시작
Cameron LNG Train 4	6.75	FEED	FERC, DOE 허가, Offtake, Financing 진행 중
Freeport LNG Train 4	5.5	FEED	Kiewit EPC 계약, FERC 승인 확보. 장기 SPA 확보 중

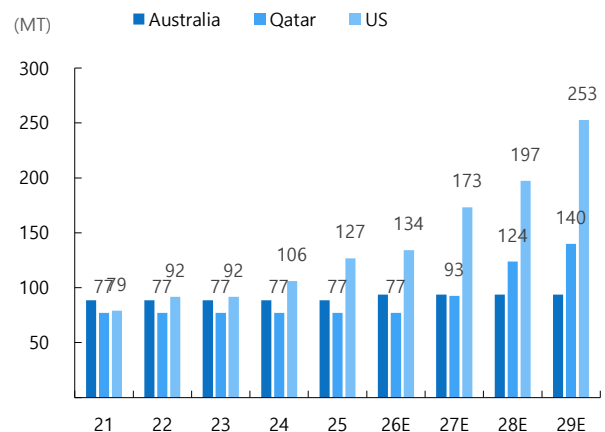
자료: iM증권 리서치본부

그림97. 글로벌 LNG 액화 설비 용량 추이



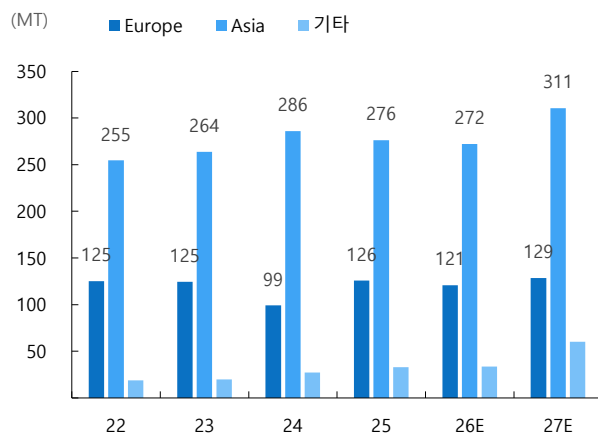
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림98. 국가별 LNG 액화 설비 용량 추이



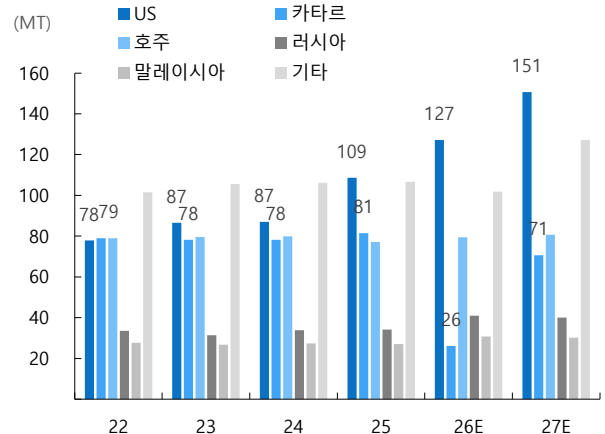
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림99. 지역별 LNG 수입 추이 및 전망



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림100. 지역별 LNG 수출 추이 및 전망



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

3. 가스복합화력발전(Combined Cycle Gas Turbine) : 전력수요 증가와 발전마진 개선으로 투자 확대

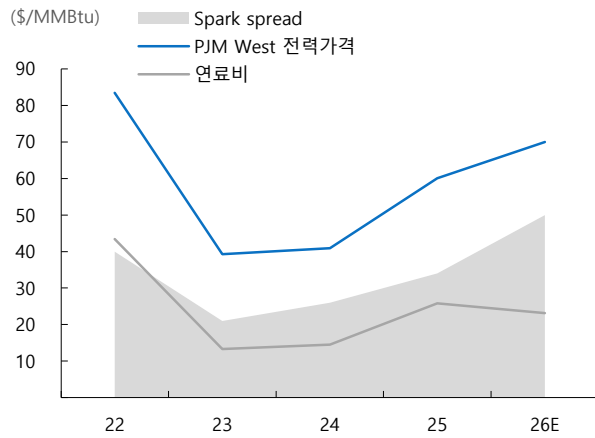
카타르 공급 차질로 아시아, 유럽의 LNG 가격 변동성은 크고, AI 데이터센터발 미국 전력 수요가 크게 늘어나고 있으나, 현재 미국은 안정적인 가스 가격을 유지하고 있다. 안정적인 가스 가격을 기반으로 Spark Spread(발전 마진)은 개선되고 있고, 가스복합화력발전(CCGT)의 투자 계획은 계획대로 진행될 가능성이 높다. CCGT는 미국 전력 수요 급증에 대응하기 위한 브릿지 에너지 측면에서 단기적으로 투자가 매우 집중되고 있는 에너지 발전원이다.

CCGT의 사업성은 현재 개선되고 있다. 미국 전력수요는 2025년 4,430TWh로 전년대비로는 2.8% 증가했다. 이는 지난 20년(2011~2025년) 연평균 증가율 1% 대비 크게 상승한 것이다. 전력 수요 증가로 PJM 평균 도매 전력 가격은 2025년 \$51/MWh 전년대비 46% 상승했다. 2026년 상반기 PJM 평균 도매 전력 가격은 \$69/MWh 전년대비 크게 상승하였다. 하지만 안정적인 가스 가격이 유지되며 미국 PJM Western Hub 기준 CCGT spark spread는 2023년 \$21/MWh, 2024년 \$25/MWh, 2025년 \$28/MWh로 개선되고 있다. 2025년 미국 천연가스 가격은 상승했지만, 전력가격 상승폭이 연료비 증가분을 상회하면서 CCGT의 발전마진은 개선된 것이다. 2026년에도 \$3/MMbtu 수준의 2025년 \$3.5/MMbtu 가스 가격이 오히려 하락한 가운데, 2026년 현재 PJM 평균 전력 도매 가격은 \$60달러 후반에 형성되어 있어, Spark spread 역시 전년대비 더욱 개선될 것으로 예상된다.

Global Energy Monitor에 따르면 2026년 미국에서 개발을 추진 중인 CCGT는 총 378GW 수준이며, 이 중 데이터센터 직접 전력 연계 용량은 189GW에 달한다. 378GW 기준 총 사업비는 6,470억달러에 달한다. 이 중 착공 중인 프로젝트는 52GW, 나머지 326GW는 대부분 FID로 파악된다. 미국 내 CCGT 프로젝트 계획은 2025년 252GW(착공 전 222GW)에서 2026년 상반기 378GW(착공 전 326GW)로 급증했다.

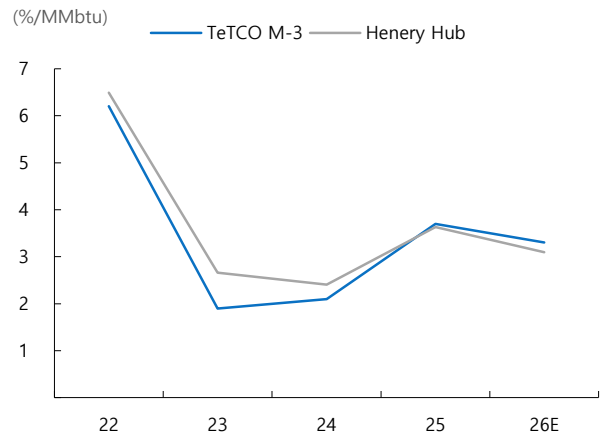
대형 CCGT 프로젝트의 FID가 가시화되고 있다. 대표적으로 루이지애나 Entergy Meta 데이터센터 연계 5.3GW(사업비 \$129억달러), 텍사스 NRG BYOP 1.2GW(사업비 320억달러)가 있다. 이 외에도 텍사스 Encinal 6.3GW(사업비 \$22.3bn)는 한국의 대미투자자와 연계되어 추진 가능성이 높은 프로젝트다.

그림101. 가스 발전 Spark Spread (Heat rate \$7.0MMBtu 가정)



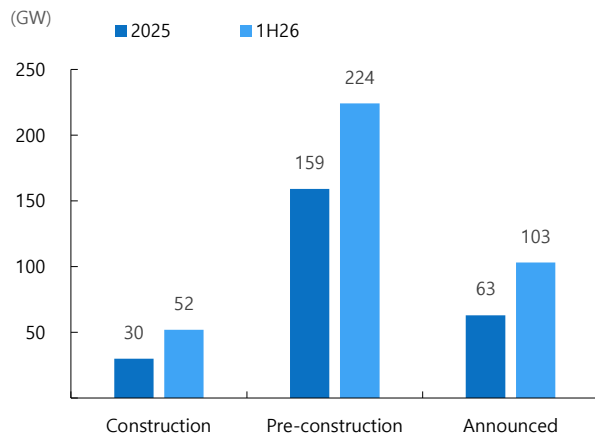
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림102. 가스 가격 추이



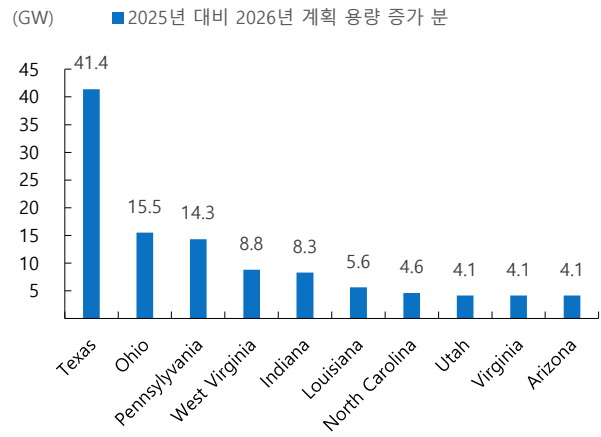
자료: Bloomberg

그림103. 가스 발전 계획 용량 추이



자료: GEM, iM증권 리서치본부

그림104. 지역별 가스 발전 계획 용량 추이



자료: GEM, iM증권 리서치본부

표23. 주요 미국 CCGT 프로젝트 현황

프로젝트	규모	투자 금액	현재 단계
Louisiana Entergy - Meta 2차	5.28GW	129억달러	LPSC 인증 심사
Texas NRG BYOP	1.2GW	32억달러	Pre-FID
AEP Rockport Energy Center	1.52GW	미공개	CPCN 심사
Duke Anderson County	1.37GW	32억달러	주요 규제승인 완료
Texas Encinal	6.3GW	223억달러	한미 협의

자료: iM증권 리서치본부

4. 원전: 에너지 안보에 따른 미국의 원전 투자 확대 전망

미국에서는 이란 전쟁의 직접적인 연료비 영향은 크지 않지만, 지정학적 리스크 확대에 따른 에너지 안보 측면에서 기존에 추진 중이던 미국의 원전 투자의 정책적 명분과 중요성이 더욱 커질 것으로 예상된다.

트럼프 행정부는 2025년 5월 원전 산업 재건을 위한 행정명령을 통해 2030년까지 대형 원전 10기를 착공하고, 또한 폐쇄 원전 재가동과 중단된 원전 건설 재개에 DOE 금융지원을 우선 배정하고, NRC 인허가 절차 단축과 미국 내 핵연료 공급망 확대를 추진하고 있다. 장기적으로 미국 원전 설비를 약 100GW에서 2050년 400GW까지 확대한다는 목표다. 2026년에는 DOE가 대형원전 10기 건설을 지원하기 위해 175억달러 규모의 조건부 금융 지원을 발표하면서 실제 발주 단계가 구체화되는 중이다.

2026년 6월 DOE에 따르면 Westinghouse는 이미 부지가 특정된 7개의 잠재적인 파트너들과 LOI를 체결했으나 사업자와 부지는 아직 공개되지 않았다. DOE는 이 중 5개 프로젝트를 선정하여 부지당 2기의 AP1000 원자로에 175억달러의 금융 지원할 예정이다. Westinghouse의 LOI 후보로 포함되어 있는지 불확실하지만, 공개적인 미국의 대형 원전 공개 프로젝트 중에는 Fermi America의 텍사스 Project Matador(AP1000 x 4), Duke Energy의 North Carolina Belews Creek 부지가 있다.

추가적으로 복수 언론에 따르면 한국의 대미투자 투자 안건으로 원전이 검토되고 있다. 규모로는 1,200억달러, 원전 8기의 투자가 집행될 수 있다. 한국전력, 한수원의 Westinghouse 일부 지분 인수 역시 협의 중으로 파악된다. Westinghouse의 지분 인수 여부, 한국형 APR1400의 미국 시장 진출에 대해서는 아직 구체적으로 확정되지 않았으나, 한국의 투자도 확정된다면 미국의 대형 원전 10기의 착공 속도는 굉장히 진척될 것으로 예상된다.

표24. 미국 원전 관련 주요 이벤트

시점	주요 이벤트	내용
2023~2024	Vogtle 3, 4호기 상업운전	- 30여년만에 신규 대형 원전 착공 프로젝트 - 2016년 Watts Bar 2 이후 10여년만에 상업 운전
2025.5	트럼프 행정부 원전 행정명령	- 2030년까지 신규 대형원전 10기 착공 - 2050년 원전 400GW 목표 제시
2025.10	미국 정부 - Westinghouse - Cameco/Brookfield 전략적 파트너십	- 미국 내 Westinghouse 원전 최소 \$80bn 건설 추진
2026.6	DOE 175억달러 조건부 약정	- 총 10기의 대형 원전 장납기 기자재 조달 지원 - 7개 잠재 파트너와 LOI 체결
2026.9	한국의 대미 원전 투자 논의	대형 원전 최대 8기가 한미 대미투자 패키지 후보

자료: iM증권 리서치본부

미국의 주요 원전 업체인 Westinghouse와 Holtec의 IPO를 기대된다. IPO를 통해 구체적인 원전 파이프라인을 파악할 수 있고, IPO 업체들은 공모 금액을 통해 프로젝트 속도가 더욱 빨라질 것으로 기대할 수 있다.

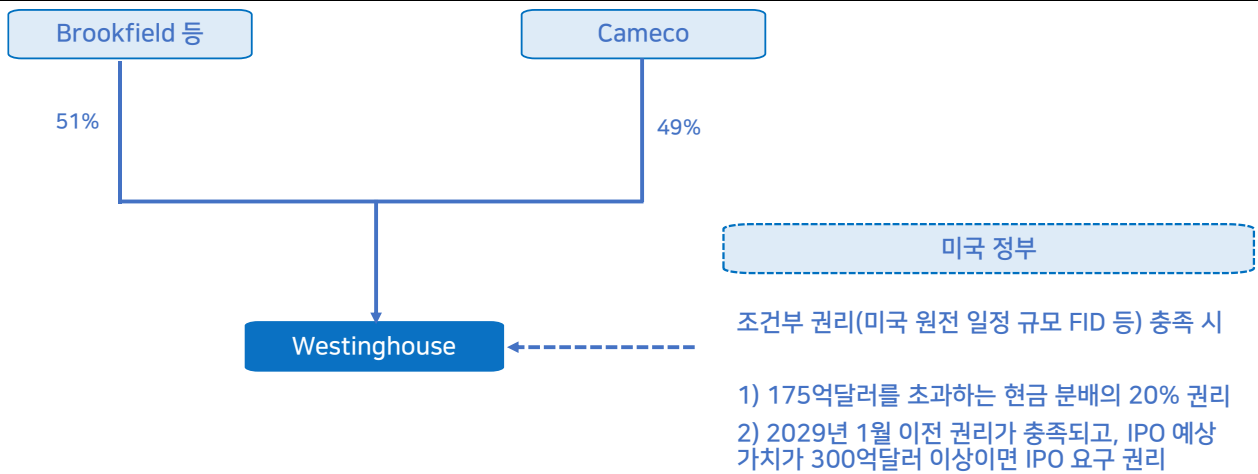
Westinghouse는 2026년 7월 SEC에 IPO를 위한 비공개 S-1 초안을 제출했다. 현재 공모규모와 밸류에이션, 상장 시기는 공개되지 않았으나, 미국 대형 원전 10기 건설 추진과 유럽, 아시아 등 글로벌에서 AP1000 프로젝트가 늘어나고 있다는 점에서 공모 자금 확보 및 기업 가치 재평가를 위한 상장 준비로 보인다. 향후 공개 S-1을 통해 AP1000 수주잔고와 투자계획이 구체화될 경우 글로벌 원전 프로젝트 가시성이 더욱 높아질 것으로 기대된다.

현재 Westinghouse의 지분 구조는 Brookfield 측이 51%, Cameco 49%로 구성되어 있다. 2025년 미국과의 전략적 파트너십을 체결하여, 미국 내 최소 800억달러 이상의 FID를 전제하여 참여 지분(Participation Interest)을 받게 된다. 참여 지분 부여 이후 미국 정부는 1) Westinghouse가 175억달러를 초과하는 현금 분배금의 20%를 받을 권리가 발생하며, 2) 2029년 1월 이전까지 지분이 확정된다는 전제 하에 기업가치 300억달러 이상이 예상되면 IPO를 추진할 수 있는 권리를 갖게 된다. 현재 한국 정부도 Westinghouse의 지분 투자 관련 미국 및 Westinghouse와 협의 중이라는 언론 보도가 있다.

Holtec은 기업가치 102억달러에 공모금액 7.5~9.0억달러를 목표로 IPO를 추진 중에 있다. Holtec은 미국의 원전 서비스/해체, 사용후 핵연료 저장, SMR 사업을 영위하는 업체다. 예상 IPO 시점은 9월 중이다.

Holtec의 경우 IPO 관련 Equity Story는 SMR-300에 집중되어 있다. Holtec이 제시한 SMR 프로젝트는 대표적으로 Michigan Palisades 부지의 Pioneer 1, 2호기(680MW)로 2030년대 초 상업운전을 목표로 합니다. 이후 Oyster Creek에는 SMR 4기(1.36GW)를 계획하고 있다. Holtec이 제시한 SMR 관련 마진은 굉장히 공격적이다. Plant-sale 모델에서 SMR-300 2기 기준 약 \$2.0~2.5bn의 매출을 목표하고 있으며, 목표 매출총이익률은 25~35%다.

그림105. 웨스팅하우스의 자본 구조



자료: Westinghouse, iM증권 리서치본부

표25. Holtec의 SMR 프로젝트 파이프라인

프로젝트	지역	호기	용량	목표 COD	상태
Pioneer 1, 2	Palisades, Michigan	2기	680MW	Early 2030s	Pre-construction
Oyster Creek	New Jersey	4기	1,360MW	2036년	-
기타	Pilgrim, Indian Point, Big Rock Point	미정	잠재 7GW+	미정	후보 부지

자료: iM증권 리서치본부

표26. Holtec의 SMR 프로젝트 마진 목표

구분	내용
건설비	SMR-300 × 2
	Overnight cost
	총 프로젝트 건설비
Plantsale 모델	680MW 기준 매출
	Gross margin 목표
BOO 모델	PPA 가격
	Capacity factor
	Operating cost
	40년 PPA 매출
	Gross margin 목표

자료: iM증권 리서치본부



[Part III]

한국 업체들의 수혜와 기회

III. 한국 업체들의 수혜와 기회

[에너지]

1. 한국 정유사, 원유 조달 우위로 높은 정제마진 수혜 극대화

미-이란 전쟁이 중동 뿐만 아니라 아시아와 유럽 등 글로벌 전반의 정제품 공급 차질을 야기하면서 정제마진은 2022년 러-우 전쟁 당시 레벨을 크게 넘어섰다. 소비자들에게는 부정적일 수밖에 없는 반면, 정유사에 있어서는 반가운 상황이다. 그러나 정유사들도 이를 실제로 향유할 수 있느냐는 다른 차원의 문제인데, 높은 정제마진을 누리기 위해서는 원유를 정상적으로 조달해서 생산할 수 있어야 하고 또 하나는 정부의 인위적인 가격 제한없이 실제 시장가격에 판매 가능해야 한다. 이 두 가지 조건을 모두 충족시키며 호시황을 누리고 있는 곳은 미국 정유사들이 유일하다. 그 외 지역 정유사들은 원유 조달 차질로 가동을 제대로 하지 못하거나 정부가 가격 또는 수출을 제한하고 있어 실제로 고마진을 향유하기는 쉽지 않다.

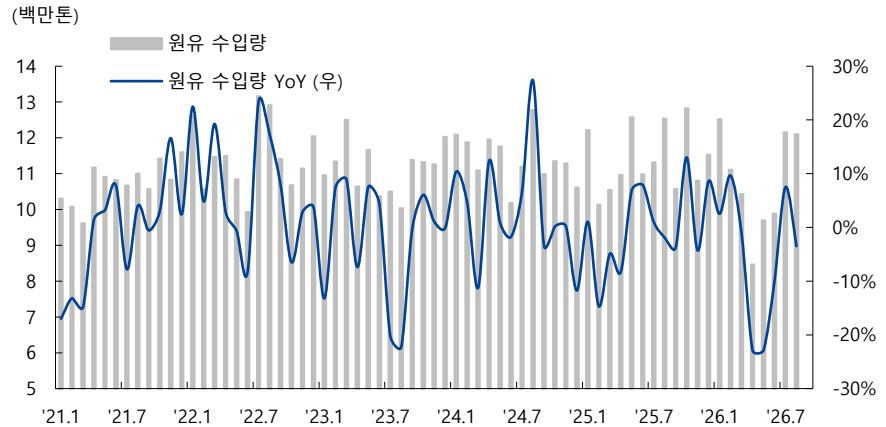
중동산 원유 수입 의존도가 70% 달하던 한국 역시 이란전쟁 이후 원유 수입량이 감소했고, 내수 가격 안정화를 위한 석유제품 최고가격제 시행으로 최근의 높은 정제마진을 온전히 누릴 순 없다. 그러나 한국 정유사들은 각 업체들의 정제설비용량이 60~80만b/d 내외에 달하는 등 핸들링 규모가 상대적으로 크고, Aramco 지분 투자를 통한 전략적 제휴로 원유 조달력이 높은 편이다.

안정적인 원유 조달력으로 정제설비 가동률 90% 수준 빠르게 회복

이는 2월 말 이란전쟁 이후 2026년 3~8월 한국의 원유 평균 수입량이 전년도 및 과거 5년 평균 대비 93% 달한다는 점에서도 확인된다. 특히 호르무즈 봉쇄 이후 동서파이프라인을 통해 우회 수출되는 사우디의 원유 중에서 한국으로 유입되는 물량이 18~20% 내외로 가장 많다. 과거 13~15% 대비 크게 늘어난 것인데, 이 역시 사우디와 전략적 제휴를 통한 한국 정유사들의 원유 조달 우위를 보여준다.

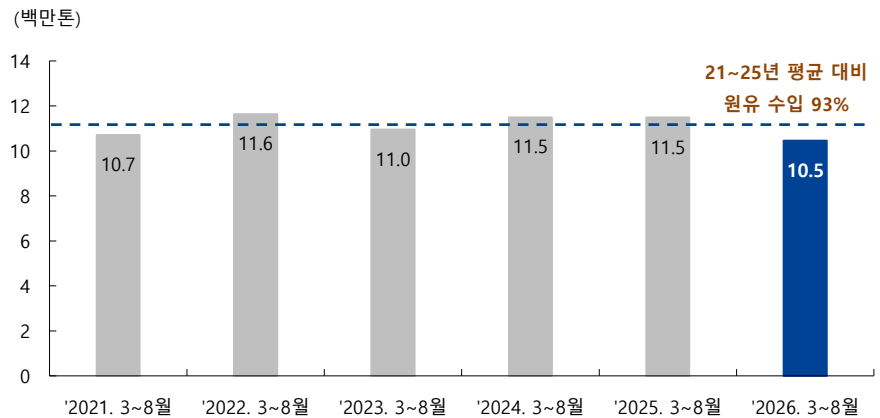
한국 정유사들은 이처럼 안정적인 원유 조달력을 바탕으로 3~4월 이후 가동률을 빠르게 상향하며 현재 평균 90% 육박하고 있는데, 중국과 일본 업체들이 여전히 70~75% 내외에 그치고 있는 것과 사뭇 대조되는 모습이다.

그림106. 한국 원유 수입량 추이



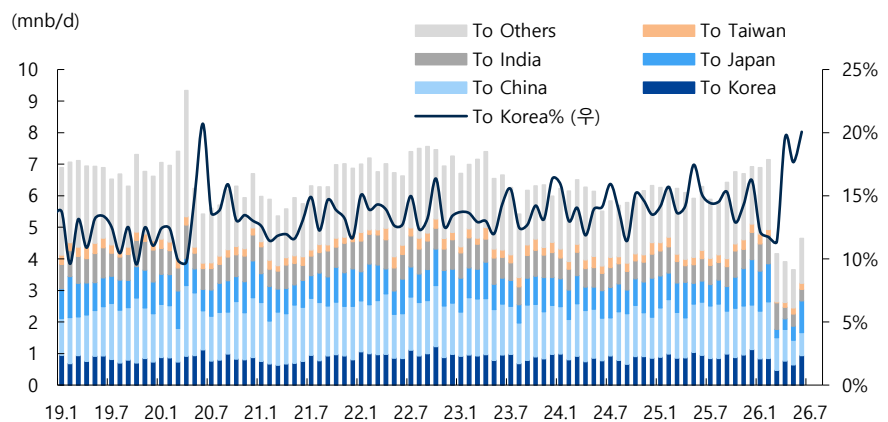
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림107. 한국 원유 평균 수입량 비교 (이란전쟁 이후인 3~8월 평균 기준)



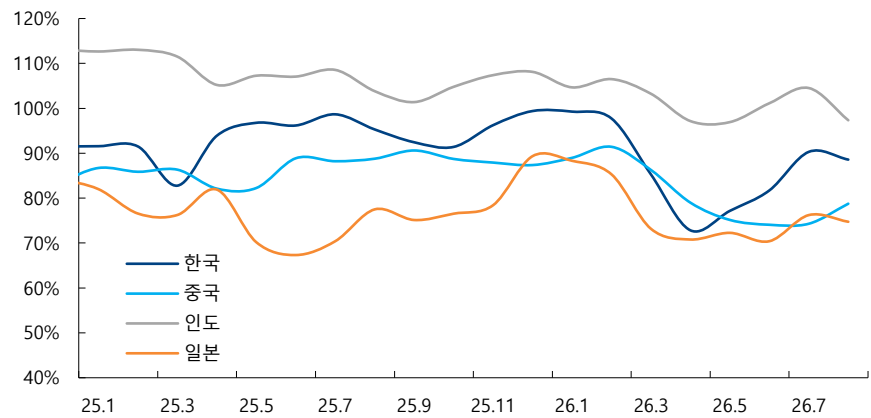
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림108. 사우디 원유 주요 국가별 수출량 및 한국향 비중 추이



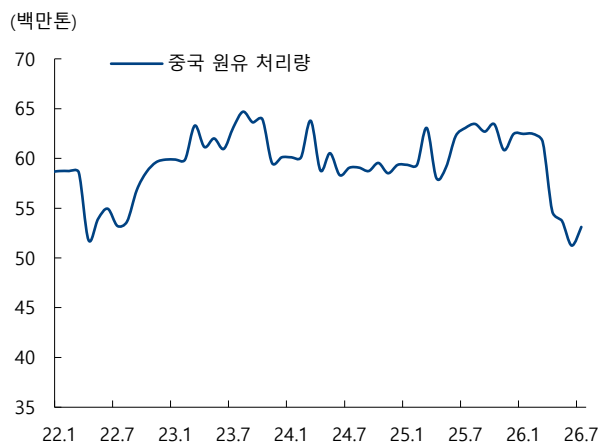
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림109. 아시아 주요국 경제설비 가동률 추이



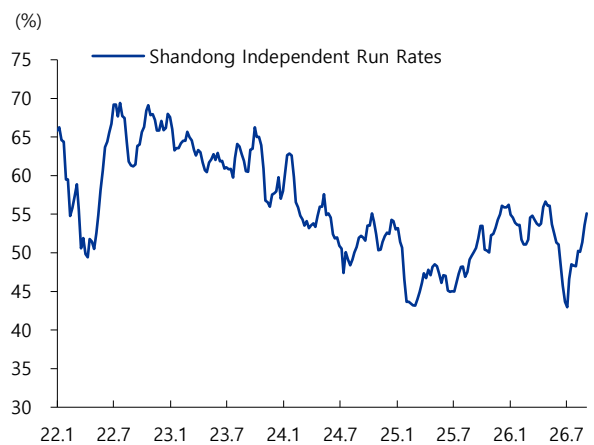
자료: OPEC, iM증권 리서치본부

그림110. 중국 원유 처리량 추이



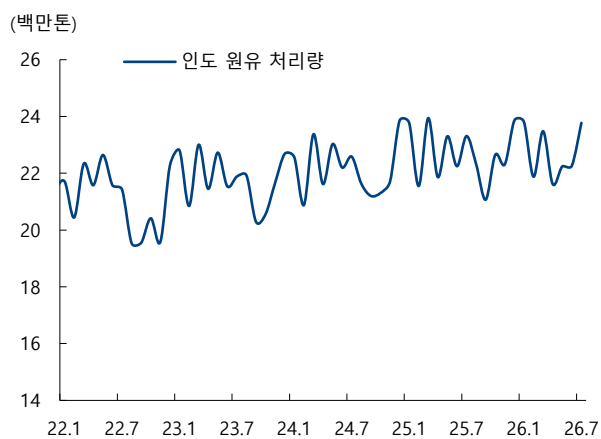
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림111. 중국 티팟 가동률 추이



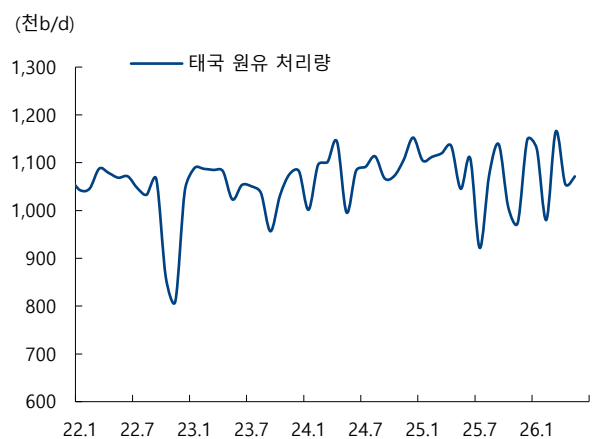
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림112. 인도 원유 처리량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림113. 태국 원유 처리량 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

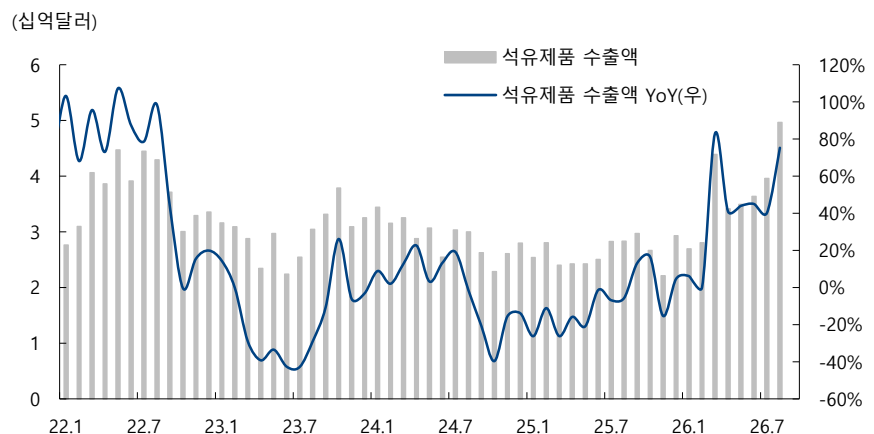
높은 정제설비 가동률로 정제품 수출도 사실상 정상궤도 진입

이란 전쟁 장기화에도 한국 정유사들은 한국과 일본 등 다른 아시아 국가들 대비 안정적으로 원유를 조달하면서 88~90% 내외의 가동률을 유지하고 있다. 이에 2026년 1~8월 누적 국내 정제품 수출량은 28.3백만톤으로 전년동기 30.2백만톤 대비 -6.2% 감소에 그쳤다. 내수 공급 안정화를 위해 휘발유와 자동차용 경유, 실내 등유에 대해서는 전년 동월 수출량의 100%를 초과하지 못하도록 제한하는 정부 규제를 감안하면 사실상 가능한 최대 물량을 수출하고 있는 셈이다.

수출량은 정부의 규제 정책 하에 크게 늘지 못하고 있으나, 그럼에도 정제품 가격 급등 효과로 정유사들의 수출 이익은 큰 폭 증가했다. 2026년 1~8월의 석유제품 수출액은 29.4백만달러로 2025년 1~8월 누적 20.7백만달러보다 +42% 늘었고, 공급 타이트가 가장 심각했던 경유 수출액이 특히 급증하며 전년도 대비 +51% 확대되었다. 참고로 윤활기유는 석유제품들 만큼이나 가격이 강세일 뿐만 아니라, 정부 규제 대상에도 포함되어 있지 않아 수출량은 오히려 전년 수준을 넘어섰다. 이에 8월까지 윤활기유 수출액은 4.2백만달러로 전년도 2.4백만달러의 약 2배에 근접하며 올해 국내 정유사들의 호실적을 견인하고 있다.

러-우 전쟁과 미-이란 전쟁으로 정유산업은 유례없는 호시황을 경험하고 있으나, 석유제품 내수 최고가격제와 2025년 동월분을 초과하지 못하도록 제한하는 정부 수출 제한 정책으로 한국 정유사들이 이를 온전히 누리지 못하고 있음은 아쉽다. 그러나 상대적으로 원활한 원유 조달력을 바탕으로 전쟁 이전과 유사한 수준에서 석유제품을 생산할 수 있다는 점만으로도 지금의 상황에서는 충분히 고무적이다.

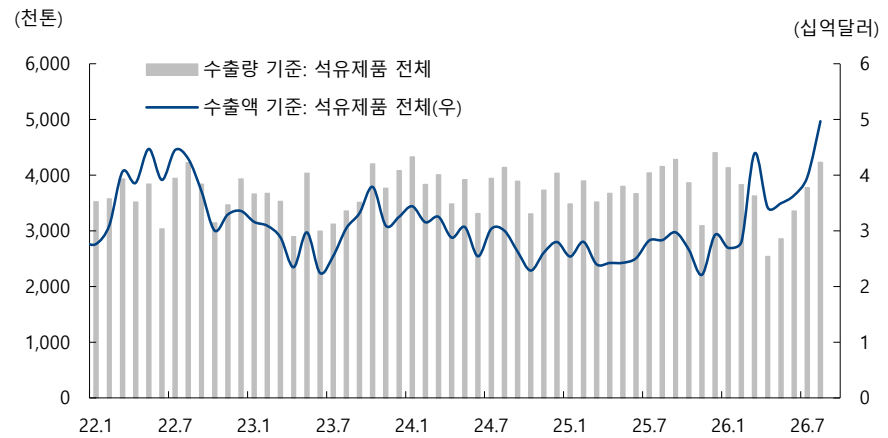
그림114. 한국 석유제품 수출액 및 전년대비 증가율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 석유제품은 휘발유+항공유+등유+경유+윤활기유 5개 제품 합산 기준임

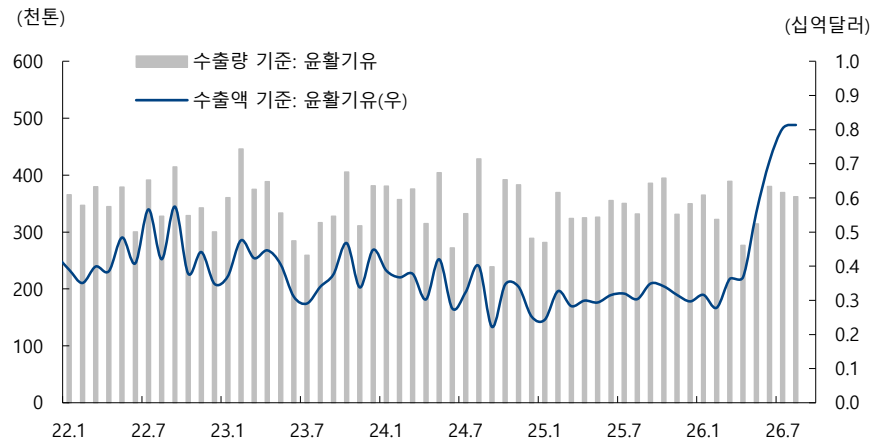
그림115. 한국 석유제품 수출량 및 수출액 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

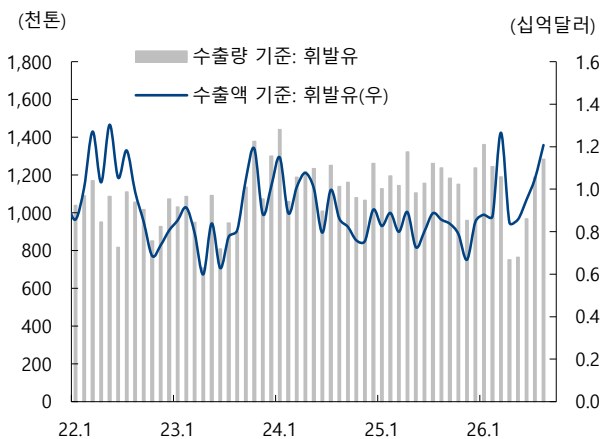
주: 석유제품은 휘발유+항공유+등유+경유+윤활기유 5개 제품 합산 기준임

그림116. 한국 윤활기유 수출량 및 수출액 추이



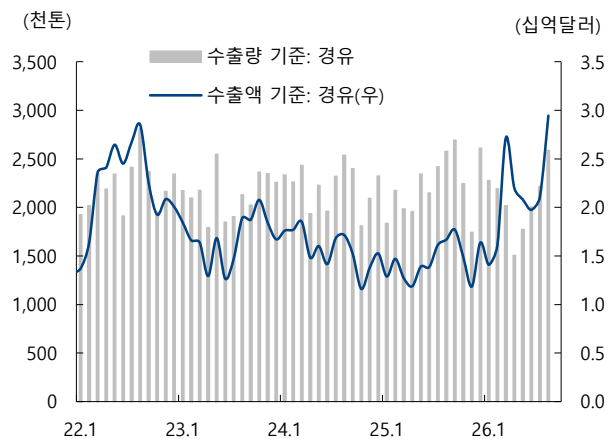
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림117. 한국 휘발유 수출량 및 수출액 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림118. 한국 경유 수출량 및 수출액 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

2. OSP 인하도 중동산 의존도 높은 한국 정유사들의 수혜

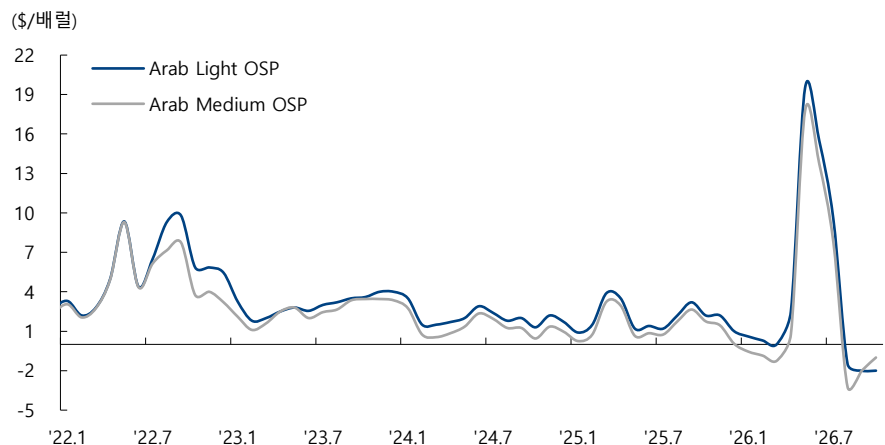
OPEC+ 카르텔 약화로 OSP 구조적 약세 진입 전망

지난 5월 UAE는 원유 생산 할당량을 두고 사우디와 빗어 왔던 오랜 갈등 끝에 결국 카르텔을 탈퇴하는 독자노선을 택했다. 이후 원유 생산을 빠르게 늘리기 시작했고, 2027년 말까지 호르무즈 해협을 거치지 않고 오만항을 통해 바로 수출할 수 있는 파이프라인 용량도 2배로 확장한다는 계획이다. 이처럼 UAE가 그동안 주춤했던 원유 시장에서 점유율을 높이기 위해 적극적으로 나서고 있고, 이라크도 쿼터를 재조정하지 않으면 카르텔을 탈퇴하겠다는 의사를 밝히는 등 OPEC+ 증산 스탠스가 점점 더 강화될 수밖에 없는 대외적 여건이다.

물론, 이란전쟁으로 호르무즈 통행이 중단됐고 사우디의 유일한 우회 수출로였던 바알만데브 해협마저 후티 반군의 장악으로 통행이 자유롭지 않은 만큼 OPEC+ 증산 확대 계획에도 당장은 생산과 수출이 늘어나기 어렵다. 그러나 금번 이란 전쟁으로 카르텔 결속력은 완전히 약화됐고, 중동산 에너지가 지정학적 리스크에 얼마나 취약한지 드러나며 비중동산 에너지의 전략적 프리미엄이 높아지고 있다. 또한 종전 이후 중동 산유국들은 그동안 급감했던 재정수입을 정상화시키기 위해 원유 생산량과 수출을 빠르게 확대할 수밖에 없다.

이는 단순히 원유 출하량 증가에 따른 유가 하락 뿐만 아니라, 산유국들의 점유율 쟁탈 경쟁으로 인한 OSP 구조적 약세 국면 진입을 시사한다. 중동 내 갈등 완화 조짐이 좀처럼 나타나지 않으면서 유가가 90달러 육박함에도 Aramco는 아시아 OSP 할인을 계속 고수하고 있는데, 종전 이후 점유율 경쟁이 본격화되면 OSP 조정은 추가 이뤄질 가능성이 높다. 특히 한국은 지리적인 접근성과 사우디아와의 전략적 제휴에 따라 중동산 원유 의존도가 70% 달하는 만큼 OSP 하락은 이들의 원가 절감 효과로 직결된다는 점에서 긍정적인 수혜로 볼 수 있다.

그림119. 사우디 OSP 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[건설]

1. 미국 에너지 투자와 중동발 수주 증가로 한국 EPC 수혜 기대

이란 전쟁 이후 미국의 에너지 인프라 투자 확대 가능성이 높아지고 있다. 미국에서는 AI 데이터센터에 따른 전력수요 증가와 에너지 안보 강화 필요성이 맞물리며 LNG, CCGT, 원전 전반의 신규 투자가 구체화되고 있다. 한국 EPC 업체들은 LNG, CCGT, 원전에서 다수의 수행 경험을 보유하고 있고, 막대한 대미투자도 예정되어 있어 한국 EPC 업체들의 미국 시장 진입 가능성이 과거 대비 크게 높아졌다고 판단한다.

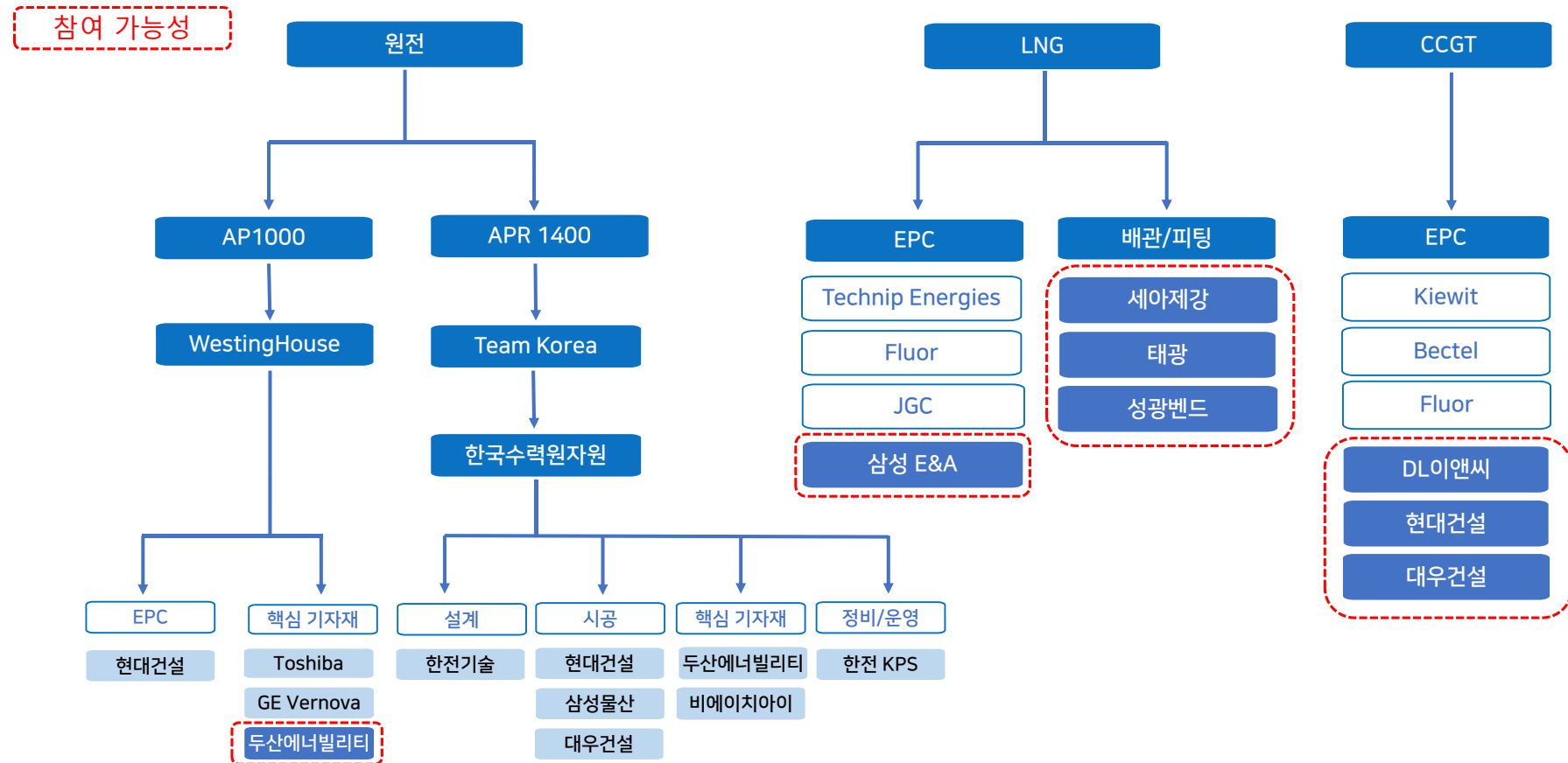
미국 LNG 투자는 카타르 공급 차질과 호르무즈 리스크로 아시아, 유럽의 LNG 조달처 다변화 필요성이 커지며 사업성이 개선되고 있다. 삼성E&A는 Texas LNG와 Abadi LNG FEED 경험을 확보했고, 대우건설은 Nigeria LNG Train 7의 액화플랜트 EPC 경험, 현대건설은 LNG 터미널과 저장탱크 수행 경험을 보유한다. 한국의 대미 투자에 LNG 사업이 포함될 경우 미국 LNG 시장 진입 가능성도 높아질 수 있다.

미국에서는 AI 데이터센터발 전력 수요 대응을 위해 단기간에 대규모 전력을 공급할 수 있는 CCGT 투자가 확대되고 있다. 현지 업체가 시장을 주도하고 있지만, 대형 프로젝트가 동시에 추진될 경우 한국 건설사의 참여 가능성이 있다. 특히 대미투자 프로젝트 후보군에서 Texas Encinal 프로젝트(6.3GW)가 거론되고 있어 삼성물산, 현대건설, 대우건설, DL이앤씨 등 회사의 참여 가능성이 있다.

원전은 국내 업체의 수혜 범위가 가장 넓은 분야다. 미국은 장기간 신규 원전 건설 공백으로 기자재 공급망과 EPC 숙련인력이 약화된 상황이다. APR1400의 미국 시장 진출 가능성도 배제할 수 없다. 이 경우 한수원, 한전기술, 두산에너지빌리티, 한전KPS, 현대건설, 삼성물산, 대우건설 등 Team Korea 참여가 기대된다. AP1000 노형의 경우 현대건설이 Westinghouse와의 협업 경험을 바탕으로 미국 신규 원전 건설 참여 가능성을 확보하고 있다.

한편으로는 중동에서도 국내 EPC 업체의 수주 환경이 개선되고 있다. 높은 에너지 가격으로 Aramco와 ADNOC의 투자 여력이 확대되는 가운데, 호르무즈 리스크로 가스처리, 파이프라인 등 에너지 안보 측면의 인프라 투자 필요성이 커졌다. 최근 삼성E&A는 Saudi SAN-7을 약 35억달러에 수주했고, Khafji Gas Pkg.1&2 입찰에도 참여하고 있다. 중장기적으로 UAE Bab Gas Cap 등 추가 수주 파이프라인으로 이어질 가능성이 있다.

그림120. 미국 에너지 투자에서의 한국 EPC 업체들의 기회 요인



2. 원전: 미국 공급망 공백 속 국내 업체 참여 기회 확대

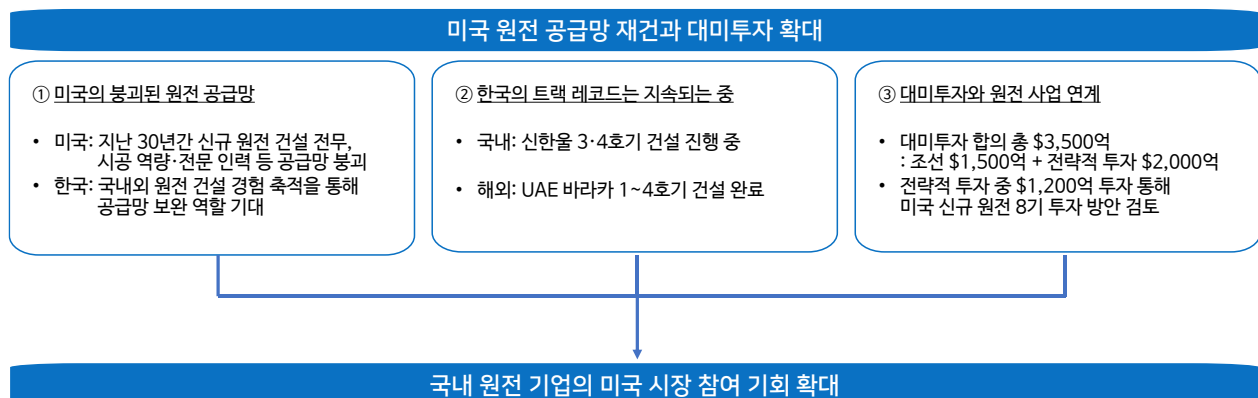
미국은 장기간의 신규 원전 건설 공백으로 기자재 공급망과 EPC 인력 기반이 약화된 만큼, 미국의 원전 착공이 본격화된다면 한국 업체의 참여 기회 가시성이 매우 높다고 판단한다. 2025년 12월 DOE 조사에 따르면 미국 원전 프로젝트 경험을 보유한 EPC사가 매우 제한적이며(Becthel, Fluor 등), 2030년까지 신규 원전 확대를 위해 약 1만 명의 추가 숙련 기능인력이 필요할 것으로 추산했다.

Vogtle 3, 4호기에서도 축소된 공급망과 숙련인력 부족이 공기 지연과 비용 증가의 주요 원인으로 작용했다. Vogtle 3, 4호기는 2009년 착공 당시 2016년 3호기, 2017년 4호기 운전개시를 목표했으나, Westinghouse의 파산으로 실제로는 2023년 3호기, 2024년 4호가 준공되었다. 미국의 조지아주 V.C Summer 2, 3호기 프로젝트는 Westinghouse의 파산으로 공사가 중단된 바 있다.

미국 원전에 APR1400 노형이 적용될 경우, 팀코리아 벨류체인 모두가 수혜를 받을 수 있을 것으로 예상된다. 구체적으로 한수원 주도의 한전기술(설계), 두산에너지빌리티(주기기), 비에이치아이(보조기기), 한전KPS(정비), EPC(현대건설, 삼성물산, 대우건설)이 대표적으로 해당된다. APR1400의 미국 진출 여부는 아직 정해지지 않았으나, 한국의 대미투자 관련 충분히 가능성을 제기할 수 있다.

APR1000의 경우 대표적으로 현대건설이 EPC 업무를 일부 수행할 것으로 예상된다. 이미 현대건설은 Westinghouse와 2022년 글로벌 사업 파트너 제휴를 맺었으며, AP1000이 적용된 불가리아 코즐루두이 7,8호기(2.2GW)의 EPC사로 선정되었다. 추가적으로 Fermi America의 Matador Project(1.1GW x 4)의 FEED를 수행한 바 있다.

그림121. 미국 원전 시장에서의 한국 업체들의 참여 예상



3. LNG: 대미투자자 국내 EPC 업체의 사업 참여 가능성 충분

한국 EPC 업체들의 미국 LNG 시장 진출 가능성도 기대할 수 있다. 미국 LNG EPC 시장은 Bechtel, Technip Energies, McDermott, Kiewit 등의 업체들이 과점하고 있는 시장이지만, 한국의 대미 투자에 LNG 사업이 포함된다면 충분히 한국 기업들의 참여 가능성을 예상할 수 있다. 또한 대우건설, 삼성E&A의 LNG 수행 역량, 사업 참여의 적극성도 과거 대비 커졌다.

삼성E&A는 Texas LNG Brownsville 프로젝트에서 Technip Energies와 함께 LNG 액화플랜트 FEED를 수행했다. 실제 EPC 전환으로 이어지지는 않았지만, 액화플랜트 설계 경험을 확보한 것이 중요하다고 판단한다. 또한 2025년 인도네시아 Abadi LNG의 FEED를 미국 KBR과 공동으로 수행하고 있고, 멕시코 우르수스 LNG의 EPC 프레임워크(사업 초기 단계)를 확보했다

대우건설은 나이지리아 LNG Train 7에서 주간회사로 EPC를 성공적으로 수행하였고, 현재는 모잠비크 LNG, 파푸아뉴기니 LNG CPF(가스처리시설)의 EPC 계약을 근시일내로 기대하고 있다. 국내 건설사 중에는 LNG 액화플랜트 수행 경험이 있는 회사는 대우건설이 현재까지 유일하다.

현대건설의 경우 LNG 터미널, 저장 탱크에서 수행 경험이 있다. 다수의 국내 LNG 터미널을 수행한 바 있고, 해외에서는 Al-Zour LNG 터미널을 수행하였다. 현재는 일본의 JGC와 JV를 맺고 파푸아뉴기니 LNG 사업의 우선협상대상자로 선정되어, 연말 EPC 계약을 기대하고 있다.

만약 한국 기업이 미국의 LNG 사업에 참여한다면, 대미 투자 후보군에 있는 Alaska LNG 참여를 기대할 수 있다. Alaska LNG는 현재 Proposal 단계에 머물러 있다. Reuters에 따르면 해당 프로젝트는 전체 용량 20MTPA 중 프로젝트 금융을 위해 16MTPA의 장기계약이 필요하고, 2026년 6월 기준 약 13MTPA의 수요처가 확보된 것으로 파악된다.

표27. 국내 업체들의 LNG 레코드

회사	LNG 수행 영역	대표 프로젝트
삼성E&A	액화플랜트, 저장탱크	Texas LNG Brownsville(Technip Energies와 JV로 FEED 수행, EPC 전환 X) 인도네시아 Abadi LNG(KBR과 JV로 FEED 수행 중, 2027년 FID 예상) 멕시코 우르수스 LNG(EPC 프레임워크 체결, 2027년 이후 FID 예상)
대우건설	액화플랜트, 저장탱크, 터미널, 가스처리	Nigeria LNG Train 7(액화플랜트 EPC 수행) 모잠비크 LNG(LOI 수령, 연말 EPC 계약 기대) 파푸아뉴기니 LNG CPF(FEED 수행, 연말 EPC 계약 기대) Tangguh LNG Train 3(배관공사 수행) Arzew LNG, Sakhalin LNG(비주관 EPC 참여)
현대건설	저장탱크, 터미널, 기화설비	파푸아뉴기니 LNG(FEED 수행, 연말 EPC 계약 기대) Kuwait Al-Zour LNG Terminal

자료: iM증권 리서치본부

4. CCGT: 역시 대미투자에 따른 국내 업체의 수혜 기대

미국 CCGT EPC 시장은 Kiewit, Burns & McDonnell, Bechtel 등 현지 업체가 주도하고 있으나, 다수 대형 프로젝트가 동시에 추진될 경우, 그리고 한국의 대미투자에 CCGT가 포함된다면 풍부한 CCGT 경험을 보유한 한국 건설사의 참여 기회도 확대될 수 있다.

대미투자 유력 프로젝트로 언급되는 Texas Encinal 프로젝트는 6.3GW 규모로, 총사업비는 약 200~220억달러 수준으로 추정되고 있다. 삼성물산, 현대건설, 대우건설, DL이앤씨, 두산에너빌리티 등이 잠재적인 시공사로 기대할 수 있다.

삼성물산은 사우디 Qurayyah(4.0GW), UAE Fujairah F3(2.4GW), Qatar Facility E(2.4GW) 등 초대형 복합화력 프로젝트를 수행하였다. 대우건설은 Oman Sur(2.0GW), UAE Shuweihat S3(1.6GW), 알제리 RDPP 1.2GW 등 다수의 해외 CCGT EPC 실적이 있다. 현대건설은 Algeria Oumache III, 코트디부아르 Azito 프로젝트, DL이앤씨는 국내의 다수 CCGT EPC 경험을 보유하고 있다. DL이앤씨의 경우 DL에너지가 Michigan Niles 1.085GW CCGT의 지분을 투자한 경험이 있다.

향후 Encinal과 같은 초대형 프로젝트가 현실화될 경우 한국 업체들은 단독 EPC보다는 현지 EPC와의 JV, 발전사업 투자 등의 방식이 사용될 수 있다.

표28. 국내 업체들의 해외 CCGT 레코드

회사	주요 수행 실적	비고
삼성물산	Qurayyah 4.0GW, Fujairah F3 2.4GW, Qatar Facility E 2.4GW, Meghnaghat 718MW	초대형 EPC 프로젝트 경험 강점
현대건설	Oumache III, Azito CCGT expansion	-
DL이앤씨	Algeria Kais CCGT	DL에너지 미국 Niles 1.085GW 투자 경험
대우건설	Sur 2.0GW, Shuweihat S3 1.6GW, RDPP 1.2GW, Afam VI 650MW	-

자료: iM증권 리서치본부

5. 사우디, UAE의 신규 투자도 늘어날 것

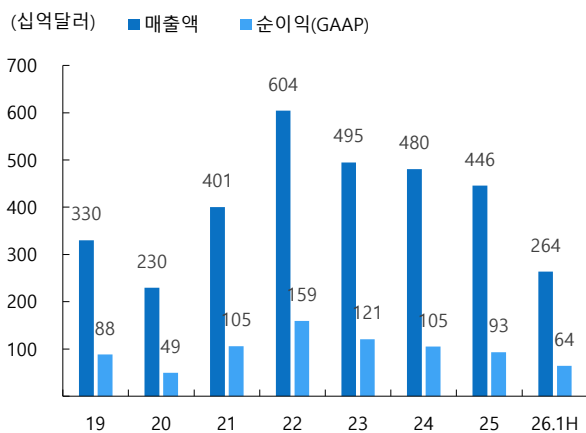
이란 전쟁 이후의 높은 에너지 가격 환경은 사우디아라비아, UAE의 재정과 NOC(Aramco, ADNOC의 투자 여력을 확대시킬 것으로 보이며 한국 업체들의 수혜가 예상된다.

Aramco의 2026년 상반기 순이익(GAAP기준)은 644억달러를 기록하여 전년 상반기 누적 483억달러 대비 33% 증가하였다. 높은 에너지 가격에 따라 수익성이 개선되었다. Aramco는 2026년 Capex로 500~550억달러를 제시하였으며(2025년 508억달러), Jafurah 가스전, Fadhili 가스처리설비 등 대형 프로젝트를 이어가고 있다. UAE ADNOC도 Aramco와 마찬가지로 높은 에너지 가격을 바탕으로 2026년의 순이익이 전년대비 개선되었을 것으로 보인다. ADNOC은 2026~2030년 1,500억달러의 Capex를 승인했고, 2026~2028년 중에 550억달러 규모의 신규 프로젝트 발주를 계획하고 있다.

고유가에 따른 NOC들의 현금 창출력 확대와 호르무즈 리스크가 부각되면서 가스처리, LNG, 파이프라인 등 에너지 안보형 인프라 투자까지 확대될 가능성이 높다고 판단한다. 사우디 Yanbu, UAE Fujairah, 오만 Duqm처럼 호르무즈 외곽의 거점의 전략적 가치가 매우 높아졌다. 향후 신규 파이프라인, 원유, 가스 처리설비, 수출터미널 투자가 확대될 수 있다고 판단한다.

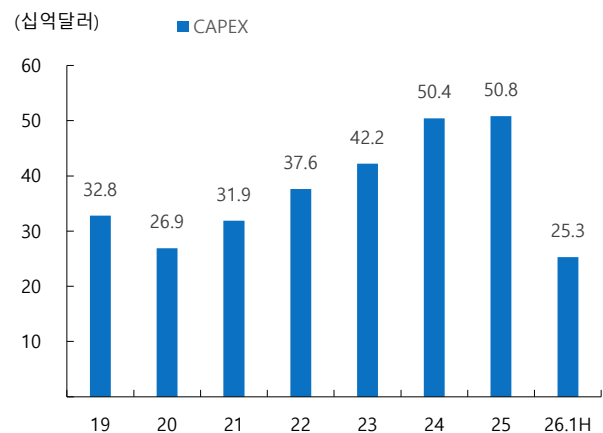
호르무즈 사태로 생겨난 신규 파이프라인은 대표적으로 UAE의 Fujairah 제2 원유 파이프라인이 있다. 2027년 운영을 목표로 건설 중에 있다. 사우디의 YASREF 다운스트림, SAMREF 업그레이드 등은 Yanbu에 위치한 점을 감안 시 전쟁 이전 대비 발주 속도가 더욱 빨라질 것으로 기대된다.

그림122. Aramco의 매출액과 순이익 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림123. Aramco의 CapEx 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

삼성E&A는 이란 전쟁 이후 확대될 수 있는 사우디, UAE의 에너지 투자 프로젝트 사이클에 직접적인 수혜가 기대된다.

삼성E&A는 9월 이미 사우디 SAN-7 프로젝트 EPC를 수주했고(35억달러, 4.7조원), 현재는 사우디 Khafji Gas Pkg.1&2(20억달러 예상) 입찰에 참여하며 수주를 추진 중이다. UAE Bab Gas 프로젝트도 향후 파이프라인에 편입될 가능성이 있다.

중장기적으로도 Yanbu의 YASREF Petchem Expansion, SAMREF Upgrade, Jubail의 SASREF Expansion 등 대형 정유, 석화 프로젝트가 FEED, Engineering 단계에 있어 수주 파이프라인으로 이어질 수 있다.

표29. 중동 주요 프로젝트

국가	프로젝트	예상 규모	공종	현재 상태
Saudi	SAN-7	암모니아 3,500MTPD, 요소 비료 7,700MTPD	암모니아, 요소 2기, CCS	EPCaward(삼성E&A)
Saudi	East-West Pipeline 증설	+1~2mb/d	원유 파이프라인	초기 검토
Saudi	Khafji Gas Pkg.1 & 2	0.5~0.6bcf/d	가스 처리	EPC 입찰 중(삼성E&A 참여)
Saudi	YASREF Petchem Expansion	cracker 1.8mtpa, aromatics 1.5mtpa	Steam cracker, aromatics	Engineering study
Saudi	SAMREF Upgrade	미정	정유 및 석유화학	Pre-FEED
Saudi	SASREF Expansion	미정	Steam cracker	Pre-FEED
UAE	Bab Gas Cap	최대 1.5bcf/d	가스 생산 및 처리	FID 전
UAE	TA'ZIZ 후속		MDI chemical	Feasibility study

자료: iM증권 리서치본부

[방산]

1. 한국산 무기체계를 선택해야 하는 이유

상호 운용성, 천궁-II가 Patriot를 대체할 수 있는 강력한 근거

천궁-II는 다른 대부분의 대한민국 무기체계와 같이 기본적으로 가격과 성능, 납기 측면에서 강점을 가진다. 그러나 기실 최근의 국제 정세에서 천궁-II의 수출 가능성을 가장 높여주는 가장 큰 강점 중 하나는 상호 운용성이다. 이번 국면에서 발생하는 수요의 성격을 보면 그 이유가 분명해진다. 미국의 인도 지원을 통보받은 국가들이 찾는 것은 백지 상태에서 새로 구축할 방공망이 아니라, 이미 운용 중인 미국산 방공망에서 채워지지 않은 자리를 메울 체계다. 즉 이번 수요는 신규 구축 수요가 아니라 결원 보충 수요이며, 이 경우 후보 무기의 1차 평가 기준은 단가나 제원이 아니라 기존 체계에 붙일 수 있는지 여부가 된다.

상호 운용성은 여러 무기 중에서도 특히 방공무기에서 더 중요해진다. 통상 방공망이라는 것은 고고도/중고도/저고도 등 다층으로 구성되고, 각각의 방공망이 상호 연동되어야 효율적인 방공 임무를 수행할 수 있다. 개별 방공망의 성능이 아무리 우수하더라도 기존 방공망과 제대로 연동되지 않으면 필연적으로 비효율이 발생한다. 예컨대 한 개의 미사일을 요격하기 위해 해당 미사일에 최적인 요격시스템이 단일하게 작동하는 것이 아니라 여러 개의 요격시스템이 중복되어 대응하는 사태가 발생할 수도 있다는 것이다.

이 비효율의 비용은 이번 전쟁에서 이미 확인되었다. 개전 초기 96시간 동안 PAC-2/PAC-3 계열 요격탄은 1,003발이 소모되었고 이 중 678발이 우방국 몫이었다. 통상 방공 교전은 명중 확률을 확보하기 위해 표적 1발에 요격탄 2발 이상을 할당하는데, 연동되지 않은 체계가 동일 표적에 각각 교전하면 이 배수가 그대로 다시 곱해진다. 재고가 충분할 때는 낭비에 그치지만, 보유량이 전쟁 전의 3분의 1 수준으로 내려간 지금은 요격탄 배분의 효율이 곧 방공망의 지속 가능 시간을 결정한다. 각국이 대체 체계를 고를 때 가격보다 연동성을 먼저 보는 실질적인 이유다.

그림124. 천궁-II (M-SAM)



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림125. L-SAM



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

여기서 관건이 되는 것이 전술데이터링크다. LINK 16은 NATO와 미국이 표준(STANAG 5516)으로 채택한 전술데이터링크로, 레이더·전투기·함정·지상 방공포대 등 서로 다른 플랫폼이 탐지한 표적 정보를 공통의 메시지 규격으로 실시간 공유해 하나의 전술 상황도를 구성한다. 방공 관점에서 이것이 의미하는 바는 명확하다. 어느 포대가 표적을 탐지했든 그 정보가 방공망 전체에 즉시 공유되고, 상위 통제소가 위협을 평가해 가장 적합한 포대에 교전을 할당할 수 있다는 뜻이다. 반대로 LINK 16에 붙지 못하는 체계는 성능과 무관하게 이 배분 구조 밖에 놓인다. 그러나 천궁-II는 NATO와 미국의 표준 전술데이터링크(Tactical Data Link)인 LINK 16에 연동되도록 설계되어 있다. 이에 따라 기존에 Patriot 방공망을 운용하던 국가의 레이더(AN/MPQ-65 등) 및 상위 방공통제소(C2)가 수집한 표적 정보를 천궁-II 작전통제소(ECS)로 전송받아 타격 임무를 분담(대형 미사일은 Patriot, 중·단거리 표적 및 드론/순항미사일은 천궁-II)하는 방식으로 쉽게 상호 보완망을 구축할 수 있으며, 도입과 동시에 Patriot의 일부 대체 또는 보완 역할을 충분히 해낼 수 있다는 큰 장점이 있다. 임무 분담이 가능한 근거는 교전 영역이 실제로 겹치기 때문이다. Patriot(PAC-2/PAC-3)의 요격고도는 15~35km, 천궁-II(M-SAM II)는 15~30km로 양 체계는 사실상 동일한 중고도 요격 영역을 담당한다. 천궁-II가 Patriot의 보완재에 그치지 않고 대체재로 거론될 수 있는 이유가 여기에 있다. 나아가 25년 양산에 돌입한 L-SAM I은 요격고도 40~60km로 THAAD(40~150km)가 담당하던 고고도 영역의 하단을 메우며, 개발 중인 천궁-III(15~50km+)와 L-SAM II(40~100km+)까지 더해지면 저고도부터 초고고도까지 미국산과 동일한 계층 구조를 한국산만으로도 구성할 수 있게 된다.

그림126. LINK 16 전술데이터링크(Tactical Data Link)



자료: MDAA, iM증권 리서치본부

운용국 구성을 보면 이 조합은 이미 현실이다. Patriot 운용국은 미국, 사우디, 카타르, 쿠웨이트, 루마니아, 폴란드, 스페인, 네덜란드, 스웨덴, 스위스 등이며, 천궁-II는 UAE, 사우디, 이라크가 운용하고 카타르, 쿠웨이트, 바레인 등이 관심을 보이고 있다. 사우디는 이미 THAAD와 Patriot, 천궁-II를 한 방공망 안에서 함께 운용하고 있으며, 카타르와 쿠웨이트는 Patriot 운용국인 동시에 천궁-II 관심국이다. L-SAM I에 관심을 표명한 국가에는 미국으로부터 Patriot 5개 포대 인도가 당초 대비 5~7년 지연될 것이라 통보받은 스위스와, Patriot 운용국인 폴란드가 함께 포함되어 있다. 미국산 방공망을 쓰는 나라가 한국산을 함께 쓰는 조합은 검증이 필요한 가설이 아니라 이미 다수의 사례가 축적된 선택지다. 신규 방공체계 도입에서 실제로 시간을 잡아먹는 구간은 무기 자체의 인도가 아니라 기존 지휘통제체계와의 통합 및 검증이다. 처음부터 LINK 16을 전제로 설계된 체계는 이 구간을 압축할 수 있으며, 이는 인도가 2029년 이후로 밀린 Patriot을 기다리는 선택과 지금 도입 가능한 천궁-II를 붙이는 선택 사이의 격차를 더욱 벌린다.

2. 당연하게도, 가격 또한 한국산 무기의 강점

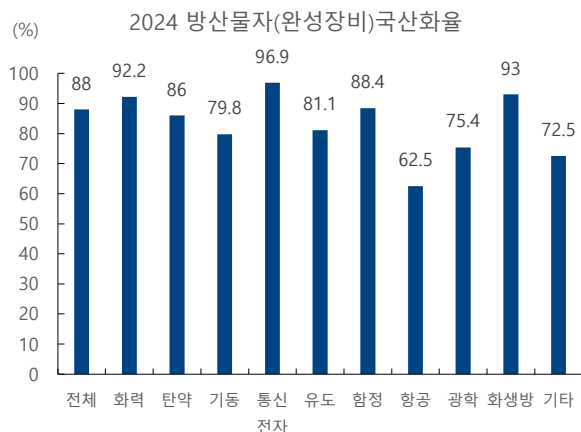
가격 경쟁력은 상호 운용성과 함께 천궁-II의 또 다른 축이다. 천궁-II 요격탄의 단가는 발당 100~130만 달러 수준으로 알려졌으며, 400~500만 달러에 달하는 PAC-3 MSE의 4분의 1 수준에 불과하다. 포대 단위로도 PAC-3가 1조원 이상인 반면 천궁-II는 3,000~5,000억원 수준이다.

쏟아지는 드론과 저가형 미사일의 공습에 고가 무기로 대응에 한계를 느낀 미국과 Lockheed Martin은 비싼 Patriot의 단가를 낮추고 납기를 앞당기기 위해 26년 7월 저가형 PAC-3 ACE를 공개하였으며 고체로켓모터와 탐색기의 성능을 의도적으로 낮춰 MSE 단가의 절반 이하를 목표로 하나, 목표가 그대로 달성되어도 발당 200만 달러 안팎으로 여전히 천궁-II의 두 배 수준이다. 더욱이 첫 비행시험이 2028년 초로 예정되어 있고 양산 목표는 2029년이며, 아직 수주도 예산 배정도 없어, 당장의 공급 절벽을 메울 대안은 되지 못한다.

3. 높은 국산화율과 수직계열화로 안정적 공급, 지금 가장 중요한 강점

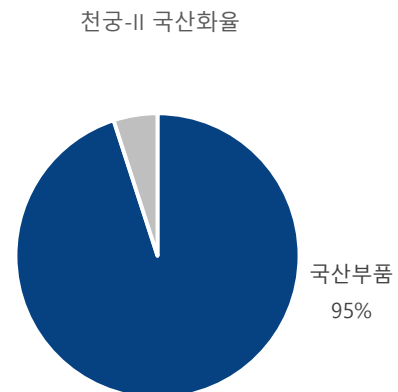
상호 운용성과 가격만큼이나 중요한 한국산 무기의 또다른 강점은 높은 국산화율과 수직계열화이다. 지속적인 국산화 노력을 통해 우리나라 방산물자의 국산화율은 평균 88%정도의 높은 국산화율을 기록하고 있으며, 그 중에서도 천궁-II의 국산화율은 95%의 국산화율을 달성한 것으로 알려졌다. 천궁-II뿐 아니라 방산분야에서 공통적으로 국산화가 아직 이루어지지 못한 방산용 반도체 등 일부를 제외하면, 천궁-II의 핵심 부품과 구성품들은 레이더를 포함해 거의 대부분 국내 업체를 통해 안정적인 공급망이 구축되어 있어 생산량의 증대에 유연하게 대응할 수 있다. 아직 99%가 수입산에 의존하고 있는 방산용 반도체의 경우, 천궁-II의 후속인 천궁-III의 체계개발단계부터 국산화가 추진되고 있으며 성공할 경우 더욱 높은 수준의 국산화를 달성할 전망이다.

그림127. 방산물자 국산화율



자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

그림128. 천궁-II 국산화율



자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

표30. 천궁-II 공급망 업체 현황

구분	업체	구분	업체
미사일/체계종합	LIGD&A	레이더	한화시스템
안테나조립체	RF시스템즈	전원공급장치	빅텍
구동제어기	영풍전자	전력증폭기	RFHIC
신호처리장치	웨이브일렉트로닉스	동박적층판	월코
탄두 구조체	한일단조	데이터링크	단암시스템즈
관성측정장치	파이버프로	발사대	한화에어로스페이스
탐색기 고주파부품	연합정밀	차축/변속기	SNT다이내믹스
구동장치	퍼스텍	통합운용컴퓨터	코츠테크놀로지
열전지	비츠로밀텍	수평안정화장치	삼현

자료: iM증권 리서치본부

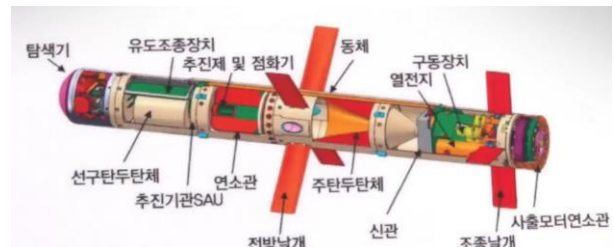
특히 천궁-II는 유도미사일의 눈에 해당하는 탐색기(Seeker)까지 LIG 디펜스앤에어로스페이스에서 자체 생산하고 있다. 해당 부품은 유도미사일이 최종적으로 요격대상을 탐지하는 종말 단계에서 작용하는 부품으로, 기술적으로나 기능적으로나 핵심 중 핵심 부품 중 하나이다. 반면 미국 Patriot미사일은 체계종합 Lockheed Martin/탐색기제작은 Boeing, THAAD미사일은 체계종합 Lockheed Martin/탐색기제작은 BAE Systems로 이원화되어 있다. 이중 Boeing의 탐색기 생산량은 Patriot 미사일 증산의 대표적 병목 구간으로 지목되어 왔으며 이란 전쟁 이후 생산량 증대의 핵심 관리구간이기도 하다. Lockheed Martin과 Boeing, BAE는 이란 전쟁 이후 일제히 투자와 생산량 증대를 발표하였으나 계획 달성에는 7년이 소모될 전망이다. 그러나 LIG D&A는 천궁, 현궁 등 자사의 주요 미사일 탐색기를 일찍부터 내재화한 상태이며, 일찍부터 선제적인 설비투자를 단행하여 순조로운 생산량 증대를 이뤄내고 있다.

그림129. LIG D&A에서 자체 제작 중인 현궁의 탐색기



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림130. 현궁 미사일의 구조



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

표31. LIG D&A 최근 3개년 증설 및 투자(계획) 내역

기업명	공시/보도 시점	투자 내용	총 소요자금 (백만원)	투자기간
LIGD&A	2023.12.	위성/레이저 체계조립 시설	49,267	2023.12.08~2025.05.31
	2024.03	구미 생산시설 투자	49,600	2024.03~2026.03
	2024.04	성남 R&D 시설 투자	383,450	2024.04~2025.01
	2024.05.	구미공장 시설 확장 및 미래사업 인프라 확충 (구미시와 MOU 체결)	200,000	2025~2027
	2024.07.	고스트로보틱스 증권 취득	199,670	2024.07.23 납입
	2024.10.	김천 2공장 투자. 유도무기 체계 개발 및 연구/생산기지 구축	112,600	2024.10~2026.09
	2025.12.	구미 생산시설투자	374,010	2025.12~2029.06

자료: DART, 언론보도, iM증권 리서치본부

4. 장기화되는 이란 전쟁, 방공무기 수요는 더 강해질 전망

이란 전쟁의 장기화 전망도 늘어나고 있다. 미국은 전쟁 초기 폭격으로 이란의 탄도미사일 및 드론 등의 산업기반의 90%를 파괴했다고 주장하나, 최근 이란은 비축 부품으로 액체연료 및 고체연료 미사일 모두 재생산에 들어갔다. 9월 WSJ의 보도에 따르면 이란은 지하 시설에서 탄도미사일 제작을 재개하고 있다. 보유 부품만으로도 최소 수백발~ 최대 수천발까지 생산할 수 있다는 추정이 나온다. 최근 뱅스 부통령 등 백악관 내부에서는 전쟁이 트럼프 美대통령의 임기가 끝나는 2029년 1월까지도 이어질 수 있다고 보고했다는 보도가 있었다. 여기에 예멘의 후티 반군까지도 사우디아라비아에 대한 공격을 감행하면서 중동의 전황은 오히려 더 심각해지고 있다. 후티 반군은 사우디의 수도를 직접 타격할 수도 있는 사거리 1,000km이상의 탄도 미사일까지 보유한 것으로 알려졌다으며, 실제로 9월 드론과 탄도미사일로 사우디의 남서부 도시들을 공격하고 예멘 남부의 도시를 장악하며 실제적인 위협을 가하고 있는 바, 사우디 등 중동의 방공무기 추가 수요는 더욱 더 강해질 전망이다.

그림131. 미군 폭격으로 파괴된 이란의 군사 시설



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림132. 이란이 지하에서 미사일 생산을 재개하고 있다는 보도



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림133. 후티반군이 직접 사우디 수도 타격 가능



자료: 구글맵, iM증권 리서치본부

그림134. 후티 반군이 폭격한 사우디의 군사 시설



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

5. 미국의 공백기는 곧 한국 방위산업의 확대구간

정리하면 이번 국면의 인과는 명확하다. 이란 전쟁이 미국의 정밀유도무기와 요격탄 재고를 절반 이하로 소진시켰고, 대규모 증산 계약에도 불구하고 북원에는 최소한 3~7년의 시간이 필요하며, 그 사이 미국은 이미 다수의 우방국에 인도 지연을 통보했다. 미국이 채우지 못하는 수요는 사라지지 않고 대체재를 찾는다. 한국은 이미 미국산 미사일에 다수 의존하던 중동의 수요를 상당 부분 흡수하였으며, 이제 유럽의 수요를 흡수할 차례다.

한국 무기는 미국의 대체재를 지금 인도할 수 있고, LINK 16 연동을 통해 기존 미국산 방공망에 곧바로 결합할 수 있으며, 현지생산 모델로 수입국의 현지화 요구까지 충족시킬 수 있다. 이 세 가지를 동시에 충족하는 공급자는 사실상 한국이 유일하다. 미국의 재고가 복원되는 공백기 전체가 한국 방위산업의 수출 확대 구간이다.

표32. 대한민국 미사일 방어(지대공) 주요 무기체계 현황: L-SAM, 천궁-II, 신궁, 비호복합, 천광 등 수출가능성 ↑

담당 영역	명칭	요격고도(km)	주체기업체	한국의 사용국 (관심국)	현황
초고고도 (80km+)	THAAD	40~150	Lockheed Martin	미국, UAE, 사우디	배치완료
	L-SAM II	40~100+	한화에어로스페이스		개발 중
고고도 (40~80km)	L-SAM I	40~60	한화에어로스페이스	(사우디, UAE, 폴란드, 스위스 등)	'25 양산 돌입
중고도 (12~40km)	천궁 III (M-SAM III)	15~50+	LIGD&A		개발 중
	PATRIOT (PAC-3, PAC-2))	15~35	Lockheed Martin	미국, 사우디, 카타르, 쿠웨이트, 루마니아, 폴란드, 스페인, 네덜란드, 스웨덴, 스위스 등	배치 완료
	천궁 II (M-SAM II)	15~30	LIGD&A	UAE, 사우디, 이라크 (카타르, 쿠웨이트, 바레인 등)	배치 완료
	천궁 I (M-SAM I)	15~20	LIGD&A	UAE	배치 완료
저고도 (0~12km)	장사정포 요격체계 II (LAMD II)	0~10	LIGD&A		개발 중
	장사정포 요격체계 I (LAMD I)	0~5	LIGD&A		개발 중
	신궁	0~4	LIGD&A	인도네시아, 루마니아, 모로코	배치 완료
	비호복합	0~4	한화에어로스페이스	(UAE 등)	배치 완료
	천광 I	0~3	한화시스템	(사우디, UAE 등)	배치 완료

자료: iM증권 리서치본부



[Part IV]

기업분석

- LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550)
- SK이노베이션 (096770)
- 삼성E&A (028050)
- 현대건설 (000720)
- Valero Energy (VLO-US)

LIG디펜스앤에어로스페이스

(079550)

2026.09.16

조용히 다가온 특이점

[조선/기계/방산] 변용진

2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

미국-이란 전쟁, 대공무기 업체에게 다가온 특이점

2026년 2월 28일 미국과 이스라엘의 공습으로 시작된 미국-이란 전쟁은 LIG 디펜스앤에어로스페이스와 같은 대공무기 업체에게 다가온 천재일우의 기회이다. 국토가 떨어져 있는 국가 간의 분쟁이라는 특성상 기동무기가 아닌 원거리 미사일을 위주로 사태가 전개되었으며 양측 모두 수많은 공격 미사일과 그보다 훨씬 많은 방어용 미사일을 소모하였다. 이 전쟁의 여파로 미국은 중동지역에 전개된 미군기지의 미사일은 물론 본토의 미사일까지도 상당량 소진하였으며, 이란-이스라엘 주변의 중동국가들 역시 마찬가지로 미국산을 포함한 다량의 미사일을 소진하였다. Patriot등 미국산 주력 대공미사일의 급속 소모로 미국이 대규모의 발주와 증설을 추진하면서 록히드 마틴 등 미국 업체들이 일차적인 수혜를 받을 것으로 지목되고 있으나 문제는 속도다. 증산 목표 달성까지는 최대 7년까지 걸릴 전망이다. 본토로 언제 떨어질지 모르는 적국 미사일의 방어를 위한 대공무기 소요는 지상무기와는 달리 기다려줄 시간이 없다. 이에 사우디, 이라크, UAE 등 기존의 수요국은 물론 카타르, 쿠웨이트 등 여러 중동 국가는 천공-대공의 급속 도입을 추진하고 있으며 멀지 않은 시기에 가시적 수주로 이어질 것으로 기대된다.

중동은 시작, 유럽 시장이 기다린다

중동은 대공무기 수출의 시작이다. 유럽에도 충분한 시장 가능성이 있다. 스위스 등 Patriot를 운용하던 국가에서 인도 지연으로 인한 대체 수요가 발생하고 있으며, 중부 유럽 및 서유럽에서도 시장 진입 기회가 생겨나고 있다. 독일 라인메탈은 6월 LIG D&A와 파트너십을 맺고 합작회사 설립 및 유럽/NATO 방공 시스템 시장 공략에 나서기로 했다. 라인메탈의 초단거리 방공시스템(VSHORAD)과 LIG D&A의 중장거리 방공시스템의 결합 및 단거리 방공시스템(SHORAD)의 공동 개발 등이 추진되고 있다. 보다 구체적인 예로는 라인메탈의 Skyraider 30 대공포에 LIG D&A의 신궁 체계가 결합되는 모델 등이 가능할 전망이다. 유럽 업체와의 합작은 유럽산 선호 때문에 진입이 어려운 유럽 방산시장 진입에 보다 쉬운 입장을 허용하는 Fast Track이자 가장 현실적인 대안이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 1,230,000원, 방위산업 Top Picks 유지

동사의 투자의견 BUY 및 목표주가 1,230,000원, 그리고 한화에어로스페이스와 함께 방위산업 Top Picks 의견을 유지한다. 2022년 러-우 전쟁 발발 이후 유럽은 4년간 무기 증산을 외쳐왔지만 현실은 녹록지 않았고 상황은 크게 달라지지 않았다. 이제 미국도 이란에서 소진된 미사일의 증산을 외치고 있지만 설정한 목표는 7년이다. 서방국가의 증산 목표는 항상 계획대로 잘 되지 않음이 이미 지난 4년간 증명되었다. 다시금 한국 방산업체에게, 그 중에서도 유도무기를 만드는 업체에, 특이점이 왔다.

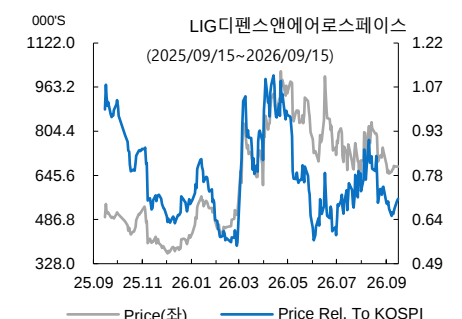
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,230,000원(유지)
종가(2026.09.15)	678,000원
상승여력	81.4%

Stock Indicator	
자본금	110십억원
발행주식수	2,200만주
시가총액	14,916십억원
외국인지분율	27.3%
52주 주가	364,500~1,020,000원
60일평균거래량	133,320주
60일평균거래대금	100.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	-19.8	-6.2	37.0
상대수익률	-11.8	2.7	-27.0	-57.5

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	4,307	5,052	6,037	6,572
영업이익(십억원)	319	476	589	716
순이익(십억원)	253	359	447	549
EPS(원)	11,516	16,341	20,298	24,968
BPS(원)	65,005	78,122	95,197	116,942
PER(배)	36.6	41.5	33.4	27.2
PBR(배)	6.5	8.7	7.1	5.8
ROE(%)	19.2	22.8	23.4	23.5
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	22.5	24.0	20.6	17.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 대한민국 미사일 방어(지대공) 주요 무기체계 현황: L-SAM, 천궁-II, 신궁, 비호복합, 천광 등 수출가능성 ↑

담당 영역	명칭	요격고도(km)	주체계업체	한국의 사용국 (관심국)	현황
초고고도 (80km+)	THAAD	40~150	Lockheed Martin	미국, UAE, 사우디	배치완료
	L-SAM II	40~100+	한화에어로스페이스		개발 중
고고도 (40~80km)	L-SAM I	40~60	한화에어로스페이스	(사우디, UAE, 폴란드, 스위스 등)	'25 양산 돌입
중고도 (12 ~ 40 km)	천궁 III (M-SAM III)	15~50+	LIG D&A		개발 중
	PATRIOT (PAC-3, PAC-2))	15~35	Lockheed Martin	미국, 사우디, 카타르, 쿠웨이트, 루마니아, 폴란드, 스페인, 네덜란드, 스웨덴, 스위스 등	배치 완료
	천궁 II (M-SAM II)	15~30	LIG D&A	UAE, 사우디, 이라크 (카타르, 쿠웨이트, 바레인 등)	배치 완료
	천궁 I (M-SAM I)	15~20	LIG D&A	UAE	배치 완료
저고도 (0 ~ 12 km)	장사정포 요격체계 II (LAMD II)	0~10	LIG D&A		개발 중
	장사정포 요격체계 I (LAMD I)	0~5	LIG D&A		개발 중
	신궁	0~4	LIG D&A	인도네시아, 루마니아, 모로코	배치 완료
	비호복합 (K-30+ 신궁)	0~4	한화에어로스페이스	(UAE 등)	배치 완료
	천광 I	0~3	한화시스템	(사우디, UAE 등)	배치 완료

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 스팅어 미사일을 장착한 라인메탈의 Skyranger 30 자주대공포: LIG D&A의 신궁 장착도 가능?



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림2. LIG D&A - 라인메탈 파트너십 체결



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

표2. LIG디펜스앤에어로스페이스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출	2,308.6	3,319.0	4,307.0	5,052.5	6,036.8	6,572.2
유도무기(PGM)	1,142.1	1,284.0	2,044.4	2,864.9	3,388.1	3,683.9
지휘통제(C4I)	496.9	968.2	1,063.2	851.0	1,210.2	1,349.8
감시정찰(ISR)	357.5	538.6	520.9	534.8	709.2	751.1
항공전자(AEW)	312.1	486.3	628.7	749.0	729.3	787.4
영업이익	186.4	229.8	319.4	476.1	589.1	715.9
영업이익률	8.1%	7.0%	7.4%	9.4%	9.8%	10.9%

자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표3. LIG디펜스앤에어로스페이스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E
매출	907.6	945.4	1,049.2	1,404.8	1,167.9	1,110.1	1,278.8	1,495.8
영업이익	113.6	77.6	89.6	38.7	171.1	105.7	118.7	80.6
영업이익률	12.5%	8.2%	8.5%	2.8%	14.7%	9.5%	9.3%	5.4%

자료: LIG디펜스앤에어로스페이스, iM증권 리서치본부

표4. LIG D&A 최근 3개년 증설 및 투자 내역

기업명	공시/보도 시점	투자 내용	총 소요자금 (백만원)	투자기간
LIG D&A	2023.12.	위성/레이저 체계조립 시설	44,320	2023.12~2025.05.
	2024.03	구미 생산시설 투자	49,600	2024.03~2026.03
	2024.04	성남 R&D 시설 투자	385,250	2024.04~2025.01
	2024.05.	구미공장 시설 확충 및 미래사업 인프라 확충 (구미시와 MOU 체결)	200,000	2025~2027
	2024.10.	김천 2공장 투자. 유도무기 체계 개발 및 연구/생산기지 구축	112,600	2024.10~2026.09
	2025.12.	구미 생산시설투자	374,010	2025.12~2029.06

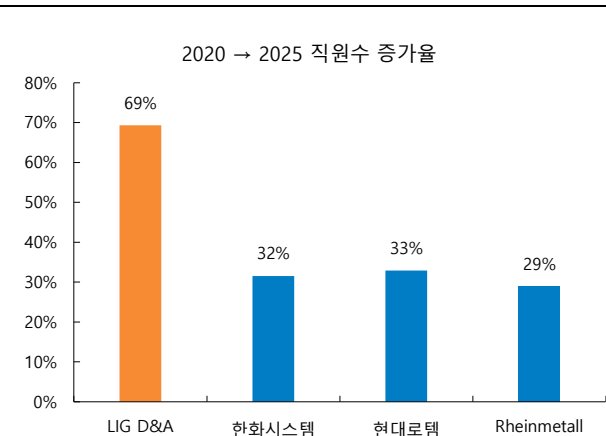
자료: DART, 언론보도, iM증권 리서치본부

표5. 주요 방산업체 2020 → 2025 직원수 증가 추이

직원수(명)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LIG D&A	3,179	3,263	3,773	4,277	4,789	5,382
한화시스템	3,691	3,938	4,307	4,741	4,751	4,855
현대로템	3,417	3,444	3,591	3,938	4,182	4,541
한국항공우주	5,028	5,012	5,079	5,098	5,093	5,241
Rheinmetall	25,767	23,268	24,841	26,329	29,322	33,217

자료: DART, 각 사, iM증권 리서치본부

그림3. 주요 방산업체 2020 → 2025 직원수 증가율



자료: DART, 각 사, iM증권 리서치본부

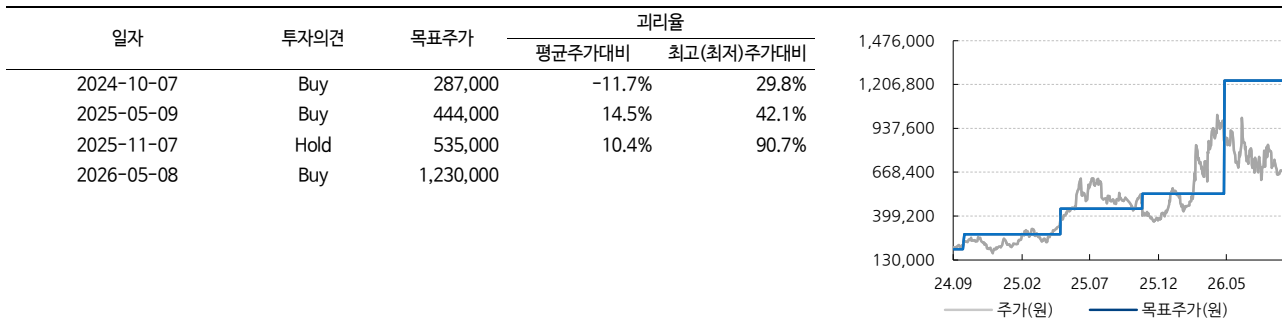
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,622	6,310	6,926	7,567	매출액	4,307	5,052	6,037	6,572
현금 및 현금성자산	125	570	878	935	증가율(%)	31.5	17.3	19.5	8.9
단기금융자산	32	33	35	37	매출원가	3,644	4,218	5,035	5,407
매출채권	564	660	786	855	매출충이익	663	834	1,002	1,165
재고자산	593	696	831	905	판매비와관리비	343	358	412	449
비유동자산	2,443	2,284	2,148	2,032	연구개발비	90	-	-	-
유형자산	1,533	1,409	1,304	1,215	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	647	608	573	540	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,065	8,594	9,074	9,599	영업이익	319	476	589	716
유동부채	6,216	6,474	6,599	6,672	증가율(%)	43.0	49.0	23.7	21.5
매입채무	509	597	713	776	영업이익률(%)	7.4	9.4	9.8	10.9
단기차입금	568	585	585	585	이자수익	5	20	30	32
유동성장기부채	35	179	179	179	이자비용	13	42	42	42
비유동부채	373	373	373	373	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	92	92	92	92	기타영업외손익	-81	-82	-79	-79
장기차입금	163	163	163	163	세전계속사업이익	278	433	560	688
부채총계	6,589	6,847	6,972	7,045	법인세비용	41	91	134	165
지배주주지분	1,430	1,719	2,094	2,573	세전계속이익률(%)	6.5	8.6	9.3	10.5
자본금	110	110	110	110	당기순이익	237	342	425	523
자본잉여금	153	153	153	153	순이익률(%)	5.5	6.8	7.0	8.0
이익잉여금	1,106	1,401	1,783	2,268	지배주주귀속 순이익	253	359	447	549
기타자본항목	61	54	48	41	기타포괄이익	4	-6	-6	-6
비지배주주지분	46	29	8	-19	총포괄이익	242	336	419	517
자본총계	1,476	1,748	2,102	2,554	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-584	519	544	292	주당지표(원)				
당기순이익	237	342	425	523	EPS	11,516	16,341	20,298	24,968
유형자산감가상각비	89	124	105	89	BPS	65,005	78,122	95,197	116,942
무형자산상각비	35	39	36	32	CFPS	17,159	23,747	26,684	30,480
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,950	2,950	2,950	2,950
투자활동 현금흐름	-276	-26	-26	-26	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-166	-	-	-	PER	36.6	41.5	33.4	27.2
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	6.5	8.7	7.1	5.8
금융상품의 증감	-7	-5	-5	-5	PCR	24.5	28.6	25.4	22.2
재무활동 현금흐름	439	74	-87	-87	EV/EBITDA	22.5	24.0	20.6	17.9
단기금융부채의증감	363	161	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	151	-	-	-	ROE	19.2	22.8	23.4	23.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	10.3	12.6	12.1	12.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	446.4	391.8	331.7	275.8
현금및현금성자산의증감	-422	445	308	57	순부채비율	47.6	23.8	5.1	1.9
기초현금및현금성자산	547	125	570	878	매출채권회전율(x)	8.7	8.3	8.3	8.0
기말현금및현금성자산	125	570	878	935	재고자산회전율(x)	9.0	7.8	7.9	7.6

자료 : LIG디펜스엔에어로스페이스, iM증권 리서치본부

LIG디펜스앤에어로스페이스 투자이전 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

SK이노베이션 (096770)

2026.09.16

우린 어쩌면 여전히 26년 이익 체력을 상당히 과소평가하고 있을지도

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

목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지

목표주가 19만원과 매수의견을 유지한다. 지정학 갈등 장기화로 에너지 전반의 가격 강세가 고착화되며 인플레이션 부담이 높아지고 있고, 9월 Fed 25bp 인상도 기정사실화되는 등 금리인상 압박 역시 현실화되는 중이다. 최근 유가와 금리가 동반 상승하면서 정제품 수요 훼손과 원가 전가 가능성에 대한 우려가 대두되고 있다. 그러나 수요의 비탄력성과 러-우 및 미-이란 전쟁으로 가동 차질 겪고 있는 정제설비 규모가 10% 달함을 고려하면 마진 훼손은 제한적일 것으로 판단한다.

최근 이 같은 상황은 하반기 정유사들의 이익체력 추가 상향 가능성을 시사한다. 특히 동사는 휘발유/디젤과 윤활기유 등의 높은 마진을 향유하는 것은 물론, SMP 상승에 따른 E&S 이익 증가도 두드러질 수 있다. 도입단가 낮은 호주 CB 가스전 물량이 3분기부터 투입된 것도 E&S 마진에 긍정적으로 기여했을 전망이다.

이 정도 유가/정제마진이면 26년 영업이익 10조원도 충분히 가능

주요 산유국인 러시아와 중동에서 발생한 두 차례 전쟁으로 완전히 얽히고설킨 정제품 공급은 좀처럼 정상화될 조짐이 보이지 않는다. 최근에는 미-이란 충돌에 이어 친이란 세력인 후티반군과 이라크 시아파까지 참전하며 지정학 갈등 수위가 한층 더 고조되는 모습이다. 특히 사우디 원유 대체 수송로였던 동서파이프라인과 밥알만데브까지 타격을 입으며 유가 상방압력은 한층 더 강해지고 있다. 유가가 100달러 넘어서며 정제마진 훼손 우려가 대두되고 있지만, 현재까지 타격을 입은 정제설비는 글로벌 용량의 10% 달하고, 그 빈 자리를 채울 수 있는 곳도 마땅히 없는 만큼 고유가도 사실상 모두 흡수되며 정제마진 강세는 장기화될 전망이다.

현재 동사 영업이익 컨센서스는 26년 연간 8.8조원 및 하반기 3.1조원 내외이다. 그러나 당초 예상보다 더 격화/장기화되고 있는 지정학 갈등 속에 높아진 유가와 정제마진, SMP 레벨 등을 감안하면 26년 영업이익은 10조원도 충분히 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 어쩌면 우리는 매일매일 고유가와 정제마진, LNG 가격을 확인하면서도 동사 이익 체력은 여전히 과소평가하고 있는걸지도 모르겠다.

국내 정유사들 중에서 상대적 매력도 가장 높아

지난 8월 말 발표된 동사의 SKIET 흡수합병은 호시황에 찬물을 끼얹은 사건으로 주주들의 아쉬움과 불편감을 지울 수 없고, 반복적으로 이뤄져 온 적자 자회사에 대한 지원 행태는 결국 동사의 중장기 멀티플 할인 요인으로 이어질 수밖에 없다.

그러나 현 국면은 그 아쉬움보다는, 정유/윤활유의 역사적인 호시황과 이에 따른 이익체력 향상에 더 주목해야 하는 시점이다. 동사는 최대 규모의 원유 핸들링과 조달처 다변화로 상대적으로 안정적인 원유 조달이 가능하다. 이에 높은 정제마진 향유가 가능할 뿐만 아니라, 정제마진 강세 외에도 SMP 상승에 따른 E&S 이익 증가, SK그룹 AIDC/반도체 클러스터 추진과 관련해 On 및 E&S 역할 확대 등의 모멘텀이 추가로 존재한다. 그럼에도 현재 동사 주가는 PBR 0.8배에 그치고 있는 만큼 국내 정유업종 내에서 상대적인 매력도가 가장 높다는 판단이다.

Buy (Maintain)

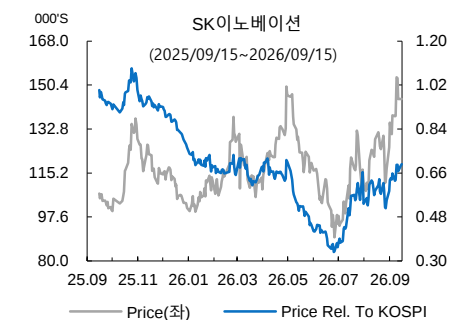
목표주가(12M)	190,000원(유지)
증가(2026.09.15)	144,800원
상승여력	31.2 %

Stock Indicator

자본금	876십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	24,479십억원
외국인지분율	15.8%
52주 주가	89,500~153,500원
60일평균거래량	902,266주
60일평균거래대금	113.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.5	28.5	28.6	35.3
상대수익률	17.5	50.9	7.8	-59.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	103,341	81,907	66,245
영업이익(십억원)	449	10,441	4,554	3,786
순이익(십억원)	-3,348	4,181	1,694	1,340
EPS(원)	-21,056	24,550	9,950	7,871
BPS(원)	127,962	166,782	176,231	183,602
PER(배)		5.9	14.6	18.4
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	-14.4	16.7	5.8	4.4
배당수익률(%)		1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	10.9	3.1	4.8	5.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

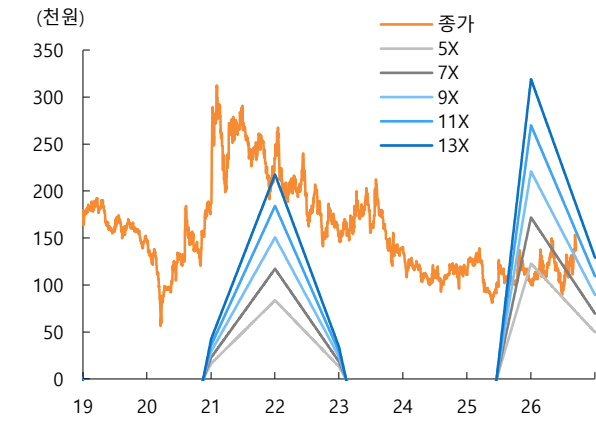
표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Total											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	29,157	26,811	23,161	74,270	80,658	103,341
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	3,487	2,903	1,888	356	406	10,441
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	12.0%	10.8%	8.2%	0.5%	0.5%	10.1%
SKE+GC+SKIP											
매출액	14,395	13,387	14,743	13,833	33,316	20,475	21,153	20,395	60,192	56,358	95,339
영업이익	-78	-585	280	466	2,073	1,517	1,771	1,203	586	83	6,564
영업이익률	-0.5%	-4.4%	1.9%	3.4%	6.2%	7.4%	8.4%	5.9%	1.0%	0.1%	6.9%
Lubricant											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,983	2,345	2,087	4,235	3,836	7,638
영업이익	121	135	171	181	189	692	920	540	687	608	2,340
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	34.9%	39.2%	25.9%	16.2%	15.8%	30.6%
SK-On											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,870	2,946	1,793	1,556	6,267	6,978	8,165
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	822	-161	-200	-1,127	-932	112
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-18.7%	27.9%	-9.0%	-12.8%	-18.0%	-13.4%	1.4%
SKE&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,596	3,171	3,322	3,135	11,863	12,786
영업이익	193	115	255	118	283	106	265	253	123	681	907
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	4.1%	8.4%	7.6%	3.9%	5.7%	7.1%
Others											
매출액	422	373	474	354	-15,893	1,157	-1,652	-4,200	441	1,623	-20,587
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	351	108	92	86	-34	518
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	30.3%	-6.6%	-2.2%	19.5%	-2.1%	-2.5%

자료: iM증권 리서치본부

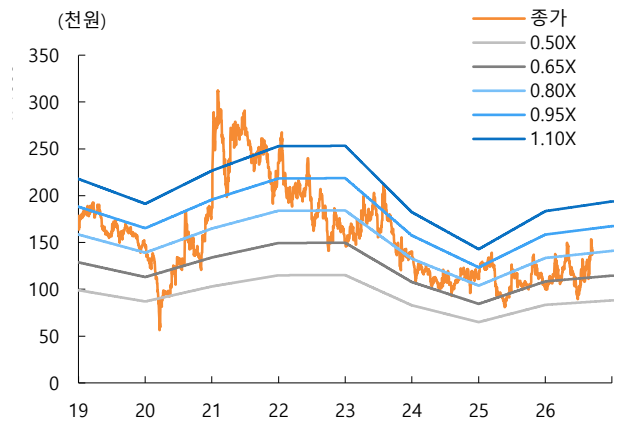
주: 1Q26부터 부문별 실적 기준 변경. Others에는 E&P, SKIET, Staff 관련 비용 등 기타 부문까지 모두 포함

그림1. SK이노베이션 12M Forward PER 추이



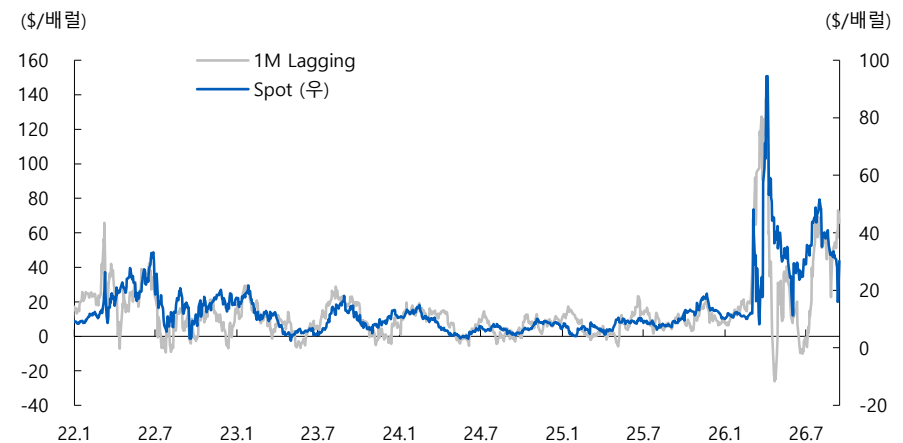
자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK이노베이션 12M Forward PBR 추이



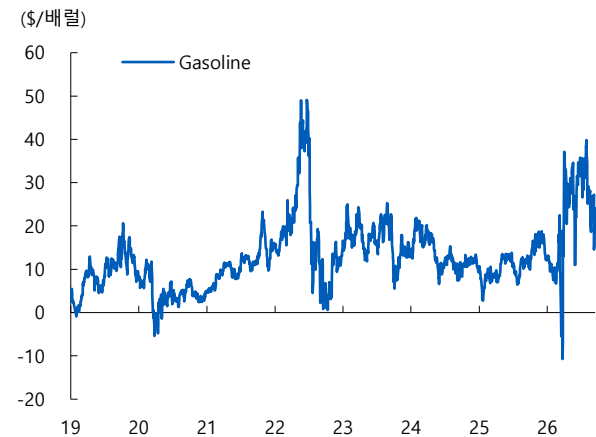
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



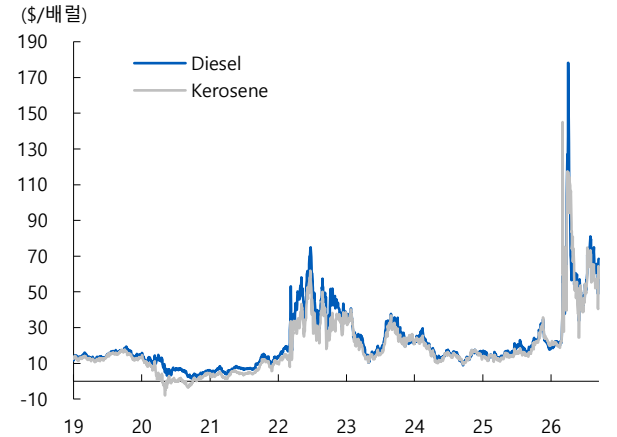
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



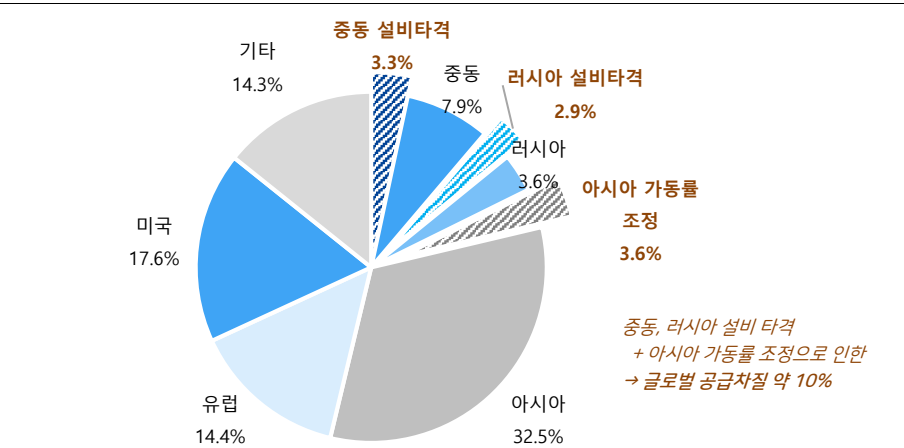
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



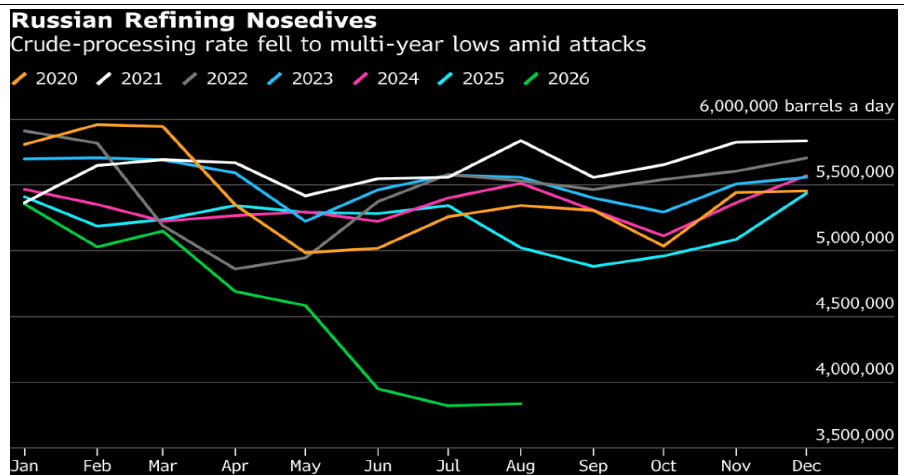
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 러-우 전쟁과 미-이란 전쟁으로 인한 글로벌 정제설비 공급차질 규모



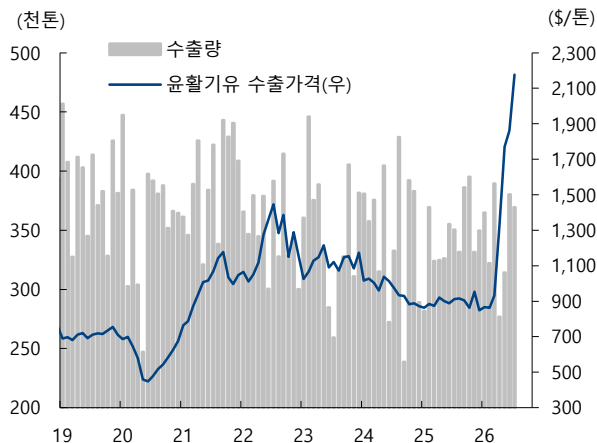
자료: iM증권 리서치본부

그림7. 러시아 정제품 처리량 추이



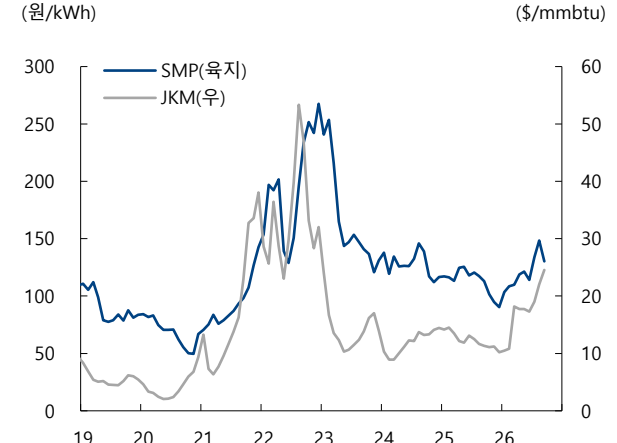
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



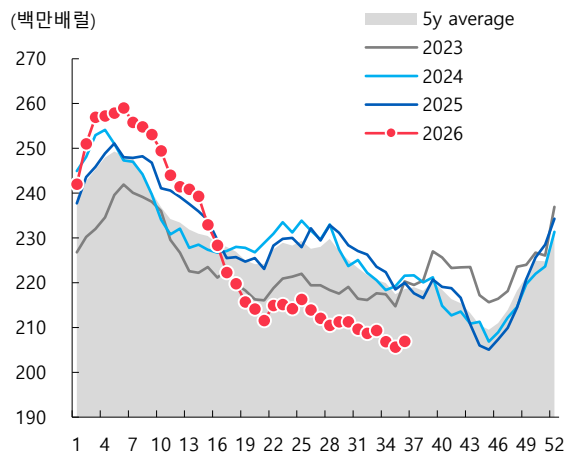
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림9. SMP 및 JKM 가격 추이



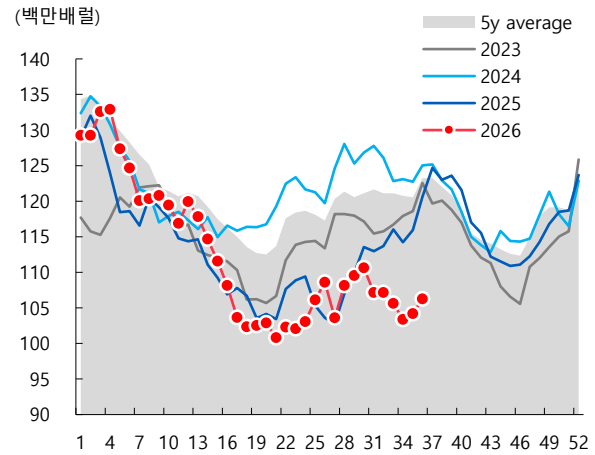
자료: KRX, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 휘발유 재고 추이



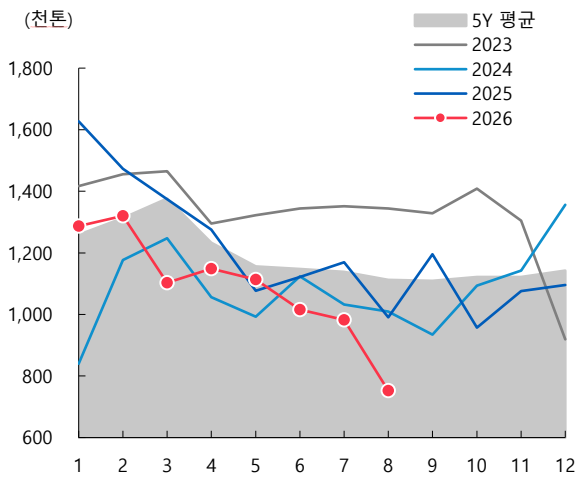
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 중간유분 재고 추이



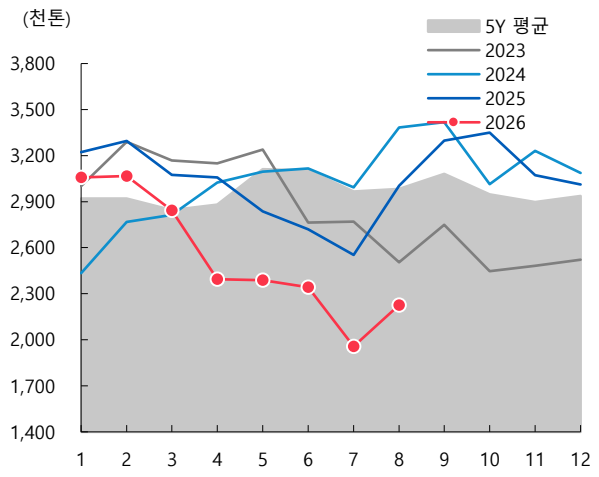
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 휘발유 재고 추이



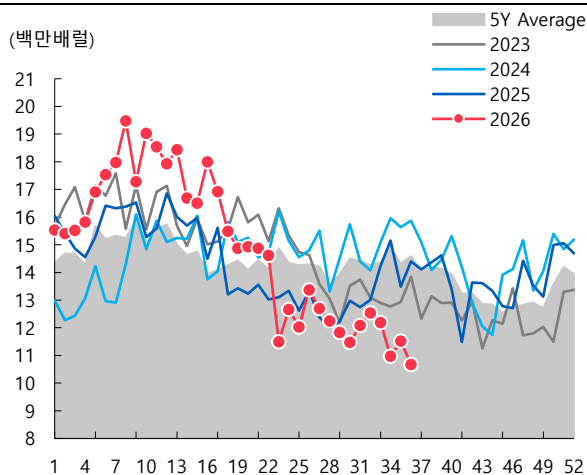
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 유럽 중간유분 재고 추이



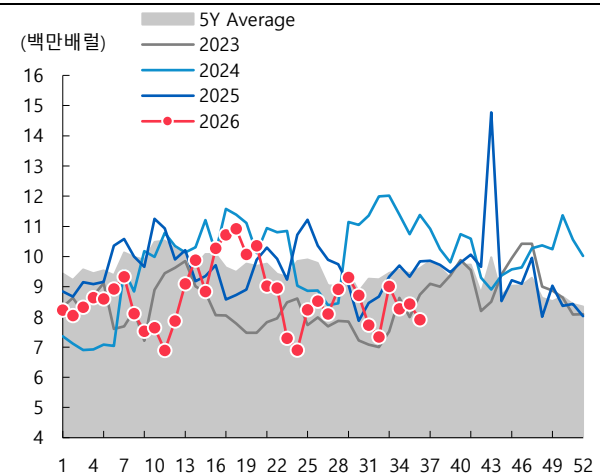
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 싱가포르 경질유분 재고 추이



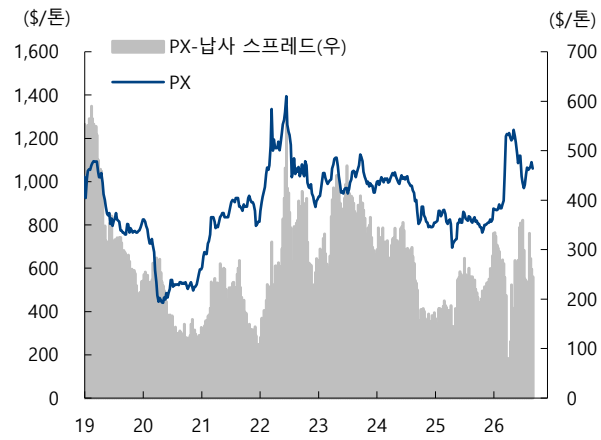
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 싱가포르 중간유분 재고 추이



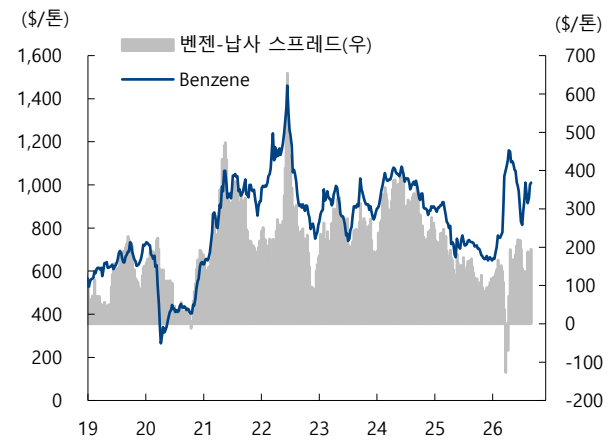
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. PX 가격 및 스프레드 추이



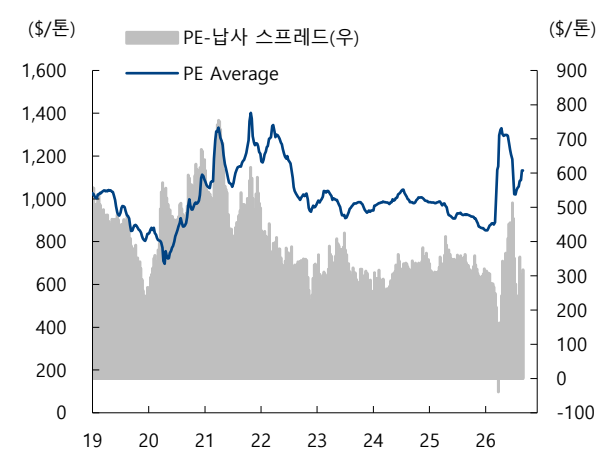
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림17. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



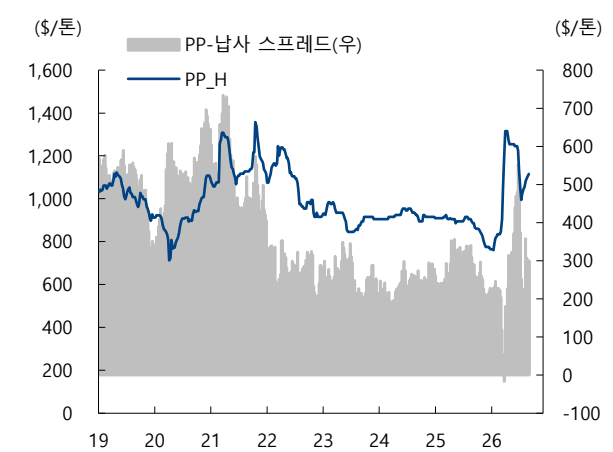
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림18. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림19. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

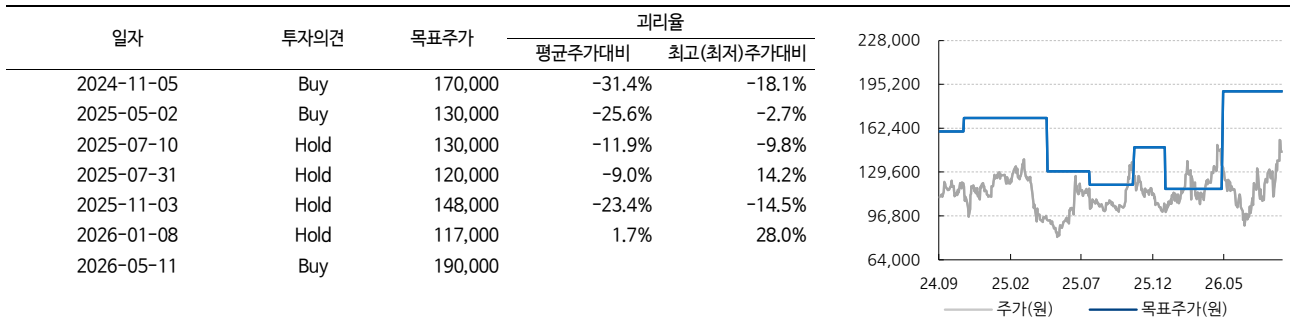
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	54,822	54,597	52,438	매출액	80,296	103,341	81,907	66,245
현금 및 현금성자산	16,092	19,484	24,330	25,790	증가율(%)	8.1	28.7	-20.7	-19.1
단기금융자산	294	274	282	291	매출원가	75,996	87,693	73,178	58,998
매출채권	8,087	11,118	8,855	7,202	매출총이익	4,300	15,648	8,729	7,247
재고자산	9,559	14,913	11,820	9,560	판매비와관리비	4,570	5,208	4,175	3,461
비유동자산	62,813	61,009	60,315	61,541	연구개발비	368	-	-	-
유형자산	47,195	47,244	47,840	49,571	기타영업수익	719	-	-	-
무형자산	2,339	2,026	1,756	1,525	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	105,608	115,831	114,912	113,979	영업이익	449	10,441	4,554	3,786
유동부채	41,057	43,340	40,388	37,915	증가율(%)	26.1	2,227.0	-56.4	-16.9
매입채무	9,140	12,312	9,759	7,893	영업이익률(%)	0.6	10.1	5.6	5.7
단기차입금	7,202	6,602	5,602	4,802	이자수익	411	495	617	654
유동성장기부채	9,372	8,844	9,200	9,139	이자비용	1,530	1,462	1,401	1,351
비유동부채	28,160	26,880	26,246	25,695	지분법이익(손실)	-246	-27	-164	-145
사채	5,806	5,806	5,806	5,806	기타영업외손익	-4,479	93	320	207
장기차입금	16,959	16,259	15,259	14,759	세전계속사업이익	-5,869	8,760	3,550	2,809
부채총계	69,217	70,220	66,635	63,610	법인세비용	-955	1,971	799	632
지배주주지분	21,792	28,403	30,012	31,268	세전계속이익률(%)	-7.3	8.5	4.3	4.2
자본금	876	876	876	876	당기순이익	-5,436	6,789	2,752	2,177
자본잉여금	13,245	15,376	15,376	15,376	순이익률(%)	-6.8	6.6	3.4	3.3
이익잉여금	4,304	8,152	9,513	10,520	지배주주귀속 순이익	-3,348	4,181	1,694	1,340
기타자본항목	2,670	3,302	3,551	3,799	기타포괄이익	-501	317	317	317
비지배주주지분	14,599	17,208	18,265	19,101	총포괄이익	-5,938	7,106	3,069	2,494
자본총계	36,391	45,611	48,277	50,369	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	8,272	13,291	11,428	주당지표 (원)				
당기순이익	-5,436	6,789	2,752	2,177	EPS	-21,056	24,550	9,950	7,871
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,685	2,569	BPS	127,962	166,782	176,231	183,602
무형자산감각비	370	314	269	231	CFPS	-707	43,423	27,297	24,313
지분법관련손실(이익)	-246	-27	-164	-145	DPS	-	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-4,285	-3,597	-3,737	-5,233	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4,802	-2,950	-3,280	-4,300	PER		5.9	14.6	18.4
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-	PBR	0.8	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	1,715	280	497	21	PCR	-143.1	3.3	5.3	6.0
재무활동 현금흐름	2,346	932	-1,350	-1,067	EV/EBITDA	10.9	3.1	4.8	5.0
단기금융부채의증감	-4,560	-1,128	-644	-861	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,960	-700	-1,000	-500	ROE	-14.4	16.7	5.8	4.4
자본의증감	2,000	2,132	-	-	EBITDA이익률	4.6	13.2	9.2	9.9
배당금지급	-231	-231	-231	-231	부채비율	190.2	154.0	138.0	126.3
현금및현금성자산의증감	226	3,393	4,846	1,461	순부채비율	63.1	38.9	23.3	16.7
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	19,484	24,330	매출채권회전율(x)	9.5	10.8	8.2	8.3
기말현금및현금성자산	16,092	19,484	24,330	25,790	재고자산회전율(x)	8.1	8.4	6.1	6.2

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

삼성E&A (028050)

2026.09.16

놀라운 수주 실적, 에너지 인프라 투자 수혜

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnssec.com

투자의견 Buy, 목표주가 69,000원 유지

투자의견 Buy와 목표주가 69,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 2.4배(Target P/E 17.3배)를 적용했다. 3Q26 이미 14조원 이상의 수주를 기록할 것으로 예상되어, 연간 수주 가이드스 12조원을 초과 달성하였다. 2027년에도 중동과 미국의 에너지 인프라 투자 사이클, 그리고 반도체 사이클에서의 커다란 수혜가 예상되어 높은 신규 수주 레벨을 장기적으로 기대할 수 있다고 판단한다. 2026년, 2027년 이익 레벨 증가가 매우 가시적이며, LNG 사업 수주, 그리고 2027년 초 새로운 주주환원정책 발표 기대감은 충분한 벨류에이션 상향 포인트다.

미국/중동의 에너지 투자 프로젝트 사이클 수혜 기대

미국과 중동의 에너지 인프라 사이클에서 삼성E&A의 커다란 수혜가 기대된다. 미국의 경우 이란 전쟁에 따른 가스 가격 상승으로 LNG, CCGT 사업성이 개선되었고, 에너지 안보 강화 필요성이 맞물리며 신규 에너지 인프라 투자가 더욱 확대될 것으로 기대된다. 또한 한국의 대미투자는 한국 EPC 업체의 참여 기회를 높일 것으로 예상된다. 삼성E&A는 LNG 프로젝트에서의 일부 역할을 기대할 수 있다. 미국 Texas Brownsville LNG에서의 FEED를 수행한 바 있고(EPC 전환 X), 현재는 EPC 전환을 목표로 인도네시아 Abadi LNG FEED, 멕시코 LNG EPC 프레임워크를 수행하고 있다. 한편 중동에서도 높아진 에너지 가격으로 NOC들의 투자 여력이 확대된 가운데, 지정학적 리스크 분산 기조에 따라 신규 프로젝트 증가를 기대할 수 있다. 최근 삼성E&A는 사우디 San 7을 35억달러(4.7조원)에 수주했고, 사우디 Khafji Gas 입찰에도 참여하고 있다.

26년 이미 수주 가이드스 초과 달성, 27년도 높아진 기대감 충족할 것

사우디 San 7 수주(4.7조원)로 3Q26 누적 14조원 이상의 수주를 기록한 것으로 파악되며, 이는 2026년 기준 수주 가이드스 12조원을 이미 2조원 초과한 것이다. 4Q26 첨단산업 수주만 가정해도 연간으로 16조원 수주가 예상된다. 2027년에는 중동, 미국에서의 에너지 투자 사이클에서 수혜를 입을 수 있고, 인도네시아 Abadi, 멕시코 LNG에서의 EPC 전환을 기대할 수 있다. 추가적으로 반도체 사이클에 맞춰 첨단산업에서 최소 8조원 이상의 수주가 예상되어 2027년 신규 수주도 충분히 16조원 이상의 수주를 기대할 수 있다고 판단한다.

2026년말 수주잔고는 전년대비 51% 늘어난 26.8조원이 예상되며, 높아진 잔고 레벨을 기반으로 견조한 이익 증가 흐름이 예상된다. 삼성E&A의 2026년 매출액 10.8조원(+20.1% YoY), 영업이익 9,601억원(+21.2% YoY), 2027년 매출액 13.9조원(+27.9% YoY), 영업이익 1.1조원(+19.5% YoY)를 전망한다.

Buy (Maintain)

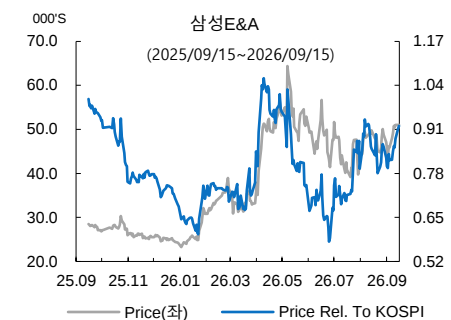
목표주가(12M)	69,000원(유지)
증가(2026.09.15)	51,000원
상승여력	35.3%

Stock Indicator

자본금	980십억원
발행주식수	19,600만주
시가총액	9,996십억원
외국인지분율	38.7%
52주 주가	23,250~64,400원
60일평균거래량	1,950,136주
60일평균거래대금	92.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	-2.1	55.5	78.9
상대수익률	7.4	20.3	34.7	-15.6

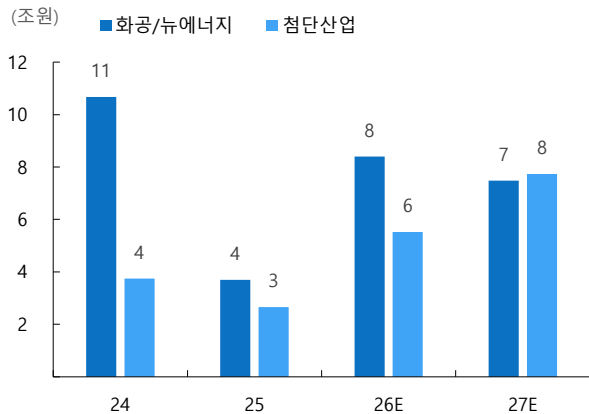
Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	9,029	10,840	13,867	15,061
영업이익(십억원)	792	960	1,147	1,239
순이익(십억원)	617	658	821	901
EPS(원)	3,150	3,358	4,190	4,595
BPS(원)	24,187	26,286	29,636	33,184
PER(배)	7.6	15.2	12.2	11.1
PBR(배)	1.0	1.9	1.7	1.5
ROE(%)	13.0	12.8	14.1	13.8
배당수익률(%)	3.3	1.6	2.0	2.2
EV/EBITDA(배)	1.9	4.5	3.9	3.6

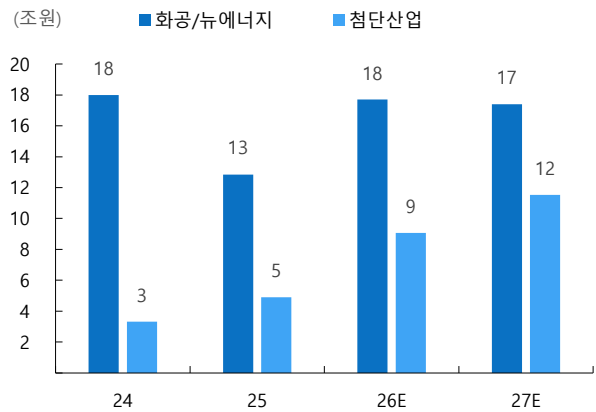
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 삼성 E&A 신규 수주 추이 및 전망



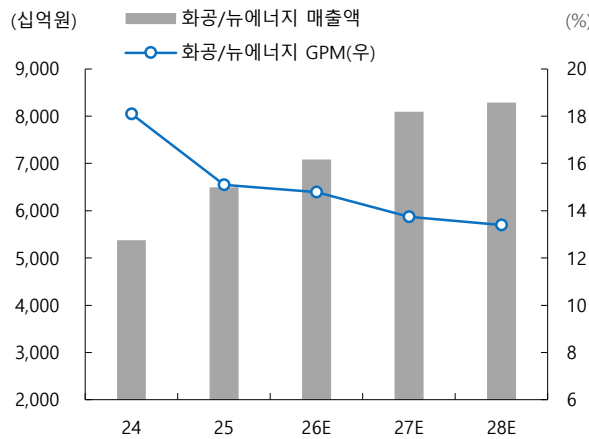
자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부
 주: 2026년 수주 가이드는 12조원

그림2. 삼성 E&A 수주잔고 추이 및 전망



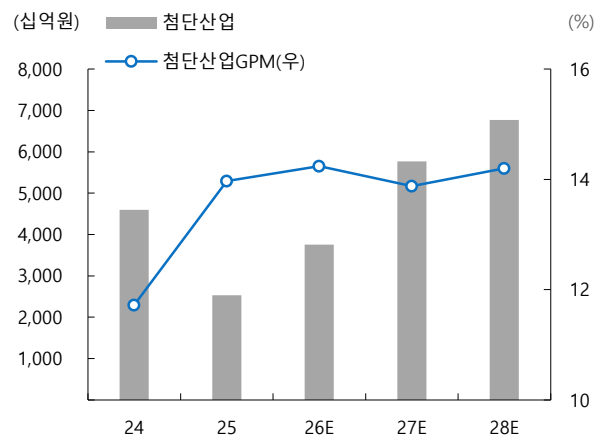
자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성 E&A 화공/뉴에너지 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성 E&A 첨단 산업 매출액 추이 및 전망



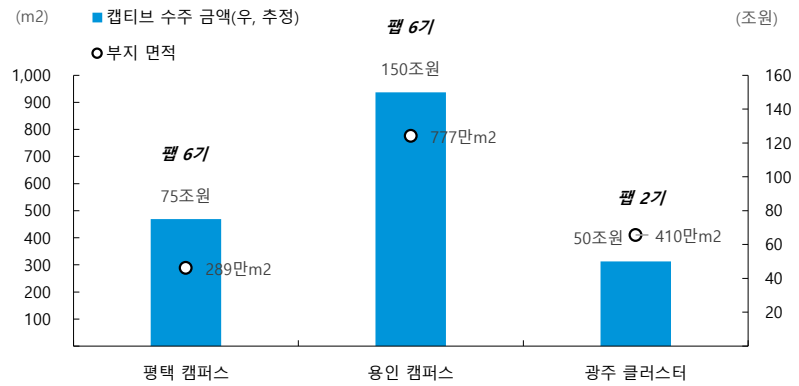
자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

표1. 삼성 E&A 화공/뉴에너지 부문 주요 파이프라인

프로젝트	금액	시기	비고
멕시코 Pacifico 그린 메탄올	20억달러	2026	수의계약
사우디 Khafji(가스)	20억달러	2026	
카타르 Urea(석유화학)	20억달러	2026	
UAE Falcon PLA(석유화학)	-	2026	
인도네시아 Abadi LNG	-	2027	FEED 수행 중
멕시코 LNG		2027	수의계약
미국 루이지애나 SAF	30억달러	2027	FEED 수행 중

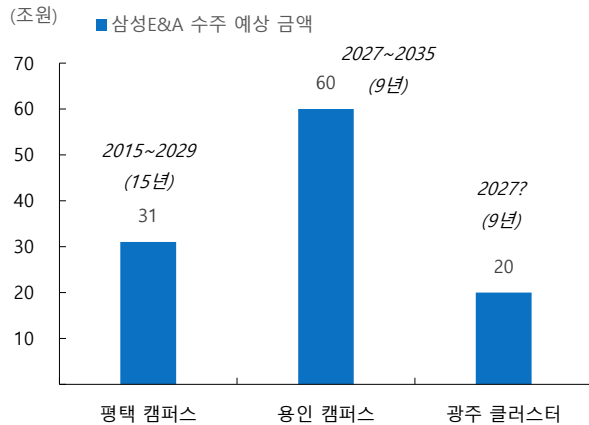
자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성물산, 삼성 E&A의 반도체 공사 수주 가능 금액(추정)



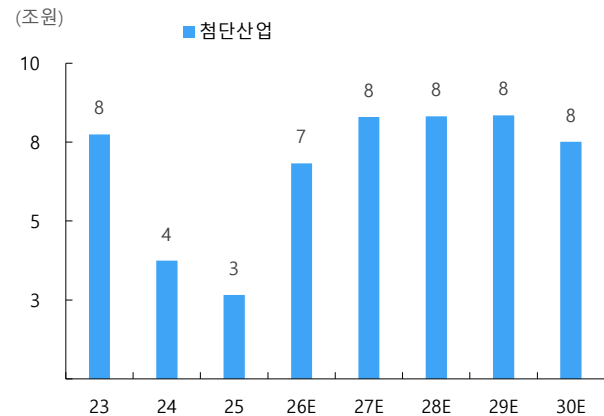
자료: 언론 보도, iM증권

그림6. 삼성 E&A의 삼성전자발 수주 예상 금액



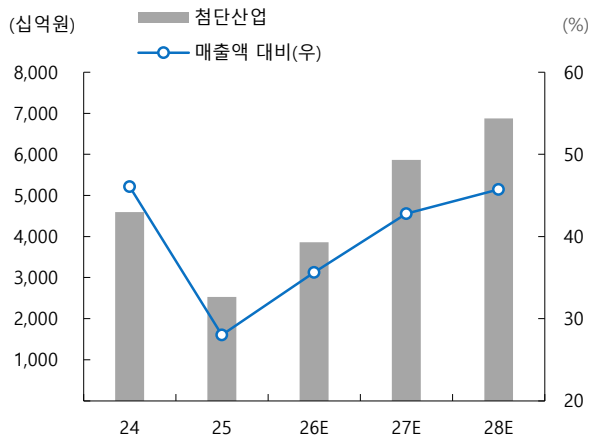
자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

그림7. 삼성 E&A 첨단산업 수주 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

그림8. 삼성 E&A 첨단산업 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

표2. 삼성 E&A와 삼성물산의 평택 캠퍼스 공사 수주 금액(추정)

	삼성E&A(조원)	삼성물산(조원)	합계(조원)
P1	2.4	4.8	7.2
P2	4.6	2.5	7.0
P3	5.3	8.5	13.8
P4(진행 중)	6.4	9.4	15.8
P5(진행 중)	1.4	2.8	4.2
P5-2(예정)	-	-	-

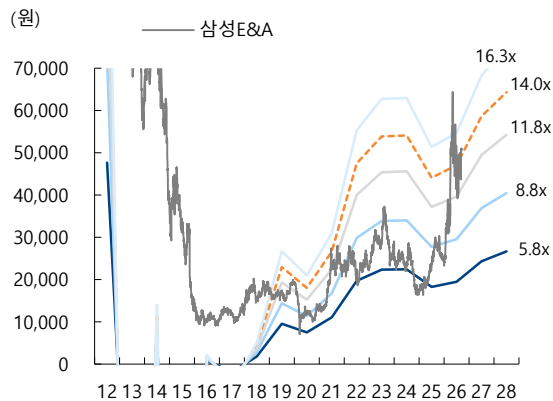
자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

표3. 삼성 E&A 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	비고
EPS (원)	1,900	3,393	3,846	3,862	3,150	3,358	4,190	
BPS (원)	10,216	13,741	17,721	21,591	24,187	26,286	29,636	
고점 P/E (배)	14.7	8.2	9.7	9.7	9.6			최근 5년 평균 10.0
평균 P/E (배)	10.5	6.9	7.5	5.1	0.0			최근 5년 평균 7.7
저점 P/E (배)	6.5	5.5	5.8	4.2	5.2			최근 5년 평균 5.4
고점 P/B (배)	2.74	2.03	2.10	1.73	1.25			최근 5년 평균 1.89
평균 P/B (배)	1.95	1.71	1.63	0.91	0.95			최근 5년 평균 1.46
저점 P/B (배)	1.21	1.35	1.26	0.76	0.68			최근 5년 평균 1.05
ROE(%)	18.6	24.7	21.7	17.9	13.0	12.8	14.1	
적용 BPS (원)						28,798		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)						2.40		글로벌 EPC사 평균
목표주가 (원)						69,000		Target P/E 17.3x
전일 종가 (원)						51,000		12m fwd P/E 12.8x, P/B 1.76x
상승 여력						35.3		

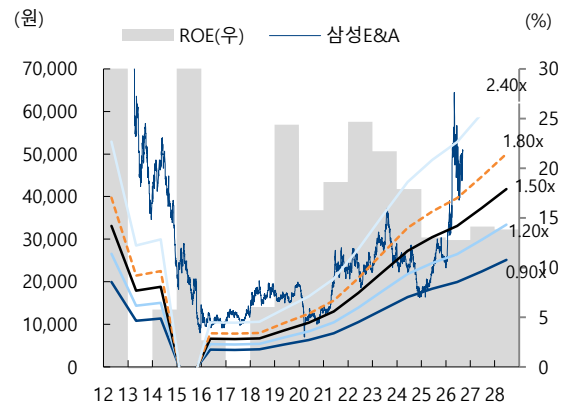
자료: iM증권 리서치본부

그림9. 삼성 E&A P/E Band



자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

그림10. 삼성 E&A P/B Band



자료: 삼성E&A, iM증권 리서치본부

표4. 삼성 E&A 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,098	2,178	1,996	2,757	2,267	2,609	2,819	3,144	9,029	10,840	13,867	15,061
YoY	-12.0	-18.9	-13.9	6.9	8.1	19.8	41.3	14.0	-9.4	20.1	27.9	8.6
화공	1,091	1,305	1,266	1,489	1,130	1,073	1,224	1,365	5,151	4,793	5,530	5,620
YoY	16.7	6.7	14.5	14.5	3.5	-17.8	-3.3	-8.3	12.9	-7.0	15.4	1.6
첨단산업	769	589	402	771	574	838	1,094	1,249	2,531	3,755	5,769	6,769
YoY	-36.3	-53.5	-61.5	-28.3	-25.3	42.2	172.0	62.1	-44.9	48.4	53.6	17.3
뉴에너지	238	283	327	498	563	698	502	529	1,346	2,292	2,567	2,672
YoY	-1.9	44.3	97.1	143.6	136.9	146.3	53.3	6.3	66.4	70.3	12.0	4.1
매출총이익	294	314	309	417	344	412	392	434	1,334	1,582	1,914	2,072
YoY	-12.7	-20.7	-7.5	-5.7	16.9	31.2	26.9	4.1	-11.6	18.6	21.0	8.2
매출총이익률	14.0	14.4	15.5	15.1	15.2	15.8	13.9	13.8	14.8	14.6	13.8	13.8
화공	132	180	185	244	181	160	173	194	741	708	714	723
첨단산업	117	72	39	125	80	144	147	164	354	535	801	961
뉴에너지	45	62	85	48	83	108	72	77	240	340	399	388
화공 GPM	12.1	13.8	14.6	16.4	16.0	14.9	14.2	14.2	14.4	14.8	12.9	12.9
첨단산업 GPM	15.2	12.3	9.8	16.2	13.9	17.2	13.4	13.1	14.0	14.2	13.9	14.2
뉴에너지 GPM	18.9	21.8	25.9	9.7	14.8	15.5	14.3	14.5	17.8	14.8	15.5	14.5
판매관리비	137	133	132	140	156	139	164	163	542	622	767	832
판매비율	6.5	6.1	6.6	5.1	6.9	5.3	5.8	5.2	6.0	5.7	5.5	5.5
영업이익	157	181	177	277	188	273	228	271	792	960	1,147	1,239
YoY	-24.9	-31.1	-13.4	-6.2	19.6	51.0	29.1	-2.3	-18.5	21.2	19.5	8.0
영업이익률	7.5	8.3	8.8	10.1	8.3	10.5	8.1	8.6	8.8	8.9	8.3	8.2
영업외손익	47	22	10	-42	21	-27	-52	1	38	-57	23	35
세전이익	205	203	187	235	209	246	176	272	830	903	1,170	1,274
순이익	157	142	157	192	163	183	128	197	648	671	848	924
지배주주순이익	151	141	142	184	156	181	126	195	617	658	821	901
YoY	-7.0	-55.4	-13.3	59.0	3.3	28.9	-11.0	5.7	-18.4	6.6	24.8	9.7
지배주주순이익률	7.2	6.5	7.1	6.7	6.9	6.9	4.5	6.2	6.8	6.1	5.9	6.0

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표5. 글로벌 EPC 손익 및 밸류에이션(CY 기준)

(백만USD, %)	FY	삼성E&A	Saipem	Fluor	Technip Energies	Marie Technimont	Técnicas Reunidas	JGC
시가총액(백만USD)		7,363	9,572	7,156	5,900	4,588	2,263	3,630
매출액 증가율(%)	2024	-6.2	22.5	5.4	11.9	38.5	7.6	3.1
	2025	-9.4	6.5	-5.0	7.2	20.2	45.3	-12.4
	2026E	17.1	0.7	7.2	10.3	7.7	1.6	-5.2
	2027E	19.2	1.7	10.8	15.5	6.2	3.3	7.0
영업이익 증가율(%)	2024	-2.2	38.7	152.4	-0.6	48.5	15.7	적지
	2025	-18.5	12.0	-185.2	-4.8	31.8	60.6	흑전
	2026E	20.4	3.1	-244.8	-9.7	16.2	1.3	20.5
	2027E	20.6	52.7	17.4	64.0	13.7	37.5	19.5
영업이익률(%)	2024	9.7	4.2	2.3	6.7	5.5	4.1	-1.3
	2025	8.8	4.4	-2.0	5.9	6.0	4.5	4.2
	2026E	9.0	4.5	2.8	4.9	6.5	4.5	5.3
	2027E	9.1	6.7	2.9	6.9	6.9	6.0	5.9
P/E(배)	2024	4.3	15.7	4.1	11.6	13.7	10.0	N/A
	2025	7.7	15.2	14.6	15.7	14.9	14.0	17.9
	2026E	13.4	24.3	19.1	15.3	13.5	10.9	11.9
	2027E	11.0	13.5	15.7	9.8	11.8	7.6	12.9
P/B(배)	2024	0.8	1.9	2.1	2.2	4.6	2.3	0.7
	2025	1.0	1.8	1.9	2.6	5.6	4.0	1.3
	2026E	1.9	3.2	3.2	2.1	5.0	2.7	1.2
	2027E	1.6	2.8	2.7	1.8	4.3	2.2	1.2
EV/EBITDA(배)	2024	N/A	4.0	14.7	8.1	6.9	3.5	N/A
	2025	1.8	3.0	N/A	12.3	8.1	5.9	4.5
	2026E	5.8	4.7	10.3	11.1	7.1	5.0	3.4
	2027E	4.8	4.1	8.6	7.7	6.3	3.9	2.9
ROE(%)	2024	19.6	12.4	72.8	19.7	35.4	25.6	-0.1
	2025	13.8	12.0	-1.4	16.9	39.4	33.2	7.8
	2026E	14.7	12.8	16.0	13.7	39.7	25.3	10.7
	2027E	16.0	22.5	17.5	19.7	40.0	28.1	9.0

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: JGC는 3/31일 결산, CY2026는 FY2027

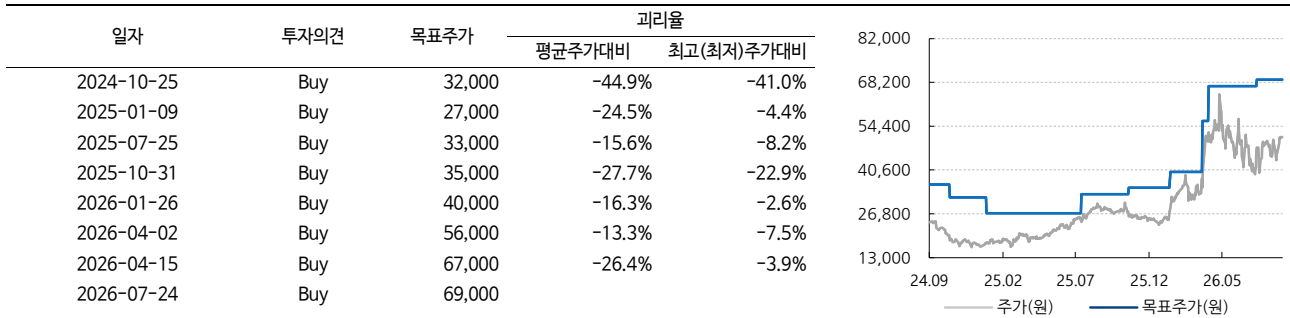
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,659	8,738	9,271	9,953	매출액	9,029	10,840	13,867	15,061
현금 및 현금성자산	862	1,432	1,607	2,018	증가율(%)	-9.4	20.1	27.9	8.6
단기금융자산	2,091	2,032	2,032	2,032	매출원가	7,695	9,258	11,953	12,990
매출채권	3,301	3,287	3,746	4,111	매출충이익	1,334	1,582	1,914	2,072
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	542	622	767	832
비유동자산	2,380	2,440	2,688	2,932	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	507	549	674	797	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	108	107	111	113	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,040	11,178	11,959	12,885	영업이익	792	960	1,147	1,239
유동부채	5,259	5,886	6,019	6,241	증가율(%)	-18.5	21.2	19.5	8.0
매입채무	1,010	1,569	1,611	1,642	영업이익률(%)	8.8	8.9	8.3	8.2
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	107	105	112	112
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	2	5	6	6
비유동부채	335	335	335	335	지분법이익(손실)	19	-6	-3	-3
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-87	-111	-50	-51
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	830	903	1,170	1,274
부채총계	5,593	6,220	6,354	6,576	법인세비용	182	232	322	350
지배주주지분	4,741	5,240	5,860	6,541	세전계속이익률(%)	9.2	8.3	8.4	8.5
자본금	980	980	980	980	당기순이익	648	671	848	924
자본잉여금	-67	-67	-67	-67	순이익률(%)	7.2	6.2	6.1	6.1
이익잉여금	3,675	4,171	4,788	5,465	지배주주귀속 순이익	617	658	821	901
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	50	36	36	36
비지배주주지분	-295	-282	-255	-232	총포괄이익	698	706	884	959
자본총계	4,446	4,958	5,605	6,309	지배주주귀속총포괄이익	698	706	884	959

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	254	796	564	836	주당지표(원)				
당기순이익	648	671	848	924	EPS	3,150	3,358	4,190	4,595
유형자산감가상각비	-	53	-	-	BPS	24,187	26,286	29,636	33,184
무형자산상각비	35	40	-	-	CFPS	3,329	3,834	4,190	4,595
지분법관련손실(이익)	19	-6	-3	-3	DPS	790	830	1,040	1,140
투자활동 현금흐름	-1,709	-88	-241	-241	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-53	-114	-125	-123	PER	7.6	15.2	12.2	11.1
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	1.0	1.9	1.7	1.5
금융상품의 증감	-1,560	59	-	-	PCR	7.2	13.3	12.2	11.1
재무활동 현금흐름	-264	-155	-163	-204	EV/EBITDA	1.9	4.5	3.9	3.6
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	13.0	12.8	14.1	13.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.7	9.7	8.9	8.8
배당금지급	-129	-155	-163	-204	부채비율	125.8	125.5	113.3	104.2
현금및현금성자산의증감	-1,734	570	176	410	순부채비율	-66.4	-69.9	-64.9	-64.2
기초현금및현금성자산	2,596	862	1,432	1,607	매출채권회전율(x)	2.5	3.3	3.9	3.8
기말현금및현금성자산	862	1,432	1,607	2,018	재고자산회전율(x)	13.8	13.2	14.8	14.5

자료 : 삼성E&A, iM증권 리서치본부

삼성E&A 투자 의견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

현대건설 (000720)

2026.09.16

곧 구체화될 미국 원전, 높아지는 수주 기대감

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnssec.com

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 175,000원으로 상향

현대건설에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 150,000원에서 175,000원으로 상향한다. 연 초 주가 상승을 이끌었던 원전 모멘텀이 다시 강화되고 있다는 점을 감안하여 Target P/B를 기존 1.7배에서 2.0배(Target P/E 37.6배)로 상향하였다. 미국 DOE의 금융 지원, Westinghouse와 잠재적 파트너들과의 LOI, 그리고 한국의 대미투자 가능성 등을 감안 시 미국 내 원전 프로젝트가 조만간 구체화될 가능성이 높다. 이 경우 현대건설의 미국 원전 프로젝트 참여 가시성도 보다 분명해질 것으로 예상된다. 추가로 하반기 Holtec의 IPO 계획 역시 현대건설 주가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

미국 원전 사업 참여 구체화되는 중

현대건설은 Westinghouse와의 전략적 파트너십, 그리고 한수원 팀코리아의 주요 EPC 일원으로 미국 대형 원전 참여 가능성이 매우 높다고 판단한다. 트럼프 행정부는 원전 산업 재건을 위한 행정명령(2030년까지 대형원전 10기) 이행을 위해, 2025년 Westinghouse와 전략적 파트너십, 2026년 DOE 175억달러 규모의 조건부 금융 지원을 발표했다. 2026년 6월 Westinghouse는 이미 부지가 특정된 7개의 잠재적인 파트너들과 LOI를 체결하였다. 이와 맞물려 한국의 대미투자 투자 안건으로 원전이 포함된다면 미국 내 원전 프로젝트들의 착공 속도는 굉장히 진척될 것으로 보인다. 언론 보도에 따르면 한국은 대미투자로 1,200억달러 규모의 투자가 집행될 수 있다.

현재 Holtec은 하반기 상장을 준비하고 있다. Holtec의 Equity Story가 SMR-300에 집중되어 있는 만큼 Holtec의 글로벌 사업 EPC 독점 권한이 있는 현대건설의 경쟁력이 부각될 수 있다. Holtec은 미시간 Palisades 부지의 Pioneer 1, 2호기(680MW)로 2030년대 초 상업운전을 목표로 하고 있으며, 이후 Oyster Creek에 SMR 4기(1.36GW)를 계획하고 있다. 두 프로젝트 현대건설이 EPC를 맡을 예정이며, 연내 Palisades에서 EPC 부분 계약을 기대할 수 있다.

본업에서도 안정 궤도에 오르는 중

주택 부문 마진 회복과 2027년 이후의 외형 증가로 안정적인 실적 추이가 예상된다. 2Q26 매우 개선된 주택 원가율(별도 87%)를 기록하였고, 고원가 현장 매출 감소로 중장기적으로 90% 수준의 주택 마진은 충분히 기대할 수 있다. 대형 사업 착공으로 외형 증가도 기대된다. 대표적으로 마곡 더그리드(1.6조원), 힐튼호텔 개발(1.2조원), 복정 역세권 개발(2.7조원), 현대제철 미국 제철소(5.3조원)이 매출 및 수익성 개선에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 사업 본격화로 중장기적으로 외형 증가 및 수익성 개선을 기대할 수 있다. 현대건설의 2026년 예상 영업이익은 8,620억원(+32.1% YoY), 2027년은 1.0조원(+19.9% YoY)이다.

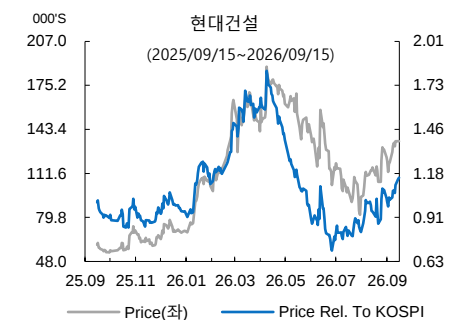
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	175,000원(상향)
증가(2026.09.15)	134,900원
상승여력	29.7 %

Stock Indicator	
자본금	562십억원
발행주식수	11,136만주
시가총액	15,022십억원
외국인지분율	25.3%
52주 주가	54,400~188,700원
60일평균거래량	668,565주
60일평균거래대금	77.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.5	-7.0	-17.9	124.8
상대수익률	21.5	15.5	-38.7	30.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	31,063	27,673	30,975	31,428
영업이익(십억원)	653	862	1,034	1,020
순이익(십억원)	373	472	540	605
EPS(원)	3,320	4,197	4,806	5,382
BPS(원)	73,523	83,905	87,466	91,602
PER(배)	20.9	31.8	27.8	24.8
PBR(배)	0.9	1.7	1.7	1.6
ROE(%)	4.5	5.0	5.5	5.9
배당수익률(%)	1.1	0.6	0.8	0.9
EV/EBITDA(배)	6.3	14.6	12.7	13.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 미국 원전 관련 주요 이벤트

시점	주요 이벤트	내용
2023~2024	Vogtle 3, 4호기 상업운전	- 30여년만에 신규 대형 원전 착공 프로젝트 - 2016년 Watts Bar 2 이후 10여년만에 상업 운전
2025.5	트럼프 행정부 원전 행정명령	- 2030년까지 신규 대형원전 10기 착공 - 2050년 원전 400GW 목표 제시
2025.10	미국 정부 - Westinghouse - Cameco/Brookfield 전략적 파트너십	- 미국 내 Westinghouse 원전 최소 \$80bn 건설 추진
2026.6	DOE 175억달러 조건부 약정	- 총 10기의 대형 원전 장납기 기자재 조달 지원 - 7개 잠재 파트너와 LOI 체결
2026.9	한국의 대미 원전 투자 논의	대형 원전 최대 8기가 한미 대미투자 패키지 후보

자료: iM증권 리서치본부

표2. Holtec의 SMR 프로젝트 파이프라인

프로젝트	지역	호기	용량	목표 COD	상태
Pioneer 1, 2	Palisades, Michigan	2기	680MW	Early 2030s	Pre-construction
Oyster Creek	New Jersey	4기	1,360MW	2036년	-
기타	Pilgrim, Indian Point, Big Rock Point	미정	잠재 7GW+	미정	후보 부지

자료: iM증권 리서치본부

표3. 현대건설, 웨스팅하우스, Holtec과 협력 타임라인

파트너사	시기	내용
Holtec	2021-11	- SMR-160 개발 및 상업화 협력 계약 체결, EPC 현대건설이 사업 독점 권한 확보 - 미국 뉴저지 Oyster Creek에 최초 배치 예정(2028년)
	2022-03	- 미국 인디안포인트 원전 해체 사업 Project Management 협력 계약 체결 - Holtec 소유 미국 원전해체 사업 참여, 글로벌 원전 해체 진출 등 합의
	2026년 하반기	- Palisades Pioneer 1, 2호기 SMREPC 계약
	2028년 이후	- Oyster Creek SMR 추진(2028년), 영국 Cottam SMR 추진
Westinghouse	2024-11	- 불가리아 코즐루두이 원전 설계 계약 체결
	2025-04	- 슬로베니아 원전 개발 사업 타당성조사 수행
	2025-05	- 핀란드 원전 EWA(사전업무착수) 계약 체결
	2025-10	- Fermi Matador Project FEED 수주
	2026	- Fermi Matador Project EPC 계약 추진
	2026~2027년	- 불가리아 코즐루두이 원전 EPC 추진
	2027년 이후	- 슬로베니아, 핀란드 원전 EPC 추진

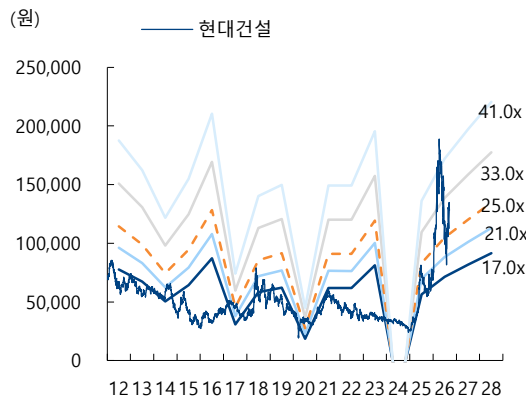
자료: 현대건설, 언론 보도, iM증권 리서치본부

표4. 현대건설 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	비고
EPS (원)	3,642	3,637	4,767	-1,500	3,320	4,197	4,806	
BPS (원)	64,506	68,380	72,383	71,394	73,523	83,905	87,466	
고점 P/E (배)	16.1	13.6	8.6	N/A	24.4			최근 5년 평균: 15.7
평균 P/E (배)	13.4	11.5	7.8	N/A	16.2			최근 5년 평균: 12.2
저점 P/E (배)	10.0	9.3	7.0	N/A	7.6			최근 5년 평균: 8.5
고점 P/B (배)	0.91	0.72	0.57	0.50	1.10			최근 5년 평균: 0.76
평균 P/B (배)	0.75	0.61	0.51	0.44	0.73			최근 5년 평균: 0.61
저점 P/B (배)	0.56	0.50	0.46	0.34	0.34			최근 5년 평균: 0.44
ROE(%)	5.6	5.3	6.6	-2.1	4.5	5.0	5.5	
적용 BPS (원)						86,576		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)						2.0		2010~2012년 고점
목표주가 (원)						175,000		Target P/E 37.6x
전일 종가 (원)						134,900		12m fwd P/E 27.5x, P/B 1.48x
상승 여력						29.7		

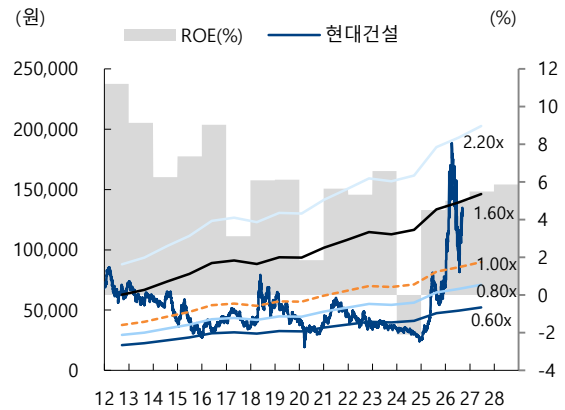
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 현대건설 P/E Band



자료: 현대건설, iM증권 리서치본부

그림2. 현대건설 P/B Band



자료: 현대건설, iM증권 리서치본부

표5. 현대건설(별도) 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,918	4,122	4,410	16,512	16,063	18,411
YoY	-6.7	-3.9	5.1	0.4	-7.1	-5.7	-5.1	6.9	-1.3	-2.7	14.6
건축/주택	2,298	2,404	2,556	2,062	1,872	2,279	2,306	2,415	9,319	8,872	9,908
YoY	-17.6	-18.1	-1.7	-21.0	-18.6	-5.2	-9.8	17.1	-14.8	-4.8	11.7
플랜트	1,138	1,284	1,269	1,458	1,276	1,037	1,272	1,424	5,149	5,009	6,311
YoY	23.4	30.9	35.4	40.3	12.2	-19.2	0.2	-2.3	32.7	-2.7	26.0
토목	419	421	491	525	423	504	499	524	1,856	1,950	1,996
YoY	-3.4	13.7	-11.5	18.4	0.9	19.8	1.6	-0.1	3.0	5.1	2.3
기타	36	46	27	81	42	98	46	47	189	232	197
YoY	62.9	29.9	-28.2	96.3	16.1	114.9	71.4	-42.0	39.4	23.0	-15.4
매출총이익	212	184	178	322	257	196	246	291	896	990	1,194
YoY	-26.9	24.7	34.4	흑전	21.1	6.4	38.1	-9.5	156.9	10.5	20.7
매출총이익률	5.4	4.4	4.1	7.8	7.1	5.0	6.0	6.6	5.4	6.2	6.5
건축/주택	99	132	130	235	82	301	203	215	596	801	888
플랜트	51	-4	-16	38	123	-135	23	60	69	70	228
토목	36	26	47	3	35	-27	11	11	111	29	32
기타	26	29	17	46	17	57	10	6	118	90	47
건축/주택 GPM	4.3	5.5	5.1	11.4	4.4	13.2	8.8	8.9	6.4	9.0	9.0
플랜트 GPM	4.5	-0.3	-1.3	2.6	9.6	-13.0	1.8	4.2	1.3	1.4	3.6
토목 GPM	8.6	6.1	9.6	0.5	8.2	-5.4	2.1	2.0	6.0	1.5	1.6
기타 GPM	71.6	63.2	63.8	57.3	40.6	58.3	22.0	12.0	62.4	38.7	23.8
판매관리비	159	108	136	241	173	100	131	178	643	582	703
판매비율	4.1	2.6	3.1	5.8	4.8	2.5	3.2	4.0	3.9	3.6	3.8
영업이익	53	77	43	79	84	97	115	113	251	409	491
YoY	-47.9	-5.2	318.5	흑전	58.3	26.2	168.7	43.6	흑전	62.8	20.2
영업이익률	1.4	1.8	1.0	1.9	2.3	2.5	2.8	2.6	1.5	2.5	2.7
영업외손익	18	-51	72	-14	114	-54	-49	6	25	16	90
세전이익	71	138	3	65	197	133	66	120	277	516	581
순이익	64	38	80	51	163	117	48	87	231	415	421
YoY	-60.6	-65.8	410.3	흑전	156.9	210.6	-39.7	71.2	32.8	79.2	1.6
순이익률	1.6	0.9	1.8	1.2	4.5	3.0	1.2	2.0	1.4	2.6	2.3

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 현대건설(연결) 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,281	6,842	7,209	7,340	31,063	27,673	30,975
YoY	-12.8	-10.4	-5.2	11.2	-15.8	-11.4	-7.9	-8.9	-4.9	-10.9	11.9
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,918	4,122	4,410	16,512	16,063	18,411
YoY	-6.7	-3.9	5.1	0.4	-7.1	-5.7	-5.1	6.9	-1.3	-2.7	14.6
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,804	2,537	2,668	2,906	2,747	13,897	10,857	11,742
YoY	-17.8	-16.0	-12.5	35.1	-24.7	-21.8	-12.3	-27.8	-5.9	-21.9	8.2
기타	198	154	170	132	132	256	180	184	654	752	821
YoY	-29.5	-34.7	-49.6	-62.4	-33.4	65.8	6.0	39.7	-45.7	15.0	9.2
매출총이익	514	468	390	608	505	545	509	537	1,980	2,096	2,338
YoY	-3.7	36.9	11.9	-142.2	-1.6	16.4	30.4	-11.7	흑전	5.8	11.5
매출총이익률	6.9	6.1	5.0	7.5	8	8	7	7	6.4	7.6	7.5
현대건설	212	184	178	322	257	196	246	291	896	990	1,194
현대엔지니어링	239	234	177	263	231	304	231	215	913	981	1,006
기타	62	50	35	24	18	45	31	31	171	125	137
현대건설 GPM	5.4	4.4	4.1	7.8	7.1	5.0	6.0	6.6	5.4	6.2	6.5
현대엔지니어링 GPM	7.1	6.9	5.3	6.9	9.1	11.4	7.9	7.8	6.6	9.0	8.6
기타 GPM	31.5	32.5	20.3	18.1	14	18	17	17	26.1	16.6	16.7
판매관리비	300	251	286	490	324	283	295	330	1,327	1,233	1,304
판매비율	4.0	3.3	3.7	6.1	5.2	4.1	4.1	4.5	4.3	4.5	4.2
영업이익	214	217	104	119	181	262	213	207	653	862	1,034
YoY	-14.8	47.3	-9.4	흑전	-15.4	20.7	105.9	73.9	흑전	32.1	19.9
영업이익률	2.9	2.8	1.3	1.5	2.9	3.8	3.0	2.8	2.1	3.1	3.3
현대건설	53	77	43	79	84	97	115	113	251	409	491
현대엔지니어링	104	110	33	27	84	127	76	73	274	361	445
기타	57	44	28	13	13	39	21	20	141	93	98
현대건설 OPM	1.4	1.8	1.0	1.9	2.3	2.5	2.8	2.6	1.5	2.5	2.7
현대엔지 OPM	3.1	3.23	1.0	0.7	3.3	4.7	2.6	2.7	2.0	3.3	3.8
기타 OPM	28.7	28.5	16.4	9.7	10.1	15.0	11.9	10.7	21.6	12.4	11.9
영업외손익	-8	-19	-18	39	93	-21	-51	-20	-6	0	-16
세전이익	205	198	86	157	274	240	162	186	647	862	1,018
순이익	167	157	69	166	207	157	118	135	559	616	738
지배주주순이익	120	94	44	115	174	116	74	108	373	472	540
YoY	-22.5	-37.6	-12.4	흑전	44.1	24.1	66.6	-5.6	흑전	26.4	14.5
지배주주순이익률	1.6	1.2	0.6	1.4	2.8	1.7	1.0	1.5	1.2	1.7	1.7

자료: Dart, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

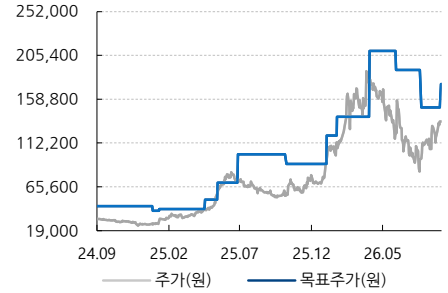
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	21,958	21,992	23,401	24,108	매출액	31,063	27,673	30,975	31,428
현금 및 현금성자산	4,813	3,862	3,842	4,454	증가율(%)	-4.9	-10.9	11.9	1.5
단기금융자산	994	550	514	514	매출원가	29,083	25,577	28,637	29,144
매출채권	13,206	14,643	16,133	16,325	매출충이익	1,980	2,096	2,338	2,284
재고자산	747	861	949	960	판매비와관리비	1,327	1,233	1,304	1,263
비유동자산	5,834	5,552	5,336	5,373	연구개발비	178	159	178	181
유형자산	1,225	908	655	655	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	765	758	752	746	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	27,792	27,545	28,737	29,481	영업이익	653	862	1,034	1,020
유동부채	14,843	14,052	14,641	14,721	증가율(%)	흑전	32.1	19.9	-1.3
매입채무	3,966	1,991	1,402	-340	영업이익률(%)	2.1	3.1	3.3	3.2
단기차입금	1,195	1,508	1,503	1,498	이자수익	200	175	178	178
유동성장기부채	1,014	911	911	911	이자비용	122	133	134	134
비유동부채	2,836	2,846	2,849	2,852	지분법이익(손실)	-7	-791	-1,026	-1,141
사채	1,147	1,230	1,230	1,230	기타영업외손익	-55	686	309	418
장기차입금	580	507	510	513	세전계속사업이익	647	862	1,018	1,119
부채총계	17,679	16,898	17,490	17,572	법인세비용	88	246	280	308
지배주주지분	8,265	8,654	9,056	9,512	세전계속이익률(%)	2.1	3.1	3.3	3.6
자본금	562	562	562	562	당기순이익	559	616	738	812
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	순이익률(%)	1.8	2.2	2.4	2.6
이익잉여금	6,403	6,785	7,202	7,672	지배주주귀속 순이익	373	472	540	605
기타자본항목	-6	-6	-6	-6	기타포괄이익	-47	-47	-47	-47
비지배주주지분	1,848	1,993	2,190	2,397	총포괄이익	512	570	691	765
자본총계	10,113	10,647	11,246	11,909	지배주주귀속총포괄이익	512	570	691	765

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-748	-1,483	140	842	주당지표(원)				
당기순이익	559	616	738	812	EPS	3,320	4,197	4,806	5,382
유형자산감가상각비	-	274	253	-	BPS	73,523	83,905	87,466	91,602
무형자산상각비	11	-	-	-	CFPS	3,452	6,702	7,124	5,433
지분법관련손실(이익)	-7	-791	-1,026	-1,141	DPS	800	800	1,100	1,200
투자활동 현금흐름	25	474	96	56	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-107	-179	-149	-154	PER	20.9	31.8	27.8	24.8
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	0.9	1.7	1.7	1.6
금융상품의 증감	-244	445	35	-	PCR	20.3	20.1	18.9	24.8
재무활동 현금흐름	434	152	-71	-71	EV/EBITDA	6.3	14.6	12.7	13.1
단기금융부채의증감	-	303	-5	-5	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	10	3	3	ROE	4.5	5.0	5.5	5.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	2.7	4.1	4.3	4.1
배당금지급	-69	-69	-69	-69	부채비율	174.8	158.7	155.5	147.6
현금및현금성자산의증감	-318	-950	-21	613	순부채비율	-18.5	-2.4	-1.8	-6.9
기초현금및현금성자산	5,130	4,813	3,862	3,842	매출채권회전율(x)	2.5	2.0	2.0	1.9
기말현금및현금성자산	4,813	3,862	3,842	4,454	재고자산회전율(x)	40.8	34.4	34.2	32.9

자료: 현대건설, iM증권 리서치본부

현대건설 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-01-09	Buy	40,000	-33.6%	-28.9%
2025-01-23	Buy	42,000	-16.1%	-2.0%
2025-04-30	Buy	52,000	-11.6%	11.9%
2025-05-27	Buy	70,000	4.8%	15.9%
2025-07-09	Buy	100,000	-37.4%	-26.4%
2025-10-20	Buy	90,000	-23.9%	2.2%
2026-01-14	Buy	120,000	-11.6%	-5.8%
2026-02-05	Buy	140,000	6.8%	34.8%
2026-04-15	Buy	210,000	-26.1%	-14.5%
2026-06-10	Buy	190,000	-41.3%	-17.1%
2026-08-03	Buy	150,000	-20.7%	-10.1%
2026-09-15	Buy	175,000		



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 기관투자자 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 연구원은 2026.08.20~2026.08.21까지 현대건설의 일부 비용으로 올린 신한울 3, 4호기 사이트 탐방 행사에 참석하였습니다.

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.

[투자이건]

종목추천 투자등급 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	산업추천 투자등급 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral(중립) · Underweight(비중축소)
--	---

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	종립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

Valero Energy (VLO-US)

2026.09.16

정제마진 강세 속

Gulf Coast 최대 정유사로 고마진 향유

[에너지/정유/화학] 전유진

2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

미국 정제설비의 15% 차지하는 대표적인 순수 정유사

동사는 업스트림과 석유화학 등의 사업을 영위하지 않는 대표적인 순수 정유사로, 현재 미국에 250만b/d 정제설비를 운영하고 있다. 이는 미국 총 설비의 약 15% 달하는 규모이다. 최근 정제마진 강세는 러-우 전쟁과 미-이란 전쟁으로 글로벌 에너지 수급이 완전히 꼬인 결과이다. 러시아와 중동에서 타격 입은 설비 비중도 글로벌 전체의 6.2% 달하는 만큼 이들의 생산이 단기에 정상화되긴 어렵다.

미국이 러시아와 중동의 대체 공급자로 부상하고 있는 현 국면에서 동사는 원유 조달 강점을 활용해 상대적으로 더 높은 마진을 장기간 향유할 수 있을 전망이다.

Gulf Coast 지역에 집중된 정유업체로서 누리는 원유 도입의 강점

동사 정제설비의 61%는 Gulf Coast에 밀집되어 있는데, 경쟁사들이 약 20~40% 그치는 것 대비 매우 높은 수준이다. 해당 지역은 주요 파이프라인과 터미널이 집적되어 있어 내수운송과 원유 수입, 정제품/석유화학 수출 등이 용이한 곳이다.

이 같은 지리적 이점은 동사 원유 조달 경쟁력의 근거가 된다. 중질유 캐나다산은 Keystone 파이프라인을 통해 Port Arthur까지 연결되고, 베네수엘라와 중남미산 또한 멕시코만을 거쳐 단기에 도입된다. 도입 유종이 다양하다는 것은 여유로운 물량과 운송비 절감 등의 이점을 넘어, 각 유종별 가격 레벨에 따라 선택적으로 원유를 구매해 마진을 극대화시킬 수 있다는 점에서 그 이점이 가장 두드러진다.

동사는 다양한 성상의 유종을 투입하기 위해 고도화설비 투자를 꾸준히 확대했고, 이에 현재 Heavy Sour 17~34%, Medium/Light Sour 6~34%, Sweet 17~54% 등 매우 넓은 범위에서 유연하게 유종을 투입할 수 있다. 1분기엔 WTI 대비 평균 26달러까지 할인된 캐나다산 투입 확대와 베네수엘라산 원유 도입 재개로 마진이 개선됐는데, 정유 이익 증가에 30% 기여하며 지리적 이점을 확실히 입증했다.

미국의 베네수엘라 장악한 이후 원유 산업에 대규모 투자를 추진하고 있고, 일부 물량을 BEP에 수입할 권리도 확보했다. 향후 베네수엘라산 도입 증가는 동사의 유종 선택지 확대에 이어지고, 이에 따른 추가적인 원가 절감 가능성을 시사한다.

호시황에 쌓아둔 현금 26~27년 추가 주주환원 가능성을 시사

동사는 주주정책으로 EBITDA 50% 이상을 목표로 하고, 배당과 자사주 매입 모두 적극 활용하고 있다. 2012년 이후 배당은 꾸준히 인상했고, 자사주도 매년 매입해 실질적인 EPS 개선을 이끌었다. COVID 이후에는 자사주매입 규모를 평년보다 더 늘리며 2025년 기준 동사 유통주식수는 2021년 대비 27% 감소했다.

정제마진 강세로 1H26에만 당기순이익 54억달러 달성하며 2025년 22억달러의 2배를 넘어섰고, 현금성자산도 78억달러로 평년 수준이자 동사 내부 적정 레벨인 40~50억달러를 크게 상회하고 있다. 절대이익 급증으로 배당과 자사주매입이 늘어나는 것도 있지만, 동사는 2분기 컨콜에서 유가 변동성이 완화되면 적정수준 초과하는 현금을 주주환원에 활용할 수 있다고 언급한 만큼 26~27년에는 추가 환원도 이뤄질 전망이다. 정제마진 강세에 지리적 이점을 활용한 고마진 향유와 이에 따른 적극적인 주주환원은 경쟁사 대비 두드러지는 동사의 투자 포인트이다.

Global Company Brief

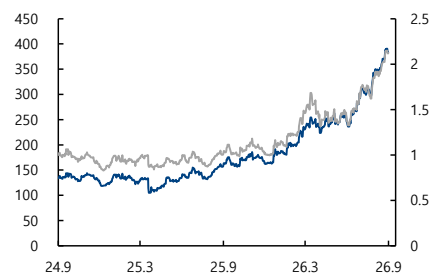
블룸버그 최고 목표가	USD 450.00
블룸버그 최저 목표가	USD 260.00
종가(2026-09-14)	USD 382.95

Stock Indicator	
거래소	NYSE
발행주식수	287.9 백만주
시가총액	110.3 십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 399.76
52주 최저가(USD)	USD 155.29

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.1	54.9	66.1	143.0
상대수익률	14.5	53.6	44.5	111.0

Price Trend

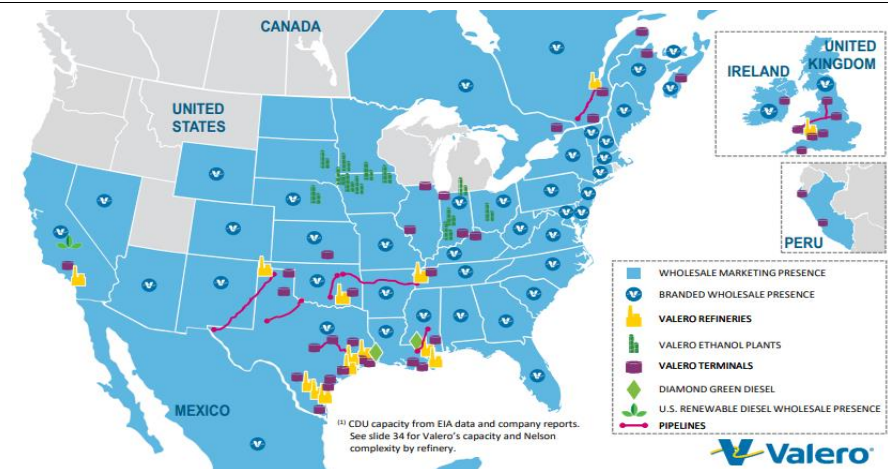
(USD) — Valero Energy(좌) — S&P 500대비(우)



FY	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액(십억원)	176.4	144.8	129.9	122.7
영업이익(십억원)	15.7	11.9	3.8	3.2
순이익(십억원)	11.5	8.8	2.8	2.3
EPS(원)	29.2	25.0	8.6	7.6
BPS(원)	63.3	79.0	77.8	79.4
PER(배)	4.3	5.2	14.3	15.5
PBR(배)	2.0	1.6	1.6	2.1
ROE(%)	54.9	35.4	10.9	9.7
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	3.0	3.5	6.8	8.4

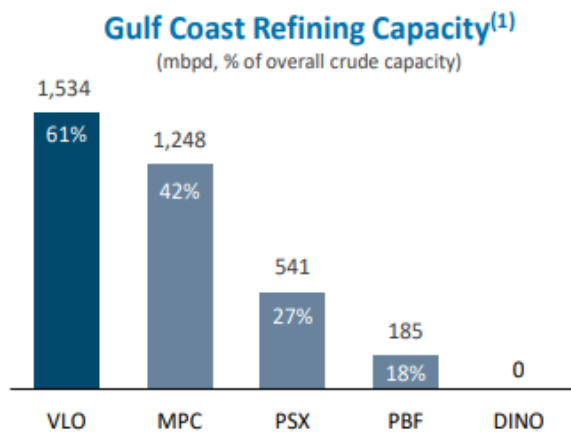
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. Valero, 미국 내 정제설비 위치: Gulf Coast 지역에 집중



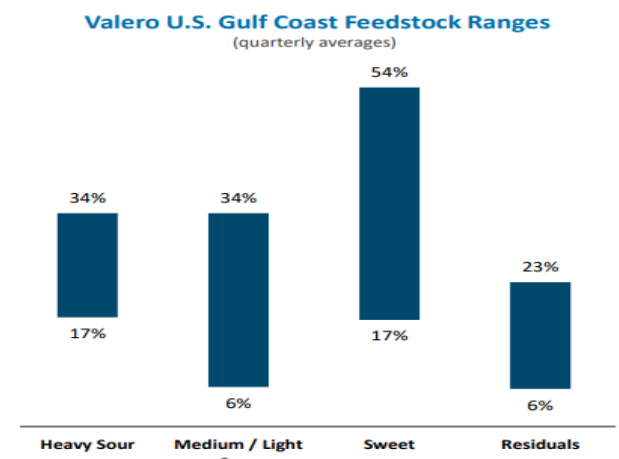
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림2. Valero 및 주요 경쟁사들 Gulf Coast 정제설비 비중 비교



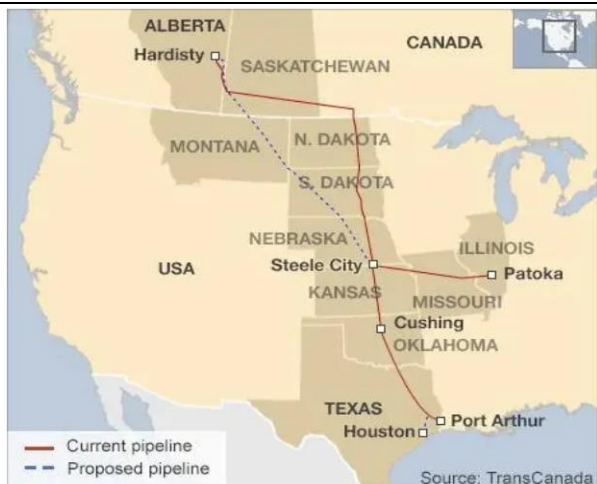
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림3. Valero, 유종 성상별 투입 가능한 비중 범위



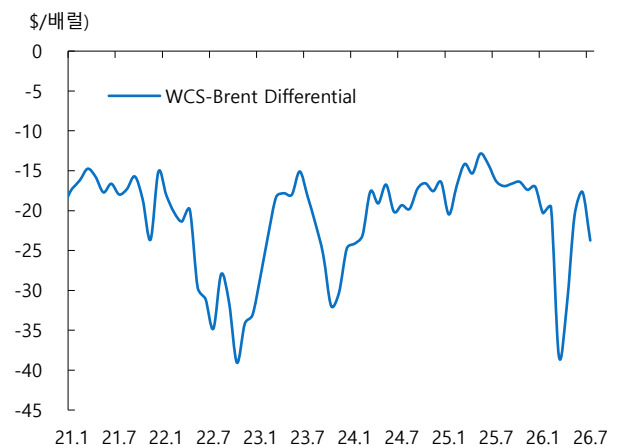
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림4. 캐나다 Keystone Pipeline 위치



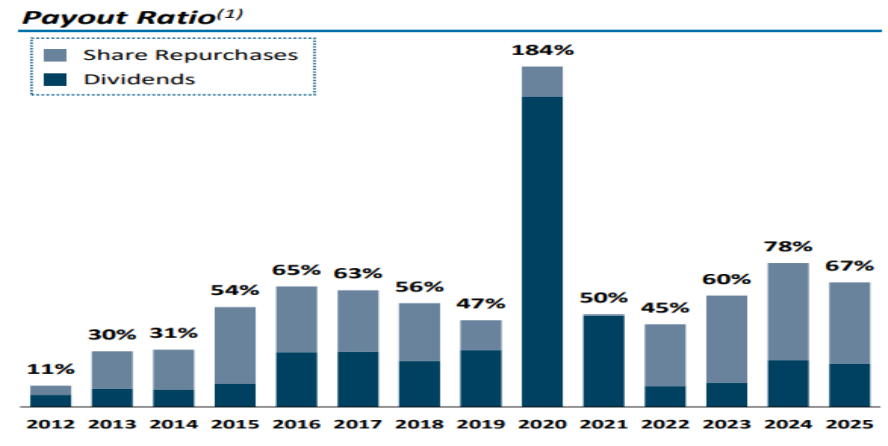
자료: TransCanada, iM증권 리서치본부

그림5. WCS-Brent 가격 차이 추이



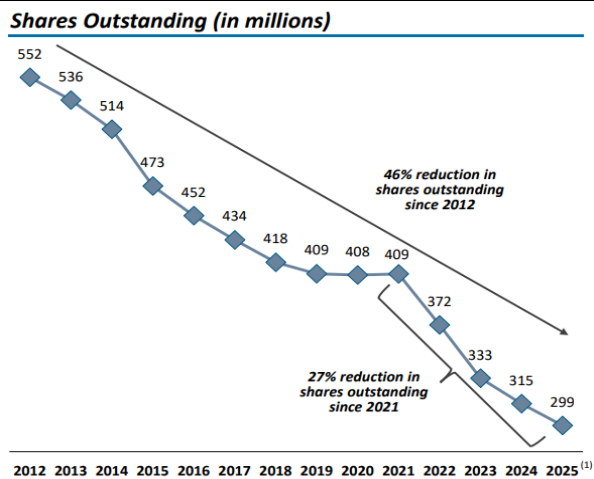
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. Valero, 2012년 이후 배당성향(배당+자사주 매입 합산) 추이



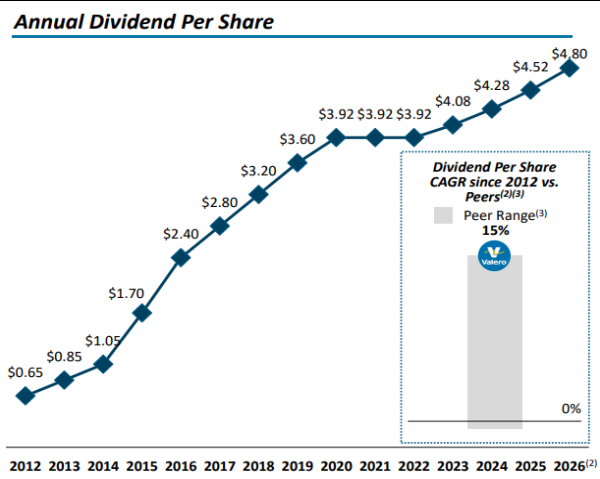
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림7. Valero, 2012년 이후 유통주식수 추이



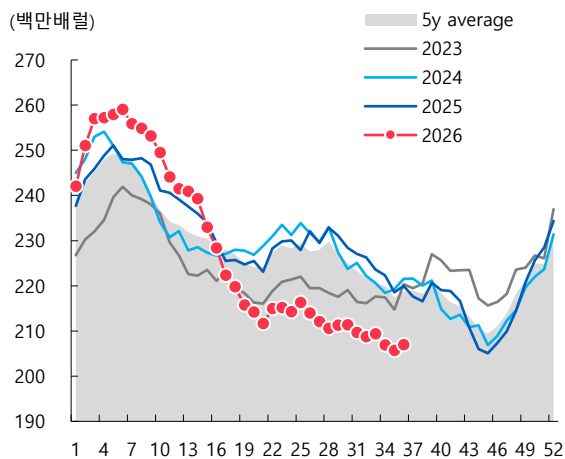
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림8. Valero, 2012년 이후 DPS 추이



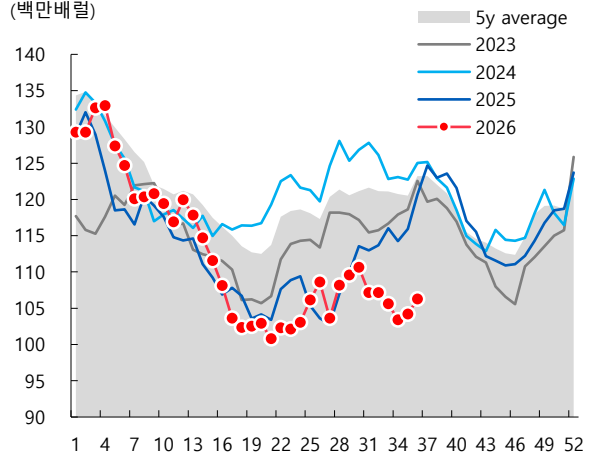
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 중간유분 재고 추이



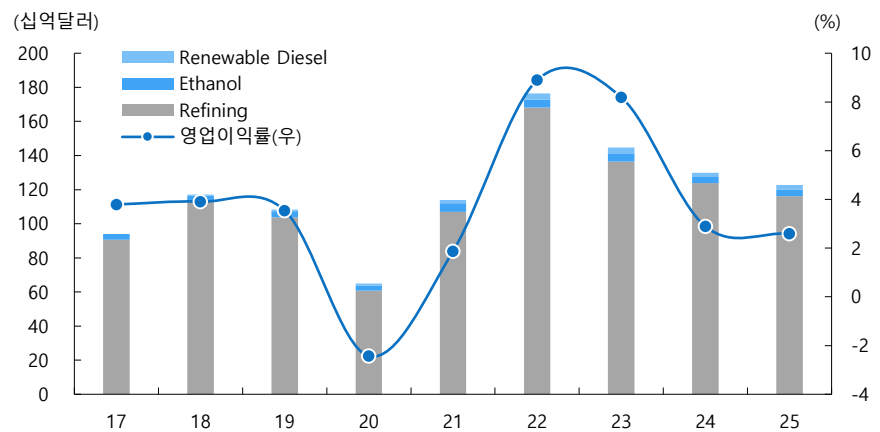
자료: EIA, iM증권 리서치본부

표1. Valero 영업실적 추이

(백만\$, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26C	4Q26C	2024	2025	2026C
매출액	30.3	29.9	32.2	30.4	32.4	44.5	43.5	36.1	129.9	122.7	150.8
매출총이익	2.7	3.6	4.2	4.4	6.2	9.3	10.0	7.3	13.4	14.9	29.9
GPM(%)	9.0	11.9	13.1	14.5	19.1	21.0	23.1	20.3	10.3	12.1	19.8
EBITDA	-0.2	1.8	2.3	2.4	2.6	5.9	7.3	4.7	7.0	6.8	20.0
EBITDA마진(%)	-0.7	6.1	7.3	7.9	7.9	13.3	16.8	13.1	5.4	5.6	13.3
당기순이익	-0.6	0.7	1.1	1.1	1.3	3.7	4.8	3.0	2.8	2.3	12.7
NPM(%)	-2.0	2.4	3.4	3.7	3.9	8.4	11.1	8.3	2.1	1.9	8.4
OCF	1.0	0.9	1.9	2.1	1.4	5.6	5.7	4.0	6.7	5.8	16.7
CAPEX	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-2.1	-1.9	-1.9
FCF	0.3	0.5	1.5	1.6	0.9	5.2	5.1	3.4	4.6	3.9	15.0

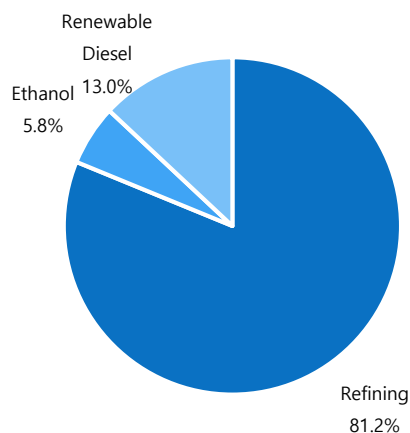
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. Valero 연간 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이



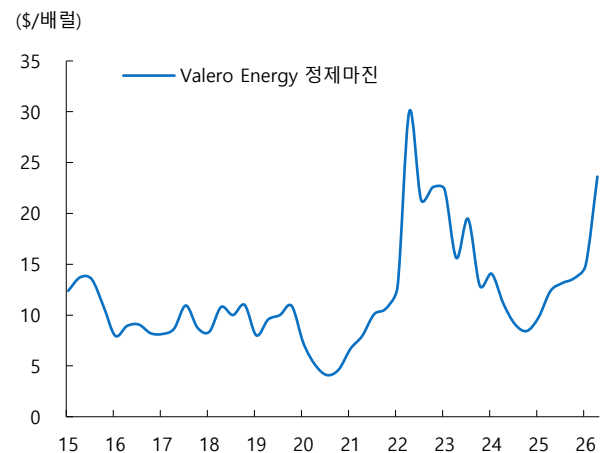
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. Valero 사업부문별 영업이익 비중 (2Q26 기준)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

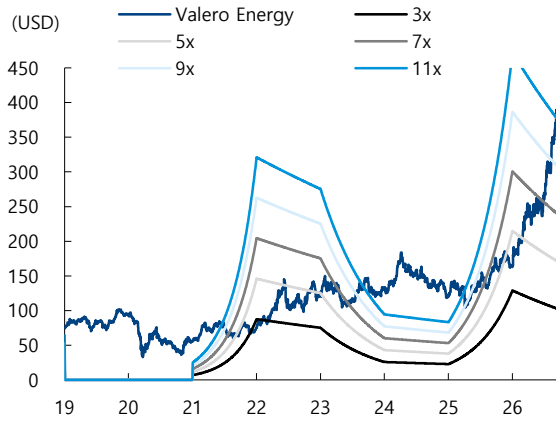
그림13. Valero 정제마진 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

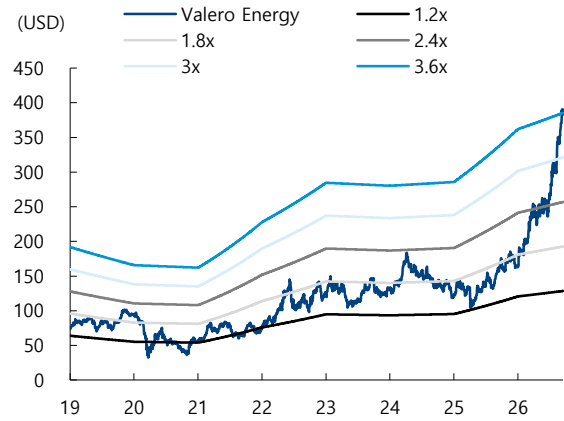
주요 투자 지표

그림14. Valero Energy PER 밴드



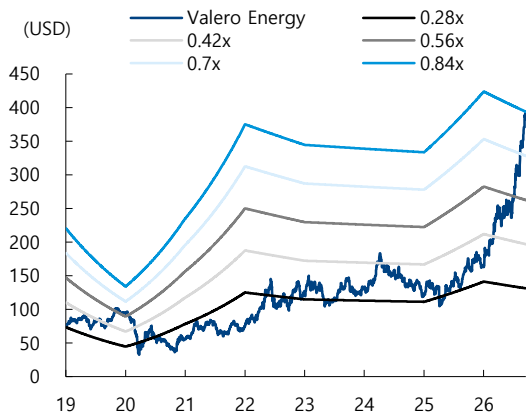
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. Valero Energy PBR 밴드



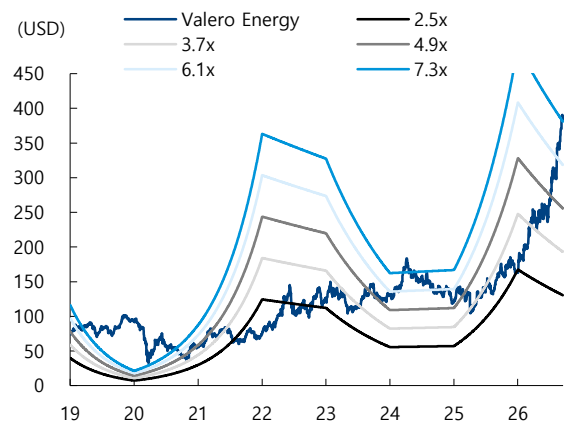
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. Valero Energy PSR 밴드



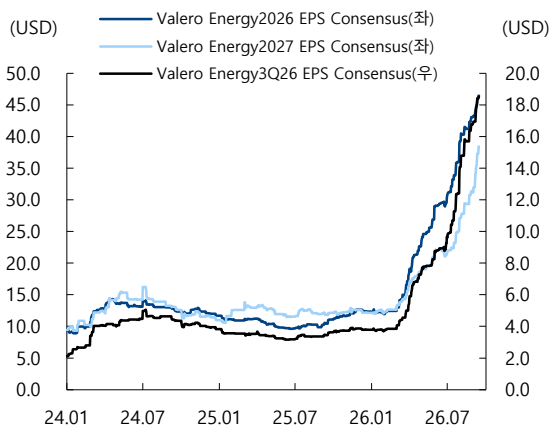
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. Valero Energy EV/EBITDA 밴드



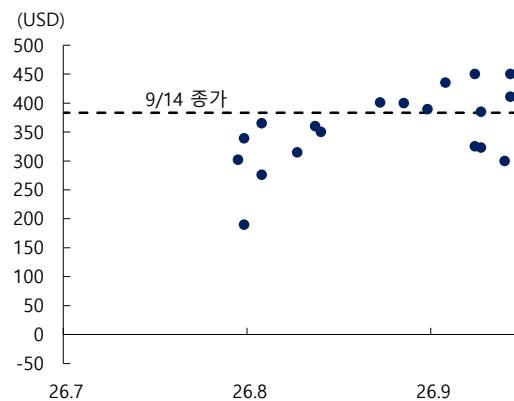
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. Valero Energy EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. Valero Energy 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표				
(백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
유동자산	24,133	26,221	23,737	23,210
현금 및 현금성자산	4,862	5,424	4,657	4,688
매출채권	11,919	12,525	10,708	9,877
비유동자산	36,849	36,835	36,406	34,778
유형자산	30,978	30,209	29,314	27,617
무형자산	462	443	411	383
자산총계	60,982	63,056	60,143	57,988
유동부채	17,461	16,802	15,495	14,109
비유동부채	18,053	17,730	17,127	17,274
부채총계	35,514	34,532	32,622	31,383
지배주주지분	23,561	26,346	24,512	23,725
자본금	6,870	6,908	6,946	6,988
이익잉여금	38,247	45,630	47,016	47,959
자본총계	25,468	28,524	27,521	26,605

현금흐름표				
(백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
영업활동 현금흐름	12,574	9,229	6,683	5,826
당기순이익	11,528	8,835	2,770	2,348
유무형자산감가상각비	2,473	2,701	2,774	3,158
비현금항목	199	19	344	512
투자활동 현금흐름	-2,805	-1,865	-1,981	-1,845
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-2,737	-1,916	-2,057	-1,888
기타투자활동	-67	51	76	43
재무활동 현금흐름	-9,029	-6,802	-5,297	-3,945
부채의 증감	-2,810	-262	-648	-94
자본의 증감	-4,577	-5,136	-2,875	-2,598
배당금 지급	-1,562	-1,452	-1,384	-1,405
기타 재무활동	100	-91	-142	-85
현금및현금성자산의증감	740	562	-767	31
기초현금및현금성자산	4,122	4,862	5,424	4,657
기말현금및현금성자산	4,862	5,424	4,657	4,688
잉여현금흐름	9,837	7,313	4,626	3,938

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(백만USD, %)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액	176,383	144,766	129,881	122,687
매출원가	150,770	123,087	116,516	107,816
매출총이익	25,613	21,679	13,365	14,871
판매비와관리비	934	998	961	1,042
EBITDA	18,513	14,946	7,002	6,831
영업이익	15,690	11,858	3,755	3,181
영업이익률	8.9	8.2	2.9	2.6
세전계속사업이익	15,307	11,768	3,698	3,005
법인세비용	3,428	2,619	692	759
당기순이익	11,528	8,835	2,770	2,348
성장률 (YoY)				
매출액	54.8	-17.9	-10.3	-5.5
영업이익	636.6	-24.4	-68.3	-15.3
순이익	1,139.6	-23.4	-68.6	-15.2

주요투자지표				
	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
주당지표 (USD)				
EPS	29.2	25.0	8.6	7.6
BPS	63.3	79.0	77.8	79.4
CFPS	31.8	26.1	20.8	18.9
DPS	3.9	4.1	4.3	4.5
Valuation(배)				
PER	4.3	5.2	14.3	15.5
PBR	2.0	1.6	1.6	2.1
PCR	4.0	5.0	5.9	8.6
EV/EBITDA	3.0	3.5	6.8	8.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	54.9	35.4	10.9	9.7
EBITDA이익률	10.5	10.3	5.4	5.6
부채비율	139.4	121.1	118.5	118.0
순부채비율	26.6	21.4	21.1	22.3
매출채권회전율(x)	12.5	10.3	9.9	10.1
재고자산회전율(x)	23.2	17.2	15.2	14.0

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 기관투자자 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 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-