

iM Your Energy

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



트럼프의 딜레마: 너무 낮아도, 높아도 안되는 유가

'물가'와 '에너지 기업의 이익' 두 가지를 모두 만족시킬 수 있는 적정 유가에 대한 고민

지난 미국 대선 기간 트럼프의 핵심 공약 중 하나는 '에너지 가격 하향 안정화'였음. 그리고 취임과 동시에 <국가 에너지 비상사태> 선포를 통해 화석연료 생산 및 인프라 건설과 관련된 규제 완화와 북극 시추 금지 조치를 폐지하였고, 추가적으로 이를 좀 더 적극적으로 실행할 수 있도록 <국가에너지지배위원회> 설립도 지시한 바 있음. 이와 같은 트럼프 행정부 행보는 에너지 가격을 낮춰 인플레이션 부담을 완화하고자 하는 목적도 있지만, 시추 및 생산 규제 완화를 통해 그의 최대 지원군인 전통 에너지 기업들에게 우호적인 여건을 마련해주기 위함이기도 함

여기에서 유가가 너무 낮아도, 너무 높아도 안되는 트럼프의 딜레마가 발생함. 전 세계는 물론, 특히 중국과 서로 물러설 곳 없는 관세전쟁이 시작된 현 시점에서 인플레이션 부담을 완화하기 위해서는 에너지(=원유) 가격의 하향 안정화가 필요하지만, 유가가 무작정 낮아질 경우 미국 에너지 기업들의 수익성이 악화될 수밖에 없어 그들의 반발이 발생할 수 있음. 따라서 트럼프가 '물가'와 '에너지 기업들의 이익' 두 가지 요인을 모두 만족시킬 수 있을 적정 유가가 얼마일지에 대한 고민이 필요하고, 좀 더 나아가서는 이를 2025년 유가 상단과 하단으로 가능해볼 수 있음

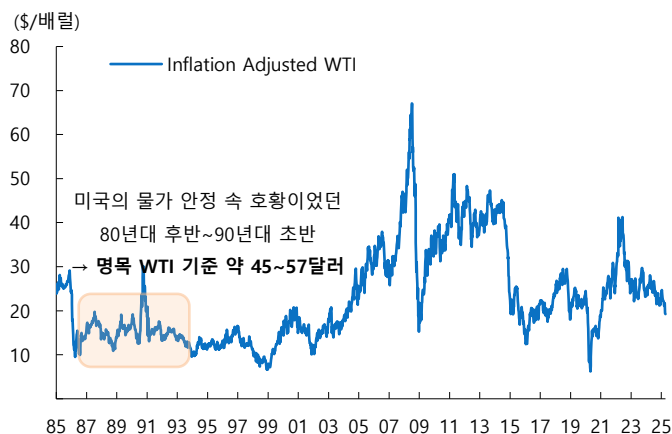
물가 측면에서 가장 이상적인 45~57 달러 vs 에너지 업체들 수익 창출에 필요한 60~70 달러

먼저, 인플레이션 측면에서 트럼프가 생각하는 가장 이상적인 유가 레벨을 가능하기 위해서는 과거 미국이 안정적인 물가 속에서도 경기 호황을 누렸던 시기를 참고해볼 수 있음. 1980년대 후반부터 1990년대 초반을 그 대표적인 시기로 볼 수 있는데, 걸프 전쟁으로 유가가 일시적으로 급등했던 1991년을 제외하면 인플레이션 반영한 WTI 유가는 14~18달러 내외에서 유지되었음. 이를 명목 WTI 기준으로 환산해서 보면 대략 45~57달러임. 인플레이션 억제 효과를 넘어 안정적인 물가 측면에서 트럼프가 가장 이상적으로 생각하는 유가 역시 해당 수준이 아닐까 추정됨

반면, 에너지 기업 입장에서 40~50달러대 유가는 결코 달가울 수 없음. 이들은 유가가 높을수록(단, 수요가 훼손되지 않을 수준의) 우호적인데, 지난 10년간 손익분기점이 낮아졌다고 하더라도 최근 3~4년간 강조해 온 안정적인 재무구조와 배당금 및 자사주 매입 확대 등 주주친화정책을 이어가기 위해서는 생각보다 높은 수준의 유가가 유지되어야 함. 가령, 2025년 배당과 자사주 매입 등 주주환원까지 고려했을 때 Exxon Mobil, BP 등 메이저 업체들에게 요구되는 유가는 80~90달러 수준에 육박하고 있음. 그러나 현실적으로 주주환원을 고려한 유가가 시추활동의 여부를 결정하는 기준이 되긴 어려운 만큼 오일 메이저들의 유가 하단은 실질적인 생산과 관련된 손익분기점 측면에서 바라볼 필요가 있음

2024년 주요 shale oil 분지의 손익분기점은 38~52달러에 분포되어 있으며, 평균으로는 45달러 내외로 파악. 특히 미국 최대 원유 생산지인 Permian 분지는 BEP 레벨이 40달러 미만인 것으로 파악. 그러나 이는 말 그대로 cash cost 측면에서 손익분기점일 뿐, 그들이 수익을 영위할 수 있는 이상적 수준은 아님. 한편, 지난 2025년 3월 미국 Dallas 연은이 81개의 E&P 업체를 대상으로 설문조사를 진행했는데, 당시 <기존 유정의 영업비용을 커버할 수 있는 유가가 얼마인지>에 대해 26~45달러(평균 37달러)를 언급했고, <신규 유정을 수익성 있게 시추하기 위한 유가는 얼마인가>라는 질문에 대해서는 61~70달러(평균 64달러) 내외로 응답. 다만, 그 안에서도 Permian, Eagle Ford 등 미국 산유량의 절반 이상을 차지하는 지역에 특히 주목할 필요가 있음. 해당 분지 내 일부 업체는 유가 45달러에서도 신규 시추를 통한 수익 확보가 가능하고, 평균으로도 60~62달러선에 그치고 있어 사실상 shale oil 업체들 시추 활동이 유지될 수 있는 유가는 60달러 초반으로 볼 수 있을 듯. 또한 바이든 정부에서의 각종 규제로 미국 E&P 업체들은 지난 4년간 DUC 유정을 우선적으로 활용함에 따라 현재 DUC 유정 수는 역사적 저점까지 내려왔는데, 트럼프가 원하는 물가 안정화와 완전한 에너지 자립을 위해서는 신규 시추가 활발하게 이뤄져야 함. 이는 최소 60달러 이상 유가가 유지되어야 함을 의미. 따라서 미국의 물가와 E&P 이익 모두 충족할 수 있는 가장 이상적인 유가 레벨은 60달러 초반 수준으로 추정

미국 1985년 이후 인플레이션 감안한 WTI 가격 추이



자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

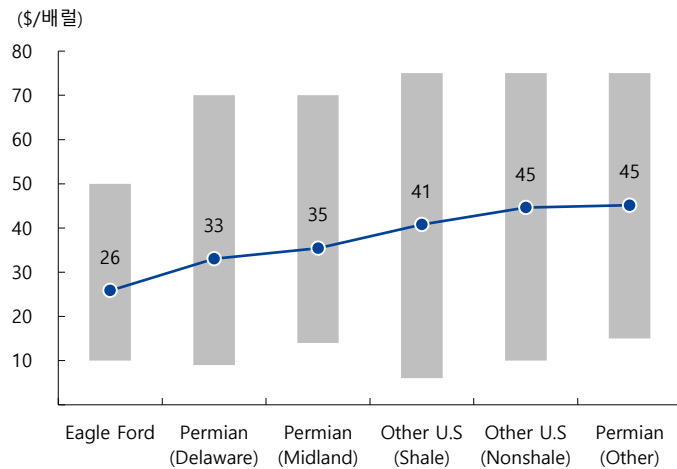
미국 주요 분지별 생산 손익분기점 유가 (2024년 기준)

Breakeven oil price for US shale plays, \$ per barrel			
	Base case	+\$2 LOE	+\$4 LOE
Bakken	56.1	61.3	66.5
Eagle Ford	46.0	54.1	62.2
Delaware Basin (Texas)	42.9	49.2	55.6
Midland Basin	45.4	50.2	54.9
Delaware Basin (New Mexico)	37.5	42.8	48.0

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

Key Chart

미국 주요 분지별 기존 유정 운영비용을 충족시키기 위한 BEP

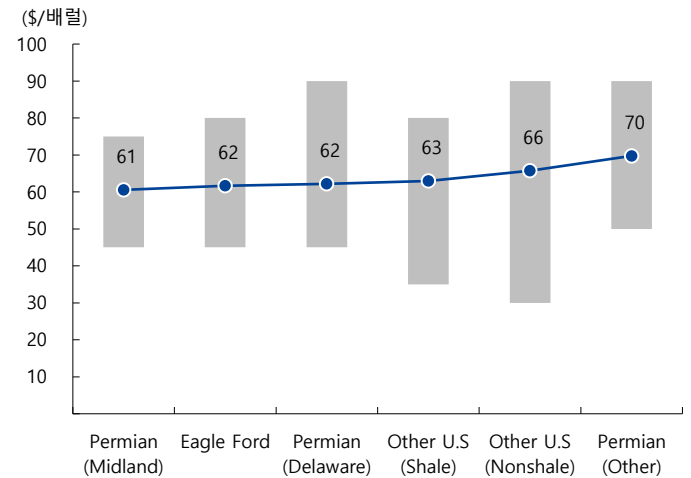


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, iM 증권 리서치본부

주: 질의 원문 <In the top two areas in which your firm is active: What WTI oil price does your firm need to cover operating expenses for existing wells?>

주: 회색 바는 Min, Max 구간이고 파란색 선은 Average 수치

미국 주요 분지별 신규 유정을 수익성있게 시추하기 위한 BEP



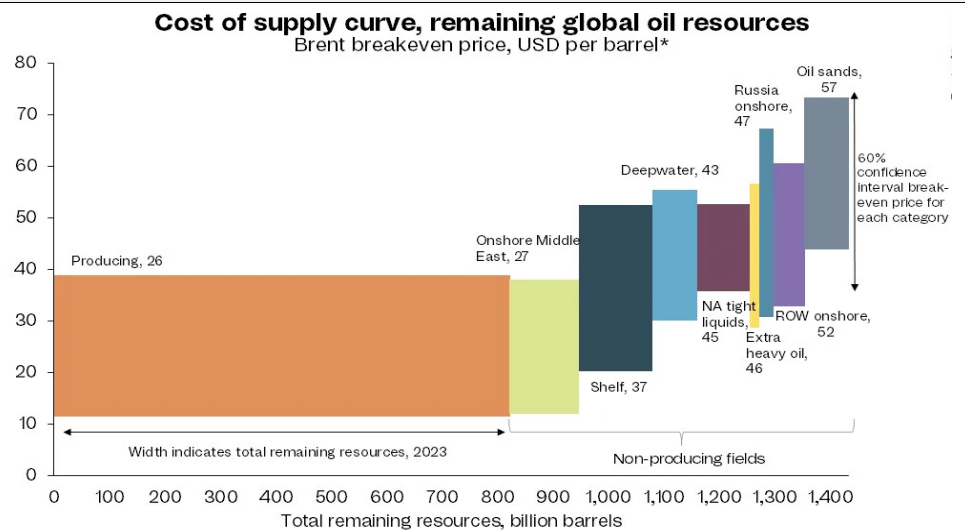
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, iM 증권 리서치본부

주: 질의 원문 <In the top two areas in which your firm is active:

What WTI oil price does your firm need to profitably drill a new well?>

주: 회색 바는 Min, Max 구간이고 파란색 선은 Average 수치

글로벌 원유 매장지별 cost curve (2024 년 10 월 기준)



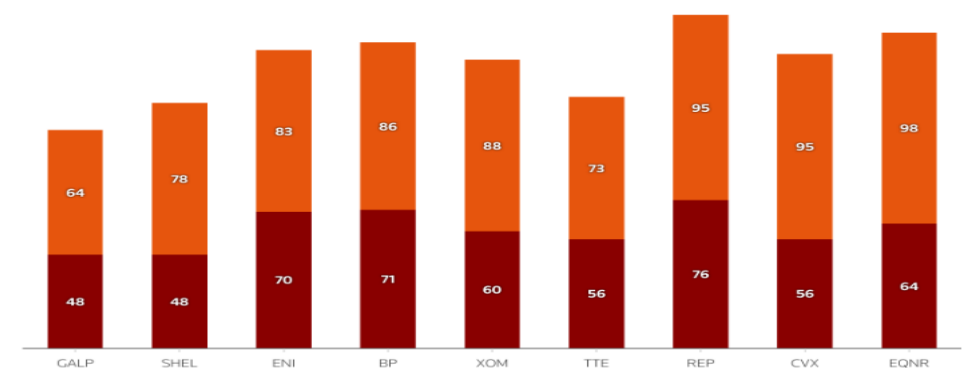
자료: Rystad Energy, iM 증권 리서치본부

글로벌 오일 메이저들의 배당 & 자사주 매입까지 고려했을 때의 BEP 유가

Breakeven oil prices to fund shareholder returns

According to RBC Capital Markets data, global oil companies face steep breakevens as crude prices slump

● 2025E Dividends ● 2025E Div + Buybacks



자료: Reuters, iM 증권 리서치본부

Global Peer Valuation (1)



Global Peer Valuation – Integrated & Upstream

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Aramco	SAR	1,667.1	25.9	1.8	-0.4	-8.0	-4.2	-13.2	16.5	4.2	8.0
Exxon Mobil	USD	447.2	103.4	0.4	-7.6	-7.3	-14.1	-13.6	15.1	1.7	7.8
Shell	GBp	187.6	2,369.5	-1.0	-10.0	-11.6	-5.3	-18.0	9.4	1.2	4.0
Total	EUR	130.0	50.5	0.0	-12.2	-9.8	-15.2	-26.1	7.5	1.1	3.7
BP	GBp	73.5	346.6	-2.2	-19.2	-18.1	-11.7	-34.3	7.1	1.2	5.4
Equinor	NOK	65.8	249.4	-0.9	-3.0	-13.1	-3.3	-13.4	7.3	1.5	1.7
Suncor Energy	CAD	41.5	46.5	-1.4	-11.8	-19.2	-12.0	-9.3	9.6	1.3	4.5
Eni	EUR	42.4	11.9	-0.1	-13.4	-15.0	-14.9	-23.5	7.9	0.7	5.1
Repsol	EUR	13.1	10.0	0.0	-13.7	-15.1	-14.8	-36.4	4.6	0.4	4.9
OMV	EUR	15.9	42.7	1.0	-3.3	8.4	12.1	1.2	7.5	0.8	3.4
ConocoPhillips	USD	109.3	86.5	0.9	-12.6	-18.0	-17.8	-33.6	12.0	1.7	N/A
Hess	USD	39.6	127.9	-2.1	-13.7	-14.1	-5.9	-15.6	18.2	3.2	7.0
EQT	USD	29.9	50.0	5.6	-1.5	-4.7	37.7	36.8	15.3	1.3	14.1
Expand Energy	USD	23.9	102.9	2.9	0.3	-2.2	20.0	17.5	12.6	1.4	30.9
Murphy Oil	USD	2.9	20.5	-4.3	-21.2	-38.6	-38.3	-55.9	8.0	0.6	2.6
Coterra Energy	USD	19.3	25.2	0.7	-8.7	-13.2	4.7	-7.2	8.4	1.4	6.4
Antero Resources	USD	10.3	33.2	-2.7	-11.6	-17.4	21.5	14.6	10.0	1.4	5.6
Range Resources	USD	8.0	33.5	-0.1	-12.7	-17.0	11.9	-4.5	9.1	2.0	14.0
Woodside Energy	AUD	23.9	19.8	-0.6	-11.7	-23.3	-20.3	-34.8	7.4	N/A	4.0
Santos	AUD	11.6	5.6	-0.7	-9.9	-21.3	-21.0	-28.7	7.8	N/A	5.1
INPEX	JPY	15.7	1,789.5	0.4	-9.9	-10.1	-11.9	-30.8	6.2	N/A	2.1
PTT E&P	THB	12.0	101.0	-12.6	-8.2	-21.7	-22.9	-36.1	6.4	0.8	2.0
CNOOC	HKD	105.8	16.7	3.2	-7.9	-14.6	-13.7	-14.0	5.7	N/A	N/A
ONGC	INR	34.2	233.1	3.1	3.4	-9.7	-17.9	-16.7	N/A	N/A	4.6
Sinopec	HKD	87.1	3.9	0.8	-8.3	-11.1	-19.1	-17.0	9.2	0.5	5.2
China Gas Holdings	HKD	4.9	6.9	5.0	-3.3	10.0	3.3	-3.7	9.7	0.7	10.5
Kunlun Energy	HKD	8.5	7.6	3.7	-1.9	2.1	-0.7	5.1	9.5	0.9	4.0

Global Peer Valuation – Midstream (Gas Pipeline)

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Enterprise Products	USD	65.7	30.3	1.7	-9.7	-9.1	3.9	6.3	10.5	2.2	10.9
Williams Companies	USD	70.0	57.4	4.6	0.2	-1.1	12.7	51.6	26.6	5.6	17.1
Energy Transfer	USD	57.7	16.8	6.0	-10.2	-16.1	2.7	10.4	11.7	1.8	10.0
ONEOK	USD	52.1	83.4	3.1	-13.5	-22.0	-12.2	7.1	15.0	2.4	15.5
Kinder Morgan	USD	59.6	26.8	5.6	-1.1	-9.0	8.2	49.1	21.1	1.9	14.1
TC Energy	USD	49.9	48.0	5.1	1.9	2.4	2.6	46.4	17.5	2.8	14.2
MPLX	USD	50.7	49.6	5.0	-7.0	-1.2	12.5	24.4	10.9	3.5	10.5
Targa Resources	USD	35.8	164.7	-0.3	-13.4	-19.8	1.8	44.1	20.1	13.1	13.3
Cheniere Energy	USD	49.4	221.7	9.6	1.4	-9.9	20.6	43.5	17.1	8.4	10.1
Cheniere Energy Partners	USD	28.8	59.6	5.8	-6.1	0.0	20.3	29.1	13.7	14.9	10.3
Western Midstream Partners	USD	14.3	37.6	6.2	-8.2	-8.6	-3.0	9.9	10.9	4.3	8.3
Plains All American Pipeline	USD	12.1	17.2	4.3	-12.9	-11.3	-1.2	-1.9	10.4	1.1	10.0
Hess Midstream	USD	9.5	36.5	1.1	-13.3	-7.5	1.8	5.3	12.7	11.3	6.4
Antero Midstream	USD	7.9	16.5	2.4	-2.8	2.2	8.0	21.0	17.0	3.7	13.0
New Fortress Energy	USD	1.6	5.7	-0.9	-38.6	-61.8	-37.9	-79.7	N/A	0.7	15.4
Excelerate Energy	USD	3.0	26.6	5.6	-6.2	-16.8	13.8	73.6	18.6	0.4	10.9
Delek Logistics	USD	2.0	37.0	-4.5	-11.3	-15.9	-5.5	-1.0	13.0	N/A	13.4
Genesis Energy	USD	1.7	13.8	7.7	3.8	31.7	1.9	17.2	N/A	N/A	12.2
NGL Energy Partners	USD	0.4	3.1	-5.2	-33.0	-42.1	-27.8	-47.4	16.0	2.9	9.2
Enbridge	CAD	96.0	61.1	2.1	-0.8	-3.9	7.3	31.3	20.2	2.2	16.4
Pembina Pipeline	CAD	21.5	51.2	-1.0	-8.5	-3.3	-12.4	7.7	17.3	1.9	14.5

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

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

투자의견 비율(%)	92.5%	6.8%
------------	-------	------