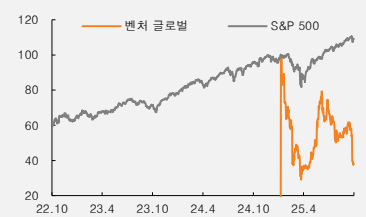


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 12.0
현재주가(25/10/15)	USD 9.14
상승여력	31.3%

S&P 500(p)	6,671.04
EPS 성장률(25F, %)	787.2
P/E(25F, x)	1.5
배당수익률(%)	-2146826273

시가총액(십억USD)	22.19
시가총액(조원)	31.70
상장주식수(백만주)	2,427.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	108.71
52주 최저가(USD)	7.00
52주 최고가(USD)	24.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-33.0	10.3	0.0
상대주가	-33.6	-10.8	0.0



[글로벌 에너지]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

벤처 글로벌

국제 중재 패소에 따라 목표주가 하향

목표주가 \$12.0로 하향. 매수 의견 유지

벤처 글로벌의 목표주가를 \$21.0에서 \$12.0으로 하향 조정하며, 투자 의견은 매수를 유지한다. 목표주가 하향은 최근 BP와의 국제 중재 절차 패소에 따른 손해 배상 손실과 유럽(TTF)와 미국(HH)의 천연가스 스프레드 축소에 기인한다. 금번 패소에 따라 남아있는 소송에 대해서도 손해배상에 따른 손실(\$3.0bn = 전체 청구 금액의 50% 가정)을 기업가치에 반영했다. 동사는 Calcasieu Pass에서 상업운전을 의도적으로 지연해 LNG를 현물 판매하며 부당하게 수익을 창출했다는 혐의로 다수의 기업들과 소송을 진행중이다. 8월 Shell과의 국제중재에서는 승소했으나, 최근 BP와의 \$1.0bn 규모 소송에서는 패소했다. 국제중재 절차에서도 판례의 중요성이 큰 만큼, Shell 사례와 유사하게 승소를 기대했으나 예상외의 결과다.

국제 중재 패소에 따른 투자포인트 훼손 우려

더욱 우려되는점은 동사가 남아있는 소송들에서도 패소할 경우 동사의 주요 투자포인트인 현물판매가 불가능할 수 있다는 점이다. 동사는 LNG 프로젝트를 모듈식으로 빠르게 완공해 16~24개월 기간 동안 시운전을 하며 현물 시장에 판매해 왔다. 해당 기간에 판매되는 물량은 장기계약에 구속되지 않아 높은 수익성을 향유할 수 있었다. 하지만 이 같은 관행이 패소로 인해 추후 CP2, CP3와 Plaquemines 터미널에서 불가능해질 경우 동사는 기존 물량을 장기 계약에 따라 판매해야 할 수도 있다.

3Q Preview: 천연가스 스프레드 축소로 가이던스 하회 전망

동사의 3Q25 매출액은 \$3.4bn(YoY +267%), 영업이익은 \$1.1bn(YoY +514%)를 기록할 것으로 전망한다. 연간으로는 매출액 \$13.8bn(YoY +178%), 영업이익 \$6.2bn(YoY +197%)를 기록하며 가이던스(\$6.4bn~\$6.8bn)을 하회할것으로 전망한다. 미중 무역 분쟁으로 기존 중국향 LNG가 유럽으로 선회되며 EU 천연가스 재고가 빠르게 증가했다. 10월 1일 기준 약 83%의 저장률을 달성해 겨울 종료시에도 35% 이상의 재고를 유지할 수 있을 예정이다. 이에 따라 최근 유럽 천연가스 가격이 \$10.8/MMBtu 수준으로 하락하며 현물 판매 매출에 부정적으로 작용하고 있다.

중요한건 남아있는 소송의 향방이다. 앞으로 약 6.0bn의 소송이 남아있으며 이는 동사 시총에 26%에 달한다. 펀더멘탈적으로는 준수한 실적이 예상되지만 비영업 부문에서 발생할 수 있는 손실을 고려해 단기적으로는 보수적 접근을 권장한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (억USD)	79	50	138	168	144
영업이익 (억USD)	47	17	49	54	34
영업이익률 (%)	59.5	34.0	35.5	32.1	23.6
순이익 (억USD)	28	17	28	35	21
EPS (USD)	1.16	0.70	6.19	7.70	4.67
ROE (%)	141.8	46.1	43.2	33.7	16.1
P/E (배)	-	-	1.5	1.2	2.0
P/B (배)	-	-	0.5	0.3	0.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 벤처 글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 벤처 글로벌 분기 실적 추정 주요 가정

(US\$/MMBtu, Tbtu, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
천연가스 가격	미국 (Henry Hub)	1.76	2.60	2.92	3.63	4.12	3.46	3.30	3.37	3.51	3.65	3.79	3.93
	유럽 (TTF)	8.67	10.86	12.80	14.87	12.91	11.36	10.85	10.88	10.83	10.78	10.72	10.67
	아시아 (JKM)	9.54	12.64	13.13	14.24	13.08	13.13	11.05	12.25	11.88	11.51	11.14	10.77
ASP		9.79	8.73	8.77	12.04	12.39	9.37	9.19	9.96	9.87	9.76	9.65	8.93
가중평균 액화마진		7.26	6.37	6.19	8.77	7.86	5.08	4.75	5.37	5.12	4.86	4.59	3.34
LNG	판매량	145	127	106	127	234	331	362	446	443	447	452	452
	Calcasieu Pass	145	127	106	117	126	140	131	135	139	140	142	142
	Plaquemines	0	0	0	9	108	191	231	311	304	307	311	311
	CP2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	CP3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
액화능력	Calcasieu Pass	154	154	156	156	152	154	156	156	152	154	156	156
	Plaquemines	0	0	0	77	222	225	266	341	334	338	341	341
	CP2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	CP3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
가동률	Calcasieu Pass	88.3	82.4	67.9	75.3	77.0	85.7	80.8	87.0	91.0	91.0	91.0	91.0
	Plaquemines	0.0	0.0	0.0	12.3	48.3	81.3	92.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0
	CP2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	CP3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 벤처 글로벌 분기 실적 추이 및 전망

(US\$mn, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	전체	1,414	1,108	926	1,524	2,894	3,101	3,403	4,443	4,369	4,369	4,368	3,714
	Calcasieu Pass	1,414	1,108	926	1,524	1,638	935	728	849	917	944	971	987
	Plaquemines	0	0	0	0	1,186	2,095	2,676	3,594	3,452	3,425	3,397	2,727
	CP2	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
	CP3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY Growth	전체			-12.1	-6.6	104.7	179.9	267.5	191.5	51.0	40.9	28.3	-16.4
	Calcasieu Pass			-12.1	-6.6	15.8	-15.6	-21.4	-44.3	-44.0	0.9	33.4	16.3
	Plaquemines									191.1	63.5	27.0	-24.1
	CP2												
	CP3												
매출원가		365	300	272	414	1,059	1,419	1,646	2,045	2,101	2,196	2,292	2,204
매출총이익		1,049	808	654	1,110	1,835	1,682	1,757	2,398	2,268	2,173	2,076	1,510
매출총이익률		74.2	72.9	70.6	72.8	63.4	54.2	51.6	54.0	51.9	49.7	47.5	40.7
판매비		437	448	471	516	755	644	634	769	748	736	724	639
감가상각비		70	70	89	93	216	267	222	268	266	268	271	271
연구개발비		181	174	156	124	182	57	182	182	182	182	182	182
기타판매비		181	201	220	299	357	320	230	319	300	286	271	186
영업이익		612	360	183	594	1,080	1,038	1,123	1,628	1,520	1,437	1,352	871
YoY Growth				-40.2	-18.3	76.5	188.3	513.5	174.2	40.7	38.5	20.4	-46.5
QoQ Growth		-15.8	-41.2	-49.2	224.6	81.8	-3.9	8.2	45.0	-6.7	-5.5	-5.9	-35.6
OP Margin		43.3	32.5	19.8	39.0	37.3	33.5	33.0	36.7	34.8	32.9	31.0	23.5
세전이익		873	444	-372	1,238	668	591	1,101	1,613	1,505	1,437	1,339	860
순이익(지배)		683	338	-309	975	502	474	757	1,109	1,032	991	921	592

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 벤처 글로벌 실적 추정 주요 가정

(US\$/MMBtu, TBtu, %)

		2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
천연가스 가격	미국 (Henry Hub)	2.6	2.7	3.6	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
	유럽 (TTF)	12.7	11.8	11.5	10.7	10.3	9.6	9.0	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
	아시아 (JKM)	13.0	12.4	12.4	11.3	10.5	9.8	9.4	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ASP		5.4	10.0	10.2	9.4	7.9	8.1	7.9	7.9	7.8	7.6	7.6	8.4
가중평균 액화마진		3.7	3.7	7.2	5.6	4.5	3.1	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1
LNG	판매량	494	504	1,381	1,795	1,833	2,638	3,288	4,838	5,539	6,052	6,391	6,422
	Calcasieu Pass	494	494	527	562	562	564	562	562	562	564	562	562
	Plaquemines	0	9	853	1,233	1,233	1,236	1,233	2,053	2,053	2,058	2,053	2,053
	CP2	0	0	0	0	38	838	1,480	1,904	1,904	1,909	1,904	1,904
	CP3	0	0	0	0	0	0	13	319	1,021	1,521	1,873	1,904
액화능력	Calcasieu Pass	618	619	618	618	618	619	618	618	618	619	618	618
	Plaquemines	0	77	1054	1355	1355	1358	1355	2256	2256	2262	2256	2256
	CP2	0	0	0	0	253	1105	1803	2092	2092	2098	2092	2092
	CP3	0	0	0	0	0	0	89	1135	2092	2098	2092	2092
가동률	Calcasieu Pass	79.9	78.4	82.7	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0
	Plaquemines	0.0	12.3	80.2	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0
	CP2	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	75.8	82.1	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0
	CP3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	28.1	48.8	72.5	89.5	91.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 벤처 글로벌 연간 실적 추이 및 전망

(US\$m, %)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
매출액												
전체	2,686	4,972	13,841	16,820	14,421	21,393	26,097	38,133	43,263	46,064	48,476	48,756
Calcasieu Pass	2,686	4,972	4,149	3,819	3,885	3,920	3,838	3,857	3,875	3,886	3,875	3,875
Plaquemines	0	0	9,551	13,002	10,150	9,406	9,125	16,465	16,007	15,599	15,556	15,556
CP2	0	0	1	0	386	8,066	13,014	14,923	14,833	14,873	14,833	14,833
CP3	0	0	0	0	0	0	121	2,887	8,548	11,706	14,212	14,492
YoY Growth												
전체		85.1	178.4	21.5	-14.3	48.3	22.0	46.1	13.5	6.5	5.2	0.6
Calcasieu Pass		85.1	-16.5	-8.0	1.7	0.9	-2.1	0.5	0.5	0.3	-0.3	0.0
Plaquemines				36.1	-21.9	-7.3	-3.0	80.4	-2.8	-2.5	-0.3	0.0
CP2						1,987.5	61.3	14.7	-0.6	0.3	-0.3	0.0
CP3								2,295.7	196.0	37.0	21.4	2.0
매출원가	839	1,351	6,170	8,792	8,751	12,732	15,528	22,541	25,533	27,214	28,624	28,785
매출총이익	1,847	3,621	7,672	8,028	5,670	8,661	10,569	15,592	17,730	18,850	19,851	19,970
매출총이익률	68.8	72.8	55.4	47.7	39.3	40.5	40.5	40.9	41.0	40.9	41.0	41.0
판관비	814	1,872	2,803	2,848	2,513	3,372	3,990	5,534	6,213	6,642	6,965	6,999
감가상각비	138	322	973	1,077	1,100	1,583	1,973	2,903	3,324	3,631	3,835	3,853
연구개발비	308	635	603	728	728	728	728	728	728	728	728	728
기타판관비	367	901	1,227	1,043	686	1,062	1,289	1,903	2,161	2,283	2,403	2,418
영업이익	1,033	1,749	4,869	5,181	3,157	5,288	6,579	10,058	11,517	12,208	12,886	12,972
YoY Growth		69.3	178.4	6.4	-39.1	67.5	24.4	52.9	14.5	6.0	5.6	0.7
영업이익률	38.5	35.2	35.2	30.8	21.9	24.7	25.2	26.4	26.6	26.5	26.6	26.6
- EBIT에 대한 세금	816	355	1,004	1,109	696	983	1,293	2,051	2,349	2,490	2,628	2,646
- CAPEX	8,155	13,717	11,162	12,835	26,267	30,374	25,718	9,678	3,424	3,731	3,935	3,953
- 순운전자본 증가(감소)	-195	-1,403	540	273	60	-734	-495	-497	-569	-603	-637	-641
+ 감가상각비	277	322	973	1,077	1,100	1,583	1,973	2,903	3,324	3,631	3,835	3,853
Free cash flow (Unlevered)	-3,922	-10,598	-6,816	-7,702	-22,508	-24,219	-18,202	1,729	9,637	10,221	10,795	10,867
Weighted average cost of capital	6.6	7.0	7.0	7.2	6.8	6.6	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4	6.4
Discount factor			1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
Present value of FCFF			-6,367	-6,712	-18,363	-18,532	-13,078	1,165	6,100	6,078	6,030	5,703

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

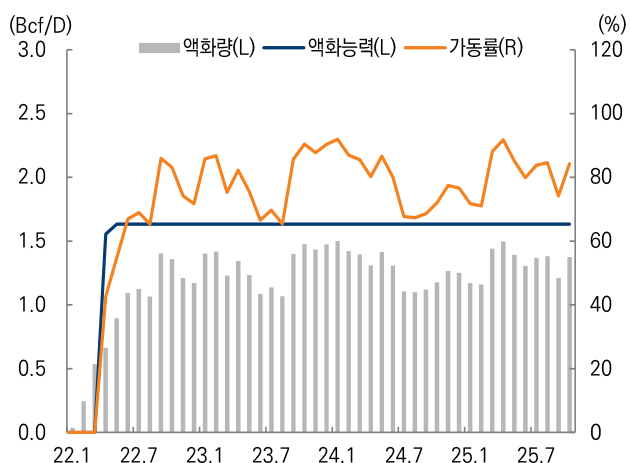
표 5. 벤처 글로벌 목표주가 산정

(US\$m, 백만 주)

구분	값	비고
추정 마지막년도 FCFF (2034년)	10,867	벤처 글로벌 2034F FCFF
Terminal Value	178,516	영구성장률 0.3%, WACC 6.6%
PV of Terminal Value (a)	95,661	(a)
NPV of FCFF (b)	-37,977	(b)
Enterprise Value	57,684	(a) + (b)
Net Debt	26,174	이자발생 부채(29,782) + 현금성 자산(3,608)
Non-Controlling Interest	1,427	Calcasieu Pass 비지배분
Equity Value	31,759	현재 지분가치
손해배상에 따른 잠재적 손실	3,000	전체 소송 금액의 50% 가정
Shares Outstanding	2,420	
추정주당가치 (USD)	11.89	US\$ (반올림 \$12)
현재주가 (USD)	9.14	25.10.15 기준
Upside (%)	31.3%	투자의견 매수

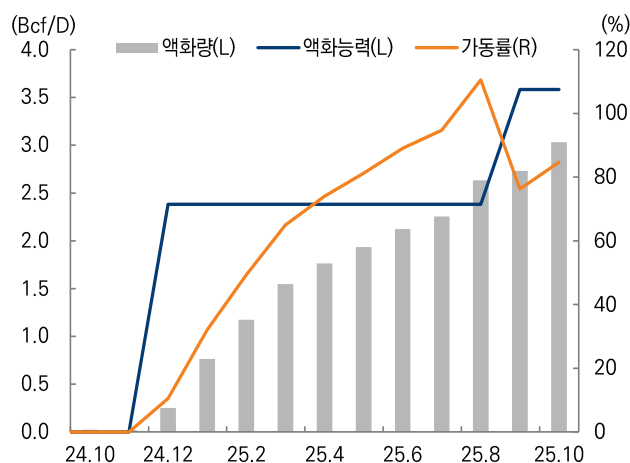
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Calcasieu Pass 액화능력 vs 액화량 추이



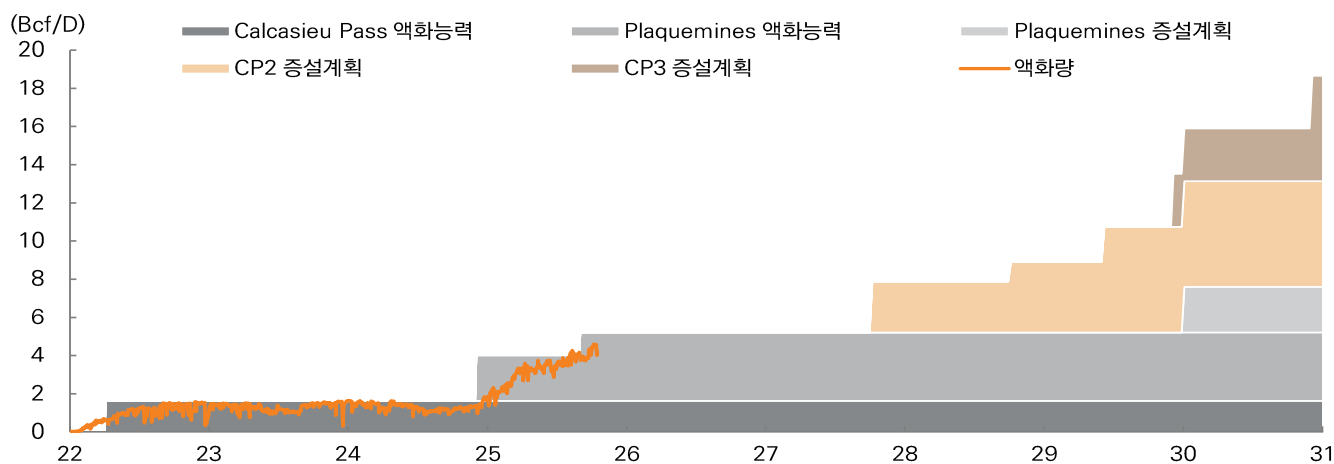
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Plaquemines 액화능력 vs 액화량 추이



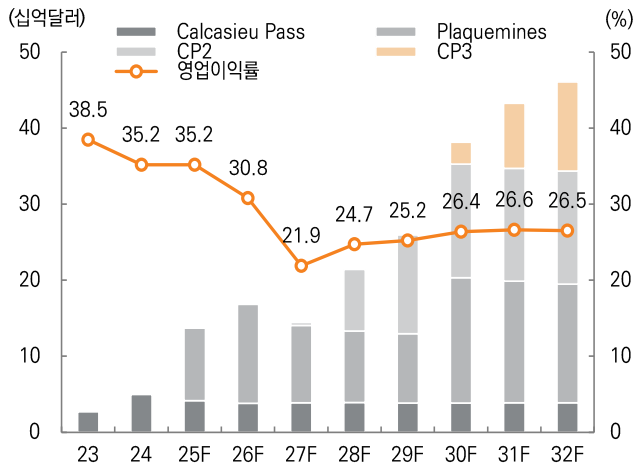
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 벤처 글로벌 액화능력 및 증설 계획 추이



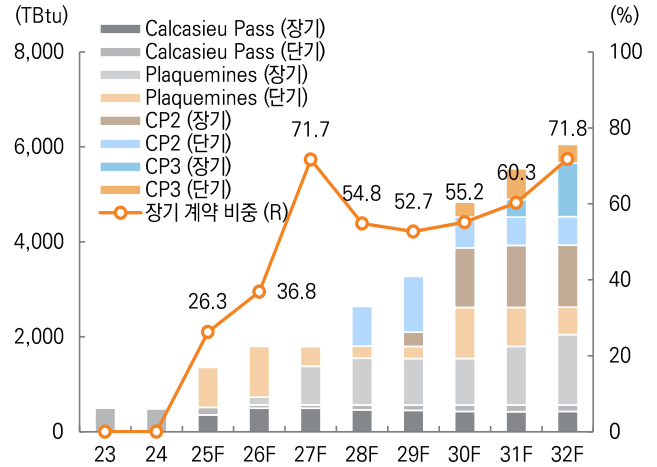
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벤처 글로벌 부문별 연간 매출액 및 영업이익률



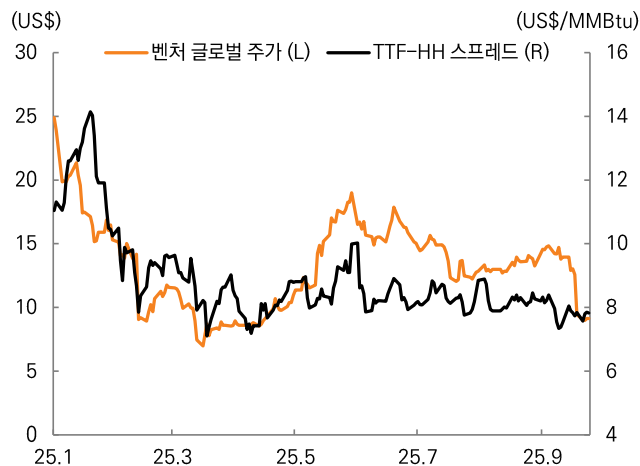
자료: 벤처 글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 벤처 글로벌 LNG 판매량 추이 및 장기 계약 비중



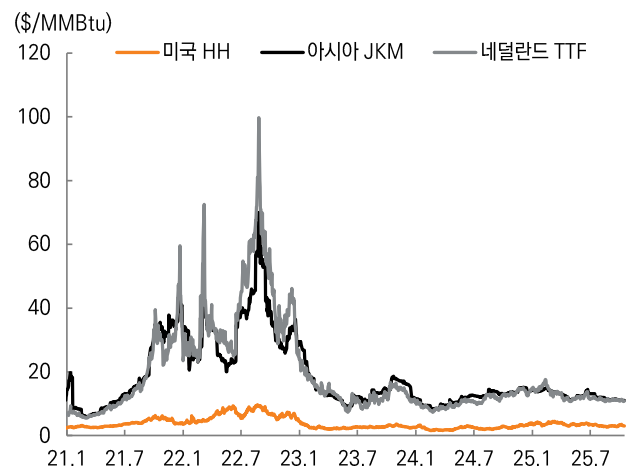
자료: 벤처 글로벌, DOE, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 벤처 글로벌 주가 vs TTF-HH 스프레드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지역별 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 벤처 글로벌 액화 플랜트 현황

프로젝트명	기저액화 용량	최대액화 용량	프로젝트 현황	착공 시점	생산개시 시점	SPA 판매 시점	FTA 승인	비FTA 승인
	Bcf/D	Bcf/D					Bcf/D	Bcf/D
Calcasieu Pass LNG Phase 1	0.66	0.82	상업운영	2019년 8월	2022년 4월	2025년 4월	1.63	1.63
Calcasieu Pass LNG Phase 2	0.66	0.82	상업운영	2019년 8월	2022년 4월	2025년 4월		
Plaquemines LNG Phase 1	1.75	2.38	상업운영	2022년 5월	2024년 12월	2026년 10월	3.58	3.16
Plaquemines LNG Phase 2	0.88	1.20	상업운영	2023년 3월	2025년 8월	2027년 7월		
Plaquemines LNG Phase 3	1.75	2.38	Feed 진행중	2027년 7월	2029년 12월	2031년 6월	-	-
CP2 LNG Phase 1	1.90	2.66	건설중	2025년 7월	2027년 10월	2029년 10월	3.96	3.96
CP2 LNG Phase 2	0.74	1.03	FID 준비중	2026년 7월	2028년 10월	2030년 7월		
CP2 LNG Phase 3	1.32	1.84	FEED 진행중	2027년 2월	2029년 6월	2031년 4월	-	-
CP3 LNG Phase 1	1.98	2.77	FEED 진행중	2027년 10월	2029년 12월	2031년 7월	-	-
CP3 LNG Phase 2	1.98	2.77	FEED 진행중	2028년 12월	2030년 12월	2032년 7월	-	-
Delta LNG Phase 1	1.61	2.25	보류				-	-
Delta LNG Phase2	1.61	2.25						
합계	12.29	16.82						

주: 음영은 당사 추정치, Delta LNG는 합계에서 제외

자료: 미래에셋증권 리서치센터

벤처 글로벌 (VG US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	50	138	168	144
매출원가	14	62	88	88
매출총이익	36	76	80	56
판매비와관리비	19	28	26	23
영업이익	17	49	54	34
비영업손익	5	-4	-3	-3
금융손익	-3	-10	-11	-17
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	8	6	8	14
법인세차감전순이익	22	45	51	31
법인세	4	8	11	6
당기순이익	17	31	41	25
지배주주	17	28	35	21
비지배주주	1	3	5	3

Growth & Margins (%)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	-36.7	176.0	21.7	-14.3
매출총이익증가율	-41.9	111.1	5.3	-30.0
영업이익증가율	-63.8	188.2	10.2	-37.0
순이익증가율	-52.8	82.4	32.3	-39.0
EPS증가율	-40.0	787.2	24.4	-39.3
매출총이익률	72.0	55.1	47.6	38.9
영업이익률	34.0	35.5	32.1	23.6
당기순이익률	34.0	22.5	24.4	17.4

예상 현금흐름표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	21	66	60	52
당기순이익	17	31	41	25
감가상각비	3	10	11	11
기타	1	25	8	16
투자활동 현금흐름	-142	-111	-121	-256
- 자본적 지출(CAPEX)	-137	-112	-128	-263
기타	-5	1	7	7
재무활동 현금흐름	108	133	-17	197
배당금	0	0	0	0
자본 증가	1	17	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	88	127	0	220
기타	19	-11	-17	-23
현금의 증감	-13	93	-68	3
기초현금	59	36	133	64
기말현금	46	133	64	67

예상 재무상태표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	46	154	81	86
현금성자산	36	133	64	67
매출채권	4	9	8	8
재고자산	2	3	2	2
기타유동자산	4	9	7	9
비유동자산	389	466	572	813
투자자산	3	5	4	4
유형자산	353	443	550	790
무형자산	0	0	0	0
기타비유동자산	33	18	18	19
자산총계	435	619	653	898
유동부채	35	41	35	36
매입채무	15	10	8	8
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	20	31	27	28
비유동부채	321	452	452	672
장기금융부채	296	423	423	643
기타비유동부채	25	29	29	29
부채총계	356	494	487	708
지배주주지분(연결)	44	88	122	143
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	5	22	22	22
이익잉여금	24	49	84	105
기타	-1	1	0	0
비지배주주지분(연결)	35	38	44	47
자본총계	79	126	166	190

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	-	1.5	1.2	2.0
P/S (배)	-	0.3	0.2	0.3
P/B (배)	-	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	-	9.3	9.6	18.7
EPS (USD)	0.70	6.19	7.70	4.67
BPS (USD)	1.83	19.03	26.64	31.22
DPS (USD)	0.02	0.03	0.03	0.03
배당성향 (%)	2.8	0.4	0.3	0.6
배당수익률 (%)	-	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율 (회)	15.8	21.2	19.5	18.2
재고자산회전율 (회)	46.3	63.2	68.6	64.0
매입채무 회전율 (회)	1.4	4.9	9.6	10.4
ROA (%)	4.9	6.0	6.4	3.2
ROE (%)	46.1	43.2	33.7	16.1
ROIC (%)	4.9	9.9	8.7	4.0
부채비율 (배)	450.8	393.1	293.7	372.1
유동비율 (배)	128.7	370.8	233.0	240.8
순차입금/자기자본 (배)	331.5	232.5	217.2	303.5

자료: 벤처 글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.