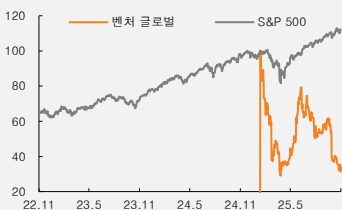


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 11.0
현재주가(25/11/12)	USD 8.13
상승여력	35.3%

S&P 500(p)	6,850.92
EPS 성장률(25F, %)	790.2
P/E(25F, x)	1.3
배당수익률(%)	-2146826273

시가총액(십억USD)	19.90
시가총액(조원)	29.12
상장주식수(백만주)	2,448.1
60일 평균 거래대금(백만USD)	102.85
52주 최저가(USD)	7.00
52주 최고가(USD)	24.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.0	-18.0	0.0
상대주가	-17.7	-30.0	0.0



[글로벌 에너지]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

벤처 글로벌

악재의 끝, 점차 보이는 바닥

3Q25 Reviews: Plaquemines 출하량 증가로 컨센 소폭 상회

동사의 3Q25 매출액은 \$3.33bn(+259.5% YoY, 컨센 5.4% 상회), 조정 EBITDA는 1.53bn(+438.9% YoY, 컨센 2.0% 상회)로 시장의 기대치를 소폭 상회했다. 주요 컨센서스 상회 요인은 2분기와 마찬가지로 Plaquemines 램프업에 따른 판매량 증가(3Q24: 106TBtu vs 3Q25: 372TBtu)다. 유럽의 천연가스 가격이 전분기 대비 하락하며 판가에 부정적인 영향이 있었으나 미국의 헨리허브 가격도 소폭 하락해 영업이익에는 큰 영향은 없었다. 순이익(지배)은 \$449mn를 기록하며 컨센(\$663mn)을 하회했다. 다만 이는 Plaquemines 터미널의 완공으로 관련 이자비용을 자산가치(Capitalize)가 아닌 비용(expense)으로 회계 처리한 영향이다.

점차 윤곽이 드러나는 중재절차의 결말

금번 컨콜에서 동사는 국제 중재에 대한 잠재적인 재무적 손실 규모를 공유했다. 경영진에 따르면 동사는 총 7건의 소송을 진행중이며 승소 1건(Shell), 합의 1건, 패소 1건(BP)과 4건의 소송에 대해 판결을 기다리고 있는 상황이다. 7건의 손해배상 청구금액은 \$4.8~5.5bn으로 동사 시총에 25%에 달한다. 하지만 경영진에 따르면 판매자의 누적 책임 제한 조항에 따라 남아있는 4건의 소송을 모두 패소해도 총 변상해야하는 금액은 최대 \$765mn로 제한된다. 동사는 최악의 경우를 대비해 결과 발표까지 매분기 \$14~15mn 규모의 비현금성 충당금을 반영할 계획이며 소송의 결과가 향후 증설이나 재무 계획에 미치는 영향은 없을것으로 발표했다.

목표주가 \$11.0로 하향, 투자의견 '매수' 유지

동사의 목표주가를 \$12.0에서 \$11.0으로 하향 조정하며, 투자의견은 매수를 유지한다. 목표주가 하향은 TTF와 HH스프레드 축소에 기인한다. 11월 13일 기준 두 벤치마크간 스프레드는 MMBtu당 6.0불로 연초 MMBtu당 14.0불 대비 50% 이상 하락했다. 미중 무역 분쟁으로 기존 중국향 LNG가 유럽으로 선회되며 EU의 천연가스 재고가 빠르게 증가한 것이 TTF 약세의 주 요인이다. 겨울철 난방 시즌이 본격화되며 천연가스 소비량 회복과 함께 점진적인 스프레드 개선을 기대한다.

중재절차에서 발생할수 있는 재무적 손실이 가시화되는 점과 그 규모가 당초 예상보다 낮은점은 긍정적이다. 기업가치 산정과정에서 손해배상에 따른 잠재적 손실 규모를 기존 \$3.0bn에서 \$765mn으로 조정했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억USD)	79	50	138	166	143
영업이익 (십억USD)	47	17	49	51	33
영업이익률 (%)	59.5	34.0	35.5	30.7	23.1
순이익 (십억USD)	28	17	29	33	20
EPS (USD)	1.16	0.70	6.21	7.16	4.45
ROE (%)	141.8	46.1	43.3	31.7	15.7
P/E (배)	-	-	1.3	1.1	1.8
P/B (배)	-	-	0.4	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	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
천연가스 가격	미국 (Henry Hub)	1.76	2.60	2.92	3.63	4.12	3.46	3.30	3.54	3.65	3.77	3.88	4.00
	유럽 (TTF)	8.67	10.86	12.80	14.87	12.91	11.36	10.85	10.52	10.47	10.43	10.38	10.34
	아시아 (JKM)	9.54	12.64	13.13	14.24	13.08	13.13	11.05	12.24	11.82	11.39	10.96	10.54
ASP		9.79	8.73	8.77	12.04	12.39	9.37	8.95	9.88	9.76	9.63	9.50	8.16
가중평균 액화마진		7.26	6.37	6.19	8.77	7.86	5.08	5.22	5.10	4.85	4.59	4.32	3.21
LNG	판매량	145	127	106	127	234	331	372	446	443	447	452	452
	Calcasieu Pass	145	127	106	117	126	140	133	135	139	140	142	142
	Plaquemines	0	0	0	9	108	191	239	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	91.1	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	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	전체	1,414	1,108	926	1,524	2,894	3,101	3,329	4,407	4,321	4,310	4,297	3,692
	Calcasieu Pass	1,414	1,108	926	1,524	1,638	935	711	871	934	957	980	993
	Plaquemines	0	0	0	0	1,186	2,095	2,525	3,536	3,388	3,353	3,317	2,699
	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	259.5	189.2	49.3	39.0	29.1	-16.2
	Calcasieu Pass			-12.1	-6.6	15.8	-15.6	-23.2	-42.9	-43.0	2.3	37.9	14.1
	Plaquemines									185.6	60.0	31.4	-23.7
	CP2												
	CP3												
매출원가		365	300	272	414	1,059	1,419	1,388	2,130	2,173	2,256	2,341	2,241
매출총이익		1,049	808	654	1,110	1,835	1,682	1,941	2,277	2,149	2,053	1,955	1,450
매출총이익률		74.2	72.9	70.6	72.8	63.4	54.2	58.3	51.7	49.7	47.6	45.5	39.3
판매비		437	448	471	516	755	644	621	751	730	718	706	630
감가상각비		70	70	89	93	216	267	218	268	266	268	271	271
연구개발비		181	174	156	124	182	57	53	182	182	182	182	182
기타판매비		181	201	220	299	357	320	350	301	282	268	253	177
영업이익		612	360	183	594	1,080	1,038	1,320	1,526	1,419	1,335	1,249	820
YoY Growth				-40.2	-18.3	76.5	188.3	621.3	156.9	31.3	28.6	-5.3	-46.3
QoQ Growth		-15.8	-41.2	-49.2	224.6	81.8	-3.9	27.2	15.6	-7.0	-5.9	-6.4	-34.4
OP Margin		43.3	32.5	19.8	39.0	37.3	33.5	39.7	34.6	32.8	31.0	29.1	22.2
세전이익		873	444	-372	1,238	668	591	1,217	1,511	1,404	1,335	1,236	809
순이익(지배)		683	338	-309	975	502	474	836	1,039	963	920	850	556

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	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
	유럽 (TTF)	12.7	11.8	11.4	10.4	10.0	9.3	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
	아시아 (JKM)	13.0	12.4	12.4	11.2	10.2	9.5	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ASP		10.1	9.3	10.1	9.3	7.8	8.0	8.0	8.0	7.9	7.7	7.7	7.7
가중평균 액화마진		3.7	3.7	5.6	4.2	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
LNG	판매량	494	504	1,382	1,795	1,833	2,638	3,288	4,838	5,539	6,052	6,391	6,422
	Calcasieu Pass	494	494	535	562	562	564	562	562	562	564	562	562
	Plaquemines	0	9	848	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	79.9	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	13,731	16,620	14,305	21,075	26,186	38,704	43,939	46,858	49,323	49,605
Calcasieu Pass	2,686	4,972	4,155	3,864	3,881	3,902	3,881	3,933	3,950	3,961	3,950	3,950
Plaquemines	0	0	9,342	12,756	10,048	9,356	9,219	16,696	16,257	15,869	15,826	15,826
CP2	0	0	1	0	375	7,817	12,964	15,164	15,078	15,119	15,078	15,078
CP3	0	0	0	0	0	0	122	2,911	8,654	11,908	14,469	14,751
YoY Growth												
전체		85.1	176.2	21.0	-13.9	47.3	24.3	47.8	13.5	6.6	5.3	0.6
Calcasieu Pass		85.1	-16.4	-7.0	0.5	0.5	-0.5	1.3	0.4	0.3	-0.3	0.0
Plaquemines				36.5	-21.2	-6.9	-1.5	81.1	-2.6	-2.4	-0.3	0.0
CP2						1,985.2	65.9	17.0	-0.6	0.3	-0.3	0.0
CP3								2,295.7	197.2	37.6	21.5	2.0
매출원가	839	1,351	5,996	9,012	8,806	12,805	15,902	23,281	26,381	28,141	29,603	29,768
매출총이익	1,847	3,621	7,735	7,608	5,499	8,270	10,284	15,423	17,558	18,717	19,720	19,837
매출총이익률	68.8	72.8	56.3	45.8	38.4	39.2	39.3	39.8	40.0	39.9	40.0	40.0
판관비	814	1,872	2,771	2,785	2,488	3,314	3,947	5,509	6,187	6,622	6,945	6,979
감가상각비	138	322	969	1,077	1,100	1,583	1,973	2,903	3,324	3,631	3,835	3,853
연구개발비	308	635	474	728	728	728	728	728	728	728	728	728
기타판관비	367	901	1,328	980	660	1,003	1,247	1,878	2,135	2,263	2,383	2,398
영업이익	1,033	1,749	4,964	4,823	3,011	4,956	6,336	9,914	11,372	12,095	12,775	12,858
YoY Growth		69.3	183.8	-2.8	-37.6	64.6	27.8	56.5	14.7	6.4	5.6	0.7
영업이익률	38.5	35.2	36.2	29.0	21.1	23.5	24.2	25.6	25.9	25.8	25.9	25.9
- EBIT에 대한 세금	816	355	1,007	1,036	666	909	1,240	2,022	2,319	2,467	2,606	2,623
- CAPEX	8,155	13,717	11,158	12,835	26,267	30,374	25,718	9,678	3,424	3,731	3,935	3,953
- 순운전자본 증가(감소)	-195	-1,403	562	265	68	-708	-535	-536	-615	-654	-691	-695
+ 감가상각비	277	322	969	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	-6,827	-7,979	-22,633	-24,535	-18,370	1,653	9,567	10,182	10,760	10,831
Weighted average cost of capital	6.7	7.2	7.3	7.5	7.0	6.8	6.6	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6
Discount factor			1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
Present value of FCFF			-6,364	-6,921	-18,349	-18,630	-13,081	1,103	5,984	5,974	5,923	5,594

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

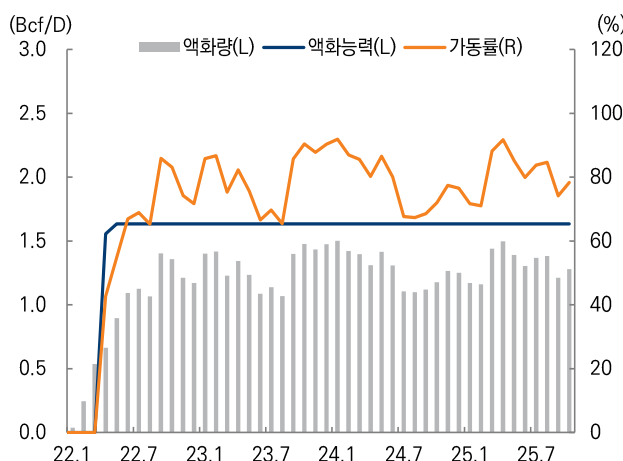
표 5. 벤처 글로벌 목표주가 산정

(US\$m, 백만 주)

구분	값	비고
추정 마지막년도 FCFF (2034년)	10,831	벤처 글로벌 2034F FCFF
Terminal Value	173,090	영구성장률 0.3%, WACC 6.7%
PV of Terminal Value (a)	91,554	(a)
NPV of FCFF (b)	-38,766	(b)
Enterprise Value	52,788	(a) + (b)
Net Debt	26,174	이자발생 부채(29,782) + 현금성 자산(3,608)
Non-Controlling Interest	1,320	Calcasieu Pass 비지배분
Equity Value	26,892	현재 지분가치
손해배상에 따른 잠재적 손실	765	보수적으로 4건의 소송에 대해 최대 손실 발생 가정
Shares Outstanding	2,420	
추정주당가치 (USD)	10.80	US\$ (반올림 \$11)
현재주가 (USD)	8.13	25.11.13 기준
Upside (%)	35.3%	투자의견 매수

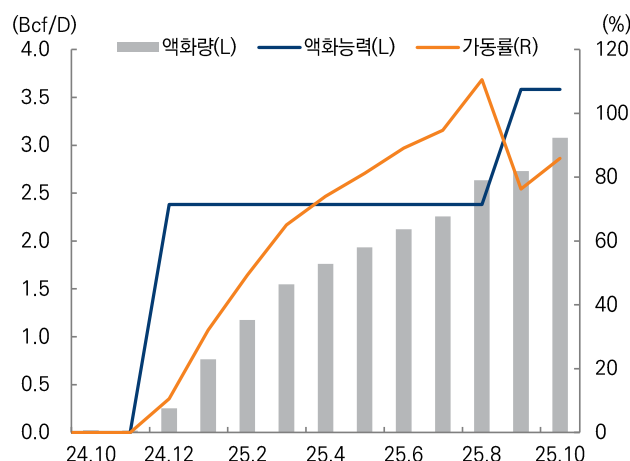
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Calcasieu Pass 액화능력 vs 액화량 추이



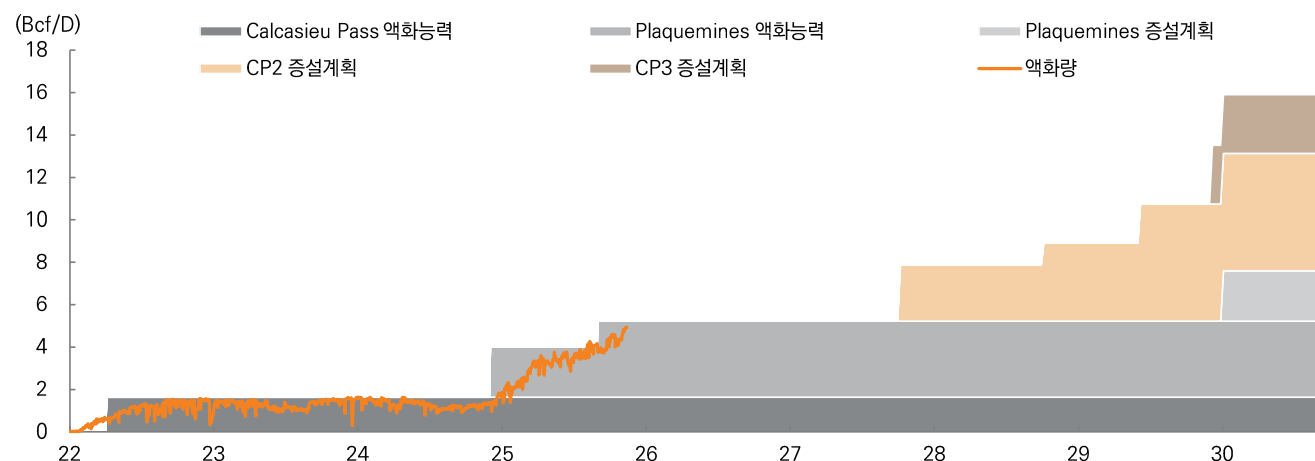
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Plaquemines 액화능력 vs 액화량 추이



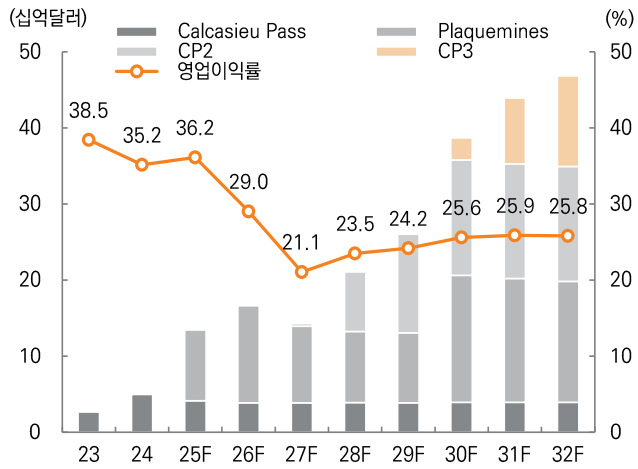
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 벤처 글로벌 액화능력 및 증설 계획 추이



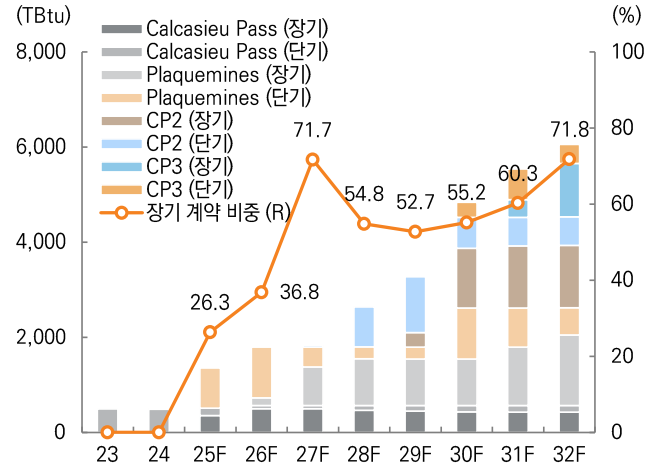
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벤처 글로벌 부문별 연간 매출액 및 영업이익률



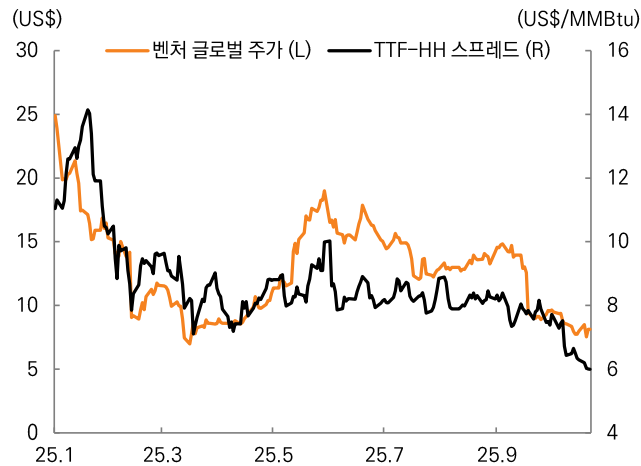
자료: 벤처 글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 벤처 글로벌 LNG 판매량 추이 및 장기 계약 비중



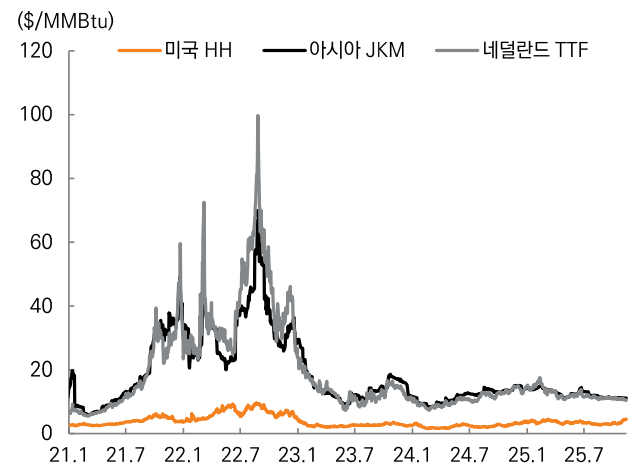
자료: 벤처 글로벌, DOE, 미래에셋증권 리서치센터

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)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	50	138	166	143
매출원가	14	60	90	88
매출총이익	36	78	76	55
판매비와관리비	19	29	25	22
영업이익	17	49	51	33
비영업손익	5	-4	-3	-3
금융손익	-3	-10	-11	-17
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	8	6	8	14
법인세차감전순이익	22	45	48	30
법인세	4	8	10	6
당기순이익	17	32	38	24
지배주주	17	29	33	20
비지배주주	1	3	5	3

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	-36.7	176.0	20.3	-13.9
매출총이익증가율	-41.9	116.7	-2.6	-27.6
영업이익증가율	-63.8	188.2	4.1	-35.3
순이익증가율	-52.8	88.2	18.8	-36.8
EPS증가율	-40.0	790.2	15.4	-37.9
매출총이익률	72.0	56.5	45.8	38.5
영업이익률	34.0	35.5	30.7	23.1
당기순이익률	34.0	23.2	22.9	16.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	21	66	57	51
당기순이익	17	32	38	24
감가상각비	3	10	11	11
기타	1	24	8	16
투자활동 현금흐름	-142	-111	-121	-257
- 자본적 지출(CAPEX)	-137	-112	-128	-263
기타	-5	1	7	6
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	-71	2
기초현금	59	36	133	61
기말현금	46	133	61	63

예상 재무상태표 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	46	153	78	81
현금성자산	36	133	61	63
매출채권	4	9	8	8
재고자산	2	3	2	2
기타유동자산	4	8	7	8
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	650	894
유동부채	35	41	35	35
매입채무	15	10	8	8
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	20	31	27	27
비유동부채	321	452	452	672
장기금융부채	296	423	423	643
기타비유동부채	25	29	29	29
부채총계	356	494	487	708
지배주주지분(연결)	44	88	120	140
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	5	22	22	22
이익잉여금	24	49	82	102
기타	-1	1	0	0
비지배주주지분(연결)	35	38	43	46
자본총계	79	126	163	186

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	-	1.3	1.1	1.8
P/S (배)	-	0.3	0.2	0.3
P/B (배)	-	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	-	9.5	10.4	19.7
EPS (USD)	0.70	6.21	7.16	4.45
BPS (USD)	1.83	19.05	26.12	30.49
DPS (USD)	0.02	0.03	0.03	0.03
배당성향 (%)	2.8	0.4	0.4	0.6
배당수익률 (%)	-	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율 (회)	15.8	21.2	19.4	18.2
재고자산회전율 (회)	46.3	63.2	68.2	64.0
매입채무 회전율 (회)	1.4	4.7	9.9	10.6
ROA (%)	4.9	6.0	6.0	3.1
ROE (%)	46.1	43.3	31.7	15.7
ROIC (%)	4.9	10.0	8.1	3.9
부채비율 (배)	450.8	392.5	298.5	379.7
유동비율 (배)	128.7	373.2	225.8	231.1
순차입금/자기자본 (배)	331.5	232.4	222.6	312.0

자료: 벤처 글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.