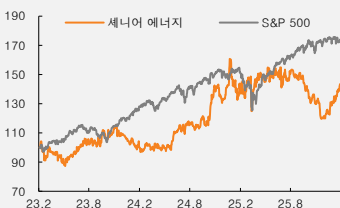


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 280
현재주가(26/2/23)	USD 223.35
상승여력	25.4%

S&P 500(p)	6,837.75
EPS 성장률(25F, %)	42.6
P/E(25F, x)	9.6
배당수익률(%)	0.9

시가총액(십억USD)	48.07
시가총액(조원)	69.64
상장주식수(백만주)	215.2
60일 평균 거래대금(백만USD)	379.74
52주 최저가(USD)	188.83
52주 최고가(USD)	244.33

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.7	-6.0	1.0
상대주가	8.9	-11.1	-11.2



[글로벌 에너지]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

세니어 에너지

미국과 유럽 천연가스 스프레드 확대에 주목

TTF-HH 스프레드 25년 11월 기점으로 빠른 회복세

동사 수익성의 proxy인 미국(HH)과 유럽(TTF)의 천연가스 스프레드가 25년 11월 저점을 기록 후 빠르게 반등 중이다. 앞서 4분기 미국 천연가스 가격은 한파에 따른 난방 수요와 LNG 터미널의 feed gas 수요로 \$7/MMBtu까지 급등했다. 동기간 유럽 천연가스 가격은 미중 무역 갈등 여파로 기존 중국향 LNG 물량이 유럽으로 선 회되며 상대적으로 약세를 보였다. 이에 따라 HH-TTF 스프레드가 축소됐고, 동사의 주가 역시 단기적으로 부진한 흐름을 보였다.

다만 최근 한파 종료로 미국 HH 가격은 안정세에 진입했다. 유럽 역시 동절기 이후 천연가스 재고가 빠르게 소진되며 5년래 최저 수준을 기록하고 있고, 2분기부터 재비축 수요가 본격화될 것으로 예상된다. 재고 정상화를 위한 추가 수입 수요 확대 가능성이 높아지면서 TTF 가격도 반등 흐름을 보이고 있다. 미국과 유럽 간 무역 협상 과정에서 미국산 에너지 수입 확대 요구가 병행되고 있어, 추가적인 스프레드 확대 여력은 충분할 것으로 판단한다.

CAPA Up! 가동률 Up!

스프레드 회복과 더불어 동사의 LNG 터미널 증설이 순조롭게 진행 중이다. 2025 4 분기에는 CCL Stage 3의 Train 1~30이 순차적으로 준공되며 LNG 출하량이 전년 동기 대비 16.7% 증가할 것으로 예상된다. 최근 파이프라인 데이터를 트래킹해보면 기존 설비의 가동률 역시 점진적으로 상승하고 있는 것으로 확인된다. 스프레드가 우호적인 환경에서 현물 판매 비중을 확대해 마진을 극대화하려는 전략을 취하는 중이다. 2026년에는 추가로 3개 트레인이 준공되며 액화 Capa가 유의미하게 확대될 예정이다. 증설에 따른 출하량 증가와 마진 개선으로 가파른 실적 개선을 전망한다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 \$280로 하향

투자 의견 '매수', 목표주가는 기존 \$290에서 \$280로 3.4% 하향한다. 단기적인 업황이 우호적으로 돌아섰지만 중장기적으로는 여전히 미국산 LNG 공급 과잉에 대한 우려가 확대되고 있다. 향후 수년간 다수의 미국 LNG 프로젝트가 동시다발적으로 준공될 예정으로 유럽과 일본의 장기 천연가스 선물 가격은 지속적인 하락 압력을 받고 있는 상황이다. 동사의 액화 마진은 상당 부분 장기계약을 통해 방어되지만, 스팟 판매 물량에 대해서는 마진 축소 가능성을 반영할 필요가 있다. 이에 따라 중장기 이익 추정치를 조정했으며, 목표주가 역시 일부 하향한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (억USD)	204	157	207	244	241
영업이익 (억USD)	155	61	75	79	75
영업이익률 (%)	76.0	38.9	36.2	32.4	31.1
순이익 (억USD)	99	33	44	50	48
EPS	41.00	14.24	20.30	23.26	22.14
ROE (%)	945.1	60.5	64.0	48.0	31.3
P/E (배)	4.2	15.1	9.6	9.6	10.1
P/B (배)	4.5	4.1	2.6	2.3	1.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 세니어 에너지, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 세니어 에너지 실적 추정 주요 가정

(US\$/MMBtu, Tbtu, %)

		2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
천연가스 가격	미국 (Henry Hub)	2.6	2.7	3.6	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.6
	아시아 (JKM)	12.7	11.8	12.6	11.1	10.1	8.8	8.0	7.8	7.8
	유럽 (TTF)	13.0	12.4	13.1	11.4	10.0	9.0	8.4	8.2	8.2
ASP		8.3	6.3	8.1	8.0	7.7	7.4	7.4	7.4	7.4
가중평균 액화마진		6.6	3.1	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0
LNG	판매량	2,353	2,349	2,476	2,945	3,015	3,148	3,456	3,940	4,347
	장기	2,034	2,118	2,119	2,524	2,713	2,949	3,074	3,250	3,699
	Sabine Pass	1,212	1,215	1,212	1,212	1,264	1,267	1,351	1,527	1,977
	Corpus Christi	829	831	904	1,081	1,081	1,084	1,081	1,081	1,081
	CMI	120	121	120	231	368	599	642	642	642
	단기 및 현물	284	207	338	422	302	198	382	690	648
	외부조달	35	24	18	0	0	0	0	0	0
액화능력	Sabine Pass	1,724	1,729	1,724	1,724	1,724	1,729	2,041	2,566	2,984
	Corpus Christi	908	932	1,139	1,507	1,615	1,757	1,789	1,789	1,789
가동률	Sabine Pass	84.3	85.5	87.8	90.1	90.0	90.0	90.0	90.4	91.4
	Corpus Christi	78.5	80.9	93.8	92.3	90.6	90.6	90.5	90.5	90.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 세니어 에너지 연간 실적 추이 및 전망

(US\$m, %)

		2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
매출액	전체	20,394	15,703	20,703	24,366	24,101	24,206	26,355	30,100	33,080
	LNG	19,569	14,899	20,061	23,494	23,229	23,334	25,483	29,228	32,208
	장기계약	12,820	12,144	15,053	18,693	20,197	21,540	22,283	23,539	26,870
	단기 및 현물	6,038	2,345	4,303	4,802	3,033	1,793	3,200	5,689	5,338
	외부 조달	359	280	188	0	0	0	0	0	0
	기타	362	130	761	1,012	1,042	1,077	1,146	1,266	1,418
	재기화	135	135	136	136	136	136	136	136	136
	기타	690	669	506	736	736	736	736	736	736
YoY Growth	전체	-39.0	-23.0	31.8	17.7	-1.1	0.4	8.9	14.2	9.9
	LNG	-38.5	-23.9	34.6	17.1	-1.1	0.4	9.2	14.7	10.2
	재기화	-87.4	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	기타	24.1	-3.0	-24.4	45.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가		3,947	7,677	11,160	13,508	13,692	13,623	14,987	17,408	19,037
매출총이익		16,447	8,026	9,543	10,858	10,410	10,582	11,368	12,692	14,043
매출총이익률		80.6	51.1	46.1	44.6	43.2	43.7	43.1	42.2	42.5
판매비		943	1,907	2,062	2,944	2,906	2,989	3,238	3,642	4,017
감가상각비		1,196	1,220	1,356	1,547	1,582	1,649	1,803	2,045	2,248
기타판매비		1,257	642	687	1,397	1,324	1,340	1,435	1,597	1,769
영업이익		15,504	6,119	7,481	7,914	7,503	7,594	8,130	9,050	10,026
YoY Growth		245.1	-60.5	22.3	5.8	-5.2	1.2	7.1	11.3	10.8
영업이익률		76.0	39.0	36.1	32.5	31.1	31.4	30.8	30.1	30.3
- EBIT에 대한 세금		2,766	1,092	1,334	1,412	1,338	1,355	1,450	1,614	1,788
- CAPEX		2,121	2,238	3,565	4,342	3,723	3,335	3,097	3,107	3,116
- 순운전자본 증가(감소)		411	-595	-739	-90	166	-48	-299	-300	-301
+ 감가상각비		1,196	1,220	1,356	1,547	1,582	1,649	1,803	2,045	2,045
Free cash flow (Unlevered)		11,402	4,604	4,677	3,798	3,858	4,601	5,685	6,674	7,467
Weighted average cost of capital		6.4%	6.5%	6.6%	6.9%	7.1%	7.3%	7.4%	7.6%	7.6%
Discount factor				106.6%	113.9%	121.9%	130.8%	140.5%	151.2%	162.7%
Present value of FCFF				4,389	3,335	3,164	3,518	4,046	4,415	4,589

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 세니어 에너지 실적 추정 주요 가정

(US\$/MMBtu, Tbtu, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
천연가스 가격	미국 (Henry Hub)	1.8	2.6	2.9	3.6	4.1	3.5	3.3	3.7	3.6	3.7	3.9	4.0
	아시아 (JKM)	8.67	10.86	12.80	14.87	12.91	13.27	12.47	11.67	11.46	11.25	11.04	10.83
	유럽 (TTF)	9.54	12.64	13.13	14.24	13.08	13.45	13.05	12.65	12.17	11.69	11.20	10.72
ASP		6.87	5.89	6.68	7.21	8.84	8.32	7.60	8.61	8.20	8.18	8.30	8.79
가중평균 액화마진		2.85	3.63	3.66	3.57	2.27	5.31	3.84	4.09	3.80	3.68	3.65	3.62
LNG	판매량	619	552	563	615	616	558	584	718	720	719	747	760
	장기	538	524	511	545	516	496	525	582	622	629	636	636
	Sabine Pass	302	302	305	305	299	302	305	305	299	302	305	305
	Corpus Christi	207	207	209	209	205	219	234	247	266	269	272	272
	CMI	30	30	30	30	30	30	30	30	57	58	58	58
	단기 및 현물	70	28	49	60	93	54	56	135	97	90	111	124
	외부조달	11	0	3	10	7	8	3	0	0	0	0	0
액화능력	Sabine Pass	430	430	435	435	425	430	435	435	425	430	435	435
	Corpus Christi	226	226	229	251	245	255	305	334	341	366	392	407
가동률	Sabine Pass	91.4	81.6	81.8	87.2	92.9	87.0	80.7	90.6	90.5	90.0	90.0	90.0
	Corpus Christi	75.9	74.6	83.4	88.9	92.1	93.1	92.2	97.0	98.1	90.7	90.6	90.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 세니어 에너지 분기 실적 추이 및 전망

(US\$m, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	전체	4,253	3,251	3,763	4,436	5,444	4,641	4,441	6,177	5,899	5,882	6,196	6,389
	LNG	4,037	3,042	3,554	4,266	5,305	4,515	4,302	5,939	5,683	5,673	5,987	6,151
	장기	3,043	2,755	2,903	3,443	3,768	3,575	3,481	4,229	4,498	4,622	4,748	4,824
	단기 및 현물	793	229	565	758	1,276	687	630	1,710	1,185	1,051	1,239	1,328
	외부조달	119	0	49	112	64	86	38	0	0	0	0	0
	기타	82	58	37	-47	197	167	153	244	244	247	258	263
	재기화	34	34	34	33	34	34	34	34	34	34	34	34
	기타	182	175	175	137	105	92	105	204	182	175	175	204
매출원가		2,486	1,247	1,705	2,239	4,044	1,676	2,197	3,243	3,162	3,234	3,472	3,640
매출총이익		1,767	2,004	2,058	2,197	1,400	2,965	2,244	2,934	2,737	2,648	2,724	2,749
	매출총이익률	41.5	61.6	54.7	49.5	25.7	63.9	50.5	47.5	46.4	45.0	44.0	43.0
판매비		613	425	411	458	439	435	427	761	732	719	742	751
	감가상각비	302	304	306	308	312	329	338	377	378	378	392	399
	기타판매비	302	99	99	142	116	99	89	383	354	341	350	353
영업이익		1,154	1,579	1,647	1,739	961	2,530	1,817	2,173	2,004	1,930	1,982	1,998
	YoY Growth	-85.6	-31.5	-40.2	-28.6	-16.7	60.2	10.3	25.0	108.6	-23.7	9.1	-8.1
	QoQ Growth	-52.6	36.8	4.3	5.6	-44.7	163.3	-28.2	19.6	-7.8	-3.7	2.7	0.8
	OP Margin	27.1	48.6	43.8	39.2	17.7	54.5	40.9	35.2	34.0	32.8	32.0	31.3
세전이익		948	1,372	1,438	1,545	789	2,323	1,599	2,198	2,029	1,955	2,007	2,023
순이익(지배)		502	880	893	977	353	1,626	1,049	1,342	1,228	1,257	1,263	1,258

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

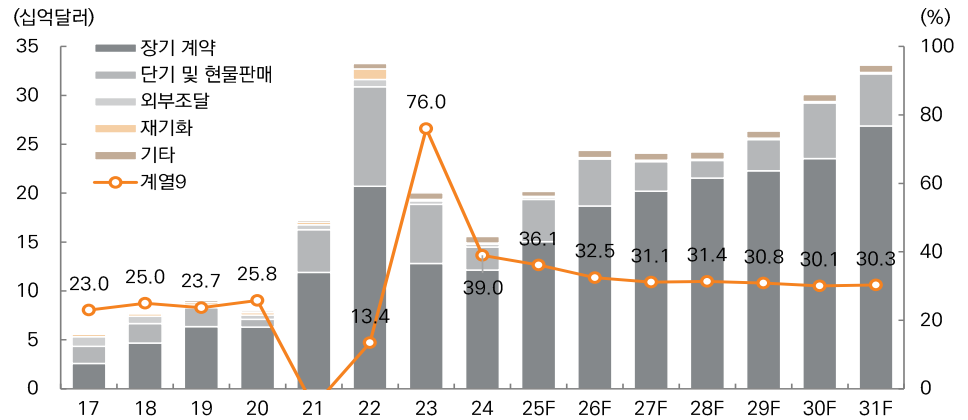
표 5. 세니어 에너지 목표주가 산정

(US\$mn, 백만 주)

구분	값	비고
추정 마지막년도 FCFF	7,467	세니어 에너지 2031F FCFF
Terminal Value	102,083	영구성장률 0.3%, WACC 7.6%
PV of Terminal Value (a)	65,644	(a)
NPV of FCFF (b)	23,065	(b)
Enterprise Value	88,710	(a) + (b)
Net Debt	21,283	이자발생 부채(23,921) + 현금성 자산(2,638)
Non-Controlling Interest	11,648	세니어 에너지 파트너스 (CQP) 비지배분
Equity Value	59,999	현재 지분가치
Shares Outstanding	215.2	
추정주당가치 (USD)	278.76	US\$ (반올림 \$280)
현재주가 (USD)	223.35	26.02.23 기준
Upside (%)	25.4%	투자의견 매수

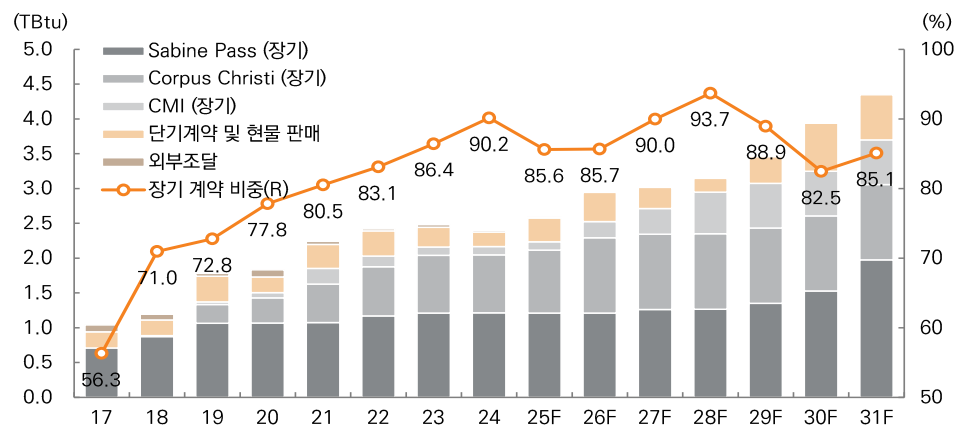
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 세니어 에너지 부문별 연간 매출액 및 영업이익률



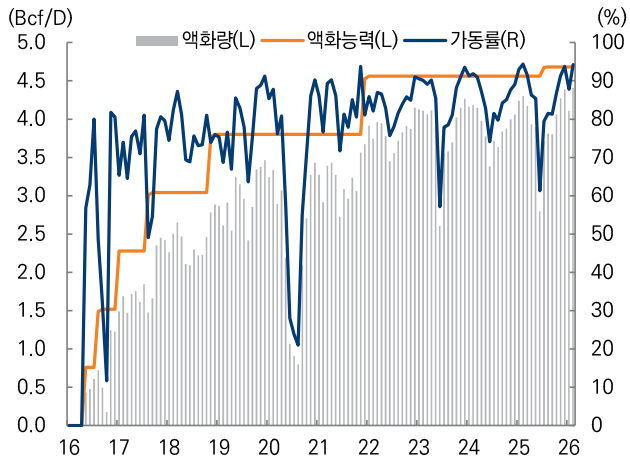
자료: 세니어 에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 세니어 에너지 LNG 판매량 추이 및 장기 계약 비중



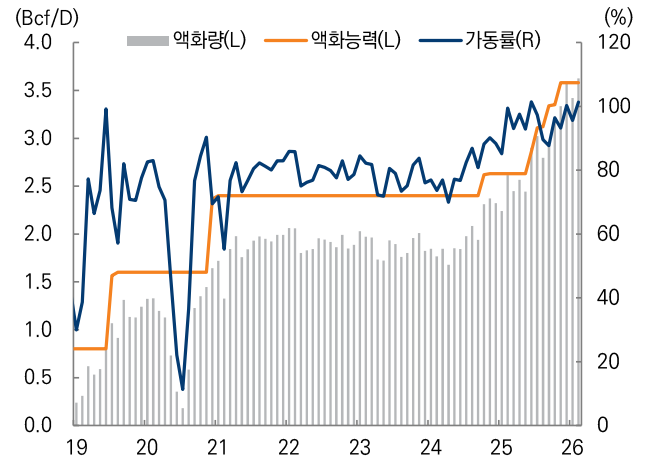
자료: 세니어 에너지, DOE, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Sabine Pass LNG 액화능력 vs 액화량 추이



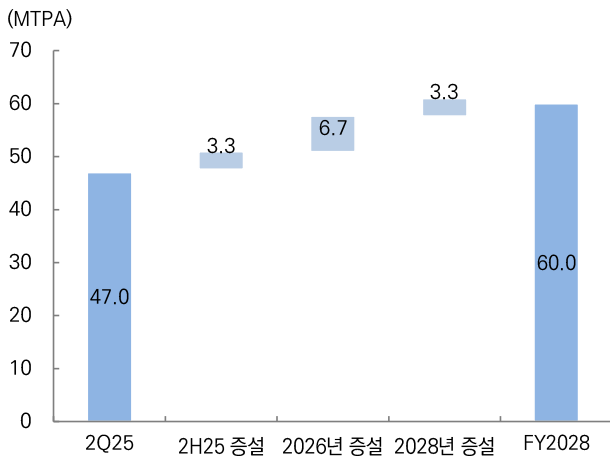
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Corpus Christi LNG 액화능력 vs 액화량 추이



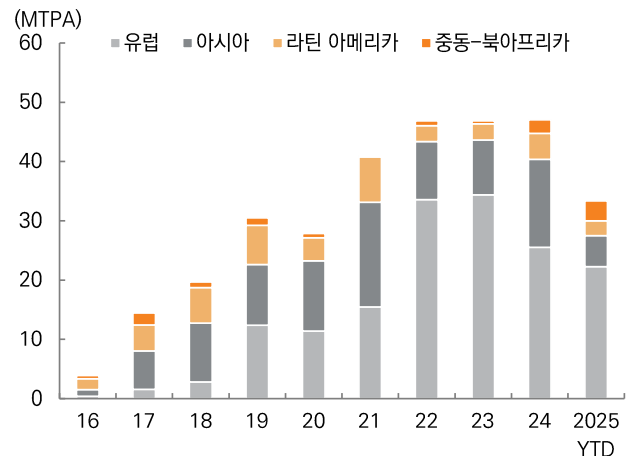
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 세니어 에너지 증설 타임라인



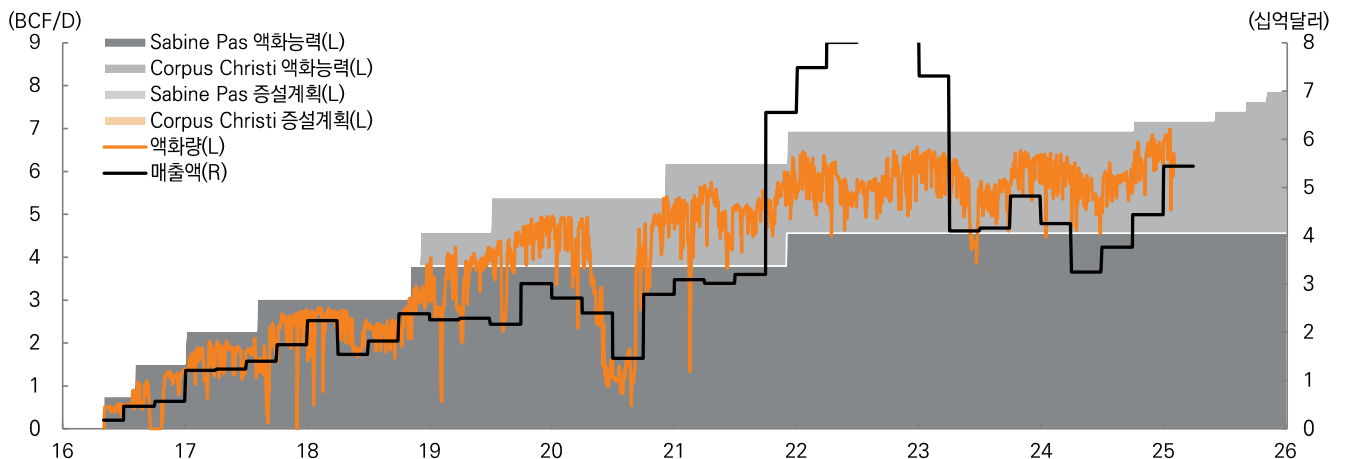
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 세니어 에너지 지역별 판매량 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 세니어 에너지 액화능력 및 증설 계획 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

세니어 에너지 (LNG US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	157	207	244	241
매출원가	70	112	135	137
매출총이익	87	95	109	104
판매비와관리비	25	21	29	29
영업이익	61	75	79	75
비영업손익	-8	0	1	1
금융손익	-8	-8	-5	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	8	6	2
법인세차감전순이익	53	75	80	76
법인세	8	12	14	14
당기순이익	45	57	66	62
지배주주	33	44	50	48
비지배주주	12	13	16	15

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	-23.0	31.8	17.9	-1.2
매출총이익증가율	-51.7	9.2	14.7	-4.6
영업이익증가율	-60.6	23.0	5.3	-5.1
순이익증가율	-62.8	26.7	15.8	-6.1
EPS증가율	-65.3	42.6	14.6	-4.8
매출총이익률	55.4	45.9	44.7	43.2
영업이익률	38.9	36.2	32.4	31.1
당기순이익률	28.7	27.5	27.0	25.7

예상 현금흐름표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	54	86	90	72
당기순이익	45	57	66	62
감가상각비	12	14	15	16
기타	-3	15	9	-6
투자활동 현금흐름	-23	-38	-39	-29
- 자본적 지출(CAPEX)	-22	-36	-43	-37
기타	-1	-2	4	8
재무활동 현금흐름	-45	-32	-9	-9
배당금	4	3	0	0
자본 증가	1	1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-7	-14	0	0
기타	-43	-22	-9	-9
현금의 증감	-13	18	56	49
기초현금	45	26	47	103
기말현금	32	47	103	152

예상 재무상태표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	48	77	134	181
현금성자산	26	47	103	152
매출채권	7	10	10	10
재고자산	5	7	7	7
기타유동자산	10	13	14	12
비유동자산	391	424	437	442
투자자산	1	4	4	3
유형자산	362	384	397	403
무형자산	1	0	0	0
기타비유동자산	27	36	36	36
자산총계	439	502	571	624
유동부채	44	62	64	61
매입채무	2	2	2	2
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	42	60	62	59
비유동부채	294	308	311	305
장기금융부채	235	220	220	220
기타비유동부채	59	88	91	85
부채총계	338	370	375	366
지배주주지분(연결)	57	80	128	176
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	45	45	45	45
이익잉여금	74	114	163	210
기타	-62	-79	-80	-79
비지배주주지분(연결)	44	52	68	82
자본총계	101	132	196	258

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	15.1	9.6	9.6	10.1
P/S (배)	3.1	2.0	2.0	2.0
P/B (배)	4.1	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA (배)	10.1	8.2	7.2	7.1
EPS	14.24	20.30	23.26	22.14
BPS	52.80	73.40	96.16	117.80
DPS	1.87	2.06	2.06	2.06
배당성향 (%)	9.5	7.8	6.7	7.1
배당수익률 (%)	0.9	1.1	0.9	0.9
매출채권회전율 (회)	17.1	23.8	23.7	23.7
재고자산회전율 (회)	33.2	34.5	34.3	34.5
매입채무 회전율 (회)	40.0	54.6	55.8	57.3
ROA (%)	10.3	12.1	12.3	10.5
ROE (%)	60.5	64.0	48.0	31.3
ROIC (%)	14.3	16.4	16.3	15.1
부채비율 (배)	336.2	281.1	190.9	141.9
유동비율 (배)	108.1	123.7	208.8	298.2
순차입금/자기자본 (배)	211.7	135.7	62.4	28.6

자료: 세니어 에너지, 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.