

SK (003600)

Buy(Maintain)



목표주가: 200,000원
현재주가: 177,500원

Stock Data

KOSPI(6/11)	1,920.68pt
시가총액	83,357억원
발행주식수	46,962천주
52주 최고가 / 최저가	188,500 / 128,500원
90일 일평균거래대금	242.05억원
외국인 지분율	30.8%
배당수익률(11.12E)	1.4%
BPS(13.12E)	297,639원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	11.5%
	3개월	5.1%
	6개월	35.3%

주주구성

SKC&C외 4인	31.9%
-----------	-------

SK E&S는 China Gas Holding도 갖고 있다

SK E&S가 보유한 7,700억 상당의 China Gas Holdings의 지분가치

SK E&S의 간과된 가치인 China Gas Holdings(이하, CGH)의 지분가치를 볼 필요가 있다. SK E&S는 홍콩증시에 상장된 CGH 16.7% 지분(시가총액고려 시 7,700억원의 가치)을 보유하고 있다. SK E&S와 같은 도시가스공급 사업 모델을 갖고 있는 CGH는 중국 천연가스 수요 급증전망 및 천연가스장기 공급 계약이 본격화됨에 따라 부각받고 있는 중이다.

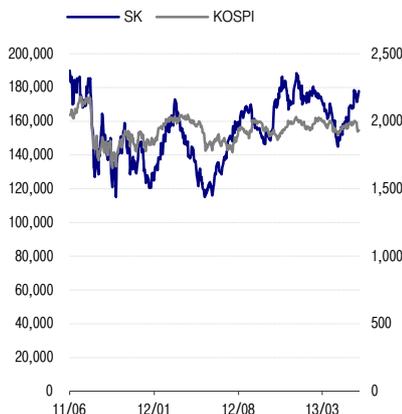
SK E&S의 민자발전 가치가 부각되는 여름

금년 여름 고온 다습할 전망 및 원전발전소 가동 중단으로, SK E&S 등의 민자발전소를 보유하고 있는 종목군이 이슈화될 것으로 보인다. 전력수급 부족이 예견되던 2012년, SK E&S를 자회사로 갖고 있는 SK(003600)는 5월 저점 대비 8월말 주가는 51.3% 상승한 수준이었으며, GS EPS와 GS파워를 자회사로 갖고 있는 GS(078930)는 6월 저점주가 대비 36.6%상승한 8월말 주가를 시험한 바 있다. 정산상한가격에도 P요소는 하락이 불가피하나, 신규 발전소 가동으로 지난해 이상의 실적을 보일 전망이다.

수정PBR기준 현재 0.8배 수준, Target PBR 0.9배인 목표주가 200,000원 제시

ROE 9.0%에 근거한 적정 Target PBR은 0.9배 수준이다. 2013년 F/BPS는 221,626원으로 추정되며, 이를 기반으로 산출한 목표주가는 200,000원이다. 현 주가 177,500원 대비 12.7%의 성장잠재력이 존재한다. 따라서, SK에 대해 목표주가를 200,000원으로 상향하며, 투자의견은 Buy를 유지한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(십억원)	110,574	119,678	119,472	124,542	129,954
영업이익(십억원)	6,421	4,597	4,815	5,502	6,066
세전계속사업손익(십억원)	7,396	4,029	4,162	4,796	5,291
순이익(십억원)	5,103	2,631	2,880	3,319	3,661
EPS(원)	35,626	22,335	24,505	28,242	31,153
증감률(%)	n/a	-37.3	9.7	15.2	10.3
PER(배)	3.4	8.0	7.2	6.3	5.7
PBR(배)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	2.1	3.3	3.2	2.9	2.6
영업이익률(%)	5.8	3.8	4.0	4.4	4.7
EBITDA 마진(%)	9.0	6.9	7.4	7.9	8.2
ROE(%)	18.3	9.5	9.0	8.4	7.7
부채비율(%)	171.6	155.9	152.5	146.2	141.6

주: IFRS 연결 기준

Contents

I. Investment Summary	3
1. Valuation	3
2. Investment thesis	5
II. 무엇보다 China Gas Holdings를 눈여겨보자	6
1. SK E&S가 보유한 China Gas Holdings의 지분가치	6
2. China Gas Holdings의 성장성	8
III. SK E&S의 가치가 부각되는 여름이 왔다	11
1. 민자발전을 운영하는 SK E&S의 가치가 부각되는 여름이 왔다	11
2. 신규가동되는 오성PP로 예년 이상의 실적을 시현할 전망	13

I. Investment Summary

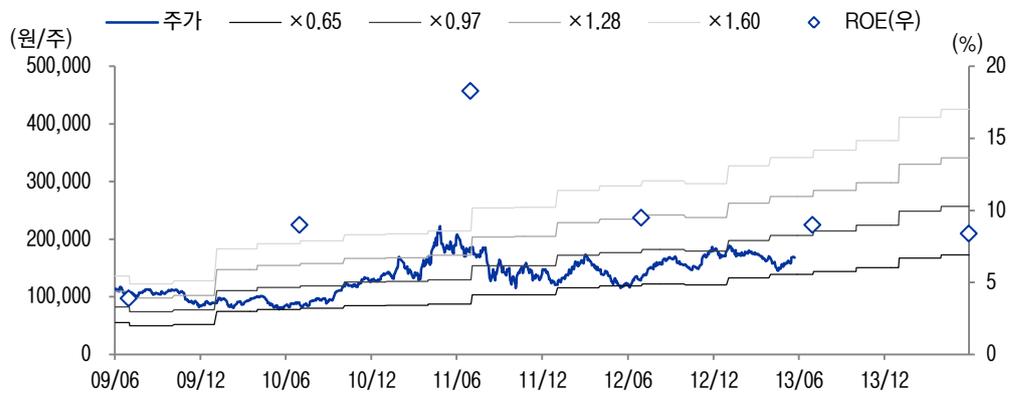
1. Valuation

수정PBR기준 현재 0.8배 수준, Target PBR 0.9배인 목표주가 200,000원 제시

ROE 9.0%에 근거한 적정 Target PBR은 0.9배 수준이다. 2013년 F/BPS는 221,626원으로 추정되며, 이에 따라 산출한 목표주가는 200,000원이다. SK(003600)에 대한 지난 목표주가 대비 20% 상승한 수준이다.

현 주가 177,500원대비 12.7% 의 성장잠재력이 존재한다.

[그림1] 수정PBR 기준 SK의 PBR band



자료: 이트레이드증권 리서치본부

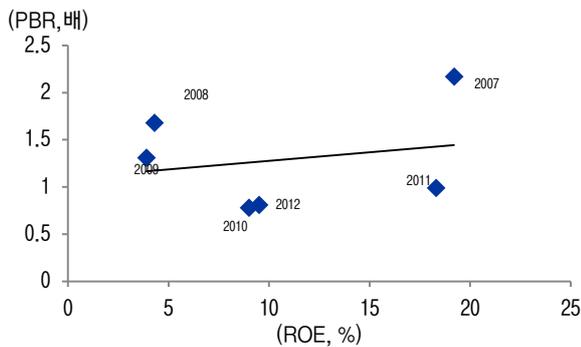
[표1] 지주회사 SK의 BPS 산정내역

(단위: 십억원)

	2013	2014	12 1Q	12 2Q	12 3Q	12 4Q	13 1Q	13 2Q	13 3Q	13 4Q
자산										
자회사투자	13,048	14,699	11,633	11,704	11,830	11,704	12,274	12,289	12,703	13,048
항목										
브랜드자산	2,552	3,318	1,430	2,106	2,106	2,106	2,106	2,552	2,552	2,552
부동산자산	32	32	10	32	32	32	32	32	32	32
부채										
순차입금	2,615	2,215	3,260	3,141	3,016	3,141	3,257	2,815	2,715	2,615
항목										
양도소득세	2,610	2,940	2,327	2,341	2,366	2,341	2,455	2,458	2,541	2,610
주주										
지분	10,408	12,894	7,486	8,361	8,586	8,361	8,701	9,600	10,032	10,408
유통주식수	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
수정 BPS	221,626	274,573	159,422	178,040	182,840	178,040	185,280	204,434	213,624	221,626

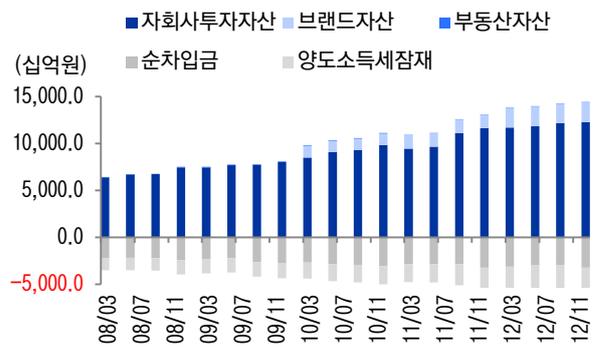
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] 지주회사 SK의 ROE vs PBR



주) 평균 PBR은 이트레이드 수정PBR기준임
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 지주회사 SK의 주주지분가치 구성

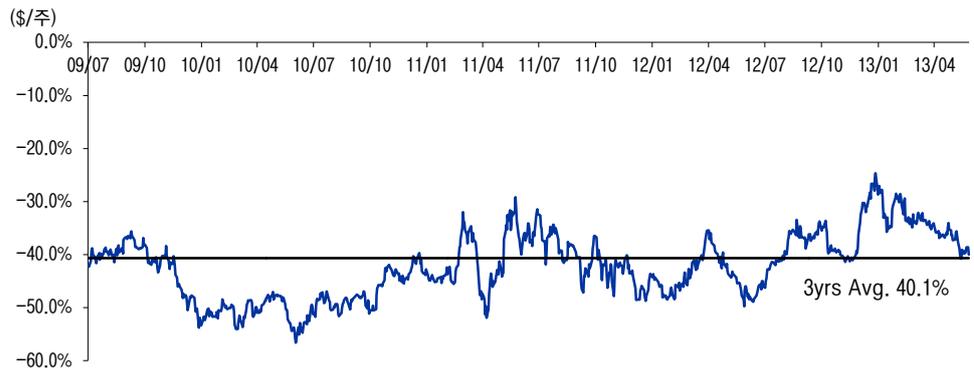


자료: 이트레이드증권 리서치본부

과거 NAV 대비 할인율방식 관점에서는 적정수준의 현재주가이나...

단기적인 투자기회를 검토하기 위해, 과거 NAV대비 할인율 관점에서 지주회사인 SK를 보면 현재 할인율 39.0%임을 확인할 수 있다. 최근 3개년간 평균할인율이 40.1%였다는 점이 다소 아쉬운 점이나, 오히려, SK E&S의 민간발전 IPP가 당분간 지속적으로 이슈화될 것이라는 점에서는 오히려 평균할인율을 낮출 수 있는 요인이라고 판단한다. 우리는 작년 여름 전력부족 이슈로 SK의 주가가 50%가량 올랐던 것을 경험한 바 있다.

[그림4] 지주회사 SK의 할인율 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표2] 지주회사 SK의 NAV(Net Asset Value)산정 내역

(단위: 억원)

영업가치	0.0 (십억원)	2012 Forward 순이익의 X 10 배로 산정
+ 투자자산가치	12,305.6 (십억원)	
+ 부동산 가치	32.0 (십억원)	
+ 브랜드 가치	1,520.0 (십억원)	SK는 자회사 매출액의 0.2% 수준을 수취 X 10 배
- 순차입금 등 부의 조정항목	1,700.3 (십억원)	
기업가치 (NAV)	12,157.2 (십억원)	
÷ 보통주 유통주식수	47.0 (백만주)	
주당 기업가치 (NAV)	258,875 (원/주)	
현재주가 (@2013-06-11)	177,500 (원/주)	

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표3] 지주회사 SK의 기업투자자산 가치산정 내역

투자자산	평가방식	평가금액	지분율	투자자산가치
SK 이노베이션	상장	시가총액 13,315.0	× 32.96%	= 4,388.6 (십억원)
SK 텔레콤	상장	시가총액 17,481.4	× 25.22%	= 4,408.8 (십억원)
SK 네트워크	상장	시가총액 1,648.0	× 39.12%	= 644.7 (십억원)
SKC	상장	시가총액 1,213.2	× 42.50%	= 515.6 (십억원)
SK 해운	비상장	장부가 731.4	× 83.08%	= 607.6 (십억원)
SK 이엔에스	비상장	장부가 1,090.3	× 94.13%	= 1,026.3 (십억원)
SK 건설	비상장	장부가 1,212.3	× 40.02%	= 485.2 (십억원)
SK 바이오팜	비상장	장부가 228.7	× 100.00%	= 228.7 (십억원)
합계				12,305.6 (십억원)

자료: 이트레이드증권 리서치본부

2. Summary

2-1. China Gas Holdings의 지분가치

SK E&S의 간과된 가치: China Gas Holdings의 지분가치

SK E&S가 비상장회사이기 때문에, SK E&S의 투자자산에 대해서 간과하기 쉽다. SK E&S는 홍콩증시에 상장되어 있는 China Gas Holdings(Bloomberg ticker: 384 HK equity, 시가총액 330억 HKD)에 투자하고 있다. SK E&S가 보유하고 있는 지분 16%에 대한 가치를 단순 계산하면 7,700억 원 상당의 가치가 있으며, 이는 SK E&S의 장부가 4,125억원 대비 3,500억 원 가량 높은 수준이다.

견조한 성장이 예견되는 China Gas Holdings

China Gas Holdings는 SK E&S의 사업과 마찬가지로 중국 172개의 도시에 30년간 독점적으로 천연가스를 공급할 권리를 갖고 있는 사업자(중국의 5번째 major 도시가스업체)이다. 도시화가 진행됨에 따라 중국의 천연가스 수요가 급증하고 있으며, CNOOC 등의 천연가스 장기공급계약이 본격화(ex. 대우인터내셔널의 미얀마 가스전)됨에 따라 도시가스공급업체들의 성장이 가시화되고 있는 상황이다. China Gas Holdings는 실적 가이드선으로 천연가스 공급량 기준 17% 성장할 것이라는 가이드선을 제시하였으며, 홍콩 증시에서도 13년, 14년 평균 20% 가량 성장할 것(블룸버그 컨센서스 기준)으로 전망하고 있다.

2-2. SK E&S의 민자발전이 부각되는 여름이 왔다

SK E&S의 민자발전이 부각되는 여름이 왔다

금년 여름 고온 다습할 전망 및 원전발전소 가동 중단으로, 최대 전력수요가 예년을 넘어설 가능성이 부각됨에 따라 SK E&S 등의 민자발전소를 보유하고 있는 종목군이 이슈화될 것으로 보인다. 전력수급 부족이 예견되던 2012년, SK E&S를 자회사로 갖고 있는 SK(003600)는 8월말 주가기준 5월 저점 대비 51.3% 주가 상승한 바 있으며, GS EPS와 GS과위를 자회사로 갖고 있는 GS(078930)는 8월말 주가기준 저점 대비 36.6% 성장한 주가를 시현한 바 있다.

신규발전소 가동으로 예년이상의 실적시현 전망

금년 3월부터 정상상한가격제를 실시함에 따라, SMP가 가격상한이상이 넘어설 경우 벤치마크 발전소 기준으로 가격을 정산하기 시작하였다. SK E&S의 경우 1분기 부진한 실적의 원인 중 하나라고 판단한다. 하지만, 3월 중순부터 신규발전소(오성IPP)가 정상가동되기 시작함에 따라, 예년을 소폭 넘는 실적을 시현할 것으로 전망된다.

II. 무엇보다 China Gas Holdings를 눈여겨보자

1. SK E&S가 보유한 China Gas Holding의 지분가치

SK E&S의 China Gas Holdings 16.0% 지분 보유

SK그룹 전반적인 중국 진출 전략의 한 방향으로 SK E&S 역시 중국에 진출하기 위한 방안을 모색하였다. 그 일환으로 2007년 중국 Beijing enterprise group(BVI)의 China Gas Holdings의 지분 0.09%(당시 취득가 120억원)에 투자하였다. China Gas Holdings는 저장성, 베이징, 우한 등 대도시를 중심으로 도시가스 사업을 확대하고 있다. 현재 35,000km의 가스 파이프라인을 보유하고 중국 172개의 도시에서 30년간 독점적으로 천연가스를 공급할 권리를 갖고 있다. 그 이후 SK E&S는 지속적으로 지분을 취득하여왔으며, 2012년 5월 SK가스가 보유하고 있던 지분 4% 등을 매입함에 따라 현재 16%지분(SK E&S보유 14%, 부산가스 2%)을 보유하고 있다. SK E&S는 16%를 매입하는데 3,863억원을 소요하였다.

SK E&S는 China Gas Holding의 지분은 20% 미만이지만, China Gas Holdings의 이사회에서 의결권을 행사할 수 있기 때문에 지분법 이익을 인식하게 되며, SK E&S로의 현금유입(배당금)은 연간 약 30억 원 정도 발생하고 있는 것(12년 배당액 32억원, 13년 배당액 22억원)으로 보인다.

China Gas Holdings의 주가상승: + 23.6% ytd, 전년대비 +105.96%

China Gas Holdings는 현재 홍콩 증시에 330억 HKD(4.8조원@ 145.99원/HKD)로 거래되고 있다. China Gas Holdings이 시가총액을 SK E&S의 지분율만큼 단순환산시 약 7,700억원 가량의 지분가치가 있을 것으로 보인다.

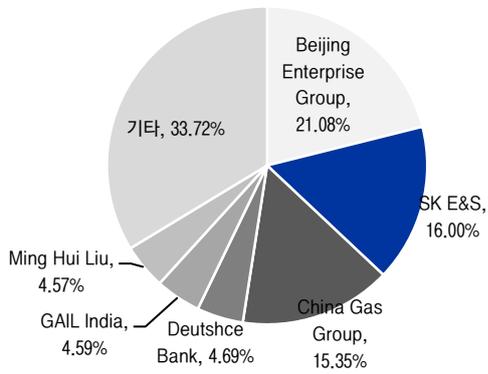
China Gas Holdings의 주가는 2012년 11월 이후 급등하는 모습을 보이고 있다. China Gas Holdings의 주가가 상승하는 이유는 중국 천연가스 시장이 급등하는 환경이 형성되고 있어, 도시가스(천연가스) 배급사업자인 China Gas Holdings가 부각되고 있다. 중국 시진핑 정부 정책 기조 중 하나로 환경개선을 제시하고 있으며, 익히 알려진 바와 같이 대우인터네셔널 컨소시엄이 생산하는 미얀마 가스전이 중국에 공급되기 시작하는 것과 같은 메가프로젝트가 시작되는 시점이다. 홍콩 증시의 투자자들은 도시가스 산업의 성장 환경에 주목하고 있는 모습이다.

[표4] 중국의 주요 도시가스 공급업체

	공급 커버리지	공급가구 수	천연가스 취급량	파이프라인 길이
China Gas (384HK)	21개 성 및 자치구, 172개시	65.8백만가구	60억 m ³	35,043 km
ENN Energy (2688HK)	117개 파이프라인 프로젝트 및 330개 가스 충전소	55.5백만	65억 m ³	21,312 km
Town Gas China (1083HK)	15성 및 자치구,		53억 m ³	
China Resource Gas (1083HK)	151개 도시		93억 m ³	
Beijing Enterprise Group (392HK)	북경인근		79억 m ³	

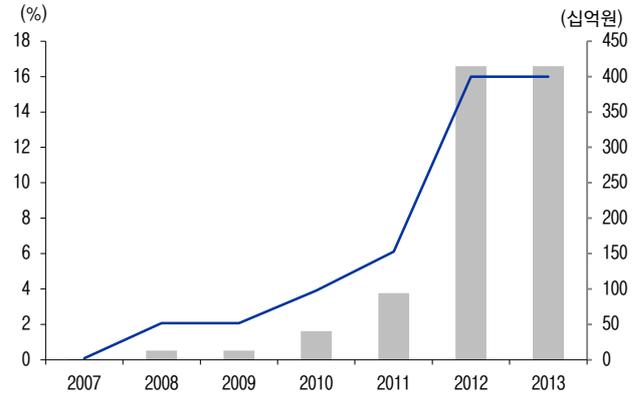
자료: 각 사, KGI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림5] China Gas Holdings의 지분구조



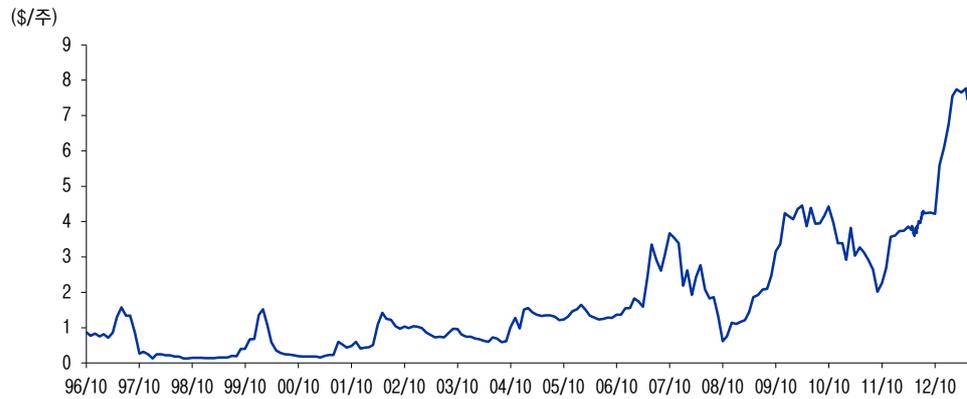
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] SK E&S의 China gas holdings 지분을 변화 및 장부가



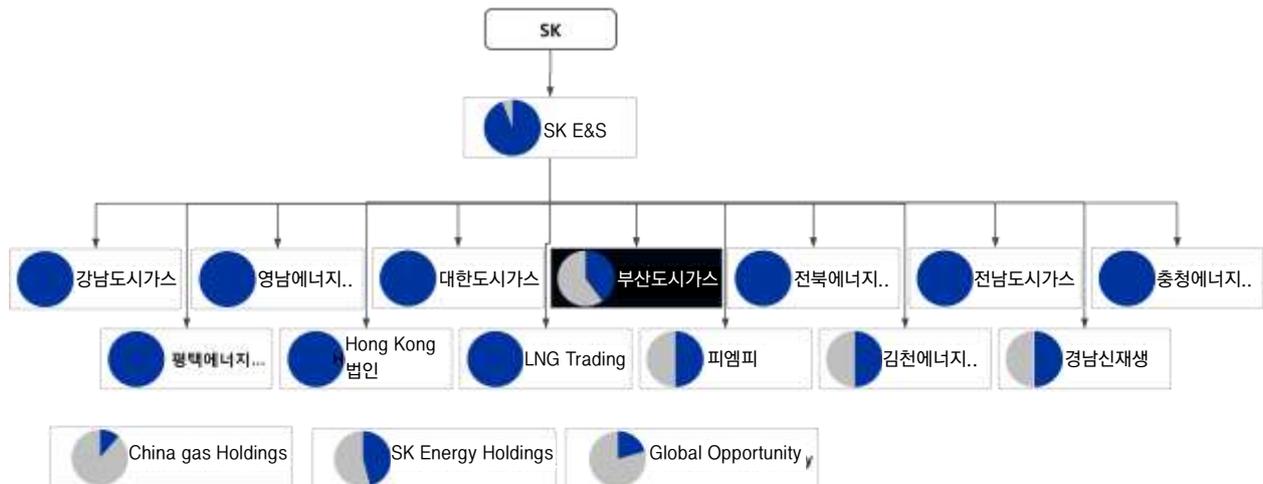
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] China Gas Holdings의 주가 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림8] SK E&S의 지배구조



자료: SK E&S, 이트레이드증권 리서치본부

2. China Gas Holdings의 성장성

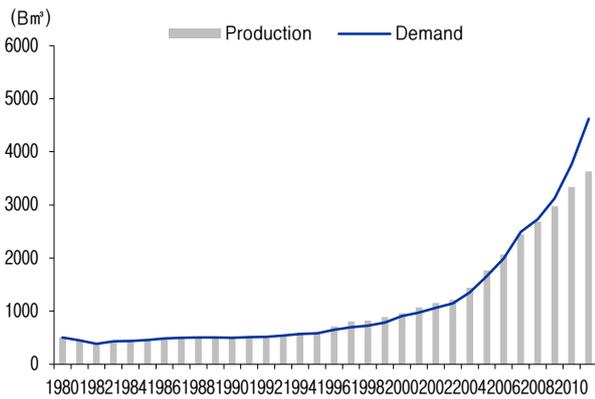
중국 도시화 지속으로 도시가스 수요 지속증가 전망

천연가스는 통상적으로 도시가스와 발전용 천연가스 등으로 구분이 되며, 특히 도시가스는 도시화율이 높을수록 도시가스 소비가 늘어난다고 알려져 있다.

중국 주택, 도농건설부가 진행한 ‘중국도시체계계획 연구’에 따르면, 2010~2015년간 도시화 수준은 연평균 0.8~1%씩 증가할 것이라고 예측하였다. 중국사회과학원 역시 2015년 도시화율은 세계 평균인 55%에 육박할 것이라고 예측하였다. 중국 정부는 12.5 계획에서 2015년 도시화율 목표로 55%를 제시한 바 있다. 각종 기관에 따르면 2억명 이상의 농민공(농촌출신 근로자)들이 합법적으로 뿌리를 내릴 수 있도록, 후커우 제도의 변화도 기대된다고 한다. 이와 같은 노력으로 중국의 도시화 비율은 2020년 도시화비율은 55%를 넘을 것으로 전망되고 있다.

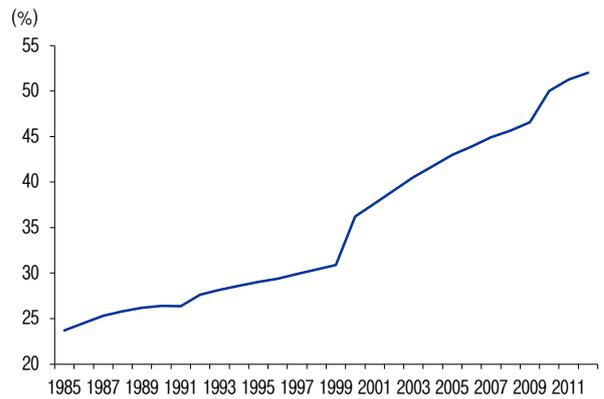
이에 기반하여 각종 시장자료 등은 중국의 도시가스를 비롯한 천연가스 소비량이 향후 8년간 약 2~3배 가량 급증할 것으로 전망하고 있다.

[그림9] 중국 내 천연가스 공급 및 소비 현황



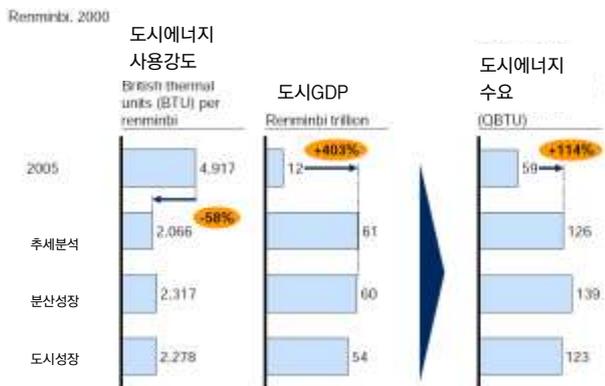
자료: EIA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 중국의 도시화 비율



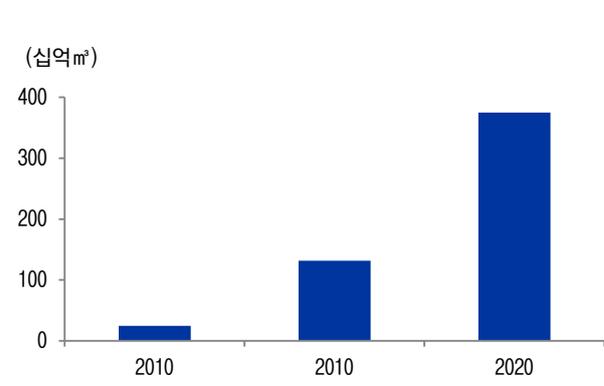
자료: 중국 국가통계국, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 중국의 에너지 수요 전망



자료: MGI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] 중국의 천연가스 수요 전망



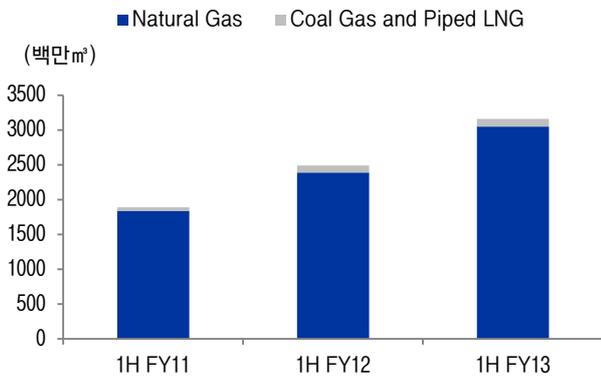
자료: Global Data, 이트레이드증권 리서치본부

China Gas Holdings의 실적전망

이와 같은 시장환경의 변화에 따라 China Gas Holdings의 실적은 연평균 32%가량 성장하는 모습을 보이고 있다. [그림 14]와 같이 산업용 수요와 주거용 수요가 각각 32%, 22% 증가했기 때문이다. 도시가스 산업에서는 산업용 비중이 높으면 배관효율성이 증가함에 따라 실적 증가하는 경향이 있는데, China Gas Holdings의 Sales Volume 증가를 살펴보면 산업용 비중이 점차 높아지고 있다. (1H FY12년 산업용 비중 69.4% → 1H FY13년 산업용 비중 71.8%)

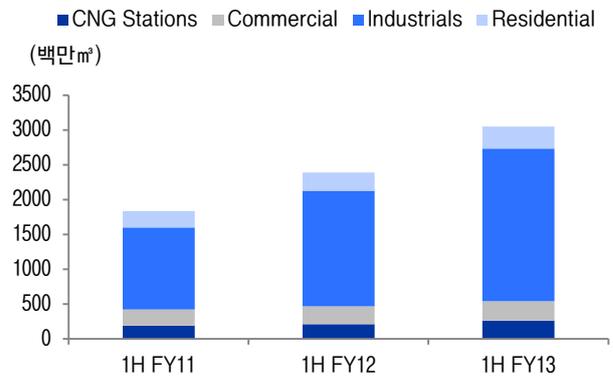
게다가, 중국이 정책적으로 도시화를 유도하는 것을 감안하면, 전체 판매량 역시 더욱 증가할 것으로 기대된다. 따라서, China Gas Holdings의 도시가스(산업용 및 주거용) 수요 역시 지속적으로 상승할 것으로 전망된다. China Gas Holdings는 FY 13년과 FY 14년에 판매하는 gas volume에 대한 가이드선으로 각각 68억㎥ 과 80억㎥ 을 제시하였다.

[그림13] China Gas Holdings의 Piped Gas Sales Volume



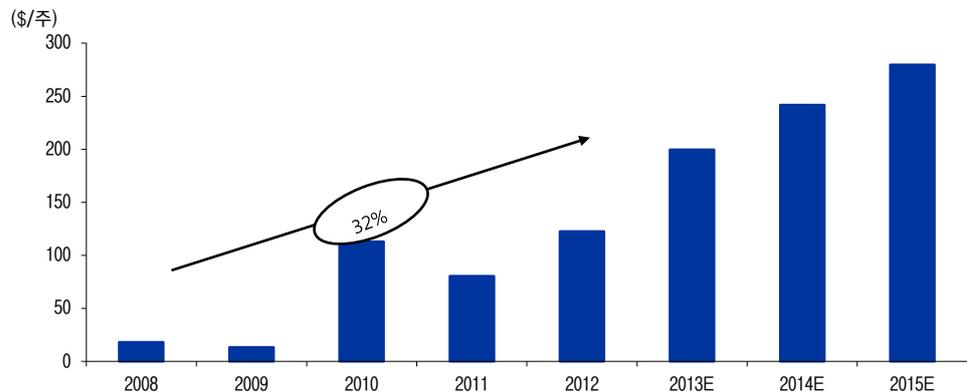
자료: China Gas Holdings, 이트레이드증권 리서치본부

[그림14] China Gas Holdings의 Natural Gas Sales Volume



자료: China Gas Holdings, 이트레이드증권 리서치본부

[그림15] China Gas Holdings의 당기순이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

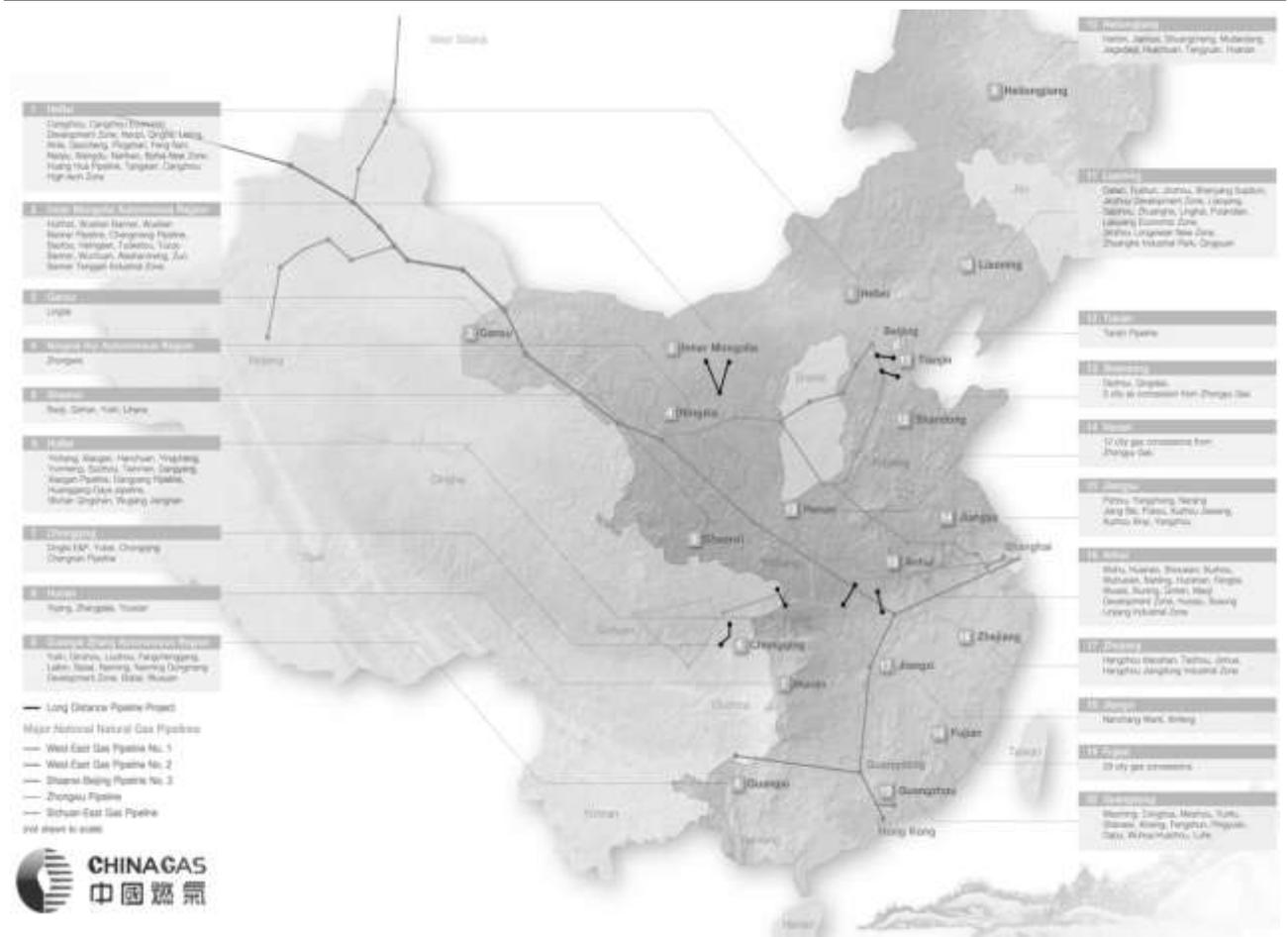
[표5] China Gas Holdings의 실적 및 전망치 컨센서스

(단위: M\$)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	327.3	813.21	1317.01	2040.2	2434.4	2729.8	3303.2	3778.4
영업이익	71.32	89.79	151.02	210.06	288.2	334.1	413.7	494.2
세전이익	25.82	26.42	151.36	141.1	208.4	283.8	358.8	436.4
당기순이익	18.09	13.33	112.93	80.5	122.7	199.5	241.7	279.7

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] China Gas Holdings의 중국 천연가스 공급 Coverage (21개성 127개 도시)



자료: China Gas Holdings, 이트레이드증권 리서치본부

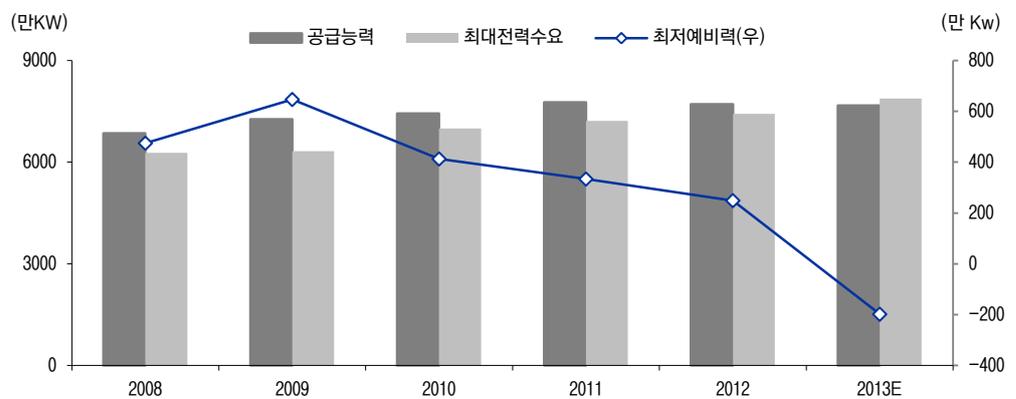
III. SK E&S의 가치가 부각되는 여름이 왔다

1. 민자발전을 운영하는 SK E&S의 가치가 부각되는 여름이 왔다

금년 여름 고온 다습하여 최대 전력수요가 예년을 넘어설 가능성

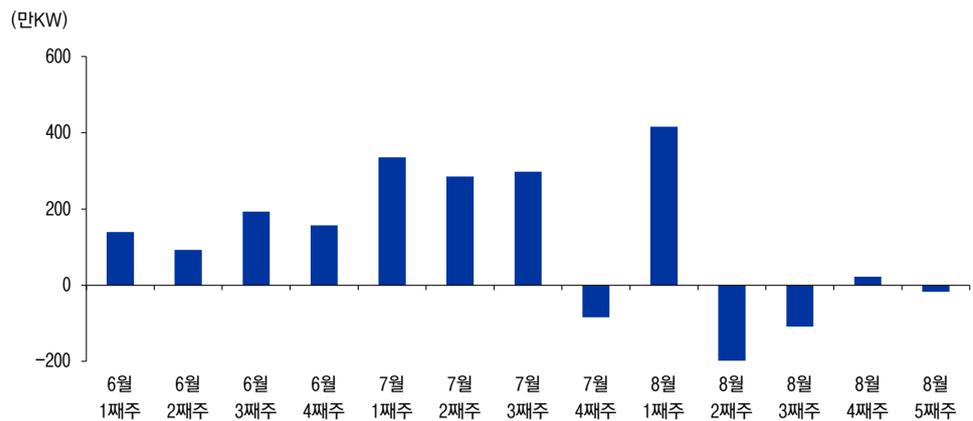
최근 전력수요 급증으로 매년 동, 하계 전력난이 반복적으로 발생하는 가운데, 최근에는 하계 냉방기기 사용에 따른 냉방수요가 큰 몫을 차지하고 있다. 기상청의 금년 여름 기상전망 자료를 보면, 올해 6월초 더위가 일찍 시작하여 전반적인 기온이 예년보다 고온 다습한 여름이 될 것으로 전망하고 있다. 따라서, 최대 전력수요가 예년을 넘어설 가능성이 높아지고 있다.

[그림17] 08년 이후 하계 최대수요, 공급능력 추이 및 13년 전망



자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] 월별 전력 수급 전망



자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

원전부품비리로 인한 원전 3기의 추가 가동 중단

한편, 전국 원전 23기 중 계획예방정비로 인해 가동 중단된 원전 8기 외에 성능 미달 부품 교체로 인해, 원전 3기(신고리 1, 2호기 및 신월성 1호기)가 추가로 가동 중단되는 사태를 맞이하게 되었다. 성능 미달 부품에 대한 신규 제품 제작 및 교체하는 데까지 통상 6개월이 소요된다고 하며, 기간을 단축한다고 하더라도 4개월은 소요될 것으로 전망되고 있다.

전력부족이슈 발생에 따라 민자발전소를 운영하고 있는 종목 부각

따라서, 금년 여름에는 전력부족이 지속적으로 발생할 것으로 이에 따라 수혜를 얻을 것으로 기대되는 민자발전소를 운영하고 있는 종목군이 부각될 것으로 예상된다. 대표적인 민자발전소로는 SK(003600)의 SK E&S, GS(078930)의 GS EPS, GS파워, 포스코(005490)의 포스코에너지가 있다. 이들 종목은 2012년에도 전력부족이슈가 발생함에 따라, SK(003600)는 5월 15일 최저점인 11.3만원 대비 51.3% 성장한 17.1만원 (9.8일), GS(078930)는 8월말까지 6월 29일 최저점인 49,850원 대비 36.6% 성장한 주가(68,100원)를 시현한 바 있다.

[표6] 국내 가동 원전 및 가동 중단 여부

연번	발전소명	설비용량(MW)	12년 발전량	가동률	가동중단여부 및 사유	새한 TEP 검증 부품	
1	고리 #1		587	2,699,989	51.17%	◎	○
2	고리 #2		650	5,008,400	86.59%	◎	○
3	고리 #3		950	7,146,838	78.27%		
4	고리 #4		950	9,160,337	100.00%		
5	신고리 #1		1000	7,455,109	82.19%	○/◎	
6	신고리 #2		1000	5,703,367	99.94%	○/◎	
7	월성 #1		679	4,287,645	80.51%		
8	월성 #2		700	5,786,755	93.20%	◎	
9	월성 #3		700	5,655,168	89.11%	→ ◎	
10	월성 #4		700	6,316,592	99.07%		
11	신월성 #1		1000	5,245,695	96.75%	○	
12	한울 #1		950	6,930,343	79.55%		
13	한울 #2		950	8,717,777	98.60%		
14	한울 #3		1000	6,377,935	69.78%		
15	한울 #4		1000		0.00%	◎	
16	한울 #5		1000	9,238,073	100.00%	◎	
17	한울 #6		1000	8,118,433	88.38%		
18	한빛 #1		950	8,039,727	92.25%		○
19	한빛 #2		950	8,735,939	100.00%		○
20	한빛 #3		1000	7,310,494	79.62%	◎ → 재가동	
21	한빛 #4		1000	8,103,551	88.40%		
22	한빛 #5		1000	6,624,148	73.18%		○
23	한빛 #6		1000	7,664,944	83.39%		○
가동예정	'13.10	신월성 #2	1000				○
	'13.12	신고리 #3	1400				○
	'14.9	신고리 #4	1400				○
	'17.4	신울진 #1	1400				○
	'18.4	신울진 #2	1400				○
	'19.12	신고리 #5	1400				○

주) ◎: 정기계획예방정비에 따른 가동중단, ○: 새한 사태로 인한 가동 중단

자료: 한국수력원자력, 이트레이드증권 리서치본부

2. 신규 가동되는 오성 IPP로 인해 SK E&S 실적은 작년대비 증가한 수준

2-1. 정산상한가격제도 도입으로 SMP(전력시장가격) 소폭 감소 전망

정산상한가격 제도의 도입

지난 3월 1일부터 전력시장 정산상한가격제를 실시하였다. 정산상한가격제도는 SMP(전력시장 가격)가 가격 상한이상으로 높아지면, 가격 상한 이상인 발전기에 대해서는 해당 발전기의 연료비까지 대금을 정산해주며, 가격상한기준 이하인 발전기는 가격 상한선까지만 대금을 정산해주는 제도이다. 작년까지는 모든 민자발전소가 SMP에 따라 대금을 정산받았던 것을 감안하면, 민자발전소 입장에서는 수익이 다소 줄어들 수 있는 요인이 발생한 것이다. 가격 상한기준은 신인천복합 가스터빈 발전기의 연료비를 기준으로 한다. 민자화력발전소의 가격 상한기준으로 작용하는 신인천복합 가스터빈 발전기에 대해 살펴볼 필요가 있다.

신인천복합화력발전은 열효율이 높은 발전소이며, 최근 설비 업그레이드 진행중

신인천복합화력발전은 1997년 가동되기 시작하였으며, 발전효율이 매우 높은 발전소 중 하나(2010년 기준 복합화력발전 중 급전순위 4위)였다. 과거 2010년 2~4호기의 증기 터빈축이 부러지는 사고가 발생하여 급전순위가 밀린 적이 있으나 그래도 46%이상의 높은 열효율(현재 49%대를 회복하였을 것으로 예상)을 보이고 있으며, 2011년 기준 연료비 원가가 114원/kwh*(당시 한국가스공사의 천연가스 공급가격은 톤당 8천만원)인 것으로 알려져 있다. 열효율 46% 수준은 열효율이 가장 나쁜 복합화력발전소의 열효율 39%보다 약 18%개선 되는 수준이다. 즉, 한국가스공사가 복합화력발전소에 공급하는 가스가격이 동일하다고 가정하면, SMP에서 연료비가 차지하는 항목이 18%가량 줄어든다고 보면 될 것으로 판단한다.

또, 2011년부터 시작된 HRSG 등의 설비를 업그레이드하는 작업이 금년 연말까지 마무리됨에 따라, 전력가격상한기준인 동발전소의 연료비원가는 더 낮아질 수 있을 것으로 보인다.

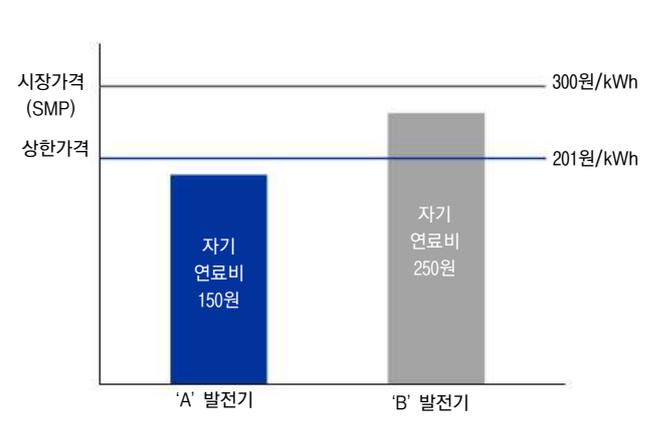
* 전기신문 2011.6.6

[그림19] SMP 결정방식 예시



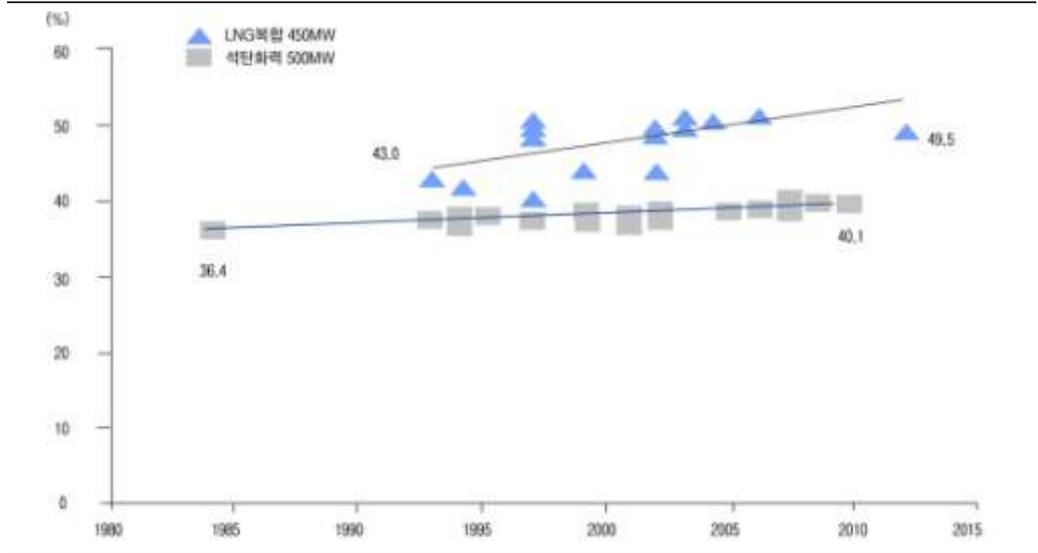
자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림20] 정산상한가격 적용 예시



자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림21] 화력발전소 설립연도 및 발전효율

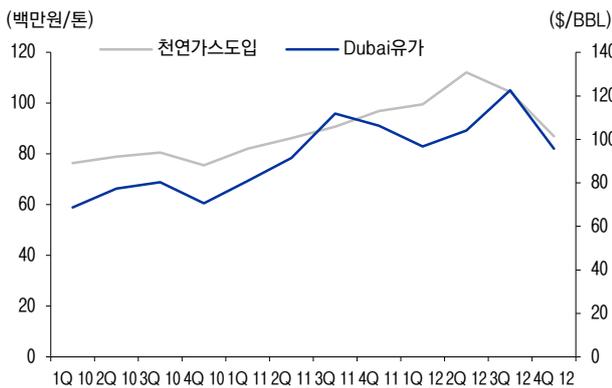


자료: 국회 예산 정책처(13년 6월)

유가가 하락하면 전력가격 상한기준 역시 내려올 것

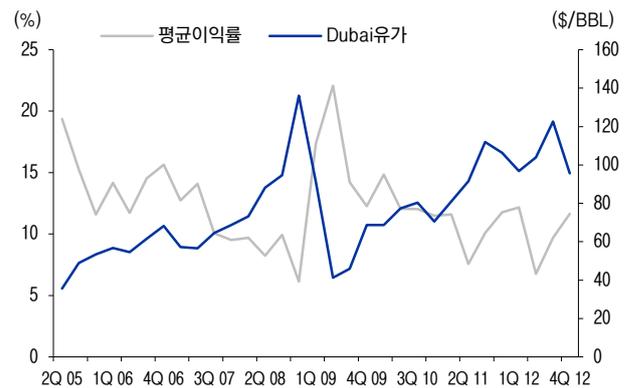
게다가, 전력가격상한제도의 또 다른 변수는 유가의 하락이라고 할 수 있다. 한국가스공사가 천연가스를 도입할 때, 약 30년 정도의 장기계약을 맺음과 동시에 통상적으로 가격은 유가와 물가상승률 등에 연동하는 동향을 보여왔다. 과거 한국가스공사의 천연가스판매가격을 보면, Dubai유가에 약 1분기 가량 후행하는 모습을 보이고 있다. 즉, 유가가 하락하면, SMP의 기준인 신인천복합화력발전소에 공급되는 천연가스가격이 하락할 것으로, 전력가격의 상한선 역시 내려올 것이다. 이 경우, 가스공사에서 가스를 도입받는 복합화력발전소는 영향이 미미할 것이나, 적도입의 규모가 큰 광양IPP(구.K-파워)의 실적은 과거대비 줄어드는 모습을 보일 것이다.

[그림22] 민자발전 사업자별 천연가스 도입단가 및 Dubai유가



주1) GS EPS, 포스코에너지조달 천연가스 가격
 주2) Dubai 유가는 해당일로부터 3개월전 가격
 자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림23] 민자발전사업자 평균 이익률 및 Dubai유가



주1) 민자발전사업자 3사 GS EPS, 포스코에너지
 주2) Dubai유가는 해당일로부터 3개월전 가격
 자료: 각 사, Datastream, 이트레이드증권 리서치본부

[표7] 민간 IPP 천연가스 직수입 추진 현황

(단위: 억원)

구분	직수입자	직수입 시기	장기계약	비고	
신규 직수입 신, 증설 운영방침 (2005년 7월)	포스코	2005	55만톤/yr		
	K-파워(SK E&S)	2005	80만톤/yr	옵션20만톤 포함	
	GS칼텍스	2009	50만톤/yr	15년부터 도입	
	SK E&S	2017(추진중)		80만톤 내외 예상	
	연료대체 SK에너지	2013(추진중)		물량확보실패	
기존	정부정책 도법개정	중부발전	2015	40만톤/yr	당초 200만톤 추진
		민자발전사			

자료: 언론자료, 이트레이드증권 리서치본부

2-2. 광양 IPP만의 실적은 작년 대비 부진할 가능성이 높음

광양 IPP의 가동률은 이미 경쟁 복합화력발전대비 높은 수준

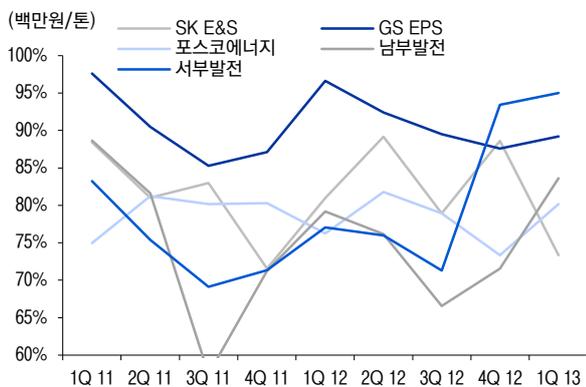
전력수요가 늘어난다고 하더라도 광양IPP의 가동률이 획기적으로 늘어나기는 힘들 것으로 판단한다. 그 이유는 광양IPP의 탁월한 경쟁력으로 인해 가동률이 이미 높은 상황이기 때문이다. 광양IPP는 인도네시아 탕구로 부터 한국가스공사의 공급가액보다 낮은 가격에 도입함으로써 변동비가 여타 복합화력발전소 대비 낮으므로, 가장 우선 순위 급전하는 발전소일 것으로 판단된다. 공시된 복합화력발전소의 가동률(=실제가동시간/가동가능시간)을 살펴보면, SK E&S의 가동률이 포스코에너지 및 남부발전, 서부발전 등의 복합화력발전소의 가동률보다 높은 상황이다.

최근 들어, LNG가 SMP를 결정하는 비중이 90%까지 높아진 상황(하루 24시간 중 수요 비수기인 야간 2시간을 제외하고는 복합화력발전소가 가동 중인 상황)임을 감안하면, 광양IPP는 가동할 수 있는 최대의 가동률을 보이고 있는 상황일 것으로 예상된다.

따라서, 광양 IPP만의 실적은 작년 대비 부진할 가능성

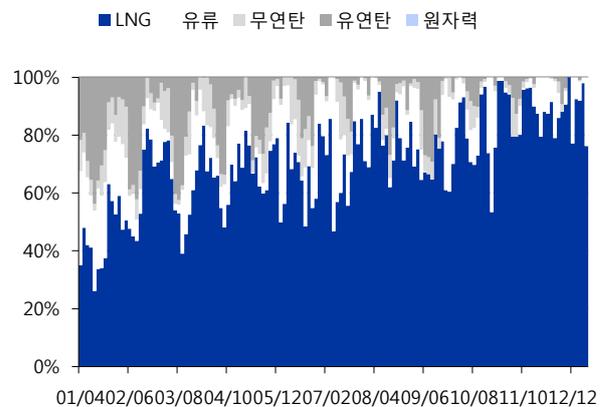
정산가격상한제도 도입의 영향으로 P요소가 감소할 것이 불가피한 가운데 광양 IPP의 가동률은 이미 높은 상태로, 광양 IPP만의 실적은 작년 대비 부진할 가능성이 높다고 판단한다.

[그림24] 각 민자발전소의 영업이익률



자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림25] 연료원별 SMP결정 횟수



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

2-3. 오성IPP의 본격가동으로 인해 금년 매출총이익 1,900억 가량 증가할 것

SK E&S의 또 다른 복합화력발전소 오성IPP가 3월 22일부터 가동 중

SK E&S의 자회사(SK의 손자회사)인 평택에너지서비스가 금년초 오성 LNG복합화력발전소를 완공하였다. 당초 예정되었던 것보다 2개월이 지연되는 바람에 SK E&S의 1분기 실적이 다소 부진했던 모습을 이끌었을 것으로 판단된다. 하지만, 3월 22일부터 상업 운전을 시작함에 따라, SK E&S의 실적 개선에 영향을 미칠 것으로 보인다. 오성IPP는 발전능력이 833MW로 기존 광양IPP의 발전능력 1,074MW 대비 80% 수준이며, 급전 우선순위로 따지면 광양 IPP보다는 후순위지만 여타 복합화력발전소 대비해서는 우선 순위에 있을 것으로 예상된다.

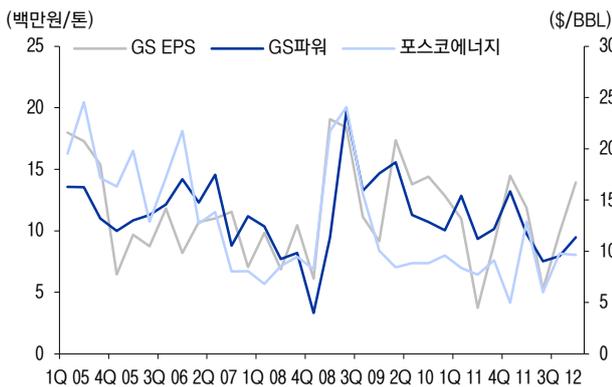
광양IPP대비 천연가스 도입가격 경쟁력은 다소 떨어지나, Q증가에 따른 Volume 증가가 기대

신규 가동되는 오성 IPP가 다소 아쉬운 부분은 광양IPP가 갖고 있는 것과 같은 압도적인 원가 경쟁력은 부족하다는 점이다. 광양IPP는 2005년 인도네시아 탕구(Tangguh)가스전과 장기공급계약을 체결함에 따라 천연가스를 매년 60만톤(+20만톤 옵션 계약)을 도입하고 있다. 여타 민자발전소가 약 10%대의 영업이익률을 거두는데 비해 광양IPP(구.K-power, SK E&S의 발전사업부문)가 20% 이상의 영업이익률을 기록한 직접적인 이유이다.

오성IPP가 본격 가동됨에 따라 오성IPP역시 연간 60만톤 이상의 천연가스가 소요될 것으로, 당분간은 한국가스공사로부터 천연가스를 도입받게 된다. 즉, 다른 복합화력발전소와 마찬가지로 약 8천만원/톤(Dubai유가 108\$/BBL기준)의 가격으로 천연가스를 공급받게 됨에 따라, 광양IPP대비 원가경쟁력은 떨어지게 될 것으로 보인다.

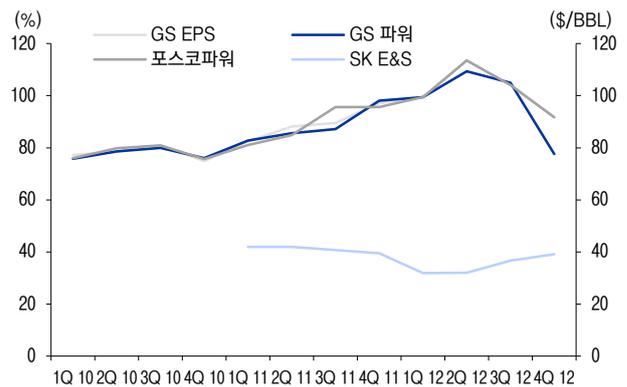
하지만, SK E&S 관점에서는 기존 운영중이던 광양IPP의 연간 발전능력 9,200GWh(설비용량 1,074MW)에, 오성IPP의 연간발전 능력 7,300GWh(설비용량 833MW)으로 Q증가에 따른 Volume증가가 기대되는 상황이다.

[그림26] 각 민자발전소의 영업이익률



자료: 산업통상자원부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림27] 각 민자발전소의 천연가스 도입단가 추이



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

오성IPP가 2분기부터 본격적으로 가동됨에 따라, 13년 매출총이익이 1,900억원증가하는 효과일 것

오성IPP가 2분기부터 본격적으로 가동됨에 따라, 13년 매출총이익증가는 약 1,900억원일 것으로 전망한다. 평균가동률 88%(2분기 79%, 3분기 89%, 4분기 73%), 전년동기대비 10% 가량 하락한 SMP, 두바이 유가는 작년과 동일한 수준이라고 가정하였다. 그 결과 약 7,800억원의 매출액이 추가로 발생할 것으로 판단하며, 영업이익은 경쟁사와 유사한 6%가량(GS EPS, 포스코에너지 등은 오성IPP와 마찬가지로 한국가스공사에서 대부분의 천연가스를 도입)인 420억원 가량 추가 발생하는 효과일 것으로 판단된다.

[표8] SK E&S 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13	2Q13E	3Q13E	4Q 3E	2012	2013
SMP	161.0	168.5	159.4	150.9	151.1	152.0	143	135.8		
매출액	2,029	1,104	989	1,654	2,021	1,411	1,324	1,961	5,776	6,717
영업이익	290.6	191.8	143.2	134.5	199.0	238	200	136	760	773
세전이익	297.6	212.4	162.0	138.6	211.2	258	220	156	811	845
순이익	223.9	160.1	122.1	103.6	159.2	194	165	117	610	635

자료: 이트레이드증권 리서치본부

SK(003600)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	41,759	35,546	38,594	40,768	44,069
현금 및 현금성자산	9,372	7,146	8,315	9,275	11,276
매출채권 및 기타채권	15,146	14,897	15,894	16,529	17,214
재고자산	9,656	9,168	9,874	10,269	10,694
기타유동자산	7,584	4,335	4,511	4,694	4,885
비유동자산	50,655	55,099	57,859	61,160	64,505
관계기업투자등	6,753	9,397	9,779	10,176	10,589
유형자산	31,013	33,200	36,179	39,146	42,118
무형자산	8,611	8,523	8,294	8,084	7,892
자산총계	92,414	90,645	96,453	101,927	108,575
유동부채	35,607	31,331	32,437	33,313	34,247
매입채무 및 기타채무	15,147	13,706	14,527	15,108	15,733
단기금융부채	12,874	10,617	10,617	10,617	10,617
기타유동부채	7,586	7,008	7,292	7,588	7,897
비유동부채	22,785	23,899	25,823	27,220	29,391
장기금융부채	16,396	18,088	19,911	21,201	23,261
기타비유동부채	6,389	5,810	5,912	6,019	6,130
부채총계	58,391	55,230	58,260	60,534	63,638
지배주주지분	10,751	11,352	14,129	17,330	20,872
자본금	239	239	239	239	239
자본잉여금	6,134	6,027	6,027	6,027	6,027
이익잉여금	4,951	5,906	8,684	11,884	15,427
비지배주주지분(연결)	23,272	24,064	24,064	24,064	24,064
자본총계	34,022	35,416	38,193	41,394	44,936

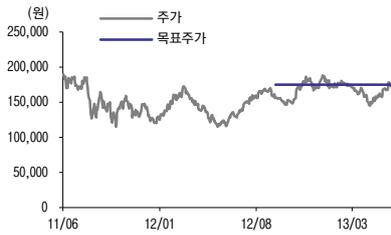
현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로 인한 현금흐름	9,822	5,380	6,639	7,270	7,852
당기순이익(손실)	5,103	2,631	2,880	3,319	3,661
비현금수익비용가감	5,661	6,272	4,429	4,180	4,445
유형자산감가상각비	2,727	2,943	3,290	3,569	3,848
무형자산상각비	772	755	759	739	721
기타	-3	-446	380	-129	-124
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	1,342	-1,370	-670	-228	-254
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-387	-600	-997	-635	-685
재고자산의(증가)감소	-2,157	389	-707	-395	-425
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4,671	-864	821	580	626
법인세납부	-785	-295	212	221	230
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,604	-9,430	-7,190	-7,482	-7,792
유형자산처분(취득)	-5,348	-5,838	-6,270	-6,536	-6,820
무형자산감소(증가)	-849	-406	-530	-530	-530
장단기금융자산의 감소(증가)	-217	212	-250	-270	-290
기타투자활동	810	-3,399	-141	-146	-152
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,510	1,880	1,720	1,172	1,941
장단기금융부채의 감소(증가)	-1,102	1,440	1,822	1,291	2,060
자본의 증가(감소)	-77	-77	-102	-119	-119
배당금지급	77	77	102	119	119
기타재무활동	-331	516	0	0	0
현금의 증가	2,633	-2,226	1,169	961	2,001
기초현금	6,739	9,372	7,146	8,315	9,275
기말현금	9,372	7,146	8,315	9,275	11,276

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	110,574	119,678	119,472	124,542	129,954
매출원가	99,383	109,766	107,947	111,972	116,454
매출총이익	11,191	9,911	11,524	12,570	13,500
판매비와관리비	4,770	5,314	6,709	7,068	7,434
기타영업손익	6,421	4,597	4,815	5,502	6,066
영업이익	9,919	8,295	8,864	9,810	10,635
(EBITDA)	-784	-710	-725	-776	-844
비영업손익	1,254	1,346	1,304	1,367	1,447
순금융손익	44	100	235	235	235
관계기업등 투자손익	1,715	43	-163	-165	-166
세전계속사업이익	7,396	4,029	4,162	4,796	5,291
계속사업법인세비용	2,149	1,241	1,282	1,477	1,629
계속사업이익	5,247	2,788	2,880	3,319	3,661
중단사업손익	-144	-158	0	0	0
당기순이익	5,103	2,631	2,880	3,319	3,661
지배주주	1,673	1,049	1,152	1,328	1,465
총포괄이익	4,653	2,384	2,880	3,319	3,661
매출총이익률	10.1	8.3	9.6	10.1	10.4
영업이익률	5.8	3.8	4.0	4.4	4.7
EBITDA마진률	9.0	6.9	7.4	7.9	8.2
당기순이익률	4.6	2.2	2.4	2.7	2.8
ROA	2.0	1.1	1.2	1.3	1.4
ROE	18.3	9.5	9.0	8.4	7.7
ROIC	11.3	7.4	7.2	7.7	8.0

주요 투자지표					
	2011	2012	2013F	2014F	2015F
투자지표 (배, %)					
P/E	3.4	8.0	7.3	6.3	5.7
P/B	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.1	3.3	3.2	2.9	2.6
P/CF	0.5	1.0	1.2	1.1	1.0
배당수익률	1.6	1.4	1.4	1.4	1.7
성장성 (%)					
매출액	22.0	8.2	-0.2	4.2	4.3
영업이익	22.7	-28.4	4.7	14.3	10.3
세전이익	96.7	-45.5	3.3	15.2	10.3
당기순이익	87.9	-48.4	9.5	15.2	10.3
EPS	153.9	-37.3	9.7	15.2	10.3
안정성 (% 배, 십억원)					
부채비율	171.6	155.9	152.5	146.2	141.6
유동비율	117.3	113.5	119.0	122.4	128.7
순차입금/자기자본	43.9	53.7	51.2	47.8	43.9
영업이익/금융비용	5.1	3.4	3.7	4.0	4.2
총차입금	29,270	28,706	30,528	31,819	33,879
순차입금	14,934	19,006	19,555	19,778	19,724
주당지표 (원)					
EPS	35,626	22,335	24,505	28,242	31,153
BPS	226,463	239,124	297,639	365,053	439,680
CFPS	226,757	187,530	153,976	157,962	170,762
DPS	1,950	2,500	2,500	2,500	3,000

SK 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2012.06.08	2012.09.20	2012.10.15	2013.05.08	2013.05.16	2013.06.11
투자 의견	Not Rated	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가		175,000원	175,000원	175,000원	175,000원	210,000원

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김준섭)
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류