

에너지/화학

중국판 탈석유시대의 개막: Gas Revolution

비중확대(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

R.A

이주현

Jhlee0035@sk.com

+82-3773-8882

제 2 차 Gas Revolution: 미국에 이은 중국의 탈석유시대

지난 수년간 에너지 섹터의 핵심요인은 미국의 shale gas revolution 에 의한 탈석유시대 진행이었음. 여기에 2 가지 큰 변화가 더해질 텐데 1) 미국의 원유/가스 수출과 2) 중국의 화려한 가스시대 개막, 즉 ‘중국판 탈석유시대’임. 즉 석유해게머니 퇴색이 더욱 짙어지며 pure 업체의 어려움도 지속될 것임. 국내업체는 전기차배터리 No.1 LG 화학(top pick), 태양광 1st-tier OCI(2nd pick) 미국 NGL 수출/아시아 가스시대 개막 수혜업체 SK 가스 주목해야 함.

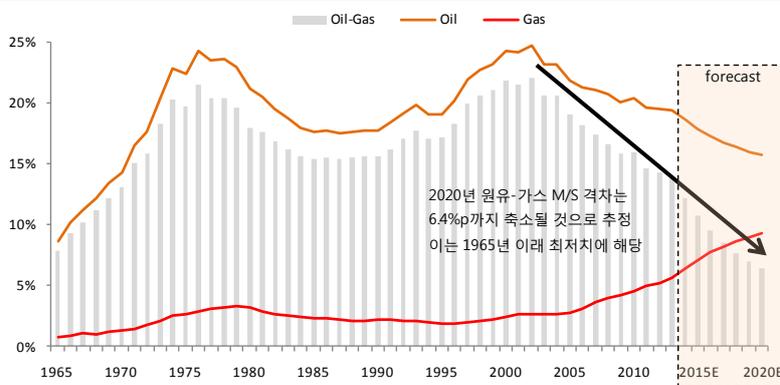
미국의 에너지 수출과 중국의 본격적 가스소비 시작

미국이 과거와 달리 에너지 수출을 시작할 경우 동북아의 미국산 수입 증대에 따른 중동산 원유/가스가격 약세 불가피함. 단 wet gas 전유물인 NGL 수출증대 시 동북아 LPG 업체 수혜 가능함. 이미 가스소비 증대추세인 중국은 15 년부터는 1) 가스파이프 급증에 따른 PNG 소비증대, 2) shale gas 본격생산으로 상기 흐름 더욱 격화될 것임. 특히 환경적 요인으로도 중국 전통에너지원 소비의 75%인 석탄의존을 축소해야 함. 중국 가스업체 내에서는 LPG/가스파이프연결의 직접수혜 업체인 China Gas Holdings 가치 매력적임.

현실성이 높아지는 전기차와 태양광

전기차는 기대 이상의 판매량을 보이고 있는 1 세대(Nissan LEAF) → 1.5 세대 BMW i3 의 ‘sensation’ → ‘game changer’ 2 세대 GM Volt(15 년) 까지 파급효과 키워갈 것임. 전기차의 내연기관차 M/S 침투율이 10%면 세계 원유 소비의 3.5%(한국소비의 1.3 배 규모)가 감소하게 됨. 태양광은 하반기 성수기와 함께 오래된 증설 정체로 일시적 수급 shortage 발생이 예상됨.

중국판 탈석유시대: 중국의 가스소비 증대 / 원유소비 감소 기조는 2015 년부터 격화될 것



자료: BP, EIA, GasTechNews, SK 증권

Contents

1. Investment Summary	3
2. 숲을 봐야 한다: 탈석유시대(Post Petroleum Age)	22
3. 중국, 그 화려한 가스시대의 개막	29
4. 전기차의 'Game Changer'가 다가온다	81
5. 하반기가 기대되는 태양광 100	100
6. 개별기업분석	120

Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014 년 6 월 1 일 13 시 20 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계(6 개월 기준) 25%이상→ 적극매수 / 10%~25%→ 매수 / -10%~+10%→ 중립 / -10%미만→ 매도
- 표지 이미지 출처 : <http://breakingenergy.com/wp-content/uploads/sites/2/2013/12/76568686.jpg>

1. Investment Summary

현 시대 에너지 패러다임의 가장 큰 축은 미국 shale gas 이므로 인한 '탈석유시대' 시작

지난 수년간 에너지 섹터 내의 큰 흐름을 주도한 핵심요인은 미국의 shale gas revolution 이었다. 이로 인해 미국 내 가스공급량이 증대되면서 가스가격의 원유가격 대비 discount 가 나타났고, 이런 저가의 가스를 쓰고자 하는 움직임으로 인해 '탈석유시대'가 시작되었다. 때문에 석유를 주종으로 하는 business 는 상대적으로 어려움을 겪을 수밖에 없었다(자세한 내용은 12년 11월 5일 당시 리서치센터 보고서 '화학_2013~16 Long Term Forecast: 격동의 시대' 참조).

2가지의 변화요인 추가주목
1) 미국 원유/가스 수출
2) 중국판 탈석유시대

그리고 shale gas revolution 이 패러다임을 지배하는 흐름이 끝나지 않은 현 시점에서 주목해야 할 두 가지의 큰 변화가 시작되고 있다. 바로 1) 미국의 원유/가스 수출과 2) 중국의 화려한 가스시대의 개막, 즉 '중국판 탈석유시대'다.

미국 이제 에너지 수출이라는 능동적 자세 취할 것
중동 의존도 및 가격약세
NGL 의한 LPG 업체 수혜예상

미국은 비전통원유/가스 생산 급증으로 낮은 에너지가격을 사용하는 수혜를 누렸는데, 이제는 수출을 통한 이익창출이라는 능동적 자세를 취한다. 이럴 경우 중동 원유/가스의 상대적 고가 때문에 어려움을 겪었던 동북아는 미국 에너지 수입을 늘릴 것이고, 중동 가격은 이에 의한 약세가 불가피할 것이다. 또한 wet gas 전유물인 NGL의 수출이 활성화될 시 동북아 LPG 업체 수혜도 예상된다.

중국판 탈석유시대는 PNG/shale gas 개발로 시작
China Gas Holdings 매력적

중국은 이미 원유수요를 탈피해 가스수요를 늘리고 있다. 그리고 15년부터는 1) 가스파이프라인 급증에 따른 PNG 소비증대와 2) Fuling 에서 shale gas 본격생산으로 상기 흐름이 더욱 격화될 것이다. 특히 경제적 요인 외에 환경적 요인으로 중국 전통에너지원 소비의 75%인 석탄을 낮춰야 할 당위적 목표도 지니고 있다. 중국 가스업체들은 이로 인한 수혜가 지속될 것이고 특히 LPG/가스 파이프연결의 직접수혜 업체인 China Gas Holdings 가치는 주목해야 한다.

탈석유시대의 또다른 큰 흐름
전기차와 태양광
전기차는 15년 Volt2 주목
태양광 하반기 shortage 예상

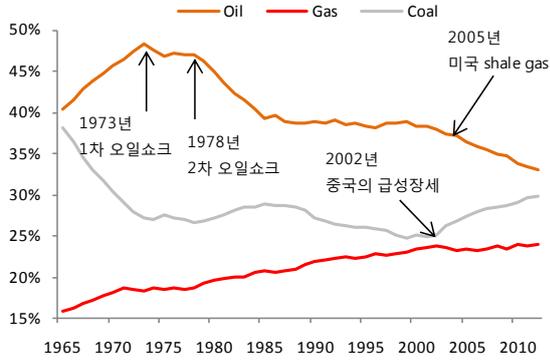
'탈석유시대'에서 빠질 수 없는 것이 전기차와 태양광이다. Nissan LEAF 로 대변되는 1세대에서 기대 이상의 판매량을 이어가고 있는 전기차는, 1.5세대 BMW i3 의 'sensation', 2015년부터 시작되는 'game changer' 2세대 GM Volt 로 인해 파급효과를 더욱 키워갈 것이다. 참고로 전기차의 내연기관차에 대한 M/S 침투율이 10%면 세계 원유소비의 3.5%(한국소비의 1.3배 규모)가 감소하게 된다. 구조적 수요성장을 이어가고 있는 태양광은, 하반기 성수기 효과와 함께 오래된 증설 정체로 일시적 공급 shortage 가 발생할 가능성도 있다.

최선호 LG 화학(전기차배터리)
차선호 OCI(태양광)
SK 가스 새 가스시대의 수혜

결국 이러한 제 1차, 2차 탈석유시대 속에서 수혜가 예상되는 국내 에너지/화학 업체는 전기차배터리 1등업체 LG 화학(top pick, TP 35만원), 태양광 1st-tier OCI(2nd pick, TP 27만원), 그리고 미국 NGL 수출과 아시아 가스시대 개막의 수혜가 가능한 SK 가스(TP 14만원)를 대표적으로 꼽을 수 있다.

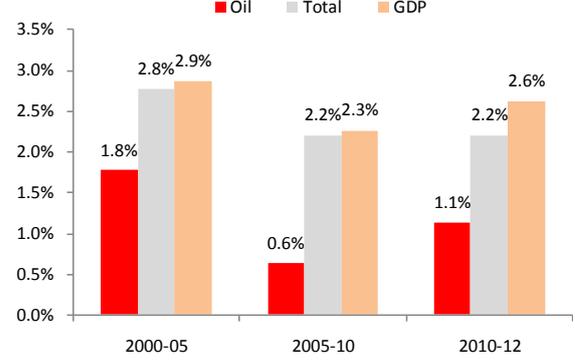
탈석유시대의 기본 배경은 석유/가스 대비 지나치게 비싼 원유 가격 때문임

05년 미국 shale gas 이후 세계 원유소비 M/S 감소세 시작



자료: BP, SK 증권

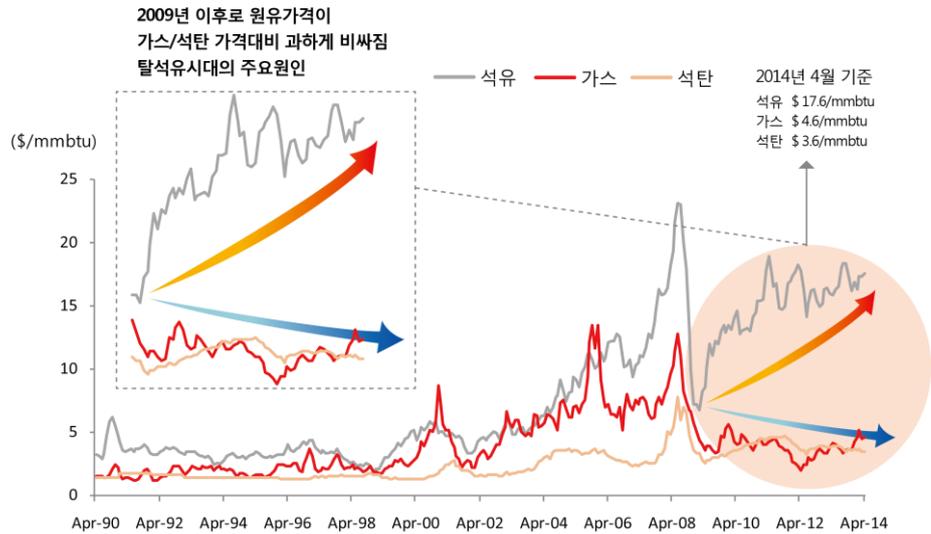
00년 이후 5개년 단위의 세계 원유수요 CAGR은 모두 GDP 이하



자료: BP, SK 증권

미국은 그 어느 때보다
원유 덜 쓰고 가스 많이 쓰는
탈석유시대 기조적으로 진입

1990년 이후 석유/가스/석탄의 가격 추이

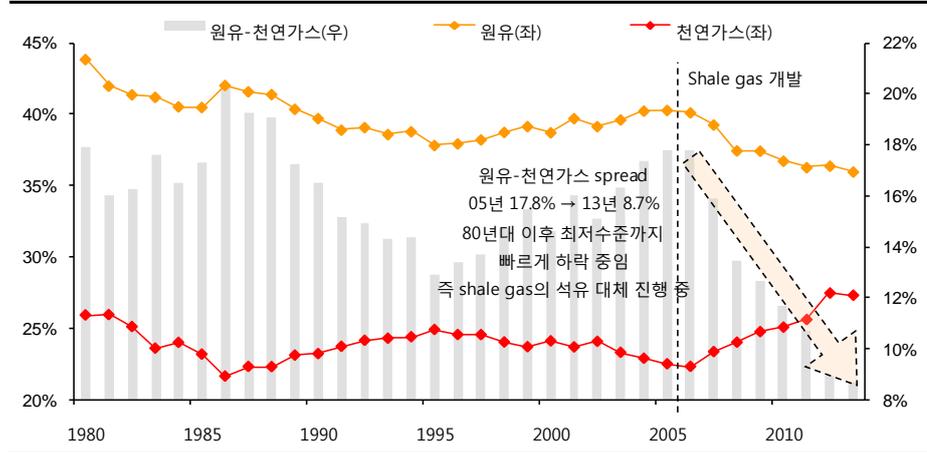


자료: Bloomberg, SK 증권

Shale gas revolution 으로 인해 자국 내 수혜를 우선시 해왔던 미국

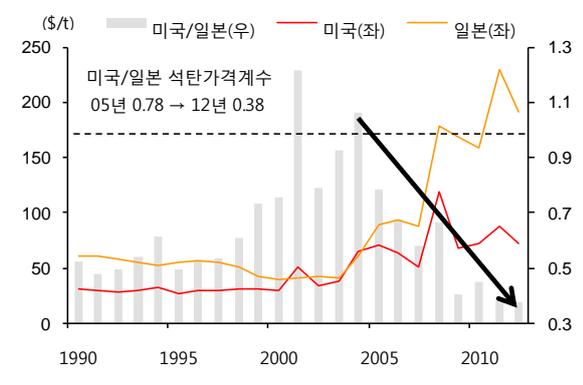
미국은 그 어느 때보다
원유 덜 쓰고 가스 많이 쓰는
탈석유시대 기조적으로 진입

1980년 이후 미국 전체 에너지 수요에서 원유와 가스가 차지하는 비중



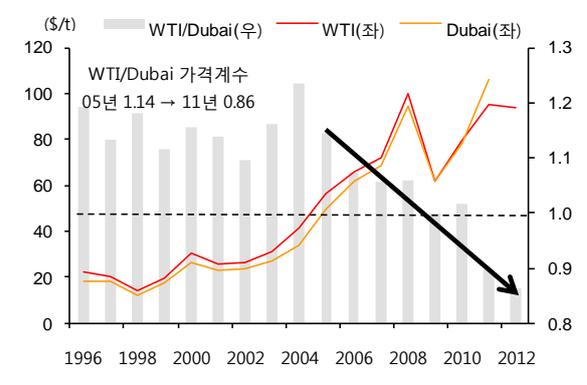
자료: EIA, SK 증권

미국 석탄가격, 05년 이후 일본 대비 discount 시작



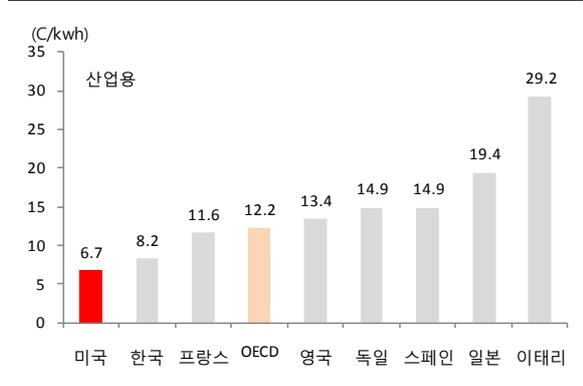
자료: BP, SK 증권

미국 원유가격, 05년 이후 아시아 대비 discount 시작



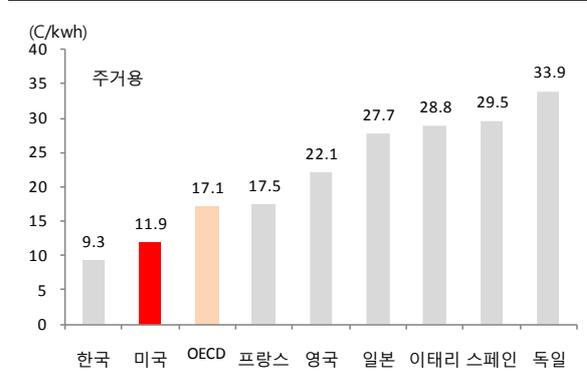
자료: BP, SK 증권

미국의 산업용 전기요금은 독일/일본 대비 1/3 수준에 불과함



자료: OECD, 각종언론, SK 증권

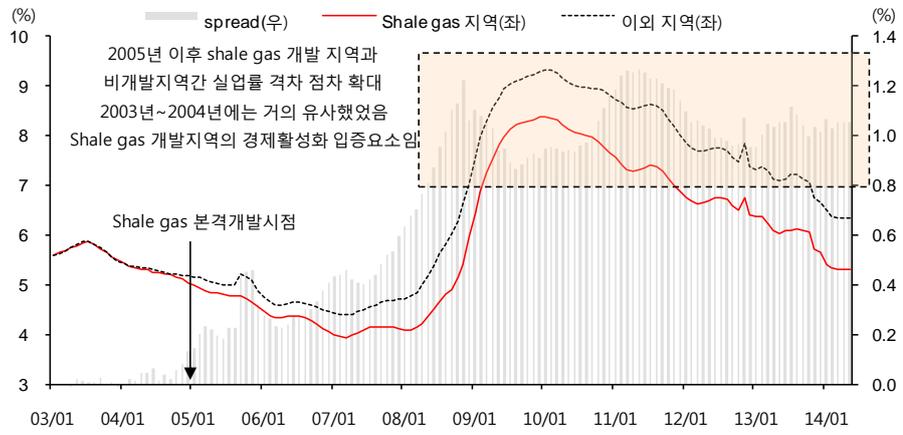
주거용 전기요금 역시 독일/일본 대비 1/3 수준에 불과함



자료: OECD, 각종언론, SK 증권

2005년(shale gas 개발)부터 shale gas 개발/미개발지역간 실업률 격차 크게 확대됨

Shale gas 개발지역과 미개발지역간의 실업률 격차

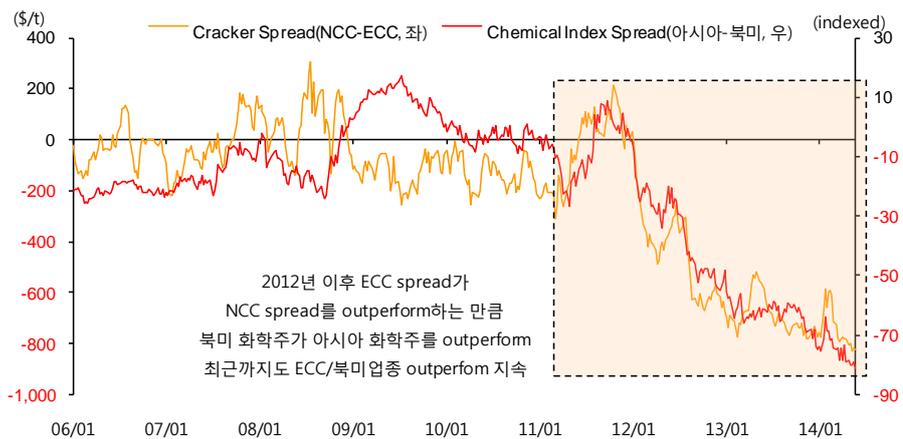


자료 Bloomberg, SK 증권

주: Shale gas 개발지역은 콜로라도, 미시건, 뉴욕, 노스다코타, 오클라호마, 펜실베니아, 텍사스, 유타, 와이오밍임

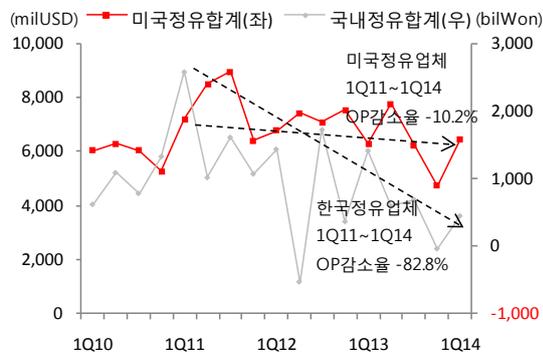
NCC-ECC spread 와 아시아-북미 화학업종지수 spread 놀라울 정도의 연관성 보임 즉 북미화학 주가강세는 절대적으로 ECC 강세에 기인

NCC-ECC spread 와 아시아-북미 화학업종지수 spread 간의 높은 연관성



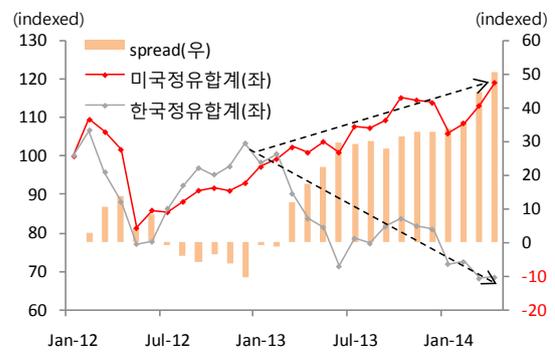
자료 Bloomberg, Cischem, SK 증권

미국정유업체 영업이익은 한국정유업체를 outperform



자료 Bloomberg, 각 사, SK 증권

그러한 기조에 의해 13년 이후 미국/한국 정유업체 주가괴리 심화



자료 Bloomberg, SK 증권

주: 2012년 1월 1일을 100으로 indexed 하였음

미국, 이제는 수출이라는 능동적 자세로 세계 에너지 가격에 영향 미칠 것

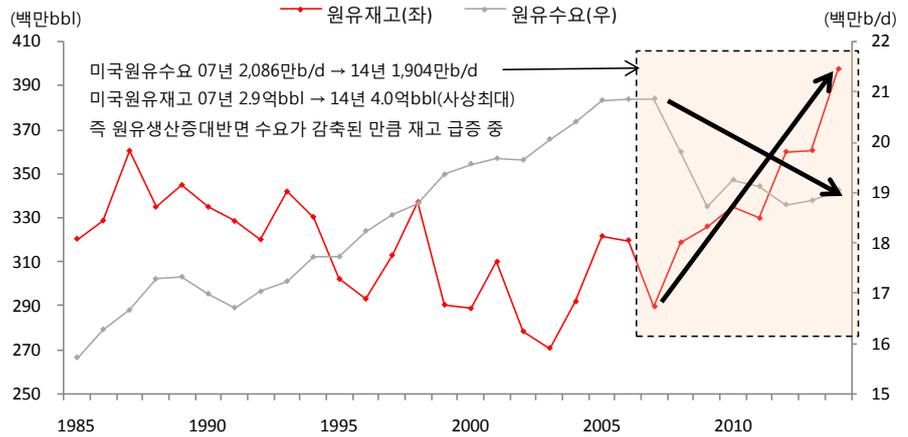
Shale gas revolution 이 만든

직접적인 변화는

원유수요감소와 생산증대

결국 재고급증으로 연결됨

1985년 이후 미국 원유수요와 재고 추이



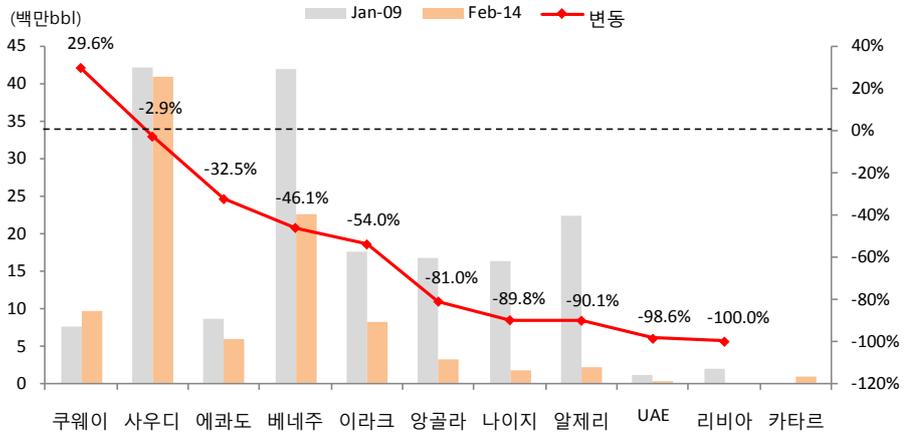
자료: EIA, BP, SK 증권

OPEC 내에서도

사우디 원유수입 유지한 반면

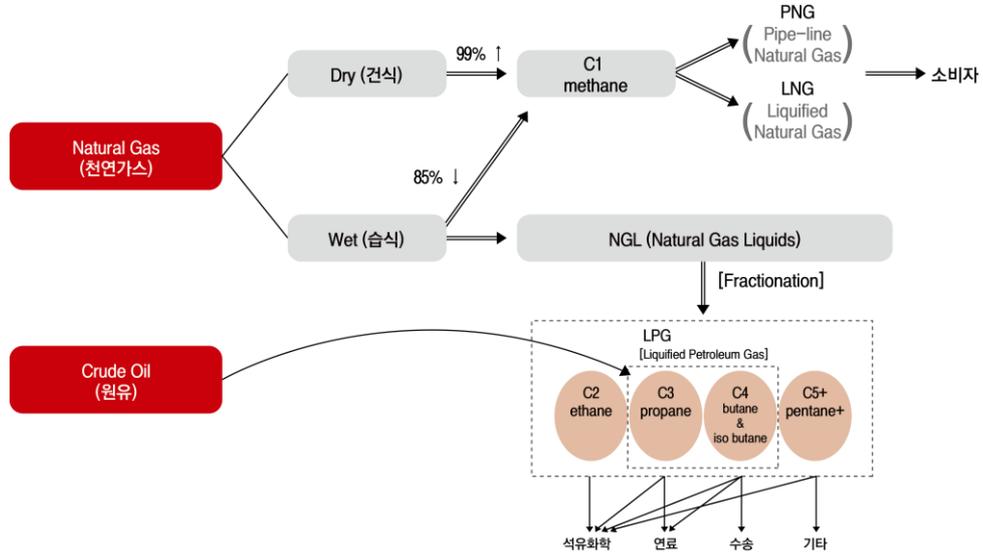
기타 OPEC 수입은 급감했음

09년 1월 대비 14년 2월 미국의 OPEC 국가 수입물량 차이



자료: EIA, SK 증권

Dry / Wet gas 에 대한 구분, 그리고 NGL 에 대한 이해

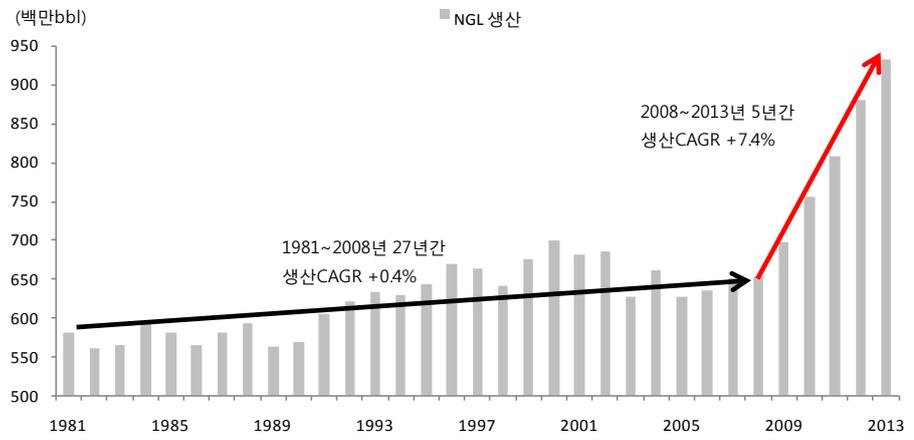


자료: SK 증권

미국 NGL 생산은

shale gas 개발 이래로 급증
81~08 년 CAGR +0.4% 불과
그러나 과거 5 년 CAGR 7.4%

1981 년 이후 미국 NGL 생산 추이

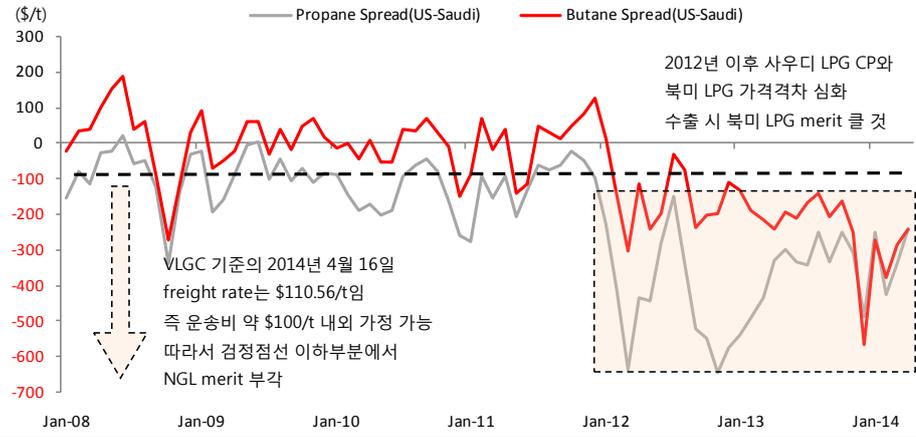


자료: EIA, SK 증권

2012년 이후

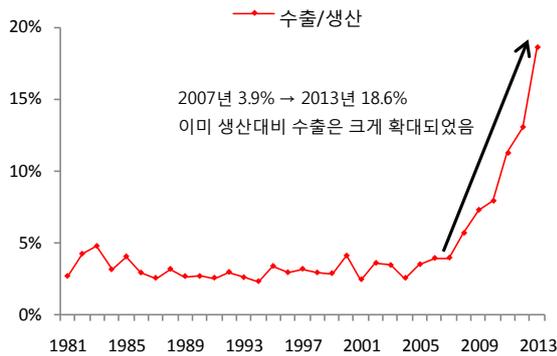
미국-사우디 LPG 가격차는
운송비(\$100/t) 감안하더라도
미국물량 더 매력적인 수준임

2008년 이후 미국-사우디 LPG 가격 차이



자료: Bloomberg, Petronet, SK 증권

미국 NGL의 생산대비 수출물량 확대 크게 늘려왔지만



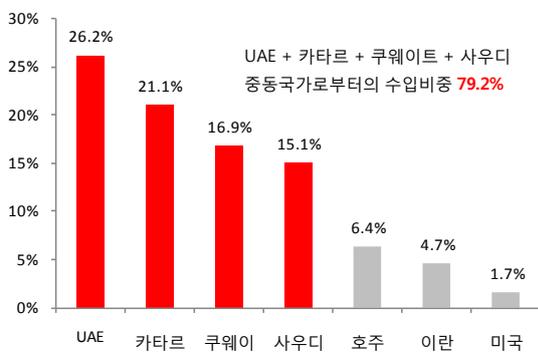
자료: EIA, SK 증권

그럼에도 불구하고 여전히 자국 내 공급과잉은 짚어지고 있음



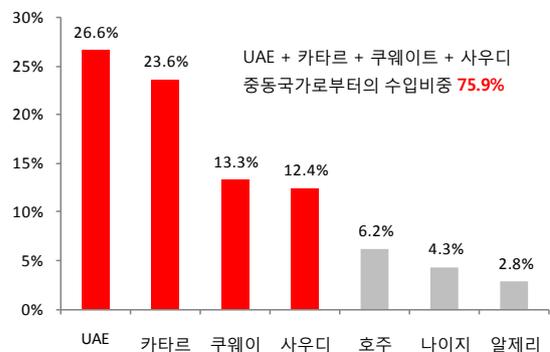
자료: EIA, SK 증권

2013년 기준 한국 LPG 수입물량의 국가별 비중



자료: KITA, SK 증권

2013년 기준 중국 LPG 수입물량의 국가별 비중

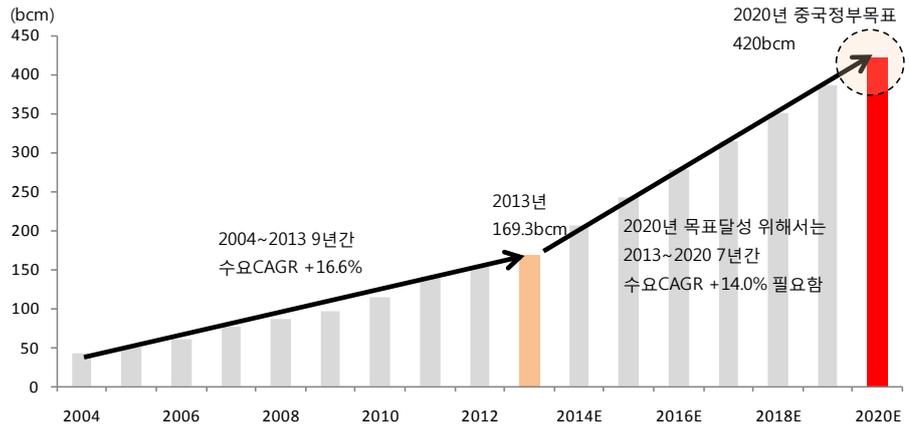


자료: KITA, SK 증권

'중국판 탈석유시대' PNG 와 shale gas 의 본격화

2020년 목표 420bcm
달성하기 위해서는
차후 7년 CAGR 14.0% 필요

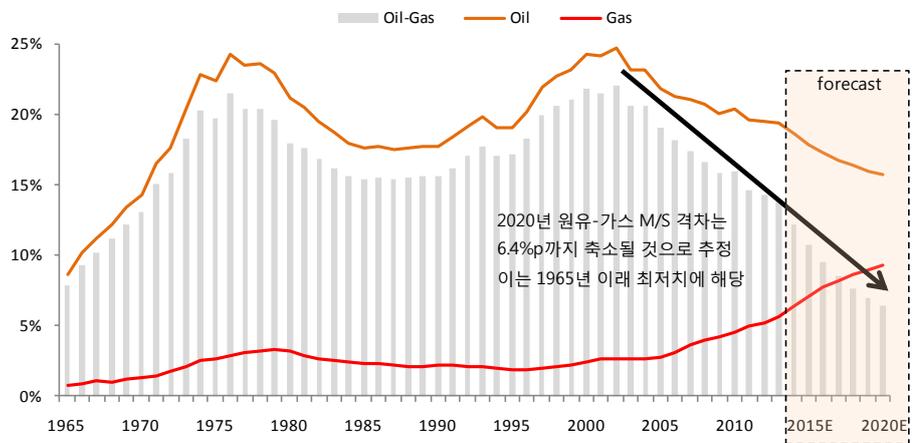
중국 천연가스 수요추이 및 2020년 전망



자료: BP, EIA, GasTechNews, SK 증권

2020년에는 중국의
급격한 가스소비증대와 함께
원유-가스의 소비비중 격차가
65년 이래 최저치 하락 추정

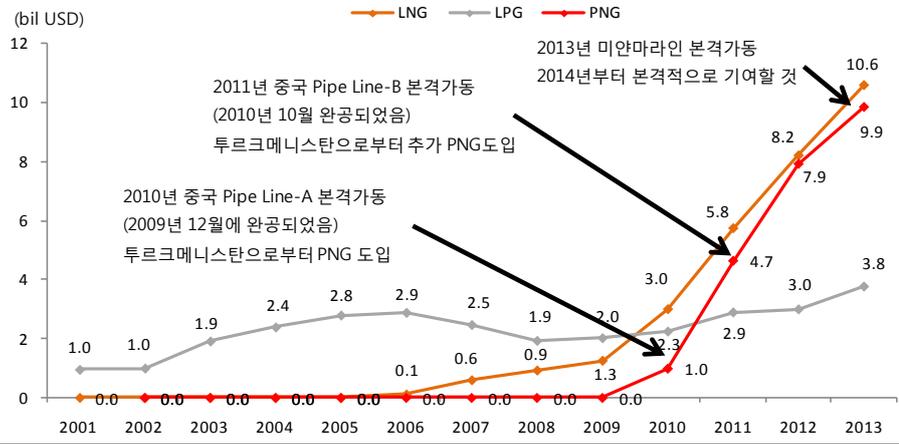
중국 3대 에너지원에서 원유와 가스가 차지하는 M/S 추이 및 전망



자료: BP, EIA, GasTechNews, SK 증권

중국 가스소비의 급증은
pipe 건설 따른 PNG 가 주도
line-A와 line-B가
순차적으로 완공되며
투르크메니스탄 가스 도입

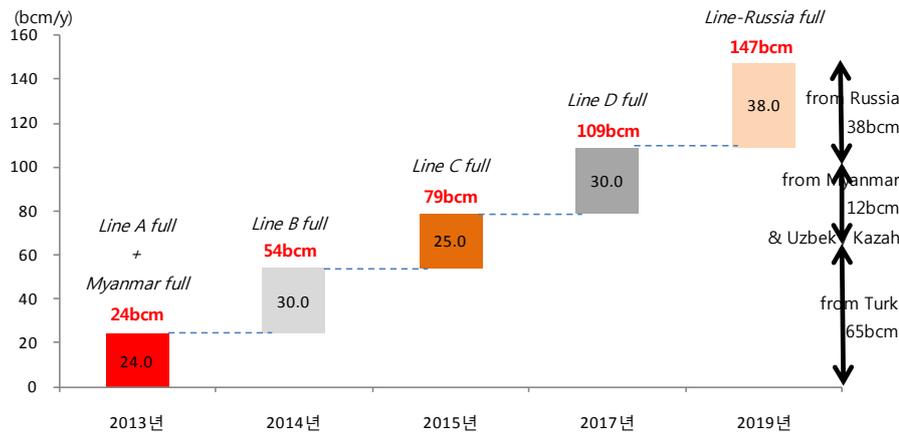
중국 가스수입에서 LNG / LPG / PNG의 추이: 핵심은 PNG



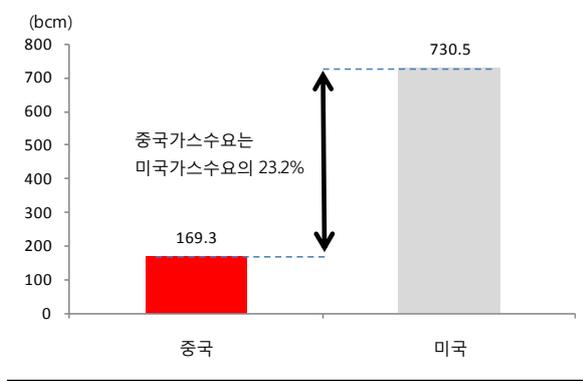
자료: KITA, SK 증권

18년까지 건설되는 파이프로
147bcm의 PNG 수송가능
투르크/미얀마/러시아만으로
115bcm sourcing 가능함

중국 연도별 파이프라인 진입계획 및 PNG 도입국가 물량 break-down

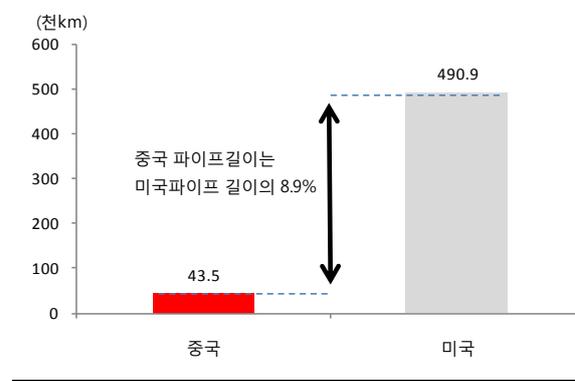


가스수요에 있어서 중국은 미국의 23.2% 수준인 반면



자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

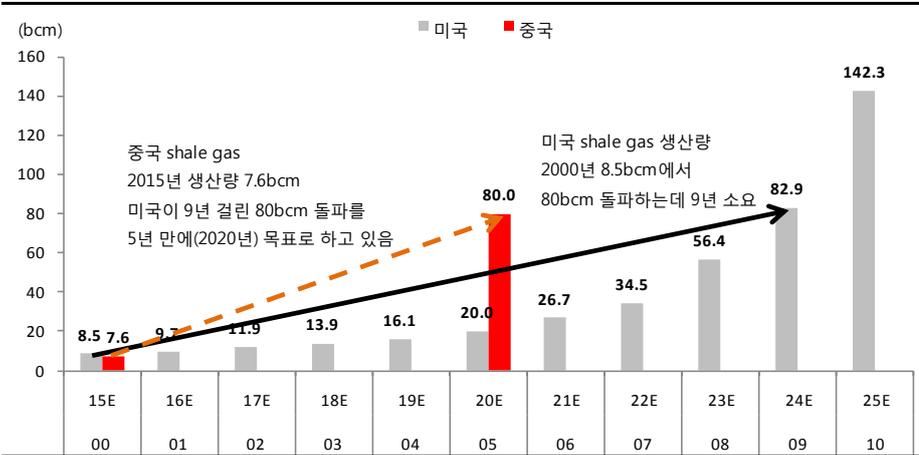
자국 내 가스파이프라인의 길이는 8.9%에 불과함



자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

중국정부 목표치 달성되려면
미국이 만든 05년 당시의
shale gas boom 때보다
더 빠른 속도의 개발이 필요

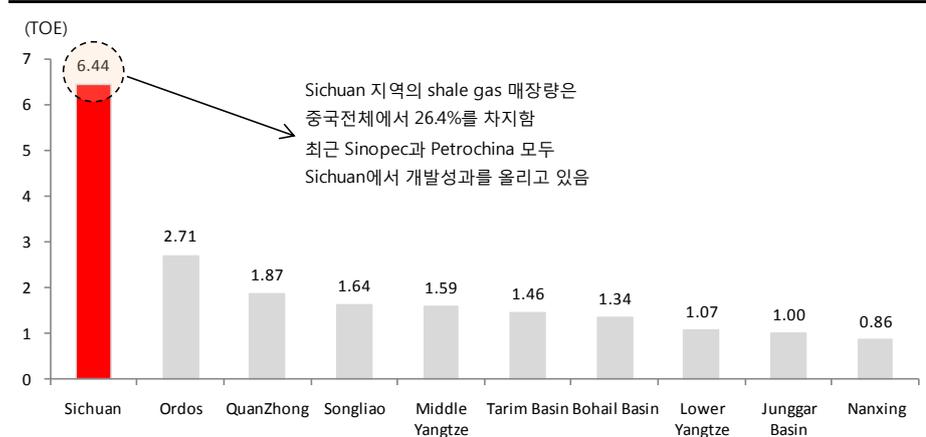
Shale gas 생산량에서 2000년~2010년 미국의 실제수치와 중국의 2020년 목표치와의 비교



자료: EIA, Industry data SK 증권

Sichuan은 중국 shale gas
매장량 중 26.4%를 차지함
Sinopec과 Petrochina가
주력하는 이유임

중국 주요지역별 shale gas 매장량



자료: Industry data, SK 증권

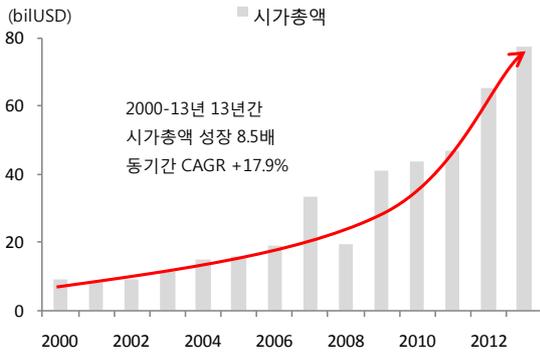
Sinopec와 Petrochina의 Sichuan 내 shale gas 생산 및 차후 계획

	생산량(bcm)	지역	Wells	Wells-2015	target	year
Sinopec	5.0	Fuling, Sichuan	21	100	100	2017
Petrochina	2.6	Changning-Weiyuan, Sichuan	17	110	200	2020

자료: Industry data, SK 증권

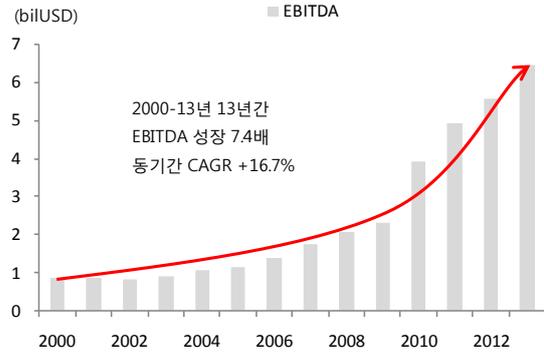
지금까지보다 앞으로가 더 클 중국 가스업체의 성장, 그리고 China Gas Holdings

중국 주요 10개 가스업체의 시가총액 합계치 급격하게 성장



자료: Bloomberg, SK 증권

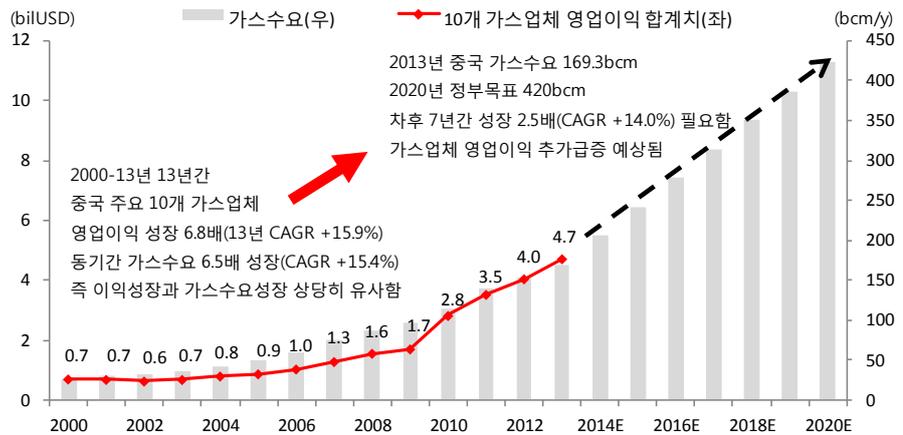
시가총액의 급격한 상승에는 이익상승의 기저가 깔려있었음



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 가스업체 과거이익추이
수요성장과 거의 동일
중국가스수요 성장 감안 시
가스업체 이익 추가상승 가능

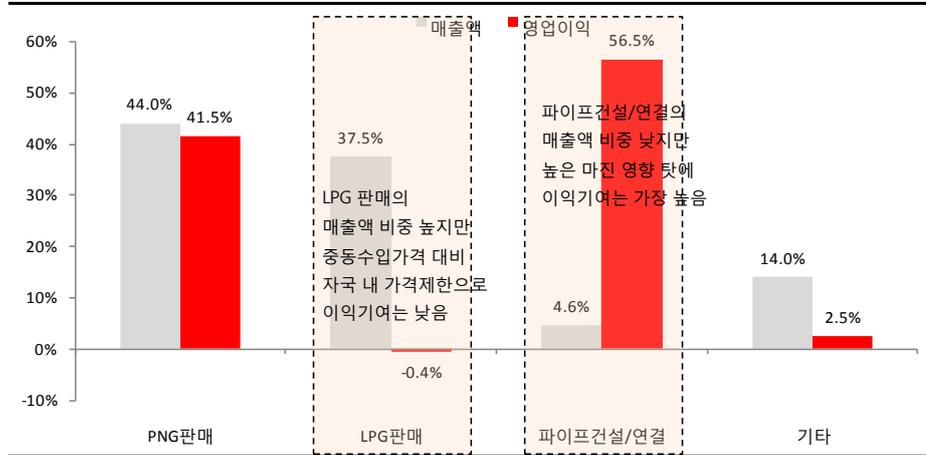
중국 가스수요 성장세와 가스업체 영업이익의 연관성, 그리고 차후 방향성



자료: Industry data, SK 증권

매출비중은 LPG가 크지만
이익비중은 파이프가 더 큼

China Gas Holdings의 2013년 기준 매출액과 영업이익의 비중



자료: China Gas Holdings, SK 증권

가스파이프 연결가능 가구의
침투율 평균 13년 57.7%
10년 42.7% 대비 올랐지만
여전히 절대적으로 낮은 수치
즉 CGH 추가상승여력 여전히

China Gas Holdings의 사업영역 내 침투율

	Connectable	Connected	Penetration
Shandong	1,316,111	917,770	69.7%
Inner Mongolia	1,236,725	825,337	66.7%
Shaanxi	530,333	334,648	63.1%
Heilongjiang	2,390,907	1,492,252	62.4%
Henan, etc.	1,231,000	686,916	55.8%
Anhui	1,503,063	781,280	52.0%
Jiansu	1,068,750	535,030	50.1%
Chongqing	243,611	106,570	43.7%
Hubei	1,249,125	535,408	42.9%
Guangxi Zhuang	2,346,028	763,264	32.5%
Fujian	1,390,625	398,077	28.6%
Liaoning	1,646,937	455,473	27.7%
Hebei	780,125	201,424	25.8%
Hunan	465,875	116,045	24.9%
Zhejiang	878,750	120,580	13.7%
Jiangxi	118,126	13,483	11.4%
Ningxia Hui	250,000	22,778	9.1%
Guangdong	1,465,938	86,210	5.9%
Gansu	116,252	0	0.0%
Total	10,771,638	6,215,211	57.7%

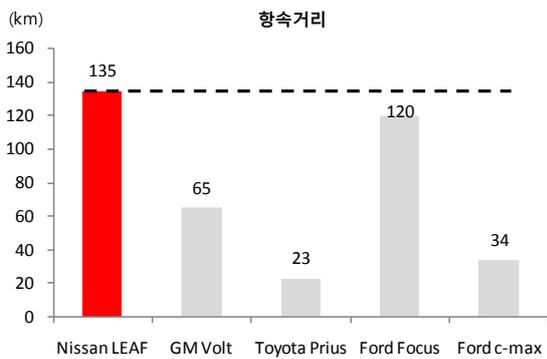
자료: China Gas Holdings, SK 증권

주 1) 침투율은 Connected / Connectable

주 2) Domestic household(자국 내 가구)만 기재한 것임

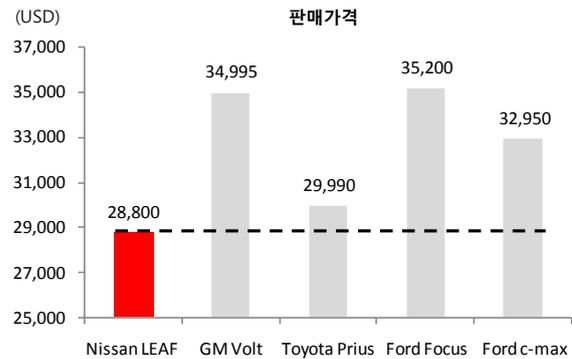
전기차의 급성장세 / 'game changer'가 될 GM Volt GEN2 / 그리고 LG 화학

Nissan LEAF의 항속거리는 동급의 전기차 중 최고임과 동시에



자료: Industry data, SK 증권

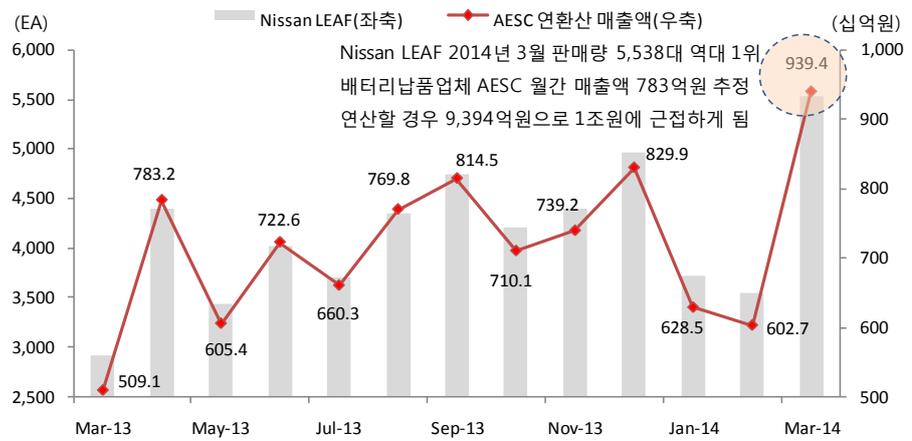
가격 역시 최저수준을 제시하면서 absolute No.1 을 차지



자료: Industry data, SK 증권

2014년 3월 LEAF 판매량을
연간으로 환산할 경우
배터리 업체 AESC의 매출액
LEAF 하나만으로 1조원임

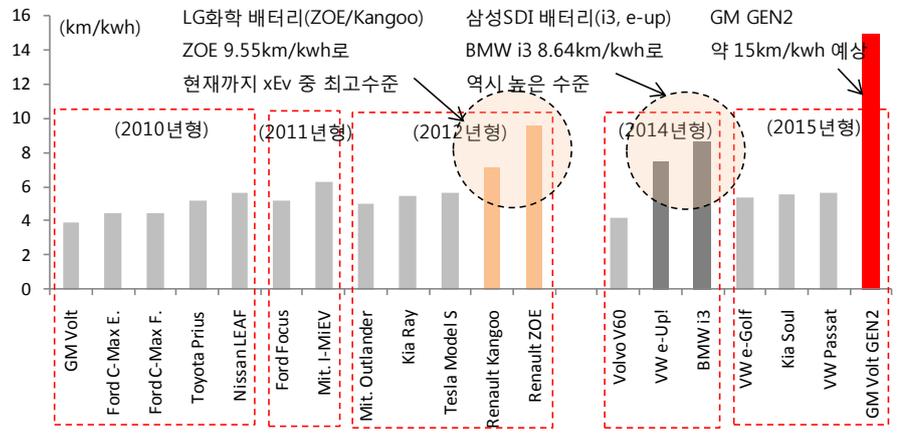
AESC가 Nissan LEAF 한 대에 납품하는 것만으로 얻을 수 있는 연간 배터리 매출액 환산치



자료: EVSales, InsideEV, Industry data, SK 증권

1세대 모델들과
확연하게 차별화되는
배터리 연비 기대됨

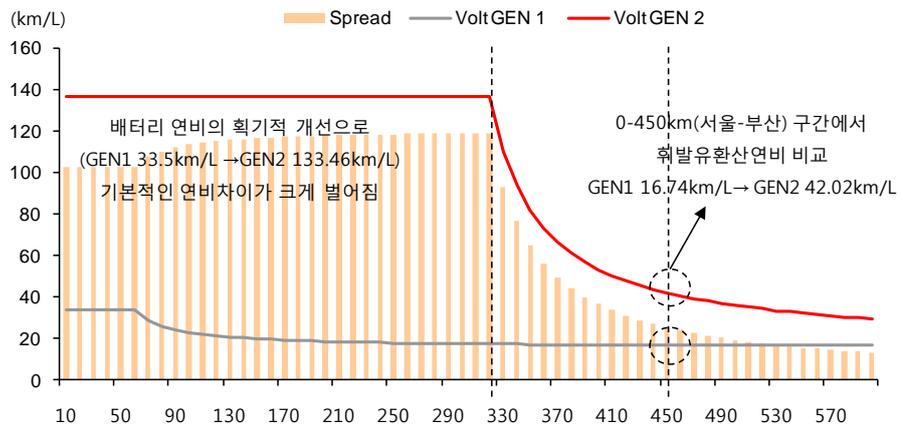
1세대 전기차 모델들의 배터리 연비와 Volt GEN2와의 단순비교



자료: Industry data, SK 증권

휘발유 환산연비 기준으로
GEN1 33.5km/L
GEN2 133.46km/L

Volt GEN1 과 GEN2의 휘발유 환산연비



자료: GM, Industry data, SK 증권

전기차의 시장침투율과 LG 화학의 전기차 배터리 시장점유율에 따른 매출액 sensitivity analysis (단위: 십억원)

LGChem M/S(우)	10%	20%	25%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
xEV penetration(좌)									
0.3%	277	554	693(현재)	832	1,109	1,386	1,663	1,940	2,218
0.5%	462	924	1,155	1,386	1,848	2,310	2,772	3,234	3,696
1.0%	924	1,848	2,310	2,772	3,696	4,620	5,544	6,468	7,392
1.5%	1,386	2,772	3,465	4,158	5,544	6,930	8,316	9,702	11,088
2.0%	1,848	3,696	4,620	5,544	7,392	9,240	11,088	12,936	14,784
2.5%	2,310	4,620	5,775	6,930	9,240	11,550	13,860	16,170	18,480
3.0%	2,772	5,544	6,930	8,316	11,088	13,860	16,632	19,404	22,176
3.5%	3,234	6,468	8,085	9,702	12,936	16,170	19,404	22,638	25,872
4.0%	3,696	7,392	9,240	11,088	14,784	18,480	22,176	25,872	29,568
4.5%	4,158	8,316	10,395	12,474	16,632	20,790	24,948	29,106	33,264
5.0%	4,620	9,240	11,550	13,860	18,480	23,100	27,720	32,340	36,960
5.5%	5,082	10,164	12,705	15,246	20,328	25,410	30,492	35,574	40,656
6.0%	5,544	11,088	13,860	16,632	22,176	27,720	33,264	38,808	44,352
6.5%	6,006	12,012	15,015	18,018	24,024	30,030	36,036	42,042	48,048
7.0%	6,468	12,936	16,170	19,404	25,872	32,340	38,808	45,276	51,744
7.5%	6,930	13,860	17,325	20,790	27,720	34,650	41,580	48,510	55,440
8.0%	7,392	14,784	18,480	22,176	29,568	36,960	44,352	51,744	59,136
8.5%	7,854	15,708	19,635	23,562	31,416	39,270	47,124	54,978	62,832
9.0%	8,316	16,632	20,790	24,948	33,264	41,580	49,896	58,212	66,528
9.5%	8,778	17,556	21,945	26,334	35,112	43,890	52,668	61,446	70,224
10.0%	9,240	18,480	23,100	27,720	36,960	46,200	55,440	64,680	73,920
10.5%	9,702	19,404	24,255	29,106	38,808	48,510	58,212	67,914	77,616
11.0%	10,164	20,328	25,410	30,492	40,656	50,820	60,984	71,148	81,312
11.5%	10,626	21,252	26,565	31,878	42,504	53,130	63,756	74,382	85,008
12.0%	11,088	22,176	27,720	33,264	44,352	55,440	66,528	77,616	88,704
12.5%	11,550	23,100	28,875	34,650	46,200	57,750	69,300	80,850	92,400
13.0%	12,012	24,024	30,030	36,036	48,048	60,060	72,072	84,084	96,096
13.5%	12,474	24,948	31,185	37,422	49,896	62,370	74,844	87,318	99,792
14.0%	12,936	25,872	32,340	38,808	51,744	64,680	77,616	90,552	103,488
14.5%	13,398	26,796	33,495	40,194	53,592	66,990	80,388	93,786	107,184
15.0%	13,860	27,720	34,650	41,580	55,440	69,300	83,160	97,020	110,880

자료: Industry data, SK 증권

주 1) 전세계 연간 자동차 판매량은 8 천만대로 가정

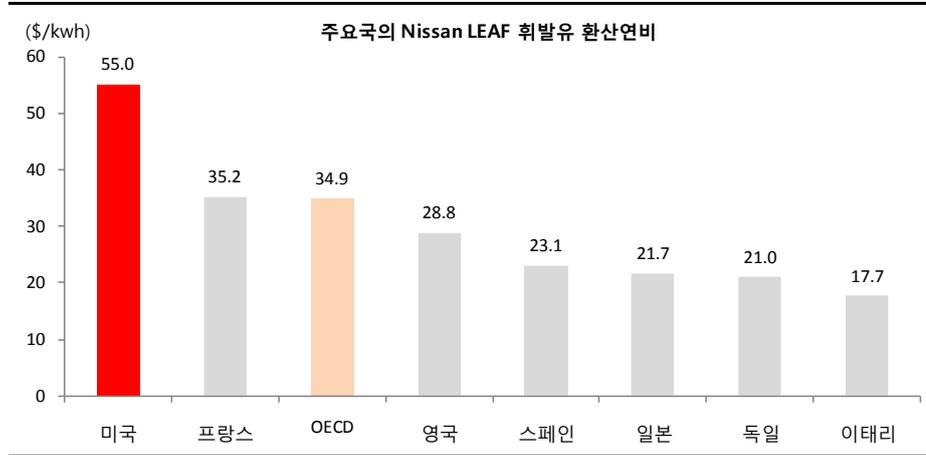
주 2) 배터리팩의 가격은 \$550/kwh 로 가정

주 3) LG 화학의 평균 배터리 판매사이즈는 20kwh 로 가정

주 4) 환율은 1,050 원/달러로 가정

미국은 shale gas 기반의 낮은 전기세 덕분에 같은 전기차종이라 할 지라도 글로벌 주요국가 대비 더 높은 연비의 전기차 이용

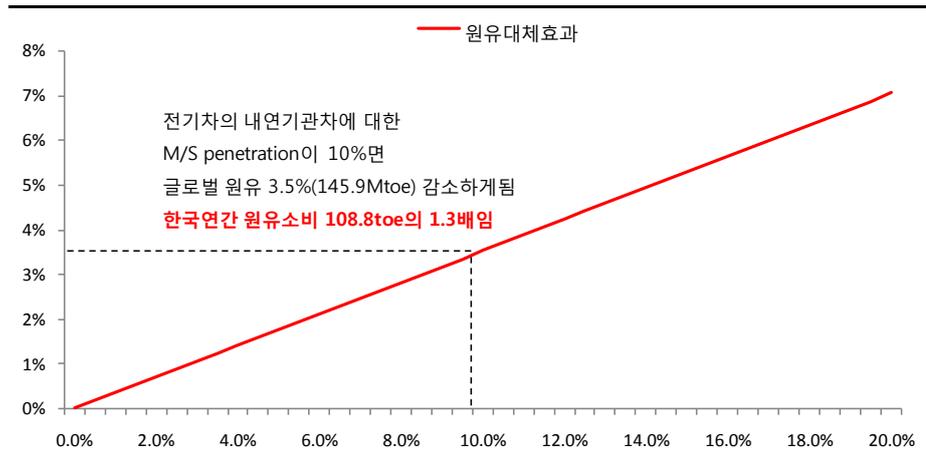
주요국가들의 Nissan LEAF 기준의 휘발유 환산연비 산출



자료: OECD, 각종연론, Nissan, SK 증권

전기차의 시장침투율 10%면 세계원유소비 3.5% 감소 한국 연간원유소비의 1.3 배임

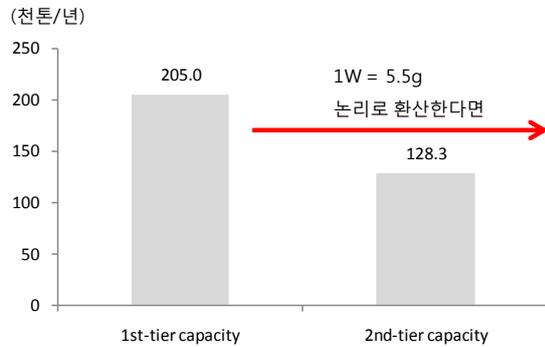
전기차의 내연기관차 시장 침투율에 따른 원유대체효과



자료: OECD, BP, Industry data, SK 증권

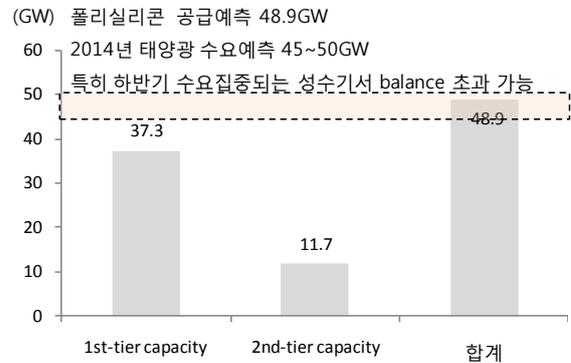
태양광 소재 하반기 일시적 shortage 가능 / 그리고 태양광 발전의 가치

폴리실리콘 톤 단위의 capacity를 GW로 환산한다면



자료: Industry data, SK 증권

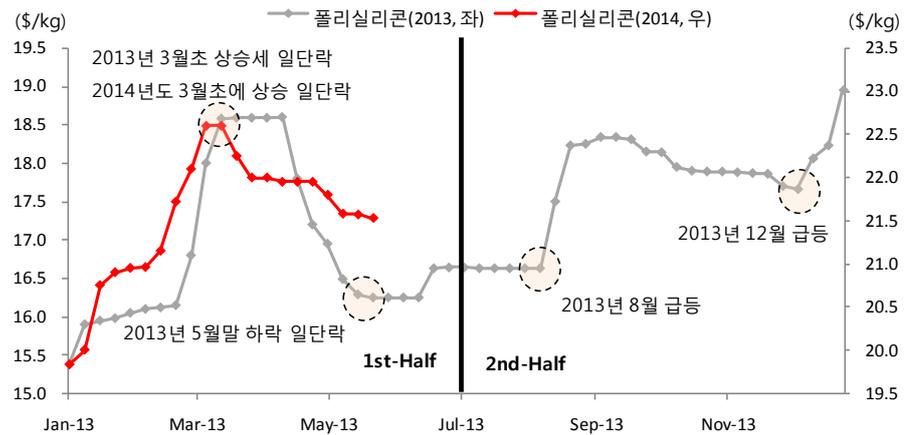
48.9GW 공급 예측 올 수요 45~50GW 라면 하반기 balance 초과



자료: Industry data, SK 증권 주 2nd-tier 유효 capacity는 가동률 50%로 가정

2014년 역시 5월까지
지난 해와 유사한 flow 보임

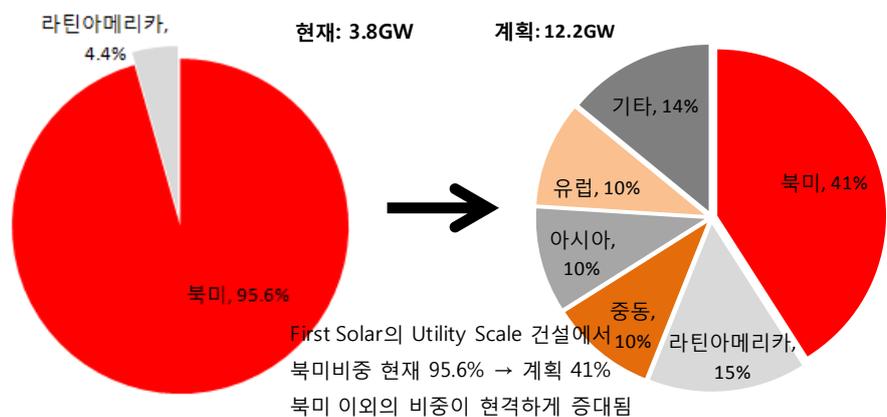
2013년과 2014년 폴리실리콘 가격흐름 비교



자료: Industry data, SK 증권

First Solar 차후 발전계획 중
북미 비중 41% 글로벌 59%
기존 북미 95.6%와 크게 다름
글로벌 발전모멘텀 주목

First Solar의 차후 Utility-Scale 추진계획



자료: First Solar, SK 증권

Coverage Summary 1

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
LG화학 A051910	매수	350,000	Top pick	한 발 앞서는 전기차배터리 1st-tier	Game Changer's premium 2분기도 실망스러운 석유화학 목표주가 350,000원 / 투자의견 매수 업종 최선호주 유지
롯데케미칼 A011170	매수	200,000		피할 수 없는 시대의 흐름	미국발 역풍이 잠잠해지기 전에 중국 바람이 불어오는 형국 2분기도 실망스러운 석유화학 목표주가 220,000원 → 200,000원 하향 / 투자의견 매수 유지
금호석유화학 A011780	매수	100,000		여전한 고무시황 약세	미국발 역풍이 잠잠해지기 전에 중국 바람이 불어오는 형국 바닥탈피가 쉽지 않은 합성고무 목표주가 100,000원 / 투자의견 매수 유지
한화케미칼 A009830	매수	25,000		하반기 태양광 turnaround를 기다리며	Yingli CFO, "14년 하반기 태양광 소재 shortage 가능." 체크해봐야 할 기타요소 목표주가 25,000원 / 투자의견 매수 유지
OCI A010060	매수	270,000	차선호	기다렸던 하반기 성수기가 다가온다	Yingli CFO, "14년 하반기 태양광 소재 shortage 가능." Downstream 발전, 그 중에서도 utility-scale(ground) 주목 목표주가 270,000원 / 투자의견 매수 업종 내 차선호주 유지
SKC A011790	매수	40,000		화학업종 내 2분기 실적 두각	2Q14 영업이익 438억원(QoQ +38.3% / YoY +42.7%) 추정 실적과 성장 둘 다를 노릴 수 있는 기업 목표주가 40,000원 / 투자의견 매수 유지
국도화학 A007690	매수	70,000	중소형 최선호	꾸준한 외형성장의 매력	2Q14 영업이익 125억원(QoQ +17.9% / YoY -9.7%) 추정 석유화학 총체적 침체를 벗어날 수 있는 keyword: 외형성장 목표주가 70,000원 / 투자의견 매수: 중소형 최선호주 유지

자료: SK 증권

Coverage Summary 2

종목	투자의견	목표주가	비고	제목	투자포인트
SK이노베이션 A096770	매수	130,000		신성장 동력이 필요한 시점	미국의 Shale gas revolution이 아팠던 이유 중국마저 가스시대를 개막한다면... 목표주가 150,000원 → 130,000원 하향/ 투자의견 매수 유지
S-Oil A010950	매수	70,000		진퇴양난(進退兩難)	미국의 Shale gas revolution이 아팠던 이유 중국마저 가스시대를 개막한다면... 목표주가 75,000원 → 70,000원 하향/ 투자의견 매수 유지
GS A078930	매수	55,000		칼텍스 외 다변화 가치에 주목	미국의 shale gas revolution에 이은 중국 가스시대의 개막 칼텍스만 있는 것은 아니다 목표주가 60,000원 → 55,000원 하향/ 투자의견 매수 유지
SK가스	매수	140,000	신규 선호	'화려한 가스시대의 최대 수혜주'	목표주가 140,000원 / 투자의견 매수로 신규 커버리지 시작 반드시 짚고 가야 할 NGL(Natural Gas Liquids) premium China Gas Holdings!
대우인터	매수	45,000	신규 담당자변경	중국 가스시대의 개막과 미안마 가스전	목표주가 45,000원 / 투자의견 매수 re-initiation(담당자 변경) 중국 가스시대의 개막과 궤를 같이하는 미안마 가스전 탈석유시대와 POSCO의 차후 움직임 체크 필요함
SK네트웍스	매수	12,000	신규 담당자변경	재탄생(rebirth)	목표주가 12,000원 / 투자의견 매수 re-initiation(담당자 변경) 다사다난했지만 피할 수 없었던 2013년 새로운 주력사업: 렌터카/패션/호텔
LG상사	매수	35,000	신규 담당자변경	Need for change	목표주가 35,000원 / 투자의견 매수 re-initiation(담당자 변경) 2013년 이익 저점은 탈피 중국의 '화려한 가스시대'가 열린다면...

자료: SK 증권

Industry Analysis

2. 숲을 봐야 한다

: 탈석유시대(Post Petroleum Age)

2. 숲을 봐야 한다: 탈석유시대(Post Petroleum Age)

King Hubert의 peak-oil
 '원유생산은 정점에 이를 것'
 1973년 오일쇼크로 각광

1956년 미국의 지질학자인 킹 허버트(King Hubbert)는 당시 그 유명한 'peak oil' 이론을 주장하면서 세간의 큰 관심을 불러 일으켰다. 이론을 간략하게 요약하자면 '미국 석유 생산 growth의 정점은 1966년~1972년 사이에 나타날 것이고, 이후 가채매장량이 줄어들면서 생산 growth가 둔화될 것이며, 궁극적으로 2000년 이후는 원유 생산마저 줄어들면서 고갈을 향해갈 것이다.'라는 것이었다. 그리고 발표 후 17년이 지난 시점에서 1973년 1차 오일쇼크가 발생하자 그의 이론은 더욱 각광을 받았다.

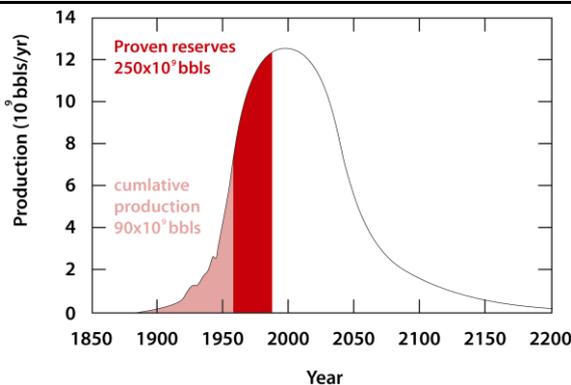
Leonardo Maugeri 등의 반박
 '원유 매장량은 지속 증대됨'
 실제 가채매장량 부담 적음

그러나 이후 상황은 예상과는 다른 그림이 전개가 되었다. 1) 원유시추 기술이 발달하면서 예상치 못한 유전이 발견되었고, 2) 또한 유가가 상승하며 원유 채굴 원가에 대한 부담도 희석되자 shale oil 등 비전통 원유(unconventional oil)의 생산도 늘어난 것이었다. 즉 가채매장량이 해가 지날수록 지속 확대국면을 걸었던 것이다. 이 때문에 2014년이 된 지금까지도 원유의 가채매장량에 대한 부담은 여전히 높지 않은 상황이 이어지고 있다. 이렇게 보자면 킹 허버트에 정면반박을 했던 레오나르도 마우게리(Leonardo Maugeri) 등의 논리가 옳은 것처럼 보이기도 한다.

두 상반된 논리에 대한
 2014년의 결론은 양비론
 왜냐하면 에너지 패러다임은
 '공급이 아닌 수요'로 결정 중

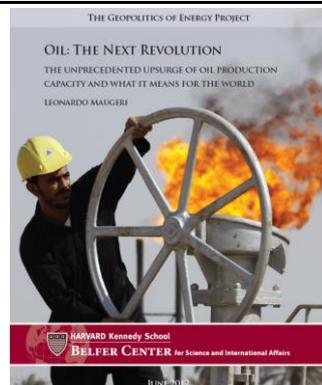
원유 생산이 정점에 이르렀다는 논리와 아직 더 많은 생산이 가능하다는 논리. 오랜 세월 동안 학자들의 쟁점이 되어왔던 이 논쟁의 결론은 어디를 향해가고 있을까? 재미있게도 결론은 양비론을 향해가고 있다. 둘 다 틀렸다는 말이다. 왜냐하면 에너지 패러다임의 변화는 대단했던 두 에너지 전문가가 집중했던 공급의 영역이 아닌 '수요의 영역'에 의해 결정되고 있기 때문이다.

King Hubert의 peak oil 이론



자료: OECD, 각종언론, SK 증권

Peak oil 이론을 정면 반박한 레오나르도 마우게리의 논문



자료: OECD, 각종언론, SK 증권

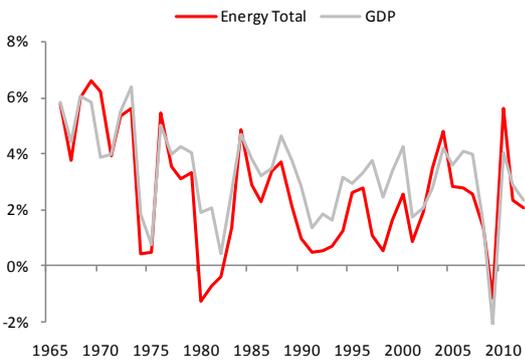
수요측면에서 재미있는 현상
에너지수요는 GDP 동행
그러나 구성요소 중 하나인
원유는 상대적 underperform
즉 원유는 '덜 쓰고 있음'

수요 측면에서 현 시대의 에너지 패러다임을 바라볼 때 한 가지 재미있는 현상이 있다. 전 세계 에너지 수요가 GDP 와 동행한다는 것은 너무나 당연한 이야기이다. 1965 년 이후 GDP 성장률과 에너지 수요 성장률의 correlation 은 0.86 으로 산출될 정도다. 그야말로 strong correlation 이다. 그러나 에너지를 구성하고 있는 석유/석탄/가스/원자력/수력/신재생 각각의 수요성장률은 천차만별이다. 즉 어떤 요소는 에너지 내에서도 수요 성장률이 높은 반면, 어떤 요소는 그것이 낮다는 것이다. 그리고 원유의 수요는 많은 사람들의 생각과 달리 최근 지속적으로 각 에너지원의 소비 성장률을 기준으로 볼 때 underperform 을 하고 있다. 쉽게 말하면 상대적으로 덜 쓴다는 것이다.

원유는 에너지 수요 대변못함
에너지 구성요소 중 33.1%임
'에너지흐름=원유흐름' 편견
1950 년 Hubert 의 시각에서
여전히 벗어나지 못하는 것

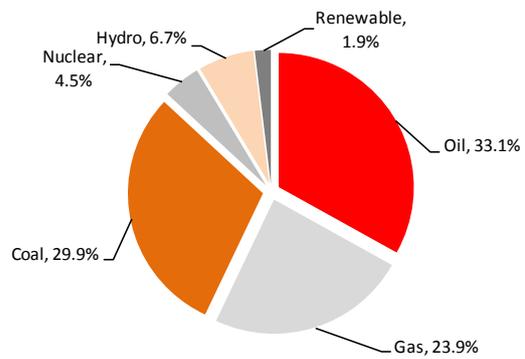
그렇기 때문에 어떻게 본다면 범용적으로 퍼져있는 생각처럼 원유가 전체 에너지를 대변한다고 생각하는 것 자체가 오류라고도 할 수 있다. 원유가 전 세계 에너지 구성요소 중 33.1% 밖에 안 된다는 것을 너무도 간과하는 듯 하다. 참고로 원유 외 에너지 구성요소는 석탄 29.9% / 가스 23.9% / 수력 6.7% / 원자력 4.5% / 신재생 1.9%다. 즉 원유 외에도 봐야 할 에너지원은 상당히 다양했는데, 그럼에도 불구하고 아직까지도 원유만 집중적으로 보고 있는 것은 King Hubert 가 1950 년대에 에너지를 바라보던 시각에서 벗어나지 못했기 때문일 지도 모른다.

세계 에너지 수요와 GDP 는 장기적으로 당연히 동행하지만



자료: BP, SK 증권

그 구성 요소 중 하나인 원유가 에너지를 대변한다는 생각은 오류



자료: BP, SK 증권

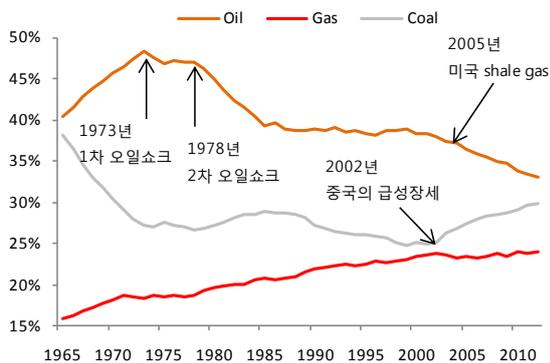
**원유수요 1차 오일쇼크 이후
비중 감소 시작
2005년 shale gas 열풍 이후
비중감소 흐름 다시 격화**

그렇다면 원유 수요에서는 어떤 일이 벌어지고 있었을까? 앞서 말한 것처럼 1965 년이나 2014 년이나 에너지 전체 수요가 GDP 를 따라가고 있다는 사실은 변함이 없다. 그렇지만 그 중에서도 우리가 가장 주목하고 있는 원유의 수요는 사실 1973 년 1 차 오일쇼크를 정점으로 에너지 내에서의 수요비중 하락세가 시작 되었고, 미국의 shale gas 열풍이 시작된 2005 년 이후로는 그러한 흐름이 다시 한 번 격화되고 있는 상황이다. 즉 에너지원 내에서의 수요비중이 지속적으로 감소추세에 놓여있다는 결론으로 귀결된다.

원유성장이 비탄력적인 이유?

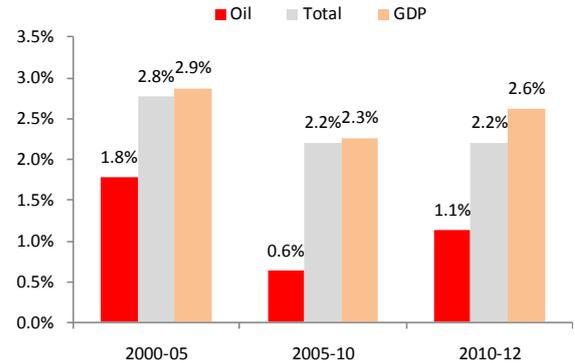
실제로 2000 년 이후 5 년 단위의 원유수요 CAGR, 에너지수요 CAGR, GDP CAGR 을 비교했을 때, 원유수요는 해당 구간 동안 단 한 번도 에너지 혹은 GDP CAGR 을 앞선 적이 없다. 그만큼 성장에 비탄력적인 양상이 오랫동안 이어져왔다는 것이다. 그 이유는 뭘까?

05 년 미국 shale gas 이후 세계 원유소비 M/S 감소세 시작



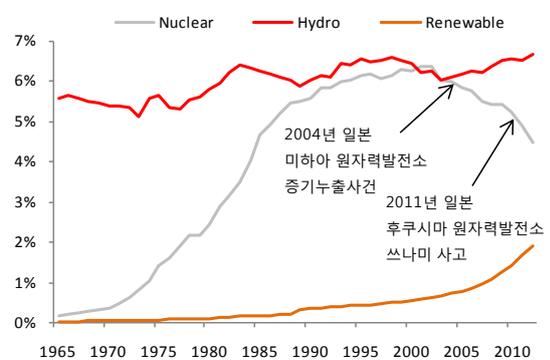
자료: BP, SK 증권

00 년 이후 5 개년 단위의 세계 원유수요 CAGR 은 모두 GDP 이하



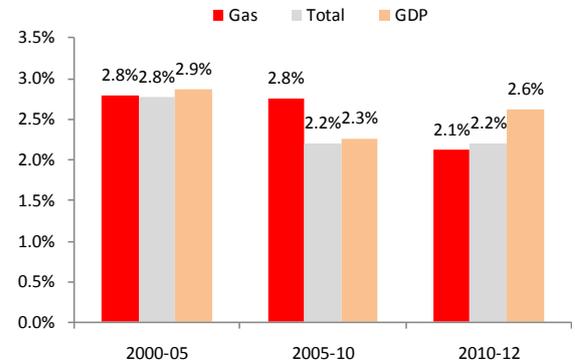
자료: BP, SK 증권

기타에너지원에서 원자력 급감추세 반면 신재생 급증추세



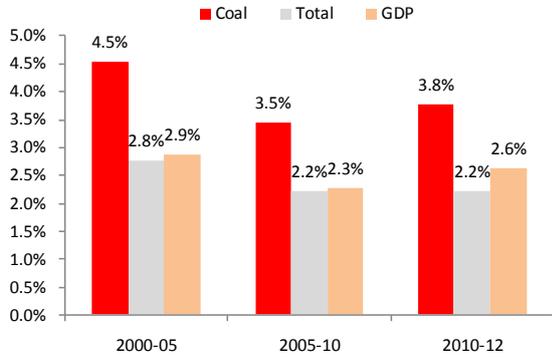
자료: BP, SK 증권

가스수요 성장은 GDP 와 유사 혹은 그 이상이었음



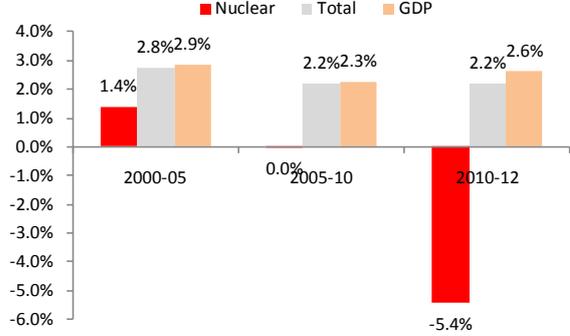
자료: BP, SK 증권

석탄수요도 중국과 동반 outperform, 그러나 최근 환경문제부각



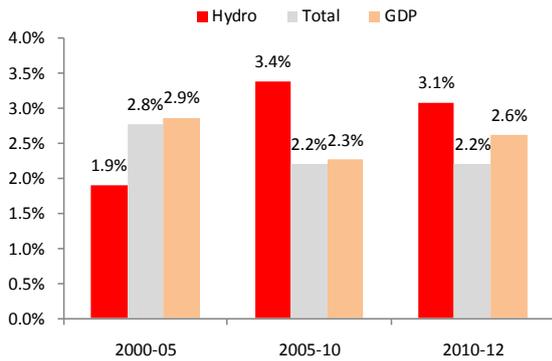
자료: BP, SK 증권

원자력 수요는 안전성 문제로 하향세 부각



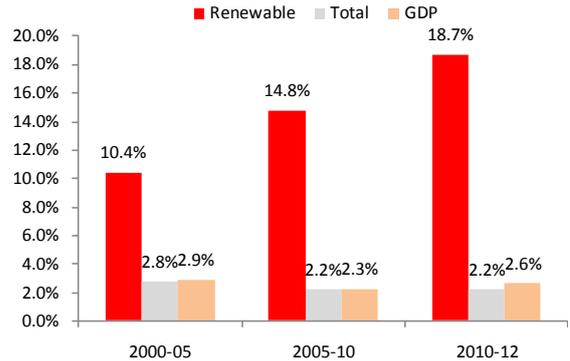
자료: BP, SK 증권

수력발전 꾸준히 outperform 중임



자료: BP, SK 증권

신재생에너지는 비중은 적지만 급격한 성장세 시험 중임



자료: BP, SK 증권

당사 리서치센터의 지속 주장
 ‘탈석유시대’의 도래
 에너지를 안쓰는 것이 아니라
 원유를 안쓰는 움직임 지속

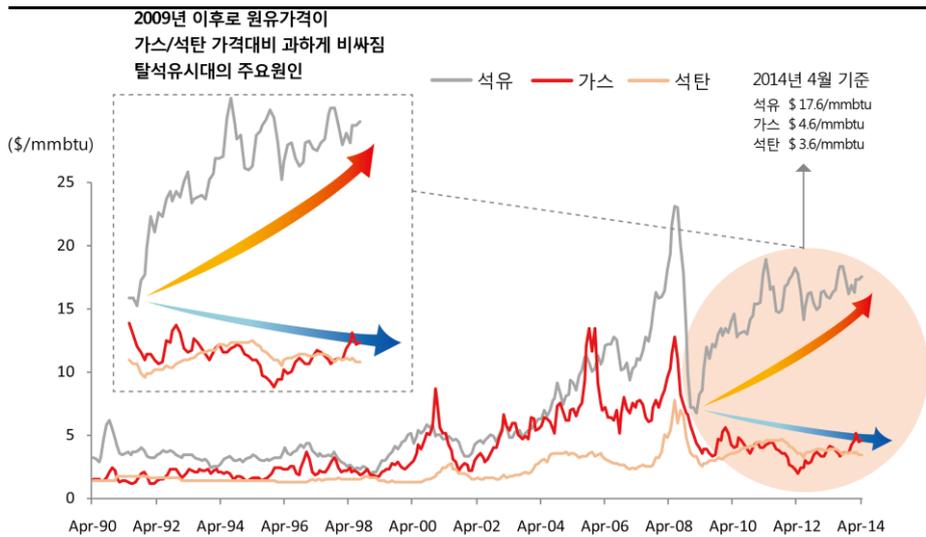
탈석유시대의 가장 큰 원인은
 가스/석탄 대비
 원유의 비싼 가격 때문임
 현재 원유가격 4 배 가량 비쌌
 과거평균 회귀 때까지
 탈석유시대는 지속될 것임

미국은 그 어느 때보다
 원유 덜 쓰고 가스 많이 쓰는
 탈석유시대 기조적으로 진입

당사 리서치센터가 지난 2012년 11월 5일에 발간했던 ‘화학_2013~16 Long Term Forecast: 격동의 시대’에서 주장했던 논리는 금번 보고서에서도 이어진다. 바로 ‘탈석유시대’다. 에너지를 안 쓴다는 것이 아니라 에너지 내에서 원유의 소비를 최대한 탈피하고자 하는 움직임이 나타난다는 것이다.

그 주된 이유로서는 무엇보다도 상대적으로 높은 원유의 가격이 국가경제에 큰 압박요인이 된다는 것을 꼽을 수 있다. 실제로 약 2005년부터 가스/석탄 가격과 큰 괴리를 나타내기 시작한 원유는, 2014년 4월 현재는 가스/석탄 대비 4배나 비싼 가격을 형성하며 탈수요의 직접적 원인으로 작용하고 있다. 2014년 4월 현재 원유가격 \$17.6/mmbtu, 가스 \$4.6/mmbtu, 석탄 \$3.5/mmbtu로 형성되어 있다. 최소한 원유-가스, 원유-석탄 간의 가격격차가 역사적 평균점으로 회귀할 때까지는 탈석유시대가 지속될 가능성이 높다.

1990년 이후 석유/가스/석탄의 가격 추이



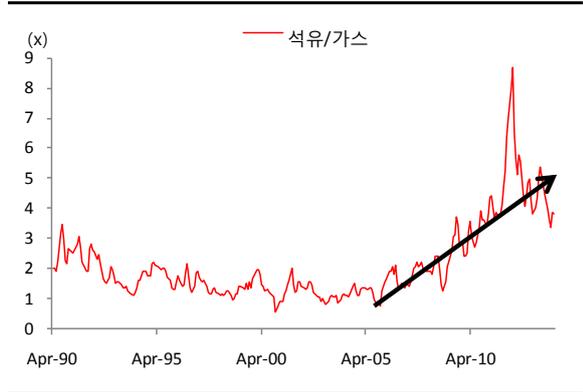
자료: Bloomberg, SK 증권

**특히 미국이 중국도 탈석유
앞으로 흐름은 더 격화될 것**

한 가지 간과해서는 안 될 것은 1차 탈석유시대를 주도했던 미국에 이어, 이제는 ‘대국’ 중국이 2차 탈석유시대를 주도할 것이라는 부분이다. 중국은 세계 최대 에너지 소비국인 만큼 앞으로 그 흐름이 더욱 격하게 나타날 것을 우리는 미리 대비해야 할 것이다.

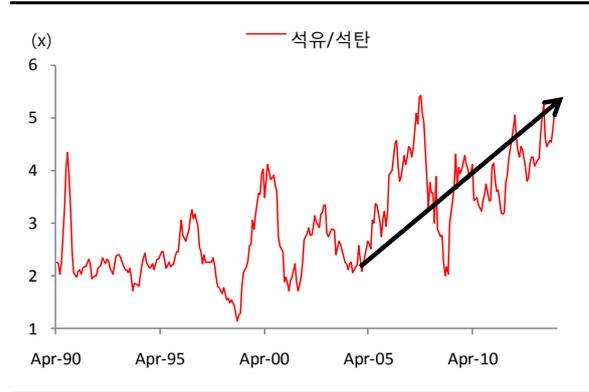
또한 중국은 원유와 가스-석탄 간 가격문제, 즉 경제적인 관점 외에도 환경문제라는 더욱 중차대한 이슈가 추가적으로 걸려있다. 현재 자국 내 에너지 소비의 75%를 담당하는 석탄을 줄이기 위해 상대적으로 청정에너지인 가스소비를 급격히 늘려야 할 당위성을 가지고 있는 것이다. 때문에 미국에서 나타났던 가스시대의 개막, 혹은 탈석유시대 때보다 중국에서는 물결이 더 크게 진행될 가능성이 높다. 연결 지어 전기차와 태양광 시대의 본격적인 개막도 기대해볼 수 있을 것이다.

석유는 가스 대비 현재 약 4 배 수준의 가격에 형성되어 있음



자료: Bloomberg, SK 증권

석유는 석탄 대비 현재 약 5 배 수준의 가격에 형성되어 있음



자료: Bloomberg, SK 증권

Industry Analysis

■ 3. 중국, 그 화려한 가스시대의 개막

3. 중국, 그 화려한 가스시대의 개막

1) 탈석유: 우리가 '목격했던' 미국의 1st Shale Gas Revolution

① 2005년 이후 미국에서 시작된 '탈석유시대'

당사 리서치센터는
두 번의 in-depth paper 통해
국내 정유/석유화학 업종이
중장기적 기로에 놓임을
전망한 바 있음

당사 리서치센터는 지난 2012년 11월 5일 '화학_2013~16 Long Term Forecast: 격동의 시대(173pages)'라는 자료를 통해서 과거 BRICs 시대에 이른 바 super cycle의 수혜를 입었던 국내 정유/석유화학 업종이 중장기적인 기로에 놓일 것으로 전망한 바 있다. 그리고 이어서 2013년 5월 13일에는 그에 연장되는 성격의 '화학_에너지 진화론(進化論): 투자 패러다임의 변화(150pages)'를 통해서 이러한 성격이 짙어지고 있으며, 그에 의해 화학을 포함한 upstream 대비 downstream 업종의 상대적 강세 가능성, 화학 내에서도 고부가가치 기업이 생존할 수밖에 없는 환경에 대해 논한 바 있다.

포인트는 1) shale gas 본격화
2) 미국부활 → 원유수요감소
즉, 탈석유시대의 시작이었음

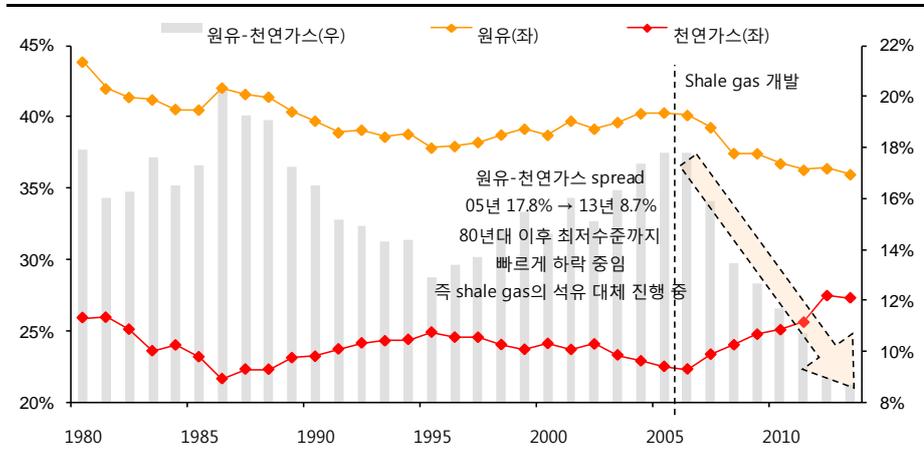
두 자료 모두에서 제시했던 장기적인 그림의 포인트는 1) 미국 shale gas의 본격적 산업침투와, 2) 미국의 부활에 따른 기초적 원유소비의 감소에 따른 '탈석유시대'의 시작이었다.

실제 미국 전체에너지수요서
원유와 가스 비중의 격차는
05년 17.8% → 13년 8.7%
1980년 집계 이래 최저치

이는 미국 내 에너지 수요 수치에서 실증되었다. 미국 전체 에너지수요를 봤을 때 05년 원유 비중은 40.3% / 가스 비중은 22.5%였지만, 13년 동 수치는 각각 36.0% / 27.3%로서 원유는 하락한 반면 가스는 상승하였다. 두 대표에너지원의 수요비중 spread(원유 M/S - 가스 M/S)는 05년 17.8% → 13년 8.7%까지 축소되었고, 13년의 8.7%라는 수치는 집계(1980년) 이후로 최저치에 해당한다. 즉 실제로 미국은 그 어느 때보다 원유에 대한 의존도를 낮췄다는 얘기다.

미국은 그 어느 때보다
원유 덜 쓰고 가스 많이 쓰는
탈석유시대 기초적으로 진입

1980년 이후 미국 전체 에너지 수요에서 원유와 가스가 차지하는 비중



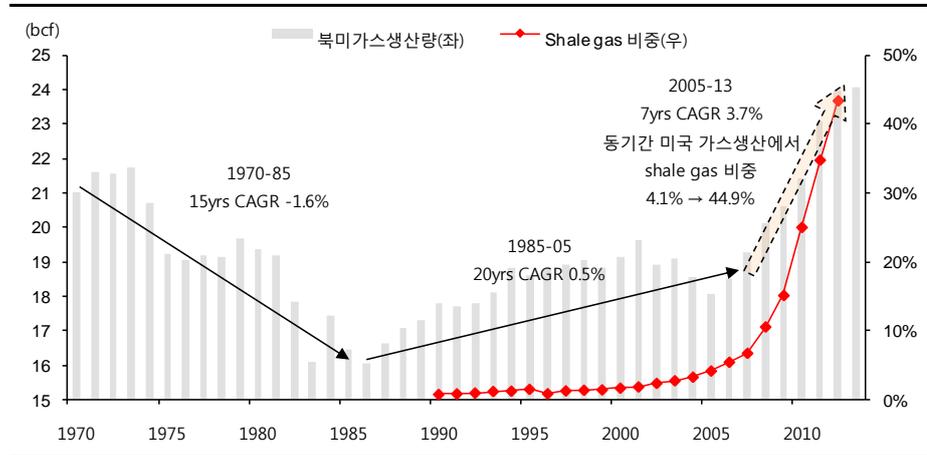
자료: EIA, SK 증권

근본적인 원인은 shale gas
05년부터 본격생산되며
정체였던 미국가스생산 급증
가스생산에서 shale gas 비중
05년 4.1% → 13년 44.9%

앞서 언급했지만 이 모든 현상의 시발점은 2005년 미국에서 shale gas가 본격적으로 개발됨과 동시에 미국의 천연가스(henry hub) 가격이 급락함에서부터 발생한다. 2005년까지 미국은 천연가스 생산이 감소 내지는 정체 수준이었다. 1970~85년 15년간 생산 CAGR은 -1.6%였고, 1985~05년 20년간 생산 CAGR은 +0.5%에 불과했다. 그러나 2005년 본격적인 shale gas 생산이 시작된 이후 미국 가스생산은 빠르게 증대되었다(2005~2013년 8년간 생산 CAGR +3.7%). 미국 전체 가스 생산에서 shale gas가 차지하는 비중은 2005년 4.1% → 2013년 44.9%까지 이르렀다.

2005년부터 미국의
천연가스 생산 급증 시작
원인은 shale gas 때문임
가스생산 중 shale gas 비중
05년 4.1% → 13년 44.9%

1970년 이후 미국 천연가스 생산과 shale gas 비중 추이



자료: EIA, BP, SK 증권

가스의 급격한 공급증대는
가스가격의 하락으로 연결
2012년 4월에는
원유/가스 ratio 8.7x 급증
자연스럽게 가스수요증대시작
‘탈석유시대’ 본격화

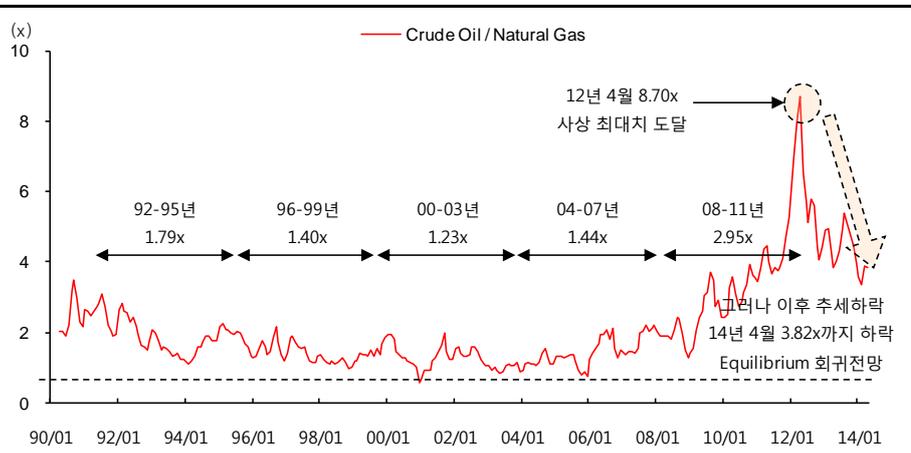
Shale gas 가 만들어낸 혁명은 바로 여기에서 나타난다. 급격한 가스공급증대는 정체된 수요 대비 과도한 공급과잉 현상을 초래했다. 당연히 이어서 발생한 것은 천연가스(henry hub) 가격의 하락. 1990년 이후로 볼 때 mmbtu 단위로 환산했을 때 가스와 원유의 가격은 역사적으로 거의 같아야 정상이지만, shale gas 가 본격화된 2005년부터 가스가격의 과도한 디스카운트(혹은 원유가격의 프리미엄)가 시작된 것이다. 때문에 2012년 4월에는 원유가격이 가스가격 대비 전례 없이 8.7배까지 높아지는 기현상이 발생했는데, 이후 자연스럽게 발생할 수 밖에 없었던 것은 저가의 가스로 수요가 몰리는 현상, 즉 탈석유시대의 시작이 이어진 것이었다.

원유/가스가격 ratio는
지속적으로 감소(정상화) 중
그러나 여전히 4배 수준임
즉 ‘탈석유시대’는 지속될 것

정점이었던 2012년 4월 이후 현재까지 가스수요증대/원유수요 감소라는 현상이 지속되고 있는 만큼 원유/가스 ratio 역시 과거에 머물렀던 equilibrium 을 향해 감소 혹은 정상화가 지속 진행 중이다. 실제 2014년 4월 동 수치는 3.82x 까지 감소하였다. 그러나 여전히 1x 레벨이었던, 즉 등가였던 과거대비로는 높은 premium 이 지속되고 있다. 이에 의거하여 당사 리서치센터는 현재 탈석유시대의 기조가 앞으로 재차 1x 레벨에 이를 때까지 계속될 것으로 판단하고 있다. 즉 원유소비시대의 상실과정은 여전히 진행 중이라는 것이다.

원유와 가스가격은 같았음
그러나 05년 shale gas 이후
원유가격의 과도한 premium
결국 가스수요증대로 연결

1990년 이후 원유/가스 가격 ratio의 추이



자료: Bloomberg, SK 증권
주. 원유와 가스는 각각 \$/mmbtu 로 환산한 뒤 계산하였음

탈석유시대가 진행되는 만큼
당연히 원유순수입도 감소세
13년 수치는 25년래 최저치

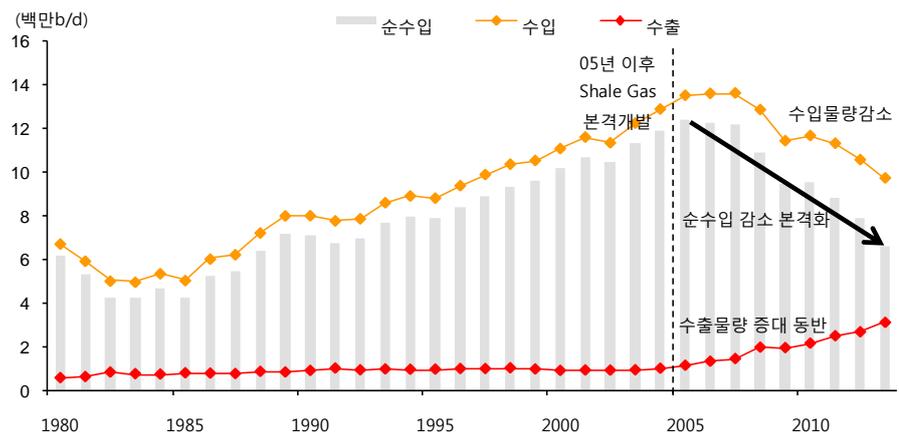
자연스럽게 나타난 현상은 원유수입의 감소다. Shale gas 로 인해 가스가격이 떨어지고 자국 내에서 가스소비가 증대하면서 ‘탈석유시대’가 진행된 만큼, 미국은 원유수입을 급격히 줄여왔다. 때문에 05년 1,239.6 만 b/d 로서 사상 최대를 기록했던 미국 원유의 순수입은, 그 시점을 정점으로 13년 663.8 만 b/d 까지 내리 하락세를 기록 중이다. 이는 1988년 이후 25년래 최저치에 해당한다.

가스 순수입 감소도 마찬가지로
1990년 이후 23년래 최저치

당연히 가스의 상황도 다르지 않다. 05년 가스 순수입 기준으로 3.61tcf 에 이르러 사상 최고치를 기록했지만, 이후 자급여력 증대로 인하여 13년 1.59tcf 까지 빠른 하락세를 보였다. 동 수치는 90년 이후 23년래 최저치에 해당한다. 순수입의 5yrs CAGR 로 판단할 경우 05년 +0.4% 이후 13년은 -12.0%까지 추세적 하락세를 이어가고 있다. 탈석유시대는 에너지자립까지 연결된다.

05년 이후 shale gas 개발로
미국의 탈석유시대 진행되며
원유 순수입 급격히 감소세
13년 수치는 25년래 최저치

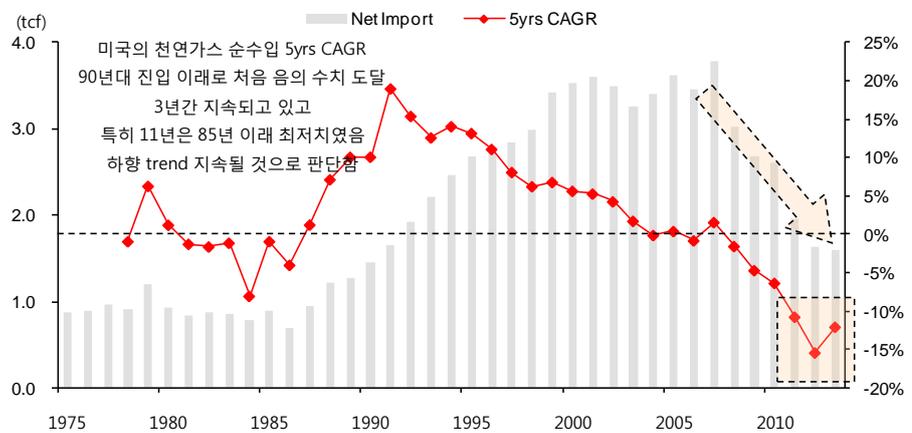
1980년 이후 미국 원유 순수입 추이



자료: EIA, SK 증권

가스의 순수입 감소추세도
자연스럽게 진행되고 있음

1975년 이후 미국 가스 순수입과 5yrs CAGR 추이



자료: BP, EIA, SK 증권

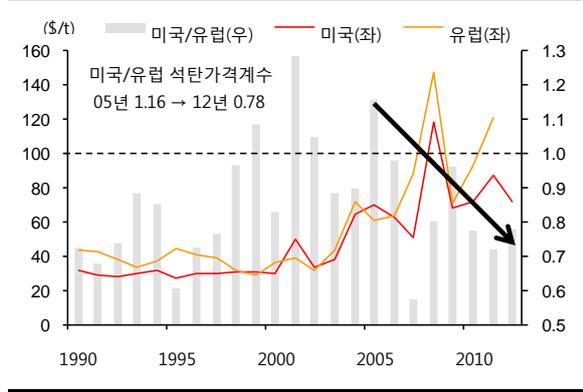
**Shale gas가 미국경제에
긍정적 영향 적잖이 미침
미국의 모든 에너지원 가격은
Shale gas 발생 이후로
모두 글로벌 대비 discount**

연장선상에서 분석할 때 shale gas가 미국경제에 미친 영향은 적지 않다는 해석도 가능한데, 05년 이후 가스가격 자체를 떨어뜨렸을 뿐만 아니라, 모든 전통에너지(석유/석탄/가스) 가격 역시 타지역대비 낮게 유지되는데 큰 기여를 했기 때문이다. 사실상 원유/가스수출이 불가능한 미국에서는 필수불가결적으로 에너지의 전체적인 공급과잉이 불가피했다. 실제 미국의 원유/석탄은 05년부터 일본/유럽 대비 discount가 발생했다. 가스가격은 말할 것도 없이 말이다. 낮은 에너지 가격은 자연스럽게 미국경제에 수혜가 되는 요소였다.

**WTI-Dubai 역 spread 현상은
원유수급만의 문제보다는
Shale gas가 만든 에너지의
전체 공급과잉 해석이 합리적**

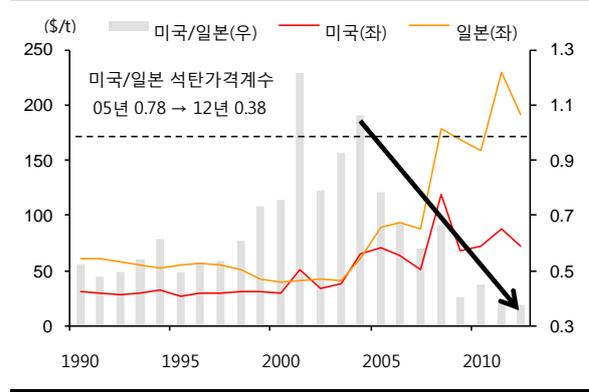
사실 시장에서는 최근까지도 이슈가 되는 WTI와 Dubai의 역 spread(WTI가 Dubai보다 높아야 정상이지만, 최근까지 Dubai가 높았음)에 대해서 지나치게 원유수급적인 요소로만 접근을 한 측면이 있다. 그러나 사실 원유 한 가지보다는 shale gas의 급격한 생산증대에 의한 '에너지' 전반적인 접근으로 결론이 도출하는 것이 더 매끄러워 보인다. 2005년부터 3대 전통 에너지원의 미국가격 discount가 동일하게 발생했다는 부분을 같이 해석해야 하기 때문이다.

미국 석탄가격, 05년 이후 유럽 대비 discount 시작



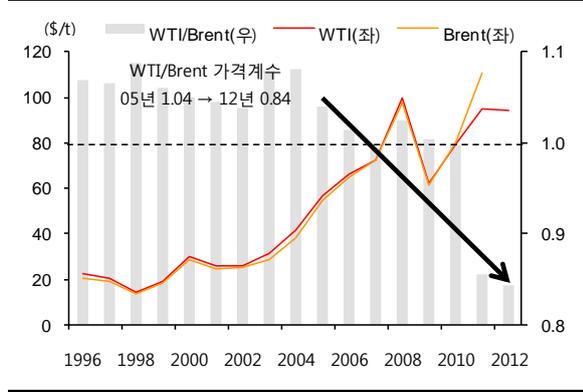
자료: BP, SK 증권

미국 석탄가격, 05년 이후 일본 대비 discount 시작



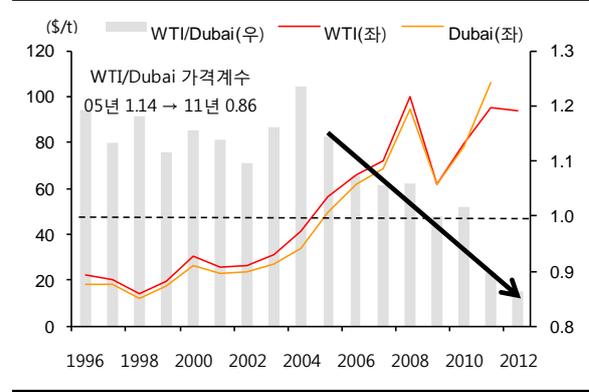
자료: BP, SK 증권

미국 원유가격, 05년 이후 유럽 대비 discount 시작



자료: BP, SK 증권

미국 원유가격, 05년 이후 일본 대비 discount 시작



자료: BP, SK 증권

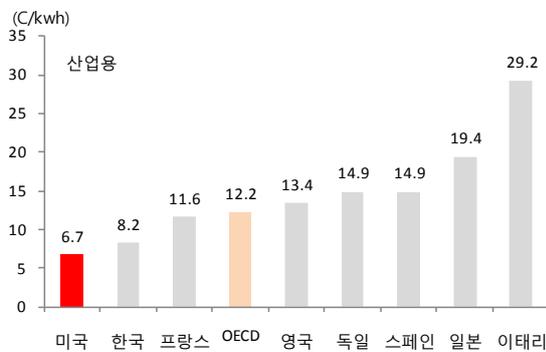
**Shale gas 개발로 인해
미국이 얻은 첫 번째 이득은
낮은 에너지/전력 가격**

이로 인해서 미국이 얻은 첫 번째 직접적 수혜는 역시 낮은 전기세다. 2002년 BRICs의 전성기가 시작되면서 전세계적으로 나타난 현상은 에너지/전력의 공급부족이었다. 때문에 \$25/bbl 내외에 머물던 원유가격은 2008년 여름 \$140/bbl에 육박하는, 즉 거의 6배에 이르는 급등을 보였다. 사실 지금까지도 \$100/bbl 정도의 유가는 유지되고 있는데, 이는 각국의 물가에 있어서 적잖은 부담을 안겨주고 있는 것이 사실이다.

**미국은 산업/주거용 부문
OECD 평균대비 낮은 가격
특히 선진국 독일/일본 대비
1/3 수준의 전기요금을 보임**

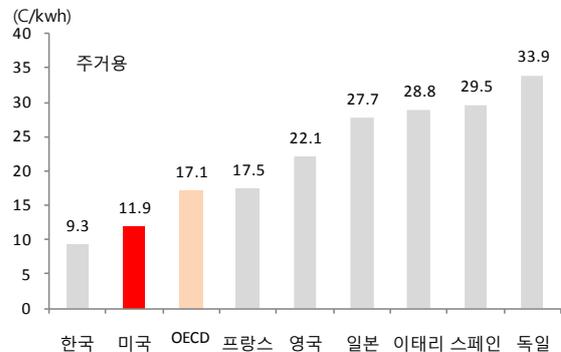
그러나 상기에서 언급했듯이 shale gas로 인해 낮은 에너지 가격의 도입이 가능했던 미국은 상대적으로 낮은 에너지/전력 가격을 유지할 수 있었다. 2012년 기준 OECD가 발표한 각국의 전기요금을 살펴보면, 산업용의 경우 미국의 평균단가는 C6.7/kwh로서 한전 base의 한국(C8.2/kwh)보다도 낮은 가격을 보였다. OECD 평균 C12.2/kwh보다 낮았음은 물론이다. 특히 기타 선진국인 독일(C14.9/kwh), 일본(C19.4/kwh)와의 격차는 눈에 두드러질 정도다. 주거용도 마찬가지다. 미국의 평균단가는 C11.9/kwh로서 OECD 평균(C17.1/kwh), 일본(C27.7/kwh), 독일(C33.9/kwh) 대비 크게 낮았다. 통상 독일/일본과의 격차는 산업용과 주거용 부문으로 3배 가까이 차이가 난 셈이다.

미국의 산업용 전기요금은 독일/일본 대비 1/3 수준에 불과함



자료: OECD, 각종언론 SK 증권

주거용 전기요금 역시 독일/일본 대비 1/3 수준에 불과함

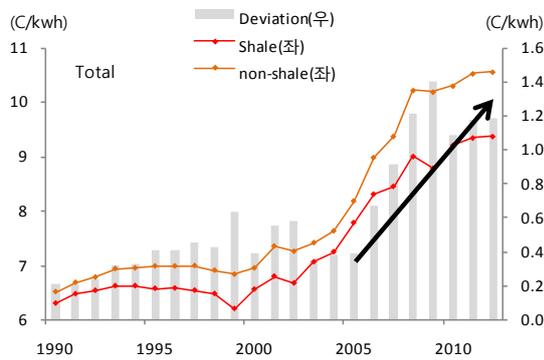


자료: OECD, 각종언론 SK 증권

**미국 내에서도
Shale gas 개발/미개발 지역
전기요금차이 05년부터 발생**

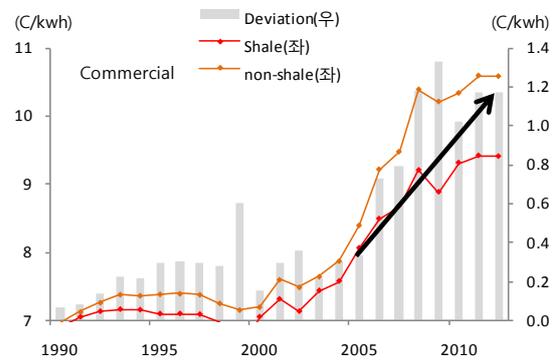
미국 내에서만 본다고 하더라도 shale gas 의 효과는 두드러지게 나타났다. Shale gas 가 개발되는 지역과 미개발되는 지역 간의 전기요금 차이가 현재 꽤 벌어져 있는데, 이격이 나타나는 시점이 정확히 2005 년부터라는 것이 흥미롭다. 즉 shale gas 개발지역은 낮은 가스가격을 바탕으로 타지역 대비 낮은 전기요금의 혜택을 누릴 수 있었다는 것이다.

미국 shale gas 개발지역과 미개발지역 간 평균전기요금의 차이



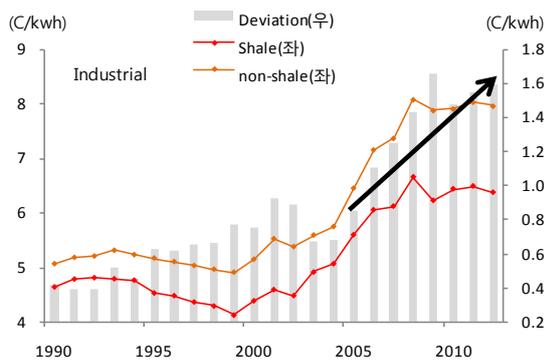
자료: EIA, SK 증권
주: Shale gas 개발지역은 콜로라도, 미시건, 뉴욕, 노스다코타, 오클라호마, 펜실베이니아, 텍사스, 유타, 와이오밍임

미국 shale gas 개발지역과 미개발지역 간 상업용 전기요금 차이



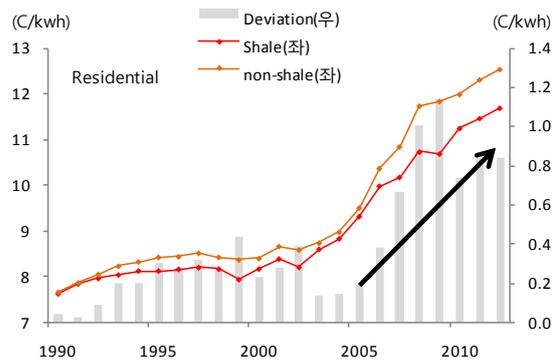
자료: EIA, SK 증권
주: Shale gas 개발지역은 콜로라도, 미시건, 뉴욕, 노스다코타, 오클라호마, 펜실베이니아, 텍사스, 유타, 와이오밍임

미국 shale gas 개발지역과 미개발지역 간 산업용 전기요금 차이



자료: EIA, SK 증권
주: Shale gas 개발지역은 콜로라도, 미시건, 뉴욕, 노스다코타, 오클라호마, 펜실베이니아, 텍사스, 유타, 와이오밍임

미국 shale gas 개발지역과 미개발지역 간 주거용 전기요금 차이



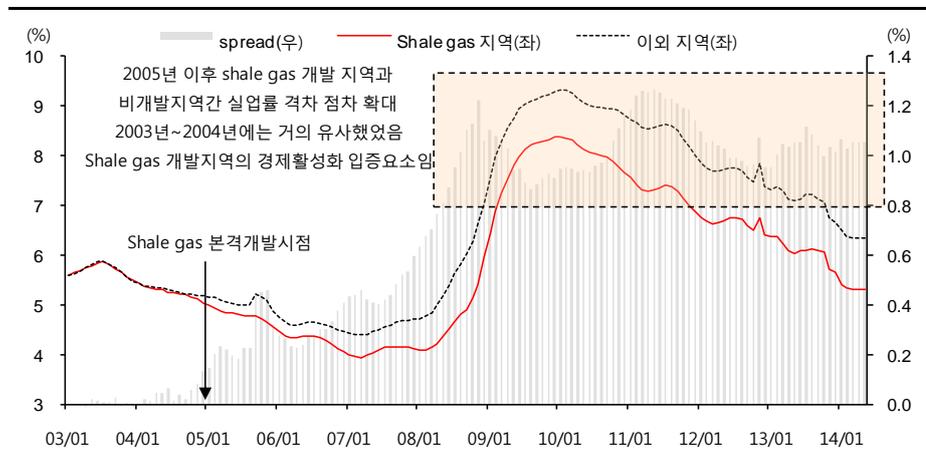
자료: EIA, 각종언론, SK 증권
주: Shale gas 개발지역은 콜로라도, 미시건, 뉴욕, 노스다코타, 오클라호마, 펜실베이니아, 텍사스, 유타, 와이오밍임

**Shale gas 개발로 인해
미국이 얻은 두 번째 이득은
실업률의 감소**
Shale gas 개발지역 실업률은
미개발지역의 그것을 압도함

두 번째 직접수혜는 바로 실업률이다. 앞선 접근법과 마찬가지로 Shale gas 개발지역과 미개발지역간의 실업률 격차는 전기요금과 마찬가지로 2005 년부터 급격하게 벌어진다. 기업체들이 낮은 전기요금을 쓰면서 그만큼 감축된 비용으로 고용을 했다는 해석도 가능하지만, 실제로는 shale gas 개발을 위해 많은 인프라 건설과 각종 투자가 이어지면서 지역체의 경기를 활성화시켰다는 부분이 더 크다고 할 수 있다. 그만큼 shale gas 가 미국의 경제부활에 기여한 바는 크다.

**2005 년(shale gas 개발)부터
shale gas 개발/미개발지역간
실업률 격차 크게 확대됨**

Shale gas 개발지역과 미개발지역간의 실업률 격차



자료: Bloomberg, SK 증권

주: Shale gas 개발지역은 콜로라도, 미시건, 뉴욕, 노스다코타, 오클라호마, 펜실베이니아, 텍사스, 유타, 와이오밍

② 다우케미칼은 사도 롯데케미칼은 살 수 없었던 이유

Shale gas로 인한
북미 에너지 가격의 하락은
한국 정유/석유화학업종의
미국 대비 필연적 약세 야기

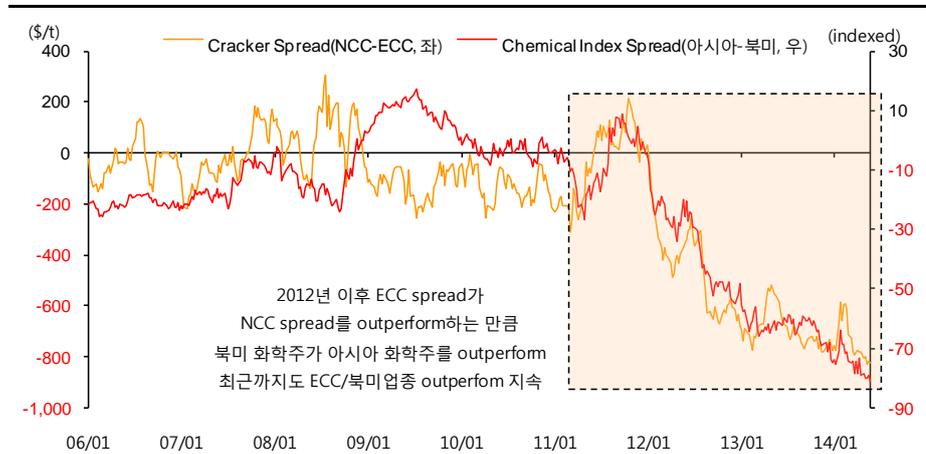
Shale gas가 단순히 미국의 경제에만 미친 영향이 컸던 것은 아니다. 석유/석탄/가스로 이뤄지는 전통에너지원(conventional energy)에도 막대한 변화, 사실상 패러다임의 전환을 이뤄냈다. 어렵지 않게 도출할 수 있는 논리다. 상기에 설명한대로 미국에서만은 3대 에너지원의 가격이 낮게 유통되었기 때문에, 미국에서 원유를 기반으로 사업을 영위하는 정유/석유화학업체의 실적방향성은 미국 외 그것들에 비해 현저한 outperform이 발생할 수 밖에 없었다. 미국과 한국의 화학업체간의 이익/주가가 모두 괴리될 수밖에 없었던 이유다.

NCC-ECC spread와
아시아-북미화학지수 spread
놀라울 정도의 연관성 보임
즉 북미화학 주가강세는
절대적으로 ECC 강세에 기인

간단하게 해당 페이지 하기에 표시된 그림 하나로 설명할 수 있다. 2006년 이후로 NCC(석유크래커)와 ECC(가스크래커)의 spread를 그려볼 경우, 2012년 이후 ECC의 원재료인 ethane 가격이 낮게 유지되면서 outperform이 추세적으로 나타나기 시작했다. 그 수치와 정확히 동행하는 것이 바로 아시아와 북미의 화학업종지수간 spread다. 즉 2012년 이후 지금까지도 지속되고 있는 북미화학업종의 outperform은 미국의 shale gas 기반의 낮은 feed가 만들어내고 있는 중장기적인 패러다임이라는 것이다.

NCC-ECC spread와
아시아-북미화학지수 spread
놀라울 정도의 연관성 보임
즉 북미화학 주가강세는
절대적으로 ECC 강세에 기인

NCC-ECC spread와 아시아-북미 화학업종지수 spread 간의 높은 연관성



자료: Bloomberg, Ciscem, SK 증권

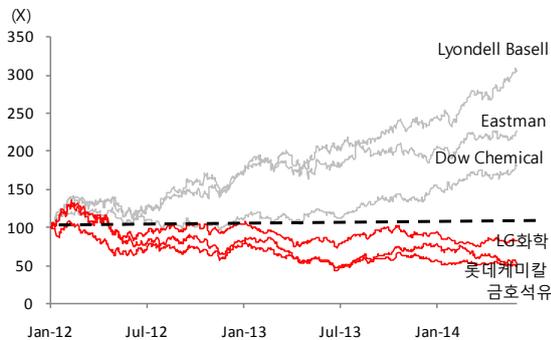
**Shale gas 로 인한
북미 에너지 가격의 하락은
한국 정유/석유화학업종의
미국 대비 필연적 약세 야기**

주가로 본다면 미국의 대표 화학업체 3 사라고 할 수 있는 Lyondell Basell / Eastman / Dow Chemical 과 한국의 대표 화학업체 3 사라고 할 수 있는 LG 화학 / 롯데케미칼 / 금호석유의 주가 추이는 2012 년 이후 현재(2014 년 5 월 30 일)까지 완전히 다른 방향성을 보여왔다. 해당시점 상에서 주가수익률은 Lyondell Basell +206.5% / Eastman +126.0% / Dow Chemical +81.2%인 반면 LG 화학 -18.1% / 롯데케미칼 -46.0% / 금호석유 -51.5%이다.

**우려스러운 부분은
아직까지도 이 추세 지속 중**

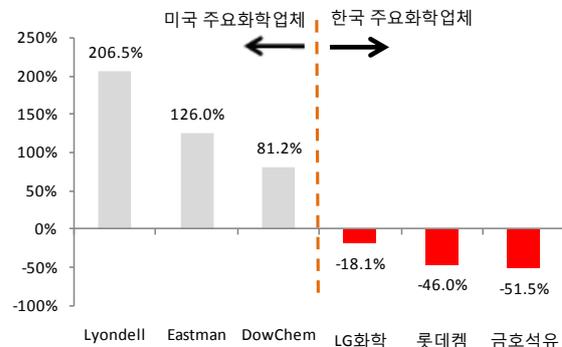
국내업체들에게 우려스러운 부분은 이 추세가 지금까지도 바닥 없이 계속되고 있다는 것이다. 실제 1 월말만 하더라도 NCC-ECC spread 는 -\$587.8/t 이었는데 5/26 에는 -\$826.5/t 까지 추가확대(ECC 의 outperform)가 발생하였다. 그리고 동 수치는 06 년 이후 집계 이래 최대격차에 해당한다. Bloomberg 에서 산출하는 아시아-북미 화학업종지수간 격차가 -63.8 → -81.2 로 역시 동기간 최대치까지 확대되었음은 물론이다. 놀라울 정도로 높은 연관성이라 할 수 있다. 이런 탈석유시대의 패러다임이 지속되는 한 국내 화학업체가 얻을 수 있는 기회는 '저점매수'라는 valuation call 외에는 그다지 많지 않을 것이다.

2012 년 이후 미국과 한국 화학업종의 주가 방향성 완전히 다름



자료: Bloomberg, SK 증권
주: 모든 기업의 2012년 1월 1일 주가를 100으로 indexed 한 뒤 상대비교

2012 년 이후 미국/한국 화학주요업체 주가수익률 차이 명확함



자료: Bloomberg, SK 증권

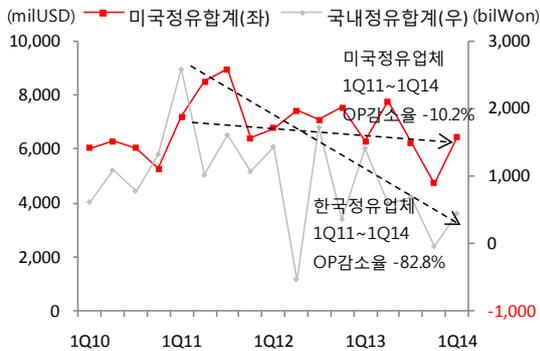
**정유업체도 마찬가지로
1Q11~1Q14 OP 변동률은
미국 -10.2% / 한국 -82.9%**

정유업체에게도 스토리라인은 다르지 않다. Unconventional oil, 즉 낮은 가격의 비전통 원유를 본격적으로 사용하게 된 2011년 이후 미국 대표 정유업체 (Tesoro, Cabot, Marathon, ConocoPhillips, Devon, Holyfrontier, Noble, Murphy)의 이익은 글로벌 유가와 정제마진 약세에도 불구하고 견조하게 유지되었다. 1Q11 상기 8개업체의 영업이익 합계치는 \$72.1억이었고 1Q14 합계치는 \$64.7억을 기록했으니 이익의 감소폭은 10.2%에 불과했다. 그러나 Dubai를 기준으로 사용하면 아시아 지역의 정제마진 약세 위협에 그대로 노출될 수 밖에 없었던 국내 정유 3사는 동기간 이익이 82.9%나 급감했다.

**주가변동률도 다르지 않음
13년 이후 시가총액 합계치
미국정유 +28.2%
반면 동기간 한국은 -33.6%임**

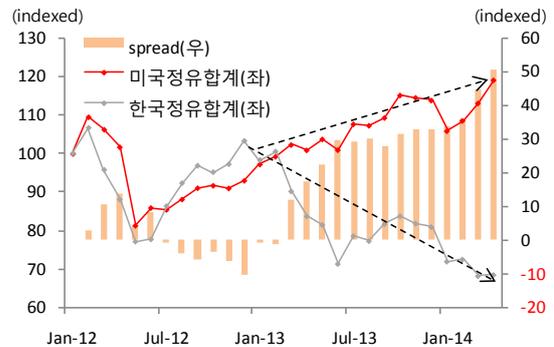
주가의 흐름이 이와 동행했던 것도 당연한 일이다. 2013년 이후 월간기준으로 봤을 때 올 해 4월까지 상기 8대 정유업체의 시가총액 합계치는 +28.2% 상승했다. 반대로 동기간 국내 정유 3사는 -33.6% 하락했다. 석유화학업체와 유사한 상황이 벌어진 것이었다. 사실 정유업체는 미국과 한국을 불문하고 '탈석유시대'라는 기조가 이어진다면 타격을 피할 수 없는데, 그 와중에도 현재로서는 낮은 WTI를 사용할 수 있다는 장점을 지닌 미국 정유업체들의 outperform이 부각되고 있고, 당분간 이 기조가 이어질 것을 감안한다면 현재의 추세가 쉬이 바뀌기는 어려울 것이다.

미국정유업체 영업이익은 한국정유업체를 outperform



자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권

그런 기조에 의해 13년 이후 미국/한국 정유업체 주가괴리 심화



자료: Bloomberg, SK 증권
주: 2012년 1월 1일을 100으로 indexed 하였음

2) 수출: 우리가 '목격하게 될' 미국의 2nd Shale Gas Revolution

① 39년 만에 원유수출 재개를 노리는 미국

최근 미국은
1975년 1차 석유파동 이후
원칙적 수출금지였던 원유의
수출재개를 39년 만에 검토

최근 들어 이슈가 되는 부분은 1975년 1차 석유파동 이후 에너지 안보를 이유로 원유수출을 원칙적으로 금지시켰던 미국이 39년 만에 수출을 재개할 수 있다는 부분이다. 존 포디스타(John Podesta) 백악관 선임고문은 5월 8일 뉴욕에서 열린 콜롬비아대학 글로벌에너지정책센터 토론회에서 미국의 원유수출 허용 가능성을 묻는 질문에 “생산량 동향과 미국에서 흡수할 수 있는 정유 능력을 적극 검토하고 있다.”고 답을 했다. 또한 어니스트 모니즈(Ernest Moniz) 미국 에너지부 장관은 5월 13일 서울에서 열린 5차 클린에너지장관회의에 참석해 “원유수출 문제를 검토 중.”이라고 언급한 바 있다(14/05/14, 이테일리).

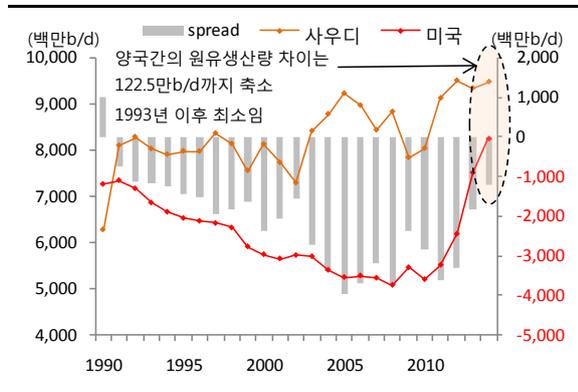
현재 미국의 원유시장은
1) shale gas로 수요/수입 ↓
2) 비전통원유로 생산 ↑

앞선 단락에서 살펴봤듯이 미국은 이미 05년 shale gas 본격개발이 시작된 이래로 원유의 수요와 순수입이 동시에 줄어드는 ‘탈석유시대’의 움직임을 보였다. 그러나 unconventional oil(tight oil, oil sand 등) 개발은 반대로 활발하게 진행되며 원유 전체의 생산량은 반대로 10년 이후 극적인 상승반전을 이뤄내었다.

미국의 원유생산량
08~14년 6년 CAGR +8.4%
사우디와 생산량 격차 급감

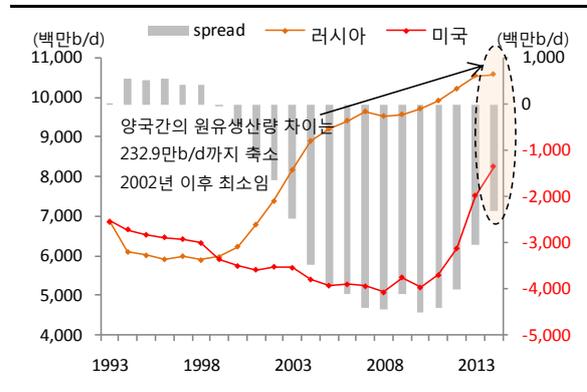
2014년 4월 미국의 원유생산량은 825.3만 b/d까지 도달(세계 3위)했는데, 이는 세계 원유생산량 2위 사우디 아라비아의 947.8만 b/d와 122.5만 b/d밖에 차이가 안 나는 수준에 해당한다. 양국간의 원유생산격차가 이 정도까지 줄어든 것은 1993년 이후 처음 있는 일이다. 사우디 역시 2010년 이후 이란의 부족분을 메우기 위해 생산량을 09년 783.4만 b/d → 14년 947.8만 b/d로서 164.4만 b/d(5년 CAGR + 3.9%)를 끌어올렸음에도 불구하고, 미국이 비전통원유를 바탕으로 08년 507.4만 b/d → 14년 825.3만 b/d로서 동기간 증대시킨 속도(375만 b/d, 6년 CAGR + 8.4%)가 훨씬 급격했기 때문에 발생한 현상이다.

미국의 비전통원유 개발 가속화로 사우디와 생산격차 급격 축소



자료: Oil Market Intelligence, SK 증권

러시아와의 격차 또한 급격한 속도로 축소 중임



자료: Oil Market Intelligence, SK 증권

**세계 원유생산 1위인
러시아와의 생산격차도 축소**

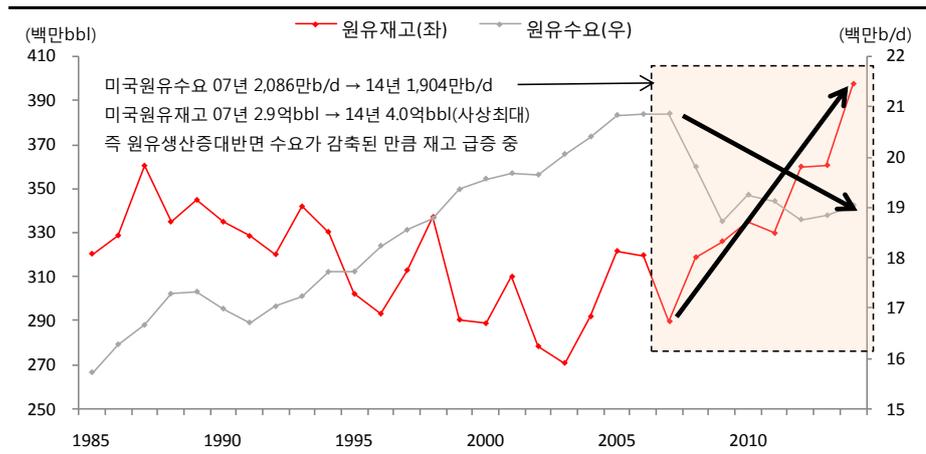
이는 세계 원유생산량 1위를 기록하고 있는 러시아와 비교해도 마찬가지다. 2008 년만 하더라도 양 국가의 원유생산량 격차는 445 만 b/d 까지 확대되어 있었지만, 2014 년 4 월 현재는 232.9 만 b/d 까지 축소되어 2002 년 이후 최소치를 기록 중에 있다.

**Shale gas revolution
원유수요감소 + 원유생산증대
= 원유재고 급증
이미 미국원유재고 사상 최고**

다음부터는 상식적으로도 추론이 가능한 상황이 전개가 된다. 1) 기본적으로 1st shale gas revolution(탈석유)에 의해 정확히 2005 년부터 원유수요의 감소가 이뤄지고 있었는데, 2) 이어서 unconventional oil 에 의해 원유생산증대 또한 견인되었기 때문에, 3) 결론적으로는 미국 원유재고의 급격한 증대가 발생할 수밖에 없었던 것이다. 실제로 5 월 셋째 주까지 미국 원유재고는 4.0 억 bbl 로 발표되었는데, 1985 년 집계 이래 사상 최대치일 뿐만 아니라 연일 최고치 경신 중에 있다.

**Shale gas revolution 이 만든
직접적인 변화는
원유수요감소와 생산증대
결국 재고급증으로 연결됨**

1985 년 이후 미국 원유수요와 재고 추이



자료: EIA, BP, SK 증권

패러다임으로 움직이는 부분
결국 원유수출이라는
2nd revolution 으로 귀결

현재 지속되고 있는 ‘미국의 원유수요 감소(by shale gas) + 원유생산 증대(by unconventional oil) = 원유재고 급증’ 논리도식은 단기적인 부분이 아니다. 결국 ‘Shale Gas Revolution’이라는 큰 패러다임에 의해 하나의 트렌드가 되고 있는 상황이다. 따라서 이에 대해서 미국도 새로운 대응책을 마련할 수밖에 없을 것이고, 결국 당사 리서치센터는 그 논리적 귀결이 원유수출이라는 2nd shale gas revolution 으로 이어질 수밖에 없다는 결론을 내린다.

실제로 2000년 초중반
BRICs 중심 개도국 경제 때
글로벌 원유생산대비
수출물량의 증대 부각되었음

여기서 한 가지 주목해봐야 할 것은 글로벌 원유생산과 원유수출 데이터다. 2000년대 초반부터 중반까지는 BRICs의 전성기 시대였다. 이 당시 개발도상국들이 급격한 경제발전에 발맞춰 에너지 소비량을 급증시켰는데, 때문에 글로벌 원유생산량과 수출량의 격차는 2004년 3,083만 b/d에서 2007년 2,673만 b/d까지 급감하였다. 즉 세계적인 원유수요의 증대욕구를 생산량이 감당하지 못했다는 것이다.

그러나 미국의
원유 순생산 잉여가 발생한
2000년 중후반 이후로는
다시 글로벌 원유생산 많아짐

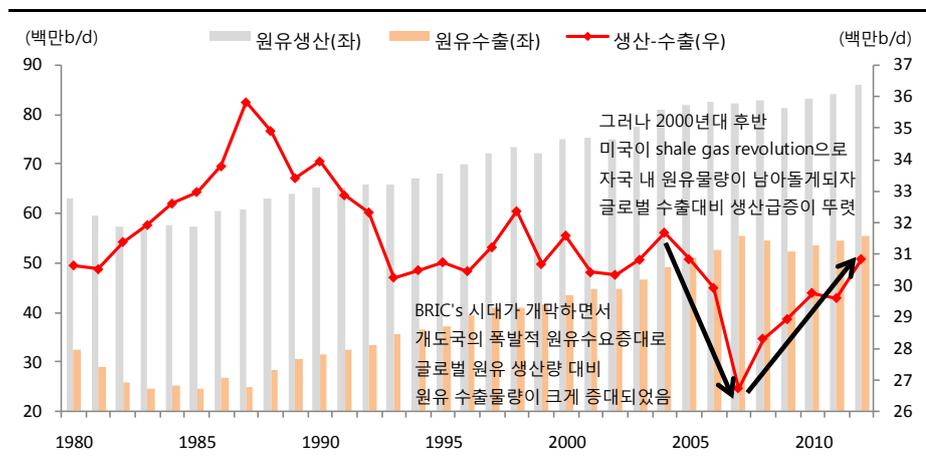
그러나 미국이 shale gas revolution 이후 ‘미국의 원유수요 감소(by shale gas) + 원유생산 증대(by unconventional oil) = 원유재고 급증’의 도식 속에서 자국내 순생산 지수를 올림에 따라, 상기에 표시했던 글로벌 원유 생산-수출물량의 격차는 07년 2,673만 b/d에서 12년 3,084만 b/d까지 재차 확대가 되었다.

미국의 저가원유가
신규 수요처를 찾을 수 있는
room 이 증대된 것을 의미함

즉 미국 unconventional oil 생산증대로 인해 글로벌 수요물량 대비 생산의 잉여가 발생하기 시작했다는 것이다. 즉 과거에 비해 글로벌 수요처는 공급물량 확보가 용이해진 셈인데, 이럴 경우 미국이 상대적으로 자국의 저가 원유를 바탕으로 공략할 수 있는 시장의 room 이 상대적으로 많아질 수밖에 없다.

미국 shale gas revolution 은
글로벌 수출물량 대비
생산물량의 잉여를 발생시킴
미국의 전략적 선택의 폭이
넓어졌음을 의미함

1908년 이후 글로벌 원유생산과 원유수출의 차이



자료: EIA, SK 증권

② OPEC 혹은 Dubai 가 받게 될 부정적 여파

미국의 OPEC에 대한
원유수입의존도는 이미 감소
Jan-09 43% → Feb-14 37%
캐나다(35.1%) OPEC 과 유사

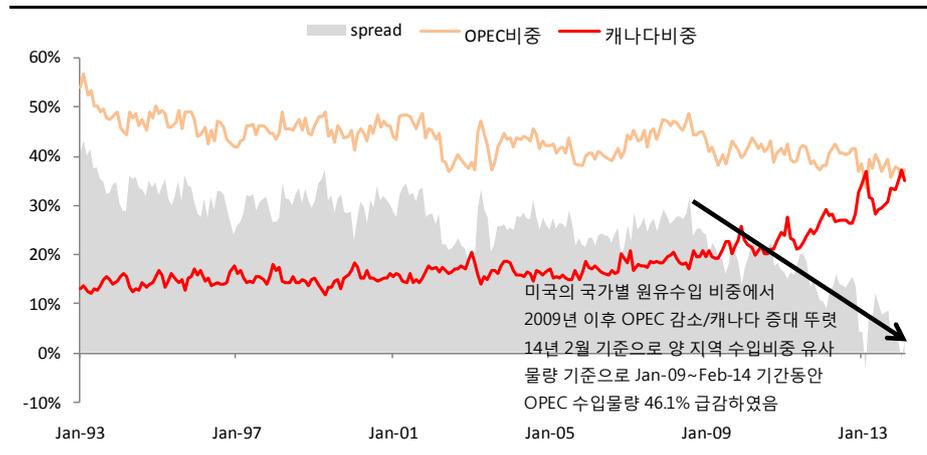
사실 OPEC 이 받고 있는 충격은 1st shale revolution 에 의해서도 이미 진행 중에 있었다. 미국의 OPEC 에 대한 원유수입 의존도는 shale gas 발생 이후 급격한 감소추세를 이어가고 있었다. 특히 2009 년 이후부터 그런 양상이 뚜렷하게 나타나는데, 2009 년 1 월 미국 원유수입에서 OPEC 비중이 43.3%였지만 2014 년 2 월 동 수치는 37.1%까지 하락하였다. 동기간 캐나다는 반대로 19.4%에서 35.1%까지 증대하여 OPEC 과 사실상 차이가 없는 수치를 시현하기도 하였다.

수입의 절대물량으로 보면
그런 측면은 더욱 두드러짐
Jan-09 대비 Feb-14 까지
OPEC 수입물량 46.1% 급감

수입의 절대물량으로 본다면 그런 측면은 더욱 두드러진다. 2009 년 1 월 미국이 OPEC 에서 수입한 물량은 1.76 억 bbl 이었는데, 2014 년 2 월 해당 수치는 0.95 억 bbl 로 무려 46.1%가 급감하였다. 반면 동기간 캐나다는 0.79 억 bbl 에서 0.90 억 bbl 로 13.8% 증대되었다. 캐나다 역시 미국과 마찬가지로 shale revolution 에 의해 unconventional oil 이 상당히 증대되고 있었을 뿐만 아니라, 사실상 ‘북미’라는 경제패러다임을 같이 하는 최근접국가인 만큼 미국은 이들에 대한 에너지 의존도를 크게 높였다는 해석이 가능하다.

미국은 shale gas 발생 이래
지속적으로 OPEC 의존 축소
에너지 자립측면 상승 및
캐나다 비중 상대적 확대

1993 년 이후 미국의 OPEC/캐나다 원유수입과 비중 추이



자료: EIA, SK 증권

**OPEC 수입 급감 중에서
사우디 수입물량은 견조함
그 외 중동 정정불안국가들의
원유수입 감소폭이 부각**

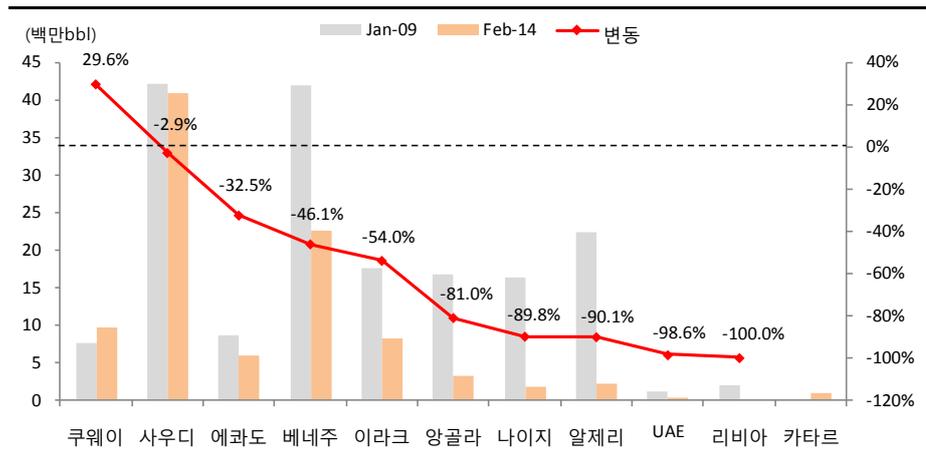
한 가지 재미있는 것은 OPEC 수입물량이 급감했지만 국가별로 break-down 시켜본다면 가장 핵심국이자 미국과 돈독한 정치적 관계를 유지 중인 사우디는 감소폭이 크지 않다는 것이다. 앞서 언급한대로 09년 1월~14년 2월 OPEC 물량 감소분은 46.1%였던 반면 사우디는 2.9% 감소에 불과했다. 미국과 정치적 배척 관계가 높은 베네주엘라가 46.1% 급감한 것을 비롯해, 중동의 기타 정정불안 국가인 이라크(-54.0%), 앙골라(-81.0%), 나이지리아(-89.8%), 알제리(-90.1%), UAE(-98.6%), 리비아(-100%) 감소폭은 대단히 높았다. 이란은 이미 국제적 금수조치를 당하며 경제위기에 빠졌던 것은 널리 알려진 부분이다.

**사우디 물량이 유지되었기에
OPEC 전반의 위기가
표면 상으로 크게 두각안팠음**

중동의 원유는 생산/정치입지 모두에서 사우디가 가장 중요하다. 어떻게 본다면 미국이 중동 원유의존도를 크게 낮췄음에도 지금까지 표면적으로 덜 부각됐던 것은, 물론 BRICs의 buying power가 강해진 영향이 가장 컸겠지만, '대마(大馬)'인 사우디와의 교류관계에서는 큰 차이가 없었기 때문일 지도 모른다.

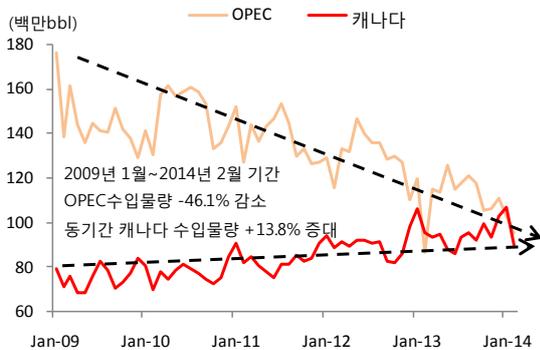
**OPEC 내에서도
사우디 원유수입 유지한 반면
기타 OPEC 수입은 급감했음**

09년 1월 대비 14년 2월 미국의 OPEC 국가 수입물량 차이



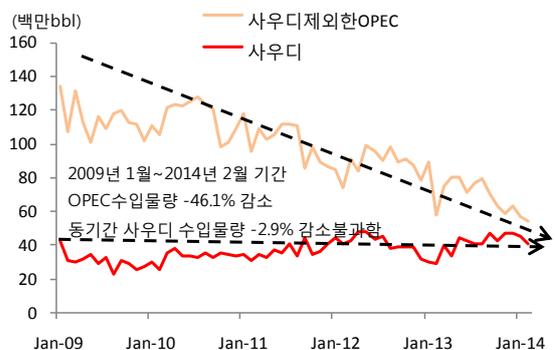
자료: EIA, SK 증권

OPEC 원유수입 급감 반면 캐나다 원유수입은 견조한 증대



자료: EIA, SK 증권

재미있는 부분은 OPEC 내에서도 사우디는 물량 견조하게 유지 중



자료: EIA, SK 증권

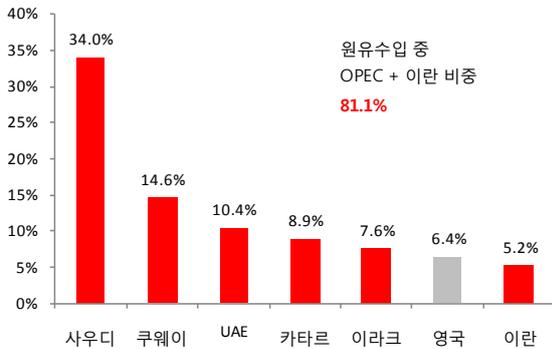
**'원유수입'은 수동적 포지션
미국이 능동적 포지션인
'원유수출'로 돌아설 경우
OPEC의 직접타격 불가피함**

하지만 미국이 지금까지 '원유수입'이라는 수동적(passive)인 자세에서 나타났던 지정학적 변화와, '원유수출'이라는 능동적(active)인 자세로 변화되었을 때의 지정학적 변화는 크게 달라질 수도 있다. 간단하게 얘기해보자면 지금까지 글로벌 원유 시장은 상대적으로 고가인 OPEC(Dubai) 원유를 받아들일 수밖에 없는 상황이었지만, 미국의 unconventional oil 생산증대가 발생하면서 글로벌 원유생산의 잉여폭이 증대되었고, 이제 미국의 저가 원유를 글로벌 각국에 M/S를 확장시키면서 내보낼 수 있는 여건이 마련되었다는 것이다. 앞서 나타난 그림이지만, 글로벌 수출물량 대비 생산이 지난 몇 년간 크게 증대되었다는 것은 그 근거가 된다.

**세계원유수입의 주요국인
동북아의 한국/일본
OPEC+이란 의존도 80% ↑
미국의 원유수출여력 높은 곳**

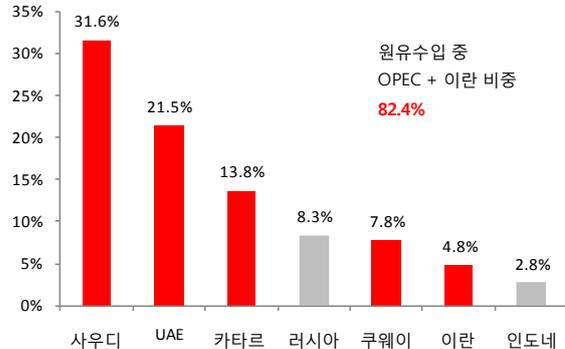
미국을 제외할 때 세계에서 주요 원유수입국은 동북아, 즉 중국/일본/한국이다. 그 중 한국/일본은 OPEC에 대한 원유수입 의존도가 대단히 높다. 한국 34.0% / 일본 31.6%다. 특히 OPEC과 이란까지 포함한 합계치 비중을 본다면 각각 81.1% / 82.4%까지 상승한다. 따라서 미국이 원유수출을 시작한다면 한국과 일본은 즉각적인 수혜를 입게 될 가능성이 높다. 그리고 OPEC에 대한 의존도를 낮추는 만큼 Dubai 원유는 상대적 피해를 받을 것으로 예상된다. 참고로 인도 역시 OPEC + 이란이 전체 수입에서 차지하는 비중은 85.0%에 이른다.

한국은 원유수입의 절대적인 부분을 OPEC+이란(81.1%)에 의존



자료: KITA, SK 증권
주 1) 2014년 4월까지의 누적치 기준임
주 2) 빨간색 표시된 국가는 OPEC 회원국임
주 3) 상위 7개국만 표시

일본 역시 원유수입의 절대적인 부분을 OPEC+이란(82.4%)에 의존



자료: KITA, SK 증권
주 1) 2014년 3월까지의 누적치 기준임
주 2) 빨간색 표시된 국가는 OPEC 회원국임
주 3) 상위 7개국만 표시

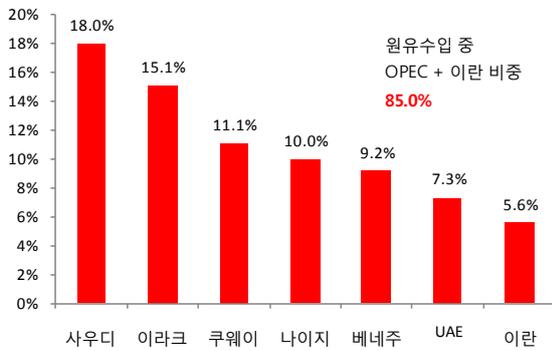
중국 OPEC+이란 비중 61.8%
한국/일본에 비해 낮지만
여전히 높은 수치임

중국은 원유수입물량의 국가별 비중을 본다면 사우디 비중이 17.1%로서 상대적으로 한국/일본에 비한다면 낮다. 러시아(10.3%) 비중이 높기 때문으로 해석된다. 그렇다고 하더라도 전체 원유수입 중 OPEC + 이란이 차지하는 비중은 61.8%로서 상당히 높다. 역시 미국이 공략할 수 있는 여력이 높은 곳이다.

유럽은 OPEC+이란보다는
러시아와 연관성 높음

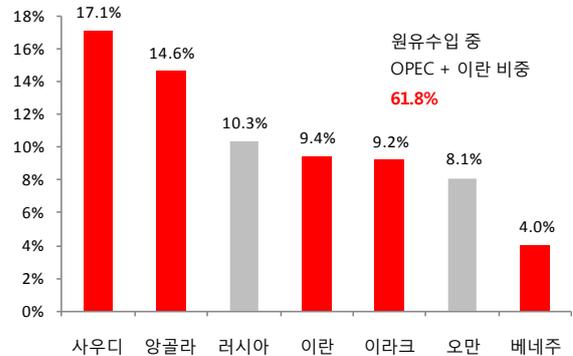
유럽은 원유수입의 28.9%를 러시아로부터 조달하고, OPEC + 이란은 23.0%로 상대적으로 낮다. 이들은 미국 원유수출재개가 OPEC 보다는 러시아와의 관계에서 변화를 일으킬 가능성이 높는데, 이는 차후 단락에서 다루도록 한다.

인도 역시 원유수입의 절대적인 부분을 OPEC+이란(85%)에 의존



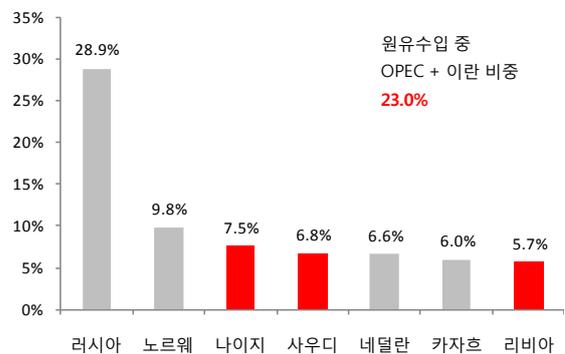
자료: KITA, SK 증권
 주 1) 2013 년 11 월까지의 누적치 기준임
 주 2) 빨간색 표시된 국가는 OPEC 회원국임
 주 3) 상위 7 개국만 표시

중국은 OPEC+이란 의존도(61.8%) 상대적으로 낮지만 그래도 높음



자료: KITA, SK 증권
 주 1) 2014 년 3 월까지의 누적치 기준임
 주 2) 빨간색 표시된 국가는 OPEC 회원국임
 주 3) 상위 7 개국만 표시

유럽은 OPEC+이란(23.0%)보다는 러시아(28.9%)가 이슈임



자료: KITA, SK 증권
 주 1) 2013 년 기준임
 주 2) 빨간색 표시된 국가는 OPEC 회원국임
 주 3) 상위 7 개국만 표시

- 1) 미국원유수출 재개하면서
- 2) 주요 원유수입국인 동북아 내에서 OPEC 비중 감소 시
- 3) Dubai 유 수급타격불가피

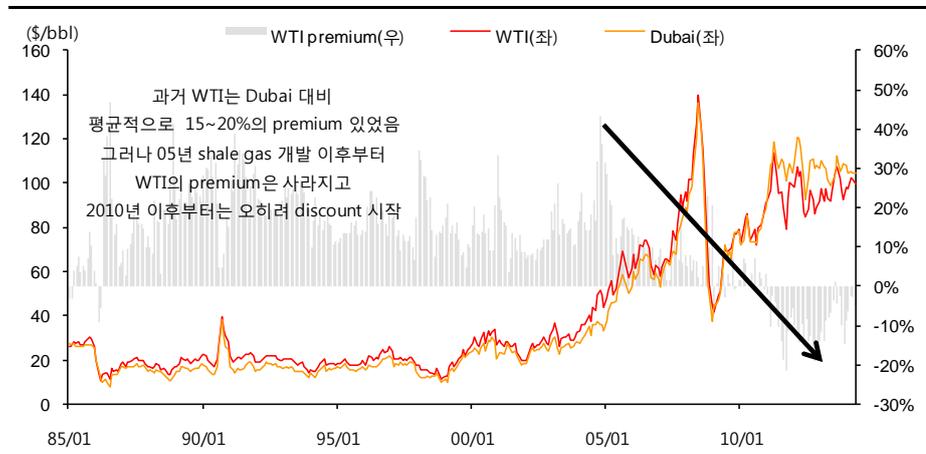
스토리라인을 따라 1) 미국이 원유수출을 재개하고 2) 지금까지 OPEC+ 이란 의존도가 높았던 동북아시아의 전세계 주요 원유수입국 한국/일본/중국으로 신규활로를 확보할 경우 3) 결론적으로는 Dubai 가격의 상대적 타격이 불가피해 보인다. 사실 2005년부터 글로벌 원유시장에서는 기현상이 나타났다. 1985년 WTI 라는 거래 시장이 생성된 이후로 동 유종 특유의 light 한 성상 탓에 항상 Dubai 대비 15~20%의 premium 을 받아왔는데, 2005~2009년 그 premium 이 소멸되더니 2010년 이후로는 아예 discount 까지 가버린 현상이었다. 당사 리서치센터는 그 원인을 앞서 언급했던 것처럼 shale gas 발생 이후 미국에서 벌어진 탈석유시대 움직임에 의해 미국의 모든 에너지 가격이 하향조정 됐었기 때문으로 판단한다.

WTI와 Dubai 대비
 15~20% premium 받았던
 과거로의 회귀가 가능함

그러나 미국이 원유수출을 재개하면서 자국 내 원유수급과 글로벌 원유수급의 balance 를 맞춰갈 경우, 1 차적으로는 세계적으로 에너지의 공급이 많아지면서 에너지 가격 자체가 하향 조정되고, 2 차적으로 Dubai 가격이 과거와 같이 WTI 대비 discount(혹은 WTI 의 premium)의 영역으로 재진입할 가능성이 높다.

1985~2005: WTI premium
 2005~2013: WTI discount
 다만 최근 미국 원유순수입의
 감소 나타나며 discount 소멸

WTI의 Dubai 대비 premium과 discount 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

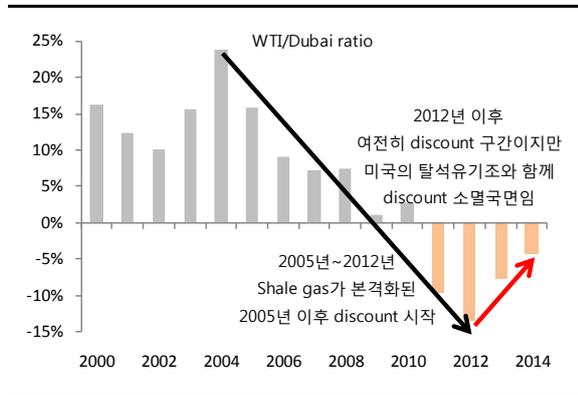
**사실 WTI-Dubai 역 spread
12~14년 동안 이미 축소 중
미국 원유순수입 감소 결과물**

WTI-Dubai 역 spread 의 축소 가능성과 관련하여 참고할 부분이 2 가지 있다. 첫 번째는 이미 WTI 와 Dubai 의 역 spread 가 정상화되는 과정은 일정수준 진행 중에 있다는 것이다. 2012 년 -13.6%까지 벌어졌던 격차는, 2014 년 4 월 기준으로는 -4.2%까지 축소되었다. 미국이 원유순수입을 줄이면서 Dubai 의 수급을 완화시키며 나타나게 된 현상으로 파악된다. 따라서 미국이 본격 원유수출을 하게 된다면 역 spread 의 정상화가 ‘가속화’될 개연성이 높아 보인다.

**WTI 순매수 11년부터 급증
1Q11~1Q14 동안 +95.7%
탈석유시대 진행됐음에도
WTI가 \$100/bbl 무문 원인
반대로 동 포지션 청산 시
WTI 가격에 악영향 불가피함**

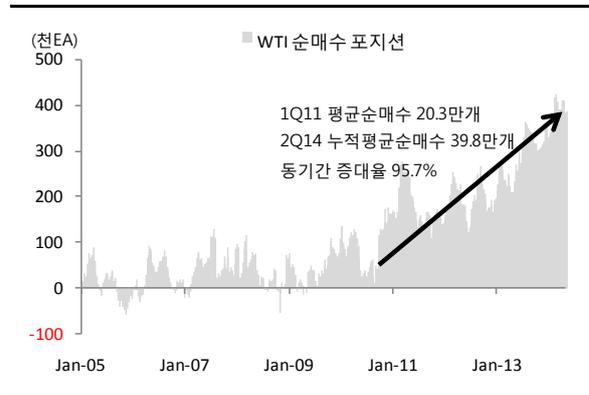
두 번째는 WTI 순매수포지션이다. 상품매매가 가능한 WTI 에 있어서 long position 과 short position 을 차감한 net long position(순매수포지션)을 살펴보면, 2011 년부터 동 수치가 급격하게 증가했음을 알 수 있다. 1Q11 평균 순매수는 20.3 만건이었지만 2Q14 누적평균은 39.8 만건까지 급증하였다. 증대폭으로만 봐도 3 년 만에 95.7%가 급증한 것이다. 정확한 원인을 파악하기는 힘들다. 다만 이런 순매수포지션의 증대는 사실 미국이 이미 ‘탈석유시대’를 진행했음에도 WTI가 \$100/bbl 수준에 머무르게 하는 하나의 큰 원인이 되었음은 자명한 사실이다. 따라서 만약 이 순매수 포지션이 청산되거나 혹은 과거와 같은 수준으로 회귀하게 될 경우, 수급 상 글로벌 유가에 좋지 못한 영향을 미치게 될 가능성이 농후하다.

WTI-Dubai 역 spread 는 사실 2012 년부터 이미 정상화 중



자료: Bloomberg, SK 증권

2011 년 이후 급증된 WTI 순매수포지션이 청산(혹은 감소)된다면?



자료: Bloomberg, SK 증권

③ NGL(Natural Gas Liquid): 미국산 저가 LPG 의 공급

Natural Gas 의 구분

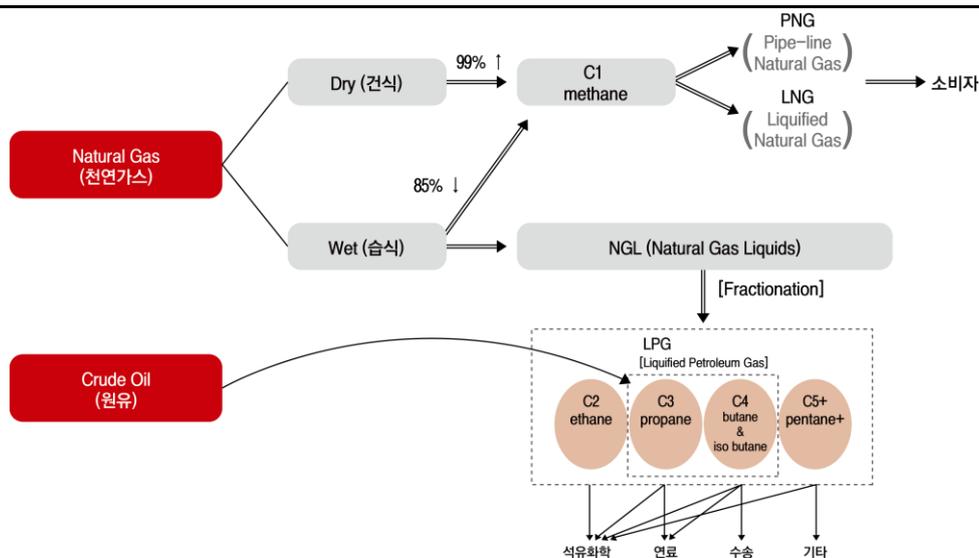
- 1) dry: 메탄함량 99% ↑
- 2) wet: 메탄함량 85% ↓ 반면 에탄(C2) 이상 다수 함유

가스의 종류는 보통 dry gas(건식가스)와 wet gas(습식가스)로 분류가 된다. 가스는 통상 methane(C1) / ethane(C2) / propane(C3) / butane(C4) / isobutane(C4) / pentane + (C5+)으로 구성이 되는데, dry gas 의 경우는 methane 의 비중(99% 이상)이 절대적으로 높고, wet gas 는 methane 의 비중(85% 이하)이 낮은 반면 ethane 이상의 비중이 높게 나타나는 특성이 있다. 일반적으로 전통적 가스 채취 방식으로 채굴되는 associated gas(수반가스)는 wet gas 의 특성을, 가스전 만을 주로 공략하는 shale gas 는 dry gas 의 특성을 지니게 된다(물론 wet gas 에서 dry gas 를 추출하기도 하고, 혹은 최근 shale gas 채굴 시에도 wet gas 가 포함된 쪽을 더 많이 찾기 때문에 어떤 절대적인 구분점을 제시하기에는 무리가 있다).

Wet gas 를 추가 처리하여 NGL 을 분리해내고 NGL fractionation 을 통해 에탄/프로판/부탄 등을 추출

Dry gas 는 methane 이 대다수인 만큼 이를 냉각시킨 다음 LNG(Liquified natural gas, 액화)로 전환하여 곧바로 수송한 뒤 최종 수요처에서 사용하게 된다. 단 wet gas 는 앞서 언급했듯이 ethane(C2) 이상의 고탄화수소가 더 많기 때문에, 일정 process 를 거쳐 methane 을 분리한 뒤 고탄화수소만을 추출하고, 그 추출 된 고탄화수소를 특정 process 를 통해서 C2(ethane), C3(propane), C4(butane, isobutane), C5+(pentane+)로 각각 분리해내게 된다. 여기서 C2 이상의 계열만을 포함한 액체상태의 가스를 ‘NGL(Natural Gas Liquid)’이라고 부르고, NGL 을 추가 처리하는 특정 process 를 ‘fractionation’이라고 부른다.

Dry / Wet gas 에 대한 구분, 그리고 NGL 에 대한 이해



자료: SK 증권

**최근 shale gas E&P 에서
Wet gas 가 주목받는 이유는
NGL 이 포함한 C2 이상 때문**

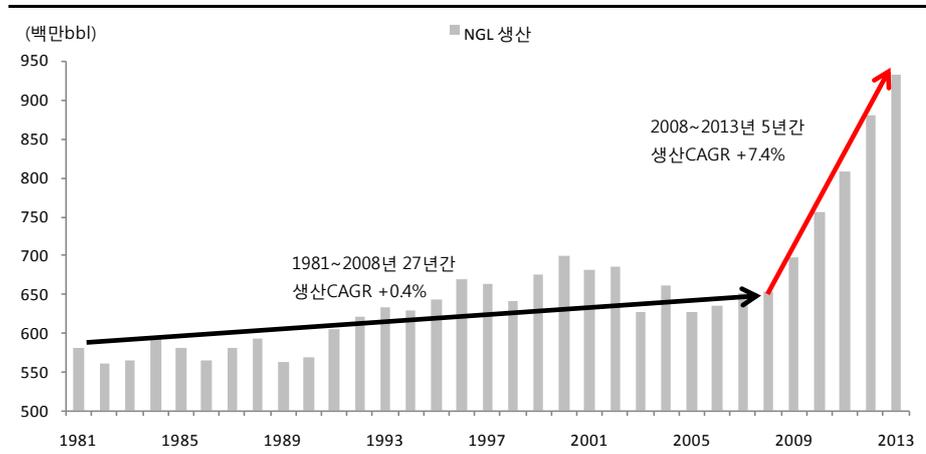
최근 들어 북미 shale gas E&P 에서 wet gas 가 주목을 받는 것은 이 NGL 의 가치 때문이다. NGL 이 함유하고 있는 에탄/프로판/부탄이 다양한 용도로 사용될 수 있는 여지가 많기 때문이다. Dry gas 에서는 앞서 언급했듯이 사실상 메탄 만이 추출이 되는데, 메탄(C1)은 발열을 위한 성분으로 사용되는 것이 전부라고 할 수 있다. 반면 에탄(C2)은 익히 알려져 있는 가스화학(ECC, Ethane Cracker)의 원료로 사용되고, 프로판(C3)과 부탄(C4)은 역시 가스화학(PDH, 프로필렌을 생산)뿐만 아니라 흔히 도시가스 혹은 수송용으로 사용되는 LPG 가 되기도 한다. C5 이상의 계열에서는 휘발유, 컨덴세이트 등이 생산된다. 이처럼 용도가 상당히 다양한 특성을 지닌다.

**미국에서는 이미
NGL 추출과 frac 설비 성행
따라서 NGL 공급급증**

때문에 미국에서는 shale gas 개발과 함께 NGL 의 추출, 혹은 NGL 을 고탄화수소로 분리해내는 fractionation 설비가 이미 성행을 하고 있고, 이와 동반하여 NGL 의 생산량도 급격한 증대추세를 보이는 상황이다. 1981 년부터 2008 년까지 27 년간 NGL 의 생산 CAGR 은 +0.4%에 불과했지만, 2008 년~2013 년까지 지난 5 년간의 CAGR 은 +7.4%까지 급증하였다는 것에서 이를 입증할 수 있다. 생산량은 2008 년 6.5 억 bbl 에서 2013 년 9.3 억 bbl 까지 42.9% 증대되었다.

**미국 NGL 생산은
shale gas 개발 이래로 급증
81~08 년 CAGR +0.4% 불과
그러나 과거 5 년 CAGR 7.4%**

1981 년 이후 미국 NGL 생산 추이



자료 EA, SK 증권

그러나 과한 NGL 공급증대로 공급과잉 현상에 봉착함

그러나 지나치게 많은 fractionation 설비가 진입하면서 미국의 NGL 공급이 급증한 만큼, NGL 및 그 부산물(C2 이상 계열) 들은 지난 몇 년간 공급과잉에 시달려야 했다. 수요는 이를 맞이할 만큼 인프라가 구축되지 않았었다는 것이 문제였다.

NGL의 공급과잉은 Fractionation spread로 발현
2010년 이후 저점 부근임

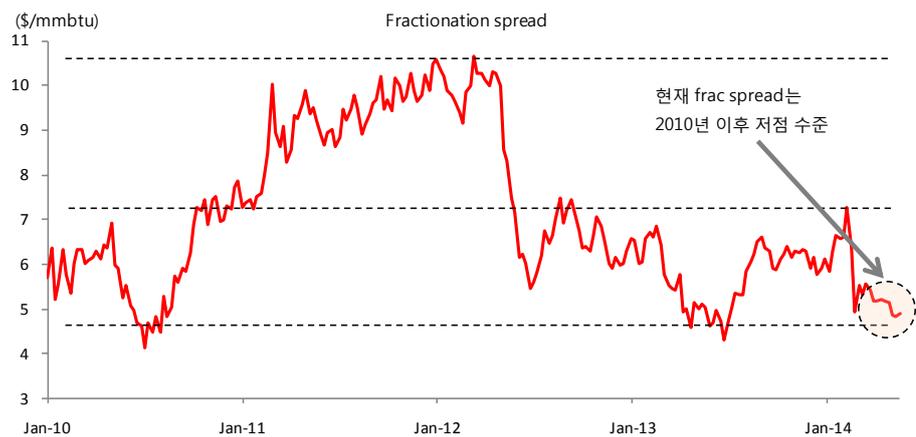
미국 내 NGL의 공급과잉은 fractionation spread(일명 frac spread)를 통해서 나타난다. Fractionation spread란 NGL의 최종생산제품인 에탄/프로판/부탄/이소부탄/펜탄 각각의 가격을 제품생산 비중에 따라 가중평균하여 모두 더한 뒤 원재료인 천연가스의 가격을 빼주는 것이다. 흡사 정유업체가 사용하는 정제마진과 유사한 개념인데, 최근 동 수치는 약세를 면치 못하는 상황이다. 2014년 5월 16일 기준 frac spread는 \$4.9/mmbtu인데, 이는 2010년 이후 저점 수준인 \$4/mmbtu 초반과 크게 다르지 않은 수준이다.

NGL 중 최대생산제품인 에탄 spread가 가장 안 좋음
미국 ECC 본격진입 17-18년 공급과잉을 면하기 어려움

더욱 큰 문제는 NGL fractionation 시 가장 많은 제품으로 산출되는 에탄의 공급과잉이 심각하다는 것이다. 현재 에탄만의 frac spread를 본다면 연일 역사적 저점을 뚫고 내려가는 양상이 나타나고 있다. 결국 이는 NGL frac이 활성화되는 것에 반해 이를 기반하는 수요가 약하기 때문이라고 할 수 있는데, 당연한 것이 미국 shale gas 기반의 에탄 크래커가 본격적으로 시장에 침투하는 시점은 2017~18년이기 때문이다.

Frac spread 현재 수치는 \$4.9/mmbtu(5/16)
2010년 이후 저점 부근 NGL의 공급증대대비 수요약세 현상을 대변함

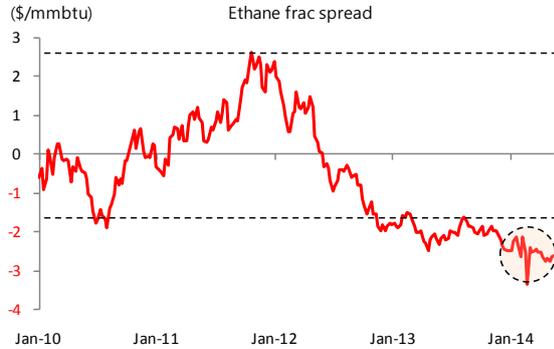
2010년 이후 fractionation spread 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

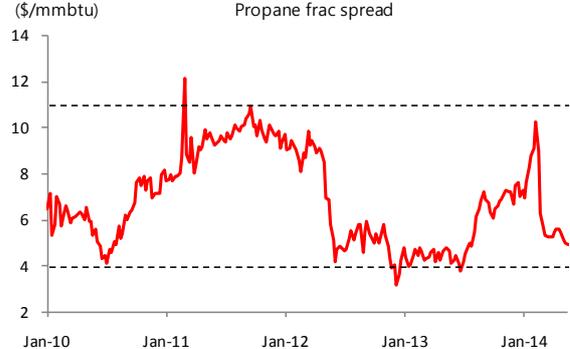
주: NGL의 최종 부산물인 에탄/프로판/부탄/이소부탄/펜탄 각각의 수율을 가중평균한 제품가격과 천연가스의 spread를 fractionation spread, 혹은 frac spread라고 이름

Ethane frac spread 는 2010 년 이후 저점 돌파 후 지속 하락



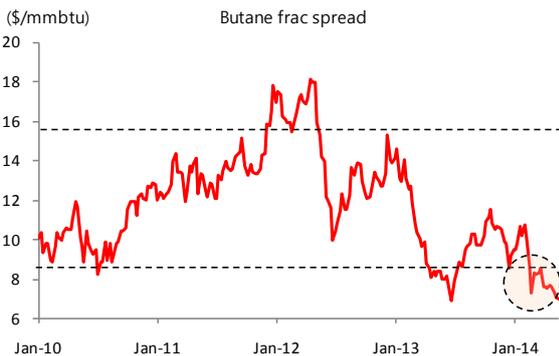
자료: Bloomberg, SK 증권

Propane frac spread 는 ethane 대비 견조하지만 낮은 수준임



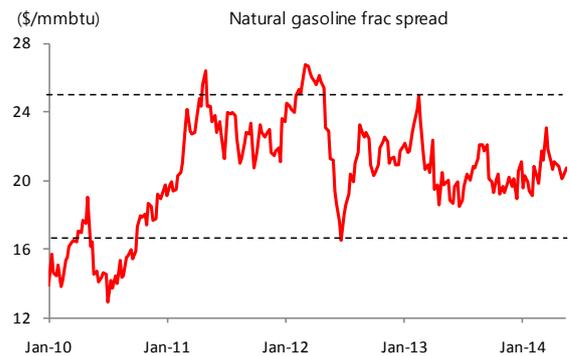
자료: Bloomberg, SK 증권

Butane frac spread 역시 2010 년 이후 저점 돌파 후 지속 하락



자료: Bloomberg, SK 증권

컨덴세이트/휘발유를 함유한 C5 이상 계열이 가장 견조함

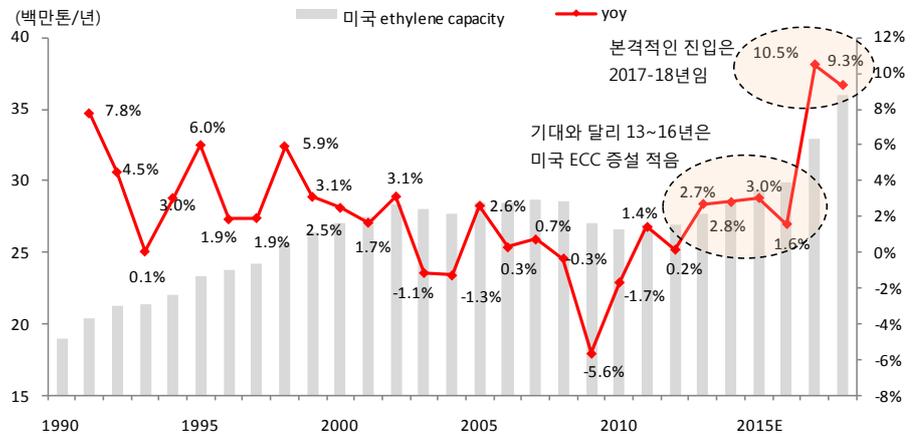


자료: Bloomberg, SK 증권

미국 ECC 본격진입 17-18 년

NGL 중 ethane 약세는 당분간 불가피할 것으로 판단

1990 년 이후 미국 ethylene capacity(cracker 생산능력) 추이



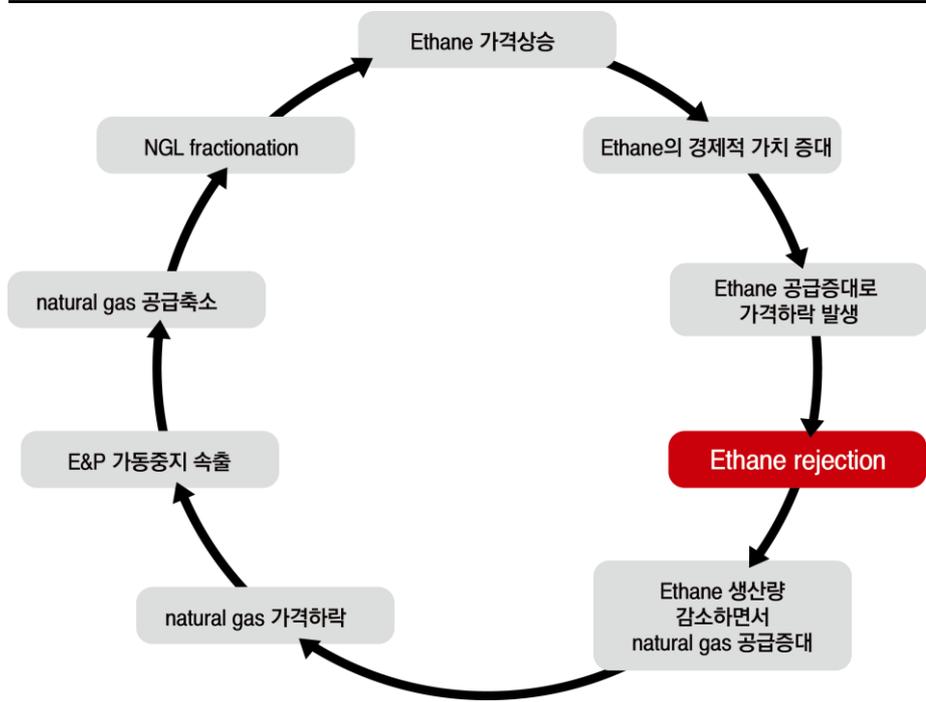
자료: Industry data, SK 증권

에탄 채산성이 악화된 만큼
에탄 생산을 줄이는
ethane rejection 성행 중임

이 때문에 북미 midstream 업체들은 최근 ‘ethane rejection’을 많이 하고 있다. 에탄 리젝션은 쉽게 말하자면 에탄의 가격이 많이 하락하면서 경제성이 떨어지게 될 경우, midstream 업체들이 fractionation 과정을 거치지 않고 에탄을 그냥 천연가스(메탄) 형태로 내보내는 것을 이른다. 즉 최근 에탄 리젝션의 수가 증대되고 있다는 것은 그만큼 에탄의 채산성이 악화되었다는 것을 의미한다.

Ethane rejection의 증대는
에탄 채산성의 악화를 의미함

Ethane rejection



자료: Industry data, SK 증권

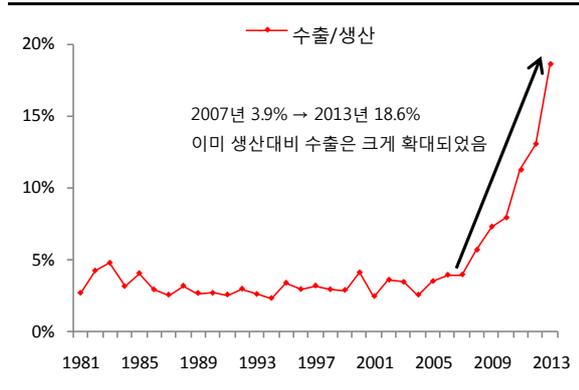
**NGL 공급과잉 해결 위해
수출장려 가능성 높다고 판단**

따라서 당사 리서치센터는 미국이 원유(crude oil)수출에 대해서는 여전히 조심스러운 행보를 보일 수 있지만, 이미 수출을 일부 허용하고 있는 NGL은 자국 내의 공급과잉 상황까지 감안한다면 수출을 장려할 가능성이 높다고 판단한다.

**물론 NGL 수출은
07년 후 급격히 늘었지만
그럼에도 과거 5년간
NGL 명목공급 23.2% 증대**

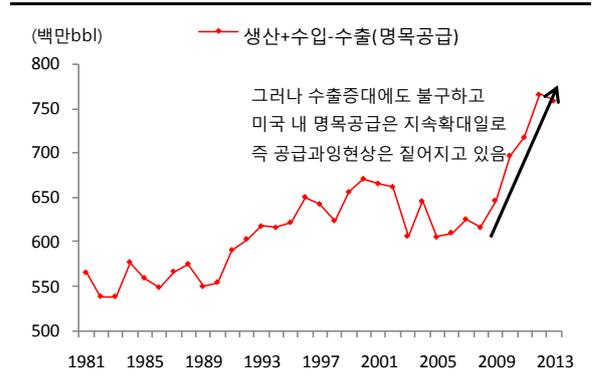
물론 NGL은 이미 수출을 하고 있었고 실제 생산대비 수출 비중은 2007년 3.9%에 불과하던 것이 2013년 18.6%까지 급증을 했었다. 때문에 추가적인 수출물량 확보가 어려운 것이 아니냐는 질문을 던질 수도 있지만, 미국의 NGL 생산+수입-수출, 즉 명목공급(production) 수치를 본다면 말이 달라진다. 2008년 명목공급은 6.2억 bbl인 반면 2013년에는 7.6억 bbl까지 증대되었다. 명목공급만으로도 5년간 23.2%라는 적지 않은 증대가 있었던 것이다. 게다가 앞으로 shale gas 생산이 지속될 것이라는 것을 감안하면 NGL의 미국 내 공급과잉은 수출이 없다면 지속될 가능성이 높다.

미국 NGL의 생산대비 수출물량 확대 크게 늘려왔지만



자료: EIA, SK 증권

그럼에도 불구하고 여전히 자국 내 공급과잉은 짊어지고 있음



자료: EIA, SK 증권

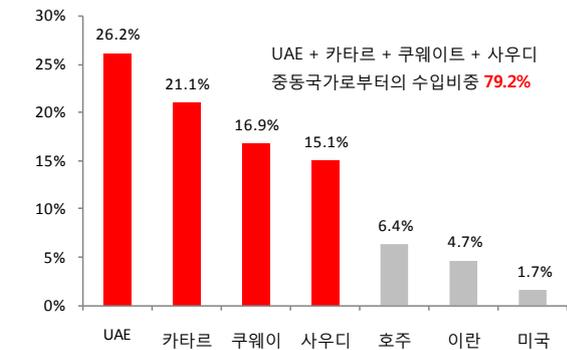
**미국이 NGL을 수출할 경우
동북아시아는 LPG를 원할 것**

만약 미국의 NGL 수출이 활성화 된다고 할 때 한국을 비롯한 동북아시아 지역에서 가장 관심을 가질만한 제품은 단연 프로판과 부탄, 즉 LPG다. 물론 에탄도 매력적이지만 사실상 동북아시아에는 ECC가 없기 때문에 난방/수송용으로 사용되는 LPG에 대한 수요가 더 적극적인 수밖에 없을 것으로 판단한다.

**현재까지 동북아 3국은
LPG 수입의 75~80%를
중동 주요 4개국에 의존**

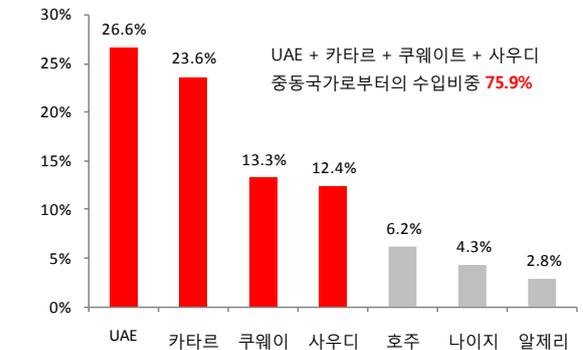
현재까지는 동북아 3국(한국/중국/일본)의 LPG 수입은 중동지역 4개국(UAE, 카타르, 쿠웨이트, 사우디 아라비아)에 절대적으로 의존하고 있었다. 2013년 기준으로 볼 때 한국/중국/일본의 LPG 수입물량 중 상기 중동 4개국으로부터 수입한 물량비중은 각각 79.2% / 75.9% / 77.8%로서 상당히 높은 수치를 보였다.

2013년 기준 한국 LPG 수입물량의 국가별 비중



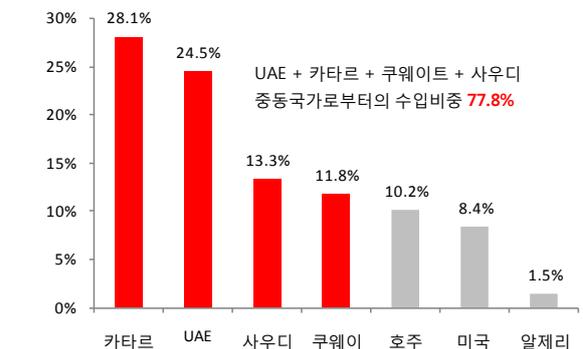
자료: KITA, SK 증권

2013년 기준 중국 LPG 수입물량의 국가별 비중



자료: KITA, SK 증권

2013년 기준 일본 LPG 수입물량의 국가별 비중



자료: KITA, SK 증권

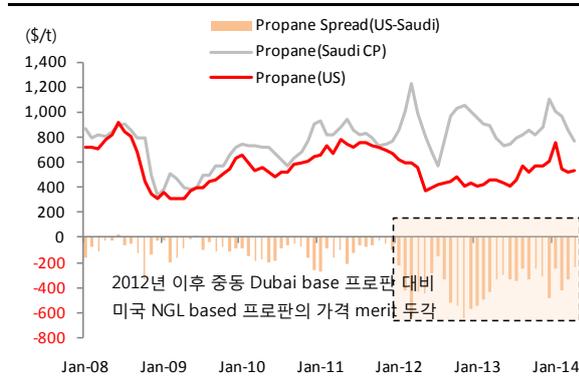
중동 LPG 대비 미국의 이점은 확실한 가격 merit 임

다만 중동 수반가스 기반의 LPG 에 비해서 미국 NGL 기반의 LPG 가 확실하게 지니는 merit 이 있으니. 그건 바로 가격의 차이다. 중동의 LPG 는 associated gas, 즉 원유의 수반가스 기반이기 때문에 실상 Dubai 원유 가격과 큰 차이를 보이지 않는다. 그러나 미국의 NGL 은 shale gas 기반이기 때문에 기본적으로 가격이 미국의 henry hub 를 따른다. 따라서 최근 지속적으로 미국 NGL 기반의 LPG 가격이 중동 Dubai 기반의 LPG 가격보다 큰 가격 우위를 나타내었다.

**2014년 4월 기준
NGL 기반의 프로판/부탄은
사우디 대비 약 \$240/t 저렴
2012년 이후 기초적 현상임**

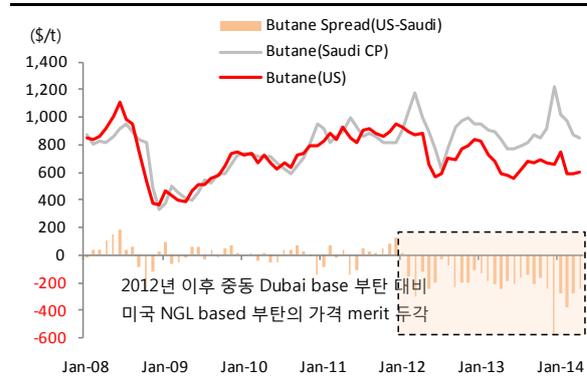
2014년 4월 기준으로 본다면 사우디의 프로판 CP(contract price)는 \$770/t, 부탄 CP 는 \$845/t 으로 발표되었다. 그러나 동 기간 미국 프로판 평균가격은 \$528.2/t(\$1.09/gallon), 부탄 평균가격은 \$601.4/t(\$1.24/gallon)이었다. 즉 미국 가격이 프로판의 경우는 \$241.8/t, 부탄의 경우는 \$243.6/t 저렴했던 셈이다. 이와 같은 미국가격의 discount 는 2012년 이후 기초적으로 이어지고 있었는데, 해당기간 이후 양 지역 간 가격 격차의 평균은 각각 프로판 \$388.6/t, 부탄 \$203.6/t 으로 집계가 된다.

미국 NGL based 프로판의 가격 이점은 중동대비 높게 부각됨



자료: Bloomberg, Petronet, SK 증권

미국 NGL based 부탄의 가격 이점은 중동대비 높게 부각됨



자료: Bloomberg, Petronet, SK 증권

미국 NGL 수출 시
한국/중국/일본에게 큰 매력

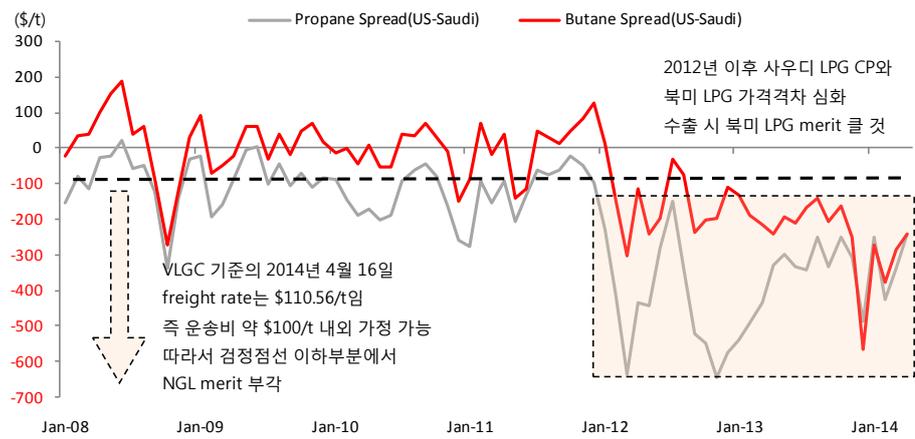
따라서 NGL 의 수출이 적극적으로 발생하게 될 경우에는, LPG 수입물량 중 80% 가까이를 중동 4 개국(UAE, 카타르, 쿠웨이트, 사우디 아라비아)으로부터 하는 동북아시아의 한국/중국/일본은 이에 큰 매력을 느낄 가능성이 높다고 판단한다.

VLGC 기준 운송비 약 \$100/t
현재 미국 중동 LPG 가격차이
\$250/t 이기 때문에
운송비 감안하더라도 매력적

일각에서는 freight cost(운송비) 부담을 이야기하지만, VLGC(Very Large Gas Carrier) 기준 2014 년 4 월 16 일 LPG freight cost 는 \$110.56/t 이다. 통상 \$100/t 정도의 운송비라고 할 수 있다. 그런데 앞서 계산했다시피 현재 미국의 LPG 와 중동 LPG 의 가격격차가 \$250/t 가까이 벌어져있기 때문에, 운송비를 감안하더라도 동북아시아 3 국의 LPG 관련업체들에게는 상당히 매력적인 물량이 될 가능성이 높다. 국내에서 본다면 LPG 수입 이후 trading 을 주로 하는 SK 가스와 E1 이 이러한 논리 속에서는 수혜를 받을 것으로 판단한다.

2012 년 이후
미국-사우디 LPG 가격차는
운송비(\$100/t) 감안하더라도
미국물량 더 매력적인 수준임

2008 년 이후 미국-사우디 LPG 가격 차이



자료: Bloomberg, Petronet, SK 증권

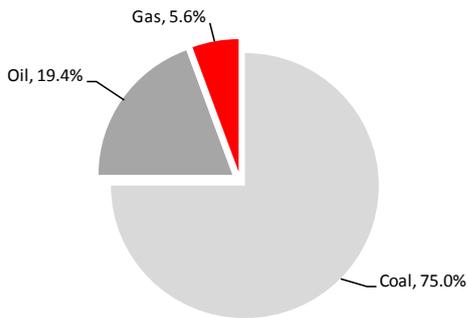
3) 중국, 그 화려한 가스 시대의 개막: PNG 와 Shale gas

① ‘미국의 축소판’ 중국의 탈석유시대

중국에서 일어나고 있는
‘미국의 축소판’ 탈석유시대
원유소비비중 지속감소 반면
가스소비비중 지속 확대 증임

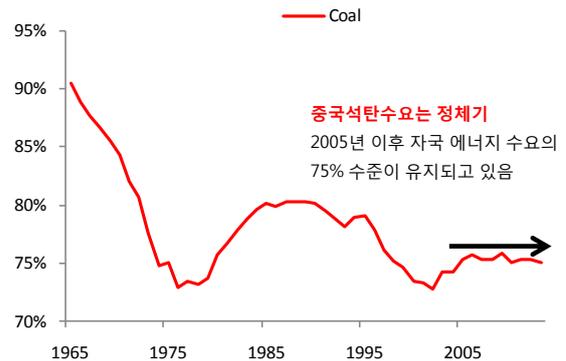
가스수요의 증대가 이뤄지고 있는 국가는 비단 shale gas 기반의 미국만이 아니다. 세계 에너지 소비 1위 국가인 중국에서도 원유수요가 감소하고 가스수요가 증대하는 ‘탈석유시대’의 그림이 나타나고 있다. 물론 아직까지는 미국만큼 판이 크게 바뀌는 수준은 아니지만 말이다. 2013년 기준으로 볼 때 중국의 전통에너지원(석유/석탄/가스) 소비에서 석탄이 여전히 75.0%의 높은 수준을 유지하며 1위에 올라있지만 2005년부터 비중이 변하지 않는 정체기가 나타나고 있고, 원유소비는 2002년 24.7%에서 2013년 19.4%까지 감소기가 나타나는 반면, 가스소비는 2004년 2.6%에서 2013년 5.6%까지 빠른 증대속도를 보여주고 있다.

중국 석유/석탄/가스 소비에서 여전히 석탄 비중이 절대적(75%)임



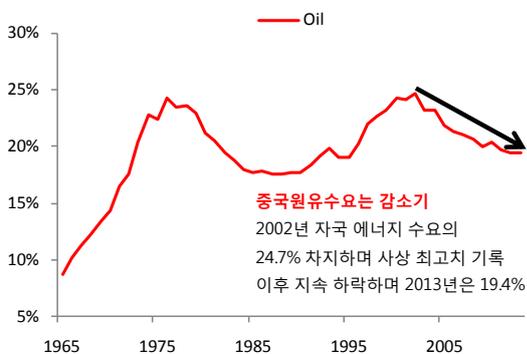
자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

다만 석탄수요비중의 추가 증대는 없고(05년 이후 약 75% 유지)



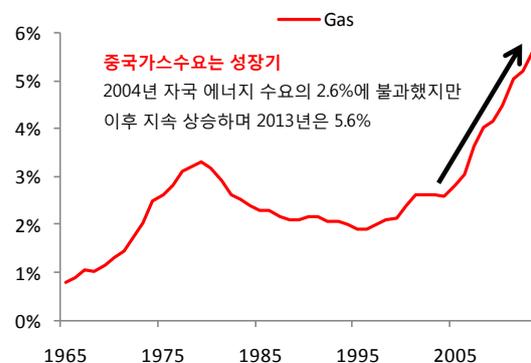
자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

원유수요비중은 감소하는 반면(02년 24.7% → 13년 19.4%)



자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

가스수요비중은 빠르게 증대 증임(04년 2.6% → 13년 5.6%)



자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

**중국원유소비의 정점은
BRICs의 시작이던 2002년
이후 원유↓ 가스↑ 시대시작**

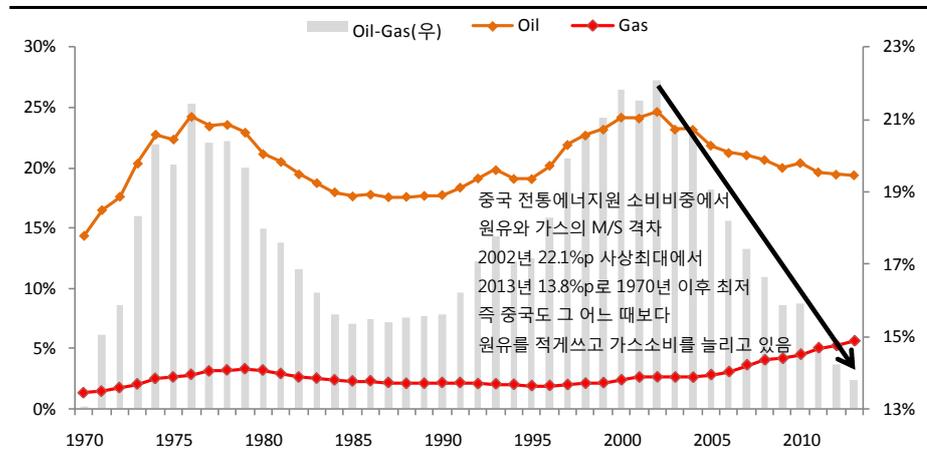
주제가 결국 탈석유시대인 만큼 원유와 가스의 논리로서 재차 접근해본다면, 사실 중국 원유소비가 정점에 이르렀을 때는 BRICs 시대이자 중국 전성기의 시작이었던 2002년이였다. 당시 전통에너지원 소비에서 원유가 차지하는 비중은 24.7%로 사상 최대에 이르렀고, 원유소비 M/S 와 가스소비 M/S 의 격차 또한 22.1%p 로서 최대치에 이른 순간이였다. 하지만 이 때 이후로 중국은 기조적으로 원유소비를 최소화하고 가스소비를 최대화시키는 길을 걷게 된다.

**원유와 가스소비 M/S 격차
02년 22.1%p 최고치 이후
13년 13.8%p 까지 내리 하락
13년 수치는 1970년대 최저**

가스수요는 2004년 2.6% 수준일 때까지만 하더라도 큰 변화가 없었다. 그러나 2005년부터 상승하기 시작하여 사실상 매년 M/S 최고치를 경신해왔고, 2013년에는 동 수치가 5.6%로서 역시 사상 최고치를 기록했다. 앞서 언급한 바와 같이 2002년만 하더라도 원유와 가스의 소비 M/S 격차는 22.1%p 로서 사상최고치였지만, 2013년 동 수치는 13.8%p 로서 1970년 이후 최저치까지 하락하는데 이른다. 중국 역시 미국과 마찬가지로 그 어느 때보다 원유를 적게 쓰면서 가스를 많이 쓰고 있다는 것인데, 중국의 탈석유 움직임도 그만큼 상당히 빠르게 나타났던 것이다.

**원유와 가스소비 M/S 격차
02년 22.1%p 최고치 이후
13년 13.8%p 까지 내리 하락
13년 수치는 1970년대 최저
중국도 미국처럼 어느 때보다
가스소비↑ 원유소비↓**

1970년 이후 전통에너지원(석유/석탄/가스) 소비에서 석유와 가스 M/S 의 격차



자료: Bloomberg, Petronet, SK 증권

중국정부, 2014년 5월 6일
천연가스 수요 목표치 발표
2020년 420bcm

GasTechNews의 2014년 5월 6일 기사에는 이런 내용이 실렸다.

Spurred on by the challenges of growing urbanisation and concern over appalling pollution levels in much of the country, the Chinese government has just announced that it expects natural gas supply to reach 420 Bcm/year by 2020 to meet fast-rising demand. The implications of this – for China and for existing and potential suppliers to the Chinese market – are profound.

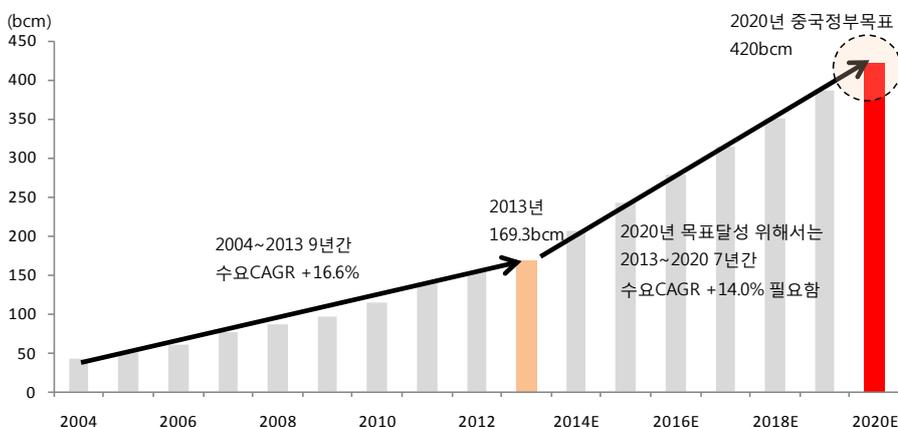
도시화의 가속과 중국 전역에 퍼진 오염수준에 대한 위기의식 때문에, 중국 정부는 그에 대비한 천연가스수요의 빠른 증대에 발맞추기 위해 2020년까지 공급을 420bcm/y으로 증대시키겠다고 발표했다. 이는 중국 당국은 물론 중국으로 가스수출을 하는, 혹은 가능성 있는 국가들에게도 심오한 의미를 내포한다.

13년 중국가스수요 169bcm
20년 420bcm 되려면
차후 7년간 수요 CAGR
14.0%필요(과거 9년 16.6%)
PNG sourcing 확정됐고
LNG/LPG 수요증대 감안 시
달성가능한 목표로 판단함

2013년 중국의 연간 가스수요는 169.3bcm으로 추산된다. 가스수요가 본격적으로 시작된 2004년 이후 9년간 CAGR은 16.6%에 이른다. 동기간 석탄 7.2%, 원유 5.0%에 불과했다는 것을 감안한다면 상당히 빠른 성장세였음을 짐작할 수 있다. 그럼에도 불구하고 상기 기사에서 밝혔듯 중국 정부가 목표로 하고 있는 2020년 가스수요 420bcm은 만만치 않은 숫자임에 사실이다. 동 수치가 달성되려면 차후 7년간 CAGR 14.0%의 수요성장이 있어야 한다. 그러나 이미 PNG의 sourcing이 계획적 파이프 증설 하에 2020년에는 147bcm에 도달할 것으로 예상되고, 그 외 LNG/LPG 수요도 지속 증대하기 때문에 달성 가능성은 충분히 있다고 판단된다(다음 단락에서 좀 더 자세히 다루도록 한다). 미국 NGL 수출 본격화도 기대할 수 있다.

2020년 목표 420bcm
달성하기 위해서는
차후 7년 CAGR 14.0% 필요

중국 천연가스 수요추이 및 2020년 전망



자료: BP, EIA, GasTechNews, SK 증권

중국 급격한 가스수요 증대는 '중국판 탈석유시대' 가속의미

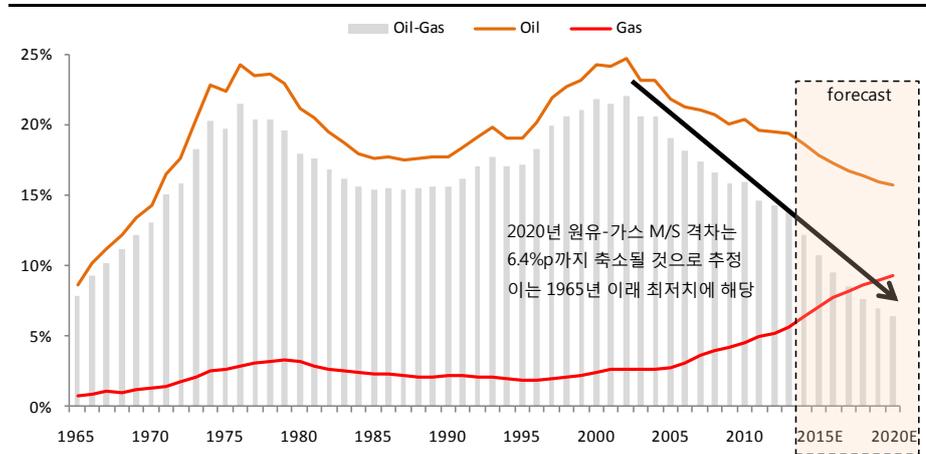
이러한 급격한 가스수요의 증대현상은 '중국판 탈석유시대'의 움직임 또한 가속시킬 것으로 판단한다. 3대 전통에너지원의 2000년 이후 13년간 수요 CAGR은 8.1%였다. 동기간 GDP CAGR이 9.9%였다는 것을 감안한다면, 에너지수요의 GDP 대비 탄성치는 약 0.82임을 알 수 있다. 차후 2020년까지 중국의 GDP 성장률을 7.5%라고 가정한다면, 탄성치 0.82를 대입할 경우 에너지 수요의 연평균 성장률은 6.15%임을 알 수 있다. 따라서 3대 전통 에너지원의 2020년까지 연평균 성장률은 6%라고 가정한다. 그리고 이 중 석탄의 수요비중은 2000년 이후 75% 내외였기에 앞으로도 75%를 유지한다고 가정한다.

2013년부터 2020년까지 원유-가스의 소비비중 격차는 13.8%p→6.4%p로 축소전망 1965년 이래 최저치임

이를 토대로 2020년까지 중국 3대 에너지원의 각각의 수요를 추정할 수 있다. 그리고 3대 에너지원에서 석유와 가스가 차지하는 비중은 2013~2020년 기간 동안 석유 19.4% → 15.7%, 가스 5.6% → 9.3%가 됨을 알 수 있다. 이렇게 될 경우 둘 간의 격차는 13.8%p → 6.4%p까지 축소된다. 동 수치는 원유와 가스에 대한 소비가 본격적으로 태동하기 이전인 1965년 이래 최저치에 해당한다. 재차 강조하지만, 중국 역시 그 어느 때보다 빠르게 '탈석유시대'가 진행되는 상황이고 앞으로 그러한 상황은 더욱 질게 나타날 것이다.

2020년에는 중국의 급격한 가스소비증대와 함께 원유-가스의 소비비중 격차가 65년 이래 최저치 하락 추정

중국 3대 에너지원에서 원유와 가스가 차지하는 M/S 추이 및 전망



자료: BP, EIA, GasTechNews, SK 증권

② 중국 탈석유시대의 시발점: 가스파이프 혹은 PNG

중국 탈석유시대의 시발점은 미국과 같은 shale gas 아닌 Pipe-line 가스(PNG)임

가스의 3대 소비축은 PNG / LNG / LPG 임
3개 모두 최근 빠르게 증대
특히 LNG 증대속도는 PNG 만큼이나 빨랐음

그럼에도 PNG 가 추축 판단
중국정부 주도 아래 공격적인 파이프라인 건설로 유라시아 가스도입이 핵심임 또한 차후계획도 크게 잡힘

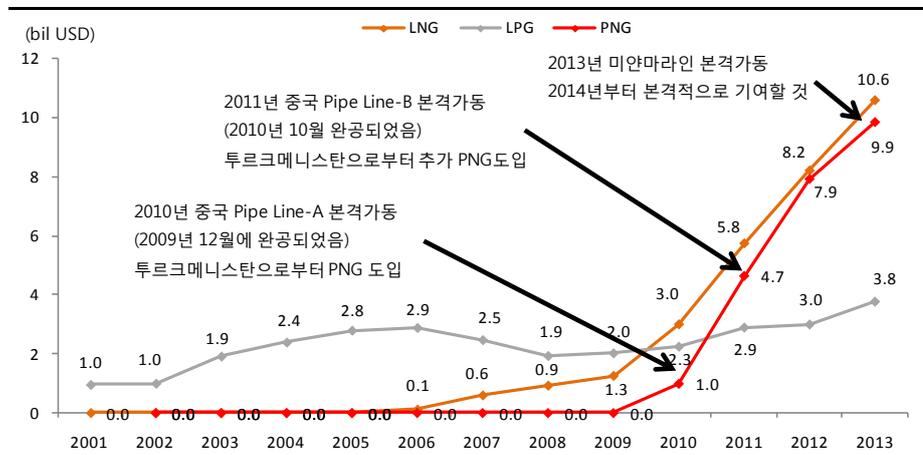
중국 가스소비의 급증은 Pipe 건설 따른 PNG 가 주도
Line-A와 Line-B 가 순차적으로 완공되며 투르크메니스탄 가스 도입

중국의 탈석유시대는 미국처럼 shale gas 에 의해 발생했던 것은 아니다(물론 중국도 2015 년부터 본격적으로 shale gas 가 생산되지만 이는 추후 단락에서 다루고자 한다). 그렇다면 어떤 경유를 통해 이들은 빠른 가스소비증대를 이루게 되었을까? 해답은 바로 파이프, 혹은 PNG(Pipe-line Natural Gas)에 있다.

물론 2005 년부터 본격 증대를 이룬 가스소비가 전적으로 PNG 의 영향에 있었던 것은 아니다. 사실상 가스소비를 이룰 수 있는 3 대 축이 PNG(Pipe-line Natural Gas), LNG(Liquified Natural Gas), LPG(Liquified Petroleum Gas)라고 봤을 때, 중국은 사실 3 대 가스소비원이 모두 증대추세를 보이고 있었다. 그리고 PNG 의 증대분 만큼이나 중동으로부터 주로 수입하는 LNG 의 증대속도도 빨랐다. 십억달러 기준으로 중국의 LNG 수입을 보면 2009 년부터 2013 년까지 1.3 - 3.0 - 5.8 - 8.2 - 10.6 의 급격한 증대속도를 보여, PNG 의 0.0 - 1.0 - 4.7 - 7.9 - 9.9 와 flow 가 크게 다르지 않음을 알 수 있다.

그럼에도 불구하고 당사 리서치센터가 PNG 를 주목했고 또 앞으로도 PNG 의 가능성을 높게 타진하는 것은, 파이프라인을 공격적으로 구성하기 시작한 중국 본국의 의도와 깊이 연관을 짓기 때문이다. 도입절차가 복잡한 LNG 와 달리 파이프연결만 완성될 경우 곧바로 도입이 가능한 PNG 의 특성 때문에 중국은 공격적으로 파이프라인을 깔기 시작했고, 그 성과가 2010 년 이후부터 극적으로 나타나기 시작했다. 그리고 차후 예정된 파이프 건설계획까지 감안할 때, 당분간 중국 가스시대의 drive 는 PNG 혹은 파이프의 담당이 될 가능성이 높다.

중국 가스수입에서 LNG / LPG / PNG 의 추이: 핵심은 PNG



자료: KITA, SK 증권

**Line-A(12bcm/y, 04년)와
B(30bcm/y, 06년) 이미 완공**

현재까지 완공된 파이프라인은 Line-A 와 Line-B 다. 둘 다 중국의 북서부와 남동부를 가로지르는 노선인데, Line-A 는 12bcm/y 의 운송능력으로서 2002년에 시공한 뒤 2004년에 완공하였다. Line-B 는 그보다 큰 30bcm/y 의 운송능력을 지니고 있고, 2008년에 시공한 뒤 2010년에 완공하였다.

**09년부터 투르크 연결되며
본격 중국 PNG 시대 개막
중국 PNG 수입 09년 후 급증**

두 라인 모두 중국가스소비에 본격적인 기여를 시작한 것은 세계 가스매장량 4위 국가인 투르크메니스탄의 가스를 받아들 수 있는 카자흐스탄 파이프라인이 연결되면서부터다. Line-A 는 2009년 말에 연결이 되었고 Line-B 는 2010년 말에 연결이 되었는데, 결국 2010년부터 중국은 투르크메니스탄의 가스를 받아오면서 본격적인 PNG 시대를 개막하게 된다. 그 때부터 PNG 의 수입량은 빠르게(10년 \$10억 or 3.1bcm - 11년 \$47억 or 12.3bcm - 12년 \$79억 or 17.4bcm - 13년 \$99억 or 23.9bcm) 증대되었다.

**이게 끝이 아님
추후 파이프 건설계획 더 큼
Line-미얀마(12bcm/y, 가동)
Line-C(25bcm/y, 14년말)
Line-D(30bcm/y, 16년말)
Line-러시아(38bcm/y, 18년)
순차적으로 진입하게 됨**

그러나 이게 끝이 아니다. 사실 지금까지보다 더 큰 규모의 파이프라인 신설이 대기하고 있는데, 일단 2013년 말에 진입한 Line-Myanmar(우리에게는 대우 인터내셔널의 미얀마 가스광구로 익숙한)는 2014년부터 12bcm/y 규모를 기여하게 된다. 뿐만 아니라 Line-C 가 연말부터 25bcm/y 의 대규모 기여를 하게 되고, 2016년과 2018년에는 Line-D(30bcm/y), Line-Russia(38bcm/y)가 순차적으로 새롭게 중국에 가스를 공급하게 된다. 그리고 운송능력에서 알 수 있듯이 이전 라인들 대비 대규모 설비들이기 때문에, 중국의 가스공급은 더욱 원활하게 진행될 가능성이 높다고 할 수 있다.

**2010년 Line-A와 B가
투르크메니스탄과 연결되며
중국 PNG 시대 본격 개막**

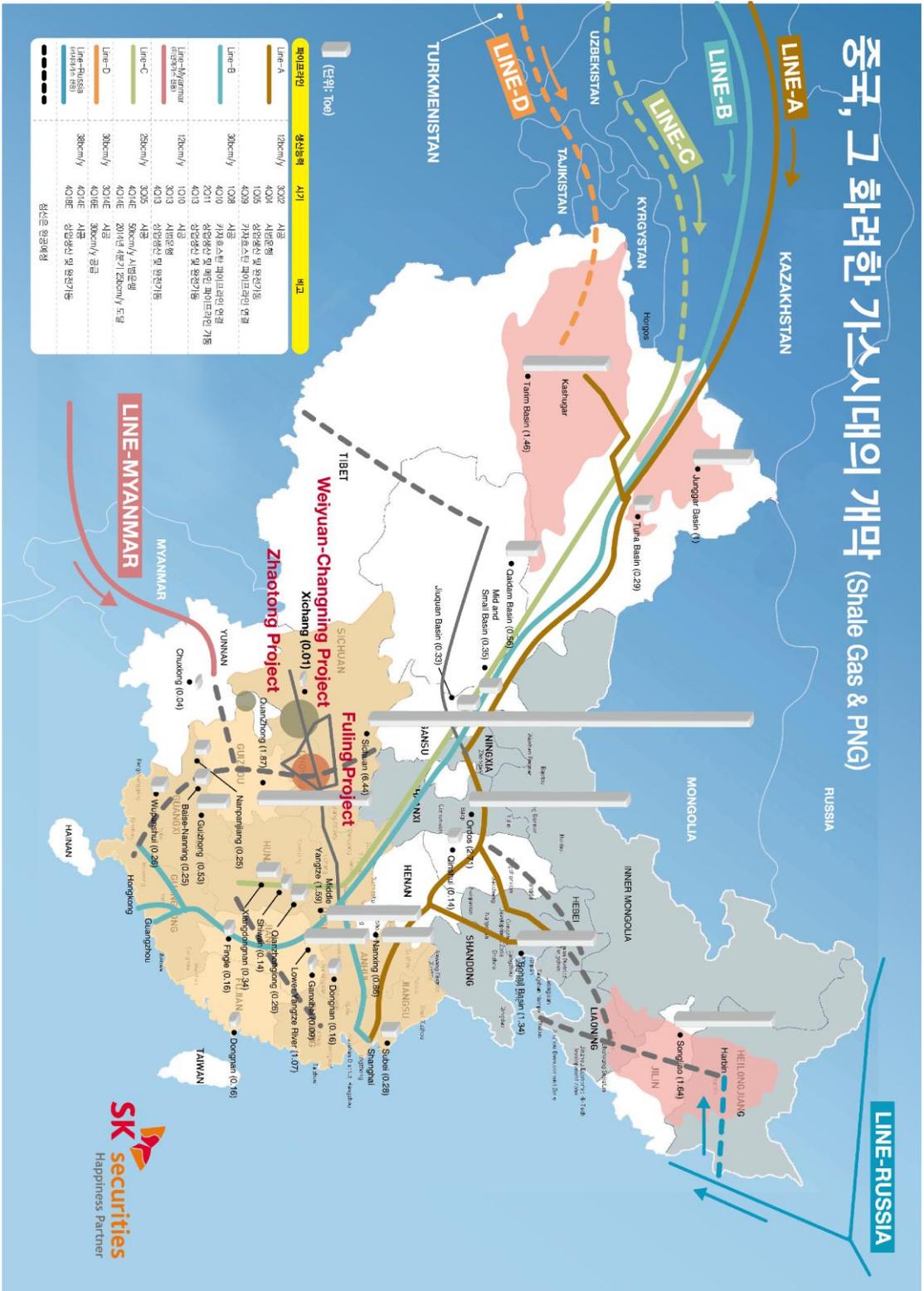
2010년 이후 중국 파이프라인 건설에 따른 PNG 수입규모

(단위: bcm/y)

	Total	투르크메니스탄	우즈베키스탄	미얀마	카자흐스탄
2010	31	31			
2011	123	123			
2012	174	173	01		
2013	239	211	25	02	01
2014(3월누적)	58	50	02	05	01
2014(환산)	231	202	08	18	04

자료: KITA, SK 증권

중국, 그 화려한 가스시대의 개막



올 해를 비롯하여
차후 파이프 계획 더욱 성대
중국 가스시장확대 가속될 것

중국 PNG 파이프라인 스케줄 및 간략정리

파이프라인	생산능력	시기	비고
Line-A	12bcm/y	3Q02	시공
		4Q04	시범운영
		1Q05	상업생산 및 부분 가동
		4Q09	카자흐스탄 파이프라인 연결 및 완전가동
Line-B	30bcm/y	1Q08	시공
		4Q10	카자흐스탄 파이프라인 연결
		2Q11	상업생산 및 메인 파이프라인 가동
		4Q13	완전 가동
Line-Myanmar (미얀마가스 전용)	12bcm/y	1Q10	시공
		3Q13	시범운영
		4Q13	상업생산 및 완전가동
Line-C	25bcm/y	3Q12	시공
		4Q14E	5bcm/y 시범운영
		4Q14E	2014 년 4분기 25bcm/y 도달
Line-D	30bcm/y	3Q14E	시공
		4Q16E	30bcm/y 공급
Line-Russia (러시아가스 전용)	38bcm/y	4Q14E	시공
		4Q18E	상업생산 및 완전가동

자료: 각종언론, SK 증권

2013 년은 PNG 24bcm 수입
Line-A 완전, Line-B 부분가동

앞선 테이블에서 나타나는 부분이지만 2013 년 중국의 PNG 수입물량은 약 24bcm 이다. 이는 2010 년부터 완전 가동된 Line-A(12bcm)와 2013 년 부분 가동된 Line-B(30bcm)와 Line-Myanmar(12bcm)의 결과물이라고 할 수 있다.

파이프 진입계획
2019 년에 147bcm 도입가능

차후 수입물량 증대는 다음의 과정을 거칠 것으로 예상된다.

- 1) 일단 2014 년에는 PNG 수입물량이 채차 급증하게 될 가능성이 높다. Line-B(30bcm)와 Line-Myanmar(12bcm)가 완전가동에 접어들 경우 총 수입량은 54bcm 까지 증대된다. 이 때까지 주요 수입처는 투르크메니스탄과 미얀마다.
- 2) 2015 년에는 Line-C 의 완전 가동(4Q14 완공)에 의해 25bcm 이 추가되어 총 79bcm 에 이르고,
- 3) 2017 년에는 Line-D 의 완전가동(4Q16 완공)에 의해 총 109bcm 에 이르며,
- 4) 2019 년에는 Line-Russia 의 38bcm 이 더해져 총 147bcm 에 이르게 된다.

PNG sourcing 은(bcm 기준)
투르크(65) + 미얀마(12)
+ 러시아(38) = 115bcm
그 외 우즈벡/카자흐 물량

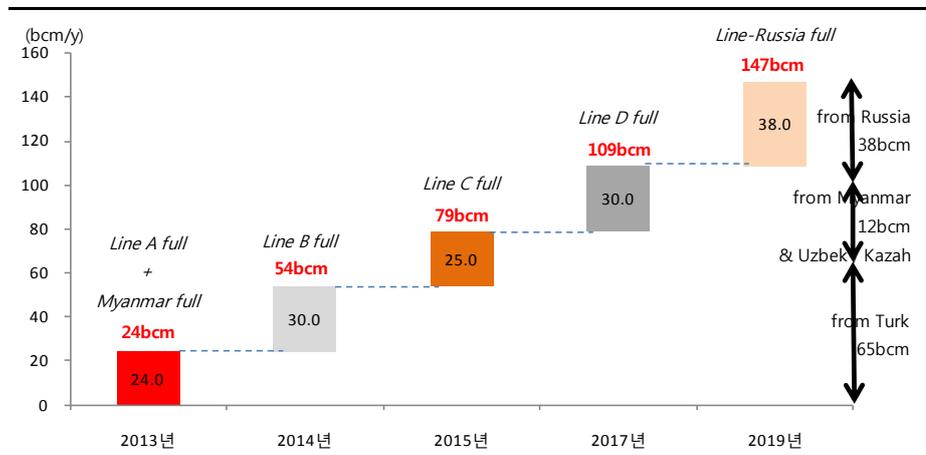
PNG 의 sourcing 은 어렵지 않을 전망이다.

- 1) 이미 세계 가스 매장량 4 위인 투르크메니스탄과는 2014 년 5 월 12 일 체결된 양국 협정에 의해 2016 년부터 매년 65bcm 의 가스를 공급받기로 약속했고,
- 2) 대우인터내셔널의 가스전으로 유명한 미얀마(12bcm)는 이미 13 년말부터 공급이 시작되었고, 사실 추가공급증대도 기대되는 상황이다.
- 3) 러시아와는 2018 년부터 30 년간 38bcm 의 가스를 공급받기로 2014 년 5 월 21 일 결정되었다.

이 3 국의 물량만 합계하더라도 115bcm 에 이르는데, 주변의 우즈베키스탄, 카자흐스탄까지 감안한다면 2018 년까지 147bcm 을 충당하는 데에는 큰 어려움이 없어 보인다.

18 년까지 건설되는 파이프로
147bcm 의 PNG 수송가능
투르크/미얀마/러시아만으로
115bcm sourcing 가능함

중국 년도별 파이프라인 진입계획 및 PNG 도입국가 물량 break-down



자료: Industry data, SK 증권

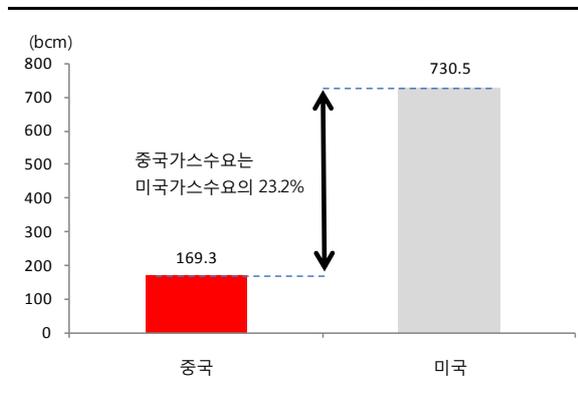
**중국 파이프 추가공사 가능성
중국가스수요 미국대비 23%
반면 파이프라인 9%에 불과**

또 한 가지 주목할 사실은 중국이 추가적인 파이프라인 공사에 들어갈 가능성이 농후하다는 것이다. 미국과 중국은 토지면적이 비슷하기 때문에 파이프라인에 대한 단순비교가 어느 정도 가능하다고 할 수 있는데, 현재까지 중국에 깔린 가스파이프의 길이는 43,452km 으로서 490,850km 인 미국에 비해 8.9%에 불과한 수준이다. 2013 년 중국의 가스수요가 169bcm 으로 731bcm 의 미국에 비해 23.2% 수준까지 근접했다는 수치를 보더라도 파이프라인이 부족하다는 것을 알 수 있다.

**현재 계획 상 파이프 2배증대
단 2020년까지 정부목표로
가스수요도 2.5배 증대됨
PNG 추가이슈 가능성 높음**

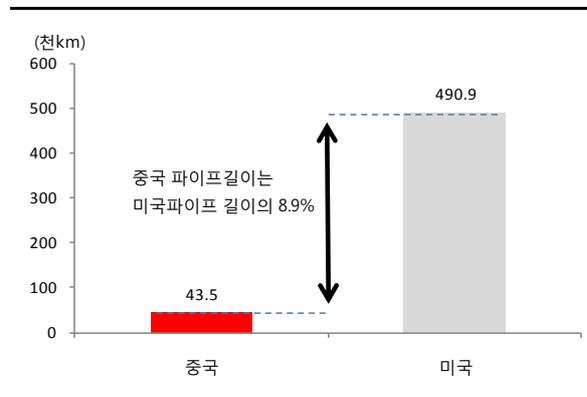
물론 차후 중국이 Line-C 와 D, 그리고 Line-Russia 까지 새롭게 추가 건설을 하여 2020년까지 현재대비 2배 가량 늘어난 약 100,000km의 파이프라인을 갖추게 되는 만큼 이런 부족 문제를 일정수준 해결해 나가겠지만, 그만큼 정부의 2020년 가스수요 목표치도 현재보다 2.5배 가량 많은 420bcm으로 높게 잡혀 있다는 것을 또 감안해야 한다. 그리고 더 많은 가스수요를 계획하는 만큼 차후에도 파이프라인 공사, 혹은 PNG 도입에 대한 새로운 이슈를 더 만들어낼 여지도 충분히 있다고 할 수 있다. 어찌되었든 중국의 가스시대는 이제 막 열리기 시작한 것이니 말이다.

가스수요에 있어서 중국은 미국의 23.2% 수준인 반면



자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

자국 내 가스파이프라인의 길이는 8.9%에 불과함



자료: BP, EIA, Industry data, SK 증권

**투르크메니스탄의 2012년
가스생산량 64.4bcm
중국에 약속한 65bcm
공급 가능할까?**

한 가지 의문이 들 수 있다. 러시아는 2012년 천연가스 생산이 607bcm 이었다. 따라서 중국으로 38bcm의 가스를 보내는 것은 최근 우크라이나를 둘러싼 지정학적 불확실성까지 감안할 때 그리 현실성이 없는 얘기는 아니다. 다만 의문감이 드는 것은 투르크메니스탄이다. 2012년 천연가스 생산이 64.4bcm 이었는데, 2016년부터 그들이 공급키로 약속한 물량이 65bcm이다. 현재 생산량만큼의 물량이 중국으로만 들어가야 한다는 것인데, 현실성이 없어 보일 수 있다.

**가능성 있음
1) 중국-투르크 양국 정상회담의
Line-D 타고 20bcm 받는
계약은 이미 체결되었음**

다만 다각도로 검토해 본다면 궁극적으로 저 물량을 수출하게 될 가능성은 높다. 첫 번째 근거로서는 계약을 들 수 있다. 중국과 투르크메니스탄의 정상인 시진핑 주석과 쿠르반구리 베르디무카메도프 대통령은 이미 지난 2013년 9월 25bcm의 가스 추가공급 계약을 맺었다. 중국 국영기업 CNPC가 투르크메니스탄 국영기업 TurkmenGas로부터 받는 조건이고, 이는 Line-D를 타고 들어오게 된다. 기존 20bcm을 포함할 경우 45bcm까지 물량이 증대된다. 중국과 투르크메니스탄의 밀월관계는 파이프라인 형성과 함께 빠르게 짙어지고 있다.

**2) CNPC의 Galkynysh 개발
세계 2위 매장지역으로
중국 가스유입 더 커질 것**

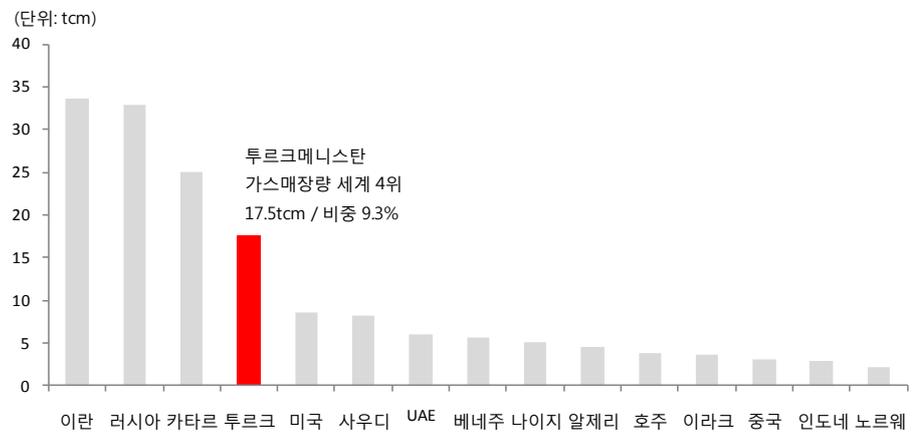
두 번째 근거로서는 CNPC가 투르크메니스탄 내에서 Galkynysh의 가스개발(2nd phase) 성공을 목전에 두고 있다는 것이다. 동 지역은 13.1~21.2tcm의 가스를 보유하고 있는 세계 2위 가스매장지역이고, 당연히 CNPC가 최다지분으로 개발이 주도되었기 때문에 가스는 중국으로 향하게 될 가능성이 높다.

**3) 투르크 가스생산량은
64.4bcm으로 12위(1.9%)나
매장량은 4위(9.3%)임
즉 추가증산 여력 높음**

세 번째 근거는 비록 가스생산량은 현재 투르크메니스탄이 64.4bcm으로 글로벌 12위(M/S 1.9%)이지만, 가스매장량 기준으로는 17.5tcm으로 글로벌 4위(M/S 9.3%)라는 것이다. 현재 생산량을 늘릴 수 있는 여지가 충분하다. 그리고 2013년 수출량은 76.9bcm으로서 대폭 늘어난 것으로 추정되고 있다. 가스생산을 늘리면서 곧바로 수출증대까지 이어가고 있다는 것이다.

**투르크메니스탄 가스 매장량
전 세계 4위임
규모 17.5tcm / 비중 9.3%**

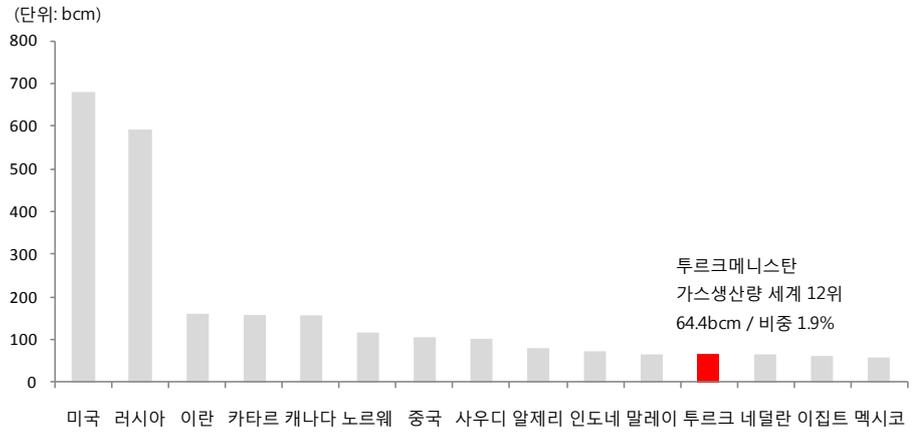
투르크메니스탄 가스 매장량 전 세계 4위



자료: BP, SK 증권

투르크메니스탄 가스 생산량
전 세계 12위임
규모 64.4bcm / 비중 1.9%

투르크메니스탄 가스 생산량 전 세계 12위



자료: BP, SK 증권

2010년 Line-A와 B가
투르크메니스탄과 연결되며
중국 PNG 시대 본격 개막

2010년 이후 중국 파이프라인 건설에 따른 PNG 수입규모

(단위: bcm/y)

연도	Total	투르크메니스탄	우즈베키스탄	미얀마	카자흐스탄
2010	3.1	3.1			
2011	123	123			
2012	174	173	0.1		
2013	239	21.1	2.5	0.2	0.1
2014(3월누적)	5.8	5.0	0.2	0.5	0.1
2014(환산)	23.1	20.2	0.8	1.8	0.4

자료: KITA, SK 증권

③ 중국의 역습: 2015 년부터 Shale gas 본격 생산

중국 shale gas 개발에 대한 부정적 시각 상당히 많았음
15년 6.5bcm 20년 100bcm
정부목표달성 쉽지 않음

사실 지금까지 중국의 shale gas 개발에 대해서는 부정적으로 보는 시각이 많았던 것이 사실이다. 물론 매장량 자체는 중국이 30.5bcm 으로 추정되어 21bcm 의 미국에 비해 약 1.7 배 가량 더 많은 만큼 매력적인 시장이 될 수 있지만, 1) 높은 shale gas well cost, 2) pipe-line 의 부족, 3) 수자원부족, 4) 기술부족에 의해 개발에는 한계가 있을 것이라는 시각이 주종이었기 때문이다. 애초에 중국정부는 12 차 5 개년 계획을 통해 2015 년에는 6.5bcm 의 shale gas 를 생산한 뒤 2020 년까지 이를 60~100bcm 까지 끌어올린다는 목표를 발표했지만, 이를 믿는 사람은 거의 없었다.

그러나 중국 15년부터 본격적인 shale gas 생산발표
Petrochina 2.6bcm +
Sinopec 5bcm = 7.6bcm
15년 목표 6.5bcm 상회

그런 중국이 얼마 전 세상을 놀래켰다. Petrochina 와 Sinopec 이 2015 년 기존 계획(6.5bcm)을 뛰어넘는 shale gas 가 생산될 것이라는 발표를 했기 때문이다. 1) Petrochina 는 쓰촨 남서부 지역에서 내년부터 1bcm + 유난 자오통 블록에서 0.5bcm 신규생산을 통해 2015 년에는 총 2.6bcm 의 생산이 있을 것이라고 발표했다. 2) Sinopec 은 중국 shale gas 의 심장부가 된 Fuling 지역에서 2015 년부터 5bcm 이 생산될 것이라고 발표했다. 두 기업의 생산량을 합치면 7.6bcm 이 되어 기존 타겟을 1.1bcm 가량 넘어서게 된다.

중국 shale gas 개발이 안될 것이라고 생각했던 이유들

	항목	사유	미국	중국
1	Well Cost	중국 well cost가 더 비쌌	\$4.7mil/well	\$16mil/well
		지층대비 shale gas 매장 깊이	1mile	3mile
2	Pipe line	파이프라인이 부족함	490,850km	43,452km
3	Water Resources	중국은 물부족 국가 수자원 풍부한 쓰촨도 미국 이하	인구당 17km3	인구당 3km3
4	Technology	수평시추(horizontal drilling) 수압파쇄(hydraulic fracturing)	원천기술보유	기술도입필요

자료: Industry data, SK 증권

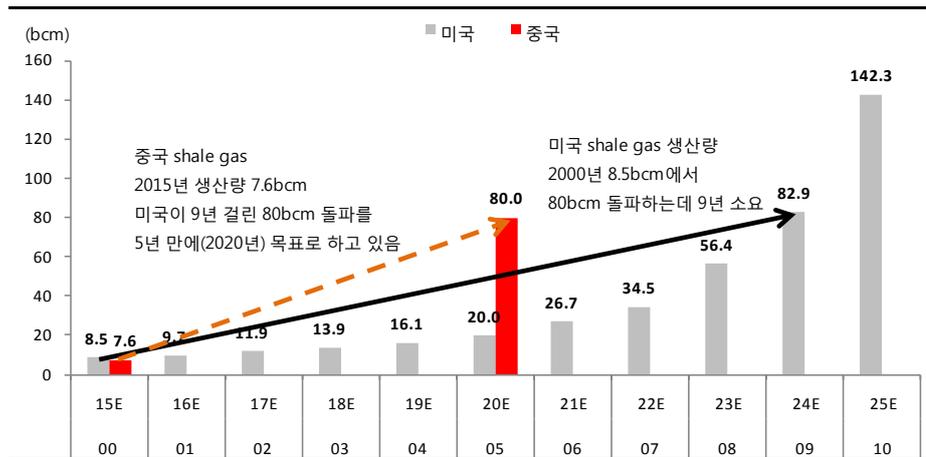
중국 shale gas 개발에 대한
부정적 시각 상당히 많았음
15년 6.5bcm 20년 100bcm
정부목표달성 쉽지 않음

물론 2015년 target 을 넘어섰기 때문에 중국 shale gas 개발이 무조건 성공일
로를 걷는다고 판단하기에는 무리가 있다. 설사 7.6bcm 의 shale gas 가 채굴된
다고 하더라도, 이미 290bcm 의 shale gas 생산을 하고 있는 미국 대비로 본다
면 3%에도 못 미치는 미미한 물량이기 때문이다. 7.6bcm 이면 미국이 2000
년에 생산했던 8.49bcm 에도 못 미치는 작은 수준이다. 참고로 미국은 2005
년부터 본격적인 shale gas 개발이 시작되었는데, 당시 19.98bcm 부터 시작되었다.

2020년 중국정부가 목표로 하고 있는 60~100bcm 생산도 역시 무리한 숫자
라는 지적이 나오고 있다. 미국이 2000년 8.49bcm 에서 현재 중국 목표치와
유사한 80bcm 수준으로 끌어올리는 데에는 9년(2009년 82.9bcm)이라는 시
간이 소요되었다. 그렇기 때문에 단 5년 만에 미국만큼의 생산성장을 이끌겠다는
목표는 쉽다고 말하기 어려울 것이다.

중국정부 목표치 달성되려면
미국이 만든 05년 당시의
shale gas boom 때보다
더 빠른 속도의 개발이 필요

Shale gas 생산량에서 2000년~2010년 미국의 실제수치와 중국의 2020년 목표치와의 비교



자료: EIA, Industry data SK 증권

목표달성 가능한 첫번째 이유
중국 shale gas 심장 Fuling
중국 매장량의 26% 차지하는
Sichuan 지역에 위치함

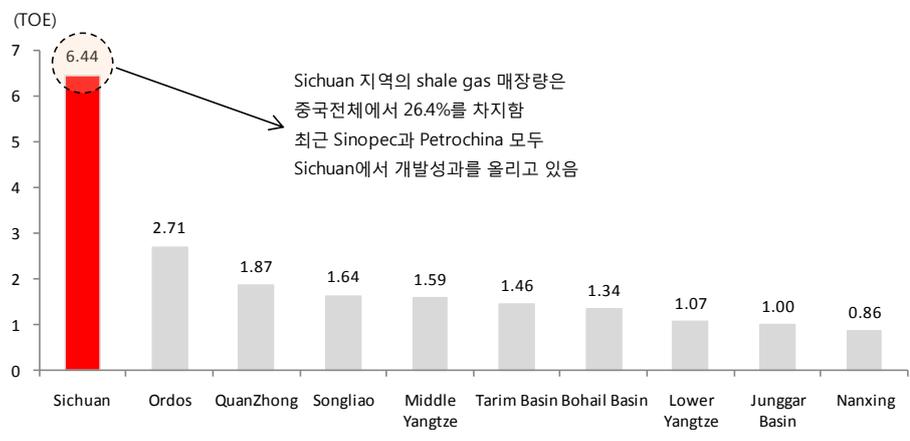
그러나 중국의 2020년 목표치가 달성 가능하다고 볼 수 있는 요인은 3가지가 있다. 첫 번째는 Fuling 이 현재 중국에서 shale gas 매장량이 가장 많은 것으로 추정되는 Sichuan 지역에 있다는 것이다(Sichuan에는 중국 전체 shale gas 매장량 중 약 26.4%가 있는 것으로 파악된다). 중국은 최근 그 Fuling 지역의 프로젝트가 예상보다 좋은 결과물을 내놓자 큰 기대를 가지고 추가개발에 대한 박차를 가하고 있다. 즉 실현 가능성이 높은 곳에 집중적으로 투자를 하고 있는 셈이다.

Fuling 지역에서만의 목표치
Sinopec 17년까지 10bcm
Petrochina 20년까지 20bcm
중국 20년 60~100bcm 목표

실제로 Sinopec은 2017년까지 Fuling에서만 10bcm을 생산하여 현재대비 2배 가까운 생산량을 목표로 했고, Petrochina 역시 2020년까지 20bcm을 생산하겠다는 발표를 했다. 양사가 진행한 well의 개수가 현재까지 각각 21개/17개였는데, 2015년에 각각 100개/110개까지 급격하게 늘어난다는 것에서도 이를 확인할 수 있다. 뿐만 아니라 Sichuan 외에도 다수의 지역에 shale gas 개발이 진행되고 있기 때문에(현재 중국 전역의 shale gas well은 약 100개, 그 중 Sichuan에 41개가 있음), 중국 정부가 목표로 하는 2020년 60~100bcm이 절대적으로 멀어 보이는 수치는 아니다.

Sichuan은 중국 shale gas
매장량 중 26.4%를 차지함
Sinopec과 Petrochina가
주력하는 이유임

중국 주요지역별 shale gas 매장량



자료: Industry data, SK 증권

Sinopec와 Petrochina의 Sichuan 내 shale gas 생산 및 차후 계획

	생산량(bcm)	지역	Wells	Wells-2015	target	year
Sinopec	5.0	Fuling, Sichuan	21	100	100	2017
Petrochina	2.6	Changning-Weiyuan, Sichuan	17	110	200	2020

자료: Industry data, SK 증권

두 번째 이유
미국의 shale gas 핵심기술을
지속된 투자로 인해 습득

두 번째는 2000년대 중반 미국이 적용시킨 shale gas 개발의 핵심기술 수평시추(horizontal drilling)와 수압파쇄(hydraulic fracturing)를, 중국이 2000년 이후 지속되는 지분 인수 및 선진 E&P 업체와의 교류를 통해 습득했다는 것이다. 특히 CNOOC는 2013년 캐나다 shale gas field를 보유하고 있는 Nexen을 \$151억이라는 중국 해외 M&A 역사상 최대 금액을 지불하고 인수한 바 있다. 또한 과거 Shell과 합작투자, Chesapeake와의 빈번한 지분 교류 등도 있었다.

세 번째 이유
중국 shale gas 생산단가 ↑
다만 아시아 가스가격 높기에
개발 시 spread 확보 충분함

세 번째는 북미와 달리 아시아지역의 가스가격은 원유와 같은 높은 수준으로 형성되어 있기 때문에 미국 대비 높은 채굴비용에도 불구하고 merit이 충분하다는 것이다. 아시아 가스가격은 원유와 연동되어 유가 \$100/bbl 가정 시 \$15/mmbtu 수준에서 거래되지만, 미국 Henry Hub 가격은 현재 \$4.5/mmbtu 수준이다. 즉 미국의 shale gas 생산단가로 통상 알려진 \$3.5/mmbtu 대비 중국 생산단가가 3배 더 비싼(\$10.5/mmbtu)라고 하더라도 아시아 가스가격 수준에서는 spread가 확보가 된다는 것이다

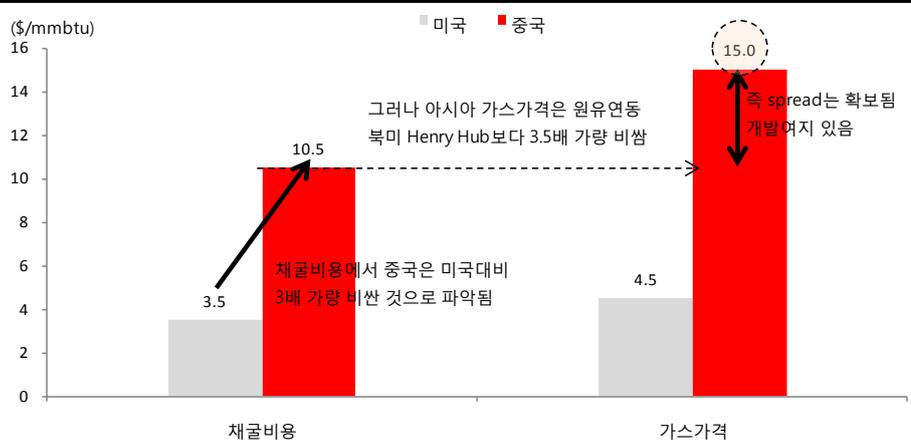
중국 석유기업의 주요 shale gas 관련 투자내역

년도	기업	투자내용
2010년	Petrochina	Shell과 호주 Arrow Energy를 \$31억에 인수해 세계적 규모의 LNG플랜트 건립
2011년	Sinopec	캐나다 shale 생산업체인 Daylight Energy를 \$21억에 인수
2011년	CNOOC	Texas 남부에서 Chesapeake의 Eagle Ford Shale project 지분 33%(\$11억) 인수
	CNOOC	Chesapeake과 또 다른 Shale 관련 딜을 \$13억에 체결
2012년	Sinopec	Oaklahoma 근거리의 Devon energy에게 \$25억으로 5개의 shale field 지분 33%를 인수함과 동시에 drilling 비용도 지불
2012년	Petrochina	Encana에게 캐나다 shale gas 지분 49.9% 인수하며 \$221억 지불
2013년	Sinopec	Chesapeake의 Oklahoma 내 Mississippi lime 원유/가스전 지분 50%(\$10.2억) 인수
2013년	CNOOC	캐나다 shale gas 보유하고 있는 Nexen을 \$151억에 인수(중국 역사상 최대규모 해외 M&A)

자료: Industry data, SK 증권

중국의 shale gas 생산단가가
미국대비 약 3 배 이상 높지만
아시아 가스 가격 역시
북미 대비 3 배 이상이기에
Spread 확보여지는 충분함

미국과 중국의 가스가격 및 shale gas 생산단가 비교



자료: Industry data, SK 증권

중국은 PNG 든 shale gas 든 소비에서 가스증대/석유축소 즉 탈석유시대를 진행 중임

가장 중요한 부분은 이것이다. 중국이 PNG 를 적극적으로 개발하는 측면이든, shale gas 를 적극적으로 개발하는 측면이든, 그들이 2020 년까지 잡아둔 공격적인 목표가 달성 되느냐 안 되느냐는 사실 그렇게 중요한 측면이 아니라고도 할 수 있다. 가장 의미 있는 것은 결국 지속적인 가스소비증대/석유소비축소의 움직임 속에서 중국 역시 탈석유시대가 지속적으로 진행 중에 있다는 것이다.

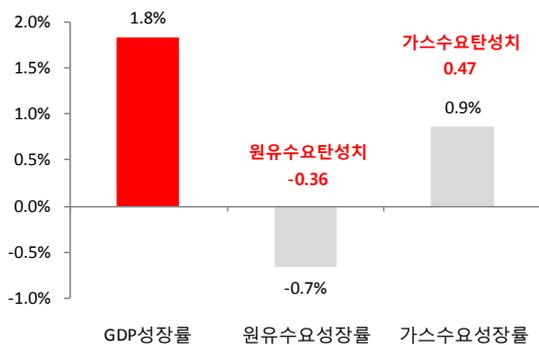
중국과 미국 모두 00년 이후 GDP 대비 탄성치 가스수요>원유수요 나타났음

실제로 2000 년 이후로 봤을 때 미국은 GDP 성장률 13 년간 CAGR 1.8%였고, 동기간 원유수요 CAGR 은 -0.7%, 가스수요 CAGR 은 +0.9%였다. GDP 대비 탄성치를 계산한다면 전자는 -0.36 / 후자는 +0.47 인 셈이다. 즉 가스수요의 성장이 지속적으로 더 높았다는 의미를 지닌다. 중국도 마찬가지로, 2000 년 이후로 봤을 때 GDP 대비 원유수요의 탄성치는 0.63 에 불과한 반면 가스수요의 탄성치는 GDP 를 훌쩍 뛰어넘는 1.56 까지 도달했다. 수치 상으로도 2000 년 진입 이래 양 국이 탈석유의 움직임을 보여왔다는 해석이 가능하다.

'탈석유' 움직임은 선택이 아닌 당위성의 문제임 패러다임을 지배할 것

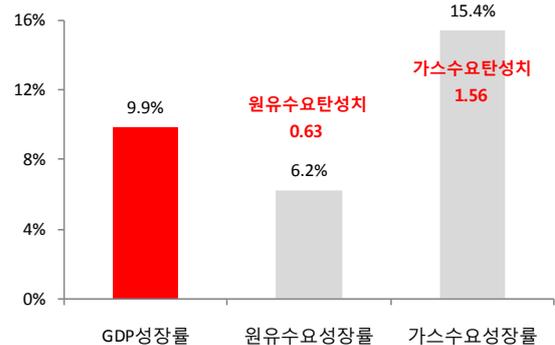
최소한 이들에게 있어서, 원유 소비를 최소화시키면서 가스소비를 늘리는 것은 선택이 아니라 필수였던 것처럼 보인다. 그리고 그런 양상으로 앞으로도 한 패러다임을 지배하는 모습으로 나타나게 될 가능성이 높다는 것을 염두에 두어야 한다.

미국의 2000 년 이후 GDP/원유수요/가스수요 성장률 CAGR



자료: BP, EIA, IMF, Industry data, SK 증권

중국의 2000 년 이후 GDP/원유수요/가스수요 성장률 CAGR



자료: BP, EIA, IMF, Industry data, SK 증권

④ 중국 가스업체의 대약진, 그리고 China Gas Holdings

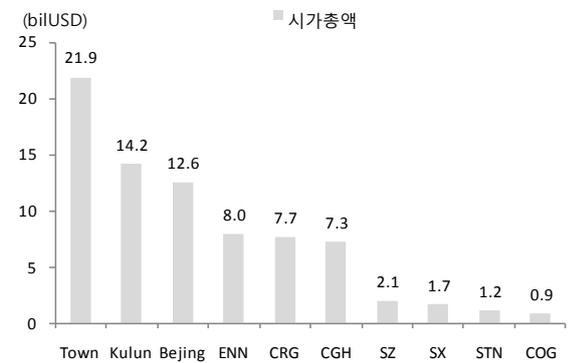
중국의 빠른 가스시대 개막
이미 가스관련업체의 수혜는
주가/이익 상으로 발생 중임

상기 단락들을 통해서 밝힌 것은 중국이 2005년부터 가스수요를 급격히 증대 시켜왔고, 본격적인 PNG/shale gas 스토리를 바탕으로 앞으로 수요증대가 더욱 클 것이라는 부분이었다. 그렇다면 자연스럽게 나올 수 있는 질문은, 이런 가스시대의 본격화 진행 중에서 관련업체의 수혜가 있었느냐는 것인데, 당연히 수혜는 있었고 그 폭도 상당히 컸다.

중국 주요 10개 가스업체
시가총액 13년간 +8.5배
EBITDA 13년간 +7.4배

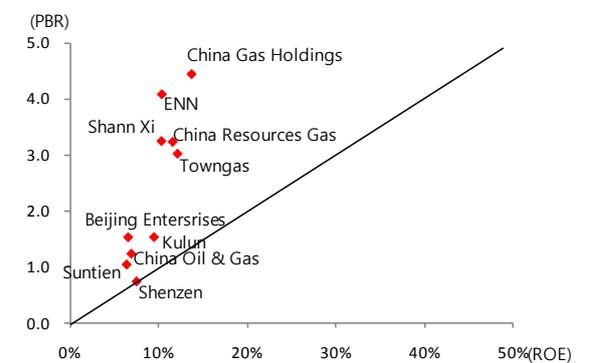
중국의 대표적인 가스업체로서는 Beijing Enterprises / China Resources Gas / ENN Energy / Towngas China / China Gas Holdings 포함 총 10 개를 꼽을 수 있다(아래 시가총액 차트 참조). 이들은 지난 몇 년간 시가총액과 EBITDA 모두에서 급격한 증대를 보였는데, 00년 이후로 볼 때 시가총액합계는 8.5 배 (13년간 CAGR + 17.9%), EBITDA 7.4 배(CAGR + 16.7%) 성장을 기록했었다.

중국 주요 10개 가스업체의 2013년말 기준 시가총액



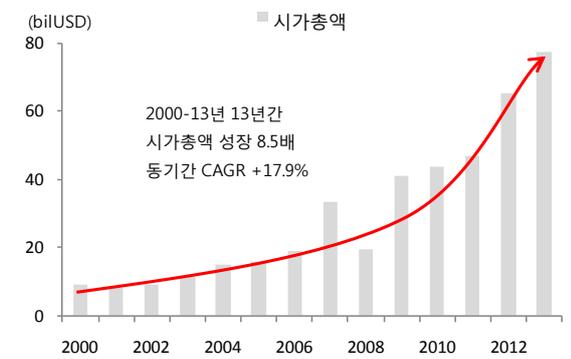
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 주요 10개 가스업체의 2013년말 기준 ROE & PBR



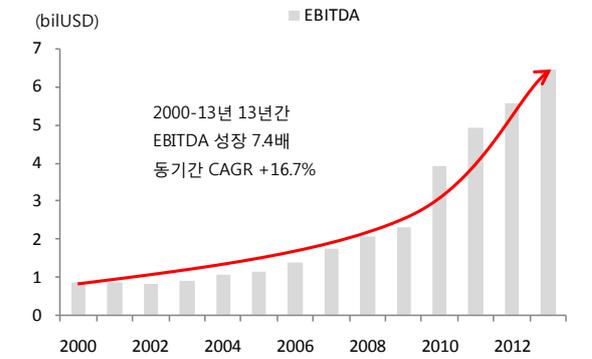
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 주요 10개 가스업체의 시가총액 합계치 급격하게 성장



자료: Bloomberg, SK 증권

시가총액의 급격한 상승에는 이익상승의 기저가 깔려있었음



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 10개 가스업체의 이익 추이는 가스수요성장과 동일
지난 10년간 가스수요 6.5배
10개 업체 OP 합계 6.8배

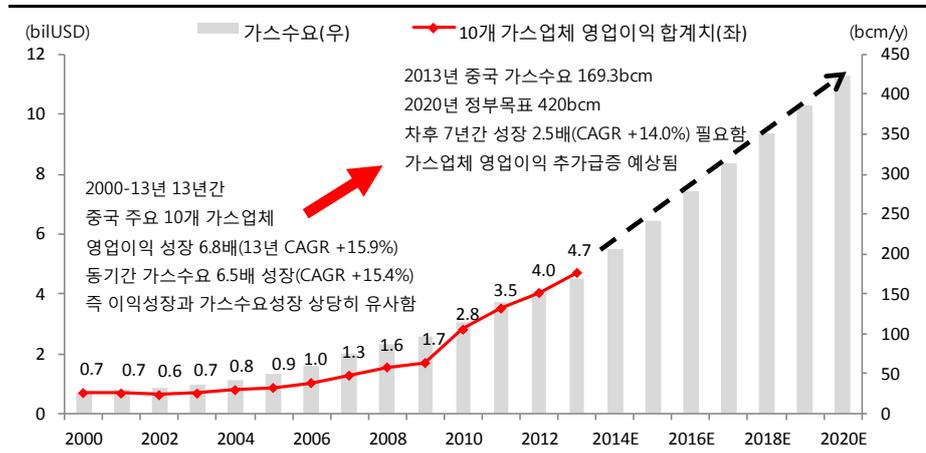
재미있는 것은 10개 업체의 과거 이익 추이가 중국의 가스수요 성장세와 궤를 같이 했다는 것이다. 2000년 이후 지난 13년간 중국의 가스수요는 26.2bcm에서 169.3bcm으로 6.5배 성장(13년간 CAGR + 15.4%)을 기록했다. 동기간 10개 가스업체의 영업이익 합계치는 \$6.9억에서 \$47.2억으로 6.8배(CAGR + 15.9%) 성장을 시현했다. 거의 유사한 수치다. 물론 10개 가스업체의 계산에서 대형업체 중 하나인 Shenergy가 비상장이기 때문에 계상되지 않았고, 또 몇몇 업체는 가스 이외의 business를 영위하기 때문에 단순한 대입을 할 수는 없겠지만, 어찌되었든 추세를 같이 이어왔다는 것에서만큼은 확실히 확인을 할 수 있는 숫자들인 셈이다.

중국정부 2020년까지
420bcm 가스수요 창출 계획
현재대비 2.5배 확대되는 것
중국가스업체 이익도
동반 가능성 높음

그렇다면 앞으로는 어떻게 될까? 앞서 언급된 부분이지만 중국 정부는 2020년까지 420bcm의 가스 수요를 창출시켜 현재대비 2.5배 확대, CAGR로는 +14.0%를 이끌겠다는 의지를 밝힌 바 있다. 정확한 수치개입은 어렵겠지만 이 흐름에 따라 중국 가스업체들의 이익도 지속적인 상승궤도를 그릴 가능성이 높다. 현재 중국가스업체의 valuation은 ROE & PBR을 본다고 하더라도 일정수준 부담스러운 영역에 있는 것이 사실이지만, 차후 성장성과 중국정부의 역력을 감안한다면 충분히 high multiple을 부여할 수 있는 종목들이라 할 수 있다.

중국 가스업체 과거이익추이
수요성장세와 거의 동일
중국가스수요 성장 감안 시
가스업체 이익 추가상승 가능

중국 가스수요 성장세와 가스업체 영업이익의 연관성, 그리고 차후 방향성



자료: Industry data, SK 증권

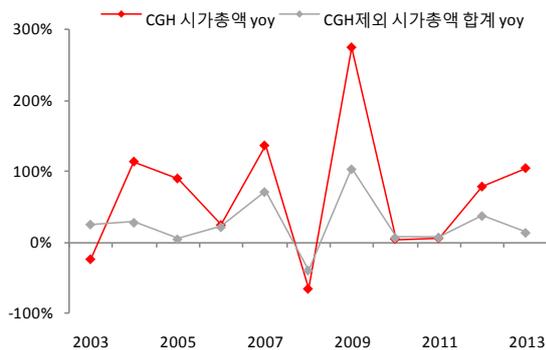
China Gas Holdings 매력적 PNG와 LPG 판매, 그리고 파이프 건설/연결 사업 영위

그 중에서도 주목해야 할 업체는 China Gas Holdings(이하 CGH)다. 동사는 중국 내에서 1) 일반가정 및 산업체로 파이프라인을 건설 및 연결을 해 주고, 동시에 PNG 를 판매하며, 3) LPG 또한 수입하여 판매하는 사업을 영위하는 업체다. 앞서 언급했듯이 중국의 가스시대가 급격하게 열리면서 지난 몇 년간 회사의 성장속도도 상당히 빨랐는데, 시가총액과 영업이익 모두 성장률이 기타 가스업체보다 빠른 양상을 나타냈었다.

매출비중은 LPG 가 크지만 이익비중은 파이프가 더 큼

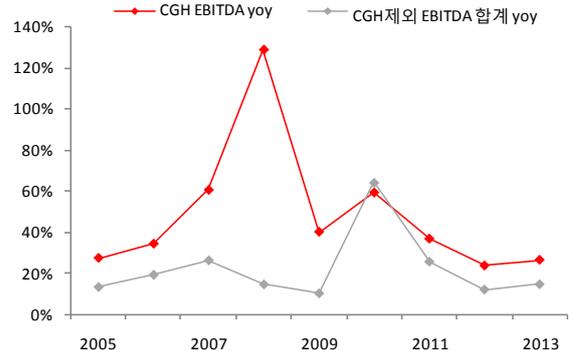
사업구조상 흥미로운 부분은 매출액의 구조 상으로는 PNG - LPG - 파이프순으로 높게 산출되지만, 영업이익은 파이프-PNG-LPG 순이라는 것이다. 이런 구조가 나타나는 원인은 중국 LPG 사업이 중동에서 수입한 가격보다 낮은 자국 내 가격에 의해 판매해야 하는 단점이 있는 반면, 파이프 건설/연결은 고마진 사업이기 때문에 이익기여가 높기 때문이다.

CGH의 시가총액은 기타 가스업체의 시가총액보다 상승률 높았음



자료: Bloomberg, SK 증권

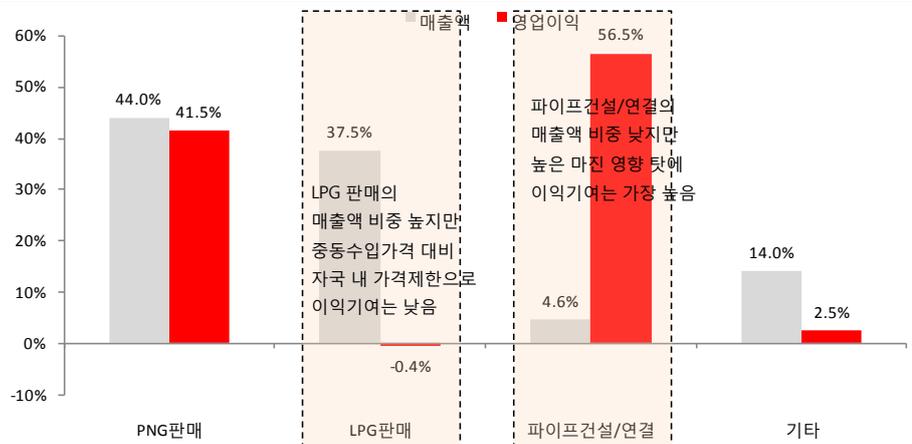
CGH의 영업이익은 기타 가스업체의 영업이익보다 상승률 높았음



자료: Bloomberg, SK 증권

매출비중은 LPG 가 크지만 이익비중은 파이프가 더 큼

China Gas Holdings의 2013년 기준 매출액과 영업이익의 비중



자료: China Gas Holdings, SK 증권

**CGH 이익/주가상승 빠른 것
중국 PNG 시장과 연결됨**

CGH의 이익과 기업가치 상승속도가 기타 가스업체보다 빠른 이유는 파이프라인 건설/연결, 즉 중국 PNG 시장의 성장세와 연결되었기 때문으로 판단한다. 2010년 CGH는 Henan, Shandong, Zhejiang, Gansu, Liaoning, Inner Mongolia에 추가 파이프라인 프로젝트를 시행하면서 수익 증대를 불러왔다. 이로 인해 2010년 파이프라인에서 발생한 수익은 전년대비 79.8% 증대되기도 하였다.

**파이프라인 성장 기대 여전함
CGH 사업지역 내 침투율
10년 42.7% → 13년 57.7%
13년 수치도 여전히 낮고
대형지역의 침투율도 낮은 편**

파이프라인의 수익 성장성에 대한 기대감은 여전히 높다. 기본적으로 CGH의 사업영역 내 침투율(연결가구 / 연결가능가구)은 2010년 42.7%에서 2013년 57.7%까지 크게 성장하였지만, 57.7%라는 수치는 여전히 절대적으로 낮은 수준에 불과하기 때문이다. 연결가능가구가 100만 가구가 넘는 대형 지역 중 40% 미만의 침투율을 보이는 곳도 Guangxi Zhuang(32.5%), Fujian(28.6%), Liaoning(27.7%), Guangdong(5.9%) 등 여전히 많이 있다. 즉 그만큼 사업영역 내에서의 성장여력이 충분히 있다는 것이다.

**중국 자체 PNG 시장 성장세
침투상승여력과 동시 감안 시
upside potential 높음**

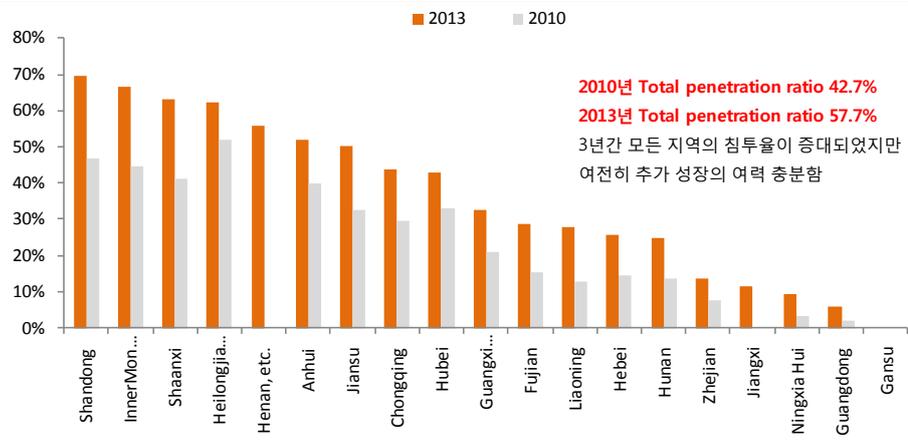
게다가 앞선 단락에서 다룬 내용이지만 중국의 PNG story는 더욱 커지게 된다. 현재 4.4만 km 수준인 파이프라인이 10만 km 이상으로 커지게 된다. 그럴 경우 이들의 파이프 건설/연결 사업의 volume 또한 자연스럽게 동반 상승하게 될 텐데, 침투율의 상승여력과 동반 감안한다면 추가상승여력은 그만큼 커진다.

**미국 NGL 물량 수입할 시
LPG 사업 개선 가능성도 상존**

또 한 가지 감안할 것은 LPG 사업의 개선 가능성이다. 앞선 단락에서 미국 NGL 수출이 활발해질 경우, LPG 중동수입 의존도가 높은 동북아시아 3개국의 수혜가 클 것으로 전망했는데, 중국 내 LPG 사업여력이 가장 큰 동사에게도 당연히 희소식이 된다. 현재 높은 매출 규모에 반해 이익기여가 없는 상황이기 때문에, 조금의 turnaround도 회사 수익에는 긍정적 영향이 발생할 것이다.

**CGH의 모든 사업지역에서
침투율은 2010년 < 2013년
그러나 전체 침투율 57.7%는
여전히 절대적으로 낮은 수준**

China Gas Holdings의 2010년 대비 2013년 가스파이프의 가구침투율(연결가구/연결가능가구)



자료: China Gas Holdings, SK 증권

가스파이프 연결가능 가구의
 침투율 평균 13년 57.7%
 10년 42.7% 대비 올랐지만
 여전히 절대적으로 낮은 수치
 즉 CGH 추가상승여력 여전함

China Gas Holdings의 사업영역 내 침투율

	Connectable	Connected	penetration
Shandong	1,316,111	917,770	69.7%
Inner Mongolia	1,236,725	825,337	66.7%
Shaanxi	530,333	334,648	63.1%
Heilongjiang	2,390,907	1,492,252	62.4%
Henan, etc.	1,231,000	686,916	55.8%
Anhui	1,503,063	781,280	52.0%
Jiansu	1,068,750	535,030	50.1%
Chongqing	243,611	106,570	43.7%
Hubei	1,249,125	535,408	42.9%
Guangxi Zhuang	2,346,028	763,264	32.5%
Fujian	1,390,625	398,077	28.6%
Liaoning	1,646,937	455,473	27.7%
Hebei	780,125	201,424	25.8%
Hunan	465,875	116,045	24.9%
Zhejiang	878,750	120,580	13.7%
Jiangxi	118,126	13,483	11.4%
Ningxia Hui	250,000	22,778	9.1%
Guangdong	1,465,938	86,210	5.9%
Gansu	116,252	0	0.0%
Total	10,771,638	6,215,211	57.7%

자료: China Gas Holdings, SK 증권

주 1) 침투율은 Connected / Connectable

주 2) domestic household(자국 내 가구)만 기재한 것임

Industry Analysis

■ 4. 전기차의 'Game Changer'가 다가온다

4. 전기차의 'Game Changer'가 다가온다

1) 갈수록 발전하는 1 세대 전기차들

① 1 세대 No.1 LEAF: 잘 만든 전기차 한 대면 배터리 연매출 1 조원 나온다

2010년 이후 1세대 전기차
Absolute No.1 Nissan LEAF

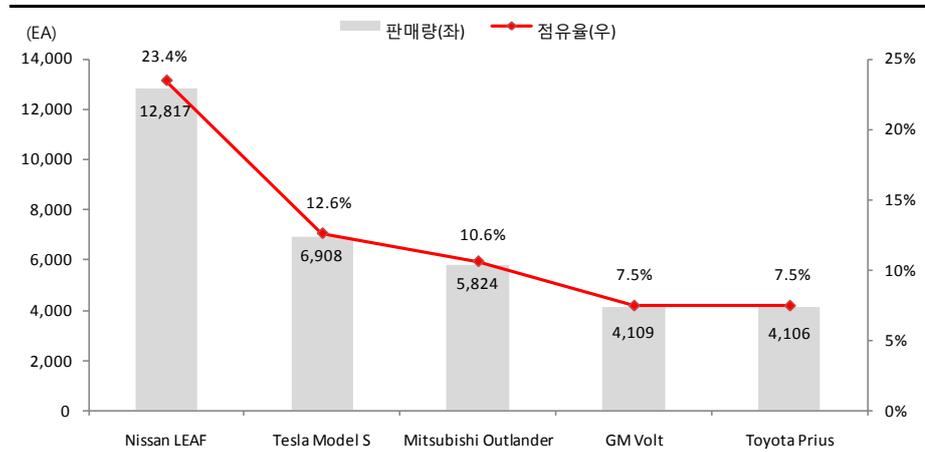
본격적인 전기차 시대가 열린 2010년 이후 지금까지의 모델들과 개략적인 판매량의 수준을 '1세대'라고 통칭한다면, 1세대 전기차 시장에서 absolute no.1을 차지한 차종은 단연 Nissan LEAF다.

1Q14 판매량 12,817대
전기차 점유율 23.4%
3월에는 5,538대 판매로
전기차 월간 역대 1위도 기록

Nissan이 만든 BEV(full-EV) 모델이면서 NEC와의 합작사인 AESC를 통해 battery package를 제공하는 LEAF는, 2013년에 접어들면서 GM Volt, Tesla Model S, Mitsubishi Outlander, Toyota Prius 등의 경쟁 모델들을 멀찌감치 떨어뜨리고 압도적인 1위 자리를 차지하고 있다. 2013년 이후로 보더라도 11월과 12월 Mitsubishi Outlander의 유럽 열풍에 잠시 자리를 내준 적을 제외하고는 줄곧 1등 자리를 지켜오고 있고, 지난 3월에는 월간 판매 5,538대를 기록하여 역대 월간 자동차 판매에서 1위를 기록하는 기염을 토하기도 했다.

2013년 이후
1세대 전기차 모델 중
줄곧 1위 자리를 유지하는
Nissan LEAF

1세대 전기차종의 1Q14 글로벌 판매량과 점유율



자료: EVSales, InsideEV, SK 증권

Nissan LEAF 가 absolute No.1 이 된 원인은 월등한 '가격/항속거리' 때문

Nissan LEAF 가 다른 1 세대 차종들 대비로 볼 때 높은 판매량을 기록할 수 있었던 원인은 무엇일까? 사실상 high-end 공략을 노렸던 스포츠카 개념인 Tesla Model-S 를 제외해놓고 본다면, LEAF 는 마력/토크/제로백 등은 다른 모델들과 크게 다르지 않은 수준을 유지하는 가운데 '판매가격과 항속거리'에서 큰 merit 를 발생하며 고객을 끌어 모았다.

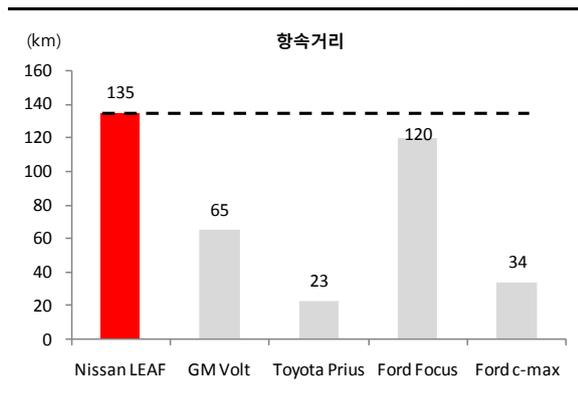
가격\$2.9 만/항속거리 135km 전기차에 있어서 최대관건은 가격/항속거리임을 입증함

Nissan LEAF 는 2013 년 \$28,800 으로 시작하는 모델을 선보이기 시작했고, '\$3 만 이하의 최초의 전기차'라는 컨셉으로 시장의 큰 관심을 끌었다. 게다가 항속거리(1 회 충전 시 주행가능거리)는 135km 로서 동급(세단/헤치백)의 전기차 중에서는 가장 높았기 때문에 고객 입장에서는 큰 merit 를 느낄 수밖에 없었다. 즉 Nissan 은 전기차에 있어서 고객에게 가장 큰 접근요소인 가격과 항속거리에서 다른 모델과 차별화된 merit 를 제공할 수 있었던 것이다.

**GM Volt 둘 다 밀림
Toyota Prius 항속거리 밀림
Ford Focus 가격 밀림**

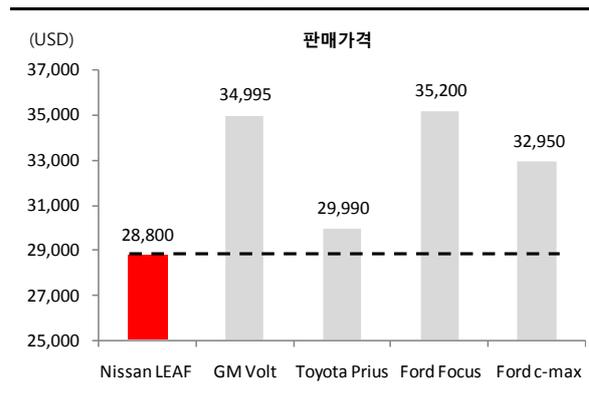
GM Volt 는 '미국 국민차' 브랜드의 이점이 있었음에도 불구하고 '가격 \$34,995 / 항속거리 65km'로서 해가 갈수록 LEAF 에 도저히 대응할 수 없는 spec 을 보인 탓에 판매량에서 급격히 LEAF 에 밀릴 수밖에 없었다. Toyota Prius PHEV 역시 2013 년 가격을 \$3 만 이하(\$29,990)까지 공격적으로 낮췄지만 23km 라는 매우 낮은 항속거리를 감당하기 어려웠고, Ford Focus EV 는 반대로 120km 라는 항속거리는 LEAF 에 대항할 만 했지만 판매가격이 \$35,200 이었기 때문에 경쟁력을 상실할 수밖에 없었다.

Nissan LEAF 의 항속거리는 동급의 전기차 중 최고임과 동시에



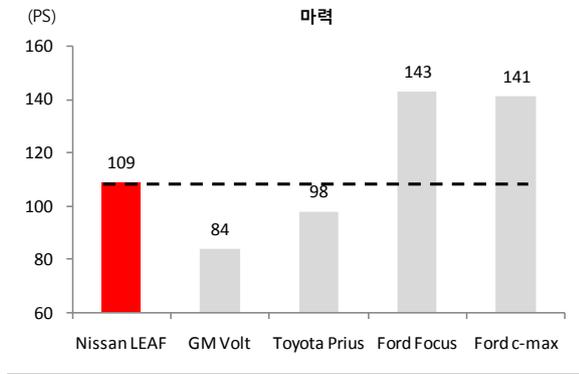
자료: Industry data, SK 증권

가격 역시 최저수준을 제시하면서 absolute No.1 을 차지



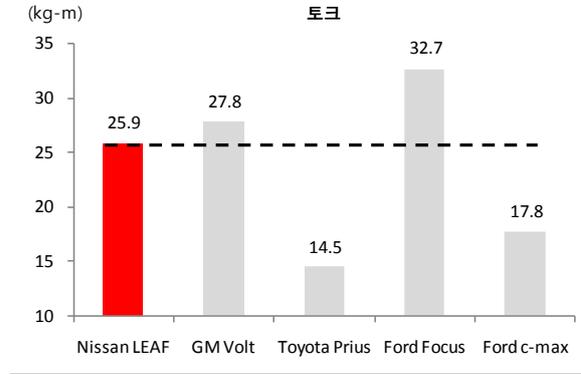
자료: Industry data, SK 증권

동급 전기차종 중에서 LEAF의 마력은 중간 수준



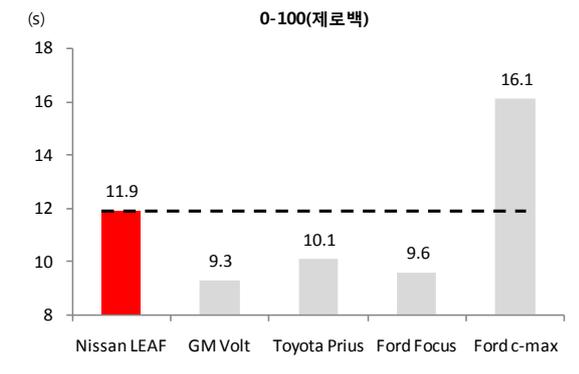
자료: Industry data, SK 증권

동급 전기차종 중에서 LEAF의 토크는 중간 수준



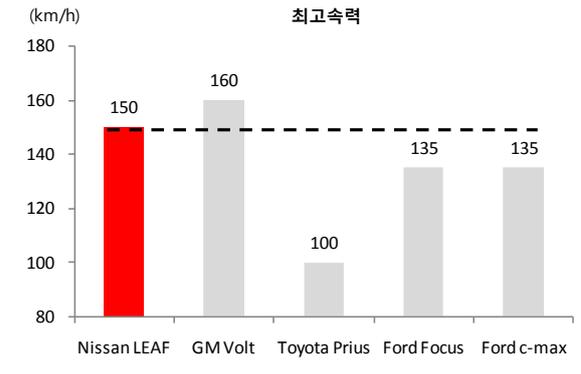
자료: Industry data, SK 증권

동급 전기차종 중에서 LEAF의 제로백은 중간 수준



자료: Industry data, SK 증권

동급 전기차종 중에서 LEAF의 최고속력은 중간 수준



자료: Industry data, SK 증권

LEAF에 배터리 납품하는 AESC(NEC base) 매출 주목

앞서 얘기한 바와 같이 현재 1세대 전기차 모델의 absolute No.1인 LEAF는 2014년 3월 5,538대의 판매량으로 전기차 월간 판매량 역대 1위를 기록했다. 사실 그 자체 만으로도 의미가 있긴 하지만, 조금 더 큰 의미를 찾을 수 있었던 것은 Nissan LEAF에 배터리를 공급하는 AESC(배터리업체 NEC와의 합작사)의 매출액 추정치였다.

LEAF 한 대에 납품해서 배터리 연매출 1조원 가능함

LEAF의 배터리 사이즈는 24kwh다. 정확히 알려지지는 않았지만 battery package의 가격을 \$550/kwh로 가정할 경우, 2014년 3월 한 달 간 LEAF에 배터리 납품을 통한 AESC의 매출액은 한화로 783억원이 된다. 연간으로 환산하기 위해 12를 곱해볼까? 9,394억원, 즉 1조원에 근접한 금액이 나온다.

**소형전지 1st-tier 매출액의 절반 수준에 근접함
'잘 만든 전기차 한 대면 배터리 연매출 1조원 나온다'**

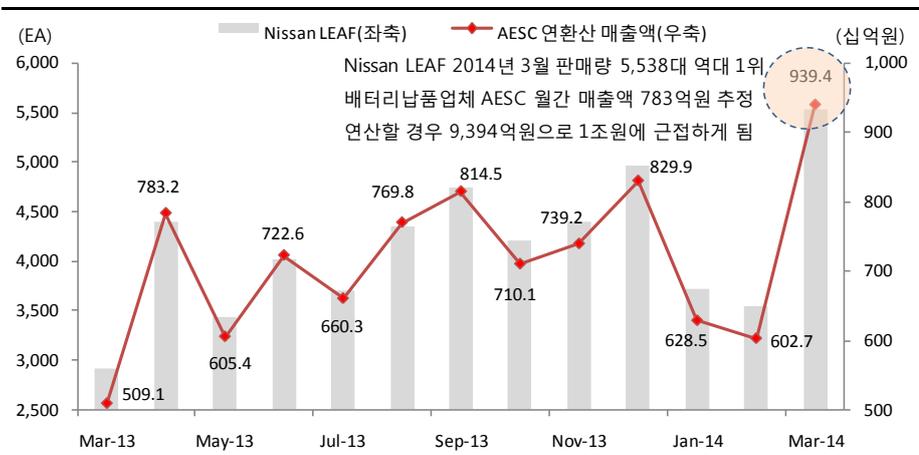
이미 red-ocean이 되었지만 한 때 IT 소재의 핵심으로 각광 받았었고, 아직까지도 기술경쟁이 펼쳐지는 글로벌 산업인 소형전지. 스마트폰/태블릿/노트북 등에 들어가는 이 소형전지의 1st-tier인 삼성 SDI와 LG 화학의 동 사업부에서의 연간 매출액은 약 2~2.5조원이다. 그렇다면 앞 단락에서 환산한 금액으로 접근해 볼 때, 이제 잘 만든 전기차 한 대에 배터리를 납품할 수 있다면, 그 차종 하나만으로 연매출액이 소형전지 절반에 근접하는 1조원이 된다는 셈이다.

**upside potential 2가지
1) LEAF 판매량 지속 증대 중
2) 전기차 모델 무수히 많음**

게다가 upside potential이 2가지 있다. 1) LEAF의 판매량이 전기차에 대한 관심 증대 속에 시간이 갈수록 지속 늘어나고 있다는 부분, 즉 잘 만든 전기차 한 대에 납품하는 배터리 매출액은 1조원 이상을 향해갈 수 있다는 것이고, 2) 전 세계에 전기차 모델은 스마트폰처럼 다섯 손가락에 꼽을 만큼만 있는 것이 아니라 무수히 많다는 점이다. 그만큼 전기차배터리의 가능성은 높이 열려있다.

2014년 3월 LEAF 판매량을 연간으로 환산할 경우 배터리 업체 AESC의 매출액 LEAF 하나만으로 1조원임

AESC가 Nissan LEAF 한 대에 납품하는 것만으로 얻을 수 있는 연간 배터리 매출액 환산치



자료: EVSales, InsideEV, Industry data, SK 증권

② 1.5 세대의 sensation: BMW i3

현재 글로벌 전기차 생산시장
미국/일본이 시장 양분

현재 글로벌 전기차 시장은 생산측면에서는 미국과 일본이 시장을 양분하고 있고, 소비측면에서는 미국과 유럽이 시장을 양분하고 있다.

일본 LEAF 와 Outlander 로
판매량에서 1위자리 굳힘
미국은 GEN2 모델 준비 위해
가장 먼저 기술개발 진입

생산에서는 GM/Tesla 를 앞세운 미국과 Nissan/Mitsubishi/Toyota 를 앞세운 일본이 2013 년 초까지만 하더라도 각축을 벌였지만, 최근 Nissan LEAF 와 Mitsubishi Outlander 의 대약진을 바탕으로 일본이 M/S 를 점차 확대한 반면, 미국은 GM Volt 의 하향세가 두드러지면서 일본의 시장 장악력이 조금은 더 높아진 듯한 모습이다. 2014 년 3 월 기준 일본 판매량 M/S 가 42.7%, 미국 판매량 M/S 가 31.5%다. 그러나 미국은(특히 GM) 2 세대 모델에서 대역전을 노리고 있는 상황이기도, 또 그것이 1 세대 모델 판매저하와 연관이 되고 있기 때문에 아직까지 미국과 일본의 양강체제가 유지되고 있다고 판단하는 것이 옳다.

한편 내연기관 1 위였던 유럽
10% 초반 M/S 에 불과함

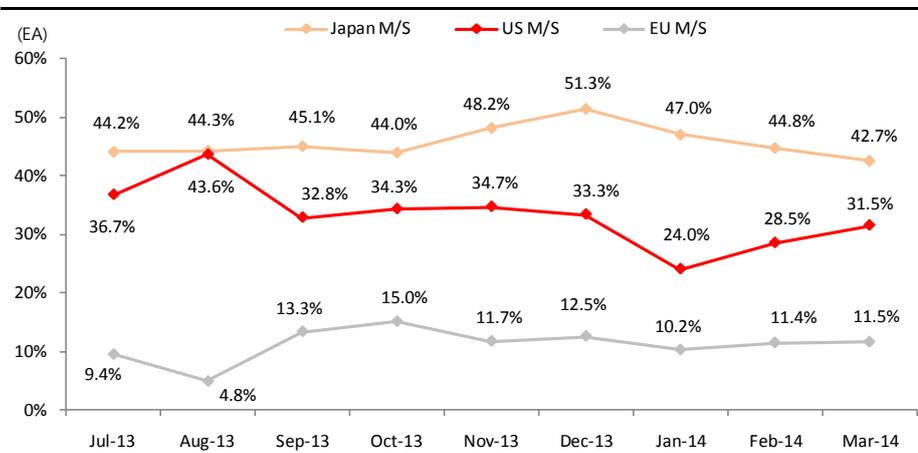
한편 유럽은 두각을 나타낼 만한 전기차 모델을 내놓지 못하면서 10% 초반대의 M/S 를 지속 유지 중이다. 사실 내연기관차에서는 독일이 절대적인 기술/브랜드 파워를 바탕으로 여전히 시장을 지배하고 있는 것에 비해본다면 의외의 사실이라고도 할 수 있다.

그러나 최근 유럽생산강화
BMW/VW/Volvo 판매 시작
그 중에서도 BMW i3 주목

그러나 독일을 중심으로 유럽이 최근 미국/일본 양강체제에 강한 도전장을 던지고 있다. 2013 년 하반기에 BMW 가 i3/i8, Volkswagen 이 e-Golf/e-Up, Volvo 가 V60 를 발표한 것이다. 그리고 이들은 최근 유럽 판매확대를 바탕으로 존재감을 과시하고 있는데, 그 중에서도 단연 BMW i3 를 주목해야 한다.

글로벌 전기차 판매의 양강
일본 42.7% / 미국 31.5%
반면 유럽은 11.5%에 불과함

글로벌 전기차 판매에서 국기별 비중



자료: EVSales, InsideEV, Industry data, SK 증권

주: 글로벌 10 대 판매차량 기준으로 작성된 것임. 14 년 3 월 top 10 의 글로벌 점유율은 80.6%임

지난 2013년 11월 자료에서
 당사 리서치센터는
 BMW i3의 sensation 예측

당사 리서치센터는 지난 2013년 11월 4일 중대형 2차전지 업체, 특히 LG 화학과 삼성 SDI의 경쟁력을 분석한 in-depth 보고서에서 당시 BMW i3를 xEV 업계의 'sensation'이 될 것이라고 예측한 바 있다. 가장 큰 근거는 1세대 모델들을 능가하면서 동시에 내연기관차 중 동급인 Volkswagen Golf GTD/GTI 대비로 손색이 없는 사양으로 차량이 생산되었기 때문이었다(자세한 내용은 해당 보고서 12~15page 참조).

미국기준 연간주행 2만 km
 BMW i3 주행 시 cost 이득
 GTI 대비 +\$6,300
 GTD 대비 +\$6,100

연간 주행거리 2.0만 km/차량수명 7년 가정 하에서 BMW i3와 VW Golf GTI/GTD의 total cost 비교

	VW Golf GTI	VW Golf GTD	BMW i3 RE
Purchase Cost(\$)	38,500	40,000	41,350
Fuel Cost(\$)	11,066.3	9,420.1	1,925.0
연간주행거리(km)		20,000	
자동차 사용년수(년)		7.0	
휘발유 가격(\$/gallon)	3.44		
경유 가격(\$/gallon)		3.90	
전기 가격(\$/kwh)			0.10
휘발유(VW GTI) 연비(km/L)	11.50		
경유(VW GTD) 연비(km/L)		15.30	
전기차(BMW i3) 연비(km/kwh)			7.27
Total Cost(\$)	49,566.3	49,420.1	43,275.0
Deviation from BMW i3	(6,291.3)	(6,145.1)	

자료: BMW, VW, SK 증권
 주: total cost = purchase cost + fuel cost

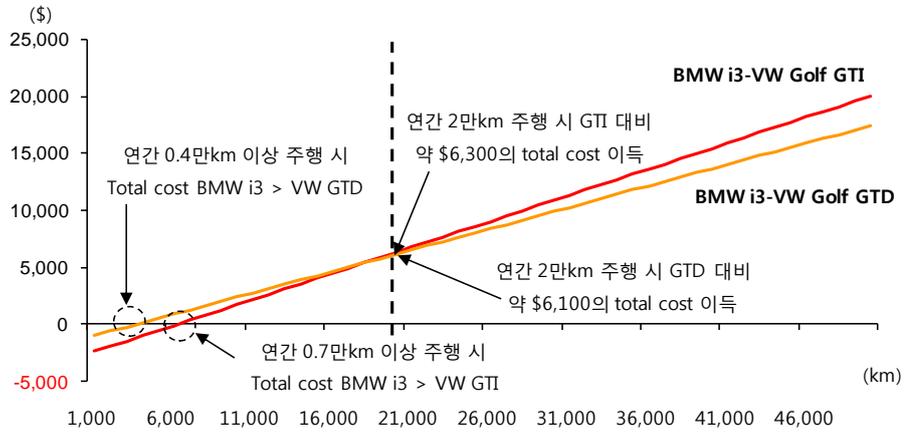
BMW i3와 Golf GTD/GTI의 사양비교

	마력(PS)	토크(Nm)	토크(kg-m)	제로백(초)	최고속력(km/h)	최대항속거리(km)	무게(kg)	가격(달러)
BMW i3	170.0	250.0	25.5	7.2	150.0	160.0	1,195.0	41,350
BMW i3(Range Extender)	170.0	250.0	25.5	7.9	150.0	340.0	1,315.0	45,300
VW Golf GTI	210.0	280.0	28.5	6.9	240.0	700.0	1,495.0	38,500
VW Golf GTD	170.0	350.0	35.6	8.1	220.0	1,100.0	1,495.0	40,000

자료: BMW, VW, AutoBuild, Industry data, SK 증권

차량수명 7년 가정 시
 연간주행거리
 4천/7천 km 이상에서는
 BMW i3의 total cost가
 Golf GTD/GTI 대비 매력적
 미국의 연평균 차량주행거리
 2.0만 km 수준임

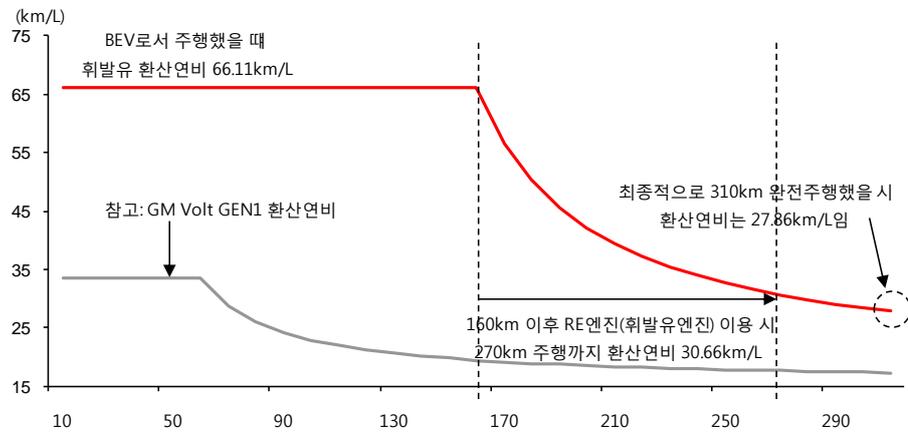
BMW i3와 VW Golf GTD>I의 연간 주행거리에 따른 total cost 차이



자료: BMW, SK 증권
 주 1) 기본가정은 상기 페이지의 테이블을 따름
 주 2) total cost = purchase cost + fuel cost

BMW i3의 환산연비:
 160km 전지+150km 휘발유
 배터리 환산연비 66.11km/L
 270km 주행 시 30.66km/L
 310km 완주 시 27.86km/L

BMW i3 Range Extender와 GM Volt GEN1의 휘발유 환산연비 비교



자료: BMW, GM, SK 증권

**BMW i3 13 년말 유럽만 데뷔
1Q14 유럽 xEV 판매에서
곧바로 4위로 등극하였음**

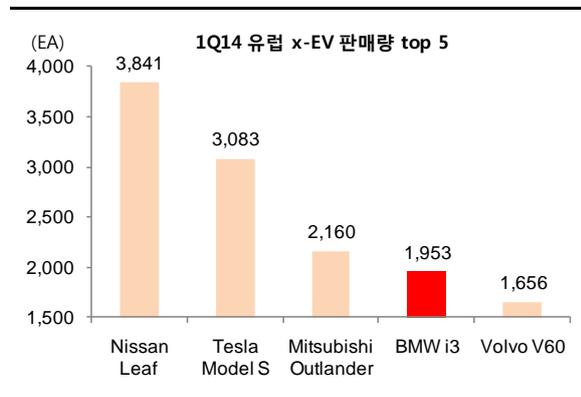
실제로 2013 년 말 유럽에서만 일단 판매가 시작된 BMW i3 는 현재까지 기대 이상의 판매량을 보여주고 있다. 2014 년 1 분기 유럽의 전기차 판매량을 본다면 BMW i3 는 1,953 대의 판매를 기록하여 Nissan LEAF(3,841 대) - Tesla Model S(3,083 대) - Mitsubishi Outlander(2,160 대)에 이어 4 위에 올랐다. 실제 기대 이상의 판매가 이어지자 BMW 의 production chief 인 Harald Krueger 는 다음과 같은 언급을 했다.

“The premium manufacturer in recent weeks has raised daily output to 100 vehicles from 70 previously at the factory in Leipzig, Germany, where the model is assembled.”
 “최근 모델이 조립되는 독일 Leipzig 의 공장은, 일간 70 대였던 생산량을 최근 100 대까지 끌어올렸다.”

**독일공장 증설결정
4 월부터는 미국/일본 진출
판매량 증대 더욱 커질 것임**

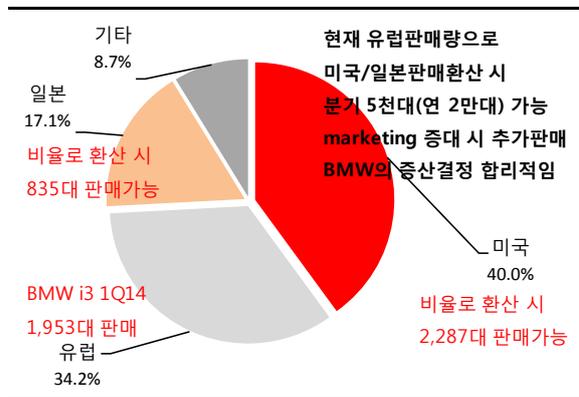
산술적으로 연중 2 만대 이상의 판매가 예상되자 독일 공장은 곧바로 증산에 들어간 상황이다. 게다가 관건은 전 세계에서 가장 큰 판매시장인 미국과 3 위 시장인 일본으로 2014 년 4 월부터 진출을 한다는 것이다. 판매량은 지금보다 더 크게 늘어날 것이기 때문에 BMW i3 의 시장효과는 앞으로 더 커질 것이다.

BMW i3, 유럽판매부터 시작해 1Q14 유럽 내 4 위 기록



자료: EVSales, InsideEV, Industry data, SK 증권

4 월부터 미국/일본 시장 진출, 판매량 더욱 늘어날 것으로 기대됨



자료: EVSales, InsideEV, Industry data, SK 증권

2) 2 세대 전기차가 등장하는 2015 년, 그리고 중심에 선 LG 화학

① ‘Game Changer’ GM Volt GEN2

Volt가 LEAF에 밀린 시점
Volt GEN2에 대한 언급시작
‘항속거리 322km/가격 \$3만’

앞선 단락에서 언급된 부분이지만, 1 세대 전기차 모델의 1 인자 자리를 두고 치열하게 다투던 GM Volt 와 Nissan LEAF 의 승부추가 확실하게 기운 것은 2013 년 하반기부터였다. 그런데 그 시점에서 주목할 만한 일이 있었다. 누구보다 전기차 2 세대 모델 제작이 가장 먼저 들어갔던 GM 이 조금씩 GEN2 에 대한 spec 을 언론 상에 공개하기 시작한 것이었다. 그리고 포인트는 ‘1 회충전 항속거리 200mile(322km) / 구매가격 \$3 만 이하’였다. 그러한 GEN2 에 대한 기대감이 GEN1 의 판매약세에도 영향을 미쳤다는 해석이 가능하다.

“Although GM has hinted that it’s working on a next generation of electric vehicle, Akerson says it’s aiming for a compact car that can go 200 miles on a charge and carry a generator, too. While it will be similar to the Volt, engineers are working on generators that could run on gas, diesel, or natural gas. The increased electric range is coming, in part, from advances in battery chemistry. GM is planning to bring the model out in 2016, for about \$30,000, according to a person familiar with the idea who asked not to be named because the plans aren’t public.”

- business week, 2013/12/12

“GM 은 현재 전기차의 차세대모델(GEN2)에 관한 작업을 진행 중에 있는데, Akerson(Dan Akerson, CEO of GM)은 GEN1 과 같이 generator(range extender)를 포함하고 있지만 1 회 충전에 항속거리 200mile(322km) 주행이 가능한 소형차를 목표로 하고 있다고 말했다. Volt 와 상당히 유사할 것이지만, 엔지니어들은 generator 를 휘발유가 아닌 가스/디젤 혹은 천연가스로 작동시키는 방법을 연구 중이다. 항속거리 증대는 battery 발전으로부터 파생되는 것이다. 아직 출시계획이 확정되지 않았기 때문에 익명을 요구한 측근에 따르면, GM 은 2016 년에 발표할 생각이고 가격은 \$3 만 수준일 것이라고 한다.”

**LEAF의 1세대 성공원인은
'항속거리/가격' merit 때문
Volt GEN2 spec 매력적임**

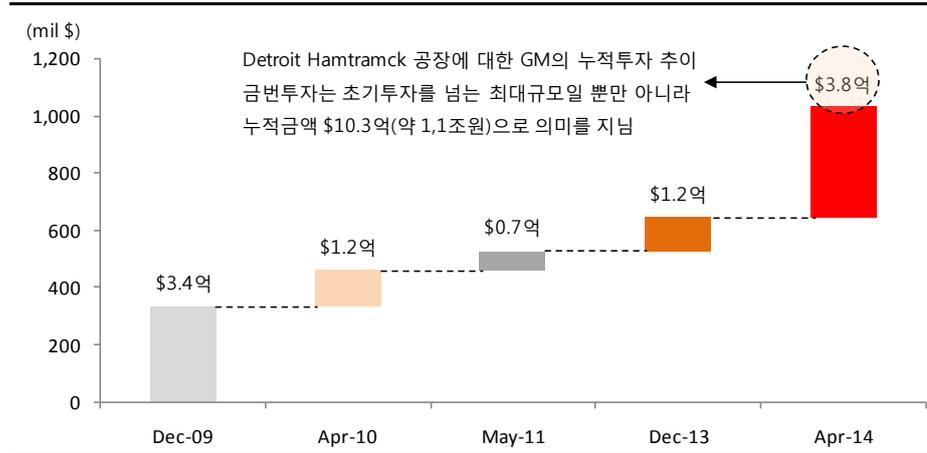
Nissan LEAF가 1세대 모델 중에서 우월한 1위 입지를 다질 수 있었던 것은 '항속거리(135km)와 구매가격(\$2.9 만)'에서 동급 이상의 사양이었기 때문이라고 밝힌 바 있다. GM은 그 핵심을 넘을 수 있는 spec 개발을 위해 일찌감치 2세대 모델 개발에 들어간 것이고, 그 결과로 가격은 LEAF와 비슷하지만 항속거리가 2배 이상 늘어난 매력적인 모델의 상용화를 목전에 두고 있는 셈이다.

**이미 GM은 GEN2 생산위해
Detroit 공장에 \$3.8억 투자**

물론 양산형으로 들어간다면 현재 목표가 되고 있는 322km보다 조금 줄어들 가능성도 있지만, 전체적으로 1세대 모델들보다 훨씬 뛰어난 사양이 나올 가능성은 매우 높아 보인다. 게다가 GM은 이미 Detroit Hamtramck 공장에 GEN2 생산을 위한 추가공장건설 capex를 발표한 바 있다. \$3.8억이 투자되는데 이는 전기차 생산을 위한 단일공정 규모로서는 최대에 해당하는 것이고, 누적투자금액으로도 \$10.3억, 한화로 약 1.1조원이 달성되는 의미를 지닌다.

**GEN2 생산물량 대비하여
GM은 미리 Detroit 증설
\$3.8억 투자는 단일 최대규모
또한 누적 투자 \$10억 초과**

GM Volt GEN2 생산을 위한 Detroit Hamtramck의 추가투자 발표



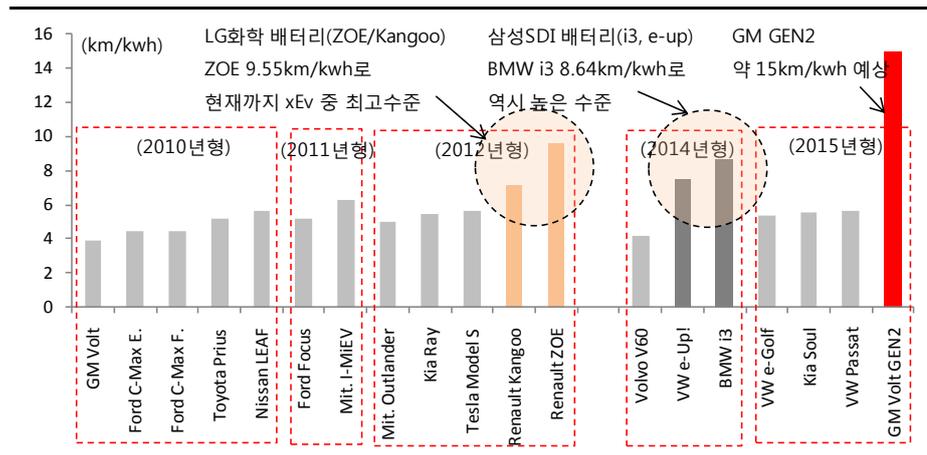
자료: GM, SK 증권

**GEN2의 핵심은 배터리연비
GEN1 대비 3.5배 향상
휘발유 환산연비 133.46km/L
이런 차량이 \$3만 이하라면
Game changer로서 충분함**

GM Volt GEN2의 spec이 어느 정도 의미를 지니는지에 대해서는 이미 2013년 11월 3일 보고서에서 자세히 다룬 바 있지만, 핵심 내용에 대해서만 재차 언급해보자면 역시 배터리 연비가 가장 두드러진다. GEN2의 배터리 용량은 확정되지는 않았지만 GEN1(16.5kwh) 대비 30% 가량 증대된 21.5kwh 내외가 될 가능성이 높아 보인다. 그리고 이 상황에서 항속거리가 기존 60km에서 322km로 증대가 된다. 그렇다면 배터리 연비는 약 14.9km/kwh로서 3.9km/kwh였던 GEN1 대비 3.5배 가량 향상되는 것이다. 이 수치를 이해하기 쉽게 휘발유 차량의 환산연비(미국기준)로 기록한다면 GEN1이 33.5km/L → GEN2가 133.46km/L가 된다. 이런 차량이 322km의 항속거리를 지니면서 가격도 \$3만 이하라면 game changer로서 충분히 매력적이지 않을까?

**1세대 모델들과
확연하게 차별화되는
배터리 연비 기대됨**

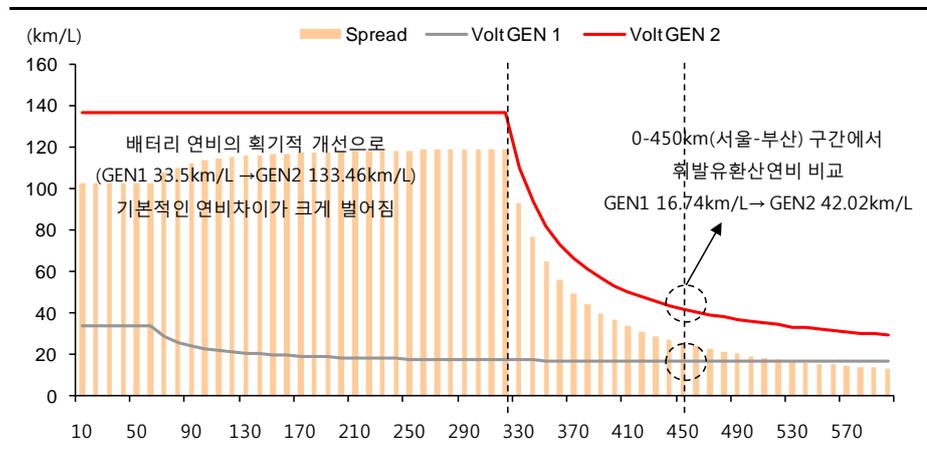
1세대 전기차 모델들의 배터리 연비와 Volt GEN2와의 단순비교



자료: Industry data, SK 증권

**휘발유 환산연비 기준으로
GEN1 33.5km/L
GEN2 133.46km/L**

Volt GEN1 과 GEN2의 휘발유 환산연비



자료: GM, Industry data, SK 증권

**GEN 성능개선은 배터리 역할
전기차 cost에서
Battery package 비중 35%**

주목할 부분은 이러한 성능 개선의 핵심에는 배터리가 있다는 것이다. 전기차의 cost 구성에서 배터리팩이 차지하는 비중은 약 35%에 이르는 것으로 파악된다. 사실상 전기차 성능이 핵심이 될 수밖에 없는데, GEN2 모델에서 아직 공개되지는 않았지만 LG 화학의 배터리는 성능개선과 cost 감축을 파우치형태 내에서 극대화 시킨 것으로 판단된다. 특히 배터리에 의한 항속거리의 큰 폭 증대는 EREV(Extended-Range Electric Vehicle) 상에서 Range Extender의 규모를 크게 줄일 수 있게 해줌으로서 차량의 무게와 가격에 큰 영향을 미쳤을 것으로 추측된다. 참고로 Volt GEN1은 60km 배터리 항속거리에 550km의 Range Extender를 통한 주행, 즉 휘발유로 인한 주행이 더 큰 양상이었다.

**Volt GEN2 적용 배터리 기술
15년형 spark EV에서 확인
항속거리 유지되는 조건에서
배터리 사이즈/무게 감축했음**

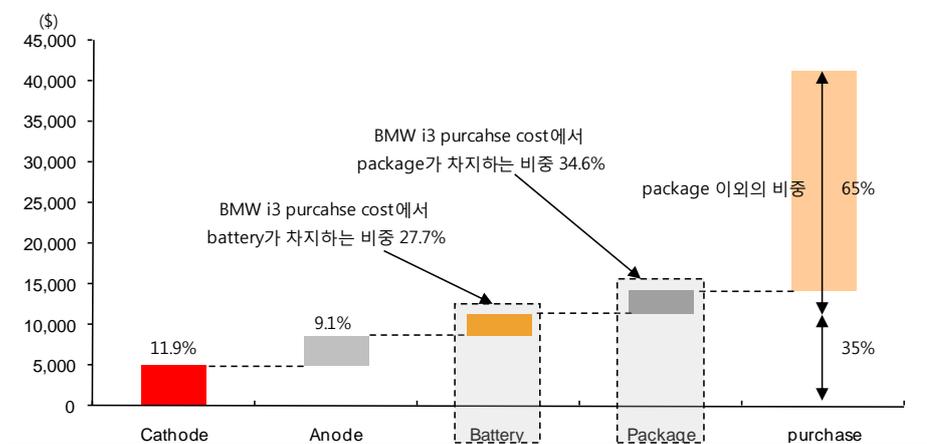
사실 Volt GEN2에 적용되는 배터리 기술이 어떤 특성을 지니는지는 얼마 전에 출시된 GM Spark EV 2015년형 모델에서 일면 드러난다. 이전 모델은 중국 A123의 배터리를 받다가 금번에 전면적으로 LG 화학 배터리로 교체한 이 모델에서는 2가지의 특징이 두드러진다. 1) 항속거리는 130km 수준이 유지되었지만 배터리 사이즈가 21.5kwh에서 19kwh로 크게 감축되었고 2) 배터리의 무게가 560파운드에서 474파운드로, 즉 254kg에서 215kg으로 약 30kg 가까이 줄어들었다는 것이다.

**LG 화학의 또 다른 고객사인
르노에서도 기존고객들에게
배터리 upgrade 제안
주행거리 300km 확대가 핵심**

또한 올 해 4월 르노의 제품계획 부사장 베아트리스 푸쉴레는 ‘현재 보급되어 있는 전기차의 배터리 업그레이드 제안을 고려 중’이라고 밝혔었다. 현재 200km 이하의 항속거리를 300km 이상의 성능을 지닌 배터리로 교체해 준다는 것이었다. 르노의 전 차량에는 LG 화학의 배터리가 이용되고 있고, 지난 5월에는 르노의 GEN2 모델의 공동개발협약도 LG 화학에서 맺었다. 즉 LG 화학의 배터리가 고객사 차량의 spec을 이미 일부 업그레이드 시키기 시작했다는 것이다.

**전기차에서는 전체 cost에서
Battery package 비중이
34.6%로서 절대적임**

BMW i3의 전체 cost에서 battery package가 차지하는 비중



자료: BMW, Industry data, SK 증권

② LG 화학의 배터리 매출액은 어디까지 성장할 수 있을까?

LG 화학은 현 시점에서
전기차배터리 global No.1
Volt GEN2 가 게임을 바꿀 때
이들의 매출액 증가분은?

LG 화학은 전기차배터리 시장의 판매량/기술력/마케팅/수직계열화 등 모든 측면을 고려했을 때 글로벌 No.1 업체로 꼽힌다. Navigant research 등 유수의 전기차배터리 컨설팅 업체의 평가에서도 그렇고, 당사 리서치센터 또한 2013년 11월 4일 전기차배터리 자료에서 유사한 결론을 내렸었다. 그리고 동사는 GM Volt GEN2의 출시를 전후로 해서 글로벌 No.1의 위상을 더욱 공고히 가져갈 가능성이 높다. 그렇다면 실제 이들의 매출액 증대효과는 어느 정도일까?

Top-down approach 사용

Top-down 접근을 사용했을 때, 2013년까지 1) 전기차의 세계 자동차 시장 침투율 0.3%, 2) 전기차배터리 시장 내 LG 화학 점유율 25%, 3) 평균 배터리 사이즈 20kwh, 4) 평균 배터리팩 가격 \$550/kwh 기준으로 봤을 때 6,930억 원의 매출액이 발생한다는 산술적 수치가 나온다. 실제 현재 중대형전지 매출액이 약 7천억원임을 감안할 때 큰 무리가 없는 개략적인 접근법임을 알 수 있다.

1) 전기차의 글로벌 자동차
시장 침투율 1%(현재 0.3%)
2) LG 화학의 전기차 배터리
시장 침투율 40%(현재 25%)
가정 시 매출액 3.7조원 가능

따라서 만약 GEN2가 시장의 game changer로서 작용을 하여 전기차의 세계 자동차 시장 침투율을 1%까지 확대하고, LG 화학의 시장 점유율을 40%까지 확대한다고 가정한다면, 동사의 중대형 전지 상의 연매출액은 3.7조원까지 이르게 된다. 이럴 경우 동사의 기타 사업부인 화학/정보전자/소형 2차전지의 매출액까지 감안한 회사 내 전기차배터리의 매출액 비중은 14.4%까지 증대된다.

작은 수치의 변동 만으로
LG 화학 매출액을
의미 있게 바꿀 수 있을 만큼
전기차 시장은 상당히 큼

사실 현 상황에서 전기차배터리의 매출액, 그리고 회사 내 매출비중을 분석하는 것은 쉽지 않다. 다만 한 가지 확실한 것은 '전기차의 자동차 시장 침투율 1% / LG 화학 전기차배터리 점유율 40%' 가정 만으로도 매출액 3.7조원/회사 내 비중 14.4%까지 의미 있게 급증한다는 것이다. 가장 중요한 것은 그만큼 전기차배터리 시장은 크다는 것이다. AESC가 현재 Nissan LEAF 1대 판매 만으로 매출액 1조원 달성이 가능하다는 것도 같은 맥락에서 이해할 수 있을 것이다.

2011년~2014년(예상) 주요 전기차배터리 업체의 판매량과 시장점유율 추정

		2011년		2012년		2013년		2014년 예상	
		판매(MWh)	시장점유율	판매(MWh)	시장점유율	판매(MWh)	시장점유율	판매(MWh)	시장점유율
한국	LG화학	186	13.6%	817	31.6%	1,133	32.6%	1,688	29.4%
	삼성SDI	0	0.0%	43	1.7%	140	4.0%	1,062	18.4%
일본	AESC	866	70.6%	1,096	42.4%	1,385	39.8%	1,592	27.6%
	Panasonic	36	2.6%	241	9.3%	409	11.8%	804	13.9%
	LEJ	99	7.2%	231	8.9%	139	4.0%	243	4.2%
	PEVE	11	0.8%	50	1.9%	60	1.7%	81	1.4%

자료: B3, SK 증권

전기차의 시장침투율과 LG 화학의 전기차 배터리 시장점유율에 따른 매출액 sensitivity analysis (단위: 십억원)

LGChem M/S(우)	10%	20%	25%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
xEV penetration(좌)									
0.3%	277	554	693(현재)	832	1,109	1,386	1,663	1,940	2,218
0.5%	462	924	1,155	1,386	1,848	2,310	2,772	3,234	3,696
1.0%	924	1,848	2,310	2,772	3,696	4,620	5,544	6,468	7,392
1.5%	1,386	2,772	3,465	4,158	5,544	6,930	8,316	9,702	11,088
2.0%	1,848	3,696	4,620	5,544	7,392	9,240	11,088	12,936	14,784
2.5%	2,310	4,620	5,775	6,930	9,240	11,550	13,860	16,170	18,480
3.0%	2,772	5,544	6,930	8,316	11,088	13,860	16,632	19,404	22,176
3.5%	3,234	6,468	8,085	9,702	12,936	16,170	19,404	22,638	25,872
4.0%	3,696	7,392	9,240	11,088	14,784	18,480	22,176	25,872	29,568
4.5%	4,158	8,316	10,395	12,474	16,632	20,790	24,948	29,106	33,264
5.0%	4,620	9,240	11,550	13,860	18,480	23,100	27,720	32,340	36,960
5.5%	5,082	10,164	12,705	15,246	20,328	25,410	30,492	35,574	40,656
6.0%	5,544	11,088	13,860	16,632	22,176	27,720	33,264	38,808	44,352
6.5%	6,006	12,012	15,015	18,018	24,024	30,030	36,036	42,042	48,048
7.0%	6,468	12,936	16,170	19,404	25,872	32,340	38,808	45,276	51,744
7.5%	6,930	13,860	17,325	20,790	27,720	34,650	41,580	48,510	55,440
8.0%	7,392	14,784	18,480	22,176	29,568	36,960	44,352	51,744	59,136
8.5%	7,854	15,708	19,635	23,562	31,416	39,270	47,124	54,978	62,832
9.0%	8,316	16,632	20,790	24,948	33,264	41,580	49,896	58,212	66,528
9.5%	8,778	17,556	21,945	26,334	35,112	43,890	52,668	61,446	70,224
10.0%	9,240	18,480	23,100	27,720	36,960	46,200	55,440	64,680	73,920
10.5%	9,702	19,404	24,255	29,106	38,808	48,510	58,212	67,914	77,616
11.0%	10,164	20,328	25,410	30,492	40,656	50,820	60,984	71,148	81,312
11.5%	10,626	21,252	26,565	31,878	42,504	53,130	63,756	74,382	85,008
12.0%	11,088	22,176	27,720	33,264	44,352	55,440	66,528	77,616	88,704
12.5%	11,550	23,100	28,875	34,650	46,200	57,750	69,300	80,850	92,400
13.0%	12,012	24,024	30,030	36,036	48,048	60,060	72,072	84,084	96,096
13.5%	12,474	24,948	31,185	37,422	49,896	62,370	74,844	87,318	99,792
14.0%	12,936	25,872	32,340	38,808	51,744	64,680	77,616	90,552	103,488
14.5%	13,398	26,796	33,495	40,194	53,592	66,990	80,388	93,786	107,184
15.0%	13,860	27,720	34,650	41,580	55,440	69,300	83,160	97,020	110,880

자료: Industry data, SK 증권

주 1) 전세계 연간 자동차 판매량은 8 천만대로 가정

주 2) 배터리팩의 가격은 \$550/kwh 로 가정

주 3) LG 화학의 평균 배터리 판매사이즈는 20kwh 로 가정

주 4) 환율은 1,050 원/달러로 가정

전기차의 시장침투율과 LG 화학의 전기차 배터리 시장점유율에 따른 LG 화학 내 전기차배터리 매출액 비중 sensitivity analysis

LGChem M/S(우)	10%	20%	25%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
xEV penetration(좌)									
0.3%	1.2%	2.5%	3.1%(현재)	3.6%	4.8%	5.9%	7.0%	8.1%	9.2%
0.5%	2.1%	4.0%	5.0%	5.9%	7.7%	9.5%	11.2%	12.8%	14.4%
1.0%	4.0%	7.7%	9.5%	11.2%	14.4%	17.4%	20.1%	22.7%	25.1%
1.5%	5.9%	11.2%	13.6%	15.9%	20.1%	24.0%	27.4%	30.6%	33.5%
2.0%	7.7%	14.4%	17.4%	20.1%	25.1%	29.6%	33.5%	37.0%	40.2%
2.5%	9.5%	17.4%	20.8%	24.0%	29.6%	34.4%	38.7%	42.4%	45.7%
3.0%	11.2%	20.1%	24.0%	27.4%	33.5%	38.7%	43.1%	46.9%	50.2%
3.5%	12.8%	22.7%	26.9%	30.6%	37.0%	42.4%	46.9%	50.7%	54.0%
4.0%	14.4%	25.1%	29.6%	33.5%	40.2%	45.7%	50.2%	54.0%	57.3%
4.5%	15.9%	27.4%	32.1%	36.2%	43.1%	48.6%	53.1%	57.0%	60.2%
5.0%	17.4%	29.6%	34.4%	38.7%	45.7%	51.2%	55.8%	59.5%	62.7%
5.5%	18.8%	31.6%	36.6%	40.9%	48.0%	53.6%	58.1%	61.8%	64.9%
6.0%	20.1%	33.5%	38.7%	43.1%	50.2%	55.8%	60.2%	63.8%	66.8%
6.5%	21.4%	35.3%	40.6%	45.0%	52.2%	57.7%	62.1%	65.6%	68.6%
7.0%	22.7%	37.0%	42.4%	46.9%	54.0%	59.5%	63.8%	67.3%	70.2%
7.5%	24.0%	38.7%	44.1%	48.6%	55.8%	61.2%	65.4%	68.8%	71.6%
8.0%	25.1%	40.2%	45.7%	50.2%	57.3%	62.7%	66.8%	70.2%	72.9%
8.5%	26.3%	41.7%	47.2%	51.7%	58.8%	64.1%	68.2%	71.4%	74.1%
9.0%	27.4%	43.1%	48.6%	53.1%	60.2%	65.4%	69.4%	72.6%	75.1%
9.5%	28.5%	44.4%	49.9%	54.5%	61.5%	66.6%	70.5%	73.6%	76.1%
10.0%	29.6%	45.7%	51.2%	55.8%	62.7%	67.7%	71.6%	74.6%	77.1%
10.5%	30.6%	46.9%	52.4%	57.0%	63.8%	68.8%	72.6%	75.5%	77.9%
11.0%	31.6%	48.0%	53.6%	58.1%	64.9%	69.8%	73.5%	76.4%	78.7%
11.5%	32.6%	49.1%	54.7%	59.2%	65.9%	70.7%	74.3%	77.2%	79.4%
12.0%	33.5%	50.2%	55.8%	60.2%	66.8%	71.6%	75.1%	77.9%	80.1%
12.5%	34.4%	51.2%	56.8%	61.2%	67.7%	72.4%	75.9%	78.6%	80.8%
13.0%	35.3%	52.2%	57.7%	62.1%	68.6%	73.2%	76.6%	79.3%	81.4%
13.5%	36.2%	53.1%	58.6%	63.0%	69.4%	73.9%	77.3%	79.9%	81.9%
14.0%	37.0%	54.0%	59.5%	63.8%	70.2%	74.6%	77.9%	80.5%	82.5%
14.5%	37.8%	54.9%	60.4%	64.6%	70.9%	75.3%	78.5%	81.0%	83.0%
15.0%	38.7%	55.8%	61.2%	65.4%	71.6%	75.9%	79.1%	81.5%	83.4%

자료: Industry data, SK 증권

주 1) 전세계 연간 자동차 판매량은 8 천만대로 가정

주 2) 배터리팩의 가격은 \$550/kwh 로 가정

주 3) LG 화학의 평균 배터리 판매사이즈는 20kwh 로 가정

주 4) 환율은 1,050 원/달러로 가정

주 5) LG 화학의 기타사업부 매출액은 화학 17 조원 / 정보전자 3 조원 / 소형 2 차전자 2 조원으로 가정

3) 전기차가 진행되는 탈석유시대

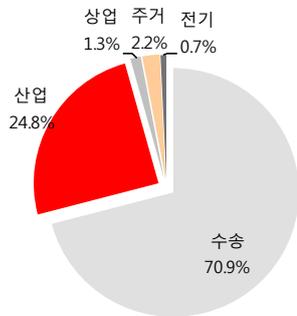
전기차는 당연히 전기연료
전기는 석탄/가스등으로 생성
자연스럽게 전기차 확대는
원유소비 대체로 연결됨

한 가지 간과해서는 안 될 부분이 있다. 전기차는 당연히 전기를 연료로 간다. 전기는 석유보다는 주로 석탄/가스/원자력에 의해 생성되기 때문에 자연스럽게 기존의 석유(휘발유/경유)를 대체하는 효과를 지니게 된다. 전기차도 엄연히 renewable 혹은 clean energy 로 분류가 될 수 있으며, 태양광/풍력/바이오매스 등 기타 에너지원 중에서 가장 현실화에 근접해있는 에너지원이라고 할 수 있다.

'Shale gas - 전기차 - 탈석유'
하나의 로직 충분히 성립됨

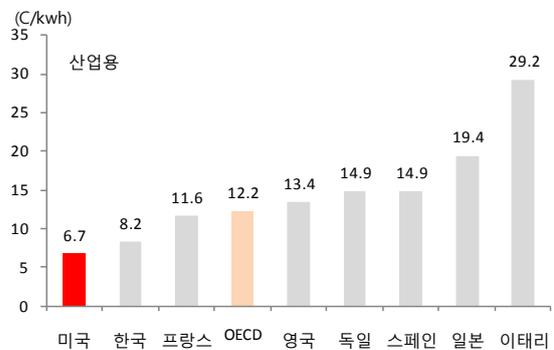
미국에서 원유의 사용용도를 보게 되면 70.9%가 수송에 사용된다. 따라서 전기차 보급이 점차 확대되면서 내연기관차의 비중이 낮아지게 된다면 당연히 원유의 소비는 빠른 속도로 떨어지게 될 수밖에 없다. Shale gas 의 임팩트는 여기서도 나타나는 것이다. 가스가 직접적으로 내연기관차의 M/S 를 축소시키지는 않는다. 다만 shale gas 기반으로 발생한 낮은 전기가격이 전기차 사용을 확대시키면서 우회적으로 원유의 소비를 감소시킬 것이다. 즉 'shale gas -전기차 - 탈석유시대'라는 하나의 로직이 충분히 완성될 수 있는 것이다.

원유의 용도는 절대적으로 수송에 집중되어 있음



자료: EIA, SK 증권

미국의 전기요금은 기타 주요 선진국 대비 1/3 수준에 불과함



자료: OECD, 각종언론, SK 증권

전기차 보급에서 가장 유리한 국가는 미국 shale gas 기반의 가스가격이 타국가의 많게는 1/4에 불과

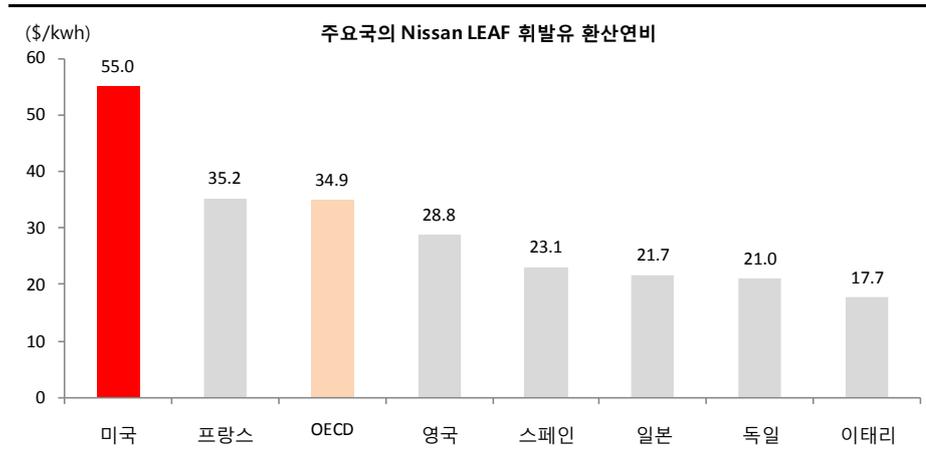
Nissan LEAF 휘발유환산연비 미국 55.9km/L 로서 일본/독일을 크게 앞섬 미국 전기차에 적극적인 이유

미국은 shale gas 기반의 낮은 전기세 덕분에 같은 전기차종이라 할 지라도 글로벌 주요국가 대비 더 높은 연비의 전기차 이용

전기차를 이용하는데 있어서 가장 유리한 국가는 단연 미국이다. 넓은 영토와 충분한 인프라 등의 요소를 배제하고 보더라도, 기본적으로 shale gas 를 기반으로 전기를 사용하면서 독일/일본 등 주요 선진국 대비 1/3 정도 낮은 전기세가 유지되고 있기 때문이다. 따라서 이들에게 전기차의 연비 극대화 효과는 크게 나타날 수밖에 없다.

Nissan LEAF 의 배터리연비(5.6km/kwh)를 기준으로 각국에서 동 차종의 휘발유 환산연비를 산출해보면, 확실히 미국이 55.9km/L 로 산출되어 가장 높은 연비를 자랑하게 된다. OECD 평균인 34.9km/L 보다도 훨씬 높은 수준이다. 특히 같은 선진국인 일본(21.7km/L), 독일(21.0km/L) 대비로는 2 배 이상의 환산연비를 보이는 셈인데, 미국이 전기차의 생산과 소비 모두에서 글로벌 1 위를 기록하며 적극적으로 시장을 장악하려는 이유가 일면 이런 부분에서도 있을 것이라는 추정을 할 수도 있다.

주요국가들의 Nissan LEAF 기준의 휘발유 환산연비 산출



자료: OECD, 각종언론, Nissan, SK 증권

**전기차 사용증대에 따른
원유의 대체효과는?**

GM Volt GEN2 를 위시한 전기차 2 세대 모델들이 나올 경우 글로벌 전기차 판매량 자체가 증대하게 될 가능성이 충분히 있다. 그렇다면 전기차 사용증대 → 내연기관차 사용감소 → 원유사용감소에 따른 간접적인 원유대체효과는 어느 정도일까? 당사 리서치센터는 이를 계산하기 위해서 다음과 같은 가정을 설립하였다.

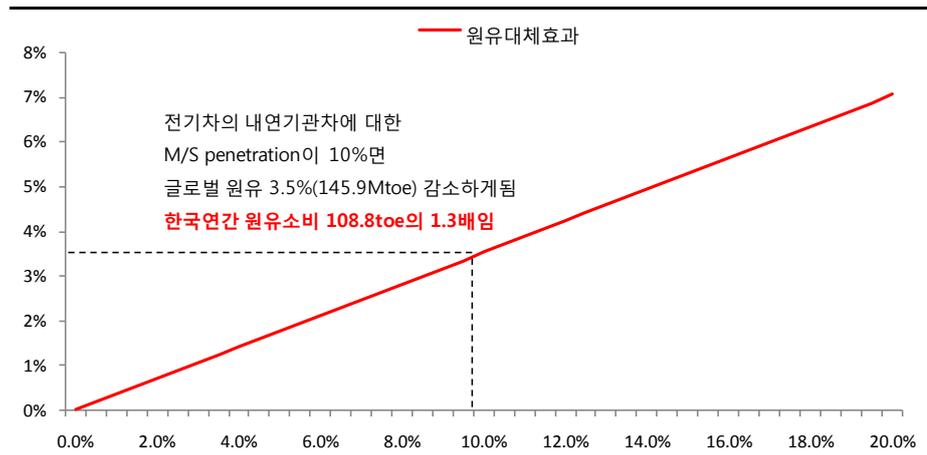
Assumption	비고
연간주행거리(km)	20,000
전기가격 (\$/kwh)	0.15 OECD의 주거용(C171/kwh)과 산업용(C122/kwh)의 평균치임
전기차연비 (km/kwh)	5.6 Nissan LEAF의 연비 기준임
휘발유 가격(\$/L)	0.91 \$/bbl로 환산할 경우 약 \$110/bbl임
연비환산(km/L)	34.9
연간자동차판매량	80,000,000
글로벌원유소비(mtoe)	4,131

자료: OECD, BP, Industry data, SK 증권

**전기차 기존시장 침투율 10%
글로벌 원유소비 3.5% 감소
한국연간소비의 1.3 배 규모임**

이를 통해서 도출한 결론은 ‘전기차의 내연기관 시장 침투율이 10%에 이르면 글로벌 원유소비는 3.5% 감소한다’라는 것이다. 절대물량으로 치자면 1 억 4,590 만톤(ton of oil equivalent)라고 할 수 있는데, 이는 대한민국 연간 원유 소비(1.1 억톤)의 1.3 배나 되는 규모다. 전기차를 주목할 수밖에 없는 이유다.

전기차의 내연기관차 시장 침투율에 따른 원유대체효과



자료: OECD, BP, Industry data, SK 증권

Industry Analysis

■ 5. 하반기가 기대되는 태양광

5. 하반기가 기대되는 태양광

1) balance 를 향해가는 태양광 수급

① 2013 년 이후 폴리실리콘의 가격하락세가 멈춘 이유

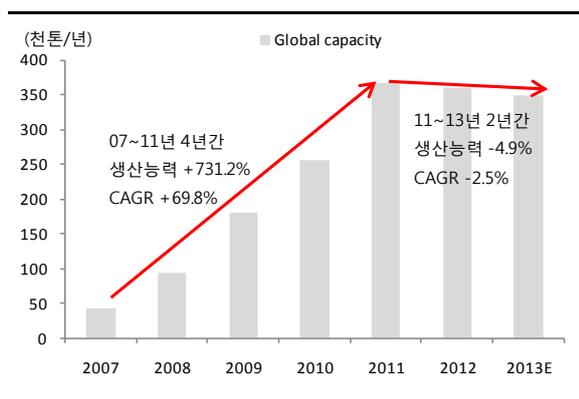
과거 폴리실리콘 가격방향성
수급과 밀접한 연관성 있음
태양광 암흑기 원인 공급과잉
07~11 년 폴리실리콘 capa
4 년간 +7.3x/CAGR +69.8%

13 년부터 폴리실리콘 가격이 바닥을 형성하게 된 가장 큰 원인은 역시 수급의 균형, 즉 balance 에 있다. 그 전에 수급의 불균형이 발생하게 된 근본적인 원인은 역시 과도한 공급증대에 있는데, 호황기였던 2000 년대 후반부터 폴리실리콘의 신증설은 가히 놀라운 수준이었다. 07 년 4.4 만톤/년이던 세계 생산능력은 11 년 36.9 만톤/년까지 증대되었다. 4 년간 생산능력이 7.3 배나 증대되었고 CAGR 이 +69.8%에 이를 정도였다.

태양광 전환효율 증대로 인해
실질공급과잉은 더욱 컸음
07 년 단위전력생산에 필요한
폴리실리콘은 9g/W
최근은 5.5~6g/W 까지 하락
단위전력(watt) 기준으로는
4 년간+10.5x/CAGR +84.2%

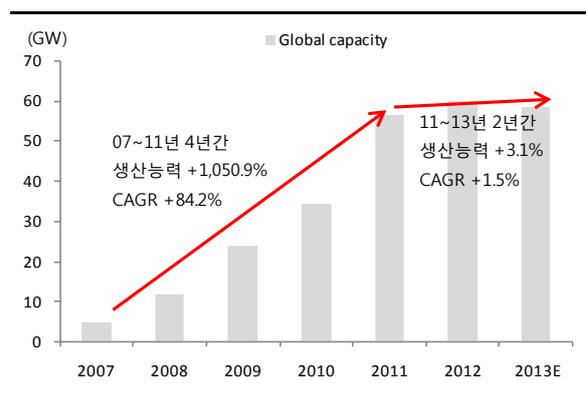
한 가지 더 고려해야 할 부분이 있다. 태양광 전환 효율이 매년 점진적 증대추세를 보이면서 실질생산능력은 상기수치보다 더 크게 증대되었다는 것이다. 00 년대 중후반만 하더라도 10% 초중반 수준을 보이던 태양광 전환 효율이 최근 19%까지 도달하게 되면서 단위전력(watt) 생산에 필요한 폴리실리콘(gram)이 점차 줄어들었다는 것을 감안해야 한다. 07 년에는 9g/W 수준이었다면 14 년 현재는 5.5~6g/W 까지 축소되었으니 말이다. 이에 의거하여 상기 톤으로 계산되었던 폴리실리콘 생산능력을 와트(watt)로 전환하여 계산할 경우, 4 년간 생산능력은 10.5 배 증대되었고 CAGR 도 무려 +84.2%에 해당했던 셈이다.

질량(ton) 기준의 폴리실리콘 세계 생산능력 증대추이



자료: Industry data, SK 증권

단위전력(watt) 기준의 폴리실리콘 세계 생산능력 증대추이



자료: Industry data, SK 증권

**태양광 수요 성장세도 꺾지만
수요대비 폴리실리콘잉여공급
09년 16GW(수요대비 2배)
10년 peak out의 근거**

사실 태양광 수요도 이에 못지 않은 빠른 성장세를 보여왔지만, ‘잉여공급’의 부담감은 이겨낼 수가 없었다. 특히 공급증대가 급속도로 빨라진 09년에는 8.0GW에 불과한 수요 대비 24.0GW의 세계 생산능력에 의해 16.0GW의 잉여공급이 발생하기도 하였다. 수요보다 2.0배가 높은 초과공급물량이 존재했던 셈이다. 이 물량이 차츰 시황에 영향을 미치면서 태양광 업계의 수익성은 2010년을 peak로 떨어질 수밖에 없었다.

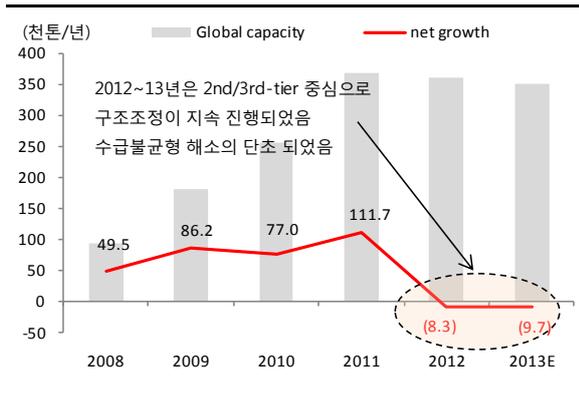
**공급과잉 짙어지며
12년부터는 구조조정 본격화
2011~13 2년간 capa -4.9%**

그러나 상기와 같은 공급과잉이 짙어지면서 12년부터는 폴리실리콘 업계의 구조조정이 강하게 발생하게 된다. 12년과 13년에는 각각 연간 약 8천~1만톤/년 가량의 업체들이 폐쇄 내지 구조조정 과정을 거친 것으로 파악된다. 수치상으로 본다면 2011~2013년 2년간 생산능력(ton)은 -4.9% 하락했고 CAGR로는 -2.5%를 기록했다.

**공급의 높은 변동성과 달리
수요는 꾸준히 증대 이어왔음
수요대비 잉여공급비중
09년 199.3%→13년 67.1%
공급과잉 해소국면 진입**

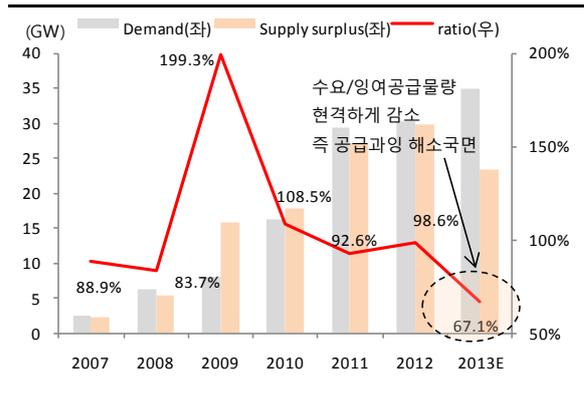
동 기간 수요는 꾸준히 성장세를 보이면서 공급과잉에 따른 최악의 시황 탈피를 서서히 주도했다. 앞선 단락에서 살펴본 것과 같이 수요대비 ‘잉여공급’으로 살펴보자면, 2009년 199.3%라는 과도한 수준이 나타났고 2010년에도 역시 108.5%를 보였던 동 수치는, 13년에는 67.1%까지 빠르게 하락하였다. 즉 지난 2년간 공급증대가 정체되는 동안 수요가 꾸준히 성장하면서 공급과잉의 정도를 빠르게 해소시켰다는 해석이 가능하다.

공급증은 11년 peak를 기록한 이후 12/13년 감소로 전환함



자료: Industry data, SK 증권

수요대비 잉여공급물량의 비중은 지속적으로 하락하게 됨



자료: Industry data, SK 증권

**공급과잉 해소를
숫자로 입증하는 2가지
1) 수급 ratio와 업체 수익성**

당사 리서치센터는 폴리실리콘의 공급과잉이 해소국면에 진입했다는 구체적 근거로 2 가지를 제시한다. 첫 번째는 1st-tier 의 생산능력을 기준으로 한 balance ratio 와 업체들의 수익성에는 높은 연관성이 있다는 것을 통해서다.

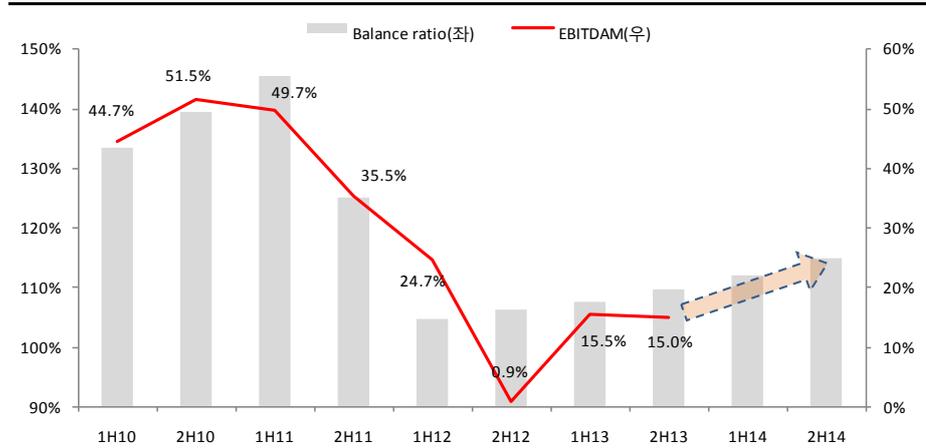
**사실상 유효 capa는 1st-tier
이들 기준의 balance ratio와
EBITDA margin 연관성 높음**

폴리실리콘 1st-tier 들은 개별생산능력이 5 만톤/년 내외인 업체들을 이룰 수 있는데, 이에 해당하는 것은 GCL(중국), Wacker(독일), Hemlock(미국) 그리고 OCI(한국) 이렇게 4 개 업체뿐이다. 이들은 세계적으로 가장 낮은 약 \$15/kg 의 cash cost 기술력을 보유하고 있고, 이 때문에 폴리실리콘 수급과 가격결정력에서 큰 영향을 미치게 된다. 사실상의 확실한 유효 capacity 라고 할 수 있는 이들 공급 기준의 balance ratio(수요/공급)와 수익성(EBITDA margin) 간의 상관성은 높게 나타난다. EBITDA margin 은 OCI/Wacker/GCL/REC 의 수치를 합산하여 산출한 결과물이다.

**'수급이 업체 수익성을 결정'
일반 경제논리에 부합한 수치
따라서 폴리실리콘 업체
완만한 수익 개선 이어질 것**

즉 전체수요에서 가장 중요한 1st-tier 라는 유효 capacity 를 나눠서 보는 balance ratio 가 12 년 바닥을 형성했고, 이후 수요성장세가 더 큰 영향을 미치면서 수급이 개선되는 방향성이 수치 상으로도 드러나는데, '수급이 업체의 수익성을 결정한다.'라는 측면에서 볼 때 이들의 동행성은 의미가 있다고 해석을 내릴 수 있는 것이다. 폴리실리콘 업체들의 수익성(EBITDA margin)도 이와 동행하여 꾸준한 상승세를 이어갈 것으로 판단한다. 따라서 현재 가격상승으로 인한 완만한 업체들의 수익성 개선 추이는 14 년에도 무리 없이 이어질 가능성이 높다.

폴리실리콘 1st-tier 기준의 balance ratio(수요/공급)와 수익성(EBITDA margin)의 상관관계



자료: OCI, Wacker, GCL, REC, Industry data, SK 증권

주 1) EBITDA margin 은 OCI, Wacker, GCL, REC 의 반기별 수치를 합산한 결과물임

주 2) balance ratio 는 연간기준의 수치이며, 연간의 각 기점 사이를 평균한 수치를 반기로 적용하여 나타냈음

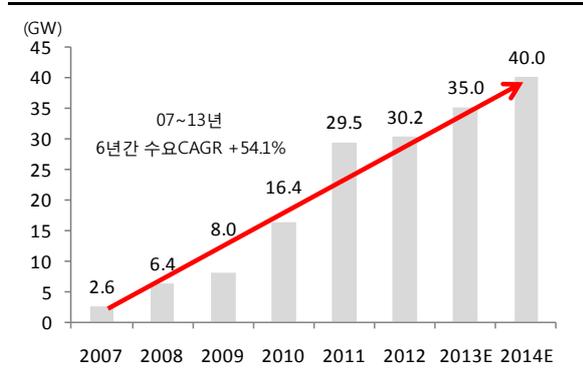
**2) 태양광 수요 꾸준한 상승
14년에도 지속되며
글로벌 수급개선에 일조할 것**

두 번째는 세계 태양광 수요의 꾸준한 상승세와 이에 의한 글로벌 수급 개선양상이다. 07년 이후 세계 태양광 수요는 성장세를 지속해왔고, 때문에 07~13년 수요의 6년간 CAGR은 +54.1%에 이르렀다(07년 수요 2.6GW → 13년 E 35GW). 14년에도 40GW 혹은 그 이상의 수요까지 기대되고 있기 때문에 이러한 추세는 지속될 것이다.

**수요의 main driver가
우량자본/고성장국의
미국/중국/일본으로 변경
차후 태양광 수요 지속성장에
긍정적인 의미임**

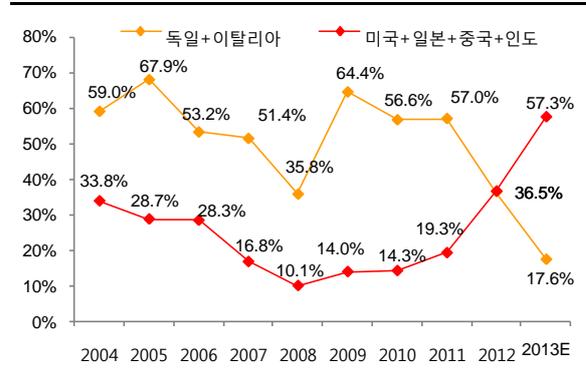
수요의 main driver가 우량자본/고성장 국가로 변경되었다는 것을 주목해야 한다. 11년 이전까지 세계 수요 성장의 중추에는 유럽, 특히 태양광 선진국인 독일이 있었다. 유럽은 태양광 기술이 가장 먼저 발전하였고, 스페인/이탈리아의 경우는 선제적인 보조금 정책으로 인하여 수요를 견인했기 때문에 그런 경향이 더욱 두드러졌다. 그러나 11년 이후부터는 미국/중국/일본/인도가 세계 수요의 중심으로 떠올랐다. 동 국가들은 유럽에 비해 성장성이나 재정적인 여력 모두에서 앞선 국가들인 만큼 태양광 수요의 고성장을 견인하고 있고, 앞으로도 그런 추세를 이어줄 것이라는 기대를 받고 있다.

글로벌 태양광 수요는 과거 6년간 CAGR +54.1%로 고성장세



자료: BP Industry data, SK 증권

수요증가가 미국/중국/일본으로 바뀐 만큼 고성장세 이어질 것임



자료: BP Industry data, SK 증권

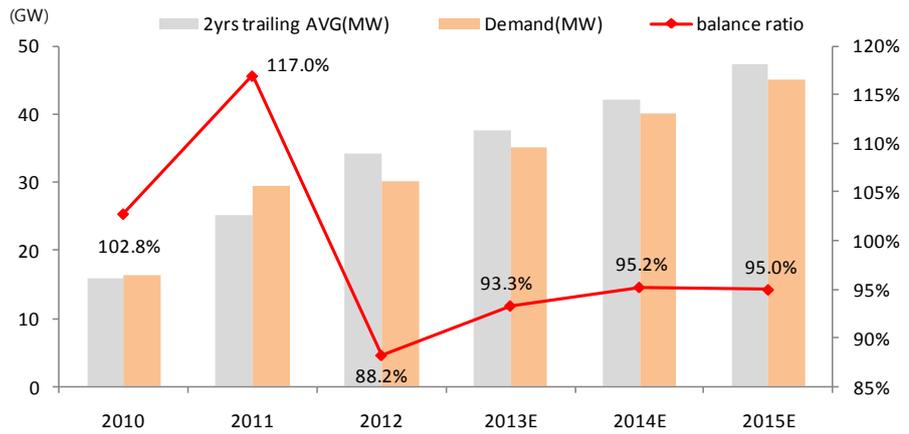
**실제 1st-tier 뿐만 아니라
글로벌 기준의 수급도 개선세**

앞선 근거에서는 1st-tier 만을 유효 capacity 로 감안한 수급을 살펴봤는데, 글로벌 capacity 로 보더라도 수요증대와 맞물려 지금까지의 공급과잉 양상이 해소되고 있음을 확인할 수 있다. 당사 리서치센터는 글로벌 유효 capacity 를 계산하기 위해 1st-tier 들의 가동률을 85%, 2nd-tier 는 50%, 3rd-tier 는 20%라는 임의적인 가정을 설립하였다. 그리고 통상적으로 폴리실리콘 신규설비의 ramp-up 혹은 기술적 delay 를 감안하기 위해 해당년도의 capacity 는 전년과 해당년의 평균치를 적용시켜 산출하였다.

**수급 12년 저점으로
점진적인 개선세 확인됨**

상기 수치를 수요와 같이 balance ratio(수요/공급)로 적용시켜보면, 수급은 12년 88.2%의 저점 이후로 점진적인 개선세가 나타남을 확인할 수 있다. 지금까지의 시황 양상과 유사한 흐름이다.

글로벌 유효 capacity 기준의 수급 추정



자료: Industry data, SK 증권

주 1) 세계 1st-tier 가동률 85% / 2nd-tier 가동률 50% / 3rd-tier 가동률 20%를 가정하여 공급량 산출

주 2) 통상적인 설비의 delay 를 감안하여 전년과 해당년의 평균 capacity 를 유효수치로 계산함

글로벌 유효 capacity 기준의 수급 추정

SKS' Calculation	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<i>가정: 1st-tier 가동률 85% / 2nd-tier 가동률 50% / 3rd-tier 가동률 20%</i>						
Total(ton)	136,167	209,386	218,121	232,009	249,449	271,774
conversion ratio (grams/watt)	7.5	6.5	6.0	6.0	5.5	5.5
Total(MW)	18,156	32,213	36,353	38,668	45,354	49,413
<i>가정: 통상적인 설비의 delay 를 감안하여 전년과 해당년의 평균 capacity 를 유효수치로 계산함</i>						
2yrs trailing AVG(MW)	15,994	25,184	34,283	37,511	42,011	47,384
Demand(MW)	16,436	29,455	30,244	35,000	40,000	45,000
balance ratio	102.8%	117.0%	88.2%	93.3%	95.2%	95.0%

자료: Industry data, SK 증권

② 2014년 하반기는 순간적인 소재 shortage 발생 가능함

글로벌 모듈 1위 Yingli의 CFO Miao Liansheng
14년 하반기 태양광 chain 소재 shortage 예측하였음

Bloomberg 는 지난 4/22 세계 모듈 capacity 및 생산 1 위업체인 Yingli 의 CFO Miao Liansheng 가 다음과 같은 언급을 했다고 보도했다.

“Yingli Green Energy forecasts a shortage of polysilicon and raw materials for solar panels from 3Q to 2016-17. Co. will cooperate with supply partners to counter the potential shortage”
“Yingli Green Energy 는 폴리실리콘과 태양광패널의 소재들이 올 3 분기부터 2016 혹은 17 년까지 shortage 에 이를 것으로 예측한다. 회사는 이 shortage 가능성에 대처하기 위해 공급 파트너측과 협동 대응 해나갈 것이다.”

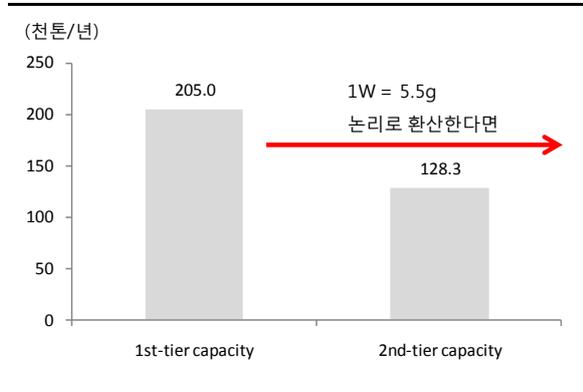
공급증대 증지와 하반기 성수기 수요 감안 시 하반기 순간 shortage 가능

지난 2011년 이후 약 2년이 넘는 시간 동안 처참한 공급과잉을 경험했던 태양광 시장에서 shortage 가 발생한다는 것은 언뜻 이해하기 힘든 일이다. 그리고 구체적인 수치나 근거를 들어 언급한 것도 아니기 때문에 높은 신뢰성을 가지기도 어렵다. 그렇다면 이 코멘트는 의미 없이 넘겨도 되는 것일까? 그렇지 않다. 공급증대가 멈춘 폴리실리콘의 상황과 전통적인 하반기 성수기 수요를 감안한다면, 순간적으로 shortage 가 발생할 가능성이 전혀 없다고는 할 수 없다.

14년 폴리공급 48.9GW 추정
올 해 수요 45~50GW 추정

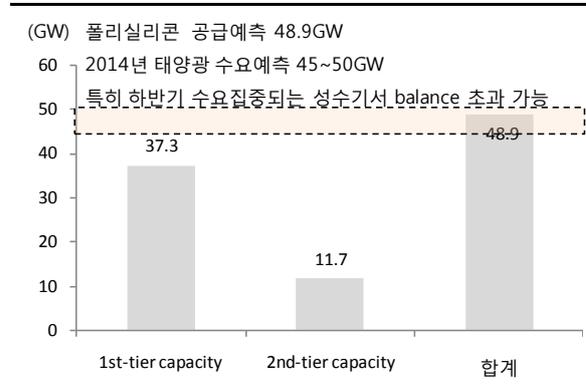
현재 폴리실리콘 1st-tier 생산능력은 20.5 만톤/년. 이를 GW 단위로 환산하면 1W = 5.5g 논리에 따라서 37.2GW 가 계산된다. 2nd-tier 생산능력은 12.8 만톤/년이다. 그러나 cost 문제 상 full 가동이 어렵다고 가정해서 50% 가동률을 산정하면 11.7GW 가 계산된다. 즉 올 해 폴리실리콘 공급은 37.2GW + 11.7GW = 48.9GW 으로 계산할 수 있다. 그렇다면 올 해 태양광 수요는 45~50GW 로 추산되기 때문에 실로 오랜 만에 balance 를 기대할 수 있는 상황인 셈이다.

폴리실리콘 톤 단위의 capacity 를 GW 로 환산한다면



자료: Industry data, SK 증권

48.9GW 공급 예측, 올 수요 45~50GW 라면 하반기 balance 초과



자료: Industry data, SK 증권

주: 2nd-tier 의 유효 capacity 는 가동률 50%로 가정하였음

**태양광은 하반기 성수기
연말 보조금 감축 이전
재고확보 수요 발생하기 때문**

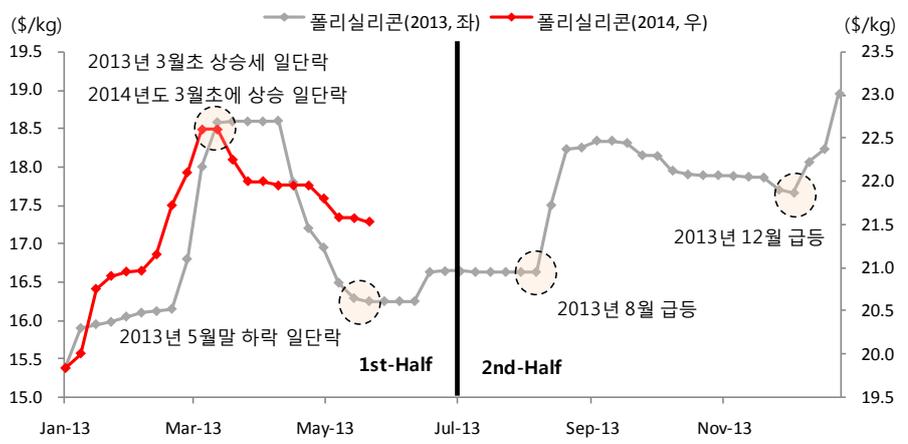
태양광이 하반기가 성수기인 이유는 단순하다. 글로벌 태양광 주요 수요국이 대다수 연말을 기준으로 다음 년도 IRR 을 보정시키기 위해 보조금 감축을 단행하는데, 그 전에 재고를 확보하고자 하는 수요가 발생하기 때문이다. 특히 지난해 같은 경우는 연말 중국의 보조금 감축 이전 수요강세가 일어난 이후, 회계연도 상 3월 보조금 감축이 있는 일본의 시기에 맞춰 동절기 시즌에 강세가 나타나는 모습이 시현되었다. 올해도 다르지 않기 때문에 결국 태양광 수요는 하반기에 집중될 가능성이 높아 보인다.

**14년도 지난 해와 유사하게
3월부터 가격조정 발생
지난 해 8월/12월 가격상승
올 해도 하반기 상승 기대됨**

실제로 2014년 들어서 폴리실리콘 가격의 움직임은 지난 해와 거의 유사하게 흘렀다. 연초 이후 지속 상승세를 유지하다가 지난 해와 똑같이 3월부터 상승세가 주춤하며 하락하기 시작했다. 아직도 그 과정은 이어지고 있다. 지난해 같은 경우는 8월에 1차 가격 상승이 발생하고 12월에 2차 가격 상승이 발생했는데, 올해가 그와 똑같이 흘러갈지는 미지수지만 어쨌든 전체적으로 하반기 기대수요가 더 높은 것만큼은 사실이다.

**2014년 역시 5월까지
지난 해와 유사한 flow 보임**

2013년과 2014년의 폴리실리콘 가격흐름 비교



자료: Industry data, SK 증권

주목할 수치 2가지

- 1) 1Q 태양광수요 YoY +40%
- 2) 1Q 실적발표 이후 글로벌 태양광업체 가이드언스 유지

따라서 상반기 가격상승세가 멈춘 것에 크게 실망할 필요는 없어 보인다. 오히려 주목할 수치가 2가지가 있는데, 1) 1분기 태양광 수요로 발표된 8.9GW는 전년대비 40% 가까이 상승한 수치고, 2) 태양광 글로벌 업체들이 1분기 실적 발표 이후 연간 shipment guidance 를 그대로 유지할 만큼 기대만큼의 견조한 시황이 이어지고 있다는 것이다. 폴리실리콘 가격의 전년대비 level-up 이라는 것이 상기 데이터들을 입증해주는 것이라 할 수 있다. 현재의 가격 약세 흐름은 계절적 현상으로 치부하는 것이 옳아 보인다. 그렇기에 단기 가격에 흐름을 맞추기 보다는 좀 더 긴 호흡으로 그림을 바라볼 필요가 있어 보인다.

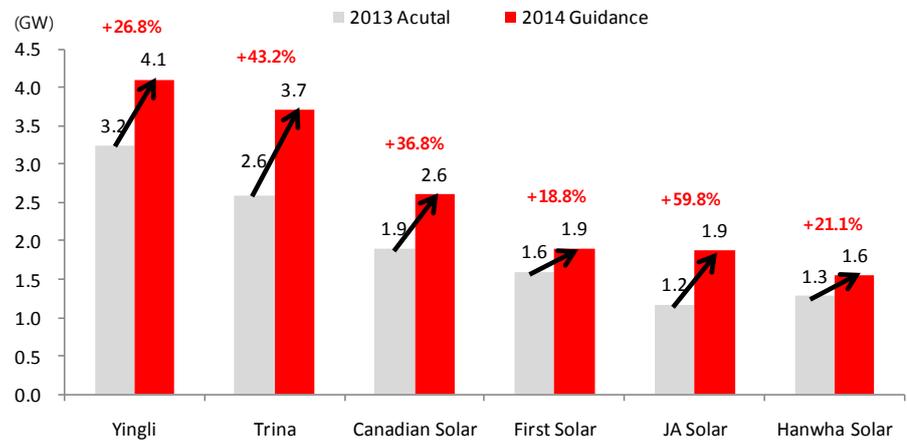
글로벌 태양광 업체들

연간가이드언스 전년대비

일제히 상향하였음

1Q 실적발표 후도 수치 유지

글로벌 주요 태양광 업체의 2013년 shipment와 2014년 guidance



자료: 각 사, SK증권

2) 지속되는 태양광 발전 모멘텀

① 태양광 소재 가격의 증장기 방향성은 우하향

하반기 일시 shortage 로
폴리 가격상승 가능하지만
증장기는 \$25/kg 안착할 것

1st-tier 들은 지속 물량증대로
P 보다는 Q의 효과 누릴 것
또 다시 신규진입에 따른
chicken game 을 막기 위함

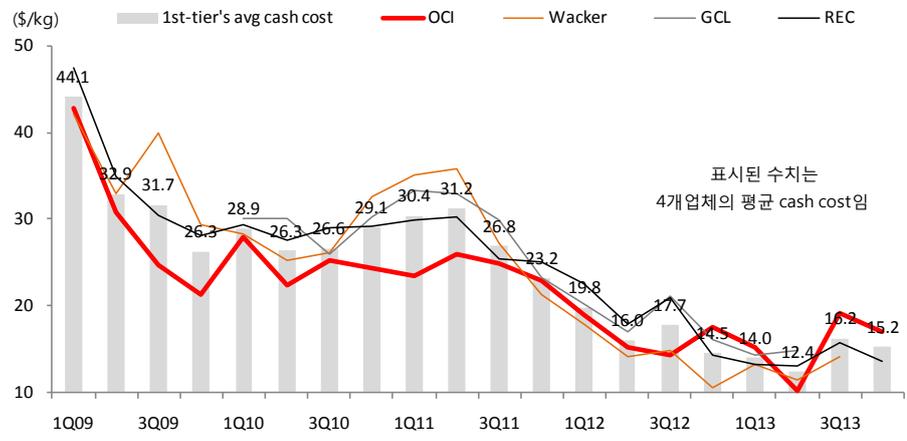
4Q13 기준 1st-tier 들의
cash cost 는 \$15.2/kg 산출

앞선 단락에서 밝힌 바와 같이 폴리실리콘 가격의 추가하락 여지가 많지 않고 하반기에는 일시적인 shortage 가 발생하며 가격이 상승할 가능성도 있다. 그렇다면 이러한 방향성이 내년 이후로도 이어질까? 그렇지 않다. 당사 리서치센터는 폴리실리콘 가격이 궁극적으로는 \$25/kg 이하에서 안착할 가능성이 높다고 판단한다. 이유는 사실상 가격흐름의 결정권을 쥐고 있는 1st-tier 들이 추가상승을 선택할 가능성이 높지 않기 때문이다.

1st-tier 들은 낮은 cost 경쟁력을 바탕으로 본인들이 수익성을 유지할 수 있는 수준까지만 가격상승을 허용할 것으로 추측되며, 이후로는 현금창출능력을 바탕으로 한 물량증대를 통해 수익증대를 꾀할 것이다. 가격상승을 지속적으로 허용할 경우 또 다른 신규진입 여력을 허용하면서 과거에 겪었던 심각한 chicken game 이 재발생하게 될 것이기 때문이다.

4Q13 기준으로 봤을 때 OCI/Wacker/GCL/REC 상기 4 개 업체의 cash cost 평균치는 \$15.2/kg 으로 산출된다. Cash cost 는 변동비만을 감안하고 고정비는 포함하지 않는 개념으로서, EBITDA 를 구하기 위한 개념적인 cost 로 파악하면 된다. Total cost 는 고정비를 포함하게 되어 영업이익의 산출을 위한 개념으로 적용이 되는데, 사실 고정비의 가장 큰 부분인 감가상각비가 업체 간 감가상각년 수 차이에 의해서 조금씩 차이가 있기 때문에, 업체간 기술경쟁력 비교를 위해서는 cash cost 로서 하는 것이 맞다고 할 수 있다.

주요 폴리실리콘 업체의 1Q09 이후 cash cost 추정치



자료: OCI, GCL, Wacker, REC, PVinsights, SK 증권

주목할 부분은
 폴리실리콘 가격과
 1st-tier cash cost 차이 따른
 수익성 변화임

주목할 부분은 폴리실리콘 가격과 1st-tier의 평균 cash cost 상의 차이에 따른 업체들의 수익성 변화다. 최대호황기/고수익창출구간이었던 11년 중반(high-level)까지 폴리실리콘 가격과 평균 cash cost의 격차는 \$33.6/kg으로 산출된다. 즉 cash cost 대비 약 이 정도 수준의 premium을 받으며 폴리실리콘 가격이 형성되었다는 것이다. 12년 하반기 이후(low-level)로는 폴리실리콘 가격과 평균 cash cost의 격차가 \$2.8/kg까지 하락했으며, 이 구간에서 1st-tier의 평균 EBITDA margin은 15.0%까지 급락을 하였다.

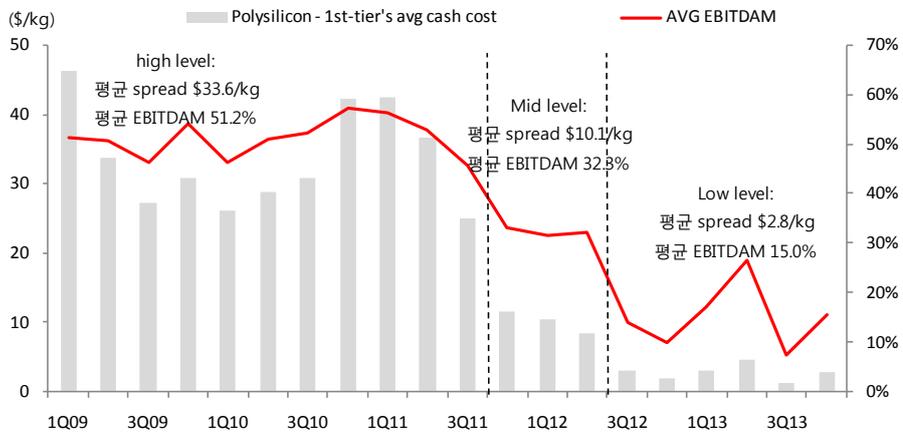
1st-tier들의 target 시점은
 본인들은 건재한 가운데
 2nd/3rd tier에서 구조조정이
 강력하게 발생했던 11-12년
 폴리실리콘-1st-tier cash cost
 \$10.1/kg에서 형성되었음

그렇다면 1st-tier는 건재했던 반면 이외 업체(2nd & 3rd-tier)의 구조조정이 강력하게 발생했던 11~12년 상황(mid-level)에서는 어땠을까? 당시에는 폴리실리콘 가격과 평균 cash cost의 격차가 \$10.1/kg이었고, 평균 EBITDA margin은 32.8%를 기록했었다. 즉 이 정도 수준의 폴리실리콘 가격에서는 1st-tier들의 경우 cash를 축적하며 어느 정도 안정적인 영업을 영위할 수 있었지만, 2nd-tier 이하급 업체들로서는 cash를 확보할 수 없는 수준에 까지 이르렀다는 해석을 내릴 수 있다. 당사 리서치센터는 금번 태양광의 up-turn cycle에서는 1st-tier들이 이 정도까지 가격상향 조정을 의도할 가능성이 높다고 판단한다.

현재 1st-tier의 평균
 cash cost \$15.2/kg
 추정대로 \$10.1/kg 더하면
 폴리실리콘 \$25/kg 내외에서
 Balance 발생 가능성 높음
 즉 폴리 추가상승여력 제한적

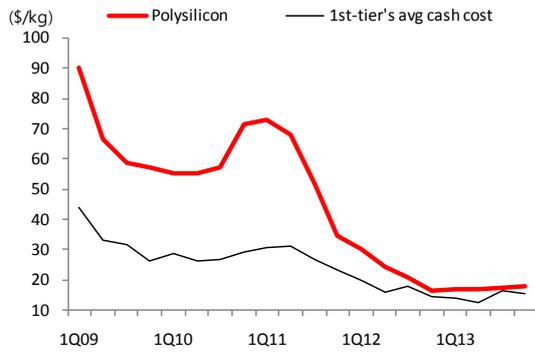
결론적으로는 3Q13 기준 1st-tier의 평균 cash cost가 \$15.2/kg이라는 것을 감안할 때, 금번 up-turn에서 폴리실리콘 가격은 mid-level 당시 spread premium(+ \$10.1/kg)을 얻은 \$25/kg 수준에서 결정될 가능성이 높다는 판단이다. 조금 보수적으로 접근할 경우 이 수준보다 약간 이하인 초중반 대의 가격을 target price로 산정할 수 있는데, 그렇다면 이제 \$22/kg을 막 넘어선 폴리실리콘 가격은 추가상승여력이 크게 남아있지는 않다는 것을 의미한다.

1st-tier의 수익 수준이 Mid level로 복귀한다는 가정 시 폴리실리콘 가격은 원가대비 +\$10/kg 예상함



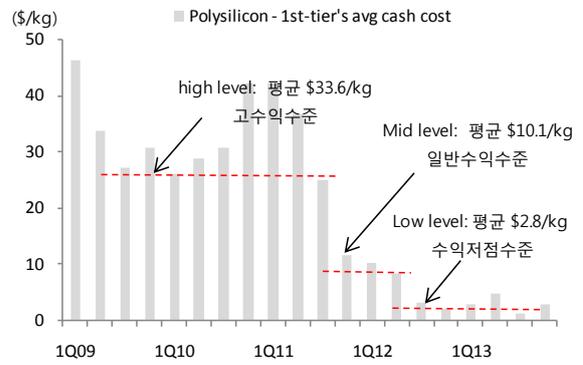
자료: OCI, Wacker, GCL, REC, PVinsights, SK 증권

폴리실리콘 가격과 1st-tier의 평균 cash cost 추이



자료: OCI, Wacker, GCL, REC, PVinsights, SK 증권

폴리실리콘 - 평균 cash cost 수치로 본 1st-tier의 수익레벨



자료: OCI, Wacker, GCL, REC, PVinsights, SK 증권

Mid level (spread +\$10.1/kg)
의미를 부여할 수 있는
또 다른 근거는 z-score 임

Mid-level (cash cost 대비 폴리실리콘 가격의 spread premium 평균 \$10.1/kg, 동시에 1st-tier 의 EBITDA margin 평균치 +32.8%)이 의미를 가진다는 근거 사항으로서는 한 가지 더 제시할 수 있는데, 바로 Z-score 분석을 통해서다. Z-score 는 1968 년 미국 Edward Altman 교수가 기업의 부도를 예견하기 위해 고안한 공식으로서, 발표 당시 72%의 정확도를 보였고 그 후에도 80~90%의 예측에 성공하였다고 한다. Altman 은 1946 년~1956 년 도산 기업과 생존 기업의 자료를 분석하여 5 개 재무비율변수를 가중 평균하는 방식을 제시했는데, 계산 방법은 다음과 같다.

Z-score

- Test 1. 순운전자본/자산
- Test 2. 이익잉여금/자산
- Test 3. 영업이익/자산
- Test 4. 보통주시가총액/총부채
- Test 5. 매출액/자산

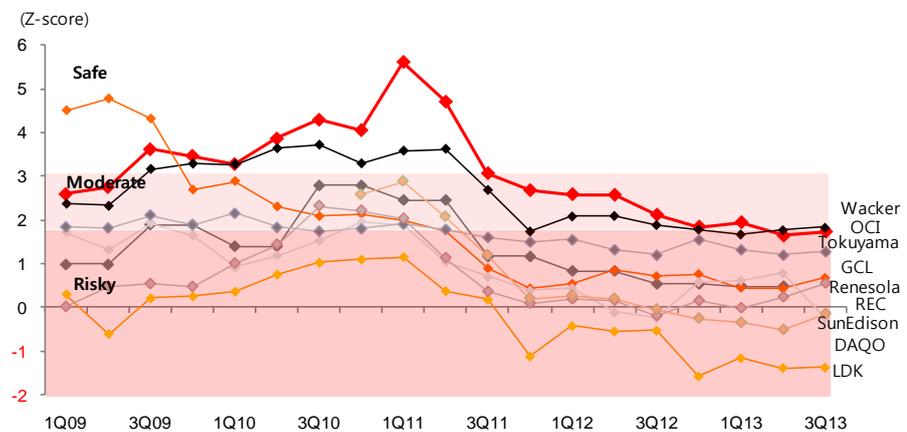
Z-score

$$= 1.2 * \text{Test 1} + 1.4 * \text{Test 2} + 3.3 * \text{Test 3} + 0.6 * \text{Test 4} + 0.999 * \text{Test 5}$$

Z-score (by Altman)
2.99 이상이면 안정적
1.81 이하 2년 연속이면
부도 위험성 높음

이를 통해 산출한 결과물(Z-score)이 2.99 이상일 경우 안정적인 기업, 1.81 이하일 경우에는 부실한 기업이라는 평가가 내려지는데, 1.81 이하의 수치가 2년간 지속될 경우는 부도의 위험성이 있다는 것이 Altman 의 결론이다. 상기에 근거하여 2009 년 이후 주요 폴리실리콘 업체의 z-score 를 산출하면 아래 그림과 같이 나온다.

주요 폴리실리콘 업체의 Z-score

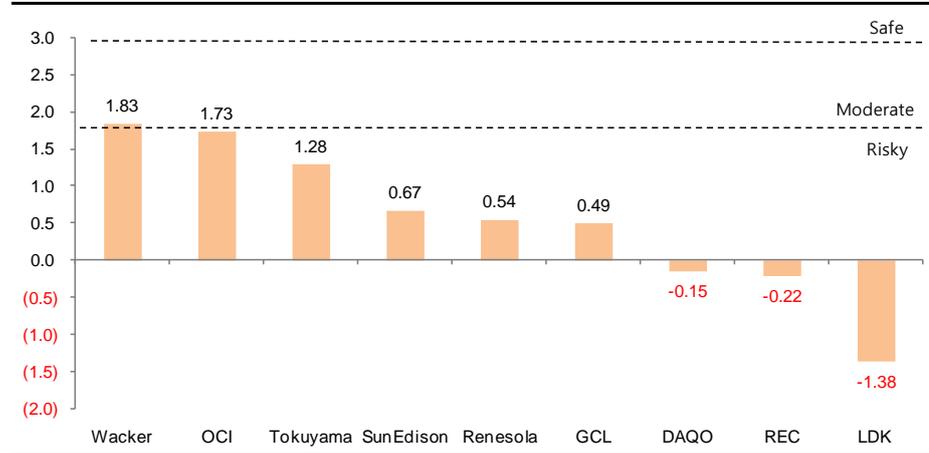


자료 각 사, Bloomberg, SK 증권

**z-score 상으로도
1st-tier 는 구분됨
OCI/Wacker 가 상위랭크
mid-level 에서 tier 간의
z-score 벌어진 것 확인됨**

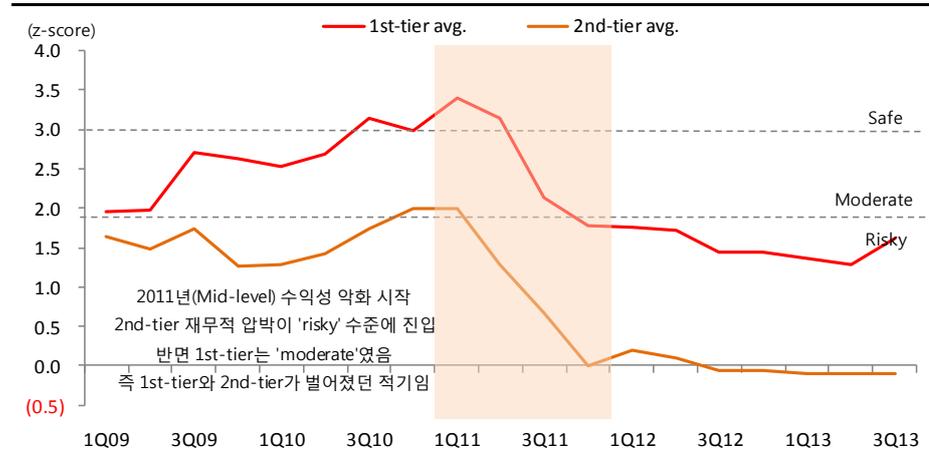
Z-score 상으로도 1st-tier/2nd-tier 가 구분되는데, Wacker/OCI 는 상대적으로 높은 순위에 있는 반면, DAQO/REC/LDK 등은 minus 의 scoring 을 보이고 있다. 중요한 것은 1st-tier(OCI/Wacker/GCL)와 2nd-tier(그 외)의 평균 scoring 을 보면 11 년에서 양 측의 재무안정성이 크게 벌어지는 구간이 발생한다는 것이다. 즉 1st-tier 는 z-score 가 하락함에도 불구하고 1.8 이상의 scoring 을 유지하는 반면, 2nd-tier 평균은 0 에 근접하는 수준까지 떨어진다. 즉 1st-tier 와 2nd-tier 가 격차를 벌이게 되는 결정적인 구간이 11 년부터 발생했다는 것인데, 앞서 언급한 mid-level 과 일치하는 구간이다.

3Q13 기준 주요 폴리실리콘 업체의 Z-score



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

폴리실리콘 1st-tier 와 2nd-tier 의 평균 Z-score 차이 비교



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

주: 1st-tier 는 OCI/Wacker/GCL, 2nd-tier 는 Tokuyama/REC/Renesola/SunEdison/DAQO/LDK 임

z-score(재무)를 보는 이유는 capex와 연관짓기 위해서임 즉 mid-level이 주는 의미는 1st-tier 투자/2nd-tier 투자불능

사실 기업의 재무상태는 capex와 연관할 때 큰 의미를 지닌다. Z-score가 악화된다는 것은 자연스럽게 회사의 재무상태에 이상이 생긴다는 것인데, 이는 필연적으로 capex의 감소와 직결이 될 수밖에 없다. 즉 11년에서 tier 간의 재무건전성 격차가 발생하게 되면서, 결론적으로 1st-tier는 지속적인 투자를 통해 capacity를 늘릴 수 있었던 반면, 2nd-tier이하는 추가투자가 불가능한 상황이었다는 것을 의미한다.

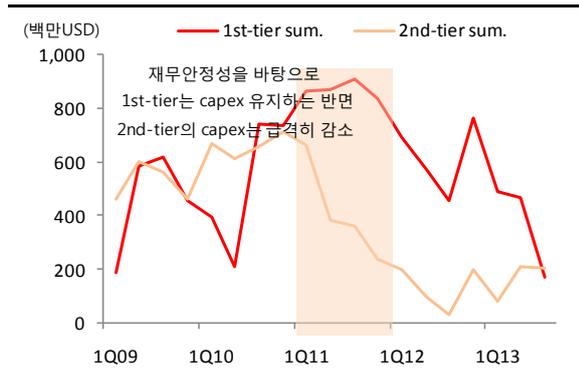
실제 capex도 mid-level(11-12년)에서 이격

실제로 당사 리서치센터가 기점으로 삼고 있는 11년에서 나타난 capex의 방향성은 1st-tier는 capex 수준이 유지되는 반면, 2nd-tier는 급격한 감소세를 보인다. 앞서 언급했듯이 양 측의 현금창출능력을 감안할 때 2nd-tier는 현금여력이 급격하게 축소되었기 때문에 불가피한 부분인 셈이다. 사실 tier 간의 격차가 본격적으로 벌어지기 시작한 시점은 이 때라고도 할 수 있다.

기술력과 자금력이 모두 중요한 태양광 산업 그런 의미에서 1st-tier의 mid-level 유지 신빙성 있음

태양광은 Nine-9 혹은 ten-9 grade를 상용화 할 수 있는 기술력과 규모의 경제와 동시에 지속적인 설비증설을 통해 M/S를 잠식할 수 있는 자금력 모두가 중요한 장치산업이다. 사실 제품간의 큰 차이 없이 모든 공급자들의 총 공급과 총수요에 의해 가격의 등락이 결정되는 commodity로 보기에 이런 부분에서 차이가 있다. 태양광 1st-tier들은 앞으로도 지속적으로 capacity와 cost 경쟁력으로 승부를 걸 가능성이 높다는 판단이다.

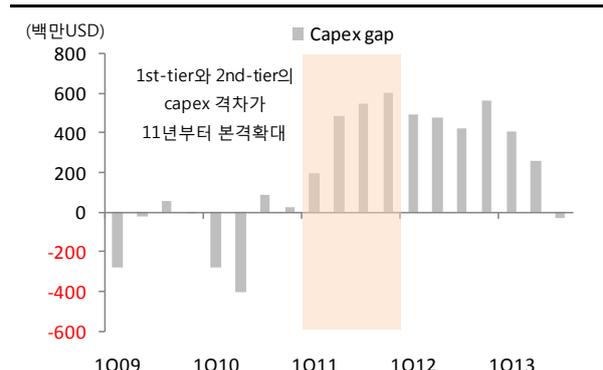
Mid-level(2011년) 구간에서 tier 간 capex 차이 뚜렷함



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

주: 1st-tier는 OCI/Wacker/GCL, 2nd-tier는 REC/Renesola/SunEdison/LDK 임

Tier 간의 capex gap을 보더라도 실제로 2011년부터 벌어짐



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

주: 1st-tier는 OCI/Wacker/GCL, 2nd-tier는 REC/Renesola/SunEdison/LDK 임

② 발전(downstream)이 각광받을 수 밖에 없는 이유

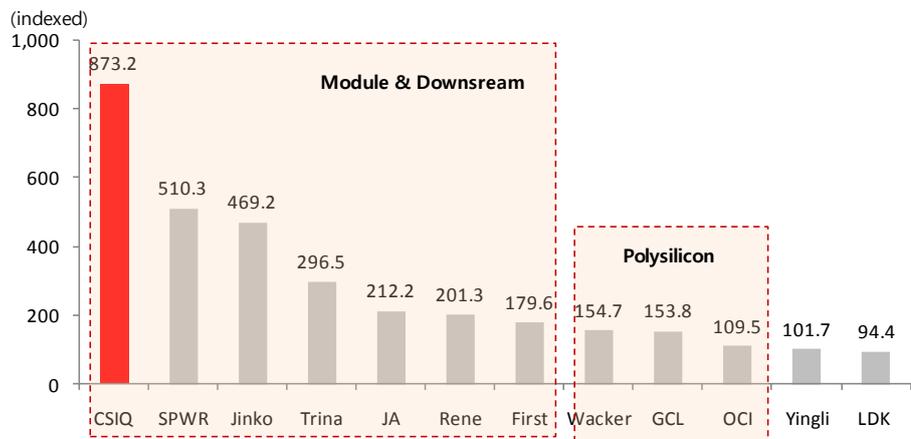
소재가격의 횡보가 온다면
태양광 내 어떤 투자필요?
Downstream 으로 분류되는
태양광 발전 주목 필요

앞선 chapter 에서 살펴본 것과 같이 과거와 다른 양상으로 폴리실리콘 가격의 상/하방이 모두 갖혀 있는 상황이라면, 어떤 logic 을 가지고 어떤 종목에 투자 하는 것이 옳을까? 당사 리서치센터는 지속적으로 downstream 시대에 주목해야함을 강조하면서 태양광 발전 사업의 이점에 premium 을 주고 있다.

13년 NASDAQ 상승률 2위
Canadian Solar(YTD 8.7x)
태양광 발전 때문임

지난 2013년 NASDAQ 연간 상승률 2위 종목은 Canadian Solar 였다. 8.7 배 이상 주가가 상승했는데, 사실 2013년 이전만 하더라도 모듈 capacity 로 봤을 때 1st-tier 로 분류되기 어려웠던 만큼 낮은 기업은 분명 아니었다. 뿐만 아니다. 같은 태양광 계열에서도 Sunpower(5.1 배), Jinko Solar(4.7 배) 등이 동반하여 급등을 시현했었다. 이들의 주가가 급격하게 상승할 수 있었던 가장 큰 원인이 바로 태양광 발전이다.

2013년 연간 주요 태양광 업체의 주가수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

태양광 발전 premium 이유

1) 소재(폴리실리콘/모듈) 가격의 지속적 안정 가능성

태양광 발전이 주목을 받는 것은 논리적으로도 어렵지 않게 설명이 된다. 앞선 chapter 를 통해 입증한 부분이지만, 현재 하향 안정되어 있는 폴리실리콘 가격은 앞으로도 shooting 을 할 가능성은 높지 않을 것이다. 소재 chain 의 끝인 모듈은 상황이 더 심각하다. 1st-tier 로 분류되는 Yingli / Trina 외에 Jinko / Rene / JA / LDK 모두 중국업체이기 때문에 그런데, 이들은 적자상황이었음에도 불구하고 중국 정부의 적극적 재정지원을 등에 업고 공격적 증설을 이뤄내며 chicken game 의 승리자로서 부각되고 있다. 즉 이들 역시 가격상향이 주요 목적이 아니라는 것을 감안할 때, 모듈 가격 역시 상승을 하더라도 그 폭이 제한될 수밖에 없어 보인다. 즉 이렇게 되면 소재 chain 가격은 잡힌다는 것이다.

**2) 수요상승세는 지속될 것
재정/성장여력 뛰어난
미국/중국/일본이 수요중추임**

반면 태양광 글로벌 수요는 지속적으로 좋다. 그리고 앞서 언급했듯이 이제는 글로벌 성장의 중추가 유럽이 아닌 미국/중국/일본이라는 것을 감안할 때 이러한 고속성장세는 당분간 지속될 가능성이 높아 보인다. 기본적으로 이들은 유럽에 비해 재정적인 여력이 뛰어날 뿐만 아니라, 중국 같은 경우 고속성장세까지 기대할 수 있는 국가이기 때문이다.

**원재료 가격 낮게 유지되는데
수요가 고성장을 이어간다면?
Spread(margin) 확대 가능한
Downstream 이 유리함**

소재가격은 공급여력으로 인해 묶여있고, 최종수요자가 지속적으로 고성장세를 이어간다면 어느 쪽이 수혜를 받을까? 바로 downstream 의 발전이다. 원재료 가격을 저렴하게 구입함과 동시에 최종수요자에게 다량판매를 할 수 있는 만큼 margin 확대의 여력이 크기 때문이다.

태양광 내 Downstream 이 각광받는 이유



자료: JA Solar, SK 증권

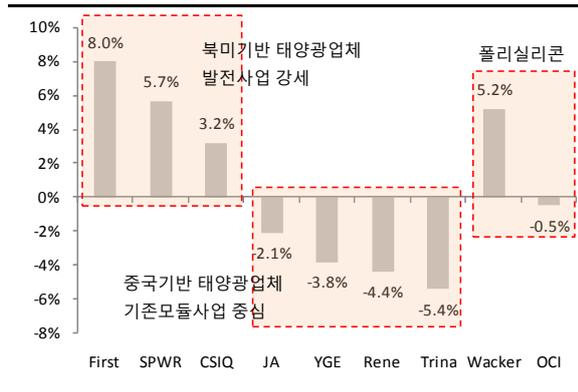
**이익실질수치에서도 드러남
3Q13 북미 태양광 발전업체
타업체대비 OPM 높게 산출**

이익수준을 파악해보면 상기 논리는 곧 입증된다. 3Q13 기준 태양광 발전에 관련한 세 업체 First Solar(8.0%), Sunpower(5.7%), Canadian Solar(+3.2%)는 상대적으로 양호한 이익률을 시현하였다. 이는 여전히 적자권역에 있었던 모듈업체와 상반되는 모습이었다. YoY 영업이익률 개선폭 역시 발전업체들이 꾸준하게 상승하였다. 재미있는 것은 중국의 모듈업체들 수익성 개선폭이 컸다는 것인데, 이는 모듈시황개선과 일부업체들의 downstream 진출 효과였다. 반면 발전과 거리가 지속적으로 멀었던 폴리실리콘의 수익성 개선은 제한적이었다.

**09년 이후 OPM 추이에서도
13년 이후 발전업체가
지속 outperform
10-11년은 소재가 강했음**

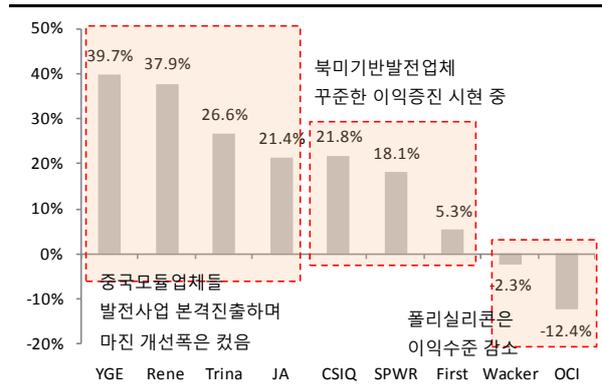
09년 이후 downstream/module/polysilicon의 수익성 추이를 봐도 발전사업 premium이 있다. 10~11년에는 폴리실리콘/모듈이 고가에 형성되었던 구간인 만큼 이들의 수익성이 outperform이었지만, 13년 이후 소재가격이 하향안정되면서 downstream 이익률이 지속적으로 outperform하는 양상이 나타났다.

3Q13 기준 북미기반 태양광 발전업체 이익률이 가장 양호함



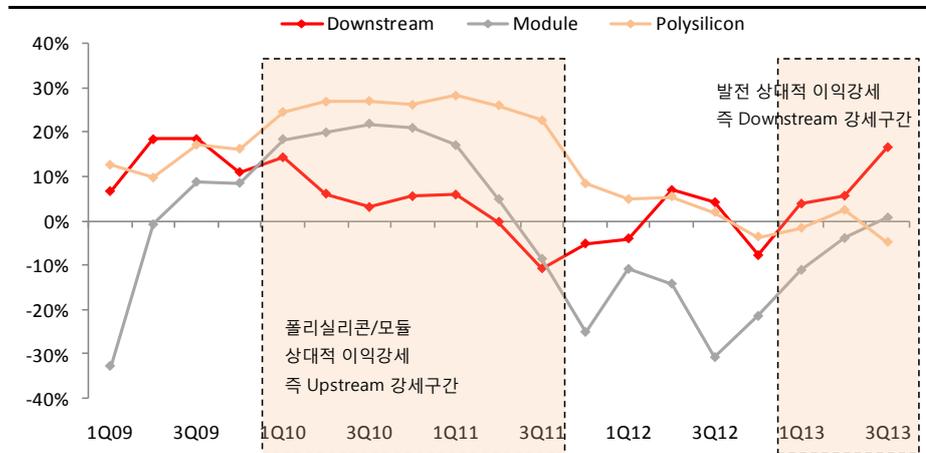
20 자료: OCI, SK 증권

3Q13 OPM의 전년동기대비 변동률 역시 발전 premium이 반영 중



자료: GCL, OCI, Wacker, SK 증권

Polysilicon/Module/Downstream 해당업체들의 평균 영업이익률 추이

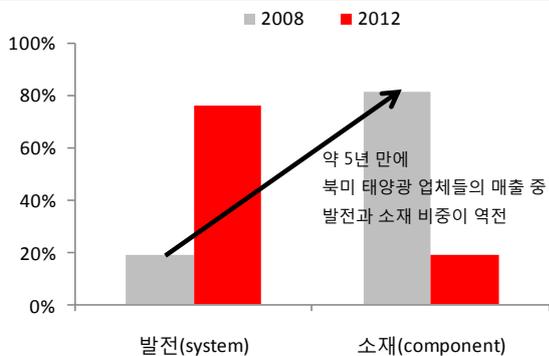


자료: Bloomberg, SK 증권

**태양광 발전은 크게 2가지
Rooftop의 DG와 발전소
지난 해 DG가 크게 각광**

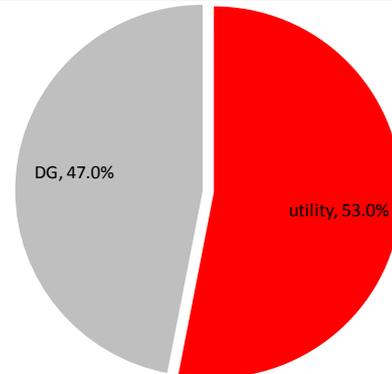
태양광 발전은 크게 DG(Distributed Generation/ rooftop 등의 소규모 개인발전)와 Utility-Scale(Ground, 발전소)로 나뉠 수 있다. 사실 지난 해부터 미국에서 각광을 받은 business 는 DG 다. 태양광 발전소의 성장여력은 떨어지는 반면에, DG 는 정부의 재정지원을 바탕으로 빠른 성장세가 나타났기 때문이다. 지난 해 NASDAQ 을 강타한 캐나다안솔라와 다수 업체들은 DG base 라고 할 수 있다. 반면 발전소의 절대강자인 First Solar 의 주가수익률은 이들에 크게 못미쳤다. OCI 도 Texas Alamo 를 통해 발전사업에 진출했지만 아직까지 주가 모멘텀을 받지 못하는 상황이다.

북미는 이미 태양광업체 매출이 발전으로 대다수 발생 중임



자료: Industry data, SK 증권

미국의 발전매출 시장 중 유틸리티와 DG의 비중은 거의 유사함



자료: Industry data, SK 증권

그러나 Utility scale 성장여력
여전히 기대감이 높음
미국보다 글로벌 주목해야함

그러나 발전 business 도 여전히 성장여력이 크다고 할 수 있다. 무엇보다 미국 이외의 시장에서는 여전히 발전에 대한 요구도가 높은 편인데, 특히 대규모 설치를 필요로 하는 중국은 전체수요에서 여전히 발전에 더 많은 비중을 할애하고 있다. 실제 First Solar 는 1 분기 실적발표를 통해 앞으로 Utility-Scale 은 12.2GW 로 현재까지 설치된 3.8GW 보다 3 배 이상의 물량이 예정되어 있는데, 북미비중은 기존 95.6%에서 41%로 줄고 글로벌 비중이 크게 확대됨을 강조한 바 있다.

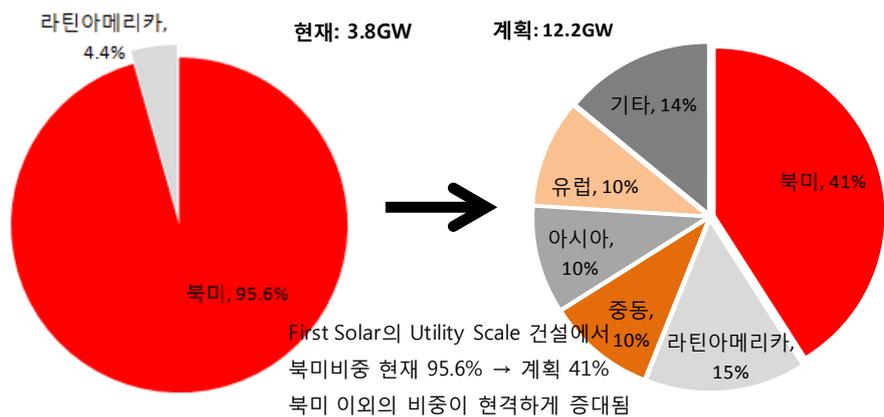
중국 Yingli 도
최근 자국 내 발전건설 적극

중국에서도 최근 Yingli 의 공격적인 행보가 눈에 들어온다. 1) 4/14 중국 내 300MW 태양광 발전소 건설을 발표한 뒤, 2) 4/16 에는 \$1.6 억의 태양광발전 펀드 설립(지분 51%)을 발표했고, 3) 또한 4/25 에는 추가 태양광 발전설립자금을 위해 ADR 2,500 만주를 매각하여 \$8,300 만을 취득한 바 있다. 중국의 발전스케일이 둔화된다고 예상하기에는 글로벌 모듈 1st-tier 의 움직임은 상당히 공격적이다.

발전에 대한 추가설명 및 가치평가(Warren Buffet 의 발전소 매입가격 산출)에 대해서는 2014 년 4 월 30 일 발간된 보고서 “OCI(010060): Texas Alamo 에서 시작되는 두 번째 이야기”를 참고하기 바란다.

First Solar 차후 발전계획 중
북미비중 41% 글로벌 59%
기존 북미 95.6%와 크게다름
글로벌 발전모멘텀 주목

First Solar 의 차후 Utility-Scale 추진계획



자료: First Solar, SK 증권

Company Analysis

| 개별기업분석

LG 화학(051910)

한 발 앞서가는 전기차배터리 1st-tier

매수(유지)
T.P 350,000 원(유지)

Analyst

손지우
jwshon@sk.com
+82-3773-8827

Company Data

자본금	3,695 억원
발행주식수	7,390 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	172,968 억원
주요주주	
(주)LG	30.07%
김반석	0.02%
외국인지분률	33.60%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(14/05/21)	261,000 원
KOSPI	2008.33 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	323,000 원
52주 최저가	233,500 원
60일 평균 거래대금	537 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-5.2%
6개월	-9.1%	-9.7%
12개월	-5.8%	-7.1%

Game Changer's premium

당사 리서치센터는 지난 2013/11/04 전기차배터리 자료를 통해 1.5 세대 BMW i3(삼성 SDI 배터리)는 'sensation'으로, 2 세대로 출시될 GM Volt GEN2(LG 화학 배터리)는 'game changer'로 표현했었음. 당연히 Volt GEN2 의 확정 spec 으로 점차 다가오고 있는 '항속거리 200mile(322km) / 휘발유 환산연비 133km/L / 차량가격 \$3 만'의 핵심기술은 배터리에서 나오고, 이를 현실로 구현해낸 전기차배터리 absolute No.1 LG 화학이 새로운 시대에서 끌어낼 이익선취능력은 동사의 기업가치에서 큰 merit 임을 강조한 바 있음. 그리고 여전히 이 부분에 대한 강조를 지속하는 바임(page 82~99 참조).

2 분기도 실망스러운 석유화학

2Q 영업이익 4,051 억원(QoQ + 11.9% / YoY-19.2%)으로 추정됨. 5/30 기준 컨센서스 4,583 억원을 하회할 것으로 추정하는 이유는 석유화학이 개선을 보이지 못하고 있기 때문임. 중국 고정자산투자 상실 속에서 수요 약세가 이어지고 있고, 주요제품의 공급과잉 또한 해소되지 않고 있음. 다만 동사의 주력제품인 PVC/ABS 는 큰 변화 없는 상황을 유지하고 있고, 특히 타사대비 specialty 제품을 다수 보유하고 있기 때문에 상대적 안정감은 이어질 것임.

목표주가 350,000 원 / 투자의견 매수: 업종 최선호주 유지

미국의 shale gas revolution 에 이어서 중국도 PNG/shale gas 를 통해 본격적인 가스시대를 개막할 것임. 이는 곧 글로벌 에너지 시장의 탈석유시대를 의미하기 때문에 국내 정유/석유화학은 중장기 기조에서 outperform 이 쉽지 않음. 다만 동사는 전기차배터리라는 신기술의 absolute No.1 업체로서 premium 부여가 가능함을 거듭 강조함. 업종 내 최선호주 의견 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	22,675.6	23,263.0	23,143.6	21,253.2	28,060.9	28,684.9
yoy	%	165	2.6	(0.5)	(8.2)	32.0	2.2
영업이익	십억원	2,818.8	1,910.3	1,743.0	1,730.3	2,476.5	3,137.2
yoy	%	(0.7)	(32.2)	(8.8)	(0.7)	43.1	26.7
EBITDA	십억원	3,575.4	2,783.9	2,788.3	2,842.3	3,588.5	4,249.3
세전이익	십억원	2,796.6	1,880.5	1,601.3	1,777.2	2,549.6	3,282.7
순이익(지배주주)	십억원	2,137.9	1,494.5	1,266.0	1,420.6	2,028.9	2,612.3
영업이익률	%	12.4	8.2	7.5	8.1	8.8	10.9
EBITDA%	%	15.8	12.0	12.0	13.4	12.8	14.8
순이익률	%	12.3	8.1	6.9	8.4	9.1	11.4
EPS	원	31,794	22,085	18,637	21,436	30,615	39,418
PER	배	100	149	161	121	8.5	6.6
PBR	배	2.5	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	6.4	8.7	7.9	6.3	5.1	3.9
ROE	%	24.8	14.8	11.4	11.8	15.2	17.0
순차입금	십억원	986	1,585	884	(604)	(306)	(2,118)
부채비율	%	57.5	54.0	48.8	49.7	49.5	42.8

자료 : SK 증권
주) EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	15.6%	ROE(지배주주지분)	11.4%	13.7%	17.2%	17.0%	16.4%
Terminal Growth	3.5%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	15.6%				
Risk Free Rate	2.5%						
Risk Premium	7.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.01						
1Q15E BPS(지배주주지분)	172,544						
Target Price	347,336						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	18,637	23,658	33,471	40,841	45,795
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	31,271				
1Q15E EPS	23,658				
1Q16E EPS	33,471				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	312,708	328,344	343,979	359,614	375,250	390,885	406,521	422,156	437,792	453,427
TP by 1Q15E EPS	236,579	248,408	260,237	272,066	283,895	295,724	307,553	319,382	331,211	343,040
TP by 1Q16E EPS	334,707	351,442	368,177	384,913	401,648	418,383	435,119	451,854	468,590	485,325

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	23,148.8	22,461.6	27,950.1	23,143.6	21,253.2	28,060.9	0.0%	-5.4%	0.4%
YoY %	(0.5)	(3.0)	24.4	(0.5)	(8.2)	32.0			
영업이익	1,742.9	1,827.5	2,947.2	1,743.0	1,730.3	2,476.5	0.0%	-5.3%	-16.0%
YoY %	(8.8)	4.9	61.3	(8.8)	(0.7)	43.1			
EBITDA	2,778.9	2,881.6	4,001.4	2,788.3	2,842.3	3,588.5	0.3%	-1.4%	-10.3%
YoY %	(0.2)	3.7	38.9	0.2	1.9	26.3			
순이익	1,265.5	1,437.2	2,329.7	1,266.0	1,420.6	2,028.9	0.0%	-1.2%	-12.9%
YoY %	(15.3)	13.6	62.1	(15.3)	12.2	42.8			

자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	5,846.7	5,711.8	5,676.5	5,226.7	5,672.8	5,391.4	5,279.3	4,909.7	-3.0%	-5.6%	-7.0%	-6.1%
YoY %	2.2	(3.5)	(3.2)	(7.4)	(0.8)	(8.9)	(10.0)	(13.0)				
QoQ %	3.6	(2.3)	(0.6)	(7.9)	0.6	(5.0)	(2.1)	(7.0)				
영업이익	421.3	486.4	520.0	399.7	362.1	405.1	515.7	447.4	-14.1%	-16.7%	-0.8%	11.9%
YoY %	3.0	(3.0)	0.7	26.4	(11.5)	(19.2)	(0.1)	41.4				
QoQ %	33.3	15.4	6.9	(23.1)	14.5	11.9	27.3	(13.2)				
EBITDA	684.9	749.9	783.5	663.3	640.1	683.2	793.7	725.4	-6.5%	-8.9%	1.3%	9.4%
YoY %	3.6	(1.1)	0.5	14.4	(3.1)	(9.9)	1.8	23.1				
QoQ %	18.1	9.5	4.5	(15.3)	8.7	6.7	16.2	(8.6)				
순이익	328.3	381.8	410.3	316.7	288.1	332.7	426.2	373.6	-12.2%	-12.9%	3.9%	18.0%
YoY %	(3.2)	(4.1)	16.6	79.7	(15.1)	(16.5)	21.2	111.4				
QoQ %	86.2	16.3	7.5	(22.8)	63.0	15.5	28.1	(12.3)				

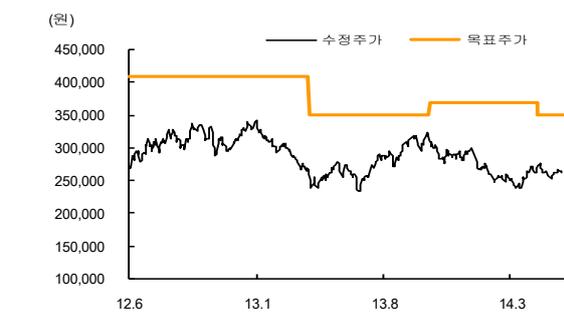
자료: LG 화학, SK 증권

사업부문별 실적추정 내역

	2013E	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	23,143.5	21,253.2	28,060.9		5,720.6	5,917.2	5,865.1	5,640.6	5,672.8	5,391.4	5,279.3	4,909.7
YoY	-0.5%	-8.2%	32.0%		-0.6%	-1.3%	0.5%	-0.7%	-0.8%	-8.9%	-10.0%	-13.0%
QoQ					0.7%	3.4%	-0.9%	-3.8%	0.6%	-5.0%	-2.1%	-7.0%
석유화학	17,614.1	16,179.9	18,340.5		4,352.7	4,536.1	4,425.7	4,299.6	4,414.7	4,194.5	3,959.3	3,611.4
YoY	0.2%	-8.1%	13.4%		-3.1%	0.3%	1.4%	2.4%	1.4%	-7.5%	-10.5%	-16.0%
QoQ					3.6%	4.2%	-2.4%	-2.8%	2.7%	-5.0%	-5.6%	-8.8%
정보전자소재	3,165.7	2,826.7	3,311.0		827.3	813.2	787.9	737.3	670.3	632.9	765.8	757.7
YoY	-8.3%	-10.7%	17.1%		8.7%	-5.9%	-14.6%	-18.3%	-19.0%	-22.2%	-2.8%	2.8%
QoQ					-8.4%	-1.7%	-3.1%	-6.4%	-9.1%	-5.6%	21.0%	-1.1%
2차전지	2,582.6	2,620.2	6,783.0		591.7	618.5	707.5	664.9	681.2	657.5	647.5	634.0
YoY	4.2%	1.5%	158.9%		5.2%	-8.7%	15.7%	5.9%	15.1%	6.3%	-8.5%	-4.6%
QoQ					-5.8%	4.5%	14.4%	-6.0%	2.5%	-3.5%	-1.5%	-2.1%
영업이익	1,743.0	1,730.3	2,476.5		408.9	501.5	516.3	316.3	362.1	405.1	515.7	447.4
YoY	-8.8%	-0.7%	43.1%		-8.5%	0.5%	-14.0%	-13.1%	-11.4%	-19.2%	-0.1%	41.4%
QoQ					12.4%	22.6%	3.0%	-38.7%	14.5%	11.9%	27.3%	-13.2%
석유화학	1,332.0	1,308.1	1,548.2		323.8	366.9	379.6	261.7	308.0	306.4	378.9	314.8
YoY	-7.3%	-1.8%	18.4%		-11.5%	7.8%	-13.0%	-11.0%	-4.9%	-16.5%	-0.2%	20.3%
QoQ					10.1%	13.3%	3.5%	-31.1%	17.7%	-0.5%	23.6%	-16.9%
정보전자소재	378.9	321.9	492.1		97.4	118.5	102.4	60.6	37.0	72.7	107.8	104.4
YoY	-13.0%	-15.0%	52.9%		40.3%	-9.8%	-31.7%	-28.6%	-62.0%	-38.6%	5.3%	72.3%
QoQ					14.7%	21.7%	-13.6%	-40.8%	-38.9%	96.5%	48.3%	-3.2%
2차전지	32.4	101.4	437.4		(12.0)	16.2	34.3	(6.1)	17.4	26.3	29.3	28.5
YoY	-16.5%	213.0%	331.2%		적전	-41.3%	138.2%	적지	흑전	62.3%	-14.7%	흑전
QoQ					적지	흑전	111.7%	적전	흑전	51.1%	11.3%	-2.7%
영업이익률	7.5%	8.1%	8.8%		7.1%	8.5%	8.8%	5.6%	6.4%	7.5%	9.8%	9.1%
석유화학	7.6%	8.1%	8.4%		7.4%	8.1%	8.6%	6.1%	7.0%	7.3%	9.6%	8.7%
정보전자소재	12.0%	11.4%	14.9%		11.8%	14.6%	13.0%	8.2%	5.5%	11.5%	14.1%	13.8%
2차전지	1.3%	3.9%	6.4%		-2.0%	2.6%	4.8%	-0.9%	2.6%	4.0%	4.5%	4.5%

자료: LG 화학 SK 증권

투자의건변경	일시	투자의건	목표주가
	2014.06.02	매수	350,000원
	2014.04.18	매수	350,000원
	2014.01.28	매수	370,000원
	2014.01.13	매수	370,000원
	2013.10.21	매수	370,000원
	2013.07.23	매수	350,000원
	2013.06.30	매수	350,000원
	2013.05.13	매수	350,000원
	2013.04.22	매수	350,000원
	2013.03.31	매수	350,000원
	2013.01.07	매수	410,000원
	2012.11.05	매수	410,000원
	2012.10.22	매수	410,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014 년 6 월 1 일 13 시 1 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	9,128	9,415	9,445	9,876	10,341
장기금융자산	22	6	6	6	6
유형자산	8,348	8,560	8,531	8,963	9,428
무형자산	234	263	272	272	272
유동자산	7,453	8,032	9,473	11,587	13,432
현금및현금성자산	721	1,399	2,995	2,697	4,509
매출채권및기타채권	3,230	3,305	3,174	4,493	4,510
재고자산	2,628	2,564	2,437	3,445	3,459
자산총계	16,581	17,446	18,918	21,463	23,773
비유동부채	1,478	1,123	1,134	1,134	1,134
장기금융부채	1,195	804	817	817	817
장기매입채무 및 기타채무	15	76	66	66	66
장기충당부채	11	17	19	19	19
유동부채	4,338	4,598	5,150	5,976	5,987
단기금융부채	1,752	2,207	2,531	2,531	2,531
매입채무 및 기타채무	2,289	2,106	1,997	2,822	2,834
단기충당부채	2	2	4	4	4
부채총계	5,816	5,721	6,284	7,110	7,121
지배주주지분	10,629	11,597	12,508	14,228	16,527
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
기타자본구성요소	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
이익잉여금	9,205	10,173	10,997	12,717	15,015
비지배주주지분	136	129	125	125	125
자본총계	10,765	11,726	12,634	14,353	16,652
부채와자본총계	16,581	17,446	18,918	21,463	23,773

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	1,766	2,183	2,787	1,741	3,769
당기순이익(손실)	1,880	1,601	1,478	2,014	2,593
비현금성항목등	909	1,247	1,213	1,196	1,196
유형자산감가상각비	874	1,045	1,112	1,112	1,112
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(36)	(202)	(101)	(84)	(84)
운전자본감소(증가)	(519)	(287)	154	(1,468)	(20)
매출채권및기타채권의	(19)	(94)	125	(1,286)	(17)
재고자산감소(증가)	(153)	64	127	(1,008)	(14)
매입채무 및 기타채무의	(165)	(182)	(110)	826	11
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(2,655)	(1,310)	(1,310)	(1,543)	(1,578)
금융자산감소(증가)	(16)	(0)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,898)	(1,353)	(1,135)	(1,543)	(1,578)
무형자산감소(증가)	(31)	(41)	(11)	0	0
기타	(709)	83	(165)	0	0
재무활동현금흐름	246	(199)	28	(295)	(295)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	562	110	322	0	0
자본의증가(감소)	9	8	0	0	0
배당금의 지급	316	308	295	295	295
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(659)	678	1,596	(299)	1,812
기초현금	1,379	721	1,399	2,995	2,697
기말현금	721	1,399	2,995	2,697	4,509
FCF	(176)	1,056	1,963	(62)	1,991

자료 : LG화학, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	23,263	23,144	21,253	28,061	28,685
매출원가	19,955	19,835	18,022	23,603	23,522
매출총이익	3,308	3,309	3,231	4,458	5,163
매출총이익률 (%)	14.2	14.3	15.2	15.9	18.0
판매비와관리비	1,398	1,566	1,501	1,981	2,025
영업이익	1,910	1,743	1,730	2,476	3,137
영업이익률 (%)	8.2	7.5	8.1	8.8	10.9
비영업손익	(30)	(142)	47	73	146
순금융비용	43	40	89	85	144
외환관련손익	(5)	3	(8)	0	0
관계기업투자등 관련손익	12	5	59	75	88
세전계속사업이익	1,880	1,601	1,777	2,550	3,283
세전계속사업이익률 (%)	8.1	6.9	8.4	9.1	11.4
계속사업법인세	374	331	367	535	689
계속사업이익	1,506	1,271	1,410	2,014	2,593
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,506	1,271	1,410	2,014	2,593
순이익률 (%)	6.5	5.5	6.6	7.2	9.0
지배주주	1,494	1,266	1,421	2,029	2,612
지배주주귀속 순이익률(%)	6.4	5.5	6.7	7.2	9.1
비지배주주	12	5	(10)	(15)	(19)
총포괄이익	1,376	1,269	1,387	2,014	2,593
지배주주	1,372	1,263	1,404	2,040	2,626
비지배주주	4	7	(18)	(26)	(33)
EBITDA	2,784	2,788	2,842	3,589	4,249

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	2.6	(0.5)	(8.2)	32.0	2.2
영업이익	(32.2)	(8.8)	(0.7)	43.1	26.7
세전계속사업이익	(32.8)	(14.8)	11.0	43.5	28.8
EBITDA	(22.1)	0.2	1.9	26.3	18.4
EPS(계속사업)	(30.5)	(15.6)	15.0	42.8	28.8
수익성 (%)					
ROE	14.8	11.4	11.8	15.2	17.0
ROA	9.5	7.5	7.8	10.0	11.5
EBITDA마진	12.0	12.0	13.4	12.8	14.8
안정성 (%)					
유동비율	171.8	174.7	184.0	193.9	224.4
부채비율	54.0	48.8	49.7	49.5	42.8
순차입금/자기자본	14.7	7.5	(4.8)	(2.1)	(12.7)
EBITDA/이자비용(배)	(0.3)	0.0	0.0	0.3	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,085	18,637	21,436	30,615	39,418
BPS	141,926	154,673	166,696	189,966	221,073
CFPS	32,527	32,860	33,632	41,522	48,585
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER 최고	14.9	16.1	12.1	8.5	6.6
최저					
PBR 최고	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2
최저					
PCR	10.1	9.1	7.7	6.3	5.4
EV/EBITDA 최고	8.7	7.9	6.3	5.1	3.9
최저	4.2	5.9	6.8	4.7	3.9

롯데케미칼(011170)

피할 수 없는 시대의 흐름

매수(유지)
T.P 200,000 원(하향)

Analyst

손지우
jwshon@sk.com
+82-3773-8827

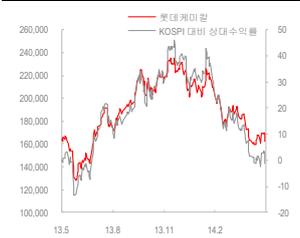
Company Data

자본금	1,714 억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	58,268 억원
주요주주	
롯데물산(주)	31.27%
(주)호텔롯데	12.68%
외국인지분률	24.30%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(14/05/30)	170,000 원
KOSPI	2017.06 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	235,500 원
52주 최저가	128,000 원
60일 평균 거래대금	332 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20%	-4.3%
6개월	-21.7%	-20.5%
12개월	3.7%	2.1%

미국발 역풍이 잠잠해지기 전에 중국의 바람이 불어오는 형국

같은 화학주임에도 불구하고 북미와 아시아 업종의 주가/이익 추이가 상이하게 달랐던 원인은 결국 shale gas 에 있음(page 30~40 참조). 여전히 이 흐름이 글로벌 석유화학 패러다임을 지배하고 있기 때문에 해소국면이 진입하지는 못하고 있음. 그 상황에서 미국의 수출과 동반한 중국의 '화려한 가스시대' 개막이 급격히 다가오는 형국임. 결국 '탈석유시대'의 패러다임은 지속될 것임(page 41~80 참조). 국내 석유화학 업종도 탈석유의 관점에서 새로운 활로를 찾아야만 하는 상황임.

2 분기도 실망스러운 석유화학

2Q 영업이익 920 억원(QoQ + 34.7% / YoY + 32.3%)으로 추정됨. 5/30 기준 컨센서스 1,356 억원을 하회할 것으로 추정하는 이유는 석유화학이 개선을 보이지 못하고 있기 때문임. 중국 고정자산투자 상실 속에서 수요 약세가 이어지고 있고, 주요제품의 공급과잉 또한 해소되고 않고 있음. 특히 동사의 주력제품인 MEG/BD 는 글로벌 공급과잉 심화/중국 재고부담 및 수요약세로 지속 약세를 이어가고 있어 상대적 컨센 하회의 폭이 클 것으로 우려됨

목표주가 220,000 원 → 200,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

2014 년과 15 년 영업이익 추정치를 각각 13.6% / 10.4% 하향 조정한 것을 반영하여 목표주기도 하향함. 동사의 현재주가는 연중 저점수준으로서, pure chemical 의 국내 top-tier 로서의 매력을 감안할 때 매수구간으로 판단될 수도 있음. 그러나 더 큰 그림에서 미국의 shale gas revolution 에 이어서 중국도 PNG/shale gas 를 통해 본격적인 가스시대를 개막하는 것을 주목해야 함. 이는 곧 글로벌 에너지 시장의 탈석유시대를 의미하기 때문에 국내 정유/석유화학은 중장기 기초에서 outperform 이 쉽지 않음을 감안해야함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	15,699.4	15,902.8	16,438.9	14,570.1	15,132.0	14,714.7
yoy	%	26.6	1.3	3.4	(11.4)	3.9	(2.8)
영업이익	십억원	1,470.1	371.7	487.4	466.0	864.8	989.9
yoy	%	16.4	(74.7)	31.1	(4.4)	85.6	14.5
EBITDA	십억원	1,848.7	831.7	994.5	962.3	1,361.1	1,486.2
세전이익	십억원	1,527.5	386.9	374.6	469.7	903.1	1,092.7
순이익(지배주주)	십억원	978.1	314.5	287.9	362.1	708.9	857.8
영업이익률	%	9.4	2.3	3.0	3.2	5.7	6.7
EBITDA%	%	11.8	5.2	6.0	6.6	9.0	10.1
순이익률	%	9.7	2.4	2.3	3.2	6.0	7.4
EPS	원	30,701	9,177	8,400	10,566	20,684	25,026
PER	배	9.7	26.8	27.6	15.4	7.9	6.5
PBR	배	1.7	1.4	1.3	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	5.1	10.2	8.5	5.7	3.6	2.5
ROE	%	19.7	5.5	4.7	5.6	10.2	11.2
순차입금	십억원	(47)	627	538	(78)	(708)	(1,892)
부채비율	%	74.5	70.5	69.8	62.2	58.7	52.2

자료 : SK 증권
주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	9.6%	ROE(지배주주지분)	4.7%	8.4%	10.8%	10.3%	10.6%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	9.6%				
Risk Free Rate	2.5%						
Risk Premium	7.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.02						
1Q15E BPS(지배주주지분)	202,503						
Target Price	206,521						

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	8,400	16,694	23,781	25,009	28,595
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	20,964				
1Q15E EPS	16,694				
1Q16E EPS	26,623				

Multiple	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5
TP by weighted EPS	188,680	199,162	209,645	220,127	230,609	241,091	251,574	262,056	272,538	283,020
TP by 1Q15E EPS	150,248	158,595	166,942	175,289	183,636	191,983	200,331	208,678	217,025	225,372
TP by 1Q16E EPS	214,025	225,916	237,806	249,696	261,586	273,477	285,367	297,257	309,148	321,038

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	16,438.9	14,681.4	15,132.0	16,438.9	14,570.1	15,132.0	0.0%	-0.8%	0.0%
YoY %	3.4%	-10.7%	3.1%	3.4%	-11.4%	3.9%			
영업이익	487.4	539.5	965.0	487.4	466.0	864.8	0.0%	-13.6%	-10.4%
YoY %	31.1%	10.7%	78.9%	31.1%	-4.4%	85.6%			
EBITDA	994.5	1,058.8	1,484.3	994.5	962.3	1,361.1	0.0%	-9.1%	-8.3%
YoY %	19.6%	6.5%	40.2%	19.6%	-3.2%	41.4%			
순이익	287.9	432.5	814.7	287.9	362.1	708.9	0.0%	-16.3%	-13.0%
YoY %	-8.5%	50.2%	88.4%	-8.5%	25.8%	95.8%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	3,873.4	3,928.8	3,599.1	3,280.0	3,873.4	3,817.6	3,599.1	3,280.0	0.0%	-2.8%	0.0%	0.0%
YoY %	-7.1%	-5.6%	-10.9%	-19.4%	-7.1%	-8.3%	-10.9%	-19.4%				
QoQ %	-4.8%	1.4%	-8.4%	-8.9%	-4.8%	-1.4%	-5.7%	-8.9%				
영업이익	68.3	119.4	189.4	162.4	68.3	92.0	168.9	136.7	0.0%	-23.0%	-10.8%	-15.8%
YoY %	-41.8%	71.7%	10.3%	26.2%	-41.8%	32.3%	-1.6%	6.3%				
QoQ %	-46.9%	74.9%	58.5%	-14.3%	-46.9%	34.7%	83.6%	-19.0%				
EBITDA	198.1	249.3	319.2	292.2	192.4	216.1	293.0	260.8	-2.9%	-13.3%	-8.2%	-10.7%
YoY %	-17.9%	27.5%	6.7%	13.0%	-20.2%	10.5%	-2.1%	0.9%				
QoQ %	-23.4%	25.8%	28.1%	-8.5%	-25.6%	12.3%	35.6%	-11.0%				
순이익	47.3	94.4	154.2	136.5	48.6	68.7	133.0	111.8	2.6%	-27.2%	-13.7%	-18.1%
YoY %	-58.6%	271.4%	1.3%	흑전	-57.6%	170.3%	-12.6%	흑전				
QoQ %	흑전	99.5%	63.3%	-11.5%	흑전	41.6%	93.6%	-15.9%				

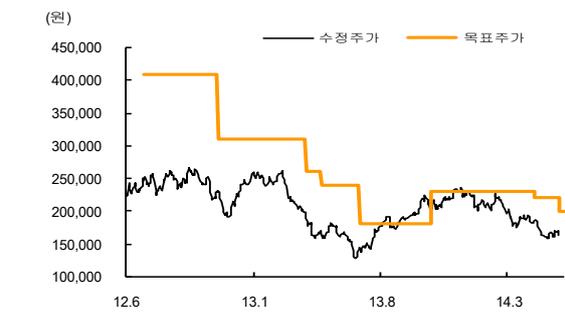
자료: 롯데케미칼 SK 증권

사업부문별 실적추정 내역

	2013	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	16,438.9	14,570.2	15,132.0		4,171.2	4,161.2	4,039.3	4,067.2	3,873.4	3,817.6	3,599.1	3,280.0
YoY	3.4%	-11.4%	3.9%		8.3%	5.4%	-2.2%	2.4%	-7.1%	-8.3%	-10.9%	-19.4%
QoQ						-0.2%	-2.9%	0.7%	-4.8%	-1.4%	-5.7%	-8.9%
Olefin	9,783.1	8,898.2	9,585.5		2,522.0	2,435.9	2,365.0	2,460.2	2,360.3	2,345.9	2,198.4	1,993.7
YoY	7.6%	-9.0%	7.7%		25.3%	11.5%	-4.5%	1.5%	-6.4%	-3.7%	-7.0%	-19.0%
QoQ						-3.4%	-2.9%	4.0%	-4.1%	-0.6%	-6.3%	-9.3%
Aromatic	3,745.7	3,095.1	2,859.6		968.2	990.9	950.0	836.6	837.7	785.4	762.2	709.9
YoY	-8.6%	-17.4%	-7.6%		-18.5%	-7.9%	-4.8%	0.2%	-13.5%	-20.7%	-19.8%	-15.2%
QoQ						2.3%	-4.1%	-11.9%	0.1%	-6.2%	-3.0%	-6.9%
Titan	2,844.9	2,568.3	2,639.0		686.8	721.6	690.3	746.2	699.5	674.7	627.6	566.5
YoY		-9.7%	2.8%		0.1%	-1.3%	-4.0%	2.3%	1.8%	-6.5%	-9.1%	-24.1%
QoQ						5.1%	-4.3%	8.1%	-6.3%	-3.5%	-7.0%	-9.7%
영업이익	487.4	466.0	864.8		117.4	69.6	171.7	128.7	68.3	92.0	168.9	136.7
YoY		3.2%	5.7%		2.8%	1.7%	4.3%	3.2%	1.8%	2.4%	4.7%	4.2%
QoQ						-245.0%	-11.5%	466.2%	-41.8%	32.3%	-1.6%	6.3%
Olefin	554.1	430.9	530.1		128.9	97.9	166.8	160.5	96.3	98.8	138.1	97.8
YoY		4.8%	5.5%		5.1%	4.0%	7.1%	6.5%	4.1%	4.2%	6.3%	4.9%
QoQ						415.3%	0.6%	167.1%	-25.3%	1.0%	-17.2%	-39.1%
Aromatic	(92.8)	(42.5)	103.5		4.3	(22.2)	(13.6)	(61.3)	(33.2)	(23.4)	0.2	13.9
YoY		-1.4%	3.6%		0.4%	-2.2%	-1.4%	-7.3%	-4.0%	-3.0%	0.0%	2.0%
QoQ						2120.0%	43.2%	163.1%	-872.1%	5.2%	-101.2%	-122.7%
Titan	13.6	57.8	206.9		(16.3)	(6.4)	14.3	22.0	0.8	12.0	24.4	20.6
YoY		2.3%	7.8%		-2.4%	-0.9%	2.1%	2.9%	0.1%	1.8%	3.9%	3.6%
QoQ						-90.6%	-57.9%	-200.0%	-104.9%	-287.8%	70.7%	-6.4%
영업이익률	3.0%	3.2%	5.7%		2.8%	1.7%	4.3%	3.2%	1.8%	2.4%	4.7%	4.2%
Olefin	5.7%	4.8%	5.5%		5.1%	4.0%	7.1%	6.5%	4.1%	4.2%	6.3%	4.9%
Aromatic	-2.5%	-1.4%	3.6%		0.4%	-2.2%	-1.4%	-7.3%	-4.0%	-3.0%	0.0%	2.0%
Titan	0.5%	2.3%	7.8%		-2.4%	-0.9%	2.1%	2.9%	0.1%	1.8%	3.9%	3.6%

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의건변경	일시	투자의건	목표주가
	2014.06.02	매수	200,000원
	2014.04.29	매수	220,000원
	2014.04.18	매수	220,000원
	2014.02.06	매수	230,000원
	2014.01.13	매수	230,000원
	2013.10.29	매수	230,000원
	2013.07.29	매수	180,000원
	2013.06.30	매수	180,000원
	2013.05.13	매수	240,000원
	2013.04.29	매수	240,000원
	2013.03.31	매수	260,000원
	2013.02.05	매수	310,000원
	2013.01.07	매수	310,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014 년 6 월 1 일 13 시 6 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	6,194	6,073	5,797	5,530	5,256
장기금융자산	166	162	163	163	163
유형자산	4,421	4,187	3,916	3,649	3,376
무형자산	33	24	24	24	24
유동자산	4,179	4,614	5,007	6,059	7,061
현금및현금성자산	745	979	1,839	2,469	3,653
매출채권및기타채권	1,634	1,595	1,312	1,497	1,418
재고자산	1,501	1,629	1,549	1,767	1,673
자산총계	10,372	10,688	10,804	11,588	12,317
비유동부채	1,616	1,464	1,584	1,584	1,584
장기금융부채	1,315	1,195	1,359	1,359	1,359
장기매입채무 및 기타채무	52	35	0	0	0
장기충당부채	6	4	0	0	0
유동부채	2,673	2,929	2,560	2,703	2,642
단기금융부채	661	1,318	1,371	1,371	1,371
매입채무 및 기타채무	1,855	1,439	1,014	1,157	1,095
단기충당부채	5	21	20	20	20
부채총계	4,288	4,393	4,144	4,287	4,226
지배주주지분	6,043	6,256	6,625	7,267	8,057
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	472	477	477	477	477
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,428	5,682	5,977	6,619	7,409
비지배주주지분	41	38	34	34	34
자본총계	6,084	6,294	6,659	7,301	8,091
부채와자본총계	10,372	10,688	10,804	11,588	12,317

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	187	367	875	1,058	1,575
당기순이익(손실)	316	286	361	709	858
비현금성항목등	570	714	601	606	606
유형자산감가상각비	460	507	496	496	496
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(110)	(207)	(105)	(110)	(110)
운전자본감소(증가)	(420)	(529)	(82)	(258)	111
매출채권및기타채권의	94	25	245	(176)	75
재고자산감소(증가)	(234)	(128)	80	(218)	94
매입채무 및 기타채무의	(53)	(369)	(391)	136	(59)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	60	89	90	90	90
투자활동현금흐름	(447)	(550)	(67)	(229)	(223)
금융자산감소(증가)	365	(125)	140	0	0
유형자산감소(증가)	(582)	(274)	(221)	(229)	(223)
무형자산감소(증가)	(11)	(0)	(0)	0	0
기타	(219)	(151)	13	0	0
재무활동현금흐름	(242)	425	47	(67)	(67)
단기금융부채증가(감소)	(84)	(8)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	123	544	106	0	0
자본의증가(감소)	16	13	0	0	0
배당금의 지급	70	34	34	67	67
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(506)	234	860	630	1,184
기초현금	1,251	745	979	1,839	2,469
기말현금	745	979	1,839	2,469	3,653
FCF	(96)	361	607	668	1,170

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	15,903	16,439	14,570	15,132	14,715
매출원가	15,109	15,527	13,691	13,838	13,307
매출총이익	794	912	879	1,294	1,407
매출총이익률 (%)	5.0	5.5	6.0	8.6	9.6
판매비와관리비	422	424	413	429	418
영업이익	372	487	466	865	990
영업이익률 (%)	2.3	3.0	3.2	5.7	6.7
비영업손익	15	(113)	4	38	103
순금융비용	48	26	82	126	190
외환관련손익	48	14	(4)	0	0
관계기업투자등 관련손익	9	(27)	(3)	0	0
세전계속사업이익	387	375	470	903	1,093
세전계속사업이익률 (%)	2.4	2.3	3.2	6.0	7.4
계속사업법인세	60	89	108	194	235
계속사업이익	326	286	361	709	858
중단사업이익	(10)	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	316	286	361	709	858
순이익률 (%)	2.0	1.7	2.5	4.7	5.8
지배주주	315	288	362	709	858
지배주주귀속 순이익률(%)	2.0	1.8	2.5	4.7	5.8
비지배주주	2	(2)	(1)	0	0
총포괄이익	153	236	386	709	858
지배주주	168	241	384	709	858
비지배주주	(15)	(5)	2	0	0
EBITDA	832	994	962	1,361	1,486

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	1.3	3.4	(11.4)	3.9	(2.8)
영업이익	(74.7)	31.1	(4.4)	85.6	14.5
세전계속사업이익	(74.7)	(3.2)	25.4	92.3	21.0
EBITDA	(55.0)	19.6	(3.2)	41.4	9.2
EPS(계속사업)	(70.1)	(8.5)	25.8	95.8	21.0
수익성 (%)					
ROE	5.5	4.7	5.6	10.2	11.2
ROA	3.0	2.7	3.4	6.3	7.2
EBITDA마진	5.2	6.0	6.6	9.0	10.1
안정성 (%)					
유동비율	156.3	157.5	195.6	224.1	267.3
부채비율	70.5	69.8	62.2	58.7	52.2
순차입금/자기자본	10.3	8.5	(1.2)	(9.7)	(23.4)
EBITDA/이자비용(배)	(0.5)	0.2	(0.0)	0.5	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,177	8,400	10,566	20,684	25,026
BPS	176,389	182,891	193,936	212,654	235,714
CFPS	22,573	25,644	24,944	34,286	37,151
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER 최고	26.8	27.6	15.4	7.9	6.5
최저					
PBR 최고	1.4	1.3	0.8	0.8	0.7
최저					
PCR	10.9	9.0	6.5	4.7	4.4
EV/EBITDA 최고	10.2	8.5	5.7	3.6	2.5
최저	2.9	4.4	8.0	3.2	2.9

금호석유(011780)

여전한 고무시황 약세

매수(유지)

T.P 100,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

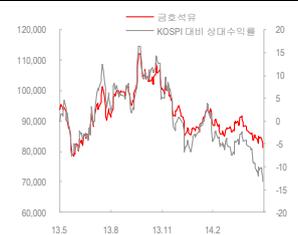
Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,227 억원
주요주주	
박철완	10.00%
박준경	7.17%
외국인지분률	9.60%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(14/05/30)	82,800 원
KOSPI	2012.26 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	112,000 원
52주 최저가	78,500 원
60일 평균 거래대금	86 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-8.3%
6개월	-18.0%	-16.7%
12개월	-13.3%	-13.8%

미국발 역풍이 잠잠해지기 전에 중국의 바람이 불어오는 형국

같은 화학주임에도 불구하고 북미와 아시아 업종의 주가/이익 추이가 상이하게 달랐던 원인은 결국 shale gas 에 있음(page 30~40 참조). 여전히 이 흐름이 글로벌 석유화학 패러다임을 지배하고 있기 때문에 해소국면이 진입하지는 못하고 있음. 그 상황에서 미국의 수출과 동반한 중국의 ‘화려한 가스시대’ 개막이 급격히 다가오는 형국임. 결국 ‘탈석유시대’의 패러다임은 지속될 것임(page 41~80 참조). 국내 석유화학 업종도 탈석유의 관점에서 새로운 활로를 찾아야만 하는 상황임.

바닥탈피가 쉽지 않은 합성고무

2Q 영업이익 407 억원(QoQ + 42.4% / YoY -46.1%)으로 추정됨. 영업이익률이 3.3%에 불과한 여전히 낮은 이익 수준임. 기본적으로 구조적인 공급과잉 현상이 해소되지 못하고 있는데, 수요마저 타이어약세에 의해서 반등기미를 보이고 있지 않기 때문임. 다만 열병합 발전은 꾸준히 이익을 창출하면서 cash cow 로서 동사의 주가를 지지해주는 역할을 할 것으로 기대됨

목표주가 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

동사의 현재주가는 연중 저점수준으로서, pure chemical 의 국내 top-tier 로서의 매력감을 감안할 때 매수구간으로 판단될 수도 있음. 그러나 더 큰 그림에서 미국의 shale gas revolution 에 이어서 중국도 PNG/shale gas 를 통해 본격적인 가스시대를 개막하는 것을 주목해야 함. 이는 곧 글로벌 에너지 시장의 탈석유시대를 의미하기 때문에 국내 정유/석유화학은 중장기 기조에서 outperform 이 쉽지 않음을 감안해야 함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	6,457.4	5,883.7	5,132.1	4,975.2	6,367.4	7,483.6
yoy	%	129	(89)	(128)	(31)	280	175
영업이익	십억원	839.0	223.8	134.2	190.1	375.5	585.4
yoy	%	283	(733)	(400)	416	976	559
EBITDA	십억원	993.6	383.7	308.6	368.8	554.3	764.2
세전이익	십억원	758.4	133.7	(70.5)	141.6	337.1	562.4
순이익(지배주주)	십억원	505.6	129.6	(123)	115.6	266.3	444.3
영업이익률%	%	13.0	3.8	2.6	3.8	5.9	7.8
EBITDA%	%	15.4	6.5	6.0	7.4	8.7	10.2
순이익률	%	11.7	2.3	(1.4)	2.8	5.3	7.5
EPS	원	16,392	4,049	(558)	3,795	8,742	14,583
PER	배	102	322	(170.5)	21.4	9.3	5.6
PBR	배	3.9	2.8	2.2	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	6.7	15.4	15.7	11.9	8.2	5.9
ROE	%	44.0	8.7	(0.8)	7.8	16.7	23.3
순차입금	십억원	1,444	1,831	1,849	1,812	1,979	1,907
부채비율	%	202.8	166.0	170.0	168.6	161.9	136.1

자료 : SK 증권

주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
ROE(지배주주지분)	16.6%	ROE(지배주주지분)	-0.8%	11.5%	17.0%	22.2%	27.5%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	16.6%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	2.10						
1Q15E BPS(지배주주지분)	46,130						
Target Price	96,855						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	(558)	5,725	9,784	15,912	26,126
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,614				
1Q15E EPS	5,725				
1Q16E EPS	9,784				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	95,530	106,144	116,759	127,373	137,988	148,602	159,217	169,831	180,446	191,060
TP by 1Q15E EPS	51,527	57,252	62,977	68,703	74,428	80,153	85,878	91,604	97,329	103,054
TP by 1Q16E EPS	88,059	97,843	107,627	117,412	127,196	136,980	146,765	156,549	166,333	176,117

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	5,132.1	4,974.3	6,082.3	5,132.1	4,975.2	6,367.4	0.0%	0.0%	4.7%
YoY %	-12.8%	-3.1%	22.3%	-12.8%	-3.1%	28.0%			
영업이익	134.2	249.3	403.9	134.2	190.1	375.5	0.0%	-23.7%	-7.0%
YoY %	-40.0%	85.7%	62.1%	-40.0%	41.6%	97.6%			
EBITDA	308.6	429.2	583.9	308.6	368.8	554.3	0.0%	-14.1%	-5.1%
YoY %	-19.6%	39.1%	36.0%	-19.6%	19.5%	50.3%			
순이익	(12.3)	171.7	302.7	(12.3)	115.6	266.3	0.0%	-32.6%	-12.0%
YoY %	적전	흑전	76.3%	적전	흑전	130.4%			

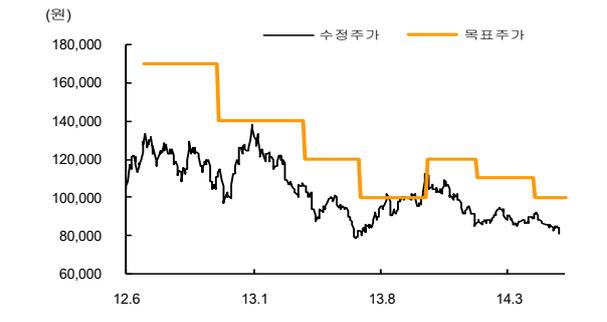
자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	1,241.6	1,312.3	1,254.0	1,166.4	1,241.6	1,245.5	1,287.7	1,200.4	0.0%	-5.1%	2.7%	2.9%
YoY %	-12.4%	-5.1%	5.2%	2.3%	-12.4%	-10.0%	8.0%	5.3%				
QoQ %	8.9%	5.7%	-4.4%	-7.0%	8.9%	0.3%	3.4%	-6.8%				
영업이익	28.6	41.4	90.6	88.7	28.6	40.7	64.4	56.4	0.0%	-1.5%	-28.9%	-36.5%
YoY %	-63.3%	-45.3%	흑전	흑전	-63.3%	-46.1%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	44.6%	118.9%	-2.0%	흑전	42.4%	58.1%	-12.4%				
EBITDA	73.6	86.3	135.5	133.7	73.3	85.4	109.1	101.1	-0.4%	-1.1%	-19.5%	-24.4%
YoY %	-39.0%	-26.6%	213.5%	389.6%	-39.2%	-27.4%	152.2%	270.1%				
QoQ %	169.4%	17.3%	57.0%	-1.3%	168.4%	16.5%	27.7%	-7.3%				
순이익	14.0	23.5	67.4	66.7	14.9	22.2	42.4	36.1	6.6%	-5.7%	-37.1%	-45.9%
YoY %	-59.2%	-10.0%	1122.8%	흑전	-56.5%	-15.2%	669.4%	흑전				
QoQ %	흑전	68.0%	186.6%	-1.1%	흑전	48.5%	91.3%	-15.0%				

자료: 금호석유, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	100,000원
	2014.04.18	매수	100,000원
	2014.02.06	매수	110,000원
	2014.01.13	매수	110,000원
	2013.10.21	매수	120,000원
	2013.06.30	매수	100,000원
	2013.05.13	매수	120,000원
	2013.04.15	매수	120,000원
	2013.03.31	매수	120,000원
	2013.02.08	매수	140,000원
	2013.01.07	매수	140,000원
	2012.11.05	매수	140,000원
	2012.10.22	매수	170,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 7분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	2,920.6	2,952.7	2,907.7	3,047.3	3,242.7
장기금융자산	402.2	309.6	321.6	321.6	321.6
유형자산	2,129.6	2,221.7	2,171.8	2,311.4	2,506.8
무형자산	28.4	19.7	18.0	18.0	18.0
유동자산	1,490.1	1,258.9	1,295.7	1,639.8	1,933.0
현금및현금성자산	246.2	83.3	134.0	67.8	138.9
매출채권및기타채권	636.1	601.2	663.1	905.4	1,036.6
재고자산	567.3	538.6	461.3	624.0	712.1
자산총계	4,410.7	4,211.6	4,203.4	4,687.1	5,175.6
비유동부채	1,313.9	1,247.4	1,229.0	1,229.0	1,229.0
장기금융부채	1,211.3	1,177.1	1,159.2	1,159.2	1,159.2
장기매입채무 및 기타채무	3.9	1.5	1.0	1.0	1.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	1,438.5	1,404.5	1,409.3	1,668.6	1,754.8
단기금융부채	881.9	859.2	893.5	993.5	993.5
매입채무 및 기타채무	469.5	480.2	451.6	611.0	697.2
단기충당부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	2,752.4	2,651.9	2,638.3	2,897.6	2,983.8
지배주주지분	1,547.7	1,474.6	1,481.4	1,705.8	2,108.1
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.2	265.2	265.2	265.2
기타자본구성요소	(40.2)	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,113.2	1,051.4	1,089.1	1,313.4	1,715.7
비지배주주지분	110.7	85.1	83.7	83.7	83.7
자본총계	1,658.4	1,559.8	1,565.2	1,789.5	2,191.8
부채와자본총계	4,410.7	4,211.6	4,203.4	4,687.1	5,175.6

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	245.5	287.7	322.5	199.9	501.0
당기순이익(손실)	126.1	(42.7)	113.1	266.3	444.3
비현금성항목등	279.9	365.8	210.7	201.7	201.7
유형자산감가상각비	159.9	174.4	178.8	178.8	178.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(119.9)	(191.4)	(31.9)	(23.0)	(23.0)
운전자본감소(증가)	(64.3)	49.9	16.4	(268.1)	(145.1)
매출채권및기타채권의	314.6	46.6	(62.2)	(212.1)	(114.8)
재고자산감소(증가)	14.3	28.7	77.3	(162.7)	(88.1)
매입채무 및 기타채무의	(140.8)	(1.3)	16.5	106.7	57.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	7.6	0.0	7.0	7.0	7.0
투자활동현금흐름	(373.8)	(339.3)	(145.0)	(318.4)	(374.2)
금융자산감소(증가)	4.5	4.0	4.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(368.3)	(346.6)	(151.1)	(318.4)	(374.2)
무형자산감소(증가)	(2.8)	(0.9)	0.5	0.0	0.0
기타	(7.1)	4.2	1.6	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(131.9)	(111.2)	(66.1)	(42.0)	(42.0)
단기금융부채증가(감소)	(963.1)	(384.1)	(17.9)	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	887.2	327.2	35.9	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.4	4.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	55.9	55.9	84.0	42.0	42.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(258.8)	(162.9)	50.7	(66.2)	71.1
기초현금	505.1	246.2	83.3	134.0	67.8
기말현금	246.2	83.3	134.0	67.8	138.9
FCF	(256.1)	52.2	163.7	(93.9)	131.3

자료 : 금호석유, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	5,883.7	5,132.1	4,975.2	6,367.4	7,483.6
매출원가	5,480.6	4,817.7	4,619.7	5,780.2	6,649.4
매출총이익	403.1	314.4	355.5	587.2	834.2
매출총이익률 (%)	6.9	6.1	7.1	9.2	11.1
판매비와관리비	179.3	180.2	165.4	211.7	248.8
영업이익	223.8	134.2	190.1	375.5	585.4
영업이익률 (%)	3.8	2.6	3.8	5.9	7.8
비영업손익	(90.1)	(204.8)	(48.4)	(38.4)	(23.0)
순금융비용	19.1	12.8	3.6	2.8	2.8
외환관련손익	5.7	(1.4)	(2.1)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	67.0	32.6	27.2	40.9	56.4
세전계속사업이익	133.7	(70.5)	141.6	337.1	562.4
세전계속사업이익률 (%)	2.3	(1.4)	2.8	5.3	7.5
계속사업법인세	7.6	(27.8)	28.5	70.8	118.1
계속사업이익	126.1	(42.7)	113.1	266.3	444.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.1	(42.7)	113.1	266.3	444.3
순이익률 (%)	2.1	(0.8)	2.3	4.2	5.9
지배주주	129.6	(12.3)	115.6	266.3	444.3
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	(0.2)	2.3	4.2	5.9
비지배주주	(3.5)	(30.4)	(2.5)	0.0	0.0
총포괄이익	157.2	(44.8)	130.2	266.3	444.3
지배주주	155.9	(16.8)	136.3	278.9	465.2
비지배주주	1.3	(28.0)	(6.1)	(12.5)	(20.9)
EBITDA	383.7	308.6	368.8	554.3	764.2

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	(8.9)	(12.8)	(3.1)	28.0	17.5
영업이익	(73.3)	(40.0)	41.6	97.6	55.9
세전계속사업이익	(82.4)	#VALUE!	#VALUE!	138.1	66.8
EBITDA	(61.4)	(19.6)	19.5	50.3	37.9
EPS(계속사업)	(75.3)	#VALUE!	#VALUE!	130.4	66.8
수익성 (%)					
ROE	8.7	(0.8)	7.8	16.7	23.3
ROA	2.8	(1.0)	2.7	6.0	9.0
EBITDA마진	6.5	6.0	7.4	8.7	10.2
안정성 (%)					
유동비율	103.6	89.6	91.9	98.3	110.2
부채비율	166.0	170.0	168.6	161.9	136.1
순차입금/자기자본	110.4	118.5	115.8	110.6	87.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.6)	(0.2)	0.3	0.6	0.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,049	(558)	3,795	8,742	14,583
BPS	46,880	43,585	43,928	50,627	62,639
CFPS	11,080	7,635	9,896	14,196	19,147
주당 현금배당금	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER 최고	32.2	(170.5)	21.4	9.3	5.6
최저					
PBR 최고	2.8	2.2	1.8	1.6	1.3
최저					
PCR	11.8	12.5	8.2	5.7	4.2
EV/EBITDA 최고	15.4	15.7	11.9	8.2	5.9
최저	4.1	4.3	12.7	6.7	6.7

한화케미칼(009830)

하반기 태양광 turnaround 를 기다리며

매수(유지)
T.P 25,000 원(유지)

Analyst

손지우
jwshon@sk.com
+82-3773-8827

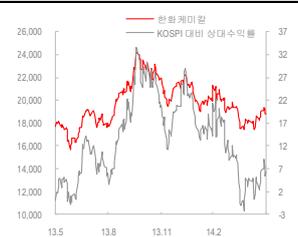
Company Data

자본금	8,153 억원
발행주식수	16,306 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	30,445 억원
주요주주	
(주)한화	42.45%
북일학원	0.18%
외국인지분률	14.00%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(14/05/30)	18,800 원
KOSPI	2012.26 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	24,200 원
52주 최저가	15,650 원
60일 평균 거래대금	333 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.7%	2.3%
6개월	-14.4%	-13.0%
12개월	4.7%	4.2%

Yingli CFO, “14 년 하반기 태양광 소재 shortage 가능.”

지난 4/22 글로벌 module no.1 Yingli 의 CFO Miao Liansheng 은 “폴리실리콘과 태양광패널의 소재들이 올 3 분기부터 shortage 에 이를 것으로 예측.” 한다고 언급함. 실제 14 년 폴리실리콘 유효공급은 48.9GW 로 추정되는데 연간수요 컨센서스가 45~50GW 인 만큼, 성수기로 연간수요가 집중되는 하반기에는 일시적인 shortage 가 가능할 것임(page 101~108 참조). 여전히 OCI 의 주가 sentiment 가 폴리실리콘 가격에 연동됨을 감안할 때 하반기를 앞둔 지금은 동사를 매입하기에 좋은 타이밍으로 판단함

체크해봐야 할 기타요소

하반기 태양광 업황 턴어라운드 가 올 경우 동사의 한화솔라윈/한화큐셀의 수혜가 예상되지만, 동시에 고민할 요소는 4 가지가 있음. 1) 첫 번째는 동사의 모듈/셀 모두 1st-tier 는 아니라는 것임. 생산능력/기술력 측면에서 그러한데, 태양광 업황이 돌아설 때 상대적 수혜 정도는 약할 수 있음. 2) 두 번째는 신규 가동되는 폴리실리콘 1 만톤/년 설비임. 현재 1st-tier 들의 생산능력이 5 만톤/년에 근접한 만큼 생산 cost 의 차이를 극복해낼 수 있을 지가 관건임. 3) 세 번째는 중장기 석유화학 시황 둔화에 따라서 cash cow 역할을 해줘야 할 화학본업 사업부의 역량 약화임. 4) 네 번째는 순차입금/EBITDA 비율이 10 배에 근접할 정도로 부담스러운 현금/재무상태임.

목표주가 25,000 원 / 투자 의견 매수 유지

기존 순수화학에서 벗어나 성장산업인 태양광에 집중 투자한 부분은 긍정적으로 판단함. 따라서 하반기 태양광 업황 반등 기대감을 가지고 투자할 수 있음. 다만 상기 4 개의 부담요소에 대해서는 지속 감안하여야 함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	7,942.6	6,962.2	7,863.6	7,817.3	8,232.5	8,058.7
yoy	%	106	(12.3)	129	(0.6)	5.3	(2.1)
영업이익	십억원	325.9	5.2	97.9	287.7	482.6	598.7
yoy	%	(58.1)	(98.4)	1,765.7	193.9	67.7	24.1
EBITDA	십억원	620.5	358.6	487.6	689.5	884.3	1,000.4
세전이익	십억원	281.1	(58.2)	(43.3)	208.2	509.2	693.6
순이익(지배주주)	십억원	253.5	29.6	8.3	256.7	332.0	452.2
영업이익률%	%	4.1	0.1	1.2	3.7	5.9	7.4
EBITDA%	%	7.8	5.2	6.2	8.8	10.7	12.4
순이익률	%	3.2	0.4	0.1	3.3	4.0	5.6
EPS	원	1,803	208	59	1,830	2,366	3,223
PER	배	13.6	88.0	366.4	10.3	7.9	5.8
PBR	배	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	10.3	18.6	14.6	10.3	7.8	6.3
ROE	%	7.1	0.7	0.2	6.2	7.6	9.3
순차입금	십억원	2,953	4,083	4,088	4,031	3,838	3,229
부채비율	%	147.1	171.8	187.4	183.0	171.4	155.4

자료 : SK 증권
주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	8.2%	ROE(지배주주지분)	0.2%	7.3%	8.9%	9.2%	9.6%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	8.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.81						
1Q15E BPS(지배주주지분)	30,960						
Target Price	24,940						

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	59	2,365	3,222	3,716	4,367
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,007				
1Q15E EPS	2,365				
1Q16E EPS	3,222				

Multiple	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0
TP by weighted EPS	15,033	18,040	21,046	24,053	27,059	30,066	33,073	36,079	39,086	42,092
TP by 1Q15E EPS	11,824	14,189	16,554	18,919	21,283	23,648	26,013	28,378	30,743	33,107
TP by 1Q16E EPS	16,109	19,331	22,553	25,775	28,997	32,219	35,440	38,662	41,884	45,106

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	7,863.6	9,039.4	9,276.4	7,863.6	7,817.3	8,232.5	0.0%	-13.5%	-11.3%
YoY %	12.9%	15.0%	2.6%	12.9%	-0.6%	5.3%			
영업이익	97.8	260.0	582.0	97.9	287.7	482.6	0.0%	10.6%	-17.1%
YoY %	1764.8%	165.7%	123.8%	1765.7%	193.9%	67.7%			
EBITDA	486.4	650.3	972.3	487.6	689.5	884.3	0.2%	6.0%	-9.0%
YoY %	35.7%	33.7%	49.5%	36.0%	41.4%	28.3%			
순이익	(9.5)	187.4	385.6	8.3	256.7	332.0	-186.6%	37.0%	-13.9%
YoY %	적전	흑전	105.7%	-72.1%	3010.9%	29.3%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

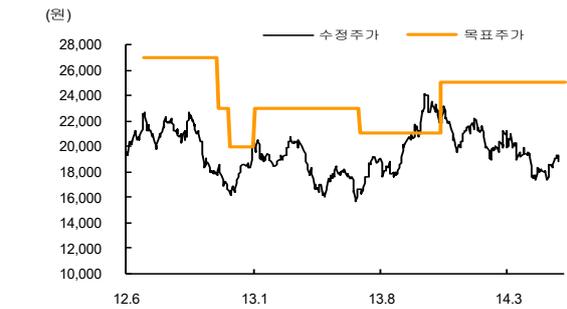
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	2,336.6	2,281.8	2,262.7	2,158.3	1,957.3	2,010.7	1,974.2	1,875.0	-16.2%	-11.9%	-12.8%	-13.1%
YoY %	31.3%	15.2%	8.5%	6.9%	10.0%	1.5%	-5.3%	-7.1%				
QoQ %	15.8%	-2.3%	-0.8%	-4.6%	-3.0%	2.7%	-1.8%	-5.0%				
영업이익	27.0	63.2	101.1	68.7	83.0	67.7	72.7	64.3	207.0%	7.2%	-28.1%	-6.5%
YoY %	흑전	99.4%	146.0%	104.6%	흑전	113.7%	77.0%	91.1%				
QoQ %	-19.5%	133.7%	60.1%	-32.1%	146.8%	-18.4%	7.4%	-11.6%				
EBITDA	124.6	160.7	198.7	166.3	183.4	168.2	173.2	164.7	47.2%	4.6%	-12.8%	-0.9%
YoY %	44.2%	23.5%	43.3%	26.8%	112.3%	29.2%	24.9%	24.5%				
QoQ %	-5.0%	29.0%	23.6%	-16.3%	38.6%	-8.3%	3.0%	-4.9%				
순이익	21.6	53.5	67.5	44.7	19.8	158.5	40.6	37.7	-8.3%	196.1%	-39.9%	-15.6%
YoY %	-14.3%	흑전	흑전	3197.2%	-21.4%	흑전	흑전	97.3%				
QoQ %	1492.3%	147.9%	26.2%	-33.8%	3.5%	700.5%	-74.4%	-7.1%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

	2013E	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	7,863.6	7,817.2	8,232.5		1,779.7	1,980.5	2,085.2	2,018.2	1,957.3	2,010.7	1,974.2	1,875.0
YoY	12.9%	-0.6%	5.3%		5.0%	15.7%	17.7%	13.1%	10.0%	1.5%	-5.3%	-7.1%
QoQ					-0.3%	11.3%	5.3%	-3.2%	-3.0%	2.7%	-1.8%	-5.0%
원료(석유화학)	3,964.1	3,456.4	3,593.0		906.5	1,005.2	1,030.3	1,022.1	936.6	912.8	844.8	762.1
YoY	2.1%	-12.8%	4.0%		-8.0%	8.1%	1.9%	7.0%	3.3%	-9.2%	-18.0%	-25.4%
QoQ					-5.1%	10.9%	2.5%	-0.8%	-8.4%	-2.5%	-7.4%	-9.8%
태양광	1,736.1	1,983.4	2,116.3		376.0	398.7	451.4	510.0	439.7	508.0	530.6	505.1
YoY	136.5%	14.2%	6.7%		160.5%	105.0%	159.2%	130.7%	16.9%	27.4%	17.5%	-1.0%
QoQ					70.1%	6.0%	13.2%	13.0%	-13.8%	15.6%	4.4%	-4.8%
여천NCC	7,692.2	6,997.8	7,201.1		2,017.4	1,792.2	1,946.3	1,936.3	1,942.3	1,808.4	1,700.4	1,546.8
YoY	-1.9%	-9.0%	2.9%		-1.2%	-9.8%	4.1%	-0.4%	-3.7%	0.9%	-12.6%	-20.1%
QoQ					3.8%	-11.2%	8.6%	-0.5%	0.3%	-6.9%	-6.0%	-9.0%
영업이익	97.9	287.7	482.6		(8.5)	31.7	41.1	33.6	83.0	67.7	72.7	64.3
YoY	178.2%	193.9%	67.7%		-12.6%	-29.7%	1.7%	-12.9%	-10.7%	113.6%	77.0%	91.3%
QoQ					-92.4%	-47.2%	29.7%	-18.2%	147.0%	-18.4%	7.4%	-11.6%
원료(석유화학)	66.6	66.7	94.7		2.4	21.9	28.2	14.1	15.9	19.1	18.2	13.5
YoY	-42.5%	0.2%	41.9%		-94.6%	-36.5%	-51.0%	-16.8%	562.5%	-12.6%	-35.6%	-4.1%
QoQ					-111%	812.5%	28.8%	-50.0%	12.8%	20.3%	-5.1%	-25.6%
태양광	(104.0)	54.0	232.1		(27.6)	(34.2)	(25.0)	(17.2)	12.6	11.5	17.1	12.8
YoY	-58.6%	-151%	330.1%		-33.7%	127.7%	-44.8%	-88.5%	-14.5%	-13.3%	-16.8%	-17.4%
QoQ					-81.5%	23.9%	-26.9%	-31.2%	-17.3%	-8.9%	48.6%	-24.8%
여천NCC	176.5	140.3	293.8		44.8	(13.0)	74.4	70.4	66.3	58.4	8.6	7.0
YoY	-21.7%	-20.5%	109.4%		-66.6%	적지	-29.5%	328.4%	48.0%	흑전	-88.4%	-90.1%
QoQ					172.6%	적전	흑전	-5.4%	-5.8%	-11.9%	-85.2%	-19.2%
영업이익률	1.2%	3.7%	5.9%		-0.5%	1.6%	2.0%	1.7%	4.2%	3.4%	3.7%	3.4%
원료(석유화학)	1.7%	1.9%	2.6%		0.3%	2.2%	2.7%	1.4%	1.7%	2.1%	2.2%	1.8%
태양광	-6.0%	2.7%	11.0%		-7.3%	-8.6%	-5.5%	-3.4%	2.9%	2.3%	3.2%	2.5%
여천NCC	2.3%	2.0%	4.1%		2.2%	-0.7%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%	0.5%	0.5%

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	25,000원
	2014.04.18	매수	25,000원
	2014.01.13	매수	25,000원
	2013.11.13	매수	25,000원
	2013.08.14	매수	21,000원
	2013.06.30	매수	21,000원
	2013.05.13	매수	23,000원
	2013.03.31	매수	23,000원
	2013.01.07	매수	23,000원
	2012.11.26	매수	20,000원
	2012.11.05	매수	23,000원
	2012.10.08	매수	27,000원
	2012.08.23	매수	27,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014 년 6 월 1 일 13 시 4 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	8,824	8,337	8,305	8,315	8,316
장기금융자산	324	192	192	192	192
유형자산	5,906	5,994	5,943	5,953	5,954
무형자산	531	471	467	467	467
유동자산	3,583	4,470	4,668	5,194	5,787
현금및현금성자산	594	920	891	1,084	1,793
매출채권및기타채권	1,308	1,493	1,447	1,582	1,535
재고자산	1,428	1,738	1,866	2,035	1,976
자산총계	12,407	12,807	12,974	13,509	14,103
비유동부채	3,592	3,953	4,011	4,011	4,011
장기금융부채	2,836	3,310	3,360	3,360	3,360
장기매입채무 및 기타채무	19	10	10	10	10
장기충당부채	40	17	17	17	17
유동부채	4,249	4,397	4,378	4,520	4,570
단기금융부채	2,291	2,220	2,263	2,263	2,363
매입채무 및 기타채무	1,500	1,685	1,566	1,707	1,658
단기충당부채	74	70	70	70	70
부채총계	7,841	8,350	8,389	8,531	8,581
지배주주지분	4,096	4,057	4,182	4,576	5,120
자본금	707	707	707	707	707
자본잉여금	489	486	484	484	484
기타자본구성요소	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,731	2,729	2,856	3,249	3,793
비지배주주지분	470	399	402	402	402
자본총계	4,565	4,457	4,584	4,978	5,522
부채와자본총계	12,407	12,807	12,974	13,509	14,103

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	282	423	551	696	1,091
당기순이익(손실)	(58)	(43)	174	415	565
비현금성항목등	511	550	514	462	462
유형자산감가상각비	353	390	402	402	402
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(158)	(161)	(112)	(61)	(61)
운전자본감소(증가)	(65)	(25)	(108)	(182)	64
매출채권및기타채권의	(5)	(222)	38	(122)	43
재고자산감소(증가)	(303)	(310)	(128)	(169)	59
매입채무 및 기타채무의	(80)	235	(78)	109	(38)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(698)	(260)	(440)	(412)	(403)
금융자산감소(증가)	95	112	(31)	0	0
유형자산감소(증가)	(825)	(607)	(417)	(412)	(403)
무형자산감소(증가)	(2)	10	(0)	0	0
기타	35	226	8	0	0
재무활동현금흐름	176	171	15	(21)	(21)
단기금융부채증가(감소)	(5)	(28)	2	0	0
장기금융부채증가(감소)	461	449	81	0	0
자본의증가(감소)	47	65	0	0	0
배당금의 지급	65	38	21	21	21
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(254)	326	(29)	193	710
기초현금	849	594	920	891	1,084
기말현금	594	920	891	1,084	1,793
FCF	(836)	(389)	58	192	554

자료 : 한화케미칼 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	6,962	7,864	7,817	8,232	8,059
매출원가	5,827	6,599	6,460	6,624	6,358
매출총이익	1,135	1,265	1,357	1,609	1,701
매출총이익률 (%)	16.3	16.1	17.4	19.5	21.1
판매비와관리비	1,130	1,167	1,069	1,126	1,102
영업이익	5	98	288	483	599
영업이익률 (%)	0.1	1.2	3.7	5.9	7.4
비영업손익	(63)	(141)	(80)	27	95
순금융비용	32	39	84	112	187
외환관련손익	28	10	(17)	0	0
관계기업투자등 관련손익	38	42	20	52	50
세전계속사업이익	(58)	(43)	208	509	694
세전계속사업이익률 (%)	(0.8)	(0.6)	2.7	6.2	8.6
계속사업법인세	54	36	52	94	128
계속사업이익	(112)	(80)	156	415	565
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(112)	(80)	156	415	565
순이익률 (%)	(1.6)	(1.0)	2.0	5.0	7.0
지배주주	30	8	257	332	452
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	0.1	3.3	4.0	5.6
비지배주주	(142)	(88)	(101)	83	113
총포괄이익	(181)	(81)	154	415	565
지배주주	(13)	1	149	332	452
비지배주주	(169)	(82)	4	83	113
EBITDA	359	488	689	884	1,000

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	(12.3)	12.9	(0.6)	5.3	(2.1)
영업이익	(98.4)	1,765.7	193.9	67.7	24.1
세전계속사업이익	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	144.6	36.2
EBITDA	(42.2)	36.0	41.4	28.3	13.1
EPS(계속사업)	(88.4)	(71.8)	3,010.9	29.3	36.2
수익성 (%)					
ROE	0.7	0.2	6.2	7.6	9.3
ROA	(0.9)	(0.6)	1.2	3.1	4.1
EBITDA마진	5.2	6.2	8.8	10.7	12.4
안정성 (%)					
유동비율	84.3	101.7	106.6	114.9	126.6
부채비율	171.8	187.4	183.0	171.4	155.4
순차입금/자기자본	89.4	91.7	87.9	77.1	58.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	0.1	0.2	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	208	59	1,830	2,366	3,223
BPS	27,435	27,319	28,176	30,960	34,807
CFPS	2,570	4,026	4,173	5,622	6,292
주당 현금배당금	250	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER 최고	88.0	366.4	10.3	7.9	5.8
최저					
PBR 최고	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
최저					
PCR	7.1	5.4	4.5	3.3	3.0
EV/EBITDA 최고	18.6	14.6	10.3	7.8	6.3
최저	6.9	12.0	16.4	9.0	8.4

OCI(010060)

기다렸던 하반기 성수기가 다가온다

매수(유지)

T.P 270,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

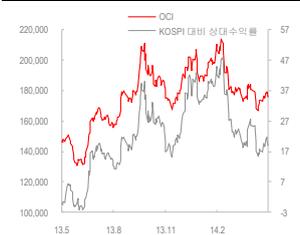
Company Data

자본금	1,272 억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	42,571 억원
주요주주	
이수영	10.92%
이복영	5.49%
외국인지분률	22.00%
배당수익률	

Stock Data

주가(14/05/26)	178,500 원
KOSPI	2010.35 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	214,000 원
52주 최저가	131,000 원
60일 평균 거래대금	362 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.7%	-3.5%
6개월	-3.8%	-3.2%
12개월	21.4%	19.2%

Yingli CFO, “14 년 하반기 태양광 소재 shortage 가능.”

지난 4/22 글로벌 module no.1 Yingli 의 CFO Miao Liansheng 은 “폴리실리 콘과 태양광패널의 소재들이 올 3 분기부터 shortage 에 이를 것으로 예측.” 한다고 언급함. 실제 14 년 폴리실리콘 유효공급은 48.9GW 로 추정되는데 연간수요 컨센서스가 45~50GW 인 만큼, 성수기로 연간수요가 집중되는 하반기에는 일시적인 shortage 가 가능할 것임(page 101~108 참조). 여전히 OCI 의 주가 sentiment 가 폴리실리콘 가격에 연동됨을 감안할 때 하반기를 앞둔 지금은 동사를 매입하기에 좋은 타이밍으로 판단함.

Downstream 발전, 그 중에서도 utility-scale(ground) 주목

지난 해부터 최근까지 태양광 시황은, 소재가격은 중장기 안정 속에서 downstream 수요가 강하게 발생하며 발전사업이 각광을 받았음. 그 중에서도 성장률이 높았던 DG(Distributed Generation/ rooftop 등의 소규모 개인 발전)의 주가상승률이 높았음. 그러나 중국을 위시한 북미 이외 지역 국가들이 급증하는 수요를 감당하기 위해 utility-scale 을 장려하기 시작한 만큼, 올해부터는 해당 분야의 각광이 가능할 것으로 판단함(page 109~119 참조). Texas Alamo 를 통해 utility 기술/운용능력을 확보한 OCI 역시 수혜 가능함.

목표주가 270,000 원 / 투자의견 매수: 업종 내 차선호주 유지

1Q14 에서 반년 만에 흑자전환(279 억원)에 성공한 동사는, 2 분기에도 견조한 가격과 물량, cost 부담 일부 감소로 인해 증익 추세(557 억원)를 이어갈 것임. 폴리실리콘의 글로벌 1st-tier 로서 시장지배력을 보유하고 있고, 발전의 utility-scale 이라는 성장여력 또한 들고 있기 때문에, 탈석유시대가 계속 이어질 금번 패러다임에서 매력 충분히 높은 것으로 판단함. 업종 차선호 유지.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	4,275.9	3,218.5	2,955.5	3,129.5	3,256.5	3,445.4
yoy	%	291	(24.7)	(8.2)	5.9	4.1	5.8
영업이익	십억원	1,117.9	154.8	(106.2)	225.7	488.1	751.6
yoy	%	331	(86.2)	적전	흑전	116.2	54.0
EBITDA	십억원	1,574.0	698.6	422.1	732.9	926.8	1,124.9
세전이익	십억원	1,043.3	18.8	(183.0)	202.9	472.8	778.4
순이익(지배주주)	십억원	768.1	(68.4)	(327.7)	156.6	392.4	646.1
영업이익률%	%	26.1	4.8	(3.6)	7.2	15.0	21.8
EBITDA%	%	36.8	21.7	14.3	23.4	28.5	32.6
순이익률	%	18.0	(2.1)	(11.1)	5.0	12.1	18.8
EPS	원	32,205	(2,866)	(13,741)	6,566	16,455	27,090
PER	배	6.8	(57.7)	(13.9)	26.7	10.6	6.5
PBR	배	1.6	1.3	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	3.7	7.7	15.1	8.1	6.0	4.5
ROE	%	28.9	(2.1)	(10.9)	5.4	12.2	17.3
순차입금	십억원	655	1,424	1,804	1,788	1,393	859
부채비율	%	93.7	102.8	123.1	117.0	105.5	91.4

자료 : SK 증권

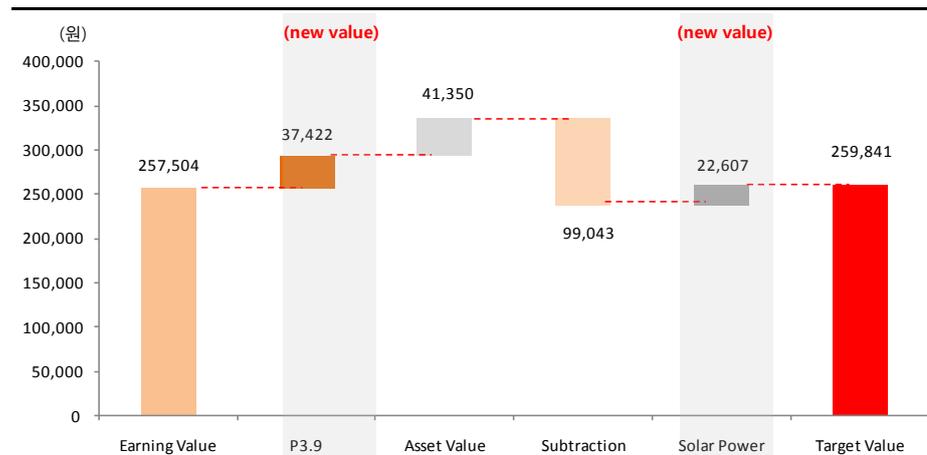
주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

OCI NAV(SOTP) Valuation table

	EBITDA	Multiple	시장/장부가	지분율	목표가치(십억원)	주당가치(원)
1. Earning Value						
폴리실리콘(기준)	441.0	8.5			3,748.5	157,174
기타	398.8	6.0			2,392.8	100,330
폴리실리콘(P3.9)	105.0	8.5			892.5	37,422
Total					7,033.8	294,926
2. Asset Value						
DCRE(부동산)			810.3		810.3	33,974
장기금융자산			14.7		14.7	615
공동지배기업투자			84.3		84.3	3,534
투자부동산			77.0		77.0	3,227
Total					986.2	41,350
3. Substraction						
순차입금					1,916.5	80,357
비지배주주지분					445.6	18,686
Total					2,362.1	99,043
4. Solar Power						
					539.2	22,607
5. Target Value						
					6,197.0	259,841

자료: OCI, SK 증권

OCI NAV(SOTP) Valuation: 주당가치 환산기준



자료: OCI, SK 증권

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
ROE(지배주주지분)	15.9%	ROE(지배주주지분)	-10.9%	11.7%	16.3%	17.7%	19.0%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.30	0.30	0.30	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	15.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						

Target P/B	1.98						
1Q15E BPS(지배주주지분)	124,336						
Target Price	246,066						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	(13,741)	16,455	27,090	35,626	46,844
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	25,455				
1Q15E EPS	16,455				
1Q16E EPS	27,090				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	203,638	229,093	254,548	280,003	305,458	330,912	356,367	381,822	407,277	432,731
TP by 1Q15E EPS	131,638	148,093	164,547	181,002	197,457	213,912	230,366	246,821	263,276	279,731
TP by 1Q16E EPS	216,717	243,807	270,896	297,986	325,076	352,165	379,255	406,344	433,434	460,524

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	2,955.5	3,150.5	3,486.6	2,955.5	3,129.5	3,256.5	0.0%	-0.7%	-6.6%
YoY %	-8.2%	6.6%	10.7%	-8.2%	5.9%	4.1%			
영업이익	(106.2)	233.9	595.4	(106.2)	225.7	488.1	0.0%	-3.5%	-18.0%
YoY %	적전	흑전	154.5%	적전	흑전	116.2%			
EBITDA	422.1	743.5	1,043.3	422.1	732.9	926.8	0.0%	-1.4%	-11.2%
YoY %	-39.6%	76.1%	40.3%	-39.6%	73.6%	26.5%			
순이익	(327.7)	167.4	458.4	(327.7)	156.6	392.4	0.0%	-6.4%	-14.4%
YoY %	적지	흑전	173.9%	적지	흑전	150.6%			

자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	797.9	781.9	774.8	795.8	797.9	760.4	775.1	796.1	0.0%	-2.8%	0.0%	0.0%
YoY %	2.3%	9.2%	6.4%	8.8%	2.3%	6.2%	6.4%	8.9%				
QoQ %	9.1%	-2.0%	-0.9%	2.7%	9.1%	-4.7%	1.9%	2.7%				
영업이익	27.9	55.7	72.0	78.3	27.8	48.4	71.8	77.8	-0.4%	-13.2%	-0.2%	-0.7%
YoY %	흑전	214.5%	흑전	흑전	흑전	173.0%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	100.0%	29.2%	8.8%	흑전	74.3%	48.5%	8.3%				
EBITDA	162.0	181.0	197.2	203.3	159.6	173.5	197.0	202.8	-1.5%	-4.1%	-0.1%	-0.3%
YoY %	51.2%	22.5%	160.5%	122.3%	49.0%	17.4%	160.3%	121.7%				
QoQ %	77.1%	11.7%	8.9%	3.1%	74.5%	8.7%	13.5%	2.9%				
순이익	26.1	35.4	49.7	56.1	17.8	30.4	51.2	57.2	-31.7%	-14.4%	2.9%	2.0%
YoY %	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	35.8%	40.3%	12.8%	흑전	70.3%	68.6%	11.8%				

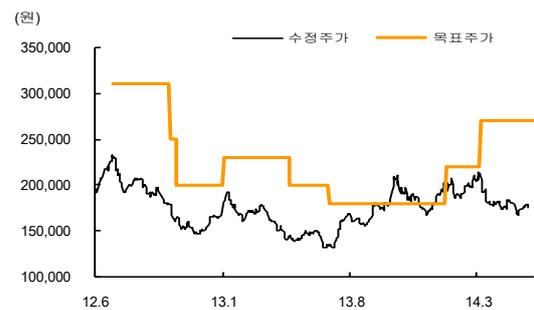
자료: OCI, SK 증권

OCI 부문별 이익추정치

	2013E	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	2,980.4	3,129.5	3,256.5		805.3	715.7	728.2	731.2	797.9	760.4	775.1	796.1
QoQ					8.5%	-11.1%	1.7%	0.4%	9.1%	-4.7%	1.9%	2.7%
YoY	0.0%	5.0%	4.1%		0.0%	0.0%	-3.9%	-1.5%	-0.9%	6.2%	6.4%	8.9%
Basic Chemical	1,829.0	2,158.8	2,265.4		491.0	428.0	444.0	466.0	521.0	530.1	552.5	555.1
QoQ					2.8%	-12.8%	3.7%	5.0%	11.8%	1.8%	4.2%	0.5%
YoY	0.0%	18.0%	4.9%		0.0%	0.0%	-15.9%	-2.5%	6.1%	23.9%	24.4%	19.1%
Carbon Chemical	1,271.0	1,089.7	1,095.5		321.0	321.0	329.0	300.0	310.0	260.1	252.4	267.2
QoQ					21.3%	0.0%	2.5%	-8.8%	3.3%	-16.1%	-3.0%	5.8%
YoY	0.0%	-14.3%	0.5%		0.0%	0.0%	24.0%	13.3%	-3.4%	-19.0%	-23.3%	-10.9%
영업이익	(97.8)	225.8	488.1		(22.1)	17.7	(57.0)	(36.4)	27.9	48.4	71.8	77.8
QoQ					적지	흑전	적전	적지	흑전	73.7%	48.5%	8.3%
YoY	0.0%	흑전	116.1%		0.0%	0.0%	적전	적지	흑전	173.3%	흑전	흑전
Basic Chemical	(150.0)	166.9	406.4		(40.0)	(3.0)	(73.0)	(34.0)	14.0	35.0	53.1	64.8
QoQ					적지	적지	적지	적지	흑전	150.2%	51.6%	22.0%
YoY	0.0%	흑전	143.5%		0.0%	0.0%	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전
Carbon Chemical	88.0	107.5	121.2		25.0	30.0	26.0	7.0	27.0	27.3	30.4	22.9
QoQ					74.8%	20.0%	-13.3%	-73.1%	285.7%	1.1%	11.2%	-24.7%
YoY	0.0%	22.2%	12.7%		0.0%	0.0%	-14.2%	-51.0%	8.0%	-9.0%	16.8%	226.7%
영업이익률	-3.3%	7.2%	15.0%		-2.7%	2.5%	-7.8%	-5.0%	3.5%	6.4%	9.3%	9.8%
Basic Chemical	-8.2%	7.7%	17.9%		-8.1%	-0.7%	-16.4%	-7.3%	2.7%	6.6%	9.6%	11.7%
Carbon Chemical	6.9%	9.9%	11.1%		7.8%	9.3%	7.9%	2.3%	8.7%	10.5%	12.0%	8.6%

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20140602	매수	270,000원
	20140424	매수	270,000원
	20140418	매수	270,000원
	20140309	매수	270,000원
	20140113	매수	220,000원
	20130630	매수	180,000원
	20130513	매수	200,000원
	20130425	매수	200,000원
	20130331	매수	230,000원
	20130207	매수	230,000원
	20130107	매수	230,000원
	20130103	매수	200,000원
	20121105	매수	200,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 5분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	5,306	5,457	5,430	5,415	5,489
장기금융자산	62	15	15	15	15
유형자산	4,818	4,779	4,754	4,738	4,813
무형자산	136	146	147	147	147
유동자산	1,977	1,845	2,086	2,509	3,126
현금및현금성자산	446	352	705	1,100	1,634
매출채권및기타채권	622	771	755	773	822
재고자산	539	436	461	471	501
자산총계	7,283	7,302	7,516	7,924	8,615
비유동부채	2,743	2,449	2,472	2,472	2,472
장기금융부채	1,797	1,733	1,822	1,822	1,822
장기매입채무 및 기타채무	14	22	14	14	14
장기충당부채	20	26	25	25	25
유동부채	949	1,580	1,580	1,596	1,641
단기금융부채	402	647	775	775	775
매입채무 및 기타채무	471	691	701	717	762
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,691	4,029	4,052	4,068	4,113
지배주주지분	3,174	2,832	3,018	3,410	4,057
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	801	800	799	799	799
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,244	1,935	2,091	2,484	3,130
비지배주주지분	418	441	446	446	446
자본총계	3,592	3,273	3,464	3,856	4,502
부채와자본총계	7,283	7,302	7,516	7,924	8,615

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	55	28	549	880	1,026
당기순이익(손실)	13	(288)	171	392	646
비현금성항목등	812	784	568	510	445
유형자산감가상각비	544	528	507	439	373
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(268)	(256)	(60)	(71)	(71)
운전자본감소(증가)	(556)	(169)	(47)	(22)	(64)
매출채권및기타채권의	(40)	(119)	7	(15)	(44)
재고자산감소(증가)	(99)	103	(24)	(10)	(30)
매입채무 및 기타채무의	(2)	(21)	12	3	10
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	6	105	13	13	13
투자활동현금흐름	(601)	(252)	(366)	(423)	(448)
금융자산감소(증가)	130	144	118	0	0
유형자산감소(증가)	(725)	(411)	(488)	(423)	(448)
무형자산감소(증가)	(6)	(2)	(1)	0	0
기타	0	17	6	0	0
재무활동현금흐름	613	131	200	0	0
단기금융부채증가(감소)	(368)	(128)	(310)	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,079	307	525	0	0
자본의증가(감소)	19	8	0	0	0
배당금의 지급	96	106	16	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	56	(94)	353	395	534
기초현금	390	446	352	705	1,100
기말현금	446	352	705	1,100	1,634
FCF	(420)	261	72	407	512

자료 : OCI, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	3,218	2,956	3,129	3,256	3,445
매출원가	2,701	2,705	2,532	2,382	2,285
매출총이익	517	251	597	875	1,161
매출총이익률 (%)	16.1	8.5	19.1	26.9	33.7
판매비와관리비	362	357	371	387	409
영업이익	155	(106)	226	488	752
영업이익률 (%)	4.8	(3.6)	7.2	15.0	21.8
비영업손익	(136)	(77)	(23)	(15)	27
순금융비용	50	67	45	75	114
외환관련손익	(20)	(12)	3	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	9	11	14	17
세전계속사업이익	19	(183)	203	473	778
세전계속사업이익률 (%)	0.6	(6.2)	6.5	14.5	22.6
계속사업법인세	6	105	32	80	132
계속사업이익	13	(288)	171	392	646
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	13	(288)	171	392	646
순이익률 (%)	0.4	(9.7)	5.5	12.1	18.8
지배주주	(68)	(328)	157	392	646
지배주주귀속 순이익률(%)	(2.1)	(11.1)	5.0	12.1	18.8
비지배주주	81	40	15	0	0
총포괄이익	(16)	(291)	178	392	646
지배주주	(85)	(330)	160	392	646
비지배주주	68	39	17	0	0
EBITDA	699	422	733	927	1,125

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	(24.7)	(8.2)	5.9	4.1	5.8
영업이익	(86.2)	적전	흑전	116.2	54.0
세전계속사업이익	(98.2)	적전	흑전	133.0	64.6
EBITDA	(55.6)	(39.6)	73.6	26.5	21.4
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	150.6	64.6
수익성 (%)					
ROE	(2.1)	(10.9)	5.4	12.2	17.3
ROA	0.2	(3.9)	2.3	5.1	7.8
EBITDA마진	21.7	14.3	23.4	28.5	32.6
안정성 (%)					
유동비율	208.4	116.8	132.0	157.2	190.5
부채비율	102.8	123.1	117.0	105.5	91.4
순차입금/자기자본	39.6	55.1	51.6	36.1	19.1
EBITDA/이자비용(배)	(0.6)	(0.3)	0.7	0.3	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(2,866)	(13,741)	6,566	16,455	27,090
BPS	125,874	100,115	107,881	124,336	151,426
CFPS	27,180	15,152	29,216	35,383	41,809
주당 현금배당금	400	n/a	500	2,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER 최고	(57.7)	(13.9)	26.7	10.6	6.5
최저					
PBR 최고	1.3	1.9	1.6	1.4	1.2
최저					
PCR	6.1	12.6	6.0	4.9	4.2
EV/EBITDA 최고	7.7	15.1	8.1	6.0	4.5
최저	4.2	3.5	6.5	3.7	2.9

SKC(011790)

화학업종 내 2분기 실적 두각

매수(유지)

T.P 40,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

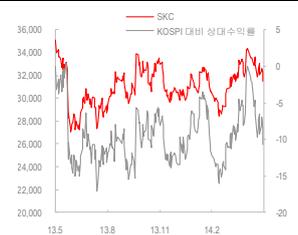
Company Data

자본금	1,811 억원
발행주식수	3,622 만주
자사주	29 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,716 억원
주요주주	
SK(주)	42.41%
최신원	1.80%
외국인지분률	5.40%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(14/05/30)	32,350 원
KOSPI	2017.06 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	35,100 원
52주 최저가	27,100 원
60일 평균 거래대금	55 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-2.4%
6개월	-2.7%	-1.3%
12개월	-8.5%	-9.9%

2Q14 영업이익 438 억원(Qoq +38.3% / YoY +42.7%) 추정

1Q14 317 억원의 영업이익으로 earning surprise 를 시현했던 동사는, 2 분기 에도 실적강세가 이어질 것으로 기대됨. 대다수 정유/석유화학 업종의 이익이 기대에 못 미칠 가능성이 높다는 것을 감안할 때, 동사의 2 분기 실적은 단기 모멘텀에서 두각을 나타낼 것으로 판단함. 화학(PO) 사업부가 역대 경쟁설비의 다수 정기보수 진입과 원재료가격의 하향안정 등으로 견조한 이익추이를 내고, 필름 역시 증설물량 판매증대와 MEG/PTA 등 원재료 가격급락으로 인해 실적개선세가 나타날 것으로 추정함

실적과 성장 둘 다를 노릴 수 있는 기업

동사는 과거 cash cow 인 PO 를 바탕으로 성장산업인 film 에 집중투자하여 이제 막 공격적 증설의 수혜를 향유하려는 순간에 놓여 있음. 특히 필름은 전방산업에서 태양광 수요가 강세를 이어가고 있고, 원재료 MEG/PTA 가 추세적인 우하향세를 보이는 만큼 실적회복세가 2014 년 중 지속적으로 가시화될 것으로 판단함. 또한 captive 를 바탕으로 specialty chemical 의 추가진출까지 계획하고 있어 성장에 대한 기대감 또한 가질 수 있음.

목표주가 40,000 원 / 투자 의견 매수 유지

현 주가 31,500 원 대비 27.0%의 성장여력을 보유하고 있어 투자 매력도 높은 상황임. 2 분기 QoQ 실적강세는 투자를 한 층 편안하게 하는 요인이 될 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	2,473.5	2,629.2	2,641.4	2,735.1	3,018.3	2,978.3
yoy	%	3.3	6.3	0.5	3.5	10.4	(1.3)
영업이익	십억원	248.6	144.7	124.0	169.1	209.7	205.9
yoy	%	22.8	(41.8)	(14.3)	36.4	24.0	(1.8)
EBITDA	십억원	345.6	249.1	245.1	295.1	335.7	331.9
세전이익	십억원	212.2	96.9	48.0	131.2	182.4	199.8
순이익(지배주주)	십억원	126.0	66.0	56.8	112.8	144.0	157.7
영업이익률%	%	10.1	5.5	4.7	6.2	6.9	6.9
EBITDA%	%	14.0	9.5	9.3	10.8	11.1	11.1
순이익률	%	8.6	3.7	1.8	4.8	6.0	6.7
EPS	원	3,480	1,823	1,568	3,114	3,977	4,354
PER	배	109	23.1	19.5	10.1	7.9	7.2
PBR	배	1.3	1.4	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	7.3	11.8	10.7	9.0	7.8	7.5
ROE	%	11.7	5.8	4.9	9.3	11.0	11.1
순차입금	십억원	1,140	1,420	1,505	1,508	1,476	1,357
부채비율	%	176.7	193.0	197.5	189.3	178.8	163.4

자료 : SK 증권

주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	10.5%	ROE(지배주주지분)	4.9%	9.9%	11.0%	10.7%	10.8%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	10.5%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.16						
1Q15E BPS(지배주주지분)	32,603						
Target Price	37,749						

자료: SKC, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	1,568	3,430	4,175	4,422	4,837
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,918				
1Q15E EPS	3,430				
1Q16E EPS	4,175				

Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	31,346	33,305	35,264	37,223	39,182	41,141	43,101	45,060	47,019	48,978
TP by 1Q15E EPS	27,441	29,156	30,871	32,586	34,301	36,017	37,732	39,447	41,162	42,877
TP by 1Q16E EPS	33,403	35,491	37,579	39,666	41,754	43,842	45,929	48,017	50,105	52,192

자료: SKC, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	2,641.4	2,748.5	3,018.3	2,641.4	2,735.1	3,018.3	0.0%	-0.5%	0.0%
YoY %	0.5	4.1	9.8	0.5	3.5	10.4			
영업이익	124.0	172.2	209.7	124.0	169.1	209.7	0.0%	-1.8%	0.0%
YoY %	(14.3)	38.9	21.7	(14.3)	36.4	24.0			
EBITDA	245.1	297.0	334.5	245.1	295.1	335.7	0.0%	-0.6%	0.4%
YoY %	(1.6)	21.2	12.6	(1.6)	20.4	13.7			
순이익	56.8	117.3	146.5	56.8	112.8	144.0	0.0%	-3.8%	-1.7%
YoY %	(14.0)	106.6	24.9	(14.0)	98.7	27.7			

자료: SKC, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	667.5	726.0	694.6	660.3	667.5	712.7	694.6	660.3	0.0%	-1.8%	0.0%	0.0%
YoY %	19.2	14.9	1.5	(13.7)	19.2	12.8	1.5	(13.7)				
QoQ %	(12.7)	8.8	(4.3)	(4.9)	(12.7)	6.8	(2.5)	(4.9)				
영업이익	31.7	46.8	50.1	43.6	31.7	43.8	50.1	43.6	-0.1%	-6.5%	0.0%	0.0%
YoY %	33.4	52.6	37.4	31.7	33.2	42.7	37.4	31.7				
QoQ %	(4.3)	47.8	6.9	(12.9)	(4.4)	38.3	14.3	(12.9)				
EBITDA	62.9	78.0	81.3	74.8	63.2	75.3	81.6	75.1	0.4%	-3.5%	0.4%	0.4%
YoY %	19.1	28.0	21.2	16.3	19.6	23.5	21.6	16.8				
QoQ %	(2.2)	24.1	4.1	(7.9)	(1.8)	19.2	8.3	(7.9)				
순이익	18.5	37.4	32.9	28.5	17.4	33.8	32.9	28.7	-5.8%	-9.8%	0.1%	0.8%
YoY %	47.9	125.0	87.9	180.8	39.3	102.9	88.1	183.1				
QoQ %	82.7	102.2	(12.2)	(13.4)	72.1	93.6	(2.6)	(12.8)				

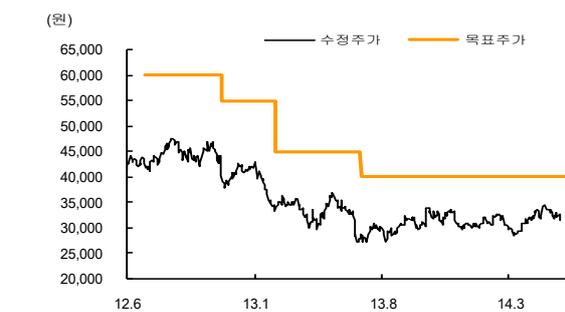
자료: SKC, SK 증권

사업부문별 실적추정 내역

	2013E	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	2,641.4	2,735.1	3,018.3		560.2	631.9	684.5	764.8	667.5	712.7	694.6	660.3
YoY	0.5%	3.5%	10.4%		-6.4%	-6.6%	2.7%	11.3%	19.2%	12.8%	1.5%	-13.7%
QoQ					-18.5%	12.8%	8.3%	11.7%	-12.7%	6.8%	-2.5%	-4.9%
필름	832.7	893.7	1,005.2		194.0	212.3	225.6	200.8	206.3	237.5	231.6	218.3
YoY	22.4%	7.3%	12.5%		19.8%	24.0%	28.6%	16.9%	6.3%	11.9%	2.7%	8.7%
QoQ					12.9%	9.4%	6.3%	-11.0%	2.7%	15.1%	-2.5%	-5.7%
화학	1,018.4	1,000.5	1,111.0		223.1	268.7	254.3	272.3	273.7	259.5	245.2	222.1
YoY	-5.7%	-1.8%	11.0%		-23.5%	1.2%	-6.0%	7.6%	22.7%	-3.4%	-3.6%	-18.4%
QoQ					-11.9%	20.4%	-5.4%	7.1%	0.5%	-5.2%	-5.5%	-9.4%
기타	790.3	840.9	902.1		143.1	150.9	204.6	291.7	187.5	215.6	217.8	220.0
YoY	-9.0%	6.4%	7.3%		-40.4%	-31.7%	-22.0%	103.8%	24.3%	5.4%	-25.3%	17.3%
QoQ					-45.4%	5.5%	35.6%	42.6%	-35.7%	15.0%	1.0%	1.0%
영업이익	124.0	169.2	209.7		23.8	30.7	36.4	33.1	31.7	43.8	50.1	43.6
YoY	-14.6%	36.4%	23.9%		-6.3%	-34.0%	-13.3%	5.8%	33.2%	42.6%	37.5%	31.8%
QoQ					-24.0%	29.0%	18.6%	-9.1%	-4.2%	38.1%	14.3%	-12.9%
필름	69.2	78.6	102.0		16.8	21.1	17.0	14.3	12.4	18.1	25.4	22.7
YoY	9.3%	13.5%	29.9%		205.5%	12.2%	-12.4%	-27.0%	-26.2%	-14.4%	49.4%	58.8%
QoQ					-14.3%	25.6%	-19.4%	-15.9%	-13.3%	45.6%	40.7%	-10.6%
화학	66.8	84.1	98.6		14.3	20.4	17.8	14.3	19.3	23.6	22.5	18.7
YoY	-35.3%	25.8%	17.3%		-52.6%	-33.6%	-29.1%	-17.3%	35.0%	15.6%	26.3%	30.8%
QoQ					-17.3%	42.7%	-12.7%	-19.7%	35.0%	22.2%	-4.6%	-16.8%
기타	(12.0)	6.5	9.0		(7.3)	(10.8)	1.6	4.5	0.0	2.2	2.2	2.2
YoY	-43.9%	-154.4%	38.1%		-29.1%	260.0%	-164.0%	-180.4%	-100.0%	-120.0%	36.1%	-51.1%
QoQ					30.4%	47.9%	-114.8%	181.3%	-100.0%	#DIV/0!	1.0%	1.0%
영업이익률	4.7%	6.2%	6.9%		4.2%	4.9%	5.3%	4.3%	4.7%	6.1%	7.2%	6.6%
필름	8.3%	8.8%	10.2%		8.7%	9.9%	7.5%	7.1%	6.0%	7.6%	11.0%	10.4%
화학	6.6%	8.4%	8.9%		6.4%	7.6%	7.0%	5.3%	7.1%	9.1%	9.2%	8.4%
기타	-1.5%	0.8%	1.0%		-5.1%	-7.2%	0.8%	1.5%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%

자료 SKC, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	40,000원
	2014.04.29	매수	40,000원
	2014.04.18	매수	40,000원
	2014.01.13	매수	40,000원
	2013.10.30	매수	40,000원
	2013.06.30	매수	40,000원
	2013.05.13	매수	45,000원
	2013.05.08	매수	45,000원
	2013.03.31	매수	45,000원
	2013.02.07	매수	45,000원
	2013.01.07	매수	55,000원
	2012.11.09	매수	55,000원
	2012.11.05	매수	60,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014 년 5 월 30 일 2 시 36 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 6 월 2 일 현재 SKC 와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	20,673	23,506	27,476	32,023	36,924
장기금융자산	1,127	614	612	612	612
유형자산	14,896	17,493	21,024	24,844	28,947
무형자산	1,116	1,103	1,173	1,246	1,314
유동자산	7,671	8,290	10,091	10,703	11,176
현금및현금성자산	359	913	2,576	2,286	2,540
매출채권및기타채권	4,716	3,799	3,886	4,378	4,500
재고자산	1,907	3,005	3,073	3,463	3,559
자산총계	28,344	31,796	37,567	42,726	48,100
비유동부채	7,459	9,308	11,846	14,196	16,976
장기금융부채	6,369	7,920	9,698	11,270	13,315
장기매입채무 및 기타채무	22	18	11	11	12
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	9,957	10,995	13,001	13,649	13,811
단기금융부채	4,866	5,763	7,836	7,836	7,836
매입채무 및 기타채무	4,004	4,272	4,370	4,923	5,061
단기충당부채	1	4	4	5	5
부채총계	17,416	20,303	24,848	27,845	30,787
지배주주지분	10,384	11,270	12,350	14,299	16,490
자본금	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811
자본잉여금	1,467	1,646	1,600	1,600	1,600
기타자본구성요소	-21	-18	-18	-18	-18
자기주식	-21	-18	-18	-18	-18
이익잉여금	6,617	7,669	8,772	10,707	12,884
비지배주주지분	544	223	369	582	822
자본총계	10,928	11,493	12,719	14,881	17,312
부채외자본총계	28,344	31,796	37,567	42,726	48,100

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동 현금흐름	3,075	2,579	3,150	3,850	4,289
당기순이익(손실)	1,478	1,806	1,174	2,150	2,419
비현금성항목등	2,035	1,557	1,663	1,611	1,636
유형자산감가상각비	911	900	969	1,029	1,029
무형자산상각비	47	69	51	57	63
기타	377	-93	69	-201	-279
운전자본감소(증가)	-435	-557	13	-182	7
매출채권및기타채권의	-808	1,918	732	-492	-122
재고자산감소(증가)	-96	-1,176	-39	-389	-97
매입채무 및 기타채무의	730	-690	-1,368	553	138
기타	-261	-608	688	146	89
법인세납부	-2	-227	301	270	227
투자활동 현금흐름	-2,862	-3,361	-4,876	-5,713	-6,080
금융자산감소(증가)	462	544	-17	0	0
유형자산감소(증가)	-3,188	-3,520	-4,527	-4,848	-5,133
무형자산감소(증가)	-119	-101	-130	-130	-130
기타	-17	-284	-202	-735	-817
재무활동 현금흐름	19	2,103	3,601	1,573	2,045
단기금융부채증가(감소)	0	-1,641	-6,508	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	4,233	10,376	1,572	2,045
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-96	-147	-180	0	0
기타	28	-342	-85	1	1
현금의 증가(감소)	-66	553	1,663	-290	255
기초현금	425	359	913	2,576	2,286
기말현금	359	913	2,576	2,286	2,540
FCF	-447	-1,061	-2,238	-1,843	-1,684

자료 : SKC, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	22,157	24,735	26,330	30,301	32,078
매출원가	17,420	20,002	21,883	24,570	25,879
매출총이익	4,737	4,733	4,448	5,731	6,199
매출총이익률 (%)	21.4	19.1	16.9	18.9	19.3
판매비와관리비	2,251	2,603	2,800	3,056	3,235
영업이익	2,486	2,129	1,647	2,675	2,964
영업이익률 (%)	11.2	8.6	6.3	8.8	9.2
비영업손익	-751	-365	-351	-176	-151
순금융비용	547	533	634	747	830
외환관련손익	13	-22	17	0	0
관계기업투자등 관련손익	78	205	203	370	399
세전계속사업이익	1,735	2,122	1,341	2,500	2,813
세전계속사업이익률 (%)	7.8	8.6	5.1	8.3	8.8
계속사업법인세	257	315	168	350	394
계속사업이익	1,478	1,806	1,174	2,150	2,419
중단사업이익	-325	-1,026	-135	0	0
*법인세효과	0	-6	61	0	0
당기순이익	1,153	780	1,039	2,150	2,419
순이익률 (%)	5.2	3.2	4.0	7.1	7.5
지배주주	1,114	1,260	1,286	1,935	2,177
지배주주귀속 순이익률(%)	5.03	5.09	4.89	6.39	6.79
비지배주주	39	-480	-247	215	242
총포괄이익	939	373	1,059	2,162	2,431
지배주주	894	848	1,308	1,949	2,191
비지배주주	45	-475	-249	213	240
EBITDA	3,444	3,099	2,668	3,761	4,056

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	16.6	11.6	6.5	15.1	5.9
영업이익	232.1	-14.3	-22.7	62.4	10.8
세전계속사업이익	1,598.3	22.3	-36.8	86.4	12.5
EBITDA	63.7	-10.0	-13.9	41.0	7.8
EPS(계속사업)	1,008.3	58.9	-37.8	36.2	12.5
수익성 (%)					
ROE	11.7	11.6	10.9	14.5	14.1
ROA	4.4	2.6	3.0	5.4	5.3
EBITDA마진	15.5	12.5	10.1	12.4	12.6
안정성 (%)					
유동비율	77.0	75.4	77.6	78.4	80.9
부채비율	159.4	176.7	195.4	187.1	177.8
순차입금/자기자본	96.4	110.0	115.8	111.5	106.2
EBITDA/이자비용(배)	6.0	5.6	5.4	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,973	6,312	3,924	5,343	6,012
BPS	28,673	31,121	34,102	39,484	45,534
CFPS	5,724	6,157	6,371	8,341	9,026
주당 현금배당금	400	500	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER 최고	11.0	11.2	13.6	8.0	5.7
최저	4.1	5.5	9.6	5.1	4.7
PBR 최고	1.5	2.3	1.6	1.1	0.8
최저	0.6	1.1	1.1	0.7	0.6
PCR	6.7	6.2	6.6	3.7	3.5
EV/EBITDA 최고	7.9	12.5	13.1	8.8	7.9
최저	5.0	8.3	10.9	7.3	7.4

국도화학(007690)

꾸준한 외형성장의 매력

매수(유지)
T.P 70,000 원(유지)

Analyst

손지우
jwshon@sk.com
+82-3773-8827

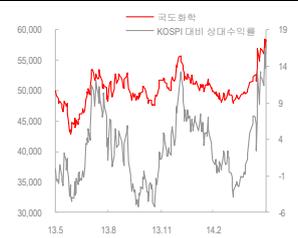
Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,324 억원
주요주주	
뉴서울캐피탈(주)	18.94%
이시창	2.25%
외국인지분률	31.40%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(14/05/31)	57,200 원
KOSPI	2012.26 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	58,500 원
52주 최저가	42,900 원
60일 평균 거래대금	11 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.2%	11.5%
6개월	10.4%	12.2%
12개월	10.4%	9.8%

2Q14 영업이익 125 억원(QoQ +17.9% / YoY -9.7%) 추정

석유화학 전체적인 업황 사정파와 원화절상 기조에 의해서, 2Q14 에폭시 업황도 그다지 매력적이지는 못했음. 1Q14 당시 기록했었던 4.3%의 영업이익률은 2Q14 에도 큰 변동이 없을 것으로 판단함. 다만 1 분기말부터 가동된 중국 곤산 신규설비의 외형성장세가 이어지면서 영업이익은 125 억원으로 전분기 대비 17.9%의 증대가 발생할 것으로 기대됨.

석유화학 총체적 침체를 벗어날 수 있는 keyword: 외형성장

당사 리서치센터가 동사를 꾸준히 중소형 최선호주로서 제시하는 가장 큰 이유는 지속 강조하지만 외형성장임. 동사는 05 년 이후 이전 고배당성향을 대폭 낮추면서 확보한 현금을 바탕으로 꾸준히 증설을 진행하면서 생산능력을 확대하고 있음. 2005 년 이후 현재 60 만톤/년의 생산능력을 확보하기까지 총 303.8%의 증설을 진행했으며, 동 기간 capacity CAGR 은 +15.0%에 이룸. 그 외 북미/유럽 등 선진국 매출비중이 높은 만큼 금번 선진국 경기 사이클에서 화학 내 상대적 수혜 가능한 부분도 있기에, 동사는 석유화학의 총체적 침체와는 별개로 외형성장세를 통해 증익기조 이어갈 것으로 기대함.

목표주가 70,000 원 / 투자 의견 매수: 중소형 최선호주 유지

신규설비의 ramp-up 기간을 감안할 때, 금번 중국곤산 20 만톤/년 설비의 이익이 연간으로 full 반영되는 시점은 2015 년일 것으로 추정함. 해당년도의 영업이익은 그에 의해 577 억원(2014 년 이익 추정치 453 억원)까지 증대될 것임. 참고로 2015 년 영업이익률 추정치는 4.5%로서 2014 년의 4.3% 대비 크게 공격적이지 않은 추정을 했음에도 외형성장에 의해 증익기조가 지속 이어질 것임. 현재(5/30) 시가총액 3,393 억원은 여전히 저평가된 수치임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	874.8	841.4	911.9	1,063.3	1,290.6	1,214.5
yoy	%	9.7	(3.8)	8.4	16.6	21.4	(5.9)
영업이익	십억원	37.8	40.5	40.6	45.3	57.7	61.5
yoy	%	(4.7)	7.3	0.0	11.6	27.5	6.5
EBITDA	십억원	46.4	50.7	52.0	55.9	68.3	72.1
세전이익	십억원	34.8	39.5	40.8	42.9	55.1	62.8
순이익(지배주주)	십억원	24.3	29.6	31.0	31.4	41.5	47.4
영업이익률%	%	4.3	4.8	4.4	4.3	4.5	5.1
EBITDA%	%	5.3	6.0	5.7	5.3	5.3	5.9
순이익률	%	4.0	4.7	4.5	4.0	4.3	5.2
EPS	원	4,185	5,098	5,335	5,410	7,149	8,155
PER	배	11.9	8.4	10.4	10.8	8.2	7.2
PBR	배	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.3	4.7	6.6	6.3	5.1	4.0
ROE	%	8.3	9.3	9.1	8.6	10.4	10.8
순차입금	십억원	48	(8)	23	14	11	(52)
부채비율	%	79.9	62.6	62.8	62.6	64.9	55.6

자료 : SK 증권
주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	10.0%	ROE(지배주주지분)	9.1%	9.3%	9.1%	10.9%	11.1%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	10.0%				
Risk Free Rate	2.5%						
Risk Premium	7.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.07						
1Q15E BPS(지배주주지분)	71,543						
Target Price	68,863						

자료: 국도화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	5,335	6,220	6,572	8,771	9,888
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,167				
1Q15E EPS	6,220				
1Q16E EPS	6,572				

Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	57,338	60,921	64,505	68,088	71,672	75,255	78,839	82,423	86,006	89,590
TP by 1Q15E EPS	49,758	52,867	55,977	59,087	62,197	65,307	68,417	71,527	74,636	77,746
TP by 1Q16E EPS	52,573	55,859	59,145	62,431	65,717	69,002	72,288	75,574	78,860	82,146

자료: 국도화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	911.9	1,020.6	1,156.3	911.9	1,063.3	1,290.6	0.0%	4.2%	11.6%
YoY %	8.4%	11.9%	13.3%	8.4%	16.6%	21.4%			
영업이익	40.6	48.2	57.5	40.6	45.3	57.7	0.0%	-6.1%	0.4%
YoY %	0.0%	18.8%	19.4%	0.0%	11.6%	27.5%			
EBITDA	52.0	61.3	70.7	52.0	55.9	68.3	0.0%	-8.9%	-3.3%
YoY %	2.5%	17.9%	15.2%	2.5%	7.4%	22.3%			
순이익	31.0	33.7	41.4	31.0	31.4	41.5	0.0%	-6.7%	0.4%
YoY %	4.6%	8.7%	22.9%	4.6%	1.4%	32.2%			

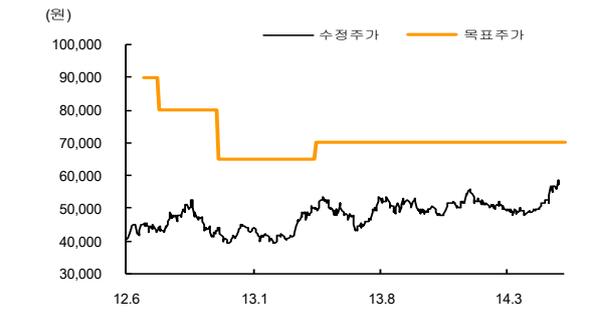
자료: 국도화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	245.0	253.1	275.3	247.3	245.0	290.5	278.1	249.8	0.0%	14.8%	1.0%	1.0%
YoY %	9.9%	4.6%	18.3%	15.4%	9.9%	20.0%	19.5%	16.6%				
QoQ %	14.3%	3.3%	8.8%	-10.2%	14.3%	18.6%	-4.2%	-10.2%				
영업이익	10.2	14.7	15.2	8.1	10.6	12.5	13.3	8.8	4.2%	-14.6%	-12.8%	9.3%
YoY %	-4.0%	5.8%	39.7%	56.8%	0.0%	-9.7%	21.8%	71.4%				
QoQ %	97.9%	43.9%	3.7%	-46.9%	106.3%	17.9%	5.9%	-33.5%				
EBITDA	13.5	18.0	18.5	11.4	13.3	15.2	15.9	11.5	-1.5%	-15.5%	-14.0%	1.0%
YoY %	1.5%	7.7%	34.3%	-31.5%	0.0%	-9.0%	15.5%	-30.8%				
QoQ %	-18.8%	33.2%	3.0%	-38.6%	-20.0%	14.3%	4.9%	-27.9%				
순이익	6.6	10.5	10.8	5.8	6.9	8.9	9.3	6.4	4.3%	-15.5%	-13.8%	9.7%
YoY %	-17.2%	-1.0%	27.9%	45.5%	-13.6%	-16.3%	10.3%	59.6%				
QoQ %	64.7%	59.1%	2.4%	-45.8%	71.8%	28.8%	4.5%	-31.0%				

자료: 국도화학, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20140602	매수	70,000원
	20140501	매수	70,000원
	20140418	매수	70,000원
	20140203	매수	70,000원
	20140113	매수	70,000원
	20130802	매수	70,000원
	20130630	매수	70,000원
	20130513	매수	70,000원
	20130418	매수	70,000원
	20130331	매수	65,000원
	20130213	매수	65,000원
	20130107	매수	65,000원
	20121105	매수	65,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 5월 31일 0시 13분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
비유동자산	216.5	247.1	252.4	261.2	268.8
장기금융자산	1.0	16.8	16.8	16.8	16.8
유형자산	210.8	222.2	227.6	236.3	244.0
무형자산	3.4	2.2	2.2	2.2	2.2
유동자산	331.3	343.4	387.4	479.4	500.0
현금및현금성자산	6.9	11.2	20.0	22.3	86.0
매출채권및기타채권	167.2	165.9	184.4	239.4	213.0
재고자산	79.6	95.2	111.0	143.9	128.1
자산총계	547.8	590.4	639.8	740.6	768.7
비유동부채	45.5	81.8	81.8	81.8	81.8
장기금융부채	22.8	56.4	56.4	56.4	56.4
장기매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	165.5	145.9	161.6	194.3	178.5
단기금융부채	65.3	42.6	42.6	42.6	42.6
매입채무 및 기타채무	89.1	94.7	110.4	143.1	127.3
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	210.9	227.7	243.4	276.1	260.4
지배주주지분	328.8	354.4	380.6	417.2	459.7
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
기타자본구성요소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	253.6	278.6	304.8	341.4	383.9
비지배주주지분	8.0	8.4	8.4	8.4	8.4
자본총계	336.8	362.7	389.0	425.6	468.1
부채와자본총계	547.8	590.4	639.8	740.6	768.7

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	61.8	32.0	26.3	(1.9)	91.5
당기순이익(손실)	29.9	31.4	32.1	42.4	48.4
비현금성항목등	24.0	22.5	14.8	14.8	14.8
유형자산감가상각비	10.2	11.4	10.6	10.6	10.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(13.8)	(11.1)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
운전자본감소(증가)	14.1	(11.6)	(20.5)	(59.1)	28.4
매출채권및기타채권의	24.0	1.3	(18.0)	(53.9)	25.9
재고자산감소(증가)	0.0	(15.6)	(15.8)	(32.8)	15.8
매입채무 및 기타채무의	2.5	9.0	13.3	27.7	(13.3)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	9.6	9.4	2.9	2.9	2.9
투자활동현금흐름	(35.2)	(32.2)	(16.0)	(19.4)	(18.2)
금융자산감소(증가)	(18.7)	(6.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(19.4)	(21.5)	(16.0)	(19.4)	(18.2)
무형자산감소(증가)	(0.0)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	2.9	(4.5)	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(44.8)	4.9	(5.8)	(5.8)	(5.8)
단기금융부채증가(감소)	(40.0)	(32.0)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	(0.0)	42.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	4.7	6.0	5.8	5.8	5.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(18.8)	4.7	8.8	2.3	63.7
기초현금	25.3	6.5	11.2	20.0	22.3
기말현금	6.5	11.2	20.0	22.3	86.0
FCF	56.9	(7.5)	9.0	(21.3)	67.1

자료 : 국도화학, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
매출액	841.4	911.9	1,063.3	1,290.6	1,214.5
매출원가	757.8	821.8	953.2	1,154.1	1,078.9
매출총이익	83.6	90.1	110.2	136.5	135.6
매출총이익률 (%)	9.9	9.9	10.4	10.6	11.2
판매비와관리비	43.0	49.6	64.9	78.8	74.1
영업이익	40.5	40.6	45.3	57.7	61.5
영업이익률 (%)	4.8	4.4	4.3	4.5	5.1
비영업손익	(1.0)	0.2	(2.4)	(2.7)	1.3
순금융비용	2.9	3.1	0.8	1.1	5.1
외환관련손익	(0.2)	1.1	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	39.5	40.8	42.9	55.1	62.8
세전계속사업이익률 (%)	4.7	4.5	4.0	4.3	5.2
계속사업법인세	9.6	9.4	10.8	12.7	14.4
계속사업이익	29.9	31.4	32.1	42.4	48.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.9	31.4	32.1	42.4	48.4
순이익률 (%)	3.6	3.4	3.0	3.3	4.0
지배주주	29.6	31.0	31.4	41.5	47.4
지배주주귀속 순이익률(%)	3.5	3.4	3.0	3.2	3.9
비지배주주	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0
총포괄이익	26.5	31.9	32.1	42.4	48.4
지배주주	26.3	31.4	31.4	41.5	47.4
비지배주주	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
EBITDA	50.7	52.0	55.9	68.3	72.1

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	(3.8)	8.4	16.6	21.4	(5.9)
영업이익	7.3	0.0	11.6	27.5	6.5
세전계속사업이익	13.4	3.2	5.2	28.4	14.1
EBITDA	9.3	2.5	7.4	22.3	5.5
EPS(계속사업)	21.8	4.6	1.4	32.2	14.1
수익성 (%)					
ROE	9.3	9.1	8.6	10.4	10.8
ROA	5.4	5.5	5.2	6.1	6.4
EBITDA마진	6.0	5.7	5.3	5.3	5.9
안정성 (%)					
유동비율	200.2	235.4	239.8	246.8	280.0
부채비율	62.6	62.8	62.6	64.9	55.6
순차입금/자기자본	(2.4)	6.2	3.5	2.7	(11.2)
EBITDA/이자비용(배)	1.9	0.7	1.9	5.6	1.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,098	5,335	5,410	7,149	8,155
BPS	59,895	64,987	69,507	75,802	83,123
CFPS	7,041	7,345	7,657	9,473	9,968
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER 최고	8.4	10.4	10.8	8.2	7.2
최저					
PBR 최고	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
최저					
PCR	6.1	7.6	7.6	6.2	5.9
EV/EBITDA 최고	4.7	6.6	6.3	5.1	4.0
최저	5.4	6.9	6.7	5.8	5.6

SK 이노베이션(096770)

신성장 동력이 필요한 시점

매수(유지)
T.P 130,000 원(하향)

Analyst

손지우
 jwshon@sk.com
 +82-3773-8827

Company Data

자본금	4,686 억원
발행주식수	9,371 만주
자사주	52 만주
액면가	5,000 원
시가총액	98,476 억원
주요주주	
SK(주)	33.40%
구자영	0.00%
외국인지분률	33.50%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(14/05/31)	106,500 원
KOSPI	1994.96 pt
52주 Beta	0.96
52주 최고가	158,000 원
52주 최저가	106,500 원
60일 평균 거래대금	391 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.8%	-11.2%
6개월	-26.0%	-24.2%
12개월	-26.6%	-26.4%

미국의 Shale gas revolution 이 아팠던 이유

1Q11 당시 동사의 OP는 1조 3,562 억원이었고, 11년 전체로는 2조 9,595 억원에 이르렀음. BRIC's 등 신성장국들이 원유 중심의 에너지 수요를 급격히 늘리며 국내 정유사들은 사상 최대 호황을 누렸고, 동사의 주가 역시 2/24 사상최고치인 195,500 원을 기록하기도 하였음. 그러나 당사 리서치센터가 12년 11월 5일 발간했던 '2013~16 long term forecast: 격동의 시대'의 주요 포인트로 지목했던 1) 미국 shale gas revolution 본격화, 2) 세계 경기중심이 미국으로 전환되며 시작된 원유수요성장률의 기초적 둔화로 인해 이후 정유업황은 내리막을 걷게 되었고, 실제 연평균 정제마진은 11년 \$9.59/bbl에서 14년 5월 누적 현재 \$7.74/bbl로서 하락 일로를 시험하였음. 2Q14 영업이익 또한 914 억원(QoQ -59.5% / YoY -76.9%)에 불과할 것으로 판단됨.

중국마저 가스시대를 개막한다면...

결국 지난 미국 shale gas revolution의 핵심요체는 '탈석유시대'였고, 때문에 석유의 1차 근접 산업인 정유의 직접피해는 불가피했음. 그러나 이제 해당보고서를 통해 설명한 것과 같은 중국의 가스시대가 개막된다면, 즉 '두 번 째 탈석유시대'가 진행된다면 국내 정유업종으로서의 또 한 번의 중장기 우려요인이 부각되는 것임. 자세한 내용은 본문 page 41~80 참조

목표주가 150,000 원 → 130,000 원 하향/ 투자의견 매수 유지

5/30 동사의 주가 106,500 원뿐만 아니라 12M fwd P/B 0.64 또한 역사적 저점에 근접한 수치임. 따라서 국내최대 정유업체로서의 과 E&P, NBD 등 신성장동력을 갖춘 동사의 가치대비로 저평가 매력 부각될 수 있음. 다만 중장기 거시환경이 여전히 부담스럽다는 부분은 지속적으로 감안할 요인임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	68,371.2	73,330.0	66,669.5	65,117.4	66,774.7	63,967.6
yoy	%	27.3	7.3	(9.1)	(2.3)	2.5	(4.2)
영업이익	십억원	2,959.5	1,699.4	1,382.9	960.3	1,962.8	2,061.7
yoy	%	32.6	(42.6)	(18.6)	(30.6)	104.4	5.0
EBITDA	십억원	3,565.0	2,323.1	2,052.2	1,654.2	2,656.7	2,755.6
세전이익	십억원	4,308.6	1,688.7	1,117.4	929.3	2,050.0	1,958.9
순이익(지배주주)	십억원	3,169.0	1,185.4	729.9	643.3	1,551.0	1,482.1
영업이익률%	%	4.3	2.3	2.1	1.5	2.9	3.2
EBITDA%	%	5.2	3.2	3.1	2.5	4.0	4.3
순이익률	%	6.3	2.3	1.7	1.4	3.1	3.1
EPS	원	34,234	12,776	4,712	6,957	16,774	16,029
PER	배	4.1	13.6	30.0	15.3	6.3	6.6
PBR	배	0.9	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	4.7	8.0	8.9	9.5	5.9	5.4
ROE	%	25.0	7.9	4.7	4.1	9.4	8.4
순차입금	십억원	3,546	2,490	5,176	5,767	5,725	5,056
부채비율	%	136.2	106.9	108.6	111.6	105.4	96.9

자료 : SK 증권
 주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	4.7%	7.4%	8.9%	8.1%	8.4%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	8.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.78						
1Q15E BPS(지배주주지분)	169,229						
Target Price	132,203						

자료: SK 이노베이션, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	4,712	13,072	17,078	16,694	18,603
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	15,151				
1Q15E EPS	13,072				
1Q16E EPS	17,078				

Multiple	7.0	7.5	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5
TP by weighted EPS	106,056	113,631	121,207	128,782	136,358	143,933	151,508	159,084	166,659	174,235
TP by 1Q15E EPS	91,506	98,042	104,578	111,115	117,651	124,187	130,723	137,259	143,795	150,331
TP by 1Q16E EPS	119,545	128,084	136,623	145,162	153,701	162,240	170,779	179,318	187,856	196,395

자료: SK 이노베이션, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	66,674.7	65,808.7	68,154.5	66,669.5	65,117.4	66,774.7	0.0%	-1.1%	-2.0%
YoY %	-9.1%	-1.3%	3.6%	-9.1%	-2.3%	2.5%			
영업이익	1,381.8	1,541.2	2,146.2	1,382.9	960.3	1,962.8	0.1%	-37.7%	-8.5%
YoY %	-18.7%	11.5%	39.2%	-18.6%	-30.6%	104.4%			
EBITDA	2,040.7	2,207.0	2,812.0	2,052.2	1,654.2	2,656.7	0.6%	-25.0%	-5.5%
YoY %	-12.2%	8.2%	27.4%	-11.7%	-19.4%	60.6%			
순이익	707.1	1,064.6	1,523.4	729.9	643.3	1,551.0	3.2%	-39.6%	1.8%
YoY %	-40.3%	50.6%	43.1%	-38.4%	-11.9%	141.1%			

자료: SK 이노베이션 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	16,507.0	16,503.0	16,495.0	16,303.7	16,878.0	16,324.3	16,132.5	15,782.6	2.2%	-1.1%	-2.2%	-3.2%
YoY %	-8.8%	-2.1%	4.0%	2.8%	-6.8%	-3.1%	1.7%	-0.4%				
QoQ %	4.1%	0.0%	0.0%	-1.2%	6.5%	-3.3%	-1.2%	-2.2%				
영업이익	271.0	399.7	469.6	401.0	225.7	91.4	225.1	418.1	-16.7%	-77.1%	-52.1%	4.3%
YoY %	-61.1%	1.2%	48.6%	후전	-67.6%	-76.9%	-28.8%	후전				
QoQ %	후전	47.5%	17.5%	-14.6%	후전	-59.5%	146.3%	85.7%				
EBITDA	437.4	566.2	636.0	567.4	399.2	264.9	398.6	591.6	-8.7%	-53.2%	-37.3%	4.3%
YoY %	-49.0%	1.4%	31.8%	301.4%	-53.5%	-52.6%	-17.4%	287.1%				
QoQ %	209.4%	29.4%	12.3%	-10.8%	161.2%	-33.6%	50.5%	48.4%				
순이익	174.3	277.6	336.0	276.7	81.7	59.0	171.5	331.1	-53.2%	-78.7%	-48.9%	19.7%
YoY %	-32.3%	9.8%	14.9%	후전	-68.3%	-76.6%	-41.4%	후전				
QoQ %	후전	59.2%	21.0%	-17.6%	후전	-27.7%	190.5%	93.1%				

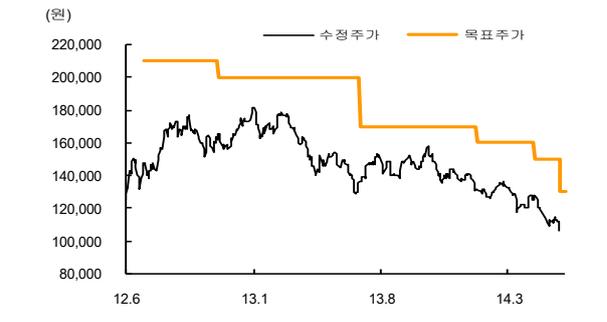
자료: SK 이노베이션 SK 증권

사업부문별 실적추정 내역

	2013	2014E	2015E	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	66,669.5	65,117.4	66,774.7	18,108.2	16,852.6	15,858.2	15,850.6	16,878.0	16,324.3	16,132.5	15,782.6
YoY	-9.1%	-2.3%	2.5%	-3.9%	-10.7%	-14.1%	-7.6%	-6.8%	-3.1%	1.7%	-0.4%
QoQ				5.5%	-6.9%	-5.9%	0.0%	6.5%	-3.3%	-1.2%	-2.2%
SK에너지	49,896.8	49,737.9	47,308.7	13,884.4	12,720.3	11,481.3	11,810.8	12,739.8	12,720.4	12,186.9	12,090.8
YoY	-11.8%	-0.3%	-4.9%	-3.4%	-12.7%	-20.1%	-11.1%	-8.2%	0.0%	6.1%	2.4%
QoQ				4.6%	-8.4%	-9.7%	2.9%	7.9%	-0.2%	-4.2%	-0.8%
SK종합화학	12,742.2	11,499.0	15,833.7	3,284.6	3,137.2	3,323.1	2,997.3	3,113.9	2,630.6	2,981.5	2,773.0
YoY	1.4%	-9.8%	37.7%	-4.6%	-1.9%	8.0%	5.0%	-5.2%	-16.2%	-10.3%	-7.5%
QoQ				15.1%	-4.5%	5.9%	-9.8%	3.9%	-15.5%	13.3%	-7.0%
SK루브리컨츠	2,786.1	2,826.9	2,616.1	628.4	681.8	740.3	735.5	747.1	709.6	705.3	665.0
YoY	-4.0%	1.5%	-7.5%	-12.8%	-13.6%	2.4%	10.0%	18.9%	4.1%	-4.7%	-9.6%
QoQ				-6.0%	8.5%	8.6%	-0.6%	1.6%	-5.0%	-0.6%	-5.7%
E&P	949.6	885.8	844.1	222.5	262.7	231.7	232.7	233.7	221.7	217.3	213.1
YoY	-0.3%	-6.7%	-4.7%	-11.5%	1.4%	5.1%	5.1%	5.0%	-15.6%	-6.2%	-8.4%
QoQ				0.5%	18.1%	-11.8%	0.4%	0.4%	-5.1%	-2.0%	-1.9%
기타	294.8	167.8	172.1	88.3	50.5	81.7	74.3	43.5	42.1	41.6	40.7
YoY	-6.7%	-43.1%	2.5%	115.3%	-26.3%	15.0%	-45.2%	-50.8%	-16.7%	-49.1%	-45.3%
QoQ				-34.9%	-42.9%	61.8%	-9.0%	-41.5%	-3.3%	-1.2%	-2.2%
영업이익	1,382.9	960.3	1,962.8	695.9	394.9	316.1	(24.0)	225.7	91.4	225.1	418.1
YoY	-18.4%	-30.6%	104.4%	-5.7%	-393.8%	-64.1%	-111.4%	-67.6%	-76.9%	-28.8%	-1842.7%
QoQ				230.7%	-43.2%	-20.0%	-107.6%	-1040.6%	-59.5%	146.3%	85.7%
SK에너지	59.7	299.0	649.2	384.0	38.7	(52.2)	(311.0)	35.0	(45.4)	64.1	245.3
YoY	-78.6%	401.1%	117.2%	5.1%	-108.1%	-112.0%	633.4%	-90.9%	-217.2%	-223.0%	-178.9%
QoQ				-1005.7%	-89.9%	-234.6%	496.3%	-111.3%	-229.7%	-241.2%	282.4%
SK종합화학	843.4	248.5	836.0	243.8	223.8	217.5	158.4	84.5	46.3	64.2	53.5
YoY	12.2%	-70.5%	236.4%	27.3%	37.3%	-10.0%	1.8%	-65.3%	-79.3%	-70.5%	-66.2%
QoQ				56.7%	-8.2%	-2.8%	-27.2%	-46.6%	-45.3%	38.7%	-16.6%
SK루브리컨츠	155.4	235.1	246.1	7.7	28.5	62.8	56.5	65.8	58.7	53.9	56.7
YoY	-50.4%	51.3%	4.7%	-93.0%	-63.1%	-49.4%	2872.9%	758.9%	106.4%	-14.1%	0.4%
QoQ				303.2%	271.4%	120.6%	-10.0%	16.5%	-10.8%	-8.2%	5.2%
E&P	554.6	522.7	489.6	119.6	163.5	128.0	143.5	144.5	128.6	126.0	123.6
YoY	7.1%	-5.7%	-6.3%	-5.5%	13.3%	4.1%	15.7%	20.8%	-21.4%	-1.5%	-13.9%
QoQ				-3.5%	36.7%	-21.7%	12.1%	0.7%	-11.0%	-2.0%	-1.9%
기타	(230.2)	(345.0)	(258.1)	(59.3)	(59.6)	(40.0)	(71.4)	(104.1)	(96.7)	(83.1)	(61.0)
YoY	36.8%	49.9%	-25.2%	6.8%	52.9%	-11.2%	148.7%	75.7%	62.4%	107.8%	-14.5%
QoQ				106.5%	0.5%	-32.8%	78.4%	45.9%	-7.1%	-14.1%	-26.6%
영업이익률	2.1%	1.5%	2.9%	3.8%	2.3%	2.0%	-0.2%	1.3%	0.6%	1.4%	2.6%
SK에너지	0.1%	0.6%	1.4%	2.8%	0.3%	-0.5%	-2.6%	0.3%	-0.4%	0.5%	2.0%
SK종합화학	6.6%	2.2%	5.3%	7.4%	7.1%	6.5%	5.3%	2.7%	1.8%	2.2%	1.9%
SK루브리컨츠	5.6%	8.3%	9.4%	1.2%	4.2%	8.5%	7.7%	8.8%	8.3%	7.6%	8.5%
E&P	58.4%	59.0%	58.0%	53.8%	62.2%	55.2%	61.7%	61.8%	58.0%	58.0%	58.0%

자료: SK 이노베이션 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	130,000원
	2014.04.27	매수	150,000원
	2014.04.18	매수	150,000원
	2014.02.05	매수	160,000원
	2014.01.13	매수	160,000원
	2013.10.28	매수	170,000원
	2013.07.29	매수	170,000원
	2013.07.01	매수	170,000원
	2013.05.13	매수	200,000원
	2013.04.29	매수	200,000원
	2013.03.31	매수	200,000원
	2013.01.07	매수	200,000원
	2012.11.05	매수	200,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 11분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 6월 2일 현재 SK 이노베이션(외) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
비유동자산	15,946	18,291	19,645	20,607	21,499
장기금융자산	613	559	536	536	536
유형자산	12,324	14,335	15,262	16,223	17,116
무형자산	1,364	1,382	1,394	1,394	1,394
유동자산	17,885	16,997	16,142	16,794	16,781
현금및현금성자산	2,829	2,849	2,200	2,242	2,912
매출채권및기타채권	6,410	6,118	6,017	6,285	5,985
재고자산	6,759	7,080	7,016	7,329	6,979
자산총계	33,831	35,289	35,787	37,401	38,280
비유동부채	5,458	6,708	6,639	6,639	6,639
장기금융부채	4,608	5,861	5,749	5,749	5,749
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	25	26	28	28	28
유동부채	12,025	11,665	12,237	12,550	12,200
단기금융부채	3,347	3,112	3,441	3,441	3,441
매입채무 및 기타채무	6,489	6,352	7,030	7,343	6,993
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	17,483	18,374	18,875	19,189	18,838
지배주주지분	15,371	15,839	15,817	17,118	18,347
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,893	5,893	5,893	5,893	5,893
기타자본구성요소	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
자기주식	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,115	9,535	9,591	10,892	12,122
비지배주주지분	977	1,076	1,094	1,094	1,094
자본총계	16,348	16,915	16,911	18,212	19,442
부채이자본총계	33,831	35,289	35,787	37,401	38,280

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	1,162	1,379	1,800	2,456	2,931
당기순이익(손실)	1,182	779	675	1,599	1,528
비현금성항목등	1,310	1,240	1,124	1,115	1,115
유형자산감가상각비	624	669	694	694	694
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(686)	(571)	(430)	(421)	(421)
운전자본감소(증가)	(519)	(124)	119	(258)	288
매출채권및기타채권의	557	385	(92)	(233)	261
재고자산감소(증가)	723	(321)	64	(313)	350
매입채무 및 기타채무의	(964)	(195)	432	288	(322)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	506	339	363	363	363
투자활동현금흐름	(2,462)	(1,979)	(2,038)	(1,656)	(1,586)
금융자산감소(증가)	(739)	980	(34)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,546)	(2,634)	(1,615)	(1,656)	(1,586)
무형자산감소(증가)	(223)	(188)	(28)	0	0
기타	46	(138)	(362)	0	0
재무활동현금흐름	(242)	635	(49)	(298)	(298)
단기금융부채증가(감소)	(1,585)	(1,061)	106	0	0
장기금융부채증가(감소)	780	1,959	143	0	0
자본의증가(감소)	32	90	0	0	0
배당금의 지급	264	299	298	298	298
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(1,567)	20	(648)	42	670
기초현금	4,396	2,829	2,849	2,200	2,242
기말현금	2,829	2,849	2,200	2,242	2,912
FCF	353	(1,993)	442	272	1,048

자료 : SK이노베이션, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
매출액	73,330	66,670	65,117	66,775	63,968
매출원가	69,744	63,408	62,449	63,060	60,228
매출총이익	3,586	3,262	2,669	3,714	3,740
매출총이익률 (%)	4.9	4.9	4.1	5.6	5.8
판매비와관리비	1,887	1,879	1,708	1,752	1,678
영업이익	1,699	1,383	960	1,963	2,062
영업이익률 (%)	2.3	2.1	1.5	2.9	3.2
비영업손익	(11)	(266)	(31)	87	(103)
순금융비용	772	331	452	420	220
외환관련손익	196	21	(58)	0	0
관계기업투자등 관련손익	131	68	182	266	276
세전계속사업이익	1,689	1,117	929	2,050	1,959
세전계속사업이익률 (%)	2.3	1.7	1.4	3.1	3.1
계속사업법인세	506	339	254	451	431
계속사업이익	1,182	779	675	1,599	1,528
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,182	779	675	1,599	1,528
순이익률 (%)	1.6	1.2	1.0	2.4	2.4
지배주주	1,185	730	643	1,551	1,482
지배주주귀속 순이익률(%)	1.6	1.1	1.0	2.3	2.3
비지배주주	(3)	49	32	48	46
총포괄이익	956	834	704	1,599	1,528
지배주주	1,031	766	591	1,343	1,283
비지배주주	(75)	68	113	256	244
EBITDA	2,323	2,052	1,654	2,657	2,756

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	7.3	(9.1)	(2.3)	2.5	(4.2)
영업이익	(42.6)	(18.6)	(30.6)	104.4	5.0
세전계속사업이익	(60.8)	(33.8)	(16.8)	120.6	(4.4)
EBITDA	(34.8)	(11.7)	(19.4)	60.6	3.7
EPS(계속사업)	(62.7)	(63.1)	47.7	141.1	(4.4)
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.7	4.1	9.4	8.4
ROA	3.4	2.3	1.9	4.4	4.0
EBITDA마진	3.2	3.1	2.5	4.0	4.3
안정성 (%)					
유동비율	148.7	145.7	131.9	133.8	137.6
부채비율	106.9	108.6	111.6	105.4	96.9
순차입금/자기자본	15.2	30.6	34.1	31.4	26.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.1	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,776	4,712	6,957	16,774	16,029
BPS	157,505	161,880	161,462	175,341	188,463
CFPS	19,351	17,426	14,759	23,741	24,564
주당 현금배당금	3,200	44	44	44	44
Valuation지표 (배)					
PER 최고	13.6	30.0	15.3	6.3	6.6
최저					
PBR 최고	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
최저					
PCR	9.0	8.1	7.2	4.5	4.3
EV/EBITDA 최고	8.0	8.9	9.5	5.9	5.4
최저	5.8	4.5	6.3	5.0	4.3

S-Oil(010950)

진퇴양난(進退兩難)

매수(유지)

T.P 70,000 원(하향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

Company Data

자본금	2,915 억원
발행주식수	11,660 만주
자사주	18 만주
액면가	2,500 원
시가총액	64,623 억원
주요주주	
A.O.C.B.V	35.00%
조영일	0.03%
외국인지분률	46.00%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(14/05/26)	57,400 원
KOSPI	2010.35 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	87,600 원
52주 최저가	57,400 원
60일 평균 거래대금	142 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-6.5%
6개월	-23.0%	-22.5%
12개월	-34.3%	-35.5%

미국의 Shale gas revolution 이 아팠던 이유

1Q11 당시 동사의 OP는 6,475 억원이었고, 11년 전체로는 1조 6,975 억원에 이르렀음. 신성장국들이 원유 중심의 에너지 수요를 급격히 늘리며 국내 정유사들은 사상 최대 호황을 누렸고, 동사의 주가 역시 4/25 사상최고치인 170,000 원을 기록하기도 하였음. 그러나 당사 리서치센터가 2012/11/05 발간했던 '2013~16 long term forecast: 격동의 시대'의 주요 포인트로 지목했던 1) 미국 shale gas revolution 본격화, 2) 세계 경기중심이 미국으로 전환되며 시작된 원유수요성장률 기조적 둔화로 인해 이후 정유업황은 내리막을 걷게 되었고, 실제 연평균 정제마진은 11년 \$9.59/bbl에서 14년 5월 누적 현재 \$7.74/bbl로 하락 일로를 시험하였음(page 28~47 참조). 2Q14 영업이익 또한 402 억원(QoQ -14.4% / YoY -59.8%)에 불과할 것으로 판단됨.

중국마저 가스시대를 개막한다면...

결국 지난 미국 shale gas revolution의 핵심요체는 '탈석유시대'였고, 때문에 석유의 1차 근접 산업인 정유의 직접피해는 불가피했음. 그러나 이제 해당보고서를 통해 설명한 것과 같은 중국의 가스시대가 개막된다면, 즉 '두 번 째 탈석유시대'가 진행된다면 국내 정유업종으로서의 또 한 번의 중장기 우려요인이 부각되는 것임. 자세한 내용은 본문 page 41~80 참조바람.

목표주가 75,000 원 → 70,000 원 하향/ 투자 의견 매수 유지

5/30 동사의 주가 55,100 원뿐만 아니라 12M fwd P/B 1.15 또한 역사적 저점에 근접한 수치임. 따라서 고배당주로서, 그리고 추가신규투자를 준비하는 기업의 가치대비로 저평가 매력 부각될 수 있음. 다만 중장기 거시환경이 여전히 부담스럽다는 부분은 지속적으로 감안할 요인임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	31,913.9	34,723.3	31,158.5	28,959.5	27,054.4	25,615.8
yoy	%	54.4	8.8	(10.3)	(7.1)	(6.6)	(5.3)
영업이익	십억원	1,697.5	781.8	366.0	466.3	819.2	800.7
yoy	%	103.8	(53.9)	(53.2)	27.4	75.7	(2.3)
EBITDA	십억원	2,073.3	1,173.0	733.9	833.0	1,186.0	1,167.4
세전이익	십억원	1,583.7	718.9	387.2	498.5	899.0	860.1
순이익(지배주주)	십억원	1,191.0	585.2	289.6	389.8	696.7	666.6
영업이익률%	%	5.3	2.3	1.2	1.6	3.0	3.1
EBITDA%	%	6.5	3.4	2.4	2.9	4.4	4.6
순이익률	%	3.7	1.7	0.9	1.3	2.6	2.6
EPS	원	10,414	5,188	2,526	3,416	6,142	5,875
PER	배	9.6	20.0	29.3	16.1	9.0	9.4
PBR	배	2.2	2.2	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.7	11.9	14.5	10.5	6.9	6.4
ROE	%	24.4	11.0	5.4	7.2	12.3	11.1
순차입금	십억원	2,390	2,037	2,116	2,340	1,763	1,050
부채비율	%	152.7	132.5	122.7	122.1	113.1	104.3

자료 : SK 증권

주) EPS는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	11.9%	ROE(지배주주지분)	5.4%	12.1%	11.4%	11.2%	11.8%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	11.9%				
Risk Free Rate	2.5%						
Risk Premium	7.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.37						
1Q15E BPS(지배주주지분)	49,074						
Target Price	67,465						

자료: S-OIL, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	2,526	6,002	6,016	6,289	7,118
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,174				
1Q15E EPS	6,002				
1Q16E EPS	6,016				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	61,737	64,824	67,911	70,998	74,085	77,172	80,259	83,345	86,432	89,519
TP by 1Q15E EPS	60,016	63,017	66,018	69,019	72,019	75,020	78,021	81,022	84,023	87,023
TP by 1Q16E EPS	60,164	63,172	66,180	69,188	72,196	75,205	78,213	81,221	84,229	87,237

자료: S-OIL, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	31,158.5	29,180.9	27,061.2	31,158.5	28,959.5	27,054.4	0.0%	-0.8%	0.0%
YoY %	-10.3%	-6.3%	-7.3%	-10.3%	-7.1%	-6.6%			
영업이익	366.0	575.9	830.2	366.0	466.3	819.2	0.0%	-19.0%	-1.3%
YoY %	-53.2%	57.3%	44.2%	-53.2%	27.4%	75.7%			
EBITDA	733.9	979.1	1,233.4	733.9	833.0	1,186.0	0.0%	-14.9%	-3.8%
YoY %	-37.4%	33.4%	26.0%	-37.4%	13.5%	42.4%			
순이익	289.6	484.5	742.7	289.6	389.8	696.7	0.0%	-19.5%	-6.2%
YoY %	-50.5%	67.3%	53.3%	-50.5%	34.6%	78.7%			

자료: S-OIL, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	7,602.3	7,585.8	7,124.8	6,867.9	7,602.5	7,370.4	7,123.6	6,863.1	0.0%	-2.8%	0.0%	-0.1%
YoY %	-5.1%	8.8%	-12.3%	-14.6%	-5.1%	5.7%	-12.3%	-14.7%				
QoQ %	-5.5%	-0.2%	-6.1%	-3.6%	-5.5%	-3.1%	-3.3%	-3.7%				
영업이익	47.2	136.0	203.2	189.6	46.9	40.2	154.3	224.8	-0.6%	-70.5%	-24.0%	18.6%
YoY %	-85.6%	36.1%	709.3%	흑전	-85.6%	-59.8%	514.7%	흑전				
QoQ %	흑전	188.0%	49.4%	-6.7%	흑전	-14.4%	284.1%	45.7%				
EBITDA	148.0	236.8	304.0	290.4	138.6	131.9	246.0	316.5	-6.3%	-44.3%	-19.1%	9.0%
YoY %	-64.3%	23.1%	172.7%	1830.9%	-66.6%	-31.5%	120.7%	2004.8%				
QoQ %	884.3%	60.0%	28.4%	-4.5%	821.8%	-4.9%	86.6%	28.7%				
순이익	25.7	111.5	176.2	171.1	25.4	34.5	133.8	196.2	-1.1%	-69.0%	-24.1%	14.7%
YoY %	-82.6%	흑전	-8.3%	흑전	-82.8%	흑전	-30.4%	흑전				
QoQ %	흑전	334.6%	58.0%	-2.9%	흑전	36.1%	287.4%	46.7%				

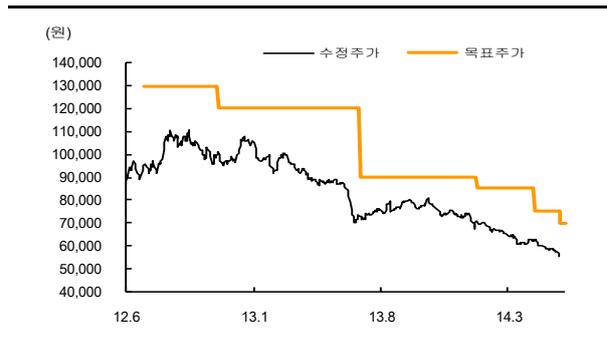
자료: S-OIL, SK 증권

사업부문별 실적추정 내역

	2013	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	31,158.5	28,959.5	27,054.4		8,013.7	6,974.7	8,125.6	8,044.6	7,602.5	7,370.4	7,123.6	6,863.1
YoY	-10.3%	-7.1%	-6.6%		-11.3%	-20.7%	-4.4%	-4.1%	-5.1%	5.7%	-12.3%	-14.7%
QoQ					-4.4%	-13.0%	16.5%	-1.0%	-5.5%	-3.1%	-3.3%	-3.7%
정유	25,508.6	23,698.0	21,990.4		6,532.3	5,703.8	6,693.2	6,579.4	6,178.8	6,044.9	5,834.4	5,639.9
YoY	-9.5%	-7.1%	-7.2%		-10.4%	-19.9%	-3.2%	-3.8%	-5.4%	6.0%	-12.8%	-14.3%
QoQ					-4.5%	-12.7%	17.3%	-1.7%	-6.1%	-2.2%	-3.5%	-3.3%
화학	3,898.3	3,257.6	3,209.8		1,048.6	869.9	985.7	994.1	895.0	824.0	797.7	741.0
YoY	-9.3%	-16.4%	-1.5%		-5.6%	-18.4%	-6.3%	-6.9%	-14.7%	-5.3%	-19.1%	-25.5%
QoQ					-1.8%	-17.0%	13.3%	0.8%	-10.0%	-7.9%	-3.2%	-7.1%
윤활유	1,751.6	2,003.9	1,854.2		432.8	401.0	446.7	471.1	528.7	501.4	491.6	482.2
YoY	-22.3%	14.4%	-7.5%		-31.3%	-34.0%	-17.0%	-1.5%	22.2%	25.0%	10.0%	2.3%
QoQ					-9.5%	-7.3%	11.4%	5.5%	12.2%	-5.1%	-2.0%	-1.9%
영업이익	366.0	466.3	819.2		326.8	99.9	25.1	(85.8)	46.9	40.2	154.3	224.8
YoY	-53.2%	27.4%	75.7%		-14.9%	-162.6%	-95.2%	-343.9%	-85.6%	-59.8%	514.7%	-362.2%
QoQ					829.5%	-69.4%	-74.9%	-441.6%	-154.7%	-14.4%	284.1%	45.7%
정유	(350.5)	59.9	300.5		131.0	(59.1)	(168.7)	(253.8)	(52.5)	(31.8)	35.1	109.0
YoY	-6.8%	-117.1%	401.7%		33.5%	-87.8%	-169.1%	7.6%	-140.1%	-46.1%	-120.8%	-143.0%
QoQ					-155.5%	-145.1%	185.6%	50.5%	-79.3%	-39.4%	-210.5%	210.2%
화학	562.6	190.7	269.8		181.7	109.4	153.6	118.0	46.8	26.1	62.8	55.0
YoY	-32.0%	-66.1%	41.5%		-1.9%	-44.8%	-22.9%	-51.8%	-74.2%	-76.1%	-59.1%	-53.4%
QoQ					-25.7%	-39.8%	40.3%	-23.2%	-60.3%	-44.2%	140.4%	-12.4%
윤활유	153.9	215.7	248.9		14.2	49.5	40.2	50.0	52.6	45.9	56.4	60.8
YoY	-53.4%	40.2%	15.4%		-85.9%	-60.3%	-49.0%	88.6%	269.9%	-7.3%	40.3%	21.6%
QoQ					-46.3%	247.7%	-18.8%	24.5%	5.2%	-12.9%	23.0%	7.9%
영업이익률	1.2%	1.6%	3.0%		4.1%	1.4%	0.3%	-1.1%	0.6%	0.5%	2.2%	3.3%
정유	-1.4%	0.3%	1.4%		2.0%	-1.0%	-2.5%	-3.9%	-0.8%	-0.5%	0.6%	1.9%
화학	14.4%	5.9%	8.4%		17.3%	12.6%	15.6%	11.9%	5.2%	3.2%	7.9%	7.4%
윤활유	8.8%	10.8%	13.4%		3.3%	12.3%	9.0%	10.6%	10.0%	9.1%	11.5%	12.6%

자료: S-OIL, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20140602	매수	70,000원
	20140425	매수	75,000원
	20140418	매수	75,000원
	20140128	매수	85,000원
	20140113	매수	85,000원
	20131025	매수	90,000원
	20130726	매수	90,000원
	20130630	매수	90,000원
	20130513	매수	120,000원
	20130502	매수	120,000원
	20130331	매수	120,000원
	20130107	매수	120,000원
	20121105	매수	120,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 12분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
비유동자산	3,916	4,008	3,917	3,821	3,710
장기금융자산	145	145	57	57	57
유형자산	3,670	3,760	3,707	3,611	3,500
무형자산	43	47	45	45	45
유동자산	8,582	7,913	8,212	8,640	8,965
현금및현금성자산	434	585	1,491	2,067	2,780
매출채권및기타채권	2,999	2,707	2,705	2,643	2,480
재고자산	4,386	4,238	3,754	3,668	3,443
자산총계	12,497	11,921	12,129	12,461	12,675
비유동부채	846	682	668	668	668
장기금융부채	673	520	519	519	519
장기매입채무 및 기타채무	0	0	19	19	19
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	6,275	5,885	6,000	5,945	5,802
단기금융부채	2,835	2,691	3,466	3,466	3,466
매입채무 및 기타채무	3,104	3,037	2,381	2,326	2,183
단기충당부채	8	4	4	4	4
부채총계	7,121	6,567	6,667	6,612	6,469
지배주주지분	5,376	5,354	5,462	5,848	6,205
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	3,704	3,683	3,815	4,202	4,559
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,376	5,354	5,462	5,848	6,205
부채와자본총계	12,497	11,921	12,129	12,461	12,675

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	735	793	479	1,169	1,290
당기순이익(손실)	585	290	390	697	667
비현금성항목등	726	419	373	378	378
유형자산감가상각비	391	368	367	367	367
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(335)	(51)	(7)	(12)	(12)
운전자본감소(증가)	(163)	316	(270)	94	245
매출채권및기타채권의	349	134	(539)	62	162
재고자산감소(증가)	231	148	484	86	226
매입채무 및 기타채무의	(167)	(122)	52	(55)	(143)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	134	98	12	12	12
투자활동현금흐름	(597)	(96)	(166)	(271)	(256)
금융자산감소(증가)	(443)	366	138	0	0
유형자산감소(증가)	(183)	(445)	(301)	(271)	(256)
무형자산감소(증가)	(2)	(6)	(1)	0	0
기타	30	(10)	(2)	0	0
재무활동현금흐름	(580)	(547)	601	(310)	(310)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(155)	(239)	756	0	0
자본의증가(감소)	4	1	0	0	0
배당금의 지급	425	309	155	310	310
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(443)	150	906	577	713
기초현금	877	434	585	1,491	2,067
기말현금	434	585	1,491	2,067	2,780
FCF	666	234	263	825	976

자료 : S-Oil, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
매출액	34,723	31,159	28,959	27,054	25,616
매출원가	33,411	30,229	27,963	25,740	24,346
매출총이익	1,312	929	997	1,315	1,270
매출총이익률 (%)	3.8	3.0	3.4	4.9	5.0
판매비와관리비	531	563	531	496	469
영업이익	782	366	466	819	801
영업이익률 (%)	2.3	1.2	1.6	3.0	3.1
비영업손익	(63)	21	32	80	59
순금융비용	104	115	193	222	202
외환관련손익	208	35	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(250)	7	7	11	10
세전계속사업이익	719	387	499	899	860
세전계속사업이익률 (%)	2.1	1.2	1.7	3.3	3.4
계속사업법인세	134	98	109	202	194
계속사업이익	585	290	390	697	667
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	290	390	697	667
순이익률 (%)	1.7	0.9	1.3	2.6	2.6
지배주주	585	290	390	697	667
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	0.9	1.3	2.6	2.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	576	287	365	697	667
지배주주	576	287	365	697	667
비지배주주	0	0	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
EBITDA	1,173	734	833	1,186	1,167

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	8.8	(10.3)	(7.1)	(6.6)	(5.3)
영업이익	(53.9)	(53.2)	27.4	75.7	(2.3)
세전계속사업이익	(54.6)	(46.1)	28.7	80.3	(4.3)
EBITDA	(43.4)	(37.4)	13.5	42.4	(1.6)
EPS(계속사업)	(50.2)	(51.3)	35.2	79.8	(4.4)
수익성 (%)					
ROE	11.0	5.4	7.2	12.3	11.1
ROA	4.6	2.4	3.2	5.7	5.3
EBITDA마진	3.4	2.4	2.9	4.4	4.6
안정성 (%)					
유동비율	136.8	134.5	136.9	145.3	154.5
부채비율	132.5	122.7	122.1	113.1	104.3
순차입금/자기자본	37.9	39.5	42.8	30.1	16.9
EBITDA/이자비용(배)	(0.4)	(0.3)	0.1	0.3	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,188	2,526	3,416	6,142	5,875
BPS	46,739	46,676	47,438	50,755	53,815
CFPS	8,812	5,503	6,293	8,590	8,467
주당 현금배당금	3,036	1,478	1,478	1,478	1,478
Valuation지표 (배)					
PER 최고	20.0	29.3	16.1	9.0	9.4
최저					
PBR 최고	2.2	1.6	1.2	1.1	1.0
최저					
PCR	11.8	13.4	8.8	6.4	6.5
EV/EBITDA 최고	11.9	14.5	10.5	6.9	6.4
최저	6.8	5.9	10.7	5.1	3.6

GS(078930)

칼텍스 외 다변화 가치에 주목

매수(유지)

T.P 55,000 원(하향)

Analyst

손자우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

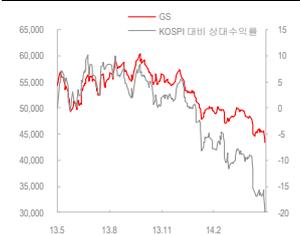
Company Data

자본금	4,735 억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	40,279 억원
주요주주	
허창수	4.75%
허용수	4.31%
외국인지분률	17.80%
배당수익률	3.10%

Stock Data

주가(14/05/31)	43,350 원
KOSPI	1994.96 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	60,500 원
52주 최저가	43,350 원
60일 평균 거래대금	108 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.9%	-11.4%
6개월	-23.4%	-21.5%
12개월	-20.2%	-20.0%

미국의 shale gas revolution 에 이은 중국 가스시대의 개막

2011 년은 BRIC's 등 신성장국들이 원유 중심의 에너지 수요를 급격히 늘리며 국내 정유사들은 사상 최대 호황을 누렸고, 지주사인 GS 는 주력계열사 칼텍스 효과에 힘입어 4/25 사상최고주가 105,000 원을 기록하기도 하였음. 그러나 당사 리서치센터가 12 년 11 월 5 일 발간했던 '2013~16 long term forecast: 격동의 시대' 의 주요 포인트로 지목했던 1) 미국 shale gas revolution 본격화, 2) 세계 경기중심이 미국으로 전환되며 시작된 원유수요 성장률의 기조적 둔화로 인해 이후 정유업황은 내리막을 걷게 되었음. 또한 해당보고서를 통해 설명한 것과 같은 중국의 가스시대 개막에 의해 '두 번 째 탈석유시대'가 진행된다면 국내 정유업종으로서는 또 한 번의 중장기 우려요인이 부각될 것임. 자세한 내용은 본문 page 41~80 참조

칼텍스만 있는 것은 아니다.

비록 GS 의 계열사에서 칼텍스가 차지하는 비중이 가장 높지만, 그렇다고 기타의 가치가 없는 것은 아님. 소비재 성격의 리테일/홈쇼핑이 있고, 에너지 산업으로 파워 외 최근 이엔알(STX 에너지 인수)까지 더하면서 가치 다변화에 노력하고 있음. 정유 업종 내에서 기타 성장여력으로서 가장 다양한 후보군을 보유하고 있는 만큼 상대적 매력은 부각될 수 있음

목표주가 60,000 원 → 55,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

앞서 언급한 바와 같이 GS 칼텍스에 대한 의존도가 높은 만큼 중장기 패러다임상의 우려는 꾸준히 제기될 것이지만, 칼텍스 외 소비/에너지 등 다양한 성장여력을 보유한 부분은 정유업종 내에서 상대적 매력부각 요인임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	8,518.7	9,715.7	9,583.2	11,763.3	13,004.3	13,235.5
yoy	%	(79.8)	14.1	(14)	22.7	10.5	1.8
영업이익	십억원	932.1	684.3	552.1	658.3	1,055.5	984.4
yoy	%	(43.7)	(26.6)	(19.3)	19.2	60.3	(6.7)
EBITDA	십억원	932.1	684.3	552.1	658.3	1,055.5	984.4
세전이익	십억원	892.9	673.8	513.5	537.9	877.6	777.8
순이익(지배주주)	십억원	773.7	494.0	357.8	411.9	671.3	595.0
영업이익률%	%	10.9	7.0	5.8	5.6	8.1	7.4
EBITDA%	%	10.9	7.0	5.8	5.6	8.1	7.4
순이익률	%	9.1	5.1	3.7	3.5	5.2	4.5
EPS	원	8,300	5,291	3,824	4,433	7,225	6,404
PER	배	6.1	13.6	15.0	9.8	6.0	6.8
PBR	배	0.8	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	5.9	13.6	14.0	11.3	7.6	8.4
ROE	%	14.2	8.0	5.5	6.2	9.5	7.8
순차입금	십억원	786	2,568	2,361	3,374	3,912	4,190
부채비율	%	53.5	77.2	70.2	94.8	86.7	81.7

자료 : SK 증권

주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
GS칼텍스	2,692.7	4,948.5		50.0%	Target P/B = 0.60x
GS스포츠	15.7	15.7		100.0%	1Q14말 장부가반영
GSEPS	424.6	606.6		70.0%	1Q14말 장부가반영
GS이앤알	187.4	291.1		64.4%	1Q14말 장부가반영
상장사					
GS리테일	931.5		1,771.0	65.8%	5/30 MV 대비 할인률 20% 적용
GS홈쇼핑	379.4		1,580.9	30.0%	5/30 MV 대비 할인률 20% 적용
GS글로벌	94.5		211.4	55.9%	5/30 MV 대비 할인률 20% 적용
임대수익	1,357.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	581.6				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	665.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	6,665.3				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	1,732.7				
단기금융자산	75.2				
Debt					
	3,305.2				
Firm Value					
우선주시가총액	49.4				
Equity Value					
기말발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price					
	55,090				

자료: GS, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	9,583.2	10,981.6	12,059.4	9,583.2	11,763.3	13,004.3	0.0%	7.1%	7.8%
YoY %	(1.4)	14.6	9.8	(1.4)	22.7	10.5			
영업이익	552.2	748.9	1,028.6	552.1	658.3	1,055.5	0.0%	-12.1%	2.6%
YoY %	(19.3)	35.6	37.3	(19.3)	19.2	60.3			
EBITDA	552.2	748.9	1,028.6	552.1	658.3	1,055.5	0.0%	-12.1%	2.6%
YoY %	(19.3)	35.6	37.3	(19.3)	19.2	60.3			
순이익	417.0	503.9	703.0	357.8	411.9	671.3	-14.2%	-18.2%	-4.5%
YoY %	(15.6)	20.8	39.5	(27.6)	15.1	63.0			

자료: GS, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	2,502.1	2,722.5	2,927.5	2,829.5	2,647.4	2,866.8	3,162.4	3,086.7	5.8%	5.3%	8.0%	9.1%
YoY %	1.7	24.4	15.0	18.5	7.6	31.0	24.2	29.2				
QoQ %	4.8	8.8	7.5	(3.3)	10.9	8.3	10.3	(2.4)				
영업이익	83.8	193.0	236.7	235.3	68.9	126.0	225.5	238.0	-17.8%	-34.7%	-4.8%	1.1%
YoY %	(53.3)	143.4	(10.4)	708.8	(61.6)	58.9	(14.7)	719.0				
QoQ %	188.0	130.3	22.6	(0.6)	137.0	82.9	79.0	5.6				
EBITDA	83.8	193.0	236.7	235.3	68.9	126.0	225.5	238.0	-17.8%	-34.7%	-4.8%	1.1%
YoY %	(53.3)	143.4	(10.4)	708.8	(61.6)	58.9	(14.7)	719.0				
QoQ %	188.0	130.3	22.6	(0.6)	137.0	82.9	79.0	5.6				
순이익	52.5	131.2	161.8	158.4	33.9	75.9	148.9	153.3	-35.5%	-42.2%	-8.0%	-3.2%
YoY %	(63.5)	319.9	(30.0)	1,360.1	(76.5)	142.9	(35.6)	#VALUE!				
QoQ %	384.1	149.9	23.3	(2.1)	#VALUE!	124.2	96.2	3.0				

자료: GS, SK 증권

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	4.1%	4.1%	5.6%	12.9%	9.9%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	6.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.60						
1Q15E BPS(지배주주지분)	9,010						
Target book value(십억원)	5,385						

자료: GS 칼텍스, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	734	374	519	1,280	1,050
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted NP	652				
1Q15E NP	374				
1Q16E NP	519				

Multiple	9.0	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0
TP by weighted NP	5,865	6,517	6,843	7,169	7,495	7,821	8,147	8,472	8,798	9,124
TP by 1Q15E NP	3,363	3,737	3,924	4,110	4,297	4,484	4,671	4,858	5,045	5,231
TP by 1Q16E NP	4,671	5,190	5,450	5,709	5,969	6,228	6,488	6,747	7,007	7,266

자료: GS 칼텍스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
매출액	45,659.8	43,146.6	40,214.1	45,659.8	41,055.0	38,640.9	0.0%	-4.8%	-3.9%
YoY %	-4.6%	-5.5%	-6.8%	-4.6%	-10.1%	-5.9%			
영업이익	900.1	1,074.7	1,362.0	900.1	674.7	1,232.9	0.0%	-37.2%	-9.5%
YoY %	76.2%	19.4%	26.7%	76.2%	-25.0%	82.7%			
EBITDA	1,484.6	1,698.0	1,985.3	1,440.4	1,233.8	1,792.0	-3.0%	-27.3%	-9.7%
YoY %	38.0%	14.4%	16.9%	33.9%	-14.3%	45.2%			
순이익	370.9	753.0	1,272.6	373.7	519.0	1,280.4	0.7%	-31.1%	0.6%
YoY %	-49.5%	103.0%	69.0%	-49.1%	38.9%	146.7%			

자료: GS 칼텍스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	11,334.3	10,952.4	10,546.1	10,313.7	10,861.8	10,329.3	10,097.6	9,766.4	-4.2%	-5.7%	-4.3%	-5.3%
YoY %	4.0%	-5.3%	-10.5%	-9.6%	-0.4%	-10.7%	-14.3%	-14.4%				
QoQ %	-0.6%	-3.4%	-3.7%	-2.2%	-4.8%	-4.9%	-2.2%	-3.3%				
영업이익	169.6	300.9	305.0	299.2	81.4	74.2	242.8	276.4	-52.0%	-75.3%	-20.4%	-7.6%
YoY %	-56.8%	220.7%	-12.6%	360.9%	-79.3%	-20.9%	-30.4%	325.7%				
QoQ %	161.3%	77.4%	1.3%	-1.9%	25.3%	-8.8%	227.1%	13.9%				
EBITDA	325.5	456.8	460.8	455.0	221.1	214.0	382.5	416.2	-32.1%	-53.2%	-17.0%	-8.5%
YoY %	-37.2%	89.7%	-8.7%	106.1%	-57.3%	-11.1%	-24.2%	135.7%				
QoQ %	47.4%	40.3%	0.9%	-1.3%	25.3%	-3.2%	78.8%	8.8%				
순이익	32.3	183.4	244.1	293.3	(6.9)	37.0	207.0	281.9	-121.3%	-79.8%	-15.2%	-3.9%
YoY %	-82.1%	흑전	-26.9%	흑전	적전	흑전	-38.0%	흑전				
QoQ %	흑전	467.2%	33.1%	20.2%	적지	흑전	459.6%	36.2%				

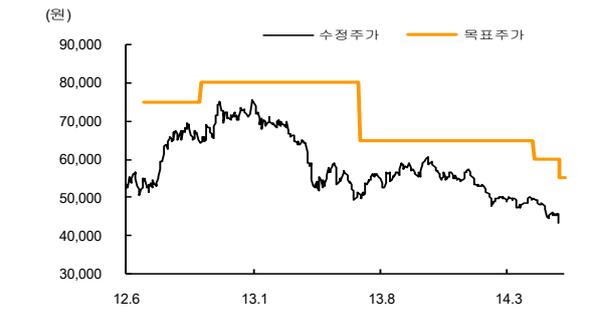
자료: GS 칼텍스, SK 증권

사업부문별 실적추정 내역

	2013	2014E	2015E		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	9,600.4	11,763.1	13,004.3		2,459.7	2,206.1	2,546.4	2,388.2	2,647.2	2,866.8	3,162.4	3,086.7
YoY	-2.3%	22.5%	10.6%		5.5%	-9.9%	-1.1%	-3.1%	7.6%	29.9%	24.2%	29.2%
QoQ					-0.2%	-10.3%	15.4%	-6.2%	10.8%	8.3%	10.3%	-2.4%
GS칼텍스	45,659.8	41,055.0	38,640.9		10,900.5	11,566.7	11,784.2	11,408.4	10,861.8	10,329.3	10,097.6	9,766.4
YoY	-4.6%	-10.1%	-5.9%		-7.8%	-1.7%	-2.5%	-6.4%	-0.4%	-10.7%	-14.3%	-14.4%
QoQ					-10.6%	6.1%	1.9%	-3.2%	-4.8%	-4.9%	-2.2%	-3.3%
GS리테일	4,733.5	5,028.2	5,398.7		1,117.7	1,171.5	1,269.6	1,174.7	1,131.3	1,255.8	1,369.3	1,271.7
GS글로벌	2,401.2	2,638.9	2,746.0		637.4	546.4	629.8	587.6	649.9	656.4	663.0	669.6
GS홈쇼핑	1,041.7	1,073.3	1,105.5		247.3	264.7	241.4	288.3	255.1	272.6	248.6	296.9
영업이익	552.0	658.3	1,055.5		179.5	79.3	264.1	29.1	68.9	126.0	225.5	238.0
margin	5.7%	5.6%	8.1%		7.3%	3.6%	10.4%	1.2%	2.6%	4.4%	7.1%	7.7%
YoY	-22.6%	19.3%	60.3%		-23.1%	-3.0%	1.7%	-79.0%	-61.6%	58.8%	-14.6%	717.8%
QoQ					29.8%	-55.8%	233.0%	-89.0%	136.8%	82.8%	79.0%	5.6%
GS칼텍스	900.1	674.7	1,232.9		392.4	93.8	348.9	64.9	81.4	74.2	242.8	276.4
margin	2.0%	1.6%	3.2%		3.6%	0.8%	3.0%	0.6%	0.7%	0.7%	2.4%	2.8%
YoY	76.2%	-25.0%	82.7%		5.7%	-127.7%	-23.2%	169.7%	-79.3%	-20.9%	-30.4%	325.7%
QoQ					1530.3%	-76.1%	271.7%	-81.4%	25.3%	-8.8%	227.1%	13.9%
임대수익	124.5	114.5	116.8		31.0	30.8	31.3	31.4	28.4	28.5	28.7	28.8
YoY	14.6%	-8.1%	2.0%		59.8%	7.3%	11.0%	-2.8%	-8.4%	-7.3%	-8.4%	-8.2%
QoQ					-4.0%	-0.6%	1.6%	0.3%	-9.6%	0.5%	0.5%	0.5%
상표권수익	65.7	56.8	54.6		13.6	18.2	16.8	17.1	14.7	14.3	14.1	13.7
YoY	-6.0%	-13.6%	-3.8%		-10.5%	-8.5%	3.7%	-8.1%	8.1%	-21.6%	-16.0%	-20.0%
QoQ					-26.9%	33.8%	-7.7%	1.8%	-14.0%	-3.0%	-1.1%	-3.0%
GS리테일	155.0	165.1	180.9		14.4	46.8	59.7	34.1	12.7	49.5	64.5	38.4
GS글로벌	13.7	25.6	26.6		6.6	3.9	3.3	(0.1)	6.3	6.4	6.4	6.5
GS홈쇼핑	156.6	156.1	160.8		37.6	37.3	34.7	47.0	37.1	39.7	36.2	43.2

자료: GS, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	55,000원
	2014.04.18	매수	60,000원
	2014.01.13	매수	65,000원
	2013.06.30	매수	65,000원
	2013.05.13	매수	80,000원
	2013.03.31	매수	80,000원
	2013.02.06	매수	80,000원
	2013.01.07	매수	80,000원
	2012.11.16	매수	80,000원
	2012.11.05	매수	80,000원
	2012.10.08	매수	80,000원
	2012.08.16	매수	75,000원
	2012.07.05	매수	75,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 12분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
비유동자산	10,266	10,313	12,307	13,219	14,025
장기금융자산	281	277	113	113	113
유형자산	2,447	2,283	3,852	4,372	4,902
무형자산	549	591	1,242	1,242	1,242
유동자산	2,446	2,323	3,208	2,800	2,537
현금및현금성자산	676	607	1,298	760	482
매출채권및기타채권	785	641	1,389	1,487	1,499
재고자산	289	280	310	332	334
자산총계	12,712	12,636	15,516	16,019	16,563
비유동부채	3,191	3,430	4,630	4,630	4,630
장기금융부채	2,658	2,887	3,965	3,965	3,965
장기매입채무 및 기타채무	1	1	225	225	225
장기충당부채	2	1	27	27	27
유동부채	2,348	1,782	2,921	2,807	2,817
단기금융부채	1,211	696	1,405	1,405	1,405
매입채무 및 기타채무	947	932	1,437	1,322	1,332
단기충당부채	2	11	17	17	17
부채총계	5,539	5,212	7,551	7,437	7,447
지배주주지분	6,343	6,574	6,729	7,347	7,880
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,311	1,312	1,297	1,297	1,297
기타자본구성요소	(1)	(1)	(166)	(166)	(166)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	4,680	4,915	5,125	5,743	6,276
비지배주주지분	830	850	1,235	1,235	1,235
자본총계	7,173	7,425	7,964	8,582	9,116
부채와자본총계	12,712	12,636	15,516	16,019	16,563

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	775	794	955	508	654
당기순이익(손실)	573	435	465	746	661
비현금성항목등	100	269	101	(3)	(3)
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(100)	(269)	(101)	3	3
운전자본감소(증가)	43	3	333	(235)	(4)
매출채권및기타채권의	(148)	146	(796)	(98)	(12)
재고자산감소(증가)	(17)	9	(30)	(22)	(3)
매입채무 및 기타채무의	239	21	646	(115)	10
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	101	78	(3)	(3)	(3)
투자활동현금흐름	(1,641)	(836)	(1,136)	(520)	(529)
금융자산감소(증가)	212	(269)	(117)	0	0
유형자산감소(증가)	(811)	(496)	(696)	(520)	(529)
무형자산감소(증가)	(107)	(69)	(9)	0	0
기타	(935)	(2)	(315)	0	0
재무활동현금흐름	1,316	(30)	599	(128)	(128)
단기금융부채증가(감소)	1,459	123	745	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	11	164	0	0	0
배당금의 지급	146	153	146	128	128
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	447	(69)	691	(539)	(278)
기초현금	229	676	607	1,298	760
기말현금	676	607	1,298	760	482
FCF	(645)	(26)	(93)	132	302

자료 : GS, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
매출액	9,716	9,583	11,763	13,004	13,236
매출원가	7,975	7,898	9,803	10,510	10,786
매출총이익	1,741	1,685	1,960	2,495	2,449
매출총이익률 (%)	17.9	17.6	16.7	19.2	18.5
판매비와관리비	1,056	1,133	1,302	1,439	1,465
영업이익	684	552	658	1,056	984
영업이익률 (%)	7.0	5.8	5.6	8.1	7.4
비영업손익	(10)	(39)	(120)	(178)	(207)
순금융비용	99	69	131	102	74
외환관련손익	(5)	3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	58	0	0	0
세전계속사업이익	674	513	538	878	778
세전계속사업이익률 (%)	6.9	5.4	4.6	6.7	5.9
계속사업법인세	101	78	73	132	117
계속사업이익	573	435	465	746	661
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	573	435	465	746	661
순이익률 (%)	5.9	4.5	3.9	5.7	5.0
지배주주	494	358	412	671	595
지배주주귀속 순이익률(%)	5.1	3.7	3.5	5.2	4.5
비지배주주	79	77	53	75	66
총포괄이익	531	435	474	746	661
지배주주	457	358	422	671	595
비지배주주	75	77	52	75	66
EBITDA	684	552	658	1,056	984

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312F	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	14.1	(1.4)	22.7	10.5	1.8
영업이익	(26.6)	(19.3)	19.2	60.3	(6.7)
세전계속사업이익	(24.5)	(23.8)	4.8	63.1	(11.4)
EBITDA	(26.6)	(19.3)	19.2	60.3	(6.7)
EPS(계속사업)	(36.3)	(27.7)	15.9	63.0	(11.4)
수익성 (%)					
ROE	8.0	5.5	6.2	9.5	7.8
ROA	5.0	3.4	3.3	4.7	4.1
EBITDA마진	7.0	5.8	5.6	8.1	7.4
안정성 (%)					
유동비율	104.2	130.4	109.8	99.8	90.1
부채비율	77.2	70.2	94.8	86.7	81.7
순차입금/자기자본	35.8	31.8	42.4	45.6	46.0
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.2	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,291	3,824	4,433	7,225	6,404
BPS	62,614	64,425	60,080	66,606	72,237
CFPS	6,144	4,942	6,031	9,474	8,835
주당 현금배당금	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Valuation지표 (배)					
PER 최고	13.6	15.0	9.8	6.0	6.8
최저					
PBR 최고	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6
최저					
PCR	11.7	11.6	7.2	4.6	4.9
EV/EBITDA 최고	13.6	14.0	11.3	7.6	8.4
최저	6.7	7.4	11.3	8.6	7.4

SK 가스(018670)

‘화려한 가스시대’의 최대 수혜주

매수(신규편입)
T.P 140,000 원(신규편입)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

Company Data

자본금	436 억원
발행주식수	871 만주
자사주	34 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,712 억원
주요주주	
SK케미칼(주)	45.53%
SK신텍(주)	9.97%
외국인지분률	7.90%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(14/05/29)	100,000 원
KOSPI	2017.06 pt
52주 Beta	0.16
52주 최고가	101,000 원
52주 최저가	67,266 원
60일 평균 거래대금	15 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.5%	5.9%
6개월	39.0%	41.0%
12개월	20.0%	18.2%

목표주가 140,000 원 / 투자의견 매수로 신규 커버리지 시작

목표주가는 14년 EPS 추정치 9,627 원 대비 14.5x의 PER multiple에 해당함. 상대적으로 높아 보일 수 있지만 16년 추정치 대비로는 7.6x까지 하락함. 결국 동사의 증익여력에 대한 가치를 높게 평가하여 high multiple을 용인한 것임. 포인트는 1) 미국 NGL 수입에 따른 획기적 원가절감 가능성과, 2) 그에 발맞춘 downstream 설비 PDH 신규가동에 따른 증익 여력, 3) 중국 가스시대 본격개막에 따른 China Gas Holdings 지분가치 상승에 있음.

반드시 짚고 가야 할 NGL(Natural Gas Liquids) premium

NGL에 관련한 세부내용은 본 보고서의 page 50~58 참조바람. 요약하자면 미국 wet gas 부산물인 NGL이 frac spread 악화문제를 타결하기 위해 수출을 늘릴 수밖에 없고, 저가의 NGL 수입이 LPG 요구량이 많은 동북아로 연결될 경우 LPG 업체들의 원가절감 수혜가 높아진다는 것임. 이미 동사는 15년~16년 NGL 기반의 LPG 36만톤 수입(연간수입물량의 약 10%)이 결정되어 있음. 특히 미국 NGL 수출은 차후 확대 가능성 높은 만큼 동사의 추가물량 확보 기대감도 상존함. 또한 프로판의 downstream인 PDH 진출은, 화학시황둔화 우려에도 불구하고 원가 절감 측면에서 안정적 이익 창출할 것임.

China Gas Holdings!

중국의 가스산업은 PNG와 shale gas를 주축으로 급성장세를 이어갈 수밖에 없는 상황이며(page 59~75 참조), 그와 관련하여 중국의 주요가스업체의 주가/이익 급등세도 추가로 진행될 것임(page 76~80 참조). 동사는 그 중에서도 PNG 성장세에 동반한 China Gas Holdings(시총 약 8.5조원)의 지분 2.25%를 보유하고 있으며, 이는 기업가치 추가상승여력으로 지속 작용할 것임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	7,222.8	7,583.7	6,672.2	7,298.0	6,888.2	7,264.5
yoy	%	123	5.0	(12.0)	94	(5.6)	5.5
영업이익	십억원	163.4	140.9	123.5	121.7	126.5	247.2
yoy	%	56.4	(13.8)	(12.3)	(1.4)	3.9	95.4
EBITDA	십억원	189.2	175.0	160.3	157.4	162.2	342.8
세전이익	십억원	139.3	129.1	128.7	103.5	97.9	202.2
순이익(지배주주)	십억원	107.6	95.8	102.4	83.1	76.9	158.7
영업이익률	%	2.3	1.9	1.9	1.7	1.8	3.4
EBITDA%	%	2.6	2.3	2.4	2.2	2.4	4.7
순이익률	%	1.9	1.7	1.9	1.4	1.4	2.8
EPS	원	12,465	11,102	11,871	9,627	8,910	18,392
PER	배	5.9	7.9	6.3	10.4	11.2	5.4
PBR	배	0.8	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	7.0	6.6	6.9	9.3	10.3	5.2
ROE	%	14.4	10.7	9.8	7.5	6.8	13.0
순차입금	십억원	683	396	456	596	803	905
부채비율	%	148.7	196.1	134.9	143.0	135.3	123.2

자료 : SK 증권

주 EPS는 계속사업이익으로 계산

SK 가스 SOTP Valuation

LPG earning		기존	신규
Annual Production	thousand ton	650.0	650.0
LPG Price	\$/t	1,400.0	1,400.0
Saudi CP	\$/t	850.0	815.0
Cash cost	\$/t	350.0	350.0
EBITDA	milUSD	130.0	152.8
F/X	W/USD	1,050.0	1,051.0
EBITDA	bilWON	136.5	160.5

PDH earning		기존	신규
Annual Capacity	thousand ton	600.0	600.0
Propylene Price	\$/t	1,300.0	1,300.0
Saudi CP	\$/t	850.0	762.5
Cash cost	\$/t	200.0	200.0
EBITDA	milUSD	150.0	202.5
F/X	W/USD	1,050.0	1,051.0
EBITDA	bilWON	157.5	212.8

(십억원)	EBITDA	Multiple	시장/장부가	지분율	목표가치	주당가치
1. Earning Value						
LPG(기존)	136.5	5.0			682.5	78,339
LPG(신규)	160.5	5.0			802.7	92,136
LPG(target value, 기존과 신규의 평균)					743	85,238
PDH(기존)	157.5	5.0			787.5	90,391
PDH(신규)	212.8	5.0			1,064.1	122,145
PDH(target value, 기존과 신규의 평균)					926	106,268
discount(2016년 이익에 대한 할인)		10.0%				
Total					1,502	172,355

2. Asset Value						
China Gas Holdings			8,500.0	2.25%	191.3	21,952
매도가능금융자산(except CGH)			21.1		21.1	2,416
관계기업투자			33.8		33.8	3,885
Total					246.1	28,253

3. Substraction						
순차입금					539.8	61,964

4. Target Value (1+2-3)					1,207.9	138,645
--------------------------------	--	--	--	--	----------------	----------------

자료: SK 가스, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
매출액	6,672.2	7,298.0	6,888.2	6,672.2	7,298.0	6,888.2	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-12.0%	9.4%	-5.6%	-12.0%	9.4%	-5.6%			
영업이익	123.5	121.7	126.5	123.5	121.7	126.5	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-12.3%	-1.4%	3.9%	-12.3%	-1.4%	3.9%			
EBITDA	160.3	157.4	162.2	160.3	157.4	162.2	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-8.4%	-1.8%	3.0%	-8.4%	-1.8%	3.0%			
순이익	102.4	83.1	76.9	102.4	83.1	76.9	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	6.9%	-18.9%	-7.5%	6.9%	-18.9%	-7.5%			

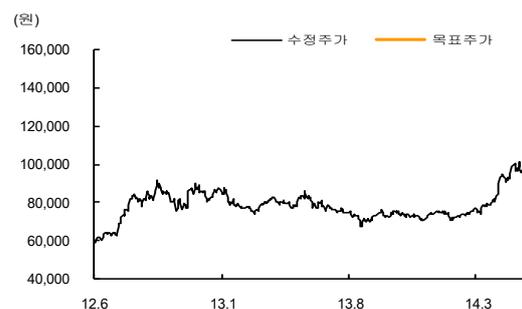
자료: SK 가스 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	1,693.0	1,914.0	1,840.2	1,850.8	1,693.0	1,914.0	1,840.2	1,850.8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	11.9%	25.7%	7.3%	-3.7%	11.9%	25.7%	7.3%	-3.7%				
QoQ	-11.9%	13.1%	-3.9%	0.6%	-11.9%	13.1%	-3.9%	0.6%				
영업이익	14.7	38.1	41.2	27.8	14.7	38.1	41.2	27.8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-54.0%	18.8%	25.2%	4.3%	-54.0%	18.8%	25.2%	4.3%				
QoQ	-45.0%	159.7%	8.1%	-32.5%	-45.0%	159.7%	8.1%	-32.5%				
EBITDA	23.6	47.0	50.1	36.7	23.6	47.0	50.1	36.7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-42.1%	14.5%	19.6%	0.3%	-42.1%	14.5%	19.6%	0.3%				
QoQ	-35.6%	99.4%	6.6%	-26.7%	-35.6%	99.4%	6.6%	-26.7%				
순이익	3.6	29.4	31.1	18.9	3.6	29.4	31.1	18.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-85.3%	-0.3%	24.8%	-18.3%	-85.3%	-0.3%	24.8%	-18.3%				
QoQ	-84.3%	706.4%	6.0%	-39.2%	-84.3%	706.4%	6.0%	-39.2%				

자료: SK 가스 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	140,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 13분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 6월 2일 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	991	1,095	1,393	1,659	1,880
장기금융자산	151	212	227	227	227
유형자산	779	807	1,088	1,354	1,575
무형자산	19	16	18	18	18
유동자산	1,902	1,533	1,296	1,060	989
현금및현금성자산	710	473	336	129	27
매출채권및기타채권	719	697	587	567	589
재고자산	405	320	190	183	190
자산총계	2,892	2,628	2,689	2,718	2,869
비유동부채	512	497	493	493	493
장기금융부채	464	440	434	434	434
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
유동부채	1,404	1,012	1,090	1,070	1,091
단기금융부채	641	488	505	505	505
매입채무 및 기타채무	720	508	555	536	557
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,916	1,510	1,582	1,563	1,584
지배주주지분	976	1,119	1,107	1,155	1,285
자본금	43	43	44	44	44
자본잉여금	192	192	192	192	192
기타자본구성요소	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
자기주식	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	741	829	883	932	1,062
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	977	1,119	1,107	1,155	1,285
부채와자본총계	2,892	2,628	2,689	2,718	2,869

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	413	35	383	127	245
당기순이익(손실)	96	102	83	77	159
비현금성항목등	75	88	43	38	98
유형자산감가상각비	34	37	36	36	96
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(41)	(51)	(7)	(3)	(3)
운전자본감소(증가)	285	(123)	254	11	(12)
매출채권및기타채권의	(124)	23	95	20	(22)
재고자산감소(증가)	(86)	86	130	7	(7)
매입채무 및 기타채무의	365	(126)	16	(16)	17
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	33	26	0	0	0
투자활동현금흐름	(143)	(59)	(420)	(301)	(317)
금융자산감소(증가)	59	4	(80)	0	0
유형자산감소(증가)	(160)	(63)	(319)	(301)	(317)
무형자산감소(증가)	(3)	(0)	(1)	0	0
기타	(39)	1	(21)	0	0
재무활동현금흐름	341	(212)	(19)	(29)	(29)
단기금융부채증가(감소)	(159)	(175)	2	0	0
장기금융부채증가(감소)	462	(0)	(0)	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	13	14	14	29	29
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	608	(238)	(137)	(207)	(102)
기초현금	103	710	473	336	129
기말현금	711	472	336	129	27
FCF	151	(36)	72	(156)	(38)

자료 : SK가스 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	7,584	6,672	7,298	6,888	7,264
매출원가	7,227	6,350	6,946	6,545	6,788
매출총이익	357	323	352	344	476
매출총이익률 (%)	4.7	4.8	4.8	5.0	6.6
판매비와관리비	216	199	230	217	229
영업이익	141	123	122	127	247
영업이익률 (%)	1.9	1.9	1.7	1.8	3.4
비영업손익	(12)	5	(18)	(29)	(45)
순금융비용	146	138	58	26	8
외환관련손익	57	16	(11)	0	0
관계기업투자등 관련손익	10	(2)	1	1	3
세전계속사업이익	129	129	103	98	202
세전계속사업이익률 (%)	1.7	1.9	1.4	1.4	2.8
계속사업법인세	33	26	20	21	43
계속사업이익	96	102	83	77	159
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	96	102	83	77	159
순이익률 (%)	1.3	1.5	1.1	1.1	2.2
지배주주	96	102	83	77	159
지배주주	1.3	1.5	1.1	1.1	2.2
비지배주주	0	0	0	0	0
지배주주귀속 순이익률(%)	110	157	93	77	159
총포괄이익	175	160	157	162	343

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	5.0	(12.0)	9.4	(5.6)	5.5
영업이익	(13.8)	(12.3)	(1.4)	3.9	95.4
세전계속사업이익	(7.3)	(0.3)	(19.6)	(5.4)	106.4
EBITDA	(7.5)	(8.4)	(1.8)	3.0	111.4
EPS(계속사업)	(10.9)	6.9	(18.9)	(7.5)	106.4
수익성 (%)					
ROE	10.7	9.8	7.5	6.8	13.0
ROA	3.9	3.7	3.1	2.8	5.7
EBITDA마진	2.3	2.4	2.2	2.4	4.7
안정성 (%)					
유동비율	135.5	151.5	118.9	99.0	90.6
부채비율	196.1	134.9	143.0	135.3	123.2
순차입금/자기자본	40.5	40.7	53.9	69.5	70.4
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0	1.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,102	11,871	9,627	8,910	18,392
BPS	116,059	133,785	132,325	137,931	153,018
CFPS	16,072	15,659	16,559	15,640	33,574
주당 현금배당금	1,711	1,762	1,762	1,762	1,762
Valuation지표 (배)					
PER 최고	7.9	6.3	10.4	11.2	5.4
최저					
PBR 최고	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7
최저					
PCR	5.4	4.8	6.0	6.4	3.0
EV/EBITDA 최고	6.6	6.9	9.3	10.3	5.2
최저					

대우인터내셔널(047050)

중국 가스시대의 개막과 미얀마 가스전

매수(신규편입)
T.P 45,000 원(신규편입)

Analyst

손지우
 jwshon@sk.com
 +82-3773-8827

Company Data

자본금	5,694 억원
발행주식수	11,388 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,668 억원
주요주주	
(주)포스코	60.30%
이동희	0.01%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(14/06/01)	32,200 원
KOSPI	1994.96 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	42,250 원
52주 최저가	31,200 원
60일 평균 거래대금	104 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-12.6%
6개월	-17.2%	-15.1%
12개월	-8.8%	-8.5%

목표주가 45,000 원 / 투자 의견 매수로 re-initiation(담당자 변경)

목표주가는 2014 년 추정 CPS 3,582 원 대비 PER 12.6x 에 해당하는 수치임. 동사의 투자포인트로서는 1) 미얀마가스전의 본격 수익기여에 따른 이익 기대감의 현실화, 2) 중국가스시대 개막에 따른 추가가스개발의 가능성을 꼽을 수 있음. 다만 downside risk 도 2 가지 상존하는데, 1) 당사 리서치센터가 금번 보고서를 통해 주장한 바와 같이, 미국의 shale gas revolution 에 이어 중국의 가스시대가 본격 개막되면서 탈석유시대가 진행될 경우, 기본적으로 Dubai 가격에 의해 산정이 되는 아시아 PNG 가스가격의 하락압력이 발생할 수 있다는 것. 2) 최근 불거진 대주주 POSCO(60.3%)의 지분매각 가능성임.

중국 가스시대의 개막과 궤를 같이하는 미얀마 가스전

중국은 이미 Line-A/B 를 통해 투르크메니스탄 등으로부터 다량의 가스를 공급받고 있으며, 14 년부터는 Line-C/Myanmar 의 본격 공급이 진행되게 됨. 즉 대우인터의 미얀마 가스전은 중국 가스시대에 있어서도 반드시 필요한 물량임. 미얀마가스전의 이익기여가 시작되면서 동사의 분기별 OP 는 4Q13 414 억원 → 1Q14 644 억원으로 이미 증대가 시작되었는데, 14 년 동사의 OP 는 3,685 억원으로 추정되어 전년대비 131.9%의 급증이 기대됨.

탈석유시대와 POSCO 의 차후 움직임 체크 필요함

현재 가스가격은 북미 \$4.5/mmbtu, 아시아 \$18/mmbtu 수준임. 아시아 가격이 높은 이유는 Dubai 기준의 associated gas 에 의해 가격포물리가 형성되기 때문임. 그러나 미국 본격물량수출과 중국의 다양한 sources 의 가스수입이 발생할 경우 미얀마의 가스가격하락 우려감도 상존함. 또한 POSCO 의 경영변화 정책에 따른 지분매각 가능성도 단기투자심리에서는 체크할 요인임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	19,457.2	17,320.1	17,108.6	19,968.2	20,485.4	20,753.0
yoy	%	208	(11.0)	(1.2)	16.7	2.6	1.3
영업이익	십억원	165.4	139.7	158.9	368.5	492.3	482.9
yoy	%	(8.9)	(15.5)	13.7	131.9	33.6	(1.9)
EBITDA	십억원	191.1	173.6	203.5	467.7	591.5	582.1
세전이익	십억원	152.6	279.5	177.9	452.7	526.0	547.9
순이익(지배주주)	십억원	212.9	211.9	138.2	369.6	435.9	454.0
영업이익률%	%	0.9	0.8	0.9	1.8	2.4	2.3
EBITDA%	%	1.0	1.0	1.2	2.3	2.9	2.8
순이익률	%	0.8	1.6	1.0	2.3	2.6	2.6
EPS	원	2,064	1,860	1,214	3,582	3,828	3,987
PER	배	14.0	21.3	34.0	9.0	8.4	8.1
PBR	배	1.5	2.1	2.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	39.6	44.2	40.7	16.6	12.5	12.0
ROE	%	12.2	10.3	6.3	15.8	16.5	15.0
순차입금	십억원	4,584	3,165	3,583	4,104	3,719	3,302
부채비율	%	366.1	241.0	270.7	267.8	232.6	204.5

자료 : SK 증권
 주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	16.5%	ROE(지배주주지분)	6.3%	18.8%	14.4%	13.9%	11.4%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	16.5%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	7.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	2.07						
1Q15E BPS(지배주주지분)	21,842						
Target Price	45,204						

자료: 대우인터네셔널 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	1,214	4,142	3,636	4,001	3,644
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,963				
1Q15E EPS	4,142				
1Q16E EPS	3,636				

Multiple	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5
TP by weighted EPS	35,668	37,650	39,631	41,613	43,595	45,576	47,558	49,539	51,521	53,502
TP by 1Q15E EPS	37,281	39,352	41,423	43,494	45,566	47,637	49,708	51,779	53,850	55,921
TP by 1Q16E EPS	32,726	34,544	36,362	38,180	39,998	41,816	43,634	45,452	47,270	49,088

자료: 대우인터네셔널 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
매출액	17,108.6	19,968.2	20,485.4	17,108.6	19,968.2	20,485.4	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-1.2%	16.7%	2.6%	-1.2%	16.7%	2.6%			
영업이익	158.9	368.5	492.3	158.9	368.5	492.3	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	13.7%	131.9%	33.6%	13.7%	131.9%	33.6%			
EBITDA	203.5	467.7	591.5	203.5	467.7	591.5	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	17.2%	129.9%	26.5%	17.2%	129.9%	26.5%			
순이익	138.2	369.6	435.9	138.2	369.6	435.9	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-34.8%	167.4%	17.9%	-34.8%	167.4%	17.9%			

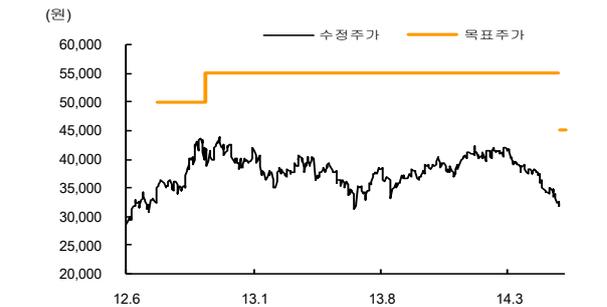
자료: 대우인터내셔널 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	4,928.0	4,975.7	4,997.6	5,066.9	4,928.0	4,975.7	4,997.6	5,066.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	22.8%	21.7%	23.4%	2.2%	22.8%	21.7%	23.4%	2.2%				
QoQ	-0.6%	1.0%	0.4%	1.4%	-0.6%	1.0%	0.4%	1.4%				
영업이익	64.4	90.0	100.5	113.5	64.4	90.0	100.5	113.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	54.2%	64.3%	342.3%	186.7%	54.2%	64.3%	342.3%	186.7%				
QoQ	62.6%	39.9%	11.7%	12.9%	62.6%	39.9%	11.7%	12.9%				
EBITDA	89.2	114.8	125.3	138.3	89.2	114.8	125.3	138.3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	74.9%	79.6%	343.1%	129.6%	74.9%	79.6%	343.1%	129.6%				
QoQ	48.0%	28.8%	9.1%	10.4%	48.0%	28.8%	9.1%	10.4%				
순이익	27.5	112.9	115.3	113.9	27.5	112.9	115.3	113.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	4.0%	252.4%	146.2%	245.7%	4.0%	252.4%	146.2%	245.7%				
QoQ	-16.7%	311.2%	2.0%	-1.1%	-16.7%	311.2%	2.0%	-1.1%				

자료: 대우인터내셔널 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20140602	매수	45,000원
	20140528	담당자 변경	
	20140413	매수	55,000원
	20140120	매수	55,000원
	20131111	매수	55,000원
	20131025	매수	55,000원
	20130715	매수	55,000원
	20130417	매수	55,000원
	20130208	매수	55,000원
	20121016	매수	55,000원
	20120726	적극매수	50,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 1시 52분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	3,160	3,636	3,609	3,546	3,483
장기금융자산	570	680	704	704	704
유형자산	614	638	592	528	465
무형자산	1,366	1,640	1,656	1,656	1,656
유동자산	4,306	4,632	5,389	5,862	6,343
현금및현금성자산	282	167	332	716	1,134
매출채권및기타채권	2,973	3,467	3,862	3,931	3,981
재고자산	767	800	939	955	967
자산총계	7,466	8,269	8,998	9,407	9,826
비유동부채	1,427	1,509	1,508	1,508	1,508
장기금융부채	1,340	1,429	1,438	1,438	1,438
장기매입채무 및 기타채무	8	14	14	14	14
장기충당부채	36	35	36	36	36
유동부채	3,850	4,530	5,044	5,072	5,092
단기금융부채	2,174	2,583	3,268	3,268	3,268
매입채무 및 기타채무	1,243	1,761	1,567	1,594	1,614
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,277	6,038	6,551	6,579	6,599
지배주주지분	2,188	2,228	2,443	2,825	3,223
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	333	333	333	333	333
기타자본구성요소	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,157	1,256	1,541	1,923	2,321
비지배주주지분	1	3	4	4	4
자본총계	2,189	2,230	2,447	2,828	3,227
부채와자본총계	7,466	8,269	8,998	9,407	9,826

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	529	(296)	(244)	508	542
당기순이익(손실)	216	133	352	416	433
비현금성항목등	57	94	164	154	154
유형자산감가상각비	34	45	99	99	99
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(23)	(50)	(64)	(55)	(55)
운전자본감소(증가)	308	(211)	(749)	(61)	(44)
매출채권및기타채권의	270	(503)	(423)	(68)	(49)
재고자산감소(증가)	465	(33)	(139)	(17)	(12)
매입채무 및 기타채무의	79	450	(228)	23	17
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	124	25	55	55	55
투자활동현금흐름	541	(332)	(79)	(36)	(36)
금융자산감소(증가)	(205)	(84)	(19)	0	0
유형자산감소(증가)	(164)	(112)	(35)	(36)	(36)
무형자산감소(증가)	(235)	(285)	(26)	0	0
기타	1,146	150	1	0	0
재무활동현금흐름	(1,191)	513	633	(34)	(34)
단기금융부채증가(감소)	(689)	235	680	0	0
장기금융부채증가(감소)	(481)	305	(13)	0	0
자본의증가(감소)	47	64	0	0	0
배당금의 지급	21	34	35	34	34
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(121)	(115)	165	384	418
기초현금	403	282	167	332	716
기말현금	282	167	332	716	1,134
FCF	851	(11)	(393)	392	400

자료 : 대우인터내셔널 SK증권

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	17,320	17,109	19,968	20,485	20,753
매출원가	16,363	16,164	18,803	19,176	19,442
매출총이익	958	944	1,165	1,310	1,311
매출총이익률 (%)	5.5	5.5	5.8	6.4	6.3
판매비와관리비	818	785	797	817	828
영업이익	140	159	368	492	483
영업이익률 (%)	0.8	0.9	1.8	2.4	2.3
비영업손익	140	19	84	34	65
순금융비용	392	350	431	332	364
외환관련손익	101	30	(11)	0	0
관계기업투자등 관련손익	227	25	43	59	58
세전계속사업이익	280	178	453	526	548
세전계속사업이익률 (%)	1.6	1.0	2.3	2.6	2.6
계속사업법인세	107	29	100	110	115
계속사업이익	172	148	352	416	433
중단사업이익	43	(15)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	216	133	352	416	433
순이익률 (%)	1.2	0.8	1.8	2.0	2.1
지배주주	212	138	370	436	454
지배주주귀속 순이익률(%)	1.2	0.8	1.9	2.1	2.2
비지배주주	4	(5)	(17)	(20)	(21)
총포괄이익	(9)	68	365	416	433
지배주주	(10)	74	372	423	441
비지배주주	1	(6)	(7)	(8)	(8)
EBITDA	174	203	468	591	582

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	(11.0)	(1.2)	16.7	2.6	1.3
영업이익	(15.5)	13.7	131.9	33.6	(1.9)
세전계속사업이익	83.1	(36.4)	154.5	16.2	4.2
EBITDA	(9.2)	17.2	129.9	26.5	(1.6)
EPS(계속사업)	(9.9)	(34.8)	195.1	6.9	4.2
수익성 (%)					
ROE	10.3	6.3	15.8	16.5	15.0
ROA	2.6	1.7	4.1	4.5	4.5
EBITDA마진	1.0	1.2	2.3	2.9	2.8
안정성 (%)					
유동비율	111.9	102.3	106.8	115.6	124.6
부채비율	241.0	270.7	267.8	232.6	204.5
순차입금/자기자본	144.6	160.6	167.7	131.5	102.3
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	0.0	0.3	0.1	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,860	1,214	3,582	3,828	3,987
BPS	18,581	18,687	22,909	24,107	27,608
CFPS	1,054	1,555	3,700	4,286	4,221
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER 최고	21.3	34.0	9.0	8.4	8.1
최저					
PBR 최고	2.1	2.2	1.4	1.3	1.2
최저					
PCR	37.6	26.6	8.7	7.5	7.6
EV/EBITDA 최고	44.2	40.7	16.6	12.5	12.0
최저	34.3	36.2	15.3	9.4	7.7

SK 네트웍스(001740)

재탄생(rebirth)

매수(신규편입)

T.P 12,000 원(신규편입)

Analyst

손자우

jwshon@sk.com

+82-3773-8827

Company Data

자본금	6,487 억원
발행주식수	24,830 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	24,099 억원
주요주주	
SK(주)	39.14%
한국고등교육재단	0.33%
외국인지분률	16.50%
배당수익률	

Stock Data

주가(14/05/29)	9,710 원
KOSPI	2017.06 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	9,990 원
52주 최저가	5,960 원
60일 평균 거래대금	91 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.6%	1.2%
6개월	30.5%	32.4%
12개월	41.8%	39.6%

목표주가 12,000 원 / 투자 의견 매수로 re-initiation(담당자 변경)

동 목표주가는 2015년 추정 EPS 1,220 원 대비로 9.8x에 해당하는 수치임. 동사의 투자포인트는 기업의 방향성이 복합소비재 기업으로 바뀌었다는 부분임. 과거 부실 및 잉여자산에 대한 처분 및 청산으로 재무구조를 안정화 시키는 과정을 걸어온 뒤, 최근 렌터카/패션/호텔에 대한 투자 의지를 보이고 있음. 그리고 기존 business 와의 연관성으로 볼 때 긍정적인 투자 판단으로 평가함. 다만 구체적인 성과가 아직 나오지 않은 만큼 실적에 대한 확인은 필요함.

다사다난했지만 피할 수 없었던 2013년

동사의 2013년 영업이익은 2,408 억원이지만 세전이익은 -7,984 억원임. 가장 큰 원인은 부실/잉여자산에 대한 처분 및 청산 때문임. 가장 대표적인 것으로서는 브라질로 대변되는 자원개발 광구의 지분가치를 재평가를 통해 손상처리하고, 그 외 와인/한식/신발 사업을 청산하였음. 그러나 동시에 SK 증권 지분매각, 중국 북경타워 지분매각 등 자산유동화를 통해 현금을 확보하기도 하였음. 해당자금은 신규성장동력으로 투자될 계획임. 이처럼 적극적인 재무구조 개편은 기업이 재탄생(rebirth)할 수 있는 초석이 되었음

새로운 주력사업: 렌터카/패션/호텔

가장 관심이 가는 부분은 장기/개인 렌터카 부분임. 동사의 자금여력과 브랜드 가치 등의 장점을 바탕으로 현재 사업확장을 추구하고 있으며, 가장 많은 투자금액이 들어가는 부분이기도 함. 그 외 패션은 중국시장의 추가진출 및 M&A, 워커히름은 면세점 강화를 통해 수익증대를 기대하고 있음. 대한민국의 선진화에 발맞춘 소비재의 강화흐름은 분명히 긍정적임. 다만 사업이 어느 정도의 실적을 달성할 수 있을지는 확인할 필요가 있음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	27,535.6	27,935.5	25,975.4	24,762.3	26,081.5	26,912.0
yoy	%	13.7	1.5	(7.0)	(4.7)	5.3	3.2
영업이익	십억원	360.1	251.6	240.8	252.0	297.7	322.4
yoy	%	45.0	(30.1)	(4.3)	4.6	18.2	8.3
EBITDA	십억원	454.0	369.5	346.7	371.2	417.0	501.6
세전이익	십억원	218.6	69.6	(798.4)	268.6	377.7	355.5
순이익(지배주주)	십억원	145.8	48.1	(568.0)	216.5	302.7	284.9
영업이익률%	%	1.3	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
EBITDA%	%	1.6	1.3	1.3	1.5	1.6	1.9
순이익률	%	0.8	0.2	(3.1)	1.1	1.4	1.3
EPS	원	587	194	(2,289)	872	1,220	1,148
PER	배	17.2	43.6	(3.3)	11.2	8.0	8.5
PBR	배	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	10.0	10.4	9.0	9.5	7.6	5.6
ROE	%	4.6	1.5	(20.2)	8.2	10.6	9.1
순차입금	십억원	2,033	1,757	1,239	1,084	745	367
부채비율	%	239.4	246.6	246.2	245.5	224.7	208.6

자료: SK 증권

주 EPS는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E	
ROE(지배주주지분)	9.8%	ROE(지배주주지분)	-20.2%	10.1%	9.5%	9.1%	8.7%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	9.8%				
Risk Free Rate	2.5%						
Risk Premium	7.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.04						
1Q15E BPS(지배주주지분)	11,104						
Target Price	11,555						

자료: SK 네트워크, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	(2,289)	1,139	1,185	1,243	1,311
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,186				
1Q15E EPS	1,139				
1Q16E EPS	1,185				

Multiple	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5
TP by weighted EPS	10,675	11,268	11,861	12,454	13,047	13,640	14,233	14,826	15,419	16,012
TP by 1Q15E EPS	10,250	10,820	11,389	11,958	12,528	13,097	13,667	14,236	14,806	15,375
TP by 1Q16E EPS	10,666	11,259	11,852	12,444	13,037	13,629	14,222	14,814	15,407	16,000

자료: SK 네트워크, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
매출액	25,975.4	24,762.3	26,081.5	25,975.4	24,762.3	26,081.5	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-7.0%	-4.7%	5.3%	-7.0%	-4.7%	5.3%			
영업이익	240.8	252.0	297.7	240.8	252.0	297.7	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-4.3%	4.6%	18.2%	-4.3%	4.6%	18.2%			
EBITDA	346.7	371.2	417.0	346.7	371.2	417.0	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-6.2%	7.1%	12.3%	-6.2%	7.1%	12.3%			
순이익	(568.0)	216.5	302.7	(568.0)	216.5	302.7	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	적전	흑전	39.8%	적전	흑전	39.8%			

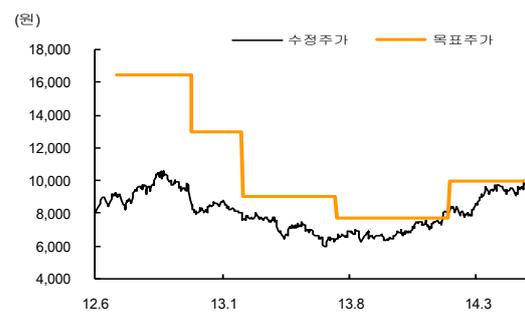
자료: SK 네트워크스, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	6,088.9	6,076.3	6,292.5	6,304.6	6,088.9	6,076.3	6,292.5	6,304.6	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-5.3%	-3.7%	-6.7%	-2.8%	-5.3%	-3.7%	-6.7%	-2.8%				
QoQ	-6.2%	-0.2%	3.6%	0.2%	-6.2%	-0.2%	3.6%	0.2%				
영업이익	41.3	57.9	70.4	82.4	41.3	57.9	70.4	82.4	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	70.6%	-4.7%	21.2%	-15.8%	70.6%	-4.7%	21.2%	-15.8%				
QoQ	-57.8%	40.1%	21.6%	17.0%	-57.8%	40.1%	21.6%	17.0%				
EBITDA	71.1	87.7	100.2	112.2	71.1	87.7	100.2	112.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	38.6%	-3.9%	21.1%	-7.6%	38.6%	-3.9%	21.1%	-7.6%				
QoQ	-41.4%	23.3%	14.2%	11.9%	-41.4%	23.3%	14.2%	11.9%				
순이익	20.9	53.2	65.3	77.0	20.9	53.2	65.3	77.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	흑전	흑전	670.6%	흑전	흑전	흑전	670.6%	흑전				
QoQ	흑전	154.2%	22.8%	17.8%	흑전	154.2%	22.8%	17.8%				

자료: SK 네트워크스, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2014.06.02	매수	12,000원
	2014.05.28	담당자 변경	
	2014.01.20	매수	10,000원
	2013.11.04	중립	7,700원
	2013.07.15	중립	7,700원
	2013.02.06	중립	9,000원
	2012.11.13	매수	13,000원
	2012.07.12	적극매수	16,500원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 5월 29일 23시 43분 당시 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	5,529	4,414	4,269	4,242	4,157
장기금융자산	287	199	191	191	191
유형자산	3,579	3,334	3,271	3,243	3,158
무형자산	162	121	114	114	114
유동자산	5,098	4,465	5,060	5,490	5,952
현금및현금성자산	1,212	1,307	1,691	2,030	2,408
매출채권및기타채권	2,201	1,664	1,523	1,574	1,620
재고자산	1,433	979	1,089	1,126	1,159
자산총계	10,627	8,879	9,329	9,732	10,109
비유동부채	1,900	1,450	1,384	1,384	1,384
장기금융부채	1,571	1,312	1,215	1,215	1,215
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	21	18	18	18
유동부채	5,661	4,865	5,245	5,351	5,448
단기금융부채	1,902	1,518	1,712	1,712	1,712
매입채무 및 기타채무	3,529	3,061	3,191	3,297	3,395
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,561	6,314	6,629	6,735	6,833
지배주주지분	3,064	2,569	2,708	3,005	3,284
자본금	649	649	649	649	649
자본잉여금	877	874	815	815	815
기타자본구성요소	(0)	1	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,661	1,032	1,244	1,541	1,820
비지배주주지분	3	(4)	(8)	(8)	(8)
자본총계	3,066	2,565	2,700	2,997	3,276
부채외자본총계	10,627	8,879	9,329	9,732	10,109

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	57	438	483	472	513
당기순이익(손실)	12	(592)	212	297	279
비현금성항목등	369	917	185	157	217
유형자산감가상각비	118	106	119	119	179
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(252)	(811)	(66)	(37)	(37)
운전자본감소(증가)	(183)	275	110	19	18
매출채권및기타채권의	199	408	170	(45)	(41)
재고자산감소(증가)	(101)	453	(110)	(36)	(33)
매입채무 및 기타채무의	(176)	(433)	196	100	92
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	58	0	16	16	16
투자활동현금흐름	81	154	(116)	(91)	(94)
금융자산감소(증가)	(77)	108	6	0	0
유형자산감소(증가)	(24)	(113)	(87)	(91)	(94)
무형자산감소(증가)	(14)	(9)	3	0	0
기타	196	167	(38)	0	0
재무활동현금흐름	(182)	(476)	77	0	0
단기금융부채증가(감소)	(182)	(797)	118	0	0
장기금융부채증가(감소)	36	358	0	0	0
자본의증가(감소)	116	37	0	0	0
배당금의 지급	37	37	0	0	0
기타	0	(20)	(4)	0	0
현금의 증가(감소)	(45)	95	385	339	378
기초현금	1,257	1,212	1,307	1,691	2,030
기말현금	1,212	1,307	1,691	2,030	2,408
FCF	108	292	78	276	352

자료 : SK네트웍스 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	27,936	25,975	24,762	26,081	26,912
매출원가	25,923	24,066	22,778	23,959	24,707
매출총이익	2,012	1,910	1,984	2,122	2,205
매출총이익률 (%)	7.2	7.4	8.0	8.1	8.2
판매비와관리비	1,760	1,669	1,732	1,824	1,882
영업이익	252	241	252	298	322
영업이익률 (%)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
비영업손익	(182)	(1,039)	17	80	33
순금융비용	212	197	169	228	181
외환관련손익	97	26	(13)	0	0
관계기업투자등 관련손익	14	(665)	(2)	0	0
세전계속사업이익	70	(798)	269	378	356
세전계속사업이익률 (%)	0.2	(3.1)	1.1	1.4	1.3
계속사업법인세	58	(207)	57	81	76
계속사업이익	12	(592)	212	297	279
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	12	(592)	212	297	279
순이익률 (%)	0.0	(2.3)	0.9	1.1	1.0
지배주주	48	(568)	216	303	285
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	(2.2)	0.9	1.2	1.1
비지배주주	(36)	(24)	(4)	(6)	(6)
총포괄이익	(165)	(461)	220	297	279
지배주주	(128)	(437)	224	303	285
비지배주주	(38)	(24)	(5)	(6)	(6)
EBITDA	369	347	371	417	502

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	1.5	(7.0)	(4.7)	5.3	3.2
영업이익	(30.1)	(4.3)	4.6	18.2	8.3
세전계속사업이익	(68.2)	적전	흑전	40.6	(5.9)
EBITDA	(18.6)	(6.2)	7.1	12.3	20.3
EPS(계속사업)	(67.0)	적전	흑전	39.8	(5.9)
수익성 (%)					
ROE	1.5	(20.2)	8.2	10.6	9.1
ROA	0.1	(6.1)	2.3	3.1	2.8
EBITDA마진	1.3	1.3	1.5	1.6	1.9
안정성 (%)					
유동비율	90.1	91.8	96.5	102.6	109.2
부채비율	246.6	246.2	245.5	224.7	208.6
순차입금/자기자본	57.3	48.3	40.1	24.9	11.2
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	194	(2,289)	872	1,220	1,148
BPS	12,601	9,732	10,551	11,745	12,869
CFPS	649	1,145	1,285	1,421	1,741
주당 현금배당금	150	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER 최고	43.6	(3.3)	11.2	8.0	8.5
최저					
PBR 최고	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
최저					
PCR	13.0	6.6	7.6	6.9	5.6
EV/EBITDA 최고	10.4	9.0	9.5	7.6	5.6
최저	11.2	8.6	7.3	6.0	4.9

LG 상사(001120)

Need for change

매수(신규편입)
T.P 35,000 원(신규편입)

Analyst

손지우
 jwshon@sk.com
 +82-3773-8827

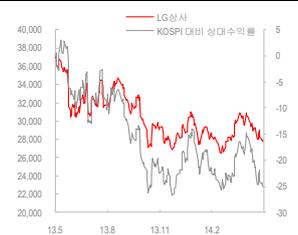
Company Data

자본금	1,938 억원
발행주식수	3,876 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,814 억원
주요주주	
구분준	3.01%
구분길	2.68%
외국인지분률	10.80%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(14/05/29)	27,900 원
KOSPI	2017.06 pt
52주 Beta	1.19
52주 최고가	37,150 원
52주 최저가	26,450 원
60일 평균 거래대금	54 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.2%	-9.4%
6개월	-4.8%	-3.4%
12개월	-23.4%	-24.5%

목표주가 35,000 원 / 투자 의견 매수로 re-initiation(담당자 변경)

목표주가는 14년 추정 EPS 3,203 원 대비 PER 10.9x 에 해당함. 현 시점에서 동사의 투자 매력 포인트로 가장 먼저 꼽힐 수 있는 것은 역사적 저점을 논할 만큼 하락한 장부가치(PBR = 0.66x)임. 이익 역시 지난 해보다는 올 해 개선될 것이기 때문에 '저점매수'가 충분히 논의될 수 있는 가격임. 다만 기업가치의 추세적 상승을 위해서는 변화하는 시대에 적응할 새로운 사업 추진력이 있어야 하지만, 그런 부분이 거론될 만한 소재가 약하다는 것이 risk 임.

2013년 이익 저점은 탈피

동사는 13년 영업이익 983 억원을 기록하며 00년 이래 최저치를 시현했었는데, 주요원인은 1) 오만광구 cost recovery 종료, 2) 석탄가격 지속 하락, 3) 무역업황 부진을 꼽을 수 있었음. 사실 영업 외에서도 1) 라푸라푸 구리광산 폐광에 따른 환경복구비용, 2) CDM 사업 손상처리, 3) 인도네시아 산업조립 자산재평가 손상처리 등에 의해 순이익이 441 억원으로서 08년 리먼사태 이후 최저치였음. 다만 올 해는 사업 정상화로 1Q부터 실적이 개선되었고 차후 견조한 실적이 이어질 것으로 기대되기에 13년 이익은 저점으로 판단함.

중국의 '화려한 가스시대'가 열린다면...

75년 이후 중국 전통에너지원(석유/가스/석탄) 소비 중 석탄 비중은 75% 내외로 큰 변화 없었음. 그리고 12년 세계석탄소비 중 중국 비중 무려 50.2% 임. 그만큼 석탄은 중국에 의존할 수밖에 없는데, 중국은 이미 급격한 가스시대를 열었기에(page 59~80 참조) 석탄 헤게모니는 지속적으로 약해질 것임. 이에 대응할만한 새로운 main E&P business 혹은 신규사업이 발굴되어야 주가의 추세적인 회복세가 탄력을 받을 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	201112	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	십억원	13,986.8	12,793.8	12,072.7	10,529.0	11,234.2	11,812.8
yoy	%	3.6	(8.5)	(5.6)	(12.8)	6.7	5.2
영업이익	십억원	162.5	205.5	98.3	147.6	159.6	163.9
yoy	%	(16.0)	26.4	(52.2)	50.2	8.1	2.7
EBITDA	십억원	234.0	257.6	216.4	231.5	243.5	247.8
세전이익	십억원	372.4	299.9	74.5	173.8	173.6	204.4
순이익(지배주주)	십억원	247.8	221.7	48.2	124.2	130.5	153.7
영업이익률%	%	1.2	1.6	0.8	1.4	1.4	1.4
EBITDA%	%	1.7	2.0	1.8	2.2	2.2	2.1
순이익률	%	2.7	2.3	0.6	1.7	1.5	1.7
EPS	원	6,393	5,720	1,242	3,203	3,368	3,966
PER	배	7.4	8.5	23.1	8.7	8.3	7.0
PBR	배	1.4	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	12.7	10.2	10.4	8.8	7.9	7.1
ROE	%	21.8	15.8	3.3	8.3	8.3	9.0
순차입금	십억원	1,142	744	1,134	966	848	685
부채비율	%	264.7	206.9	202.3	199.1	192.9	183.2

자료 : SK 증권
 주 EPS 는 계속사업이익으로 계산

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
ROE(지배주주지분)	8.9%	ROE(지배주주지분)	3.3%	9.1%	7.8%	8.8%	8.5%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	9.5%	Target ROE	8.9%				
Risk Free Rate	2.5%						
Risk Premium	7.0%						
Beta	1.0						

Target P/B	0.90						
1Q15E BPS(지배주주지분)	39,487						
Target Price	35,657						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2013	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
EPS(지배주주지분)	1,242	3,621	3,310	4,061	4,277
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,712				
1Q15E EPS	3,621				
1Q16E EPS	3,310				

Multiple	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
TP by weighted EPS	29,698	31,554	33,410	35,266	37,122	38,978	40,835	42,691	44,547	46,403
TP by 1Q15E EPS	28,965	30,776	32,586	34,396	36,207	38,017	39,827	41,637	43,448	45,258
TP by 1Q16E EPS	26,479	28,134	29,789	31,444	33,099	34,754	36,409	38,064	39,718	41,373

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
매출액	12,072.7	10,529.0	11,234.2	12,072.7	10,529.0	11,234.2	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-5.6%	-12.8%	6.7%	-5.6%	-12.8%	6.7%			
영업이익	98.3	147.6	159.6	98.3	147.6	159.6	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-52.2%	50.2%	8.1%	-52.2%	50.2%	8.1%			
EBITDA	216.4	231.5	243.5	216.4	231.5	243.5	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-16.0%	7.0%	5.2%	-16.0%	7.0%	5.2%			
순이익	48.2	124.2	130.5	48.2	124.2	130.5	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-78.3%	157.8%	5.1%	-78.3%	157.8%	5.1%			

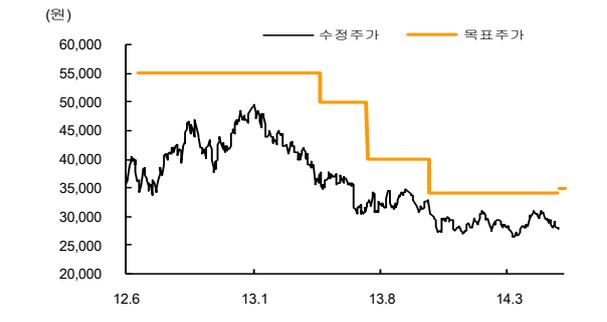
자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	2,617.3	2,617.7	2,650.6	2,643.4	2,617.3	2,617.7	2,650.6	2,643.4	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-9.2%	-16.2%	-16.3%	-8.9%	-9.2%	-16.2%	-16.3%	-8.9%				
QoQ	-9.8%	0.0%	1.3%	-0.3%	-9.8%	0.0%	1.3%	-0.3%				
영업이익	23.6	59.9	36.1	28.1	23.6	59.9	36.1	28.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-60.9%	303.4%	142.9%	237.4%	-60.9%	303.4%	142.9%	237.4%				
QoQ	182.6%	154.1%	-39.8%	-22.0%	182.6%	154.1%	-39.8%	-22.0%				
EBITDA	44.5	80.8	57.0	49.1	44.5	80.8	57.0	49.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-54.0%	110.6%	31.9%	29.5%	-54.0%	110.6%	31.9%	29.5%				
QoQ	17.4%	81.5%	-29.4%	-13.9%	17.4%	81.5%	-29.4%	-13.9%				
순이익	18.6	46.2	31.3	28.0	18.6	46.2	31.3	28.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY	-67.6%	328.1%	521.9%	흑전	-67.6%	328.1%	521.9%	흑전				
QoQ	흑전	148.4%	-32.3%	-10.5%	흑전	148.4%	-32.3%	-10.5%				

자료: LG 상사, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20140602	매수	35,000원
	20140528	담당자 변경	
	20140120	중립	34,000원
	20131025	중립	34,000원
	20130715	매수	40,000원
	20130426	매수	50,000원
	20130306	매수	55,000원
	20130115	매수	55,000원
	20120904	매수	55,000원
	20120625	매수	55,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2014년 6월 1일 13시 15분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다:
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

재무상태표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
비유동자산	2,022	2,078	2,090	2,016	1,943
장기금융자산	233	261	316	316	316
유형자산	133	89	41	(33)	(106)
무형자산	928	869	888	888	888
유동자산	2,936	2,799	2,883	3,185	3,474
현금및현금성자산	534	385	434	552	715
매출채권및기타채권	1,388	1,390	1,311	1,424	1,502
재고자산	672	689	765	826	868
자산총계	4,958	4,877	4,973	5,201	5,417
비유동부채	919	1,018	987	987	987
장기금융부채	814	907	876	876	876
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	3	3	3	3
유동부채	2,423	2,245	2,323	2,438	2,517
단기금융부채	751	836	811	811	811
매입채무 및 기타채무	1,547	1,347	1,443	1,558	1,637
단기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,342	3,264	3,310	3,425	3,504
지배주주지분	1,469	1,476	1,525	1,639	1,776
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	102	102	102	102	102
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	1,097	1,125	1,231	1,344	1,482
비지배주주지분	147	138	137	137	137
자본총계	1,616	1,613	1,663	1,776	1,913
부채외자본총계	4,958	4,877	4,973	5,201	5,417

현금흐름표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
영업활동현금흐름	456	(174)	320	173	215
당기순이익(손실)	229	44	130	136	160
비현금성항목등	15	221	117	92	92
유형자산감가상각비	52	118	84	84	84
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	37	(103)	(33)	(8)	(8)
운전자본감소(증가)	307	(287)	83	(56)	(38)
매출채권및기타채권의	343	140	6	(102)	(69)
재고자산감소(증가)	(15)	(17)	(76)	(61)	(42)
매입채무 및 기타채무의	16	(109)	94	107	72
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(262)	(235)	(110)	(10)	(11)
금융자산감소(증가)	181	(15)	(66)	0	0
유형자산감소(증가)	(43)	(8)	(10)	(10)	(11)
무형자산감소(증가)	(139)	(89)	(29)	0	0
기타	(260)	(123)	(5)	0	0
재무활동현금흐름	(45)	239	(85)	(23)	(23)
단기금융부채증가(감소)	(25)	261	(71)	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	4	1	0	0	0
배당금의 지급	19	22	12	23	23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	144	(149)	49	117	163
기초현금	391	534	385	434	552
기말현금	534	385	434	552	715
FCF	409	(173)	317	130	155

자료 : LG상사, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
매출액	12,794	12,073	10,529	11,234	11,813
매출원가	12,178	11,583	10,021	10,690	11,245
매출총이익	616	490	508	544	568
매출총이익률 (%)	4.8	4.1	4.8	4.8	4.8
판매비와관리비	410	392	360	384	404
영업이익	205	98	148	160	164
영업이익률 (%)	1.6	0.8	1.4	1.4	1.4
비영업손익	94	(24)	26	14	41
순금융비용	141	142	173	153	181
외환관련손익	26	(1)	(2)	0	0
관계기업투자등 관련손익	25	(30)	38	46	44
세전계속사업이익	300	74	174	174	204
세전계속사업이익률 (%)	2.3	0.6	1.7	1.5	1.7
계속사업법인세	71	30	44	37	44
계속사업이익	229	44	130	136	160
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	229	44	130	136	160
순이익률 (%)	1.8	0.4	1.2	1.2	1.4
지배주주	222	48	124	131	154
지배주주귀속 순이익률(%)	1.7	0.4	1.2	1.2	1.3
비지배주주	8	(4)	5	6	7
총포괄이익	146	21	134	136	160
지배주주	151	26	130	131	154
비지배주주	(4)	(5)	4	6	7
EBITDA	258	216	232	244	248

주요투자지표

12월 결산(십억원)	201212	201312	201412F	201512F	201612F
성장성 (%)					
매출액	(8.5)	(5.6)	(12.8)	6.7	5.2
영업이익	26.4	(52.2)	50.2	8.1	2.7
세전계속사업이익	(19.5)	(75.2)	133.4	(0.1)	17.8
EBITDA	10.1	(16.0)	7.0	5.2	1.8
EPS(계속사업)	(10.5)	(78.3)	157.8	5.1	17.8
수익성 (%)					
ROE	15.8	3.3	8.3	8.3	9.0
ROA	4.6	0.9	2.6	2.7	3.0
EBITDA마진	2.0	1.8	2.2	2.2	2.1
안정성 (%)					
유동비율	121.1	124.7	124.1	130.6	138.0
부채비율	206.9	202.3	199.1	192.9	183.2
순차입금/자기자본	46.1	70.3	58.1	47.8	35.8
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,720	1,242	3,203	3,368	3,966
BPS	39,837	37,553	38,849	41,766	45,308
CFPS	5,397	4,549	5,031	5,398	5,485
주당 현금배당금	500	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER 최고	8.5	23.1	8.7	8.3	7.0
최저					
PBR 최고	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6
최저					
PCR	9.0	6.3	5.5	5.2	5.1
EV/EBITDA 최고	10.2	10.4	8.8	7.9	7.1
최저	11.2	8.7	9.6	10.8	8.5



서울 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동)
 대표전화 : 3773-8245
 고객센터 : 1588-8245 / 1599-8245

본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수 가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다.

본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자판단 4단계 (6개월 기준)

- 1) 25% 이상 → 적극매수
- 2) 10~25% → 매수
- 3) -10%~+10% → 중립
- 4) -10% 이하 → 매도

서울

영업부PIB센터	3773-8245	서울시 영등포구 국제금융로2길 24, 2F (여의도동)
강남PIB센터	738-8245	서울시 서초구 서초대로 411, 4F (서초동,GT타워)
서초PIB센터	521-8245	서울특별시 서초구 방배로 73, 1F (방배동, 양지빌딩)
도곡PIB센터	2057-8245	서울시 강남구 언주로30길 13, 13F (도곡동,대림아크로텔)
압구정PIB센터	515-8245	서울특별시 강남구 논현로176길 14, 1F 4F (신사동,증권빌딩)
역삼역PIB센터	567-8245	서울시 강남구 테헤란로 143, 3F (역삼동,고운빌딩)
송파PIB센터	449-8245	서울시 송파구 중대로 97, 4F (가락동,효원빌딩)
명동PIB센터	774-8245	서울시 중구 명동7길 13, 4F (명동1가,증권빌딩)

경기,인천

서인천지점	(032)568-8245	인천시 서구 서곶로 293, 4F (심곡동,우민빌딩)
일산지점	(031)918-8245	경기도 고양시 일산서구 일산로 544, 5F (일산동, 흥운빌딩)
의정부지점	(031)861-8245	경기도 의정부시 청사로48번길 7, 3F (금오동,대송프라자)
남양주시지점	(031)594-8245	경기도 남양주시 늘을1로16번길 29, 3F (호평동,늘봄타워)
경기광주지점	(031)797-8245	경기도 광주시 광주대로 53, 2F (경안동,광주프라자빌딩)
경기PIB센터	(031)708-8245	경기도 성남시 분당구 황새울로360번길 25, 2F (서현동,한국학원빌딩)
경인PIB센터	(032)325-8245	경기도 부천시 원미구 송내대로 88, 3F (상동,산업은행빌딩)
안산지점	(031)416-8245	경기도 안산시 상록구 상록수로 28, 2F (본오동,안산보도피아빌딩)
이천지점	(031)634-8245	경기도 이천시 이섭대천로 1233, 5F (창전동,화창빌딩)

충청

대전지점	(042)472-8245	대전시 서구 둔산로 59, 2F (둔산동,아이빌딩)
청주지점	(043)268-8245	충북 청주시 흥덕구 풍산로 14, 3F (가경동, 청주여객터미널)
공주지점	(041)858-8245	충청남도 공주시 무령로 204, 금성빌딩 3F (반죽동,금성빌딩)
홍성지점	(042)634-8245	충남 홍성군 홍성읍 조양로 166, 5F (선일빌딩)
금양지점	(043)878-8245	충북 음성군 금왕읍 무곡3리 247-7번지 2층

호남

광주PIB센터	(062)374-8245	광주시 서구 상무중앙로 9, 4F (치평동,동양빌딩)
전주지점	(063)287-8245	전북 전주시 완산구 백제대로 141, 2F(효자동1가,영광빌딩)
남원지점	(063)633-8245	전북 남원시 남문로 437, 3F (하정동,유남빌딩)
고창지점	(063)562-8245	전북 고창군 고창읍 중앙로 202, 2F (전북은행빌딩)

대구,경북

대구PIB센터	(053)651-8245	대구시 달서구 구마로 176, 3F (본동,송림백화점)
포항지점	(054)249-8245	경북 포항시 북구 중앙로 264, 2F (남빈동,대흥빌딩)
영천지점	(054)336-8245	경북 영천시 역전로 8, 5F (완산동,청우빌딩)
왜관지점	(054)975-8245	경북 칠곡군 왜관읍 중앙로 215, 2F

부산,경남

해운대마린 PIB센터	(051)720-8245	부산시 해운대구 우동 1408 현대 I-PARK Mall 4F
부산지점	(051)633-8245	부산시 동구 조방로16번길 5, 2F (범일동,SK네트웍스빌딩)
구서지점	(051)581-8245	부산시 금정구 중앙대로 1925, 3F (구서동,금정타워빌딩)
울산지점	(052)258-8245	울산시 남구 삼산로 243, 2F (달동,중범빌딩)
마산지점	(055)298-8245	경남 창원시 마산회원구 3.15대로 650, 4F (석전동,건설공제조합빌딩)
창원지점	(055)262-8245	경남 창원시 성산구 상남로 73, 1F (상남동,서울메디칼센터)
진주지점	(055)759-8245	경남 진주시 동진로 183, 3F (상대동,태웅빌딩)
서진주지점	(055)744-8245	경남 진주시 진양호로 284, 5F (신안동,신안빌딩)
삼천포지점	(055)834-8245	경남 사천시 중앙로 85, 3F (동금동,경남은행빌딩)