

# 에너지/화학/유틸리티

(Overweight)

31 May 2021

냉정(실적)과 열정(기대감) 사이

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com





# Contents

1	정유/화학: 정유 업황 턴어라운드	05
2	전력/가스: 펀더멘털 < 기대감	17
3	추천주	31
	SK이노베이션	
	S-OIL	
	GS	
	LG화학	
	롯데케미칼	
	한화솔루션	
	OCI	
	SKIET	
	대한유화	
	한국전력	
	한국가스공사	
	한전KPS	
	한전기술	
	SK	
	삼천리	
	지역난방공사	

# Executive Summary

## 01

### 국제유가

- 미국 생산량 정체(1,110만b/d)로 OPEC 증산, 이란 중질유 공급 증가 상쇄
- 2020년 COVID-19 기저효과로 원유 수요는 2021년 3백만b/d, 2022년 2백만b/d 증가해 원유시장 수요 우위가 지속 전망
- 재고 감소해 2021년 하반기 WTI 70달러/배럴 도달

## 02

### 정유/화학

- OPEC, 이란 중질유 비중 상승으로 BC를 중심으로 가격, 마진 약세
- 반면, 경질유 강세, 항공 수요 확대로 인한 등/경유 마진 확대로 정제마진 6달러/배럴 상회 전망. 또한 윤활유 사업도 원가 하락으로 고마진 지속
- 1분기 미국 한파, 일본 지진, 정기보수 집중 영향 소멸되며 석유화학 마진 스프레드는 정상화될 전망. 다만, 호주, 중국 갈등으로 석탄가 상승, CTO/MTO 가동률 하향 조정되며 스프레드 강보합 지속 전망

## 03

### 전력/가스

- 3분기 연료비조정단가 +3원/kWh을 시작으로 2022년 상반기까지 요금 인상 기대
- 하반기 폴란드 원전 1차 발주(3기)에 대한 기술선정 기대감 지속. 국내 원전 밸류체인 밸류에이션 확장 기대
- 정부의 수소경제로드맵 2.0에서 산업용 수소 수요의 대폭 증가 기대. 수소 밸류체인 밸류에이션에 긍정적

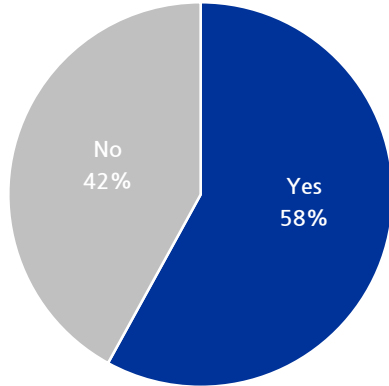
01

**정유/화학: 정유 업황 턴어라운드**

# 델러스연준서베이의 시사점

## 미국 원유 생산량은 현 수준 유지 전망

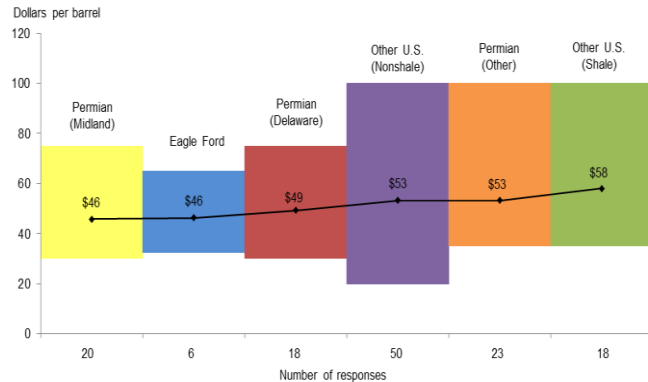
바이든 정부 정책으로 E&P 수익성이 악화될 것인가?



자료: 델러스연준서베이, 유진투자증권

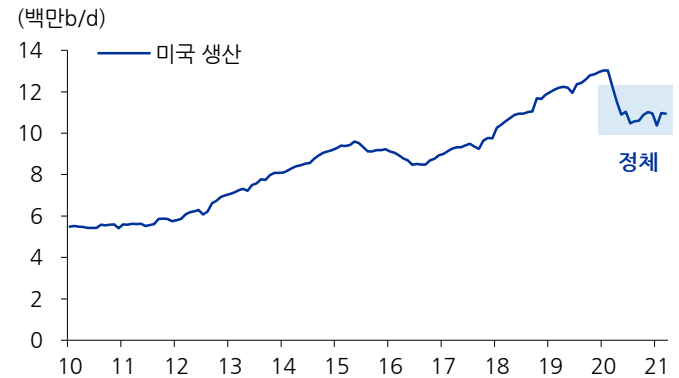
- 미국 153개의 E&P 업체가 참여하는 델러스연준 에너지서베이에 의하면, 1분기 기준 신규 세일유정의 시추 원가는 평균 52달러/배럴. 현 유가 보다 낮지만 **작년 보다 3달러/배럴 오른 수치**
- 기업들의 원가 감소가 없는 상황에서 바이든 정부의 정책으로 수익성은 악화될 전망. 기업의 58%는 시추를 위한 임대, 생산 규제 영향을 받아 수익성 악화 전망
- ESG에 대한 투자 확대는 금융기관들의 E&P업에 대한 자금조달을 어렵게 하고 있음.** 연방규제 강화, 신규 투자의 어려움은 미국 원유 생산량 정체를 야기

광구별 원유 시추 원가: 평균 3달러/배럴 상승



자료: 델러스연준서베이, 유진투자증권

미국 원유 생산량 추이

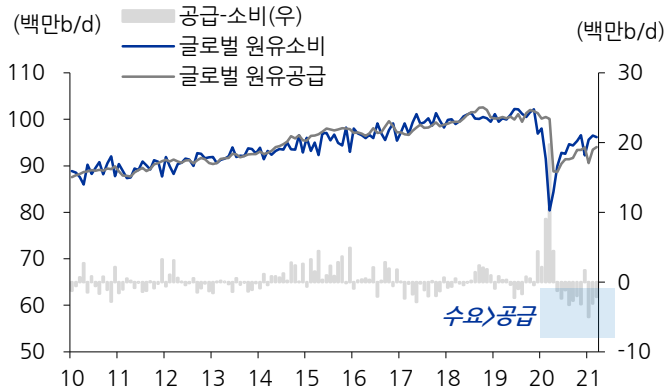


자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 원유 수급 전망

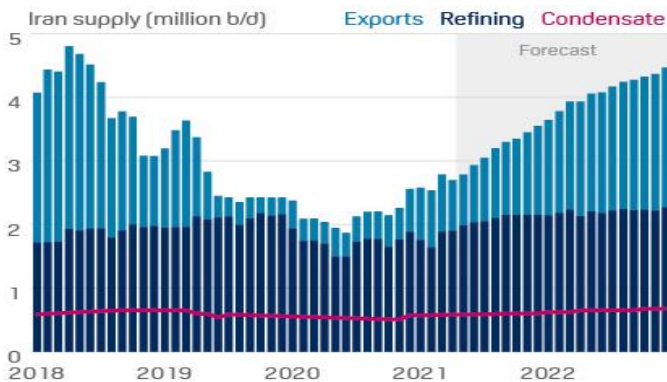
결국은 OPEC의  
가격 정책에 따라..

## 원유 수요, 공급 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

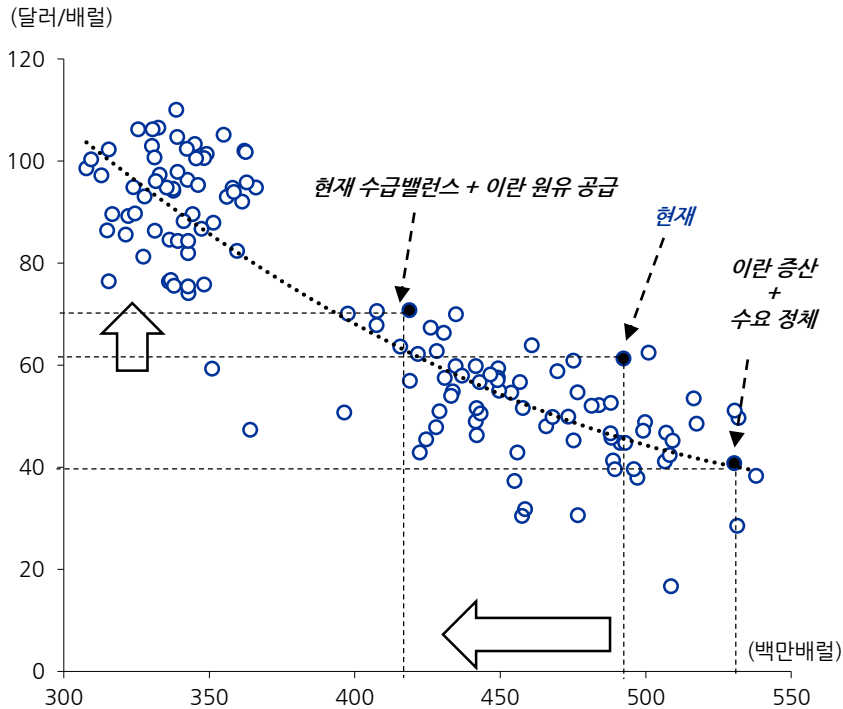
## 이란의 원유 생산 능력



자료: Platts, 유진투자증권

- 2020년 전세계 원유 수요는 전년대비 25% 감소. 완만히 회복 중이지만 여전히 속도는 기대를 하회
- 그럼에도 불구하고 OPEC의 공급 조절로 원유 시장은 수급 균형점에 도달해 있음. 타이트한 공급으로 유가 상승이 이어졌다는 뜻
- 바이든 정부의 대이란 핵협정 복원 이슈가 남아있어 이란의 제재가 해제될 가능성. 이란의 원유 생산량은 2백만b/d이며, 제재 전으로 회귀 시 2백만b/d의 원유 공급 추가로 증가
- 미국의 원유 생산 감소에도 이란의 생산이 증가해 과거와 동일한 수준의 공급 가능. 즉, OPEC의 가격 정책에 따라 유가가 결정될 가능성 높음
- OPEC 국가의 재정균형유가는 국가별로 상이하나 70~80달러/배럴 수준. 반면, 70달러/배럴 이상에서는 원유 수요가 위축될 수 있어, 재정균형유가 이상의 고유가를 유지하기는 어려움. 속단하기는 이르지만 OPEC은 60~70달러/배럴 수준의 유가를 유지하는 것이 최선일 것

### 시나리오별 원유 재고 변화와 국제유가 전망



자료: 유진투자증권

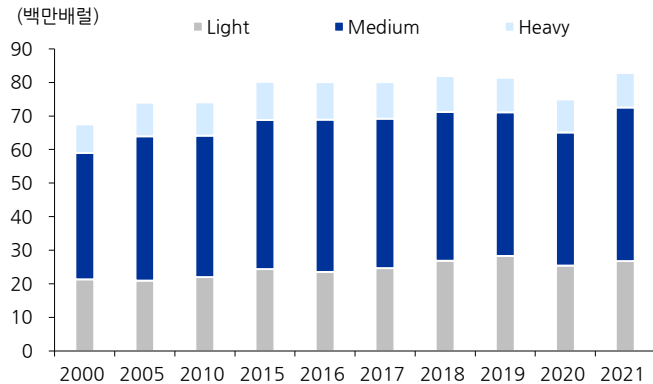
- 각국의 백신보급으로 하반기에 원유 수요 정상 회복 전망
- 현재 5월임을 고려해 3분기부터 완만한 회복, 4분기 정상화를 가정할 경우 원유 재고의 변화를 추정 가능. 또한 2백만b/d인 이란의 원유 생산이 2022년까지 4백만b/d로 늘어난다고 가정
- 당사 추정에 의하면, 시나리오별로 국제유가는 60~70달러/배럴의 범위를 보일 전망. 특히, 수요 회복 속도가 빨라지고 미국 생산량 정체, 이란 제재가 연장될 경우 국제유가는 70달러/배럴을 상회할 수도 있음



# Dubai-WTI 스프레드 축소

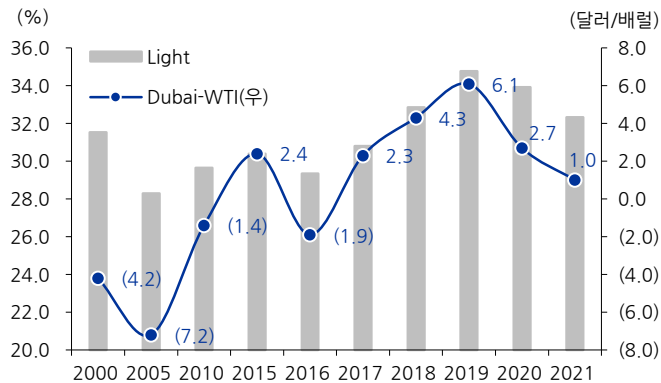
Dubai 약세로  
정제마진 상승

중질, 경질유 생산 변화



자료: 유진투자증권

API 비중 변화에 따른 Dubai-WTI 스프레드 변화 전망



자료: 유진투자증권

- 미국 원유는 상대적으로 황함량이 적고 가벼운 유종인 경질유/저유황유로 구성. 반면, OPEC, 이란은 중질유의 비중이 절대적
- 당사는 미국 원유 생산 정체, OPEC의 점진적 증산, 이란의 생산량 완만한 회복을 가정. 이를 반영 시 **중질유의 비중 상승, 경질유의 비중 하락이 전망됨**
- 항상 Dubai-WTI 가격차이가 유종이 시장에서 차지하는 비중에 따라 변했음을 고려하면, 스프레드는 축소될 가능성이 높음
- 실제로 스프레드는 추가로 확대되지 않고 있으며 이란제재 향방에 따라 추가로 축소될 것이라 판단. **최근 BC 마진 하락, 가솔린 마진 상승도 이와 동일한 이유라 판단**

# 고도화설비 수익성 개선

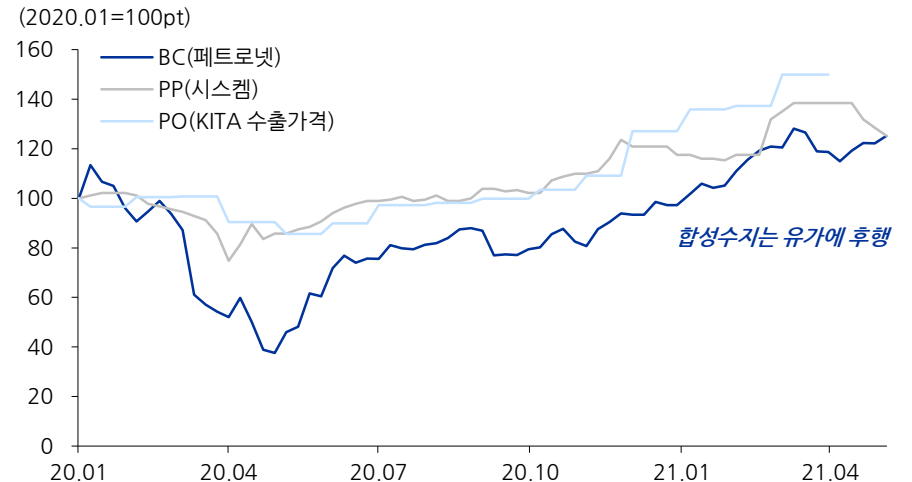
원가가 싸진다

## S-OIL의 RUC/ODC 수익성 전망

(십억원)	2019E	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	1,287	1,326	2,293	2,481	2,481	2,481
PP	239	319	488	542	542	542
PO	254	453	882	979	979	979
Gasoline	613	394	598	598	598	598
MTBE	182	160	326	362	362	362
영업비용	1,265	1,231	1,777	1,860	1,860	1,860
원재료	759	775	1,371	1,454	1,454	1,454
BC	759	775	1,371	1,454	1,454	1,454
감가상각	300	300	300	300	300	300
기타	106	106	106	106	106	106
일회성비용	100	50				
영업이익	22	95	516	621	621	621
OPM(%)	2	7	22	25	25	25
가동률(%)	50%	75%	90%	100%	100%	100%
CAPA						
PP(톤)	405,000	405,000	405,000	405,000	405,000	405,000
PO(톤)	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
Gasoline(b/d)	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
MTBE(톤)	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000
BC(b/d)	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000	63,000
Price						
PP(\$/톤)	1,026	914	1,164	1,164	1,164	1,164
PO(\$/톤)	1,471	1,752	2,839	2,839	2,839	2,839
Gasoline & Alkylate(\$/bbl.)	70	45	68	68	68	68
MTBE(\$/톤)	854	500	850	850	850	850
BC(\$/bbl.)	57	39	58	55	55	55

- 고도화설비는 중질유를 분해해 나프타, 에틸렌 등 고부가가치 제품으로 생산
- BC의 마진 스프레드가 악화되며 고도화율이 높은 정유사는 원가 감소의 수혜를 볼 수 있음
- S-OIL의 RUC/ODC는 BC유 하락, 가솔린/PP/PO 강세로 수혜 전망

## BC, PP, PO 가격 추이



자료: 시스템, 페트로넷, Bloomberg, 유진투자증권

자료: 시스템, 페트로넷, Bloomberg, 유진투자증권  
 주: 2021년 현재 제품별 가격에서 BC 마진 하락 적용해 2024년까지 동일하게 반영하여 추정

# 경제설비 증설 스케줄

수요 > 증설

## 경제설비 증설 전망

시작 시기	국가	CDU(천b/d)	기존 상업운전 예정
2Q20	중국	200	
2Q20	쿠웨이트	171	
2Q21	중국	400	4Q23
2Q21	사우디	400	2Q20
4Q21	중국	320	2Q22
1Q22	인도	125	4Q20
2Q22	쿠웨이트	615	3Q21
3Q22	중국	400	1Q23
1Q23	태국	125	
1Q23	오만	230	
3Q23	중국	100	
<b>폐쇄</b>			
2Q21	호주	139	
4Q21	중국	196	
4Q21	싱가포르	200	
	<b>순증설(A)</b>	<b>수요 증가(B)</b>	<b>차이(B-A)</b>
2020	371	-2,500	-2,871
2021	585	3,000	2,415
2022	1,140	2,000	860
2023	455	1,200	745

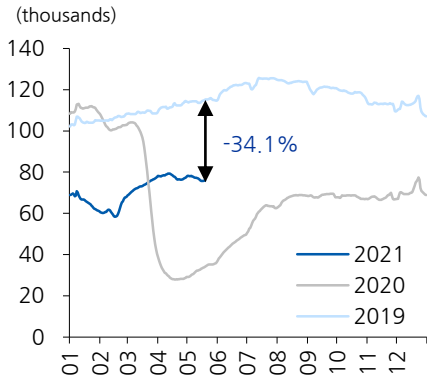
자료: 타이오일, 유진투자증권

- 타이오일에 의하면 2020년 증설되는 경제설비는 37만b/d, 2021년 59만 b/d, 2022년 114만b/d
- 석유 제품의 연평균 수요 성장률은 과거 1%대이며 이를 환산하면 100만b/d 수준. 그러나 COVID-19로 석유 제품 수요의 기저효과 고려하면 2021년은 3백만b/d, 2021년은 2백만b/d의 수요 증가가 예상됨
- 즉, 2023년까지 증설 스케줄을 고려해도 **수요 증가 폭이 더 가파르므로 증설로 인한 정유 업황 악화는 어려울 것이라 예상**

# 항공유, 가솔린 수요와 마진

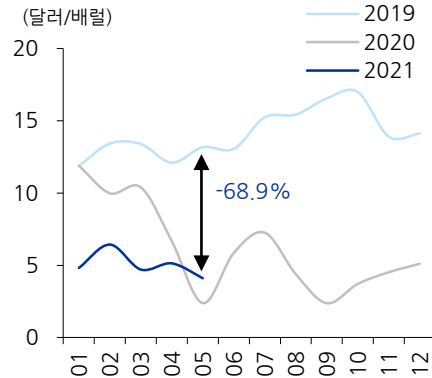
## 항공수요 회복으로 정제마진 상승

항공편수: 2022년 정상화 기대



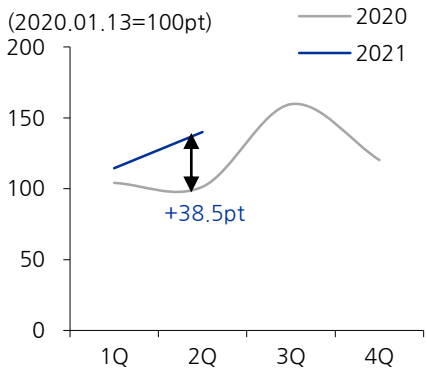
자료: Flightdata24, 유진투자증권

항공유 마진: 추가 개선 가능성



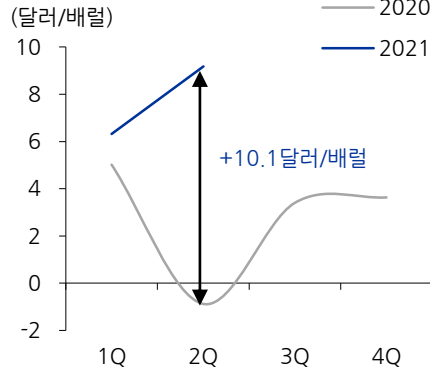
자료: 페트로넷, 유진투자증권

모빌리티 인덱스 정상화 중



자료: Apple, 유진투자증권

가솔린 마진: 경질유 강세



자료: 페트로넷, 유진투자증권

- Flight24에 의하면, 2021년 5월 기준 상업용 항공편수는 2019년대비 34% 감소, 2020년 대비 정상화가 진행 중이며 2022년에는 2019년 수준에 도달할 것이라 판단
- 연말까지 항공편수의 완만한 증가 가정 시, 항공유 마진은 8달러/배럴까지 상승 가능
- 국내 정유사들의 등/경유 수율이 50% 이상임을 고려하면 복합정제마진은 6달러/배럴을 돌파 전망
- Apple이 제공하는 모빌리티 인덱스도 2020년대비 38%pt 개선되었으며 추가 상승 가능성 높음. 가솔린 마진이 10달러/배럴에 도달한 상황이지만, 경질유의 가격 상승세를 고려하면 추가 상승 여력이 있다고 판단
- 여기에 BC유 하락이 예상되어 국내 정유사들의 고도화 설비 마진 개선

# 정제마진 전망

## 2H21~2022년 정제마진 6달러/배럴 상회

### 정제마진 추이와 전망

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	~2022
수요(백만b/d)							
Ethane/LPG	10.4	10.7	11.1	11.7	12.6	12.2	14.8
Naphtha	6.2	6.1	6.1	6.4	6.3	5.9	7.2
Gasoline	24.2	25.1	24.8	26.0	26.4	24.0	27.9
Jet/kero	6.8	7.0	7.4	7.3	7.6	4.4	8.5
Gasoil/diesel	27.5	28.5	29.4	29.0	28.4	26.3	29.8
Residual fuel	7.7	7.0	7.0	7.1	7.2	6.9	7.1
Other products	10.3	10.9	10.9	11.2	11.2	11.0	11.6
제품별 마진(달러/배럴)							
Gasoline	15.1	12.1	12.3	8.5	6.4	2.8	9.5
Gasoil/diesel	13.6	11.0	12.6	14.9	14.1	6.2	7.1
Jet/kero	13.6	11.6	12.2	15.6	14.1	2.4	8.0
B-C	(6.0)	(5.8)	(3.5)	(4.0)	(5.7)	(2.9)	(5.0)
Naphtha	1.3	1.3	0.7	(1.9)	(6.1)	(1.6)	5.4
<b>복합정제마진</b>	<b>8.3</b>	<b>6.9</b>	<b>8.7</b>	<b>9.3</b>	<b>7.4</b>	<b>2.7</b>	<b>6.4</b>

자료: OPEC WOO, eni, 타이오일, 유진투자증권

- OPEC의 원유 수요 전망에 의하면 2020년 항공유 수요는 4백만b/d까지 감소했으며, 가솔린 수요도 2백만b/d 감소
- 2022년 하반기에는 항공유 수요가 800만b/d를 상회해 2019년 수준으로 회복될 것이라 전망되고 있음. 여기에 원유 시장 API 변화(경질, 중질유)를 고려해 석유 제품 공급 변화를 반영하면 제품별 마진 차별화 전망
- 당사 추정에 의하면 가솔린 마진은 평균 9.5달러/배럴, 디젤, 항공유는 7.1, 8.0달러/배럴로 전망됨
- 이를 반영한 복합정제마진은 6.4달러/배럴로 2020년대비 +136% 상승 전망. 유가 상승으로 인한 재고평가를 고려하지 않아도 마진효과만으로 이익 증가 추세 지속될 전망

# 1Q21 BASF 실적발표의 시사점

## 2030년까지 중국의 고속 성장 전망

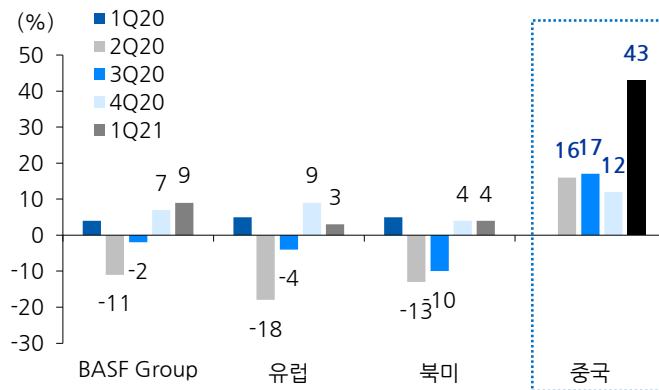
### BASF의 가이드선: 실적 전망 지속 상향

2021년 전망	현재 전망	기존 전망
매출액(십억유로)	68~71	61~64
영업이익(십억유로)	5.0~5.8	4.1~5.0
ROCE	9.2%~11.0%	8.0%~9.2%
가정사항		
GDP growth rate	5.0%	4.3%
산업생산 yoy	5.0%	4.4%
화학생산 yoy	5.0%	4.4%
환율(유로/달러)	1.18	1.18
국제유가(달러/배럴)	60	50

자료: BASF, 유진투자증권

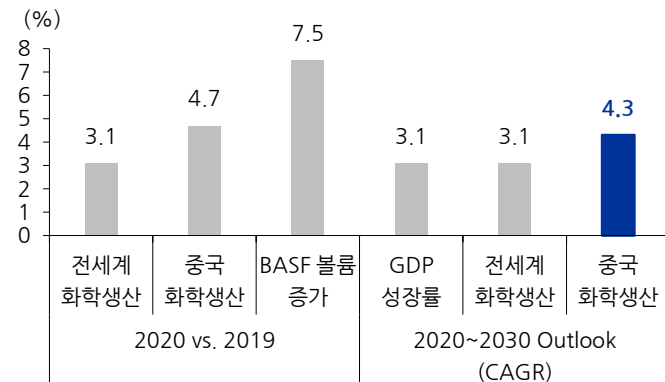
- BASF는 1분기 실적 발표회에서 2021년 연간 화학 시황과 실적 전망을 발표
- 기존대비 실적 가이드선을 20% 이상 상향했으며, GDP 성장률, 화학생산 등 주요 가정들도 상향 조정. 특히, 중국의 화학 수요가 폭발적으로 증가하고 있으며 이 영향으로 **BASF의 판매량도 43% 증가**
- 2030년까지 전세계 화학 생산보다 중국의 성장이 여전히 가파를 것이라 전망했으며 연평균 4.3%의 높은 성장률을 기대. 2019~2020년 기저효과로 4.7%의 성장에 비하면 낮지만 **여전히 4.0% 이상의 고성장을 전망. 탄탄한 수요와 재고 비축이 확대된 영향. 이를 고려하면 화학 시황의 급격한 Peak-out 논란은 과하다고 판단**

### 판매량 추이: 중국 시장의 가파른 성장



자료: BASF, 유진투자증권

### 2020~2030년 전망: 중국의 가파른 성장 지속

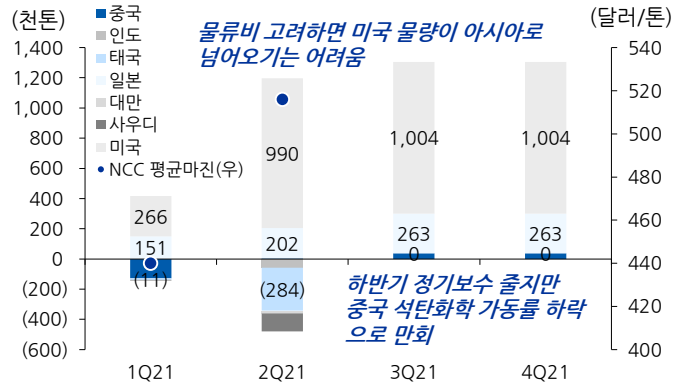


자료: BASF, 유진투자증권

# NCC 마진 강보합 유지

## 석탄 가격 급등으로 역내 NCC 증설 일부 흡수

화학플랜트 정기보수, 설비트러블 규모와 NCC 마진

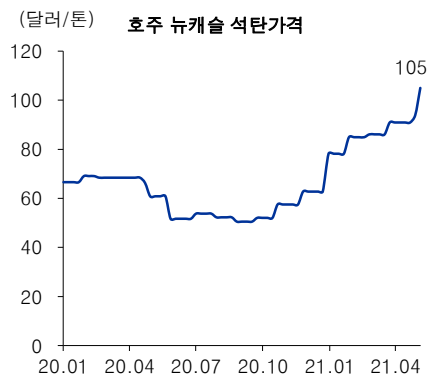
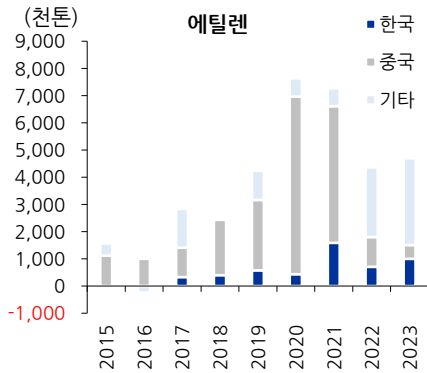


자료: 유진투자증권  
주: 연간 생산 캐파를 일별로 환산, 분기 취합 하였음

- 화학 시황이 초강세를 유지할 수 있었던 것은 1) 중국의 폭발적인 가수요 증가, 2) 미국의 한파, 일본의 지진으로 설비 섰다운, 3) 상반기에 집중된 정기보수 영향
- 미국의 한파 이슈가 마무리되며 2분기부터 99만톤의 공급증가 발생했으나, 최근 물류비 상승으로 아시아 역내와의 차익거래는 미진한 것으로 파악. **현재 유입 고려 시 미국 화학제품의 아시아 유입은 어려울 것이라 판단**
- 미국과 일본을 제외하면 실질적인 정기보수 및 섰다운 영향은 분기별 +48만톤, 연간 약 +2백만톤 수준. 여기에 하반기 신규 증설 고려하면 시황이 지금보다 더 좋아지기는 어려움. 그러나 호주와 중국의 정치적 이슈로 중국, 호주 석탄 가격은 100달러/톤을 돌파. 또한 환경규제 강화로 CTO/MTO(1,500만톤)의 설비 가동률도 상승하기 어려워 역내 NCC 증설 영향은 시장의 우려만큼 크지는 않을 것이라 예상

램프업 2개월 고려하면 4Q부터 영향

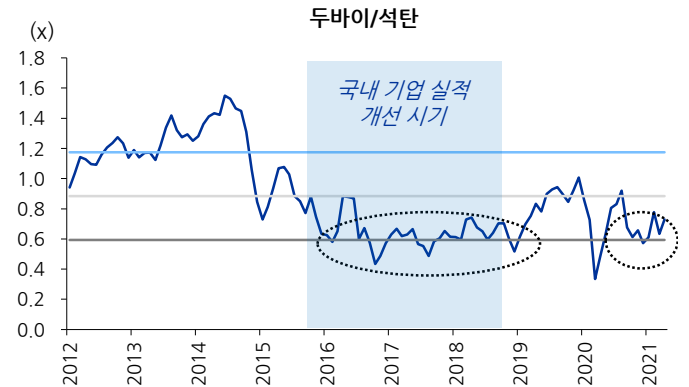
석탄가 100달러/톤 돌파



자료: METI, 유진투자증권

자료: Bloomberg, 유진투자증권

석탄 가격 급등으로 가동률 하락, NCC의 수익성 강화



자료: Bloomberg, 유진투자증권





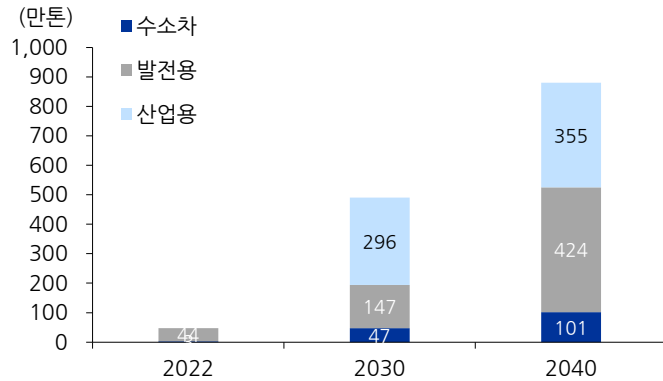
02

**전력/가스: 펀더멘털 < 기대감**

# 수소경제로드맵 2.0

## 산업용 수소 수요 급증 전망

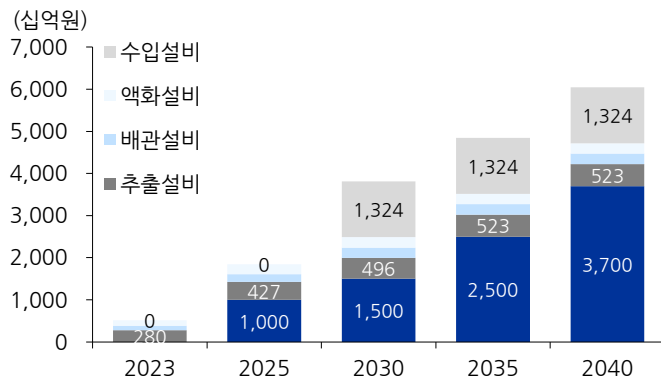
수소경제로드맵 1.0 기준 수소 수요



자료: 산업부, 유진투자증권

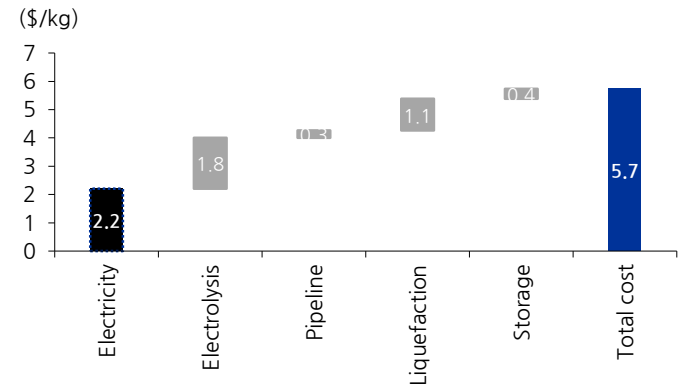
- 수소 수요 자동차용 101만톤, 발전용 424만톤, 산업용 355만톤. 포스코의 고로를 수소환원제철로 대체하면 370만톤의 수소 수요 발생. 이를 고려 시, 2.0 버전에서 산업용 수소 수요 급증 전망
- 한국가스공사는 2040년까지 수소 확보를 위해 총 40조원 투자 계획. 이 중 국내 자산은 추출설비 5,000억원, 배관 3,000억원, 액화 2,500억원, 수입설비 1.3조원으로 구성. 해외 37조원은 모두 그린수소 생산을 위한 재생에너지 발전설비에 투자
- 해외 재생에너지 태양광 20GW, 수소 350만톤 생산 가능. 2040년 예상 수소 수요 880만톤의 40%를 해외 그린수소로 도입, 나머지 500만톤의 블루수소를 생산하기 위해 필요한 천연가스는 1,300만톤으로 국내 가스 수요의 32%로 추정

한국가스공사의 수소 자산 규모 전망



자료: 한국가스공사, 유진투자증권

태양광을 활용한 그린수소 제조 비용



자료: JURICH, 유진투자증권

# 천연가스개별요금제 및 발전용 공급비용

## 가스에 우호적인 정책 시작

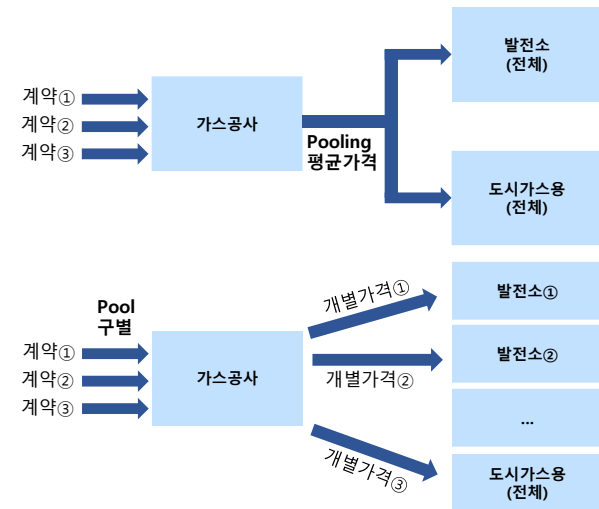
한국가스공사 신규 계약물량 전망

국가	프로젝트	계약기간	도입물량 (만톤/년)
인도네시아	Bontang	1998~2017	100
	Donggi Senoro	2015~2028	70
브루나이	Brunei LNG	2013~2018	100
말레이시아	MLNG3	2008~2028	최대 200
호주	North West Shelf	2003~2016	50
	GLNG	2015~2035	350
	Pluto LNG	2014~2017	최대 220
카타르	RasGas(Train 1,2)	1999~2024	492
	RasGas(Train 3)	2007~2026	210
		2013~2033	150~200
		2012~2016	150~200
오만	Oman LNG	2000~2024	400
예멘	Yemen LNG	2008~2028	200
러시아	Sakhalin 2	2008~2028	150
이집트	Egyptian LNG(Train 2)	2008~2016	최대 156
미국	Sabine Pass LNG(Train 3)	2017~2037 (20년계약+옵션 10년)	350
기타	Shell Eastern Trading	2013~2039	최대 364
	Shell	2008~2016	최대 156
	Total	2014~2031	200
	ENI	2013~2017	170

자료: 한국가스공사, 유진투자증권

- 2022년부터 천연가스 개별요금제 시행
- 2024년 계약이 종료되는 오만, 카타르 물량은 더 저렴한 LNG 계약공식을 가질 확률이 높음. 기존 100MW 이상 발전소만 한국가스공사 물량을 조달할 수 있었으나, 연료전지는 예외로 지정되며 저가 원료 수혜를 입을 수 있음
- 발전용 공급비용은 분기별 편차에서 연간 평균으로 제도가 수정됨

평균 원료비 제도 vs. 개별 원료비 제도

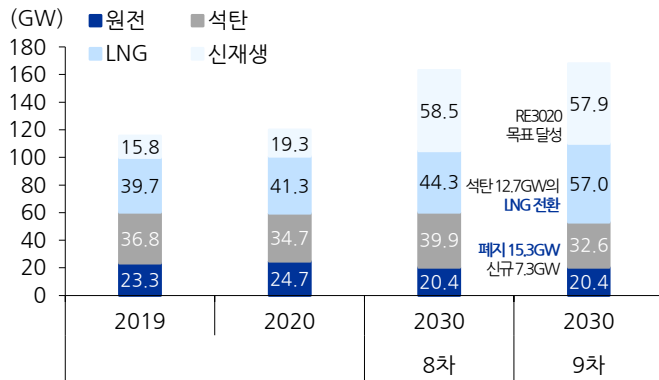


자료: 에너지경제연구원, 유진투자증권

# 5차 재생에너지기본계획

## 공공, 민간의 투자 확대

### 9차 전력수급기본계획 설비 용량



자료: 산업부, 유진투자증권

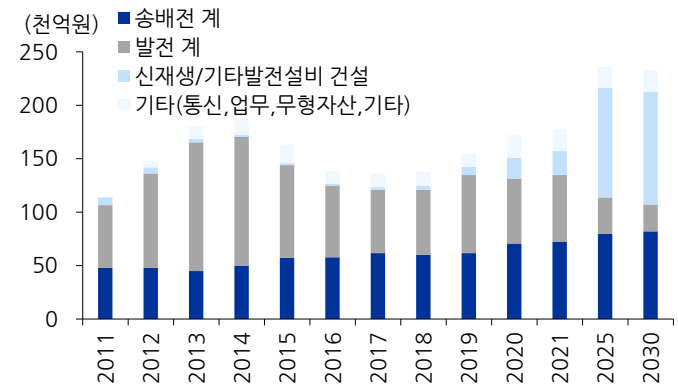
- 2030년 기준 전체 발전설비의 20%를 재생에너지로 충당할 계획
- 전체 60GW 설비 중 한국전력 및 발전자회사 40GW, 민자 20GW 전망
- 직접PPA 통과로 민간의 재생에너지 확대, 한국전력의 M/S 하락으로 한전 재생 에너지발전사업 허가에 대한 명분은 마련된 상황
- 2030년 누적 한국전력 및 발전자회사의 재생에너지 투자규모는 120조원, 민간 60조원으로 추정. 석탄 등 기타발전 투자비용 감소 감안하면 연평균 23조원 투자 필요하며, 현재 EBITDA로는 투자가 쉽지 않음. 하반기 전기요금 조정을 통해 적정 이익 창출이 필요한 상황

### 5차 재생에너지기본계획 발전 믹스 전망

구분	2022	2030	2034
<b>신재생 비중 (%)</b>	10.1	20.3	25.8
재생에너지	8.7	17.3	22.2
신에너지	1.4	3.0	3.6
<b>태양광</b>	47.4	38.9	39.3
육상풍력	7.2	8.1	7.6
해상풍력	3.0	23.8	27.5
<b>바이오</b>	21.9	10.8	8.9
수력	5.9	3.0	2.4
해양	0.8	0.4	0.3
<b>연료전지</b>	9.9	13.1	12.5
IGCC	3.9	1.9	1.4

자료: 산업부, 유진투자증권

### 한국전력의 투자비 전망



자료: 유진투자증권 추정

# 해상풍력의 급성장

## 가장 빠른 성장

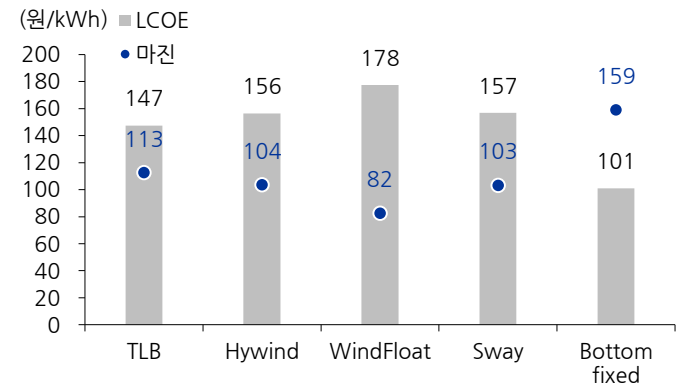
### 국내 해상풍력발전 단지 계획

	단지명	위치	추진기업	용량(MW)
전북	새만금	새만금	새만금해상풍력	99
	서남해	위도, 안마도	한국해상풍력	60
	전남	신안군, 영광군	포스코에너지, SK E&S, 한양	4,000
전남	전남	전라남도	남동발전, 포스코에너지	300
	완도	완도 평일도	남동발전, 완도군	200
	자은	신안군 자은도	한국풍력협회 전남개발공사	200
	신안	신안군	남동발전, 한화건설	400
	영광	영광군 백수읍	동서발전, 대한그린에너지	80
충북	태안	태안군	한국서부발전	100
	탐라	한경면	남동발전	30
	한림	한림읍	한전기술, 대림산업, 중부발전	100
	대경	대경읍	남부발전, 삼성중공업	100
	동부	우도, 한동리	한라해상풍력, SK D&D	110
	한동, 평대	한동리, 평대리	한라해상풍력	110
	월경, 행원	월경리, 행원리	제주에너지공사	125
	표선세화	표선리, 세화2리	SK D&D	135
	월경, 행원	김녕리	에너지기술연구원	5
경북	포항	포항시	GS E&R	198
경남	삼천포	경남	남동발전	60
울산	강동	강동, 경자동	한전기술, SK건설	200
부산	해기	해운대, 기장군	부산시, 지원드스카이	540
	고리	부산	한수원	300
인천	영흥	인천	남동발전	100

자료: 국회, 유진투자증권

- 2030년 국내 해상풍력 캐파 목표 12GW
- 이 중 도표의 7GW는 지구지정동의, 타당성 조사 등 추진 중
- 2020년 3.3GW 발전사업을 추가로 허가 받았으며, 이외에 울산 부유식 해상풍력, 신안 추가 발전사업 허가 전망
- 해상풍력 REC 최대 3.5배로 상향되며 부유식으로도 경제성 확보 가능. 발전단가의 하락보다 판가의 상승으로 수익성 확보

### 해상풍력의 사업성 전망



자료: 유진투자증권 추정

# 해상풍력의 종류

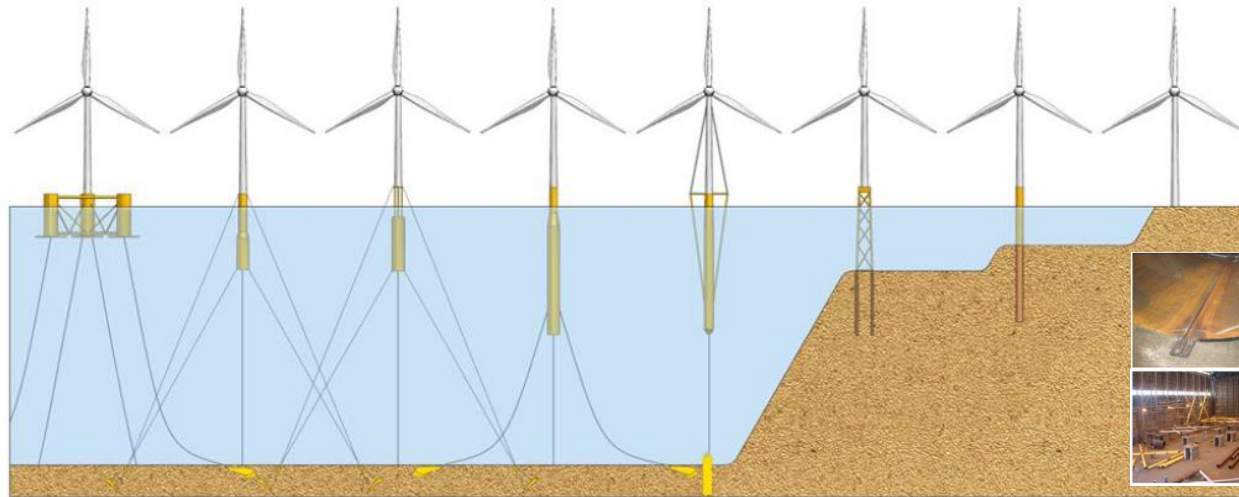
## 부유식 해상풍력에 관심을

### 타입별 특징과 밸류체인

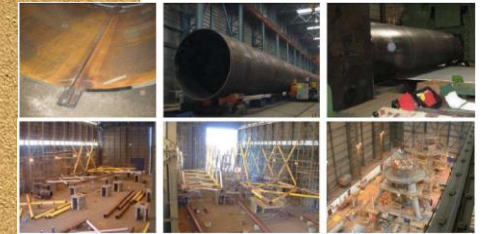
부유체: 조선사



무어링: DSR, DSR제강, 고려제강



고정식 구조물: 삼강엠엔티, 삼일씨엔에스



	WindFloat	TLB	Hywind	SWAY	Bottom fixed(고정식)
디벨로퍼	Principle Power	UMB/IFE	Equinor	SWAY AS	-
기초타입	Semi-Submersible	Tension Leg Buoy	Spar-Buoy	Tension Leg Spar	Monopile & Jacket
무어링(계류)	Catenary system (4lines)	Taut leg system (6lines)	Catenary system (3lines)	Vertical system (1line)	-
수심(m)	60~100m	60~100m	60~100m	60~100m	0-60m
하부구조물 무게(톤)	2,500	445	1,700	1,100	-

자료: 유진투자증권

# 원가연계형 요금제

## 하반기 요금 인상 전망

- 2020년 3분기~2022년 2분기 +3원/kWh 요금 인상 기대. 인상을 기대하는 이유는 공기업 중심으로 재생에너지 확대가 계획되어 있으나, 연평균 투자비를 현 현금흐름으로 충당하기 어렵기 때문. 여기에 정산조정계수 조정으로 **별도 한전은 1분기 당기순손실 4천억 기록. 연동제의 정상 작동 없이는 유의미한 투자 집행이 어렵고, 이는 정부의 에너지전환에 걸림돌로 작용할 전망**

### 연료비연동제 요금 인상, 인하 전망

기간	기준 연료비			실적 연료비			조정단가			가중평균	상하한	분기조정	여분	판매량 (GWh)	조정영향 (십억원)	
	유연탄	유류	LNG	유연탄	유류	LNG	유연탄	유류	LNG							
	(원/ton)	(원/리)	(원/ton)	(원/ton)	(원/리)	(원/ton)	(원/kWh)	(원/kWh)	(원/kWh)							
2Q22	2022/04	127,982	665,991	539,713	140,000	774,747	580,297	4.8	34.0	6.2	7.2	5.0	3.0	4.2	121,657	365
	2022/03	127,982	665,991	539,713	140,000	774,747	580,297	4.8	34.0	6.2	7.2	5.0	3.0	4.2		
	2022/02	127,982	665,991	539,713	140,000	774,747	580,297	4.8	34.0	6.2	7.2	5.0	3.0	4.2		
1Q22	2022/01	127,982	665,991	539,713	140,000	774,747	580,297	4.8	34.0	6.2	7.2	5.0	3.0	4.2	135,735	407
	2021/12	126,376	599,811	467,708	140,000	769,683	576,505	5.4	53.1	16.7	12.5	5.0	3.0	9.5		
	2021/11	126,376	599,811	467,708	140,000	759,655	568,993	5.4	50.0	15.6	11.8	5.0	3.0	8.8		
4Q21	2021/10	126,376	599,811	467,708	138,333	744,760	557,837	4.8	45.3	13.9	10.6	5.0	3.0	7.6	126,635	380
	2021/09	126,376	599,811	467,708	135,033	730,156	546,899	3.5	40.7	12.2	9.1	5.0	3.0	6.1		
	2021/08	126,376	599,811	467,708	128,286	710,138	549,131	0.8	34.5	12.5	7.5	5.0	3.0	4.5		
3Q21	2021/07	126,376	599,811	467,708	122,962	677,006	571,466	(1.4)	24.1	16.0	6.7	5.0	3.0	3.7	135,267	406
	2021/06	126,376	599,811	467,708	116,762	638,653	546,146	(3.8)	12.1	12.1	3.3	3.3	3.0	0.3		
	2021/05	126,376	599,811	467,708	113,301	542,386	508,844	(5.2)	(17.9)	6.3	(2.0)	(2.0)	(2.0)	0.0		
2Q21	2021/04	126,376	599,811	467,708	110,632	467,453	449,252	(6.3)	(41.4)	(2.8)	(7.5)	(5.0)	(3.0)	(4.5)	121,657	(365)
	2021/03	126,376	599,811	467,708	112,178	434,119	401,392	(5.7)	(51.8)	(10.2)	(10.5)	(5.0)	(3.0)	(7.5)		
	2021/02	126,376	599,811	467,708	115,397	484,144	355,126	(4.4)	(36.1)	(17.3)	(10.6)	(5.0)	(3.0)	(7.6)		
1Q21	2021/01	126,376	599,811	467,708	118,450	529,878	321,861	(3.2)	(21.9)	(22.4)	(10.2)	(5.0)	(3.0)	(7.2)	135,735	(407)

자료: EPSIS, 전력통계속보, 유진투자증권

# 기후환경요금 조정

환경비용 증가 영향은  
2021년이 피크

- 1년씩 후행적으로 기후환경요금 반영
- 2021년부터 3차 배출권거래제 시행으로 환경비용 약 1조원 증가 가능. 이는 2022년 반영될 예정
- 3차 기간이 2021~2025년까지 이므로 할당량이 2022년에 크게 늘지는 않음. RPS 대응비율 상승으로 인한 비용 3천억원 증가

2022년부터는 배출권 비용의 증가 폭이 제한적이라 환경요금은 2021년이 피크

(원/kWh)	2016	2018	2020	2021
RPS	1.4	2.0	2.3	4.5
ETS	0.1	0.1	0.3	0.5
석탄감축			0.1	0.3
합계	1.5	2.1	2.7	5.3

총 발전량(GWh)	497,036	531,255	506,703	519,294
------------	---------	---------	---------	---------

(십억원)	2016	2018	2020	2021
RPS	696	1,063	1,165	2,337
ETS	50	53	152	260
석탄감축	0	0	51	156
합계	746	1,116	1,368	2,752

자료: 한국전력, 유진투자증권



# 바라카 원전 상업운전과 해외원전

## 투자의 결실을 맺을 시점

바라카 원전 #1, 2



자료: WNA, 유진투자증권

### 수주 가능성이 높은 원전 발주 일정

	폴란드	체코
2021년	기술선정	
2022년	공급사 계약	
2023년		우선협상
2024년		공급사 계약
2026년	제1부지 착공(총 3기)	
2029년		착공
2033년	1호기 준공	
2036년		준공

자료: WNA, 유진투자증권

- 바라카 원전 2021년 4월 6일 상업운전 시작. 바라카 2호도 3월 9일 운영 허가를 승인 받았으며, 2022년 상반기 상업운전 예정. 기존 4개 호기 상업운전 시기는 2017, 2018, 2019, 2020년이었으며, 4년씩 연기
- Nawah 지분 ENEC 72%, 한국전력 18%
- EU Taxonomy는 정치적 이슈라 판단하기 어려움. Nordstream2 완공 후 독일을 경유하는 가스가 많아져 에너지안보를 위해 동유럽은 발전원 일부를 원전으로 충당하고 싶어함. 프랑스는 자국에 원전회사가 있고, COVID-19 이후 제조업 르네상스를 꿈꾸는 유럽 대부분 국가들과 비슷한 목적으로 원전 찬성
- 폴란드는 제1부지에 3호기 및 2부지에 3호기, 총 6기 건설 예정. 폴란드의 경우 배터리 공장 건설로 한국에 우호적이며, **러시아 원전을 활용하지 않겠다고 밝혀 한국의 수주 가능성이 높음**
- 체코는 기존에 러시아 노형을 활용하기로 했으나, 최근 이를 번복해 한국의 수주 가능성 부각. 그러나 2023년 이후 우선협상이고 2029년 착공 예정이라 너무나 먼 얘기
- 이집트 원전은 2차측이라 국내 유틸리티 업종에 미치는 영향 미미

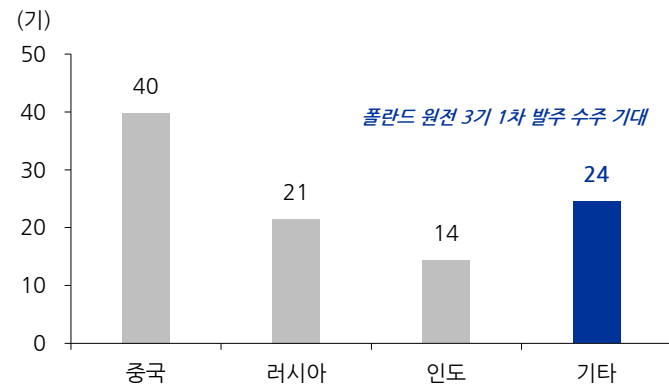
### 세계 원전 현황

구분	기수	MW	국가수
운전중	443	393,084	30
건설중	50	55,763	19
<b>계획중</b>	<b>98</b>	<b>102,507</b>	<b>18</b>
영구정지	192	87,248	21

자료: WNA, 유진투자증권

- 전세계 원전 계획 국가는 총 18국으로 미국, 중국, 러시아, 인도 및 동유럽과 일부 아시아 국가
- 계약 체결 추진 중인 국가로는 이집트, 폴란드
- 발주가 취소되었거나 지연된 국가로는 태국, 인도네시아, 사우디, 베트남 등

### 국가별 발주 계획



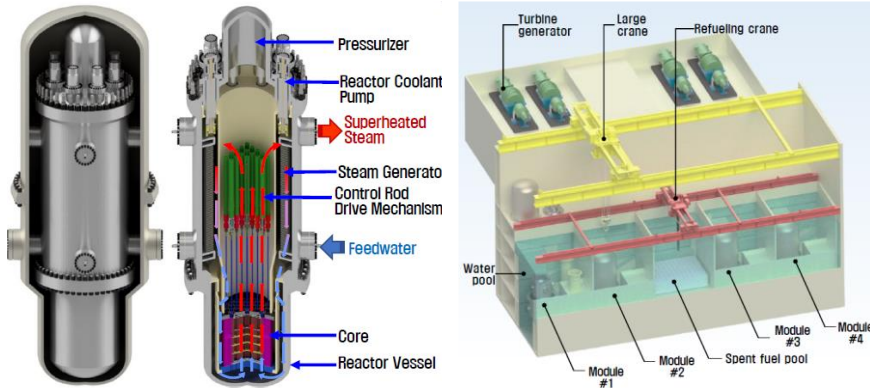
자료: WNA, 유진투자증권

- 중국, 러시아, 인도 3국이 원전 발주 75기를 차지할 것으로 예상되고 있음
- WNA는 기타 국가 중 유럽의 발주 물량 12기 예상하고 있으나 대부분 2030년 이후
- 유럽과 러시아의 관계 회복 여부에 따라 수주 가능성 타진 전망

# SMR에 대한 과도한 기대는 견제

SMR = 소형 모듈화 원자로

## 한수원의 혁신형 SMR



자료: 한수원, 유진투자증권

- SMR은 원자로 또는 일차계통을 포함한 전체 원자로 시스템을 공장에서 **모듈 형태로 제작한 후 건설 현장으로 이송하여 설치하는 300MW 이하의 원전**
- 총 71개 모델 개발 중. 국가별로 미국 17, 러시아 17, 일본 7, 중국 8기 등
- 이 중 40개는 컨셉만 있는 초기 단계이며 5기는 기본설계 단계
- 미국 NuScale의 경수로 방식이 NRC 인증을 받고 2022년 파일럿 프로젝트 착공, 2026년 인허가 목표
- 한수원의 혁신형 원자로로는 기존 SMART를 더 작고 더 안전하고 더 효율적으로 만들겠다는 것인데 이름만 혁신형이라 칭한 것이며 SMART와 원리 동일

## SMR 종류: 경수로를 제외하고는 모두 4세대 원전

원자로형	가압경수로	초고온가스로	소듐냉각로	납냉각로
냉각재	물	헬륨	나트륨	납
온도(도)	330	750~950	530	550
용도	전력, 담수, 난방	전력, 산업열, 수소	전력, 석유정제	
장점	대형 원전에서 활용하던 방식	안전성, 다목적	우라늄 증식 가능	
단점	폭발, 복잡	검증 필요, 사이즈 대형	발화 가능성	고온 부식

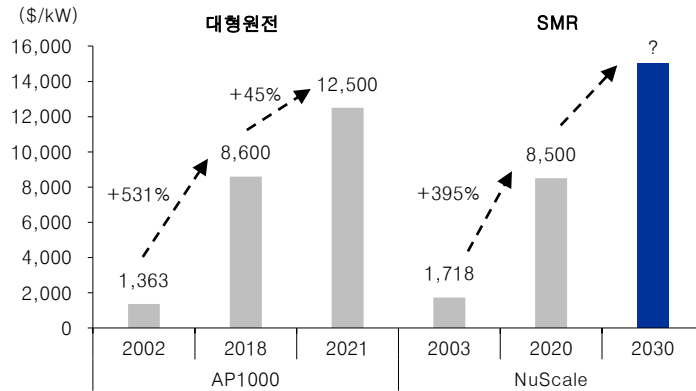
자료: WNA, 유진투자증권

- 수냉각형: 물을 냉각재와 감속재로 사용하는 원자로이며 기존 대형 원전 타입
- 4세대 SMR: 소듐냉각로, 납냉각로, 가스냉각로, 고온가스냉각로, 용융염냉각로 등이 개발 중
- SMR은 비상냉각장치나 비상전원이 작동하지 않아도 붕괴 잔열을 자연스럽게 외부 방출하도록 구현 가능. 증기발생기 등 **1차측 기기들을 원자로 용기 내부에 배치하여 대형원전의 배관파단 사고 발생가능성 등을 제거하는 것이 특징**

# SMR 성공? 닭이 먼저냐, 달걀이 먼저냐..

극복해야 할 난관이 너무 많음

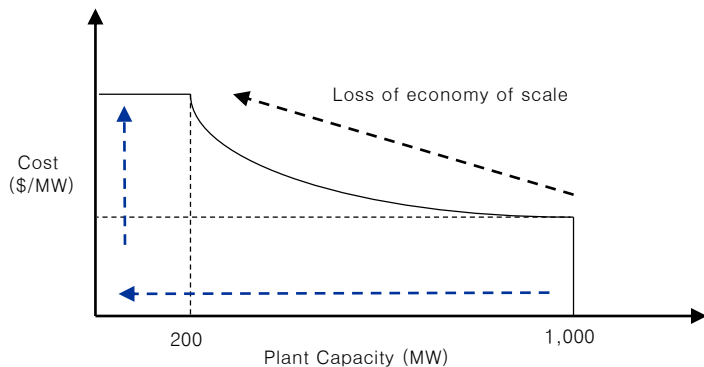
## 미국의 대형 vs. 소형 원전 건설비 비교



자료: MIT, 유진투자증권

- 원전은 건설비가 초기에 집중적으로 투입되어야 하고 발전원가에서 차지하는 비중도 가장 커 경제성을 좌우하는 가장 중요한 요인
- 대형원전은 건설과정에서 주기기 운송, 설치, 안전검사, 인허가 등의 절차를 필요하지만 SMR은 모듈화를 통해 이 과정을 단축시키고 시간과 비용을 절감한다는 것. 모듈을 반복적으로 제작하여 학습효과 발생해 비용 절감 목표
- 그러나 NuScale도 2003년 35MW으로 시작해 현재 70MW까지 용량 확대. **Scale-up 없이 기술혁신만으로 경제성을 갖기 어렵다는 것을 의미**

## 규모의 경제에 역행



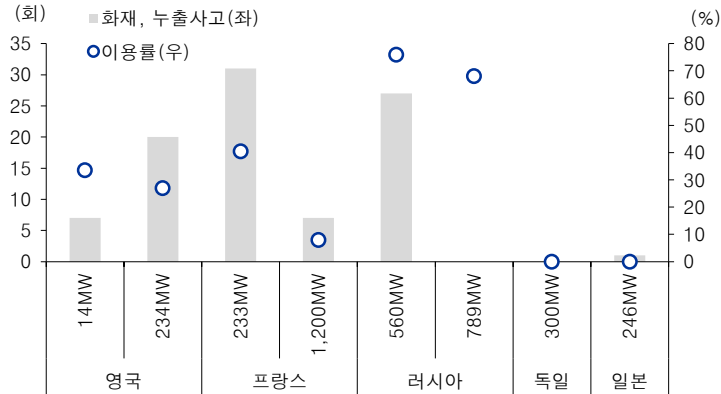
자료: WNA, 유진투자증권

- SMR의 상용화를 위해서는 초기 시점부터 충분한 수주물량이 미리 확보되거나 적절한 시기에 수주가 이어져야 함. 미리 수주가 되는가? 다양한 플레이어들의 경쟁은? 닭이 먼저냐 달걀이 먼저냐?의 문제로 귀결
- 최초 호기를 유지하기 보다는 이미 성공적인 건설/운영 경험이 있는 노형을 유지하려 하는 원자력의 특성상 기술개발 완료 및 상용화와 동시에 시장에 빠른 속도로 확산되기는 어려울 전망 → 요르단도 SMR 대신 대형원전 선택
- 모듈제작공장에서 인허가를 획득할 수 있는냐? SMR이 **수출되는 경우에는 두 국가간에 공통의 인허가 기관이 존재하지 않는 이상 문제는 더 까다롭고 복잡해 질 수 밖에 없음.** 한수원에 의하면 혁신형 SMR의 목표는 수출!

# SMR에 대한 결론

## 사라지는 탄소 기저발전을 일부 대체하는 수단

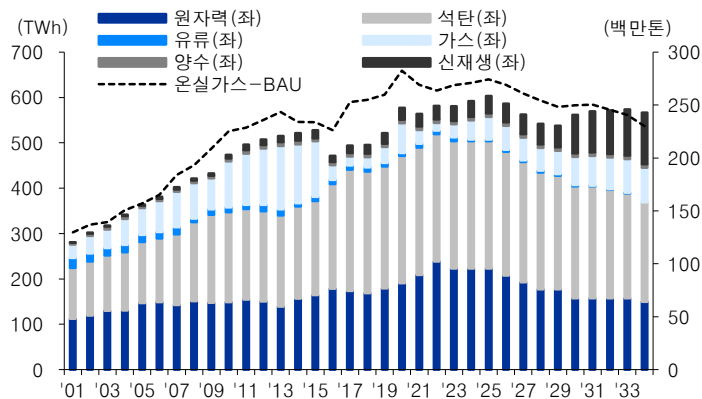
비경수로형 원전의 이용률과 사고 Case



자료: IAEA, 유진투자증권

- 4세대 SMR로 개발되고 있는 원자로는 소듐냉각로, 납냉각로, 가스냉각로, 고온가스냉각로, 용융염냉각로 등으로 마이크로소프트의 빌게이츠가 설립한 테라파워는 소듐냉각로를 바탕으로 한 원자로
- 과거 역사적으로 비경수로형, 특히 소듐냉각로의 화재, 누출사고가 빈번했던 만큼 기술 검증에 많은 시간이 소요될 전망. 특히, 소듐-물 반응사고는 대체설비로 영향을 완화할 수 있겠지만, 이에 따른 **원자로 정치 및 정비는 경제성을 떨어뜨리는 요인으로 작용할 수 있음**

전력수급계획을 바탕으로 온실가스배출량 추정



자료: 전력수급계획, 유진투자증권

- 정부의 온실가스 감축 목표는 2030년 BAU 대비 37% 감축
- 노후석탄발전소 폐지, 석탄 총량제, 탄소세 도입, 미세먼지저감 특별대책 등으로 석탄 발전소의 이용률은 50% 수준에 머물 전망. 이를 반영하고 RE3020을 달성한다고 가정해도 정부의 탄소감축 목표는 공격적이긴 함
- 그러므로 **사라지는 석탄발전소를 대체할 하나의 옵션, 우주개발, 잠수함 등 다양한 용도로 SMR R&D가 지속되어야 하는 것은 맞음.** 그러나 발전용으로 상용화를 위해서는 앞서 지적했던 문제들이 모두 해결되어야 할 것



03

추천주

# 2H21 Top-picks

## 정유 최선호

- 2H21~2022년 업황 개선 및 시장 눈높이를 상회하는 실적이 기대되는 정유 업종에 주목. Top-picks는 SK이노베이션, S-OIL
- 유틸리티 산업은 실적 보다 전기요금 인상, 해외 원전 수주 및 수소경제로드맵 2.0 모멘텀이 주가에 반영될 수 있는 한국전력, 한전KPS, 한국가스공사 순서로 관심종목 추천

### 업종 커버리지 실적 추정과 컨센서스 괴리율

Top picks	(단위: 십억원)	시가총액	유진 추정 영업이익						컨센서스 영업이익					2021F		2022F	
			1Q21A	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021F	차이(%)	1Q21A	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021F	PER	PBR	PER	PBR
o	<b>SK이노베이션</b>	25,613	503	519	567	524	<b>2,113</b>	<b>30.7</b>	378	336	368	393	<b>1,617</b>	9.9	1.5	17.8	1.4
o	<b>S-OIL</b>	10,673	629	465	511	527	<b>2,131</b>	<b>27.7</b>	341	341	375	362	<b>1,669</b>	7.1	1.6	8.5	1.4
	GS	4,256	710	555	580	571	<b>2,416</b>	<b>25.3</b>	483	441	480	420	<b>1,928</b>	3.6	0.5	3.6	0.4
	한화솔루션	8,655	255	240	330	308	<b>1,133</b>	<b>9.1</b>	229	269	285	232	<b>1,039</b>	10.0	1.1	9.5	1.0
	한국가스공사	3,005	765	53	(47)	431	<b>1,202</b>	<b>8.9</b>	895	28	(47)	325	<b>1,104</b>	8.6	0.4	7.9	0.4
	OCI	3,160	47	94	101	95	<b>337</b>	<b>7.7</b>	51	89	97	80	<b>313</b>	18.3	1.3	14.5	1.2
	지역난방공사	503	134	(35)	(8)	51	<b>142</b>	<b>1.4</b>	136	(37)	(13)	61	<b>140</b>	8.5	0.3	8.3	0.3
	한전KPS	2,018	56	40	42	54	<b>192</b>	<b>1.1</b>	30	45	45	59	<b>190</b>	13.9	1.7	13.4	1.6
	삼천리	381	74	2	(1)	21	<b>97</b>	-	69	-	-	-	-	6.3	0.3	6.2	0.3
	롯데케미칼	9,511	624	539	521	470	<b>2,154</b>	(1.8)	495	566	578	491	<b>2,193</b>	5.3	0.7	5.0	0.6
	한전기술	2,140	1	4	7	5	<b>17</b>	(2.9)	9	(0)	12	6	<b>18</b>	205.7	4.3	480.8	4.3
	LG화학	56,686	1,408	872	1,270	1,244	<b>4,794</b>	(3.1)	1,010	1,329	1,253	1,137	<b>4,945</b>	20.1	3.4	18.9	3.1
	SKIET	10,124	32	40	55	60	<b>187</b>	(4.4)	-	-	-	-	<b>196</b>	71.6	6.7	52.1	5.9
	대한유화	1,736	87	90	79	68	<b>323</b>	(8.1)	87	93	93	83	<b>351</b>	7.0	0.8	7.1	0.7
	한국전력	16,723	572	(964)	251	(856)	<b>(997)</b>	적전	683	(877)	1,354	(891)	<b>639</b>	-	0.2	-	0.2

자료: 유진투자증권



# SK이노베이션

(096770)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**400,000원**  
(유지)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-1.2	6.3	54.3
절대기준(%)	0.3	1.3	34.1

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	400,000	400,000	-
영업이익(20)	2,113	2,068	+2.2
영업이익(21)	2,204	2,158	+2.1

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	274,000원
시가총액(십억원)	25,613
발행주식수(천주)	92,466천주
52주 최고가(원)	327,500원
최저가(원)	93,000원
52주 일간 Beta	2.7
60일 일평균거래대금(백만원)	270,287
외국인 지분율(%)	23.0%
배당수익률(2021F)(%)	0.0%
주주구성(%)	
SK	33.4
자사주	11.0

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가(12M)  
**400,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	49,307	34,165	44,340	44,878	45,512
영업이익(십억원)	1,114	-2,569	2,113	2,204	2,387
세전계속사업손익(십억원)	501	-2,870	3,174	1,858	1,981
당기순이익(십억원)	66	-2,147	2,489	1,394	1,486
EPS(원)	-387	-23,498	27,513	15,403	16,424
증감률(%)	적전	na	흑전	-44.0	6.6
PER(배)	na	na	9.9	17.8	16.7
ROE(%)	-0.2	-13.6	16.1	8.0	7.9
PBR(배)	0.8	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.3	na	10.1	10.1	9.6

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 정유 업황 개선과 배터리 수익성 개선

### 투자포인트

- 하반기 정유업황 개선: 최근 ESG 투자 열풍으로 미국 원유 생산량 1,100만 b/d로 정체, 중동원유 생산량 확대되며 Dubai-WTI 스프레드 축소해 정체마진 상승
- 경질유, 중질유의 가격 변화: 가솔린 강세, BC유 약세로 윤활유 사업부 및 고도화설비 수익성 개선 전망
- 밸류에이션 매력: 경쟁사 시가총액 고려할 시, 현재 주가에 배터리 셀 가치는 반영되지 않고 있는 상황

### 최근 실적 동향 및 이슈

- 1Q21 Review: 매출액 9.2조원(+25.2%qoq, -17.2%yoy), 영업이익 5,025억원(흑전qoq, 흑전yoy), 당기순손실 -3,681억원(적지qoq, 적지yoy)으로 영업이익 기준, 시장 컨센서스를 29.6% 상회하였으나 배터리 소송 관련 영업외비용 9,763억원 반영되며 순이익은 적자지속
- 정유사업부는 영업이익 4,161억원(흑전qoq, 흑전yoy)을 기록해 당사 추정치를 1천억원 상회. 미국 한파 및 일본 지진으로 분기 평균 국제유가가 상승(+15.4달러/배럴, 이하 4Q20 대비)해 재고효과 +3,156억원, 마진효과 +2,718억원(휘발유 +2.6, 경유 +1.5, 등유 +0.9달러/배럴) 반영
- 배터리사업은 영업이익 -1,767억원으로 적자 확대. 1분기 중국 공장 양산 시작으로 인한 초기 비용 발생으로 수익성이 악화된 영향. 그러나 동사는 2021년 매출액 3조원 상회, 영업손실 규모 30% 감소, 수주잔고 600GWh(80조원) 가이던스를 유지하였으며, 분리막(SKIET)도 판매물량 50% 증가 예상

# SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	39,535	38,498	44,995	47,971	51,774
유동자산	17,354	13,295	17,430	16,530	16,946
현금성자산	4,642	5,025	3,424	2,358	2,579
매출채권	4,888	2,920	5,344	5,409	5,486
재고자산	6,495	3,878	7,175	7,262	7,365
비유동자산	22,181	25,203	27,566	31,441	34,828
투자자산	5,590	6,101	6,349	6,607	6,875
유형자산	15,418	17,878	19,870	23,154	26,266
기타	1,173	1,224	1,347	1,681	1,687
<b>부채총계</b>	21,321	23,040	26,993	28,545	30,876
유동부채	10,457	11,015	14,649	14,781	14,931
매입채무	5,458	4,780	8,384	8,486	8,606
유동성이자부채	2,525	3,265	3,265	3,265	3,265
기타	2,475	2,971	3,000	3,030	3,061
비유동부채	10,864	12,025	12,344	13,764	15,945
비유동이자부채	9,782	11,541	11,841	13,241	15,401
기타	1,082	483	503	522	543
<b>자본총계</b>	18,213	15,458	18,002	19,427	20,899
자배지분	17,468	14,540	17,084	18,508	19,980
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	5,942	5,942	5,942
이익잉여금	12,175	9,891	12,435	13,860	15,331
기타	(941)	(1,762)	(1,762)	(1,762)	(1,762)
비자배지분	745	918	918	918	918
<b>자본총계</b>	18,213	15,458	18,002	19,427	20,899
총차입금	12,307	14,806	15,106	16,506	18,666
순차입금	7,665	9,781	11,682	14,148	16,087

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	1,826	2,851	1,877	2,939	3,231
당기순이익	66	(2,147)	2,489	1,394	1,486
자산상각비	1,208	1,367	1,576	1,715	1,928
기타비현금성손익	(19)	(51)	(87)	(135)	(139)
운전자분증감	535	4,272	(2,102)	(35)	(44)
매출채권감소(증가)	294	1,817	(2,424)	(65)	(76)
재고자산감소(증가)	(67)	2,635	(3,297)	(87)	(103)
매입채무증가(감소)	236	(2,679)	3,604	102	120
기타	73	2,500	15	15	15
<b>투자현금</b>	(3,167)	(4,129)	(3,863)	(5,493)	(5,214)
단기투자자산감소	17	(35)	(85)	(88)	(92)
장기투자증권감소	0	0	(5)	12	12
설비투자	2,577	3,763	3,429	4,937	5,006
유형자산처분	80	6	0	0	0
무형자산처분	(167)	(114)	(262)	(396)	(40)
<b>재무현금</b>	1,686	2,145	300	1,400	2,113
차입금증가	2,892	2,438	300	1,400	2,160
자본증가	(1,004)	(149)	0	0	(47)
배당금지급	1,004	149	0	0	47
<b>현금증감</b>	370	745	(1,686)	(1,154)	130
기초현금	1,826	2,196	2,941	1,255	101
기말현금	2,196	2,941	1,255	101	231
Gross Cash flow	2,021	(1,004)	3,979	2,974	3,275
Gross Investment	2,649	(179)	5,880	5,440	5,166
<b>Free Cash Flow</b>	(628)	(825)	(1,901)	(2,466)	(1,892)

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	49,307	34,165	44,340	44,878	45,512
증가율(%)	(9.1)	(30.7)	29.8	1.2	1.4
매출원가	46,344	34,643	40,095	40,496	40,901
<b>매출총이익</b>	2,963	(478)	4,245	4,382	4,611
판매 및 일반관리비	1,849	2,090	2,132	2,178	2,224
기타영업손익	(1)	13	2	2	2
<b>영업이익</b>	1,114	(2,569)	2,113	2,204	2,387
증가율(%)	(47.0)	격전	흑전	4.3	8.3
<b>EBITDA</b>	2,322	(1,202)	3,689	3,919	4,315
증가율(%)	(23.4)	격전	흑전	6.2	10.1
<b>영업외손익</b>	(613)	(301)	1,062	(346)	(406)
이자수익	106	68	75	67	68
이자비용	341	354	314	437	570
자본법손익	54	(29)	161	185	192
기타영업손익	(432)	13	1,139	(161)	(95)
<b>세전순이익</b>	501	(2,870)	3,174	1,858	1,981
증가율(%)	(79.0)	격전	흑전	(41.5)	6.6
법인세비용	256	(628)	685	465	495
<b>당기순이익</b>	66	(2,147)	2,489	1,394	1,486
증가율(%)	(96.1)	격전	흑전	(44.0)	6.6
지배주주지분	(36)	(2,173)	2,544	1,424	1,519
증가율(%)	격전	격지	흑전	(44.0)	6.6
비지배지분	101,515	26,030	(54,727)	(30,638)	(32,669)
<b>EPS(원)</b>	(387)	(23,498)	27,513	15,403	16,424
증가율(%)	격전	격지	흑전	(44.0)	6.6
수정EPS(원)	(387)	(23,498)	27,513	15,396	16,416
증가율(%)	격전	격지	흑전	(44.0)	6.6

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(387)	(23,498)	27,513	15,403	16,424
BPS	186,398	155,153	182,299	197,497	213,202
DPS	3,000	0	0	500	600
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	n/a	9.9	17.8	16.7
PBR	0.8	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.3	n/a	10.1	10.1	9.6
배당수익률	2.0	0.0	n/a	0.2	0.2
PCR	7.0	n/a	6.4	8.6	7.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	2.3	(7.5)	4.8	4.9	5.2
EBITDA이익율	4.7	(3.5)	8.3	8.7	9.5
순이익율	0.1	(6.3)	5.6	3.1	3.3
ROE	(0.2)	(13.6)	16.1	8.0	7.9
ROIC	2.6	(8.6)	7.1	6.1	5.8
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	42.1	63.3	64.9	72.8	77.0
유동비율	165.9	120.7	119.0	111.8	113.5
이자보상배율	3.3	(7.3)	6.7	5.0	4.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.3	0.9	1.1	1.0	0.9
매출채권회전율	9.9	8.8	10.7	8.3	8.4
재고자산회전율	7.8	6.6	8.0	6.2	6.2
매입채무회전율	9.4	6.7	6.7	5.3	5.3

# S-Oil (010950)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**130,000원**  
(상향)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	12.1	11.5	34.5
절대기준(%)	13.6	6.5	14.3

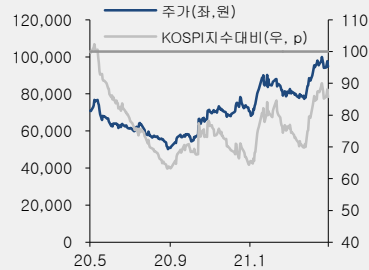
  

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	130,000	94,000	+38.3
영업이익(20)	2,131	1,629	+30.8
영업이익(21)	1,848	993	+86.1

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	95,000원
시가총액(십억원)	10,673
발행주식수(천주)	112,583천주
52주 최고가(원)	100,500원
최저가(원)	50,300원
52주 일간 Beta	1.1
60일 일평균거래대금(백만원)	52,888
외국인 지분율(%)	76.5%
배당수익률(2021F)(%)	3.6%
주주구성(%)	
아람코	63.4
국민연금	6.5

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가(12M)  
**130,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	24,394	16,830	22,543	23,348	23,713
영업이익(십억원)	420	-1,099	2,131	1,848	1,915
세전계속사업손익(십억원)	110	-1,168	2,034	1,707	1,770
당기순이익(십억원)	65	-796	1,514	1,271	1,330
EPS(원)	581	-7,071	13,450	11,285	11,812
증감률(%)	-74.6	적전	흑전	-16.1	4.7
PER(배)	164.0	na	7.1	8.5	8.1
ROE(%)	1.0	-13.1	23.5	16.6	15.3
PBR(배)	1.7	1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	16.5	na	5.5	5.6	5.0

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 정유업 회복을 기대한다면

### 투자포인트

- **목표 주가 130,000원으로 상향:** 2020~2021년 영업이익 전망을 30.8%, 86.1% 상향하고 목표주가도 기존 94,000원에서 38.3% 상향
- **하반기 정유업황 개선:** 최근 ESG 투자 열풍으로 미국 원유 생산량 1,100만 b/d로 정체, 중동원유 생산량 확대되며 Dubai-WTI 스프레드 축소해 정제마진 상승
- **경질유, 중질유의 가격 변화:** 가솔린 강세, BC유 약세로 윤활유 사업부 및 고도화설비 수익성 개선 전망. 동사의 RUC/ODC는 BC 하락으로 원가 절감, PO/PP 등 폴리머의 상대적 가격 하락폭 축소로 영업이익률 25% 달성 전망

### 최근 실적 동향 및 이슈

- **1Q21 Review:** 매출액 5.3조원(+24.9%qoq, 2.8%yoy), 영업이익 6,292억원(+670.4%qoq, 흑전yoy)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스를 81.9% 상회하는 어닝 서프라이즈 기록
- **정유 3,420억원(흑전qoq, 흑전yoy):** 분기말 유가 상승으로 인한 재고평가손익 +2,500억원(이하 전분기 대비), 우호적인 환율 효과(+400억원)로 큰 폭의 흑자전환. 글로벌 정제설비 섀다운 및 가동률 하락으로 원료투입 시차를 고려한 래깅 정제마진도 개선되어 마진효과 +1,500억원으로 추정
- **화학 983억원(+39.7%qoq, +47.9%yoy):** 재고평가손익이 +150억원 반영되었으며, 폴리머 PP, PO 수요개선으로 나프타 차감 스프레드는 각각 603달러/톤, 1,640달러/톤으로 높게 유지. PP, PO는 고정비 감안해도 10.0% 이상의 수익성이 지속되고 있는 것으로 파악되며, PX와 벤젠도 최악의 시황이 지나고 손익분기점 수준을 유지 중으로 하반기 수익성 개선 기대

# S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	16,333	15,691	18,548	19,474	20,670
유동자산	5,629	4,997	7,876	8,912	10,244
현금성자산	569	1,101	2,515	3,566	4,817
매출채권	1,563	1,353	1,844	1,837	1,866
재고자산	3,196	2,192	3,164	3,152	3,201
비유동자산	10,705	10,694	10,672	10,562	10,425
투자자산	464	517	538	560	583
유형자산	10,139	10,078	10,042	9,917	9,764
기타	101	99	91	85	78
<b>부채총계</b>	9,837	10,008	11,351	11,357	11,421
유동부채	5,749	6,565	7,207	7,211	7,273
매입채무	2,172	2,329	2,976	2,965	3,012
유동성이자부채	2,902	2,704	2,704	2,704	2,704
기타	675	1,532	1,526	1,542	1,557
비유동부채	4,088	3,443	4,145	4,146	4,148
비유동이자부채	3,799	3,403	4,103	4,103	4,103
기타	289	40	42	43	45
<b>자본총계</b>	6,497	5,682	7,197	8,117	9,249
자배지분	6,497	5,682	7,197	8,117	9,249
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	4,848	4,036	5,550	6,471	7,602
기타	25	24	24	24	24
비자배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,497	5,682	7,197	8,117	9,249
총차입금	6,701	6,107	6,807	6,807	6,807
순차입금	6,132	5,006	4,292	3,241	1,990

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	679	1,631	1,364	1,967	2,023
당기순이익	65	(796)	1,514	1,271	1,330
자산상각비	612	631	679	679	712
기타비현금성손익	(58)	(139)	(26)	(2)	0
운전자본증감	105	2,183	(803)	19	(20)
매출채권감소(증가)	313	108	(490)	7	(29)
재고자산감소(증가)	21	1,030	(972)	12	(49)
매입채무증가(감소)	239	381	647	(11)	46
기타	(467)	664	12	12	12
<b>투자현금</b>	(1,069)	(636)	(665)	(581)	(590)
단기투자자산감소	(8)	(6)	(15)	(15)	(16)
장기투자증권감소	0	0	4	0	(2)
설비투자	827	547	636	547	553
유형자산처분	6	24	0	0	0
무형자산처분	0	2	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	16	(549)	700	(350)	(198)
차입금증가	93	(474)	700	0	0
자본증가	(29)	(12)	(0)	(350)	(198)
배당금지급	29	12	0	350	198
<b>현금증감</b>	(374)	446	1,399	1,036	1,235
기초현금	665	291	737	2,137	3,172
기말현금	291	737	2,137	3,172	4,407
Gross Cash flow	705	(438)	2,168	1,947	2,043
Gross Investment	957	(1,553)	1,454	546	594
<b>Free Cash Flow</b>	(252)	1,115	714	1,401	1,449

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	24,394	16,830	22,543	23,348	23,713
증가율(%)	(4.2)	(31.0)	33.9	3.6	1.6
매출원가	23,347	17,366	19,838	20,914	21,207
<b>매출총이익</b>	1,047	(537)	2,705	2,434	2,506
판매 및 일반관리비	627	563	574	585	591
기타영업손익	1	(10)	2	2	1
<b>영업이익</b>	420	(1,099)	2,131	1,848	1,915
증가율(%)	(34.3)	적전	흑전	(13.3)	3.6
<b>EBITDA</b>	1,033	(468)	2,810	2,527	2,627
증가율(%)	3.8	적전	흑전	(10.1)	4.0
<b>영업외손익</b>	(310)	(69)	(97)	(142)	(145)
이자수익	15	13	27	27	27
이자비용	183	158	82	82	82
자본법손익	3	4	7	3	1
기타영업외손익	(145)	73	(49)	(90)	(92)
<b>세전순이익</b>	110	(1,168)	2,034	1,707	1,770
증가율(%)	(66.7)	적전	흑전	(16.1)	3.7
법인세비용	45	(372)	520	436	441
<b>당기순이익</b>	65	(796)	1,514	1,271	1,330
증가율(%)	(74.6)	적전	흑전	(16.1)	4.7
지배주주지분	65	(796)	1,514	1,271	1,330
증가율(%)	(74.6)	적전	흑전	(16.1)	4.7
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	581	(7,071)	13,450	11,285	11,812
증가율(%)	(74.6)	적전	흑전	(16.1)	4.7
수정EPS(원)	581	(7,071)	13,343	11,225	11,748
증가율(%)	(74.6)	적전	흑전	(15.9)	4.7

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	581	(7,071)	13,450	11,285	11,812
BPS	55,715	48,733	61,718	69,614	79,319
DPS	200	0	3,000	1,700	1,800
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	164.0	n/a	7.1	8.5	8.1
PBR	1.7	1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	16.5	n/a	5.5	5.6	5.0
배당수익률	0.2	0.0	3.1	1.8	1.9
PCR	15.8	n/a	5.2	5.7	5.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	1.7	(6.5)	9.5	7.9	8.1
EBITDA이익율	4.2	(2.8)	12.5	10.8	11.1
순이익율	0.3	(4.7)	6.7	5.4	5.6
ROE	1.0	(13.1)	23.5	16.6	15.3
ROIC	2.0	(6.9)	14.4	12.1	12.8
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	94.4	88.1	59.6	39.9	21.5
유동비율	97.9	76.1	109.3	123.6	140.9
이자보상배율	2.3	(7.0)	26.1	22.6	23.4
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.5	1.1	1.3	1.2	1.2
매출채권회전율	14.4	11.5	14.1	12.7	12.8
재고자산회전율	7.7	6.2	8.4	7.4	7.5
매입채무회전율	11.2	7.5	8.5	7.9	7.9

# GS

## (078930)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**65,000원**  
(상향)

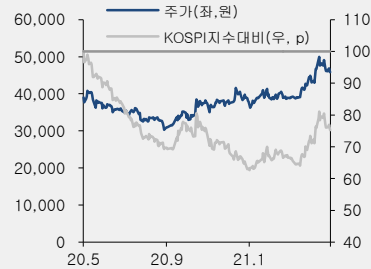
주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	3.0	17.4	22.6
절대기준(%)	4.6	12.4	2.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	65,000	-	-
영업이익(20)	2,416	-	-
영업이익(21)	2,319	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	46,250원
시가총액(십억원)	4,256
발행주식수(천주)	92,915천주
52주 최고가(원)	50,300원
최저가(원)	30,300원
52주 일간 Beta	0.9
60일 일평균거래대금(백만원)	19,609
외국인 지분율(%)	18.3%
배당수익률(2021F)(%)	5.1%
주주구성(%)	
허창수 외 53인	52.0
국민연금	8.1

투자의견 **BUY(유지)**  
목표주가(12M) **65,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	17,786	15,444	17,139	17,708	18,111
영업이익(십억원)	2,033	921	2,416	2,319	2,372
세전계속사업손익(십억원)	1,774	431	2,016	2,018	2,067
당기순이익(십억원)	669	-188	907	908	930
EPS(원)	5,854	-2,612	12,617	12,629	12,936
증감률(%)	-39.8	적전	흑전	0.1	2.4
PER(배)	8.8	na	3.6	3.6	3.5
ROE(%)	6.3	-2.8	13.2	11.9	11.1
PBR(배)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	7.0	13.5	5.7	6.0	5.8

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 정유, 발전자회사 실적 회복

### 투자포인트

- **목표 주가 65,000원으로 상향:** GS칼텍스를 중심으로 실적 개선을 반영해 2021년 영업이익 전망을 상향하고 목표주가도 기존 65,000원으로 상향
- **하반기 정유업황 개선:** 최근 ESG 투자 열풍으로 미국 원유 생산량 1,100만 b/d로 정체, 중동원유 생산량 확대되며 Dubai-WTI 스프레드 축소해 정체마진 상승, 항공 수요 정상화되며 등/경유 마진, 가솔린 강세, BC유 약세로 유통유 사업부 및 고도화설비 수익성 개선 전망
- **SMP 상승:** 국제유가 상승이 후행적으로 반영되며 2021년 하반기부터 2022년 상반기까지 SMP 구조적 상승 기대. 발전자회사 수익성 개선 전망

### 최근 실적 동향 및 이슈

- 2021년 매출액 17.1조원(+11.0%yoy), 영업이익 2.4조원(+162.5%yoy, 지배주주순이익 7,980억원(흑전yoy)으로 실적 정상화 기대. 정유업의 본격적인 턴어라운드와 정유의 화학사업부인 BTX 바닥 탈출로 긍정적 실적 전망
- OPEC WOO에 의하면, 2022년 하반기 항공유 수요가 800만b/d를 상회해 2019년 수준으로 회복될 것이라 전망되고 있음. 여기에 원유 시장 API 변화(경질, 중질유)를 고려해 석유 제품 공급 변화를 반영하면 제품별 마진 차별화 전망. 당사 추정에 의하면 가솔린 마진은 평균 9.5달러/배럴, 디젤, 항공유는 7.1, 8.0달러/배럴로 전망. 이를 반영한 복합정제마진은 6.4달러/배럴로 2020년대비 +136% 상승 전망. 유가 상승으로 인한 재고평가를 고려하지 않아도 마진효과만으로 이익 증가 추세 지속될 전망

# GS (078930.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	24,734	24,477	25,940	27,336	28,699
유동자산	3,117	3,437	3,455	3,719	4,009
현금성자산	1,284	1,900	1,694	1,905	2,158
매출채권	1,066	950	1,118	1,155	1,182
재고자산	462	377	466	481	492
비유동자산	21,617	21,040	22,484	23,617	24,690
투자자산	11,121	10,958	12,161	12,565	12,851
유형자산	8,468	8,439	9,104	9,790	10,492
기타	2,027	1,642	1,220	1,262	1,348
<b>부채총계</b>	13,718	13,720	14,191	14,594	14,935
유동부채	4,790	3,998	4,155	4,194	4,222
매입채무	1,107	1,027	1,184	1,223	1,251
유동성이자부채	3,036	2,367	2,367	2,367	2,367
기타	647	604	604	604	604
비유동부채	8,929	9,723	10,036	10,399	10,713
비유동이자부채	7,651	8,380	8,680	9,030	9,330
기타	1,278	1,343	1,356	1,370	1,383
<b>자본총계</b>	11,016	10,757	11,749	12,742	13,764
자배지분	8,888	8,354	9,346	10,339	11,361
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,189	1,181	1,181	1,181	1,181
이익잉여금	10,283	9,835	10,827	11,821	12,843
기타	(3,057)	(3,135)	(3,135)	(3,135)	(3,135)
비자배지분	2,127	2,403	2,403	2,403	2,403
<b>자본총계</b>	11,016	10,757	11,749	12,742	13,764
총차입금	10,687	10,747	11,047	11,397	11,697
순차입금	9,403	8,847	9,353	9,492	9,539

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	1,586	1,738	1,410	1,372	1,399
당기순이익	669	(188)	907	908	930
자산상각비	0	0	0	0	0
기타비현금성손익	(290)	199	603	477	478
운전자본증감	(167)	180	(100)	(13)	(9)
매출채권감소(증가)	66	157	(169)	(37)	(26)
재고자산감소(증가)	(8)	116	(88)	(15)	(11)
매입채무증가(감소)	(121)	(150)	157	39	28
기타	(104)	58	0	0	0
<b>투자현금</b>	(344)	(1,424)	(1,436)	(981)	(965)
단기투자자산감소	9	(307)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(750)	(252)	(178)
설비투자	736	598	664	686	702
유형자산처분	105	38	0	0	0
무형자산처분	(2)	(4)	(22)	(43)	(85)
<b>재무현금</b>	(1,166)	(297)	(180)	(180)	(180)
차입금증가	(959)	(306)	0	0	0
자본증가	(229)	(254)	(180)	(180)	(180)
배당금지급	229	254	180	180	180
<b>현금증감</b>	83	6	(206)	211	253
기초현금	654	737	743	537	748
기말현금	737	743	537	748	1,001
Gross Cash flow	2,868	2,248	1,510	1,385	1,408
Gross Investment	521	937	1,536	994	975
<b>Free Cash Flow</b>	2,347	1,312	(26)	391	433

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	17,786	15,444	17,139	17,708	18,111
증가율(%)	0.2	(13.2)	11.0	3.3	2.3
매출원가	13,804	12,686	12,683	13,281	13,583
<b>매출총이익</b>	3,982	2,759	4,456	4,427	4,528
판매 및 일반관리비	1,949	1,838	2,040	2,108	2,156
기타영업손익	3	(6)	11	3	2
<b>영업이익</b>	2,033	921	2,416	2,319	2,372
증가율(%)	(8.0)	(54.7)	162.5	(4.0)	2.3
<b>EBITDA</b>	2,033	921	2,416	2,319	2,372
증가율(%)	(8.0)	(54.7)	162.5	(4.0)	2.3
<b>영업외손익</b>	(260)	(490)	(401)	(302)	(305)
이자수익	67	75	63	65	67
이자비용	329	309	330	335	340
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	(256)	(134)	(32)	(32)
<b>세전순이익</b>	1,774	431	2,016	2,018	2,067
증가율(%)	(8.6)	(75.7)	367.9	0.1	2.4
법인세비용	1,105	619	1,109	1,110	1,137
<b>당기순이익</b>	669	(188)	907	908	930
증가율(%)	(35.1)	적전	흑전	0.1	2.4
지배주주지분	544	(243)	1,172	1,173	1,202
증가율(%)	(39.8)	적전	흑전	0.1	2.4
비지배지분	124,974	54,909	(265,234)	(265,498)	(271,959)
<b>EPS(원)</b>	5,854	(2,612)	12,617	12,629	12,936
증가율(%)	(39.8)	적전	흑전	0.1	2.4
수정EPS(원)	5,854	(2,612)	12,579	12,591	12,899
증가율(%)	(39.8)	적전	흑전	0.1	2.4

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,854	(2,612)	12,617	12,629	12,936
BPS	93,859	88,213	98,691	109,181	119,972
DPS	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	8.8	n/a	3.6	3.6	3.5
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.0	13.5	5.7	6.0	5.8
배당수익률	3.7	5.1	4.1	4.1	4.1
PCR	1.7	1.6	2.9	3.1	3.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	11.4	6.0	14.1	13.1	13.1
EBITDA이익률	11.4	6.0	14.1	13.1	13.1
순이익률	3.8	(1.2)	5.3	5.1	5.1
ROE	6.3	(2.8)	13.2	11.9	11.1
ROIC	6.2	(3.2)	8.4	7.5	7.2
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	85.4	82.2	79.6	74.5	69.3
유동비율	65.1	86.0	83.2	88.7	95.0
이자보상배율	6.2	3.0	7.3	6.9	7.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
매출채권회전율	16.2	15.3	16.6	15.6	15.5
재고자산회전율	36.9	36.8	40.7	37.4	37.2
매입채무회전율	15.6	14.5	15.5	14.7	14.6



# LG화학

## (051910)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**1,150,000원**  
(하향)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-9.9	-3.4	-0.9
절대기준(%)	-8.3	-8.4	-21.1

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	1,150,000	1,300,000	-11.5
영업이익(20)	4,794	5,194	-7.7
영업이익(21)	4,990	4,990	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	832,000원
시가총액(십억원)	56,686
발행주식수(천주)	70,592천주
52주 최고가(원)	1,050,000원
최저가(원)	330,000원
52주 일간 Beta	1.9
60일 일평균거래대금(백만원)	360,845
외국인 지분율(%)	45.2%
배당수익률(2021F)(%)	1.2%
주주구성(%)	
LG	33.4
국민연금	9.2

투자의견  
**BUY(유지)**

목표주가(12M)  
**1,150,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	27,353	30,077	41,373	47,673	49,813
영업이익(십억원)	825	1,798	4,794	4,990	5,681
세전계속사업손익(십억원)	574	944	4,315	4,696	5,353
당기순이익(십억원)	376	682	3,393	3,663	4,310
EPS(원)	4,439	7,262	44,358	47,219	55,560
증감률(%)	-78.7	63.6	510.8	6.4	17.7
PER(배)	71.5	113.5	20.1	18.9	16.1
ROE(%)	1.8	2.9	16.3	15.4	16.1
PBR(배)	1.5	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	11.3	16.4	9.8	8.8	7.8

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 눈높이가 달라진 이익 체력

### 투자포인트

- 경쟁사 대비 낮게 반영된 전지사업 가치: 2분기 중국 ESS 일회성 비용 4천억원을 반영해 목표주가를 1,150,000원으로 11.5% 하향 조정. 그러나 여전히 중국의 CATL 대비 낮은 밸류에이션, 첨단소재 사업부의 2차전지 양극재 매출 증가(2020년 4만톤, 2021년 8만톤, 2025년 26만톤) 등 고려 시 추가 상승여력 존재
- 완성차 업체 내재화 전략에 대한 과도한 우려: 미국 배터리 공장 추가 증설, 원통형 전지 확대를 통한 배터리 품팩터 다변화를 고려하면 폭스바겐 파워데이 이후 발생한 우려는 과도하다고 판단

### 최근 실적 동향 및 이슈

- 1Q21 Review: 매출액 9.7조원(+13%qoq, +36%yoy), 영업이익 1.4조원(+1,500%qoq, +496%yoy)으로 분기 최대 실적 달성해 영업이익 기준 시장 컨센서스를 대폭 상회하는 어닝 서프라이즈 기록. 편광판 매각 이익이 반영되며 순이익도 1.4조원(흑전qoq, +3,672%yoy) 달성
- 석유화학 영업이익 9,840억원(+73%qoq, +306%yoy): 석유화학 수요 증가와 미국 한파 등공급차질이 겹치며 주요 제품(ABS, PVC, NBL, BPA, PE)의 초호황 시황 지속 영향. 또한 4분기 발생했던 화재사고로 인한 기회손실 2천억원이 소멸되며 수익성 극대화
- 전지 영업이익 3,410억원(흑전qoq, 흑전yoy): 1~2월 글로벌 전기차 판매량은 전년동기 대비 69% 증가하였고, 동사의 배터리 출하량도 46% 증가하며 4.3조원의 매출액 달성. 여기에 작년 4분기 반영되었던 KONA EV, 가정용 ESS 화재사고 관련 일회성비용이 소멸되며 영업이익률 8.0% 달성(소형 9.0%, 중대형 6.0%로 추정)

# LG화학(051910.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	34,024	41,389	44,933	48,114	51,644
유동자산	11,870	16,320	17,879	18,988	20,472
현금성자산	1,932	3,906	2,376	1,669	2,507
매출채권	3,933	5,570	7,351	8,297	8,629
재고자산	5,034	5,350	6,643	7,497	7,797
비유동자산	22,155	25,069	27,054	29,127	31,172
투자자산	1,355	2,222	2,312	2,406	2,504
유형자산	18,594	20,567	22,558	24,625	26,654
기타	2,206	2,280	2,184	2,096	2,014
<b>부채총계</b>	16,641	22,598	23,790	24,499	25,046
유동부채	8,942	12,624	14,263	15,618	16,109
매입채무	6,523	8,726	10,346	11,678	12,145
유동성외부채	1,356	1,566	1,566	1,566	1,566
기타	1,063	2,333	2,352	2,375	2,399
비유동부채	7,699	9,974	9,526	8,881	8,937
비유동외부채	7,059	8,679	8,179	7,479	7,479
기타	640	1,295	1,347	1,401	1,458
<b>자본총계</b>	17,384	18,790	21,143	23,616	26,598
자배지분	17,005	18,039	20,392	22,864	25,847
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,692	2,692	2,692	2,692
이익잉여금	14,799	15,175	17,528	20,000	22,983
기타	(460)	(220)	(220)	(220)	(220)
비자배지분	379	751	751	751	751
<b>자본총계</b>	17,384	18,790	21,143	23,616	26,598
총차입금	8,415	10,245	9,745	9,045	9,045
순차입금	6,483	6,339	7,368	7,375	6,538

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	3,121	5,841	4,123	5,901	7,048
당기순이익	574	944	3,393	3,663	4,310
자산상각비	1,856	2,311	2,740	3,350	3,616
기타비현금성손익	39	(238)	(565)	(651)	(722)
운전자본증감	115	1,266	(1,445)	(461)	(156)
매출채권감소(증가)	595	(3,182)	(1,781)	(946)	(332)
재고자산감소(증가)	(719)	(566)	(1,293)	(855)	(300)
매입채무증가(감소)	217	3,652	1,621	1,331	467
기타	21	1,362	8	8	9
<b>투자현금</b>	(6,111)	(5,296)	(4,401)	(5,073)	(5,298)
단기투자자산감소	0	0	(26)	(27)	(28)
장기투자증권감소	0	0	336	360	375
설비투자	(6,238)	(5,536)	(4,551)	(5,244)	(5,479)
유형자산처분	80	37	0	0	0
무형자산처분	(232)	(106)	(84)	(84)	(84)
<b>재무현금</b>	2,301	938	(1,278)	(1,561)	(939)
차입금증가	2,686	879	(500)	(700)	0
자본증가	(484)	(178)	(778)	(861)	(939)
배당금지급	484	178	778	861	939
<b>현금증감</b>	(625)	1,386	(1,556)	(734)	810
기초현금	2,514	1,889	3,274	1,719	985
기말현금	1,889	3,274	1,719	985	1,795
Gross Cash flow	3,722	5,260	5,568	6,362	7,204
Gross Investment	5,997	4,030	5,820	5,508	5,427
<b>Free Cash Flow</b>	(2,275)	1,230	(252)	854	1,777

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	27,353	30,077	41,373	47,673	49,813
증가율(%)	(2.9)	10.0	37.6	15.2	4.5
매출원가	22,667	23,764	29,191	34,062	35,425
<b>매출총이익</b>	4,686	6,312	12,183	13,611	14,388
판매 및 일반관리비	3,860	4,514	7,389	8,622	8,708
기타영업손익	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	825	1,798	4,794	4,990	5,681
증가율(%)	(63.3)	117.8	166.6	4.1	13.8
<b>EBITDA</b>	2,682	4,109	7,534	8,339	9,296
증가율(%)	(28.2)	53.2	83.4	10.7	11.5
<b>영업외손익</b>	(251)	(854)	(479)	(294)	(327)
이자수익	51	36	57	52	54
이자비용	203	199	211	200	187
지분법손익	23	321	350	375	391
기타영업손익	(121)	(1,013)	(676)	(520)	(585)
<b>세전순이익</b>	574	944	4,315	4,696	5,353
증가율(%)	(70.4)	64.3	357.2	8.8	14.0
법인세비용	169	368	922	1,033	1,043
<b>당기순이익</b>	376	682	3,393	3,663	4,310
증가율(%)	(75.2)	81.4	397.2	8.0	17.7
지배주주지분	313	513	3,131	3,333	3,922
증가율(%)	(78.7)	63.6	510.8	6.4	17.7
비지배지분	63	170	261	330	388
<b>EPS(원)</b>	4,439	7,262	44,358	47,219	55,560
증가율(%)	(78.7)	63.6	510.8	6.4	17.7
수정EPS(원)	4,439	7,262	43,160	45,912	54,253
증가율(%)	(78.7)	63.6	494.3	6.4	18.2

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,439	7,262	44,358	47,219	55,560
BPS	217,230	230,440	260,498	292,079	330,182
DPS	2,000	10,000	11,000	12,000	12,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	71.5	113.5	20.1	18.9	16.0
PBR	1.5	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	11.3	16.4	9.8	8.8	7.8
배당수익률	0.6	1.2	1.2	1.3	1.3
PCR	6.7	12.3	12.5	11.0	9.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.0	6.0	11.6	10.5	11.4
EBITDA이익률	9.8	13.7	18.2	17.5	18.7
순이익률	1.4	2.3	8.2	7.7	8.7
ROE	1.8	2.9	16.3	15.4	16.1
ROIC	2.7	4.6	14.3	13.3	14.4
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	37.3	33.7	34.8	31.2	24.6
유동비율	132.7	129.3	125.3	121.6	127.1
이자보상배율	4.1	9.0	22.7	24.9	30.4
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	6.4	6.3	6.4	6.1	5.9
재고자산회전율	5.9	5.8	6.9	6.7	6.5
매입채무회전율	4.9	3.9	4.3	4.3	4.2



# 롯데케미칼 (011170)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**450,000원**  
(유지)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-8.9	-12.7	-3.3
절대기준(%)	-7.3	-17.8	-23.5

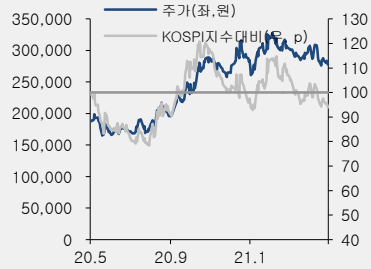
  

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	450,000	450,000	-
영업이익(20)	2,331	2,331	-
영업이익(21)	2,488	2,488	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	281,000원
시가총액(십억원)	9,511
발행주식수(천주)	34,275천주
52주 최고가(원)	338,000원
최저가(원)	164,000원
52주 일간 Beta	1.1
60일 일평균거래대금(백만원)	78,517
외국인 지분율(%)	26.0%
배당수익률(2021F)(%)	3.4%
주주구성(%)	
롯데지주	54.9
국민연금	10.0

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가(12M)  
**450,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	15,123	12,223	17,330	18,660	19,058
영업이익(십억원)	1,107	357	2,331	2,488	2,689
세전계속사업손익(십억원)	1,249	247	2,581	2,750	2,957
당기순이익(십억원)	757	175	1,930	2,066	2,295
EPS(원)	20,860	4,623	52,991	56,737	63,021
증감률(%)	-54.7	-77.8	1,046.1	7.1	11.1
PER(배)	10.7	59.7	5.3	5.0	4.5
ROE(%)	5.5	1.2	13.3	12.7	12.7
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.1	7.7	2.7	2.1	1.5

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 쌓이는 현금과 신사업 투자 여력

### 투자포인트

- 2030년 친환경 매출액 3조원 달성: 현 상황에서 연평균 현금창출능력 3조원 고려 시, 배당성향 확대, 신규 투자건 발표 등을 기대. 특히, ChemCycling, 탄소포집장치, 전기차/수소차 소재 사업 신규 투자가 활발히 검토되고 있음
- 물류비 급등의 반사 수혜: 동사의 미국 ECC(미국 루지애이나 레이크찰스 소재)는 미국 화학 제품 가격 상승 수혜 전망. 물류비 급등으로 미국과 아시아의 차익거래는 미진한 상황. 미국 화학 시장 강세의 수혜가 지속될 것이라 판단

### 최근 실적 동향 및 이슈

- 1Q21 Review: 매출액 4.2조원(+29.5%qoq, +27.3%yoy), 영업이익 6,238억원(+188.5%qoq, 흑전yoy), 순이익 5,379억원(+517.7%qoq, 흑전yoy)을 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스를 28.6% 상회하는 어닝 서프라이즈 기록. 화학 계열사 및 롯데건설 턴어라운드로 지분법이익도 흑자전환 하며 순이익도 큰 폭 증가
- 사업부별 영업이익 올레핀 3,131억원(+188.5%qoq, 흑전yoy): 미국 한파 및 일본 지진으로 공급차질이 발생했고, 수요 기저효과로 모든 제품 수익성 개선. 올레핀 영업이익률은 16.2%로 2018년 상반기 이후 최고점을 경신했으며 타이탄, 아로마틱도 시장 강세 지속되며 1,331억원(+98.7%qoq, 흑전yoy), 399억원(흑전qoq, 흑전yoy)의 호실적 기록
- LC USA 486억원(흑전qoq, +249.6%yoy): 동사의 미국 ECC 가동차질 비용이 발생했으나 스프레드 개선으로 상쇄(영업이익률 31.9%). 최근 천연가스 가격은 3달러/mmBTU에 여전히 미치지 못하고 있으며, 에탄 가격도 150~160달러/톤 수준을 유지해 높은 수익성 지속 전망

# 롯데케미칼(011170.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	20,043	19,387	21,428	22,362	23,812
유동자산	7,221	6,876	8,970	9,979	11,466
현금성자산	3,803	3,738	4,749	5,470	6,862
매출채권	1,512	1,417	1,991	2,132	2,177
재고자산	1,680	1,557	2,065	2,212	2,259
비유동자산	12,822	12,510	12,459	12,383	12,346
투자자산	3,589	3,861	4,018	4,181	4,351
유형자산	7,505	7,173	7,052	6,892	6,759
기타	1,728	1,475	1,389	1,310	1,235
<b>부채총계</b>	5,990	5,674	6,023	5,355	5,021
유동부채	2,740	2,868	3,190	2,494	2,132
매입채무	1,214	1,084	1,401	1,500	1,532
유동성이자부채	1,212	1,274	1,274	474	74
기타	315	510	515	520	526
비유동부채	3,250	2,806	2,833	2,861	2,890
비유동이자부채	2,440	2,145	2,145	2,145	2,145
기타	810	662	689	716	745
<b>자본총계</b>	14,053	13,712	15,405	17,007	18,790
자배지분	13,204	12,847	14,539	16,141	17,924
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	880	880	880	880
이익잉여금	12,158	12,077	13,770	15,372	17,155
기타	(6)	(282)	(282)	(282)	(282)
비자배지분	849	866	866	866	866
<b>자본총계</b>	14,053	13,712	15,405	17,007	18,790
총차입금	3,651	3,418	3,418	2,618	2,218
순차입금	(152)	(320)	(1,331)	(2,852)	(4,644)

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	1,355	1,314	1,518	2,184	2,508
당기순이익	757	175	1,930	2,066	2,295
자산상각비	732	831	820	802	783
기타비현금성손익	(181)	(100)	(470)	(500)	(513)
운전자본증감	190	284	(761)	(185)	(57)
매출채권감소(증가)	45	3	(574)	(141)	(45)
재고자산감소(증가)	61	98	(508)	(146)	(47)
매입채무증가(감소)	170	(34)	317	99	32
기타	(86)	217	3	4	4
<b>투자현금</b>	628	(627)	(474)	(414)	(436)
단기투자자산감소	924	46	(90)	(94)	(97)
장기투자증권감소	0	0	252	266	261
설비투자	892	802	611	560	572
유형자산처분	22	23	0	0	0
무형자산처분	(142)	(2)	(4)	(4)	(4)
<b>재무현금</b>	(1,943)	(494)	(123)	(1,143)	(777)
차입금증가	(1,450)	(222)	0	(800)	(400)
자본증가	(397)	(240)	(123)	(343)	(377)
배당금지급	397	240	123	343	377
<b>현금증감</b>	22	170	921	627	1,295
기초현금	1,330	1,352	1,522	2,444	3,070
기말현금	1,352	1,522	2,444	3,070	4,365
Gross Cash flow	1,830	1,134	2,280	2,368	2,565
Gross Investment	106	389	1,145	505	396
<b>Free Cash Flow</b>	1,724	744	1,135	1,863	2,169

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	15,123	12,223	17,330	18,660	19,058
증가율(%)	(5.9)	(19.2)	41.8	7.7	2.1
매출원가	13,209	11,070	14,195	15,360	15,546
<b>매출총이익</b>	1,915	1,153	3,135	3,300	3,512
판매 및 일반관리비	807	796	804	812	823
기타영업손익	7	(1)	1	1	1
<b>영업이익</b>	1,107	357	2,331	2,488	2,689
증가율(%)	(43.1)	(67.8)	553.0	6.7	8.1
<b>EBITDA</b>	1,839	1,188	3,151	3,290	3,472
증가율(%)	(30.1)	(35.4)	165.3	4.4	5.5
<b>영업외손익</b>	141	(110)	250	262	269
이자수익	104	56	69	84	87
이자비용	113	108	81	72	59
지분법손익	306	68	388	406	407
기타영업손익	(156)	(126)	(125)	(157)	(166)
<b>세전순이익</b>	1,249	247	2,581	2,750	2,957
증가율(%)	(43.5)	(80.2)	946.0	6.5	7.6
법인세비용	390	71	651	684	662
<b>당기순이익</b>	757	175	1,930	2,066	2,295
증가율(%)	(53.9)	(76.8)	1,000.5	7.1	11.1
지배주주지분	715	158	1,816	1,945	2,160
증가율(%)	(54.7)	(77.8)	1,046.1	7.1	11.1
비지배지분	41,688	16,879	113,361	121,375	134,818
<b>EPS(원)</b>	20,860	4,623	52,991	56,737	63,021
증가율(%)	(54.7)	(77.8)	1,046.1	7.1	11.1
수정EPS(원)	20,860	4,623	52,991	56,737	63,021
증가율(%)	(54.7)	(77.8)	1,046.1	7.1	11.1

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	20,860	4,623	52,991	56,737	63,021
BPS	385,244	374,803	424,194	470,931	522,952
DPS	6,700	0	10,000	11,000	12,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	10.7	59.7	5.3	5.0	4.5
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.1	7.7	2.7	2.1	1.5
배당수익률	3.0	0.0	3.5	3.9	4.2
PCR	4.2	8.3	4.3	4.1	3.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.3	2.9	13.4	13.3	14.1
EBITDA이익률	12.2	9.7	18.2	17.6	18.2
순이익률	5.0	1.4	11.1	11.1	12.0
ROE	5.5	1.2	13.3	12.7	12.7
ROIC	7.0	2.4	16.9	17.7	19.9
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	(1.1)	(2.3)	(8.6)	(16.8)	(24.7)
유동비율	263.5	239.8	281.2	400.1	537.9
이자보상배율	9.8	3.3	28.7	34.7	45.8
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8
매출채권회전율	9.9	8.3	10.2	9.1	8.8
재고자산회전율	8.7	7.6	9.6	8.7	8.5
매입채무회전율	13.1	10.6	13.9	12.9	12.6

# 한화솔루션

## (009830)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**60,000원**  
(신규)

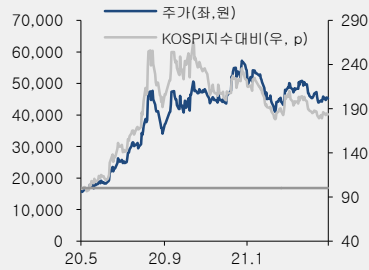
주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-6.8	0.4	-5.4
절대기준(%)	-5.2	-4.6	-25.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	60,000	-	-
영업이익(20)	1,133	-	-
영업이익(21)	1,178	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	45,250원
시가총액(십억원)	8,655
발행주식수(천주)	191,278천주
52주 최고가(원)	60,600원
최저가(원)	15,800원
52주 일간 Beta	1.6
60일 일평균거래대금(백만원)	80,204
외국인 지분율(%)	16.8%
배당수익률(2021F)(%)	0.4%
주주구성(%)	
한화 외 4인	36.5
국민연금공단	9.9

투자의견 **BUY(신규)**  
목표주가(12M) **60,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	9,457	9,195	10,985	11,205	11,462
영업이익(십억원)	459	594	1,133	1,178	1,228
세전계속사업손익(십억원)	168	452	979	1,030	1,091
당기순이익(십억원)	-249	302	736	774	820
EPS(원)	-1,422	1,867	4,573	4,810	5,096
증감률(%)	적전	흑전	145.0	5.2	5.9
PER(배)	na	24.9	10.0	9.5	8.9
ROE(%)	-4.0	5.3	12.0	11.2	10.7
PBR(배)	0.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.0	10.5	7.9	7.4	6.9

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 화학시황 강세와 태양광에 대한 기대

### 투자포인트

- 당사는 한화솔루션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 60,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 2021년 기준 PER 13.1배, PBR 1.5배 수준
- **인프라투자 수혜:** 바이든 정부의 인프라 투자 확대 계획, 원가 상승으로 인한 카바이드 PVC 가동률 하향 조정 전망, 예상보다 강한 C2 체인의 마진 지속을 감안하면 화학 사업부의 안정적 수익 창출 지속 전망
- **태양광 업계의 오스테드가 되기 위한 첫걸음:** 원재료(웨이퍼)를 매입해 모듈로 제조, 판매하는 기존의 사업에서 태양광 발전소 조성, 매각, 운영하는 Total service provider로 변화를 꾀하는 중. BNEF 등 주요 기관의 2021년 태양광 설치 수요는 전년동기 대비 40~80% 증가할 것으로 전망됨. 그린수소 제조를 위한 추가적인 설치수요 증가 잠재력을 고려할 시 수요 전망은 상향될 가능성 높음
- **수소 신사업 추진:** 당사는 2025년 상용화를 목표로 그린수소 수전해 기술을 개발 중. 2025년 상용화를 위해서 kg당 1.5달러 이하의 전력조달이 필요하고 이를 위해서는 해외 태양광 신규 프로젝트의 발굴이 필수적인 상황. 동사의 태양광 사업부와 시너지를 기대함

### 2021년 실적 전망: 매출액 11.0조원, 영업이익 1.1조원

- 매출액 11.0억원(+19.5%yoy), 영업이익 1.1조원(+90.7%yoy)으로 전망
- LDPE, PVC를 중심으로 석유화학 시황 강세가 지속되어 본사 화학 사업부 및 여천NCC 등 지분법 이익 개선
- 최근 태양광 수요 증가, 2분기 중국 태양광 설비 정기보수가 겹치며 폴리실리콘 가격 강세, 웨이퍼 업체들의 가격 인상이 줄줄이 이어지고 있음. 반영 시차 고려하면 단기 태양광 실적 수익성은 악화될 수 있음

# 한화솔루션 (009830.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	15,681	15,137	15,939	16,745	17,605
유동자산	5,323	4,958	4,887	5,395	5,945
현금성자산	1,564	1,389	679	1,116	1,582
매출채권	1,573	1,458	1,810	1,846	1,889
재고자산	1,480	1,432	1,739	1,774	1,815
비유동자산	10,358	10,179	11,053	11,350	11,660
투자자산	3,343	3,349	4,000	4,081	4,174
유형자산	6,594	6,416	6,662	6,902	7,140
기타	421	414	390	368	346
<b>부채총계</b>	9,875	9,170	9,217	9,263	9,316
유동부채	5,831	5,251	5,297	5,334	5,378
매입채무	1,573	1,556	1,869	1,907	1,951
유동성이자부채	3,442	3,046	3,046	3,046	3,046
기타	816	649	382	382	382
비유동부채	4,044	3,918	3,921	3,929	3,938
비유동이자부채	3,202	3,072	3,072	3,072	3,072
기타	842	847	849	857	866
<b>자본총계</b>	5,806	5,968	6,722	7,482	8,289
자배지분	5,728	5,929	6,683	7,443	8,251
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	805	798	798	798	798
이익잉여금	4,176	4,430	5,184	5,944	6,751
기타	(73)	(120)	(120)	(120)	(120)
비자배지분	78	39	39	39	39
<b>자본총계</b>	5,806	5,968	6,722	7,482	8,289
총차입금	6,644	6,118	6,118	6,118	6,118
순차입금	5,080	4,728	5,439	5,001	4,535

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	1,208	1,068	440	1,228	1,275
당기순이익	(217)	398	736	774	820
자산상각비	561	595	664	686	706
기타비현금성손익	(151)	(166)	(614)	(199)	(212)
운전자본증감	287	(131)	(347)	(34)	(39)
매출채권감소(증가)	147	111	(353)	(36)	(42)
재고자산감소(증가)	38	(26)	(308)	(35)	(41)
매입채무증가(감소)	0	12	313	37	44
기타	102	(227)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(1,114)	(27)	(1,218)	(757)	(776)
단기투자자산감소	(3)	16	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(332)	146	147
설비투자	1,166	884	879	896	917
유형자산처분	30	19	0	0	0
무형자산처분	(1)	8	(7)	(7)	(6)
<b>재무현금</b>	(41)	(901)	69	(33)	(33)
차입금증가	343	(643)	0	0	0
자본증가	(33)	(33)	69	(33)	(33)
배당금지급	33	33	0	33	33
<b>현금증감</b>	60	115	(710)	437	466
기초현금	1,024	1,085	1,200	489	927
기말현금	1,085	1,200	489	927	1,393
Gross Cash flow	1,130	1,271	787	1,261	1,315
Gross Investment	824	173	1,566	791	816
<b>Free Cash Flow</b>	307	1,097	(779)	471	499

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	9,457	9,195	10,985	11,205	11,462
증가율(%)	4.5	(2.8)	19.5	2.0	2.3
매출원가	7,607	7,269	8,261	8,404	8,574
<b>매출총이익</b>	1,850	1,926	2,724	2,801	2,889
판매 및 일반관리비	1,391	1,332	1,591	1,623	1,660
기타영업손익	13	(4)	19	2	2
<b>영업이익</b>	459	594	1,133	1,178	1,228
증가율(%)	29.6	29.4	90.7	4.0	4.2
<b>EBITDA</b>	1,020	1,190	1,798	1,864	1,935
증가율(%)	28.4	16.6	51.1	3.7	3.8
<b>영업외손익</b>	(291)	(143)	(154)	(149)	(137)
이자수익	28	25	23	29	29
이자비용	225	205	215	225	225
지분법손익	175	139	200	211	223
기타영업외손익	(269)	(102)	(162)	(164)	(165)
<b>세전순이익</b>	168	452	979	1,030	1,091
증가율(%)	(41.7)	168.7	116.8	5.2	5.9
법인세비용	78	112	243	255	271
<b>당기순이익</b>	(249)	302	736	774	820
증가율(%)	적전	흑전	144.0	5.2	5.9
지배주주지분	(238)	309	754	793	840
증가율(%)	적전	흑전	144.0	5.2	5.9
비지배지분	(11,242)	(7,354)	(17,947)	(18,877)	(19,997)
<b>EPS(원)</b>	(1,422)	1,867	4,573	4,810	5,096
증가율(%)	적전	흑전	145.0	5.2	5.9
수정EPS(원)	(1,422)	1,867	4,572	4,809	5,094
증가율(%)	적전	흑전	144.9	5.2	5.9

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(1,422)	1,867	4,573	4,810	5,096
BPS	34,148	35,701	40,242	44,819	49,679
DPS	200	0	200	200	200
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	24.9	10.0	9.5	8.9
PBR	0.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.0	10.5	7.9	7.4	6.9
배당수익률	1.1	0.0	0.4	0.4	0.4
PCR	2.7	6.1	9.6	6.0	5.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.9	6.5	10.3	10.5	10.7
EBITDA이익률	10.8	12.9	16.4	16.6	16.9
순이익률	(2.6)	3.3	6.7	6.9	7.2
ROE	(4.0)	5.3	12.0	11.2	10.7
ROIC	3.1	5.6	10.1	9.8	10.0
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	87.5	79.2	80.9	66.8	54.7
유동비율	91.3	94.4	92.3	101.1	110.5
이자보상배율	2.0	2.9	5.3	5.2	5.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.7	6.1	6.7	6.1	6.1
재고자산회전율	6.4	6.3	6.9	6.4	6.4
매입채무회전율	6.2	5.9	6.4	5.9	5.9

# OCI (010060)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

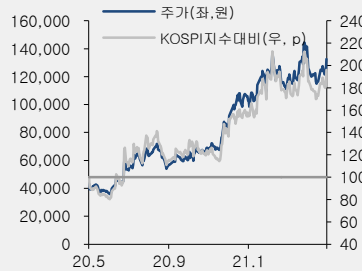
목표주가  
**180,000원**  
(신규)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-6.4	6.0	95.4
절대기준(%)	-4.8	0.9	75.2
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	180,000	-	-
영업이익(20)	337	-	-
영업이익(21)	331	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	126,000원
시가총액(십억원)	3,160
발행주식수(천주)	23,849천주
52주 최고가(원)	147,000원
최저가(원)	35,800원
52주 일간 Beta	0.9
60일 일평균거래대금(백만원)	54,807
외국인 지분율(%)	19.9%
배당수익률(2021F)(%)	0.0%
주주구성(%)	
이화영 외 31인	22.2
국민연금	12.2

투자의견  
**BUY(신규)**  
목표주가(12M)  
**180,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	2,605	2,003	2,445	2,494	2,551
영업이익(십억원)	-181	-86	337	331	313
세전계속사업손익(십억원)	-1,012	-350	246	311	297
당기순이익(십억원)	-807	-251	177	223	213
EPS(원)	-33,308	-10,321	7,258	9,166	8,764
증감률(%)	적전	na	흑전	26.3	-4.4
PER(배)	na	na	18.3	14.5	15.1
ROE(%)	-26.2	-9.9	7.1	8.3	7.4
PBR(배)	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	18.0	62.0	9.3	9.0	9.0

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 시황을 반영하지 못하고 있는 주가

### 투자포인트

- 당사는 OCI에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 180,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 2021년 기준 PER 24.8배, PBR 1.7배 수준
- **태양광 수요의 폭발적 증가:** BNEF 등 주요 기관의 2021년 태양광 설치 수요는 140~180GW로 전년대비 40~80% 증가할 것으로 전망되고 있음. 그린수소 제조를 위한 추가적인 태양광 설치 수요 증가 잠재력을 고려하면 수요는 시장의 기대를 상회할 가능성이 높음
- **폴리실리콘 강세:** 중국 신장 인권 이슈, 중국의 주요 업체들의 2분기 정기보수 집중으로 공급차질, 증설 지연 등을 감안하면 폴리실리콘이 약세로 전환할 가능성은 낮음. 당사는 현금생산원가가 높았던 국내 설비를 축소하고 말레이시아에서 공장을 가동(현재 3만톤, 2022년 3.5만톤)하고 있어 가격상승의 수혜가 기대됨

### 2021년 실적 전망: 매출액 2.4조원, 영업이익 3,369억원

- 매출액 2.4조원(+22.1%yoy), 영업이익 3,369억원(흑전yoy) 전망
- 1분기는 DCRE 분양을 위한 선제적 비용 집행 등 일회성 비용 발생으로 시장 눈높이를 하회하는 실적 기록. 일회성 제외 시, 1분기 이익 체력은 600억원 수준으로 파악. 스팟 폴리실리콘 가격이 ASP로 반영되는 시차를 고려하면 2분기부터는 베이직케미칼 사업부의 실적 증가를 기대. 현재 스팟 가격은 30달러/kg를 기록 중으로 분기 1천억원 수준의 긍정적 실적 예상
- 코모디티 전반 가격 상승, 콜타르, 피치 강세 고려하면 석유화학 사업부의 실적도 견조한 추세 이어갈 전망

# OCI (010060.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	4,811	4,437	4,705	4,631	4,549
유동자산	2,161	2,036	2,203	2,151	2,084
현금성자산	736	639	448	366	263
매출채권	409	328	450	459	470
재고자산	906	814	1,050	1,071	1,096
비유동자산	2,651	2,401	2,502	2,480	2,465
투자자산	563	651	794	810	829
유형자산	2,042	1,710	1,672	1,638	1,609
기타	46	40	36	31	27
<b>부채총계</b>	2,125	2,052	2,147	1,854	1,562
유동부채	846	860	954	961	969
매입채무	307	239	333	340	348
유동성이자부채	420	544	544	544	544
기타	118	77	77	77	77
비유동부채	1,280	1,192	1,192	893	593
비유동이자부채	1,176	1,130	1,130	830	530
기타	104	62	62	63	63
<b>자본총계</b>	2,686	2,386	2,559	2,777	2,986
자배지분	2,636	2,341	2,514	2,733	2,942
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	785	785	785	785	785
이익잉여금	1,704	1,455	1,628	1,847	2,056
기타	19	(27)	(27)	(27)	(27)
비자배지분	50	45	45	45	45
<b>자본총계</b>	2,686	2,386	2,559	2,777	2,986
총차입금	1,596	1,674	1,674	1,374	1,074
순차입금	860	1,036	1,226	1,008	811

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	(40)	(119)	(113)	4	(15)
당기순이익	(807)	(251)	177	223	213
자산상각비	311	139	133	130	127
기타비현금성손익	18	(13)	(160)	(326)	(328)
운전자본증감	(169)	(169)	(263)	(23)	(27)
매출채권감소(증가)	(33)	39	(122)	(9)	(11)
재고자산감소(증가)	29	137	(236)	(21)	(25)
매입채무증가(감소)	(43)	(42)	95	7	8
기타	(121)	(304)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(272)	6	(103)	(86)	(88)
단기투자자산감소	(26)	102	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(12)	6	5
설비투자	231	73	89	91	93
유형자산처분	2	12	0	0	0
무형자산처분	(5)	(2)	(1)	(1)	(0)
<b>재무현금</b>	43	77	25	0	0
차입금증가	63	84	0	0	0
자본증가	(20)	(1)	25	0	0
배당금지급	20	1	0	0	0
<b>현금증감</b>	(257)	(44)	(191)	(82)	(103)
기초현금	744	488	444	253	171
기말현금	488	444	253	171	68
Gross Cash flow	179	95	150	28	13
Gross Investment	415	265	366	109	116
<b>Free Cash Flow</b>	(236)	(170)	(216)	(82)	(103)

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	2,605	2,003	2,445	2,494	2,551
증가율(%)	(16.3)	(23.1)	22.1	2.0	2.3
매출원가	2,565	1,874	1,846	1,895	1,964
<b>매출총이익</b>	40	129	599	599	587
판매 및 일반관리비	221	215	262	267	273
기타영업손익	7	(3)	22	2	2
<b>영업이익</b>	(181)	(86)	337	331	313
증가율(%)	적전	적지	흑전	(1.7)	(5.4)
<b>EBITDA</b>	130	53	470	461	441
증가율(%)	(71.7)	(59.7)	795.7	(1.9)	(4.5)
<b>영업외손익</b>	(832)	(264)	(91)	(20)	(16)
이자수익	17	12	13	14	14
이자비용	55	48	42	40	36
자본법손익	(2)	8	8	8	8
기타영업외손익	(792)	(236)	(70)	(2)	(2)
<b>세전순이익</b>	(1,012)	(350)	246	311	297
증가율(%)	적전	적지	흑전	26.3	(4.4)
법인세비용	(206)	(99)	70	88	84
<b>당기순이익</b>	(807)	(251)	177	223	213
증가율(%)	적전	적지	흑전	26.3	(4.4)
지배주주지분	(794)	(246)	173	219	209
증가율(%)	적전	적지	흑전	26.3	(4.4)
비지배지분	(13,010)	(5,013)	3,526	4,452	4,257
<b>EPS(원)</b>	(33,308)	(10,321)	7,258	9,166	8,764
증가율(%)	적전	적지	흑전	26.3	(4.4)
<b>수정EPS(원)</b>	(33,308)	(10,321)	7,258	9,166	8,764
증가율(%)	적전	적지	흑전	26.3	(4.4)

## 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(33,308)	(10,321)	7,258	9,166	8,764
BPS	110,515	98,159	105,418	114,584	123,348
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	n/a	18.3	14.5	15.1
PBR	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.0	62.0	9.3	9.0	9.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	8.3	23.4	21.0	114.3	246.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(6.9)	(4.3)	13.8	13.3	12.3
EBITDA이익률	5.0	2.6	19.2	18.5	17.3
순이익률	(31.0)	(12.5)	7.2	8.9	8.4
ROE	(26.2)	(9.9)	7.1	8.3	7.4
ROIC	(3.5)	(1.8)	6.9	6.5	6.1
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	32.0	43.4	47.9	36.3	27.2
유동비율	255.4	236.8	230.9	223.9	215.1
이자보상배율	(3.3)	(1.8)	8.0	8.2	8.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	6.2	5.4	6.3	5.5	5.5
재고자산회전율	3.6	2.3	2.6	2.4	2.4
매입채무회전율	8.1	7.3	8.5	7.4	7.4



# SKIET (361610)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

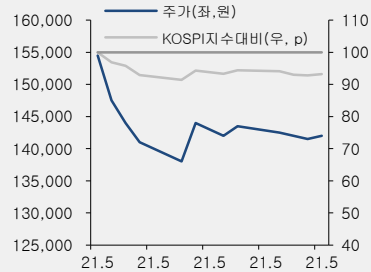
목표주가  
**165,000원**  
(신규)

추가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-	-	-
절대기준(%)	-	-	-
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	165,000	-	-
영업이익(20)	125	-	-
영업이익(21)	187	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	145,000원
시가총액(십억원)	10,124
발행주식수(천주)	71,298천주
52주 최고가(원)	222,500원
최저가(원)	138,000원
52주 일간 Beta	7.2
60일 일평균거래대금(백만원)	319,583
외국인 지분율(%)	5.1%
배당수익률(2021F)(%)	0.0%
주주구성(%)	
SK이노베이션	61.2
프리미어슈퍼리어	8.8

투자의견  
**BUY(신규)**  
목표주가(12M)  
**165,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	263	469	878	1,049	1,466
영업이익(십억원)	81	125	187	257	350
세전계속사업손익(십억원)	77	129	182	251	342
당기순이익(십억원)	64	88	124	171	234
EPS(원)	2,123	1,405	1,983	2,727	3,725
증감률(%)	na	-33.8	41.1	37.5	36.6
PER(배)	na	na	71.6	52.1	38.1
ROE(%)	na	11.0	9.8	12.1	14.4
PBR(배)	na	na	6.7	5.9	5.1
EV/EBITDA(배)	2.1	0.8	32.2	25.9	20.2

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## Tier-1 분리막 1위

### 투자포인트

- SKIET에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 165,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시. 목표 시가총액은 2023년 예상 지배주주순이익의 44.3배 수준 (경쟁사 SEMCORP과 동일한 밸류에이션 부여)
- 동사는 습식 및 세라믹코팅 분리막을 주력으로 생산하고 있으며, 경쟁사가 중국 시장에 점유율이 집중되어있고 Tier-1 시장 점유율이 동사에 비해 낮음을 고려하면 동일한 수준의 밸류에이션 적용은 적합하다고 판단. 전기차 시장의 급성장으로 자동차용 배터리에 사용되는 분리막의 수요가 빠르게 증가하고 있으며, 분리막의 열안정성 문제도 중요한 이슈로 부각되고 있음. 특히, 150도 이상의 고온에서 전지의 안전성이 확보되어야 하며 이를 위해 세라믹 코팅 분리막이 표준으로 받아들여지고 있어 두께를 슬림화하기 용이한 습식 분리막의 수요가 빠르게 증가할 것으로 예상. 당사 추정에 의하면 2023년부터 Tier-1 분리막 시장은 공급부족으로 접어들 것으로 예상되며, 탭티어 업체들의 프리미엄은 더욱 부각될 전망

### 2021년 실적 전망: 매출액 8,780억원, 영업이익 1,870억원

- 매출액 8,780억원(+87.1%yoy), 영업이익 1,870억원(+49.6%yoy)을 전망. 2021년은 중국 공장가동이 본격 가동되는 가운데 하반기부터는 폴란드 공장의 가동 시작으로 외형성장이 가장 큰 해로 기억될 것. 2021년말 기준, 동사의 분리막 설비는 14억m2로 전년대비 58.9% 증가 기대. 습식 분리막 사업은 원재료로 PE, 오일을 활용해 기타 배터리 소재에 비해 변동비 비중이 적고, 건식에 비해 투자비는 높지만 균일한 품질의 미세다기공 소재를 생산할 수 있다는 특징이 있음. 당사 추정 EBITDA는 2023년 5천억원, 2024년 7천억원을 상회할 것으로 예상. 풍부한 현금창출 능력으로 공격적인 증설이 지속 가능할 것이고 중국 업체와 1, 2위 시장 점유율 경쟁을 할 전망

# SKIET (361610.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	780.2	1,991.6	2,418.0	2,619.9	3,225.4
유동자산	182.5	566.8	474.5	516.0	605.3
현금성자산	93.4	367.6	204.6	208.9	207.4
매출채권	51.5	79.1	122.2	145.9	204.0
재고자산	32.4	41.2	68.8	82.2	114.9
비유동자산	597.7	1,424.9	1,943.6	2,102.9	2,620.1
투자자산	9.3	22.9	42.9	51.2	71.6
유형자산	588.4	1,394.0	1,887.3	2,033.5	2,525.8
기타	0.0	7.9	13.4	18.3	22.7
<b>부채총계</b>	386.1	783.4	1,085.4	1,115.2	1,487.9
유동부채	35.6	272.6	574.6	604.4	977.1
매입채무	12.8	150.7	152.9	182.7	255.4
유동성이자부채	0.4	9.3	309.3	309.3	609.3
기타	22.4	112.6	112.4	112.4	112.4
비유동부채	350.5	510.7	510.8	510.8	510.8
비유동이자부채	350.1	508.8	508.8	508.8	508.8
기타	0.3	1.9	2.0	2.0	2.0
<b>자본총계</b>	394.2	1,208.3	1,332.7	1,503.7	1,737.5
자배지분	394.2	1,208.3	1,332.7	1,503.7	1,737.5
자본금	30.0	62.7	62.7	62.7	62.7
자본잉여금	300.6	1,018.2	1,018.2	1,018.2	1,018.2
이익잉여금	63.5	151.5	275.9	447.0	680.7
기타	0.0	(24.2)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
비자배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	394.2	1,208.3	1,332.7	1,503.7	1,737.5
총차입금	350.6	518.1	818.1	818.1	1,118.1
순차입금	257.2	150.5	613.5	609.2	910.7

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	88.4	116.1	182.0	313.2	391.4
당기순이익	63.7	88.2	124.4	171.1	233.7
자산상각비	44.8	71.4	146.1	157.9	196.1
기타비현금성손익	1.6	(6.6)	(20.2)	(8.3)	(20.4)
운전자본증감	(35.1)	(71.7)	(68.4)	(7.4)	(18.1)
매출채권감소(증가)	(11.7)	(21.6)	(43.0)	(23.8)	(58.1)
재고자산감소(증가)	(12.3)	(10.1)	(27.6)	(13.4)	(32.7)
매입채무증가(감소)	1.9	3.5	2.2	29.8	72.7
기타	(13.0)	(43.5)	0.0	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	(134.0)	(374.5)	(644.9)	(308.9)	(692.9)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(64.8)	(576.6)	(638.0)	(302.0)	(686.0)
유형자산처분	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	0.0	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
<b>재무현금</b>	(0.3)	441.2	300.0	0.0	300.0
차입금증가	(0.3)	141.2	300.0	0.0	300.0
자본증가	0.0	300.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금증감</b>	(45.9)	184.1	(162.9)	4.3	(1.5)
기초현금	70.0	24.1	208.2	45.2	49.5
기말현금	24.1	208.2	45.2	49.5	48.0
Gross Cash flow	131.0	202.1	250.4	320.6	409.5
Gross Investment	169.1	446.1	713.3	316.3	711.0
<b>Free Cash Flow</b>	(38.1)	(244.0)	(462.9)	4.3	(301.5)

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	263.0	469.3	878.0	1,049.0	1,466.5
증가율(%)	적지	78.4	87.1	19.5	39.8
매출원가	157.4	285.2	544.4	660.9	938.5
<b>매출총이익</b>	105.6	184.1	333.7	388.1	527.9
판매 및 일반관리비	25.1	58.9	146.3	130.9	178.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	80.6	125.2	187.4	257.3	349.8
증가율(%)	적지	55.4	49.6	37.3	36.0
<b>EBITDA</b>	125.3	196.6	333.5	415.1	545.9
증가율(%)	적지	56.8	69.7	24.5	31.5
<b>영업외손익</b>	(3.9)	3.9	(5.1)	(6.7)	(7.5)
이자수익	0.9	3.7	2.1	2.5	3.4
이자비용	6.2	8.9	18.5	20.6	22.5
자본법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	9.1	11.3	11.5	11.6
<b>세전순이익</b>	76.6	129.1	182.2	250.6	342.3
증가율(%)	적지	68.5	41.1	37.5	36.6
법인세비용	12.9	41.0	57.8	79.5	108.6
<b>당기순이익</b>	63.7	88.2	124.4	171.1	233.7
증가율(%)	적지	38.4	41.1	37.5	36.6
지배주주지분	63.7	88.2	124.4	171.1	233.7
증가율(%)	적지	38.4	41.1	37.5	36.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	2,123	1,405	1,983	2,727	3,725
증가율(%)	적지	(33.8)	41.1	37.5	36.6
<b>수정EPS(원)</b>	2,123	1,405	1,983	2,727	3,725
증가율(%)	적지	(33.8)	41.1	37.5	36.6

## 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,123	1,405	1,983	2,727	3,725
BPS	13,139	19,258	21,241	23,967	27,692
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	n/a	71.6	52.1	38.1
PBR	n/a	n/a	6.7	5.9	5.1
EV/EBITDA	2.1	0.8	32.2	25.9	20.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	35.6	27.8	21.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	30.6	26.7	21.3	24.5	23.9
EBITDA이익율	47.6	41.9	38.0	39.6	37.2
순이익율	24.2	18.8	14.2	16.3	15.9
ROE	n/a	11.0	9.8	12.1	14.4
ROIC	n/a	8.5	7.7	8.7	10.0
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	65.3	12.5	46.0	40.5	52.4
유동비율	512.3	207.9	82.6	85.4	61.9
이자보상배율	12.9	14.1	10.1	12.5	15.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	n/a	0.3	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	n/a	7.2	8.7	7.8	8.4
재고자산회전율	n/a	12.8	16.0	13.9	14.9
매입채무회전율	n/a	5.7	5.8	6.3	6.7



# 대한유화

## (006650)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**310,000원**  
(상향)

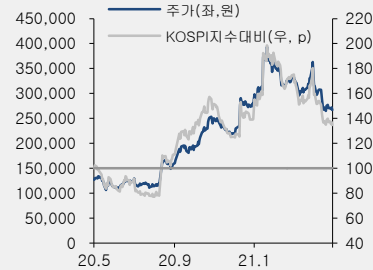
주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-26.4	-26.5	6.8
절대기준(%)	-24.9	-31.6	-13.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	310,000	-	-
영업이익(20)	323	-	-
영업이익(21)	317	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	270,500원
시가총액(십억원)	1,736
발행주식수(천주)	6,500천주
52주 최고가(원)	405,500원
최저가(원)	106,500원
52주 일간 Beta	1.1
60일 일평균거래대금(백만원)	25,289
외국인 지분율(%)	21.0%
배당수익률(2021F)(%)	2.1%
주주구성(%)	
이순규 외 1인	39.5
국민연금	9.3

투자의견 **BUY(유지)**  
목표주가(12M) **310,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	2,074	1,883	2,374	2,421	2,494
영업이익(십억원)	114	170	323	317	322
세전계속사업손익(십억원)	128	168	328	322	327
당기순이익(십억원)	106	127	249	245	248
EPS(원)	16,360	19,576	38,298	37,633	38,160
증감률(%)	-58.7	19.7	95.6	-1.7	1.4
PER(배)	7.2	11.7	7.0	7.1	7.0
ROE(%)	6.1	6.9	12.4	11.0	10.2
PBR(배)	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	2.8	3.9	2.8	2.4	1.9

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 분리막 PE 강자

### 투자포인트

- **목표 주가 310,000원으로 상향:** 화학업황 강세를 반영해 2021년 영업이익 전망을 상향하고 목표주가도 310,000원으로 수정 제시(2021년 기준 PER 8.1배, PBR 0.9배에 해당)
- **하반기까지 이어질 화학업황 강세:** 상반기 강세를 보였던 화학 시황은 2분기 비수기를 맞아 약세를 보이고 있음. Peak-out 논란이 있지만, BASF의 장기 전망에서 확인할 수 있듯이 중국을 중심으로 화학제품의 수요는 견조한 성장을 지속할 것이라 판단. 미국 한파 영향, 상반기 집중되었던 경기보수는 소멸되나 현 코모디티 시장의 백워데이션 구조 지속을 감안할 때, 트레이더들의 투기수요가 다시 발생할 가능성이 있음
- **분리막 제조용 PE의 프리미엄:** 동사는 SEMCORP 등 중국 로컬 분리막 제조업체와 국내 SKIET에 습식 분리막 제조용 PE를 납품하고 있음. 생산량 증가가 기대되며, 범용 PE 대비 마진이 높아 긍정적
- **쌓이는 현금과 신사업 투자 여력:** 동사는 COVID-19 이전 해외 ECC/NCC 증설 등 지역다변화를 위한 투자를 검토. 현 시황 유지 시 순현금은 지속될 전망이며 이를 활용한 사업 다각화를 기대

### 2021년 실적 전망: 매출액 2.4조원, 영업이익 3,227억원

- 매출액 2.4조원(+26.1%yoy), 영업이익 3,227억원(+89.7%yoy) 전망
- 레깅 스프레드 고려하면 2분기까지 증익 추세 유효할 것이라 판단하며 분기 800억원 이상의 실적 지속 가능할 전망. 동사의 EV/EBITDA 2.8배는 케미칼 M&A 적용 평균 6.0배를 절반 이상 하회해 밸류에이션 매력 존재

# 대한유화 (006650.KS) 재무제표

대차대조표					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	2,026	2,128	2,385	2,596	2,811
유동자산	464	605	859	1,106	1,346
현금성자산	101	293	435	674	901
매출채권	197	186	241	246	253
재고자산	161	124	180	184	189
비유동자산	1,562	1,522	1,526	1,490	1,465
투자자산	183	208	262	268	276
유형자산	1,373	1,306	1,255	1,211	1,176
기타	7	8	9	11	14
<b>부채총계</b>	248	233	261	263	266
유동부채	91	69	96	97	98
매입채무	59	25	53	54	56
유동성이자부채	7	8	8	8	8
기타	25	36	34	34	34
비유동부채	156	164	165	166	167
비유동이자부채	55	60	60	60	60
기타	101	105	106	107	108
<b>자본총계</b>	1,779	1,894	2,125	2,333	2,545
자배지분	1,779	1,894	2,125	2,333	2,545
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
이익잉여금	1,479	1,595	1,825	2,034	2,246
기타	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
비자배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,779	1,894	2,125	2,333	2,545
총차입금	62	68	68	68	68
순차입금	(39)	(225)	(367)	(606)	(833)

현금흐름표					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	230	300	305	382	376
당기순이익	128	168	249	245	248
자산상각비	148	155	164	158	154
기타비현금성손익	(5)	(13)	(25)	(13)	(14)
운전자본증감	5	11	(83)	(7)	(11)
매출채권감소(증가)	(0)	9	(55)	(5)	(7)
재고자산감소(증가)	15	38	(56)	(4)	(6)
매입채무증가(감소)	15	(15)	28	1	2
기타	(24)	(20)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(157)	(139)	(144)	(107)	(114)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(30)	9	7
설비투자	164	89	112	114	118
유형자산처분	11	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)
<b>재무현금</b>	(29)	(10)	(18)	(36)	(36)
차입금증가	(5)	5	0	0	0
자본증가	(25)	(15)	(18)	(36)	(36)
배당금지급	25	15	19	36	36
<b>현금증감</b>	44	152	143	239	227
기초현금	54	98	250	392	631
기말현금	98	250	392	631	858
Gross Cash flow	271	315	387	389	388
Gross Investment	151	128	227	115	125
<b>Free Cash Flow</b>	120	187	161	275	263

자료: 유진투자증권

손익계산서					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	2,074	1,883	2,374	2,421	2,494
증가율(%)	(18.8)	(9.2)	26.1	2.0	3.0
매출원가	1,914	1,667	1,994	2,046	2,113
<b>매출총이익</b>	160	215	380	375	382
판매 및 일반관리비	46	45	57	58	60
기타영업손익	(18)	(3)	26	2	3
<b>영업이익</b>	114	170	323	317	322
증가율(%)	(64.3)	49.5	89.7	(1.8)	1.4
<b>EBITDA</b>	261	325	487	475	475
증가율(%)	(42.5)	24.3	49.8	(2.3)	(0.0)
<b>영업외손익</b>	14	(2)	5	5	5
이자수익	2	2	3	3	3
이자비용	1	0	0	0	0
지분법손익	8	13	13	13	13
기타영업외손익	6	(17)	(11)	(11)	(11)
<b>세전순이익</b>	128	168	328	322	327
증가율(%)	(62.0)	31.3	95.6	(1.7)	1.4
법인세비용	21	40	79	78	79
<b>당기순이익</b>	106	127	249	245	248
증가율(%)	(58.7)	19.7	95.6	(1.7)	1.4
지배주주지분	106	127	249	245	248
증가율(%)	(58.7)	19.7	95.6	(1.7)	1.4
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	16,360	19,576	38,298	37,633	38,160
증가율(%)	(58.7)	19.7	95.6	(1.7)	1.4
수정EPS(원)	16,360	19,576	38,298	37,633	38,160
증가율(%)	(58.7)	19.7	95.6	(1.7)	1.4

주요투자지표					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	16,360	19,576	38,298	37,633	38,160
BPS	273,632	291,403	326,851	358,904	391,584
DPS	2,500	3,000	5,580	5,480	5,560
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	7.2	11.7	7.0	7.1	7.0
PBR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	2.8	3.9	2.8	2.4	1.9
배당수익률	2.1	1.3	2.1	2.0	2.1
PCR	2.8	4.8	4.5	4.5	4.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	5.5	9.0	13.6	13.1	12.9
EBITDA이익율	12.6	17.3	20.5	19.6	19.1
순이익율	5.1	6.8	10.5	10.1	9.9
ROE	6.1	6.9	12.4	11.0	10.2
ROIC	6.0	8.4	16.1	15.7	16.3
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	(2.2)	(11.9)	(17.3)	(26.0)	(32.7)
유동비율	507.8	876.8	899.4	1,145.3	1,370.8
이자보상배율	78.0	354.5	951.6	935.0	948.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.0	0.9	1.1	1.0	0.9
매출채권회전율	10.4	9.9	11.1	10.0	10.0
재고자산회전율	12.6	13.2	15.6	13.3	13.4
매입채무회전율	34.5	44.8	61.3	45.3	45.5

# 한국전력

## (015760)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**43,000원**  
(유지)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	5.3	14.8	18.9
절대기준(%)	6.8	9.7	-1.3

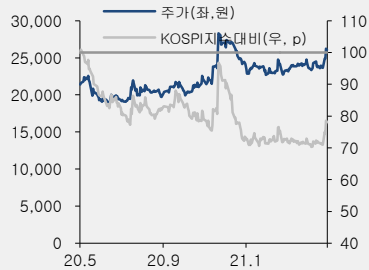
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	43,000	43,000	-
영업이익(20)	-997	-997	-
영업이익(21)	1,386	1,386	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	25,450원
시가총액(십억원)	16,723
발행주식수(천주)	641,964천주
52주 최고가(원)	30,050원
최저가(원)	18,700원
52주 일간 Beta	0.66
60일 일평균거래대금(백만원)	81,675
외국인 지분율(%)	16.3%
배당수익률(2021F)(%)	0.0%
주주구성(%)	
한국산업은행	51.1
국민연금	6.9

투자의견  
**BUY(유지)**

목표주가(12M)  
**43,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	59,173	58,569	58,182	60,633	61,369
영업이익(십억원)	-1,277	4,086	-997	1,386	3,367
세전계속사업손익(십억원)	-3,266	2,992	-2,880	-558	1,148
당기순이익(십억원)	-2,264	2,092	-2,373	-433	890
EPS(원)	-3,654	3,102	-3,656	-652	1,342
증감률(%)	na	흑전	적전	na	흑전
PER(배)	na	8.8	na	na	18.6
ROE(%)	-3.3	3.1	-3.5	-0.7	1.3
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	9.0	5.7	8.2	7.0	6.2

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 하반기 요금 인상 기대

### 투자포인트

- 하반기 요금 인상 기대:** 동사는 3분기 연료비조정단가를 6월말 발표할 예정이며, 조정 여부에 따라 실적과 주가도 반등 가능할 전망. 정부의 RE3020 재생에너지 목표 설비 60GW 중 한국전력과 발전자회사의 목표가 40GW를 차지해 총 120조원의 투자재원 마련이 필요한데 현재 현금창출력으로 이를 달성하는 것이 쉽지 않기 때문. 공공요금 안정화 방침이 고수되고 있으나, 연료비연동제를 도입한 상황에서 한시적 유예 조항을 지속할 수 있을지 의문. 동사의 투자계획도 기존대비 하향되어 아이러니. 중장기 재무계획을 참고해도 현 상황 지속 시 적자가 매년 지속된다는 점에서 한시적 요금조정 유예는 어려울 전망
- 여전히 낮은 주가 레벨:** 최근 원자재 가격 랠리와 요금동결을 가정해 2021년 영업실적을 적자전환으로 수정. 그럼에도 현재 동사의 시가총액이 별도기준 사업가치도 제대로 반영하지 못하고 있다고 판단

### 최근 실적 동향 및 이슈

- 1Q21 Review:** 매출액 15.1조원(-0.1%yoy, +2.6%qoq), 영업이익 5,716억원(+32.8%yoy, -38.8%qoq)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스에 부합하는 무난한 실적. 1Q21 분기 평균 판가는 104.2원/kWh, 평균원가는 102.4원/kWh로 전년동기 대비 스프레드가 34.9% 확대되었음. 2020년 상반기 국제 에너지 가격 하락이 시차를 두고 반영되어 비용이 감소했지만 원가연계형 요금제 적용으로 전기요금도 3원/kWh 하락해 실적 개선을 제한
- 연간 석탄 투입단가를 기존 12만원에서 13만원으로 상향, 연간 원전, 석탄 가동률 가이던스를 70% 초반, 50% 후반으로 하향. 2021년 원자재 가격 랠리와 낮은 기저발전소 가동률을 고려하면 향후 실적에는 부정적으로 작용

# 한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	197,598	203,142	203,190	209,549	217,408
유동자산	19,483	20,562	18,796	18,635	20,141
현금성자산	3,457	4,887	3,477	3,325	4,817
매출채권	7,301	7,585	7,509	7,214	6,929
재고자산	7,051	6,743	6,810	7,087	7,375
비유동자산	178,115	182,580	184,393	190,914	197,267
투자자산	11,127	11,652	12,125	12,617	13,129
유형자산	164,702	168,709	171,133	177,179	183,033
기타	2,286	2,219	1,135	1,119	1,105
<b>부채총계</b>	128,708	132,475	135,676	142,469	149,437
유동부채	24,232	25,881	24,525	24,492	24,466
매입채무	4,812	4,392	3,331	3,199	3,073
유동성이자부채	9,566	11,301	11,301	11,301	11,301
기타	9,853	10,188	9,893	9,992	10,092
비유동부채	104,476	106,594	111,151	117,976	124,971
비유동이자부채	63,550	63,409	66,309	71,409	76,609
기타	40,926	43,185	44,842	46,567	48,362
<b>자본총계</b>	68,890	70,667	67,513	67,081	67,971
자배지분	67,496	69,297	66,143	65,710	66,600
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,068	2,068	2,068	2,068
이익잉여금	49,202	51,134	47,980	47,547	48,437
기타	13,014	12,885	12,885	12,885	12,885
비자배지분	1,393	1,370	1,370	1,370	1,370
<b>자본총계</b>	68,890	70,667	67,513	67,081	67,971
총차입금	73,117	74,711	77,611	82,711	87,911
순차입금	69,660	69,824	74,134	79,386	83,094

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	7,998	12,971	11,034	13,238	14,989
당기순이익	(2,264)	2,092	(2,373)	(433)	890
자산상각비	11,129	11,548	12,001	12,317	12,726
기타비현금성손익	548	(744)	2,371	1,377	1,412
운전자본증감	(3,408)	(3,127)	(965)	(23)	(40)
매출채권감소(증가)	159	352	76	296	284
재고자산감소(증가)	(980)	(723)	(67)	(277)	(288)
매입채무증가(감소)	(354)	(626)	(1,061)	(131)	(126)
기타	(2,234)	(2,129)	88	89	90
<b>투자현금</b>	(13,284)	(14,594)	(14,679)	(18,611)	(18,822)
단기투자자산감소	216	238	(116)	(121)	(126)
장기투자증권감소	0	0	51	72	96
설비투자	14,000	13,281	14,250	18,190	18,411
유형자산처분	523	332	0	0	0
무형자산처분	(222)	(110)	(156)	(156)	(156)
<b>재무현금</b>	5,775	1,881	2,119	5,100	5,200
차입금증가	5,769	1,925	2,900	5,100	5,200
자본증가	(113)	(95)	(781)	0	0
배당금지급	113	95	781	0	0
<b>현금증감</b>	452	219	(1,526)	(273)	1,366
기초현금	1,358	1,810	2,030	504	231
기말현금	1,810	2,030	504	231	1,597
Gross Cash flow	13,506	18,409	11,999	13,261	15,028
Gross Investment	16,908	17,959	15,528	18,513	18,736
<b>Free Cash Flow</b>	(3,402)	450	(3,529)	(5,252)	(3,708)

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	59,173	58,569	58,182	60,633	61,369
증가율(%)	(2.4)	(1.0)	(0.7)	4.2	1.2
매출원가	57,780	51,805	56,852	56,915	55,620
<b>매출총이익</b>	1,393	6,765	1,330	3,718	5,749
판매 및 일반관리비	2,670	2,678	2,327	2,332	2,382
기타영업손익	2	0	(13)	0	2
<b>영업이익</b>	(1,277)	4,086	(997)	1,386	3,367
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	143.0
<b>EBITDA</b>	9,852	15,634	11,004	13,703	16,094
증가율(%)	0.4	58.7	(29.6)	24.5	17.4
<b>영업외손익</b>	(1,989)	(1,095)	(1,882)	(1,944)	(2,219)
이자수익	282	250	124	113	113
이자비용	2,047	1,995	2,042	2,315	2,623
자본법손익	214	281	316	348	383
기타영업손익	(439)	370	(280)	(91)	(92)
<b>세전순이익</b>	(3,266)	2,992	(2,880)	(558)	1,148
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
법인세비용	(1,002)	899	(507)	(126)	258
<b>당기순이익</b>	(2,264)	2,092	(2,373)	(433)	890
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
자배주주지분	(2,346)	1,991	(2,347)	(419)	861
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
비자배지분	81,982	101,122	(25,860)	(13,951)	28,696
<b>EPS(원)</b>	(3,654)	3,102	(3,656)	(652)	1,342
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	(3,654)	3,102	(3,656)	(652)	1,342
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(3,654)	3,102	(3,656)	(652)	1,342
BPS	105,140	107,945	103,033	102,358	103,745
DPS	0	0	0	0	800
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	8.8	n/a	n/a	18.6
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.0	5.7	8.2	7.0	6.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	3.2
PCR	1.3	1.0	1.3	1.2	1.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(2.2)	7.0	(1.7)	2.3	5.5
EBITDA이익률	16.6	26.7	18.9	22.6	26.2
순이익률	(3.8)	3.6	(4.1)	(0.7)	1.5
ROE	(3.3)	3.1	(3.5)	(0.7)	1.3
ROIC	(0.7)	2.2	(0.5)	0.7	1.8
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자지분	101.1	98.8	109.8	118.3	122.2
유동비율	80.4	79.4	76.6	76.1	82.3
이자보상배율	(0.6)	2.0	(0.5)	0.6	1.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	8.1	7.9	7.7	8.2	8.7
재고자산회전율	8.3	8.5	8.6	8.7	8.5
매입채무회전율	12.0	12.7	15.1	18.6	19.6

# 한국가스공사

## (036460)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**36,000원**  
(유지)

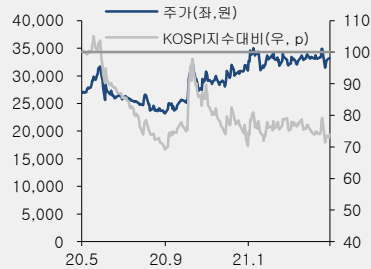
주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-2.4	2.2	11.7
절대기준(%)	-0.8	-2.9	-8.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	36,000	36,000	-
영업이익(20)	1,201	1,201	-
영업이익(21)	1,260	1,260	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	33,200원
시가총액(십억원)	3,005
발행주식수(천주)	92,313천주
52주 최고가(원)	35,800원
최저가(원)	23,100원
52주 일간 Beta	0.73
60일 일평균거래대금(백만원)	14,698
외국인 지분율(%)	7.6%
배당수익률(2021F)(%)	3.6%
주주구성(%)	
정부	46.6
자사주	7.0

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가(12M)  
**36,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	24,983	20,834	24,766	25,916	26,708
영업이익(십억원)	1,335	899	1,201	1,260	1,307
세전계속사업손익(십억원)	116	-269	489	506	604
당기순이익(십억원)	58	-161	358	392	468
EPS(원)	420	-1,864	3,861	4,229	5,050
증감률(%)	-92.4	적전	흑전	9.5	19.4
PER(배)	90.1	na	8.4	7.7	6.4
ROE(%)	0.7	-2.1	4.7	4.9	5.6
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	9.9	10.7	9.7	9.9	9.6

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 우호적인 정책과 신사업 기대감

### 투자포인트

- **오만, 카타르 재계약으로 가격경쟁력 확보:** 민자발전의 직도입 가스 점유율이 22%까지 상승하였지만, 발전용 천연가스 개별요금제 시행, 2024년 계약이 종료되는 오만/카타르 물량의 저가 계약을 통해 가격 경쟁력 강화 전망
- **수소로드맵 2.0 기대감:** 장기적으로 블루수소 수요확대로 가스 수요도 1천만 톤 증가가 예상되어 긍정적. 로드맵 1.0 기준 2040년 수소 수요 900만톤 중 산업용 355만톤이나, 포스코 고로를 수소환원제철로 대체해도 370만톤 수소 수요 필요. 즉, 2.0에서 산업용 수소의 대폭적인 상향 전망

### 최근 실적 동향 및 이슈

- **1Q21 Review:** 매출액 7.7조원 (-3.2%yoy), 영업이익 7,646억원 (-20.3%yoy)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스를 19.0% 하회하는 실적. 2021년부터 발전용 천연가스 도매요금 제도 변경으로 1분기 실적이 감소하는 착시현상이 발생했으나, 연간이익의 변화가 없어 무난한 실적이라고 평가
- **국내 도매 7,102억원(-24.6%yoy):** 2021년 별도기준 보장이익은 8,709억원으로 확정되며 전년대비 48억원 증가해 규제사업의 실적은 완만한 우상향 전망. 작년 국제유가 하락으로 운전자본이 감소했지만 금리가 오르면서 보장이익률이 0.1%p 상승했기 때문. 그러나 발전용 천연가스 마진이 계절별 차등요금제 폐지, 연간 단일요금으로 개편되며 도매사업 이익 감소. 요금제 개편으로 1~4분기 -2,868, +1,335, +1,656, -123억원의 실적 변화가 예상되어 분기실적 변동성 축소
- **해외자원 및 기타 544억원(+207.9%yoy):** 국제유가 상승효과가 1분기부터 반영되기 시작해 영업적자 축소. 특히, 호주 Prelude도 장기간 섯다운이 마무리되고 가동률을 높이고 있는 것으로 파악되어 긍정적

# 한국가스공사(036460.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	39,312	35,910	36,736	37,475	38,159
유동자산	9,233	7,528	8,239	8,837	9,343
현금성자산	356	381	966	98	368
매출채권	5,118	4,226	4,639	4,881	5,030
재고자산	2,645	1,390	1,095	2,303	2,374
비유동자산	30,079	28,382	28,497	28,638	28,816
투자자산	3,955	3,653	3,801	3,956	4,116
유형자산	24,377	23,134	23,095	23,075	23,087
기타	1,747	1,595	1,601	1,607	1,613
<b>부채총계</b>	31,165	28,175	28,643	29,101	29,437
유동부채	8,901	7,213	7,097	7,167	7,211
매입채무	1,751	1,319	1,263	1,329	1,370
유동성이자부채	6,533	5,427	5,427	5,427	5,427
기타	617	467	406	410	415
비유동부채	22,265	20,962	21,546	21,934	22,226
비유동이자부채	20,275	18,881	19,381	19,681	19,881
기타	1,990	2,081	2,165	2,253	2,345
<b>자본총계</b>	8,147	7,735	8,093	8,374	8,722
자배지분	7,853	7,481	7,839	8,120	8,468
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	5,398	5,191	5,549	5,830	6,178
기타	(24)	(190)	(190)	(190)	(190)
비자배지분	293	254	254	254	254
<b>자본총계</b>	8,147	7,735	8,093	8,374	8,722
총차입금	26,807	24,308	24,808	25,108	25,308
순차입금	26,452	23,927	23,842	25,010	24,940

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	1,986	3,291	1,592	470	1,755
당기순이익	58	(161)	358	392	468
자산상각비	1,735	1,637	1,567	1,575	1,590
기타비현금성손익	(95)	(73)	(149)	(101)	(113)
운전자본증감	(671)	1,320	(184)	(1,396)	(190)
매출채권감소(증가)	211	891	(413)	(242)	(149)
재고자산감소(증가)	497	1,256	296	(1,209)	(70)
매입채무증가(감소)	(137)	(495)	(56)	66	41
기타	(1,243)	(332)	(11)	(11)	(11)
<b>투자현금</b>	(1,397)	(972)	(1,510)	(1,529)	(1,567)
단기투자자산감소	(12)	69	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	110	122	135
설비투자	1,223	912	1,527	1,555	1,602
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(70)	(83)	(6)	(6)	(6)
<b>재무현금</b>	(582)	(2,230)	500	189	80
차입금증가	(9)	(2,071)	500	300	200
자본증가	(134)	(51)	0	(111)	(120)
배당금지급	134	51	0	111	120
<b>현금증감</b>	17	75	582	(870)	268
기초현금	240	257	332	914	44
기말현금	257	332	914	44	312
Gross Cash flow	3,237	2,682	1,776	1,866	1,946
Gross Investment	2,056	(279)	1,692	2,923	1,755
<b>Free Cash Flow</b>	1,181	2,961	84	(1,057)	190

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	24,983	20,834	24,766	25,916	26,708
증가율(%)	(4.6)	(16.6)	18.9	4.6	3.1
매출원가	23,227	19,513	22,990	24,074	24,806
<b>매출총이익</b>	1,756	1,320	1,776	1,842	1,901
판매 및 일반관리비	421	421	575	582	595
기타영업손익	5	0	36	1	2
<b>영업이익</b>	1,335	899	1,201	1,260	1,307
증가율(%)	4.5	(32.6)	33.6	4.9	3.7
<b>EBITDA</b>	3,070	2,536	2,768	2,835	2,897
증가율(%)	(0.3)	(17.4)	9.2	2.4	2.2
<b>영업외손익</b>	(1,218)	(1,168)	(712)	(755)	(702)
이자수익	33	22	20	2	8
이자비용	805	712	674	716	730
자본법손익	105	34	174	189	204
기타영업외손익	(551)	(511)	(233)	(230)	(185)
<b>세전순이익</b>	116	(269)	489	506	604
증가율(%)	(82.1)	적전	흑전	3.5	19.4
법인세비용	58	(108)	131	114	136
<b>당기순이익</b>	58	(161)	358	392	468
증가율(%)	(88.9)	적전	흑전	9.5	19.4
지배주주지분	39	(172)	356	390	466
증가율(%)	(92.4)	적전	흑전	9.5	19.4
비지배지분	19,505	11,377	1,467	1,607	1,920
<b>EPS(원)</b>	420	(1,864)	3,861	4,229	5,050
증가율(%)	(92.4)	적전	흑전	9.5	19.4
수정EPS(원)	420	(1,864)	3,861	4,229	5,050
증가율(%)	(92.4)	적전	흑전	9.5	19.4

## 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	420	(1,864)	3,861	4,229	5,050
BPS	85,073	81,040	84,916	87,963	91,734
DPS	380	0	1,200	1,300	1,400
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	90.1	n/a	8.4	7.7	6.4
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.9	10.7	9.7	9.9	9.6
배당수익률	1.0	0.0	3.7	4.0	4.3
PCR	1.1	1.1	1.7	1.6	1.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	5.3	4.3	4.8	4.9	4.9
EBITDA이익률	12.3	12.2	11.2	10.9	10.8
순이익률	0.2	(0.8)	1.4	1.5	1.8
ROE	0.7	(2.1)	4.7	4.9	5.6
ROIC	2.0	2.1	2.9	3.2	3.2
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	324.7	309.3	294.6	298.7	285.9
유동비율	103.7	104.4	116.1	123.3	129.6
이자보상배율	1.7	1.3	1.8	1.8	1.8
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	4.7	4.5	5.6	5.4	5.4
재고자산회전율	8.6	10.3	19.9	15.3	11.4
매입채무회전율	13.7	13.6	19.2	20.0	19.8



# 한전KPS (051600)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**50,000원**  
(상향)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	30.6	67.0	53.3
절대기준(%)	32.1	62.0	33.1

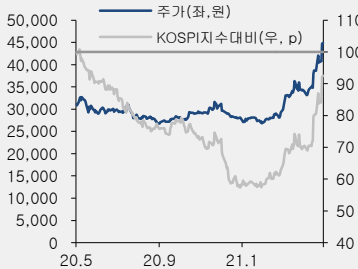
  

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	50,000	45,000	+11.1
영업이익(20)	193	193	-
영업이익(21)	196	196	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	45,750원
시가총액(십억원)	2,018
발행주식수(천주)	45,000천주
52주 최고가(원)	47,400원
최저가(원)	26,700원
52주 일간 Beta	0.42
60일 일평균거래대금(백만원)	17,701
외국인 지분율(%)	9.1%
배당수익률(2021F)(%)	5.5%
주주구성(%)	
한국전력	51.1
국민연금	6.9

투자의견 **BUY(유지)**  
목표주가(12M) **50,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	1,247	1,303	1,383	1,556	1,606
영업이익(십억원)	194	135	193	196	216
세전계속사업손익(십억원)	199	111	204	209	233
당기순이익(십억원)	153	87	154	159	177
EPS(원)	3,407	1,935	3,416	3,536	3,935
증감률(%)	-5.0	-43.2	76.6	3.5	11.3
PER(배)	11.5	15.4	13.1	12.7	11.4
ROE(%)	15.0	8.2	13.9	13.4	13.9
PBR(배)	1.7	1.3	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	6.3	6.3	7.1	6.9	6.1

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 일회성 소멸과 원전 정비 매출액 증가

### 투자포인트

- **해외 매출액 증가와 신규 수주 기대감:** 하반기 폴란드 원전 기술선정 가능성 확대로 업종 밸류에이션 확장 가정해 목표주가를 50,000원으로 상향. UAE 원전 상업운전으로 매출액 증가 지속, 신규 해외 수주 확대를 긍정적으로 평가. 또한 2020년 발생했던 일회성 비용의 기저효과로 2021년 실적 정상화가 예상되며 정상적인 배당이 가능하다는 점에서 섹터 내에서 상대적 투자매력 부각될 것이라 판단(2021년 예상 배당수익률 5.5%). 배당으로 주가의 하방을 지지할 수 있고, 해외 원전 이슈 발생 시 밸류에이션 상승의 업사이드 리스크를 고려해야 하는 상황

### 최근 실적 동향 및 이슈

- **1Q21 Review:** 매출액 3,216억원(+28.1%yoy), 영업이익 564억원(+108.4%yoy)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스와 당사 추정을 상회하는 어닝서프라이즈 기록. 전반적으로 상반기에 정비 물량이 집중되었고, UAE 상업운전 시작으로 해외 매출액이 증가한 영향. 사업부별 매출액은 화력 1,147억원(+22.4%yoy), 원자력/수력 1,061억원(+43.0%yoy), 해외 573억원(+51.2%yoy) 등. 화력은 상반기에 당진 오버홀 등 주요 프로젝트가 집중된 영향이 컸으며 상고하저의 흐름을 보일 것이라 판단. 원자력사업부는 한빛 #1, 3 계획예방정비 및 월성, 서울의 경상정비 실적 증가 영향. 2021년 준공되는 정비물량이 2020년대비 4기 늘어나며 연 400억원의 매출액 증가 기대
- 2022년 3분기부터 국내 신규 원전 및 UAE 바라카 원전2호기의 상업운전이 시작될 경우 추가적인 외형성장도 가능할 것이라 판단. 작년 보수적인 경영평가(B등급)의 기저효과로 올해는 2019년 수준의 영업실적을 기대할 수 있을 것이라 판단

# 한전KPS(051660.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	1,359	1,350	1,461	1,545	1,588
유동자산	783	760	853	937	985
현금성자산	280	213	341	340	371
매출채권	392	433	405	487	503
재고자산	1	24	15	18	19
비유동자산	576	590	609	608	602
투자자산	124	129	134	139	145
유형자산	443	453	463	454	441
기타	9	8	12	14	16
<b>부채총계</b>	296	298	308	318	273
유동부채	249	256	263	272	275
매입채무	28	25	30	36	38
유동성이자부채	3	3	3	3	3
기타	218	228	230	232	235
비유동부채	47	43	44	46	(2)
비유동이자부채	4	2	2	2	(48)
기타	43	40	42	44	45
<b>자본총계</b>	1,063	1,052	1,154	1,227	1,315
자배지분	1,063	1,052	1,154	1,227	1,315
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,055	1,043	1,146	1,219	1,306
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
비자배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,063	1,052	1,154	1,227	1,315
총차입금	7	5	5	5	(45)
순차입금	(273)	(208)	(336)	(335)	(416)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	161	75	245	131	212
당기순이익	153	87	154	159	177
자산상각비	44	43	46	47	47
기타비현금성손익	1	(1)	2	2	2
운전자본증감	(127)	(195)	43	(77)	(14)
매출채권감소(증가)	(32)	(40)	27	(82)	(16)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	9	(3)	(1)
매입채무증가(감소)	(2)	(5)	5	6	1
기타	(94)	(150)	1	1	1
<b>투자현금</b>	(89)	27	(72)	(54)	(49)
단기투자자산감소	(6)	(30)	(7)	(8)	(8)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(29)	(50)	(53)	(34)	(28)
유형자산처분	1	6	0	0	0
무형자산처분	(3)	(3)	(7)	(7)	(7)
<b>재무현금</b>	(84)	(90)	(52)	(86)	(140)
차입금증가	(3)	(4)	0	0	(50)
자본증가	(81)	(86)	(52)	(86)	(90)
배당금지급	81	86	52	86	90
<b>현금증감</b>	(12)	9	121	(8)	23
기초현금	38	26	35	156	148
기말현금	26	35	156	148	171
Gross Cash flow	161	75	245	131	212
Gross Investment	153	87	154	159	177
<b>Free Cash Flow</b>	44	43	46	47	47

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	1,247	1,303	1,383	1,556	1,606
증가율(%)	0.4	4.5	6.1	12.5	3.2
매출원가	972	1,092	1,114	1,274	1,301
<b>매출총이익</b>	275	211	269	282	305
판매 및 일반관리비	81	76	76	86	89
기타영업손익	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	194	135	193	196	216
증가율(%)	1.3	(30.2)	42.3	1.7	10.2
<b>EBITDA</b>	238	178	239	243	262
증가율(%)	2.9	(25.0)	33.7	1.8	8.0
<b>영업외손익</b>	5	(24)	11	13	17
이자수익	8	7	6	9	9
이자비용	1	0	1	1	(2)
자본법손익	(1)	0	0	0	0
기타영업외손익	(2)	(31)	6	5	6
<b>세전순이익</b>	199	111	204	209	233
증가율(%)	(5.7)	(44.1)	83.5	2.8	11.3
법인세비용	45	24	50	50	56
<b>당기순이익</b>	153	87	154	159	177
증가율(%)	(5.0)	(43.2)	76.6	3.5	11.3
지배주주지분	153	87	154	159	177
증가율(%)	(5.0)	(43.2)	76.6	3.5	11.3
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	3,407	1,935	3,416	3,536	3,935
증가율(%)	(5.0)	(43.2)	76.6	3.5	11.3
수정EPS(원)	3,407	1,935	3,416	3,536	3,935
증가율(%)	(5.0)	(43.2)	76.6	3.5	11.3

## 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,407	1,935	3,416	3,536	3,935
BPS	23,632	23,371	25,641	27,277	29,212
DPS	1,920	1,146	1,900	2,000	2,100
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	11.5	15.4	13.1	12.7	11.4
PBR	1.7	1.3	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.3	6.3	7.1	6.9	6.1
배당수익률	4.9	3.9	4.2	4.5	4.7
PCR	5.3	4.2	10.0	9.7	9.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	15.6	10.4	13.9	12.6	13.4
EBITDA이익률	19.1	13.7	17.3	15.6	16.3
순이익률	12.3	6.7	11.1	10.2	11.0
ROE	15.0	8.2	13.9	13.4	13.9
ROIC	18.6	13.0	17.5	17.4	18.3
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	314.6	297.3	323.7	344.8	357.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	3.3	3.2	3.3	3.5	3.2
재고자산회전율	881.6	103.4	71.4	94.7	88.1
매입채무회전율	46.1	49.7	50.1	46.6	43.4



# 한전기술

## (052690)

투자의견  
**NR**  
(유지)

목표주가  
**NA**  
(유지)

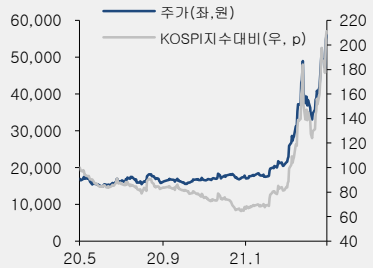
주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	42.3	220.0	237.3
절대기준(%)	43.9	214.9	217.1

	현재	직전	변동
투자의견	NR	NR	-
목표주가(원)	NA	NA	-
영업이익(20)	30	30	-
영업이익(21)	17	17	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	58,300원
시가총액(십억원)	2,140
발행주식수(천주)	38,220천주
52주 최고가(원)	57,800원
최저가(원)	14,850원
52주 일간 Beta	0.70
60일 일평균거래대금(백만원)	37,428
외국인 지분율(%)	2.0%
배당수익률(2021F)(%)	0.3%
주주구성(%)	
한전	67.8
자사주	0.5

투자의견 **NR**  
목표주가(12M) **NA**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	449	432	403	382	463
영업이익(십억원)	44	30	17	9	36
세전계속사업손익(십억원)	34	27	14	6	33
당기순이익(십억원)	26	20	10	4	25
EPS(원)	691	527	272	116	655
증감률(%)	104.1	-23.6	-48.4	-57.2	462.2
PER(배)	29.0	33.8	205.7	480.8	85.5
ROE(%)	5.5	4.1	2.1	0.9	4.9
PBR(배)	1.6	1.4	4.3	4.3	4.1
EV/EBITDA(배)	9.5	11.4	48.7	62.9	35.2

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## SMR 보단 폴란드 원전 수주를 기대

### 투자포인트

- 폴란드 원전 수주 기대:** 최근 EU Taxonomy, 소형원전 SMR 등 원전에 대한 시장의 기대가 컸음. 그러나 당사는 최근 주가 상승을 이보다는 해외 원전 수주 기대감 때문이라 해석. 폴란드 원전의 경우 2021년 기술선정, 2022년 계약(1차 3기)이 예정되어 있어 주가 모멘텀으로 부각될 수 있음
- SMR에 대한 기대:** 한수원의 혁신형 SMR 설계개발 발주로 소형 원자로에 대한 기대가 높은 상황. 소형화를 했을 때 발전단가가 오히려 상승한다는 점에서 극복해야 할 난제는 여전히 많음. 기술력 극복보다는 운영인력 규모 축소, 노하우 축적을 통한 비용 절감 계획이 필수적인 만큼 SMR로 인한 단기간의 수혜는 크지 않다고 판단
- 해상풍력 수주:** 당사는 공사를 통해 해상풍력발전에 대한 설계 및 구매 시공(EPC) 계약을 밝힘. 계약금액은 2,289억원이며, PF 진행 여부에 따라 사업 추진이 결정될 전망. 해상풍력 평균 5십억원/MW 투자 감안 시, 프로젝트 규모는 50MW 수준으로 추정되며 연평균 매출액 400억원, 영업이익 10억원 기여 예상. 정부의 2030년 국내 해상풍력 목표 용량이 12GW로 발전원 중 성장성이 가장 빠르다는 점을 고려하면 추가 수주에 대한 기대도 해볼 수 있는 상황. 당사는 2025년까지 300MW 수주를 가정

### 최근 실적 동향 및 이슈

- 1Q21 Review:** 매출액 805억원 (-10.2%yoy), 영업이익 10억원(-85.9%yoy), 순이익 16억원(-67.7%yoy)으로 부진한 실적. 남아있는 프로젝트의 진행률이 대부분 80~90%를 넘어 사업부별 매출액이 원자력 508억원(-6.8%yoy), 에너지신산업 146억원(-31.0%yoy), 원설단 151억원(+8.0%yoy)에 그친 영향

# 한전기술(052690.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	735.2	700.3	706.4	699.9	745.2
유동자산	257.6	237.9	272.0	289.3	322.9
현금성자산	70.4	67.8	100.0	124.5	129.9
매출채권	161.7	137.6	139.5	132.3	160.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	477.6	462.4	434.4	410.6	422.3
투자자산	140.9	139.7	130.3	123.5	149.9
유형자산	290.3	281.9	269.9	258.3	248.2
기타	46.4	40.8	34.2	28.8	24.2
<b>부채총계</b>	243.0	201.2	207.7	202.1	224.6
유동부채	223.5	187.3	193.7	187.9	210.3
매입채무	132.9	104.2	110.5	104.8	127.2
유동성이자부채	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
기타	90.0	82.1	82.1	82.1	82.1
비유동부채	19.5	13.9	14.0	14.1	14.3
비유동이자부채	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
기타	19.2	13.3	13.4	13.5	13.7
<b>자본총계</b>	492.2	499.1	498.8	497.9	520.6
자배지분	492.2	499.1	498.8	497.9	520.6
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	495.2	502.1	501.8	500.9	523.6
기타	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(10.7)
비자배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	492.2	499.1	498.8	497.9	520.6
총차입금	0.9	1.6	1.6	1.6	1.6
순차입금	(69.6)	(66.1)	(98.4)	(122.9)	(128.2)

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	27.1	16.8	48.9	35.3	14.4
당기순이익	26.4	20.2	10.4	4.5	25.0
자산상각비	29.1	24.4	24.9	22.7	20.9
기타비현금성손익	0.3	(0.6)	9.2	6.6	(25.7)
운전자본증감	(81.5)	(69.2)	4.4	1.5	(5.9)
매출채권감소(증가)	(22.4)	15.0	(1.9)	7.2	(28.3)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.9	(28.7)	6.3	(5.7)	22.4
기타	(59.9)	(55.6)	0.0	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	47.2	(33.9)	(5.9)	(5.4)	(6.7)
단기투자자산감소	55.0	(25.1)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.4	0.3	(0.6)
설비투자	(2.4)	(4.2)	(3.9)	(3.7)	(4.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(3.1)	(2.8)	(2.4)	(2.0)	(1.7)
<b>재무현금</b>	(36.4)	(13.1)	(10.7)	(5.4)	(2.3)
차입금증가	(31.1)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.3)	(11.8)	(10.7)	(5.4)	(2.3)
배당금지급	5.3	11.8	10.7	5.4	2.3
<b>현금증감</b>	37.8	(30.2)	32.2	24.5	5.3
기초현금	31.5	69.3	39.1	71.3	95.8
기말현금	69.3	39.1	71.3	95.8	101.2
Gross Cash flow	112.8	98.8	44.5	33.8	20.3
Gross Investment	89.3	78.1	1.5	3.9	12.6
<b>Free Cash Flow</b>	23.5	20.7	43.0	29.9	7.6

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	448.6	431.7	402.5	381.6	463.2
증가율(%)	3.4	(3.8)	(6.8)	(5.2)	21.4
매출원가	324.5	309.7	288.6	274.8	328.9
<b>매출총이익</b>	124.1	122.0	113.9	106.9	134.3
판매 및 일반관리비	80.1	92.4	96.9	97.5	98.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	44.1	29.6	17.0	9.3	36.1
증가율(%)	105.0	(32.9)	(42.4)	(45.2)	286.8
<b>EBITDA</b>	73.2	54.0	41.9	32.1	57.1
증가율(%)	59.5	(26.3)	(22.3)	(23.4)	77.9
<b>영업외손익</b>	(9.8)	(3.0)	(3.3)	(3.5)	(3.2)
이자수익	2.6	1.8	1.6	1.6	1.9
이자비용	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(12.2)	(4.9)	(5.1)	(5.1)	(5.2)
<b>세전순이익</b>	34.3	26.5	13.7	5.9	32.9
증가율(%)	72.9	(22.6)	(48.4)	(57.2)	462.2
법인세비용	7.9	6.4	3.3	1.4	7.9
<b>당기순이익</b>	26.4	20.2	10.4	4.5	25.0
증가율(%)	104.1	(23.6)	(48.4)	(57.2)	462.2
지배주주지분	26.4	20.2	10.4	4.5	25.0
증가율(%)	104.1	(23.6)	(48.4)	(57.2)	462.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	691	527	272	116	655
증가율(%)	104.1	(23.6)	(48.4)	(57.2)	462.2
수정EPS(원)	691	527	272	116	655
증가율(%)	104.1	(23.6)	(48.4)	(57.2)	462.2

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	691	527	272	116	655
BPS	12,878	13,058	13,050	13,026	13,621
DPS	310	282	140	60	350
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	29.0	33.8	205.7	480.8	85.5
PBR	1.6	1.4	4.3	4.3	4.1
EV/EBITDA	9.5	11.4	48.7	62.9	35.2
배당수익률	1.5	1.6	0.3	0.1	0.6
PCR	6.8	6.9	48.1	63.3	105.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	9.8	6.8	4.2	2.4	7.8
EBITDA이익률	16.3	12.5	10.4	8.4	12.3
순이익률	5.9	4.7	2.6	1.2	5.4
ROE	5.5	4.1	2.1	0.9	4.9
ROIC	8.3	5.3	3.1	1.8	7.2
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	(14.1)	(13.2)	(19.7)	(24.7)	(24.6)
유동비율	115.2	127.0	140.5	153.9	153.5
이자보상배율	680.2	568.4	632.3	346.6	1,340.7
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
매출채권회전율	2.9	2.9	2.9	2.8	3.2
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	3.4	3.6	3.7	3.5	4.0

# SK

## (034730)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**300,000원**  
(상향)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-9.5	-0.8	18.4
절대기준(%)	-8.0	-5.8	-1.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	300,000	-	-
영업이익(20)	-164	-	-
영업이익(21)	5,641	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdus2009@eugenefn.com

<b>현재주가(21.5.28)</b>	<b>265,500원</b>
시가총액(십억원)	18,329
발행주식수(천주)	70,360천주
52주 최고가(원)	360,500원
최저가(원)	179,500원
52주 일간 Beta	1.5
60일 일평균거래대금(백만원)	84,286
외국인 지분율(%)	20.5%
배당수익률(2021F)(%)	2.6%
주주구성(%)	
최태원 외 34인	28.5
자사주	25.7

투자의견 **BUY(유지)**  
목표주가(12M) **300,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	97,812	81,820	89,991	93,152	96,138
영업이익(십억원)	3,736	-164	5,641	4,908	5,065
세전계속사업손익(십억원)	2,836	-28	6,831	6,422	6,936
당기순이익(십억원)	1,606	-108	4,713	4,412	4,743
EPS(원)	10,189	2,691	30,144	28,497	30,944
증감률(%)	-68.2	-73.6	1,020.0	-5.5	8.6
PER(배)	25.7	89.4	8.9	9.5	8.7
ROE(%)	4.3	1.1	11.6	10.1	10.1
PBR(배)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.9	7.4	4.3	4.5	4.4

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 자회사 실적 개선과 수소경제

### 투자포인트

- **목표 주가 300,000원으로 상향:** 정유, 민자발전을 중심으로 자회사 업황 개선을 반영해 2021년 실적 전망을 상향하고 목표주가도 300,000원으로 상향
- **내년까지 이어질 정유업황 강세:** 최근 ESG 투자 열풍으로 미국 원유 생산량 1,100만b/d로 정체, 중동원유 생산량 확대되며 Dubai-WTI 스프레드 축소해 정제마진 상승, 항공 수요 정상화되며 등/경유 마진, 가솔린 강세, BC유 약세로 윤활유 사업부 및 고도화설비 수익성 개선 전망
- **수소경제에 최적화된 사업 포트폴리오:** 동사는 정유, 화학 자회사를 보유했을 뿐만 아니라 LPG 유통, 발전, 도시가스 자회사를 보유해 블루수소 생산을 위한 인프라를 보유하고 있음. 여기에 플러그파워 지분 인수를 통한 수소 사업의 모든 밸류체인을 완성해 에너지전환에 최적화된 포트폴리오를 형성. 수소 경제로드맵 2.0에서 수소 수요 전망이 대폭 상향될 것이라는 점에서 자회사들의 밸류에이션 상승을 기대

### 2021년 실적 전망: 매출액 90.0조원, 영업이익 5.6조원

- 매출액 90.0조원(+10.0%yoy), 영업이익 5.6조원(흑전yoy), 지배주주순이익 2.1조원(흑전yoy) 전망. 자회사 SK이노베이션의 흑자전환으로 시장 눈높이를 대폭 상회하는 턴어라운드가 기대됨
- 호주 바로사칼리타 가스전을 활용한 CCS 실증, 해외 블루수소 제조 및 국내 유통 가능성 등 신규 사업 확장 가능성을 감안한 중장기 투자 전략이 필요하다고 판단

# SK(034730.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	132,611	137,638	140,833	142,880	145,073
유동자산	40,015	38,052	36,676	36,288	36,067
현금성자산	12,115	15,111	9,560	8,436	7,519
매출채권	12,290	10,503	12,535	12,975	13,391
재고자산	9,138	6,179	8,424	8,720	8,999
비유동자산	92,596	99,586	104,157	106,592	109,006
투자자산	35,037	36,968	40,660	42,088	43,437
유형자산	42,828	45,911	48,047	50,184	52,304
기타	14,731	16,708	15,450	14,320	13,265
<b>부채총계</b>	80,435	85,778	87,222	87,760	88,273
유동부채	35,627	37,213	38,633	39,107	39,555
매입채무	12,771	11,789	13,506	13,981	14,429
유동성이자부채	13,203	14,760	14,760	14,760	14,760
기타	9,654	10,664	10,367	10,367	10,367
비유동부채	44,808	48,566	48,589	48,653	48,718
비유동이자부채	36,044	41,021	41,021	41,021	41,021
기타	8,764	7,545	7,568	7,632	7,697
<b>자본총계</b>	52,176	51,860	53,611	55,119	56,800
자배지분	16,684	17,435	19,186	20,694	22,375
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,886	7,062	7,062	7,062	7,062
이익잉여금	12,557	12,497	14,247	15,756	17,437
기타	(1,774)	(2,139)	(2,139)	(2,139)	(2,139)
비자배지분	35,492	34,425	34,425	34,425	34,425
<b>자본총계</b>	52,176	51,860	53,611	55,119	56,800
총차입금	49,246	55,781	55,781	55,781	55,781
순차입금	37,131	40,670	46,221	47,345	48,262

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	8,028	9,695	4,126	7,698	7,796
당기순이익	1,606	(108)	4,713	4,412	4,743
자산상각비	7,599	7,984	9,705	9,939	10,179
기타비현금성손익	(739)	(2,100)	(7,735)	(6,391)	(6,878)
운전자본증감	(1,427)	3,520	(2,558)	(262)	(247)
매출채권감소(증가)	316	1,590	(2,031)	(440)	(416)
재고자산감소(증가)	54	2,975	(2,244)	(296)	(280)
매입채무증가(감소)	(113)	(55)	1,717	474	448
기타	(1,683)	(990)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(10,686)	(10,419)	(9,815)	(8,325)	(8,216)
단기투자자산감소	35	31	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	817	2,620	3,028
설비투자	7,825	9,239	10,161	10,518	10,855
유형자산처분	171	334	0	0	0
무형자산처분	(546)	(435)	(471)	(428)	(388)
<b>재무현금</b>	3,819	3,244	138	(497)	(497)
차입금증가	4,817	4,156	0	0	0
자본증가	(1,816)	(1,212)	138	(497)	(497)
배당금지급	1,816	1,212	370	497	497
<b>현금증감</b>	1,199	2,115	(5,551)	(1,124)	(916)
기초현금	6,783	7,982	10,097	4,546	3,421
기말현금	7,982	10,097	4,546	3,421	2,505
Gross Cash flow	11,583	8,396	6,684	7,960	8,044
Gross Investment	12,147	6,930	12,373	8,587	8,464
<b>Free Cash Flow</b>	(564)	1,467	(5,690)	(628)	(420)

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	97,812	81,820	89,991	93,152	96,138
증가율(%)	(2.3)	(16.3)	10.0	3.5	3.2
매출원가	89,026	76,477	78,292	81,974	84,601
<b>매출총이익</b>	8,786	5,343	11,699	11,178	11,537
판매 및 일반관리비	5,050	5,507	6,057	6,270	6,471
기타영업손익	5	9	10	4	3
<b>영업이익</b>	3,736	(164)	5,641	4,908	5,065
증가율(%)	(20.2)	적전	흑전	(13.0)	3.2
<b>EBITDA</b>	11,335	7,820	15,347	14,847	15,244
증가율(%)	7.4	(31.0)	96.3	(3.3)	2.7
<b>영업외손익</b>	(900)	137	1,189	1,514	1,871
이자수익	289	207	253	262	270
이자비용	1,384	1,398	1,587	1,587	1,587
자본법손익	939	2,154	3,231	3,555	3,910
기타영업손익	(744)	(827)	(707)	(714)	(721)
<b>세전순이익</b>	2,836	(28)	6,831	6,422	6,936
증가율(%)	(62.5)	적전	흑전	(6.0)	8.0
법인세비용	1,006	260	2,118	2,011	2,194
<b>당기순이익</b>	1,606	(108)	4,713	4,412	4,743
증가율(%)	(73.9)	적전	흑전	(6.4)	7.5
지배주주지분	717	189	2,121	2,005	2,177
증가율(%)	(68.2)	(73.6)	1,020.0	(5.5)	8.6
비지배지분	889,135	(297,800)	2,592,268	2,406,486	2,565,704
<b>EPS(원)</b>	10,189	2,691	30,144	28,497	30,944
증가율(%)	(68.2)	(73.6)	1,020.0	(5.5)	8.6
수정EPS(원)	10,189	2,691	30,087	28,440	30,887
증가율(%)	(68.2)	(73.6)	1,017.9	(5.5)	8.6

## 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,189	2,691	30,144	28,497	30,944
BPS	235,226	245,819	270,504	291,772	315,468
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	25.7	89.4	8.9	9.5	8.7
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.9	7.4	4.3	4.5	4.4
배당수익률	1.9	2.9	2.6	2.6	2.6
PCR	1.6	2.0	2.9	2.4	2.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.8	(0.2)	6.3	5.3	5.3
EBITDA이익률	11.6	9.6	17.1	15.9	15.9
순이익률	1.6	(0.1)	5.2	4.7	4.9
ROE	4.3	1.1	11.6	10.1	10.1
ROIC	4.0	(0.2)	5.5	4.6	4.6
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	71.2	78.4	86.2	85.9	85.0
유동비율	112.3	102.3	94.9	92.8	91.2
이자보상배율	2.7	(0.1)	3.6	3.1	3.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	8.0	7.2	7.8	7.3	7.3
재고자산회전율	10.8	10.7	12.3	10.9	10.9
매입채무회전율	7.7	6.7	7.1	6.8	6.8

# 삼천리 (004690)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**110,000원**  
(상향)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	6.7	11.8	12.7
절대기준(%)	8.3	6.7	-7.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	110,000	-	-
영업이익(20)	97	-	-
영업이익(21)	98	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	93,900원
시가총액(십억원)	381
발행주식수(천주)	4,055천주
52주 최고가(원)	92,400원
최저가(원)	64,100원
52주 일간 Beta	0.3
60일 일평균거래대금(백만원)	1,346
외국인 지분율(%)	18.6%
배당수익률(2021F)(%)	3.4%
주주구성(%)	
이만득 외 27인	39.2
자사주	15.6

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가(12M)  
**110,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	3,462	3,214	3,249	3,288	3,314
영업이익(십억원)	86	96	97	98	99
세전계속사업손익(십억원)	52	50	77	78	79
당기순이익(십억원)	36	27	58	59	59
EPS(원)	9,327	7,883	14,083	14,339	14,472
증감률(%)	18.0	-15.5	78.7	1.8	0.9
PER(배)	9.1	10.3	6.3	6.2	6.1
ROE(%)	3.0	2.5	4.4	4.3	4.2
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	3.9	5.8	5.7	5.7

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 실적 정상화, 새로운 사업에 대한 기대감

### 투자포인트

- **목표 주가 110,000원으로 상향:** 도시가스 본업의 안정적 이익 창출, 일회성 비용 소멸을 반영해 2021년 실적 전망을 상향하고 목표주가도 110,000원으로 상향
- **일회성비용 소멸:** 경기그린에너지 연료전지 발전사업의 LTSA 단가 상승, 내용연수 변경에 따른 자산상각 등 일회성 비용 발생. 2021년에는 기저효과로 작용해 정상화가 기대됨
- **쌓이는 현금과 신사업 기대감:** 에너지 산업과 동떨어진 신규 사업 추진으로 외면 받았던 요식업, 자동차 유통업에서도 안정적 외형성장이 지속되고 있어 우려는 소멸될 전망. 도시가스 본업의 안정적 현금창출로 시가총액보다 많은 현금성자산을 활용한 신사업 투자, 배당 확대 등 주주 가치 개선을 위한 사측의 적극적 대응을 기대

### 2021년 실적 전망: 매출액 3.2조원, 영업이익 967억원

- 매출액 3.2조원(+1.1%yoy), 영업이익 967억원(+1.0%yoy), 당기순이익 577억원(+53.2%yoy) 전망
- 전기스토브, 전기난방 확대로 가정용 도시가스 수요의 증가는 구조적으로 어려운 상황. 그러나 정부의 수소경제로드맵 활성화로 발전 연료전지용 천연가스 수요는 꾸준한 성장을 지속하고 있음. 가스 개별요금제 시행으로 KOGAS가 대규모 연료전지용 가스 수요를 흡수할 것으로 예상되나, 연료전지 수요 확대 자체를 긍정적으로 해석할 필요. 동사의 화성, 인천 등 연료전지 발전소 확대를 통한 신사업 추진에 주목할 시점

# 삼천리(004690.KS) 재무제표

대차대조표					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	3,912	3,860	3,457	3,511	3,683
유동자산	1,316	1,254	810	797	798
현금성자산	720	763	795	776	774
매출채권	487	446	472	477	481
재고자산	29	20	25	25	25
비유동자산	2,597	2,606	2,648	2,714	2,884
투자자산	368	390	395	399	403
유형자산	2,202	2,187	2,220	2,254	2,287
기타	26	29	33	61	195
<b>부채총계</b>	2,519	2,469	2,020	2,027	2,152
유동부채	973	731	780	786	790
매입채무	597	435	522	528	532
유동성이자부채	191	170	170	170	170
기타	185	125	88	88	88
비유동부채	1,546	1,739	1,240	1,241	1,362
비유동이자부채	978	1,132	1,132	1,132	1,252
기타	568	606	108	109	110
<b>자본총계</b>	1,393	1,391	1,438	1,484	1,530
자배지분	1,284	1,287	1,334	1,380	1,426
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	1,291	1,309	1,356	1,402	1,449
기타	(47)	(63)	(63)	(63)	(63)
비자배지분	109	104	104	104	104
<b>자본총계</b>	1,393	1,391	1,438	1,484	1,530
총차입금	1,169	1,302	1,302	1,302	1,422
순차입금	448	539	507	526	548

현금흐름표					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	316	97	(281)	202	343
당기순이익	36	27	58	59	59
자산상각비	121	129	139	145	164
기타비현금성손익	14	0	(535)	(2)	119
운전자본증감	162	(93)	56	0	0
매출채권감소(증가)	2	42	(25)	(6)	(4)
재고자산감소(증가)	39	9	(5)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	19	(165)	87	6	4
기타	102	22	0	0	0
<b>투자현금</b>	(116)	(38)	(178)	(208)	(332)
단기투자자산감소	23	139	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(2)	(2)	(2)
설비투자	143	166	168	170	171
유형자산처분	5	4	0	0	0
무형자산처분	(0)	(2)	(8)	(36)	(159)
<b>재무현금</b>	(28)	115	(8)	(12)	(12)
차입금증가	(17)	136	0	0	0
자본증가	(11)	(11)	(8)	(12)	(12)
배당금지급	11	11	10	12	12
<b>현금증감</b>	173	174	(468)	(19)	(2)
기초현금	155	328	501	34	15
기말현금	328	501	34	15	13
Gross Cash flow	207	213	(338)	201	342
Gross Investment	(23)	270	122	208	332
<b>Free Cash Flow</b>	230	(58)	(460)	(7)	10

자료: 유진투자증권

손익계산서					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	3,462	3,214	3,249	3,288	3,314
증가율(%)	0.2	(7.2)	1.1	1.2	0.8
매출원가	3,099	2,828	2,859	2,894	2,916
<b>매출총이익</b>	363	386	390	395	398
판매 및 일반관리비	277	290	293	297	299
기타영업손익	5	5	1	1	1
<b>영업이익</b>	86	96	97	98	99
증가율(%)	1.9	11.9	1.0	1.2	1.4
<b>EBITDA</b>	207	225	236	243	263
증가율(%)	7.8	8.6	4.9	2.9	8.5
<b>영업외손익</b>	(34)	(46)	(20)	(20)	(20)
이자수익	4	7	7	7	7
이자비용	40	37	37	37	38
지분법손익	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	7	(14)	12	12	12
<b>세전순이익</b>	52	50	77	78	79
증가율(%)	0.9	(3.4)	53.2	1.8	0.9
법인세비용	15	23	19	20	20
<b>당기순이익</b>	36	27	58	59	59
증가율(%)	35.2	(24.2)	111.7	1.8	0.9
지배주주지분	38	32	57	58	59
증가율(%)	18.0	(15.5)	78.7	1.8	0.9
비지배지분	(1,847)	(4,714)	577	587	593
<b>EPS(원)</b>	9,327	7,883	14,083	14,339	14,472
증가율(%)	18.0	(15.5)	78.7	1.8	0.9
수정EPS(원)	9,327	7,883	14,083	14,339	14,472
증가율(%)	18.0	(15.5)	78.7	1.8	0.9

주요투자지표					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,327	7,883	14,083	14,339	14,472
BPS	316,716	317,378	328,928	340,267	351,740
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	9.1	10.3	6.3	6.2	6.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.8	3.9	5.8	5.7	5.7
배당수익률	3.6	3.7	3.4	3.4	3.4
PCR	1.7	1.6	n/a	1.8	1.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0
EBITDA이익율	6.0	7.0	7.3	7.4	7.9
순이익율	1.0	0.8	1.8	1.8	1.8
ROE	3.0	2.5	4.4	4.3	4.2
ROIC	3.3	2.9	3.4	3.1	3.0
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	32.2	38.8	70.0	69.2	75.0
유동비율	135.2	171.6	103.8	101.3	101.0
이자보상배율	2.1	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	7.0	6.9	7.1	6.9	6.9
재고자산회전율	71.7	132.1	146.1	132.9	132.6
매입채무회전율	5.9	6.2	6.8	6.3	6.3



# 지역난방공사

## (071320)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**55,000원**  
(상향)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	1.8	17.5	8.4
절대기준(%)	3.3	12.4	-11.8

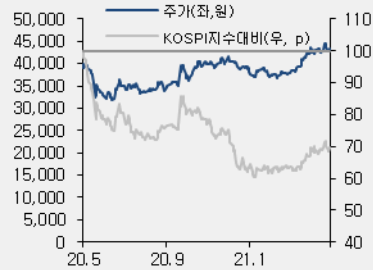
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가(원)	55,000	-	-
영업이익(20)	142	-	-
영업이익(21)	146	-	-

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(21.5.28)	44,300원
시가총액(십억원)	503
발행주식수(천주)	11,579천주
52주 최고가(원)	44,850원
최저가(원)	31,500원
52주 일간 Beta	0.5
60일 일평균거래대금(백만원)	640
외국인 지분율(%)	1.4%
배당수익률(2021F)(%)	4.7%
주주구성(%)	
산업부 외 4인	75.0
우리사주	3.7

투자의견  
**BUY(유지)**

목표주가(12M)  
**55,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	2,368	2,099	2,211	2,235	2,282
영업이익(십억원)	42	133	142	146	151
세전계속사업손익(십억원)	-25	22	75	76	80
당기순이익(십억원)	-26	28	58	59	62
EPS(원)	-2,209	2,413	5,005	5,126	5,363
증감률(%)	na	흑전	107.4	2.4	4.6
PER(배)	na	16.7	8.5	8.3	8.0
ROE(%)	-1.7	1.7	3.2	3.2	3.3
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	12.7	8.6	8.3	8.3	8.4

자료: 유진투자증권

2021.05.31

에너지

## 우호적인 정책에 신사업 기대감까지

### 투자포인트

- **목표 주가 55,000원으로 상향:** 연간 배당에서 가장 중요한 1분기 실적이 정상 수준으로 회복되었고, 2019년 이후 발생했던 일회성 비용 소멸 등을 반영해 2021년 영업이익 전망을 상향하고 목표주가도 55,000원으로 상향
- **개별요금제의 수혜:** 동사는 공시를 통해 한국가스공사의 발전용 천연가스 개별요금제 신규 가스 조달 계획을 발표. 발전용 천연가스 개별요금제를 통해 저렴한 원재료 조달이 가능해 전력의 마진 스프레드 개선을 기대
- **수소사업 진출 노력:** 기존 CHP 중심의 지역난방에서 연료전지, 재생에너지를 중심으로 한 마이크로그리드 조성의 주도적인 역할을 기대. SMP, REC 고정가격계약과 개별요금제가 더해져 연료전지의 수익성 개선 가능. 여기에 평택시에 액화수소플랜트 건설 추진을 통해 수소 충전 등 신사업 진출 기대

### 2021년 실적 전망: 매출액 2.2조원, 영업이익 1,424억원

- 매출액 2.2조원(+5.3%yoy), 영업이익 1,424억원(+7.2%yoy) 전망
- 작년 국제유가 하락 영향으로 SMP는 낮게 형성된 상황에서 LNG 투입단가 상승으로 인한 마진 축소 우려에도 양호한 상반기 실적 기록. 2, 3분기는 열시장의 비수기로 물량이 감소해 마진 축소 영향이 적을 것이라 판단. 2020년 소송 충당금 설정으로 순이익이 감소해 정상적인 배당이 어려웠으나 2021년 정상화 기대
- 최근 나주 SRF 열병합 발전소 가동정지 취소 청구 1차 소송에서 승소해 장기적으로 환입 가능성이 높아져 긍정적. 또한 발전소 정상 가동 시 SRF의 REC 가중치가 정상적으로 반영되며 RPS 대응에도 긍정적으로 작용할 전망

# 지역난방공사(071320.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	5,893	6,073	6,286	6,536	6,691
유동자산	591	584	604	675	646
현금성자산	27	39	18	84	43
매출채권	499	470	510	516	527
재고자산	35	39	39	39	40
비유동자산	5,302	5,489	5,682	5,860	6,045
투자자산	265	327	344	348	355
유형자산	4,956	5,080	5,262	5,439	5,616
기타	81	82	77	74	73
<b>부채총계</b>	4,363	4,269	4,436	4,649	4,765
유동부채	915	921	958	962	969
매입채무	336	295	332	336	343
유동성이자부채	477	439	439	439	439
기타	103	187	187	187	187
비유동부채	3,448	3,348	3,478	3,687	3,796
비유동이자부채	2,555	2,424	2,544	2,744	2,844
기타	893	924	933	943	952
<b>자본총계</b>	1,529	1,804	1,851	1,887	1,926
자배지분	1,529	1,804	1,851	1,887	1,926
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,361	1,385	1,432	1,468	1,507
기타	(3)	247	247	247	247
비자배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,529	1,804	1,851	1,887	1,926
총차입금	3,031	2,864	2,984	3,184	3,284
순차입금	3,004	2,825	2,965	3,100	3,241

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	189	382	441	549	455
당기순이익	(26)	28	58	59	62
자산상각비	237	252	277	286	295
기타비현금성손익	1	5	110	206	103
운전자본증감	(5)	34	(3)	(2)	(5)
매출채권감소(증가)	10	29	(41)	(6)	(11)
재고자산감소(증가)	(2)	(2)	0	(0)	(1)
매입채무증가(감소)	(77)	(28)	37	4	7
기타	64	36	0	0	0
<b>투자현금</b>	(358)	(430)	(454)	(460)	(473)
단기투자자산감소	42	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(1)	(0)	(1)
설비투자	398	426	449	454	463
유형자산처분	1	5	0	0	0
무형자산처분	(1)	(2)	(4)	(6)	(9)
<b>재무현금</b>	181	58	(8)	(23)	(23)
차입금증가	182	(190)	0	0	0
자본증가	0	(2)	(8)	(23)	(23)
배당금지급	0	2	11	23	23
<b>현금증감</b>	12	9	(20)	65	(41)
기초현금	8	20	30	9	75
기말현금	20	30	9	75	34
Gross Cash flow	258	413	445	551	459
Gross Investment	405	396	457	462	477
<b>Free Cash Flow</b>	(148)	17	(12)	89	(18)

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	2,368	2,099	2,211	2,235	2,282
증가율(%)	(4.8)	(11.4)	5.3	1.1	2.1
매출원가	2,223	1,856	1,952	1,971	2,011
<b>매출총이익</b>	145	243	259	263	271
판매 및 일반관리비	102	110	116	118	120
기타영업손익	4	8	5	1	2
<b>영업이익</b>	42	133	142	146	151
증가율(%)	190.7	214.7	7.2	2.5	3.5
<b>EBITDA</b>	279	385	419	431	446
증가율(%)	15.2	37.7	9.0	2.9	3.3
<b>영업외손익</b>	(67)	(111)	(68)	(69)	(71)
이자수익	6	3	4	4	4
이자비용	61	57	61	63	64
자본법손익	4	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(17)	(57)	(10)	(10)	(10)
<b>세전순이익</b>	(25)	22	75	76	80
증가율(%)	적지	흑전	239.0	2.4	4.6
법인세비용	0	(6)	17	17	18
<b>당기순이익</b>	(26)	28	58	59	62
증가율(%)	적지	흑전	107.4	2.4	4.6
지배주주지분	(26)	28	58	59	62
증가율(%)	적지	흑전	107.4	2.4	4.6
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	(2,209)	2,413	5,005	5,126	5,363
증가율(%)	적지	흑전	107.4	2.4	4.6
수정EPS(원)	(2,209)	2,413	5,005	5,126	5,363
증가율(%)	적지	흑전	107.4	2.4	4.6

## 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(2,209)	2,413	5,005	5,126	5,363
BPS	132,086	155,780	159,820	162,946	166,309
DPS	0	965	2,000	2,000	2,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	16.7	8.5	8.3	8.0
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	12.7	8.6	8.3	8.3	8.4
배당수익률	0.0	2.4	4.7	4.7	4.7
PCR	2.1	1.1	1.1	0.9	1.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	1.8	6.3	6.4	6.5	6.6
EBITDA이익률	11.8	18.3	19.0	19.3	19.5
순이익률	(1.1)	1.3	2.6	2.7	2.7
ROE	(1.7)	1.7	3.2	3.2	3.3
ROIC	0.7	2.1	2.3	2.3	2.3
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	196.4	156.6	160.2	164.3	168.3
유동비율	64.5	63.4	63.0	70.2	66.7
이자보상배율	0.7	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
매출채권회전율	4.7	4.3	4.5	4.4	4.4
재고자산회전율	69.8	57.0	57.0	57.3	57.6
매입채무회전율	6.3	6.7	7.1	6.7	6.7



# Compliance Notice

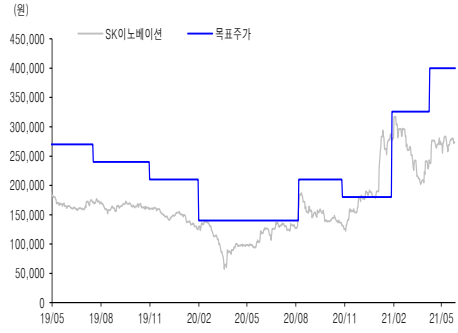
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율			당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만		93%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만		7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만		0%

(2021.03.31 기준)

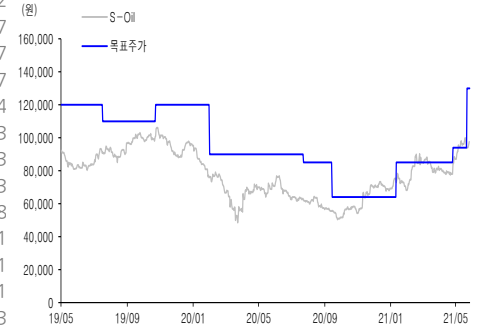
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2019-07-18	Buy	240,000	1년	-31.3	-26.3
2019-07-19	Buy	240,000	1년	-31.4	-26.3
2019-07-29	Buy	240,000	1년	-31.7	-27.9
2019-11-01	Buy	210,000	1년	-30	-22.9
2019-11-26	Buy	210,000	1년	-32.1	-26.2
2020-02-03	Buy	140,000	1년	-18.8	16.8
2020-02-17	Buy	140,000	1년	-20.1	16.8
2020-05-07	Buy	140,000	1년	-12	16.8
2020-05-20	Buy	140,000	1년	-9.1	16.8
2020-07-30	Buy	140,000	1년	1.6	16.8
2020-08-05	Buy	140,000	1년	16.8	16.8
2020-08-07	Buy	210,000	1년	-28.5	-11
2020-08-07	Buy	210,000	1년	-28.5	-11
2020-11-02	Buy	180,000	1년	12.9	63.3
2020-11-02	Buy	180,000	1년	12.9	63.3
2020-11-24	Buy	180,000	1년	23.1	63.3
2021-02-01	Buy	326,000	1년	-22.7	-2.6
2021-02-05	Buy	326,000	1년	-24.5	-8.9
2021-04-12	Buy	400,000	1년	-31.8	-29.1
2021-05-14	Buy	400,000	1년	-31.1	-30
2021-05-31	Buy	400,000	1년		

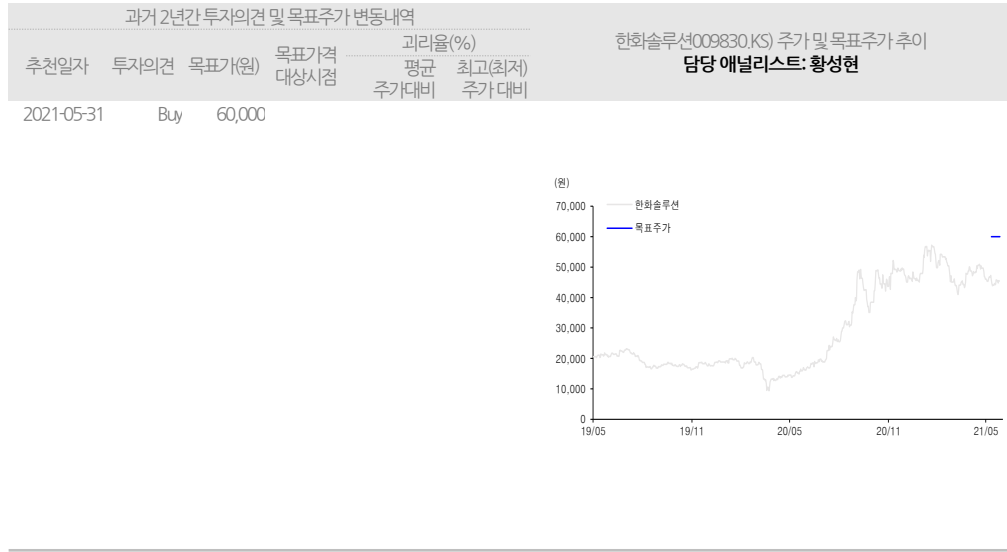
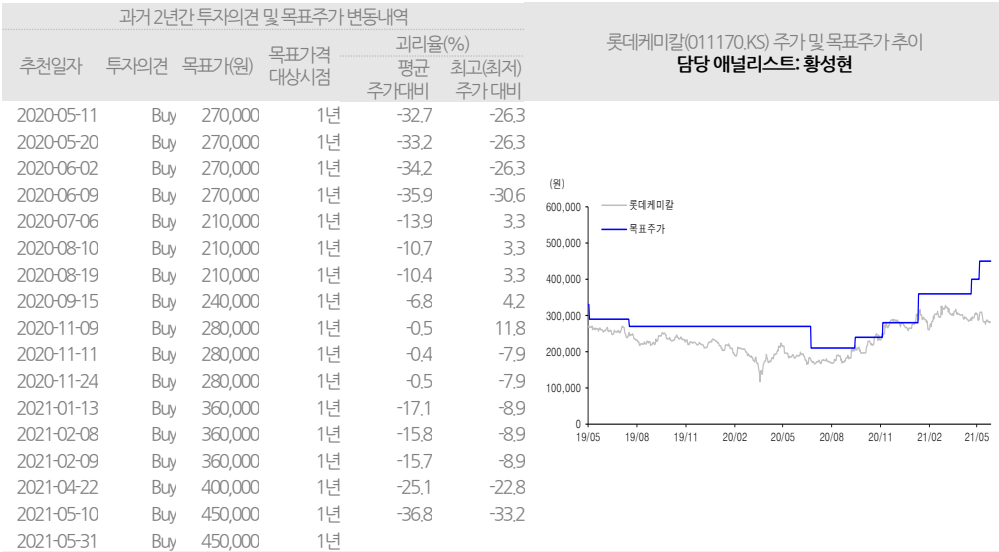
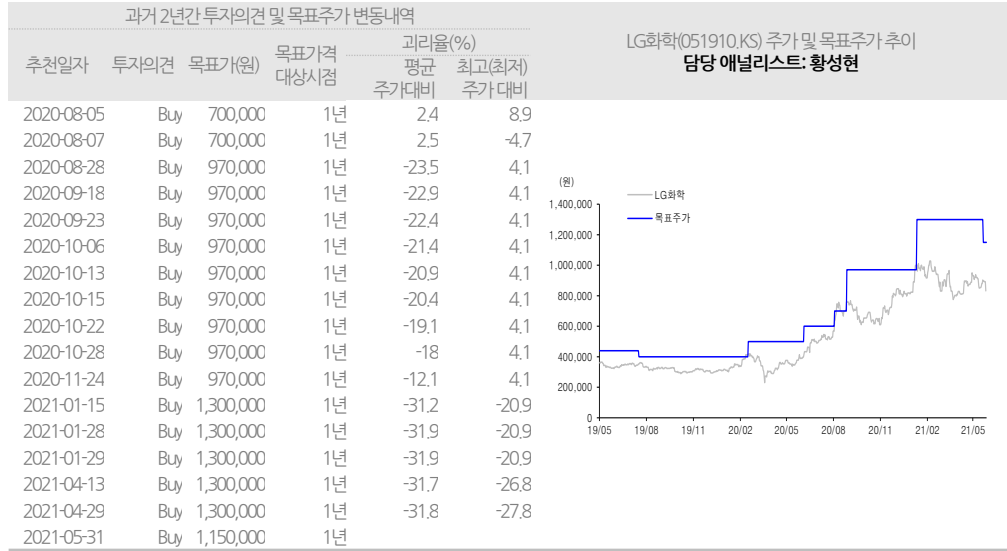
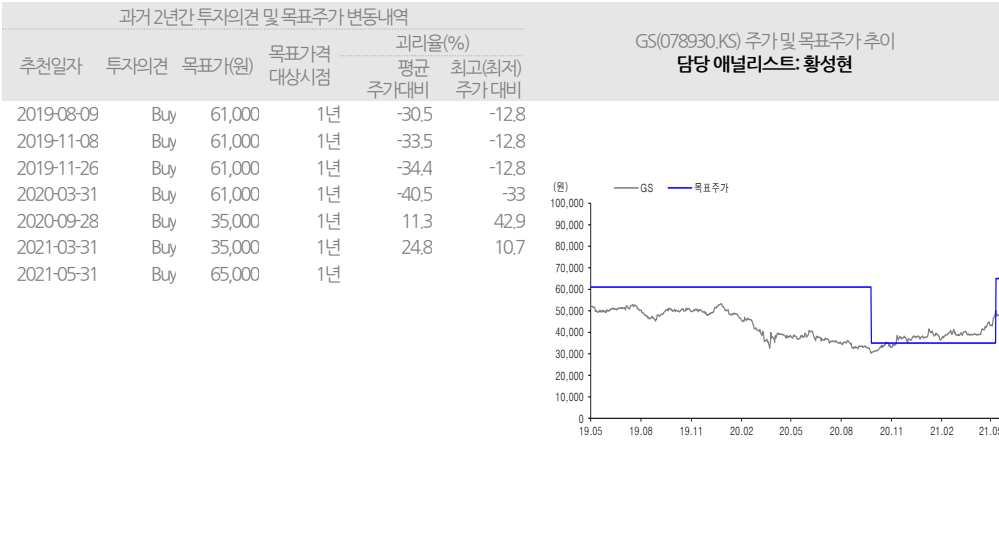
SKI노베이션(096770.KS) 증가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 황성현



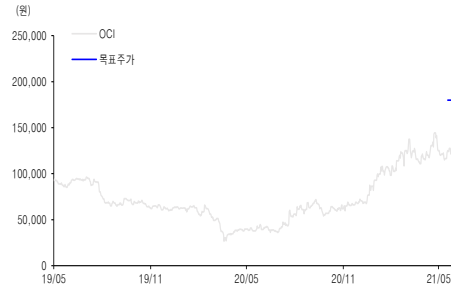
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2019-07-18	Buy	110,000	1년	-13	-6.4
2019-07-19	Buy	110,000	1년	-13	-6.4
2019-07-25	Buy	110,000	1년	-12.8	-6.4
2019-09-17	Buy	110,000	1년	-8.8	-6.4
2019-10-24	Buy	120,000	1년	-23.2	-11.7
2019-11-26	Buy	120,000	1년	-25.9	-18.5
2020-02-03	Buy	90,000	1년	-25.5	-12
2020-04-10	Buy	90,000	1년	-24.8	-14.7
2020-04-28	Buy	90,000	1년	-24.9	-14.7
2020-05-20	Buy	90,000	1년	-25.2	-14.7
2020-07-27	Buy	85,000	1년	-30.1	-24.4
2020-09-15	Buy	64,000	1년	-0.6	22.3
2020-10-29	Buy	64,000	1년	6.5	22.3
2020-10-29	Buy	64,000	1년	6.5	22.3
2020-11-24	Buy	64,000	1년	11.4	5.8
2021-01-14	Buy	85,000	1년	-5.7	6.1
2021-01-29	Buy	85,000	1년	-3.9	6.1
2021-01-29	Buy	85,000	1년	-3.9	6.1
2021-04-28	Buy	94,000	1년	0.8	6.3
2021-05-31	Buy	130,000	1년		

S-Oil(10950.KS) 증가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 황성현

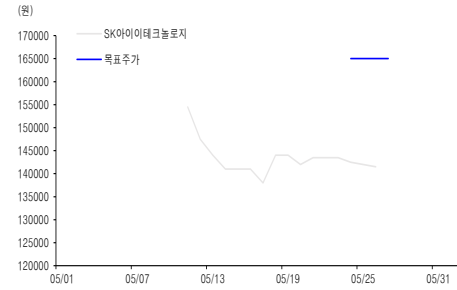




과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						OCI(010060.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		추가대비	추가대비
				평균	최고(최저)		
2021-05-31	Buy	180,000					



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						SKIET(361610.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		추가대비	추가대비
				평균	최고(최저)		
2021-05-31	Buy	165,000					



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						대한유화(006650.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		추가대비	추가대비
				평균	최고(최저)		
2019-07-31	Buy	160,000	1년	-28.9	-9.7		
2019-09-17	Buy	160,000	1년	-28	4.4		
2019-11-26	Buy	160,000	1년	-19.1	58.4		
2020-05-20	Buy	160,000	1년	37.3	145.9		
2020-11-24	Buy	160,000	1년	84.1	35.0		
2021-05-31	Buy	310,000					



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						한국전력(015760.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		추가대비	추가대비
				평균	최고(최저)		
2020-03-02	Buy	28,000	1년	-26.3	-14.8		
2020-03-31	Buy	28,000	1년	-25.8	-14.8		
2020-04-10	Buy	28,000	1년	-25.6	-14.8		
2020-05-18	Buy	28,000	1년	-26.3	-19.5		
2020-06-30	Buy	28,000	1년	-26.7	-19.5		
2020-08-14	Buy	28,000	1년	-25.3	-19.5		
2020-08-19	Buy	28,000	1년	-25.3	-19.5		
2020-10-06	Buy	28,000	1년	-24.2	-19.5		
2020-10-12	Buy	28,000	1년	-24.1	-19.5		
2020-11-13	Buy	28,000	1년	-22.3	-19.5		
2020-11-24	Buy	28,000	1년	-21.7	-20.0		
2020-12-10	Buy	32,000	1년	-24.2	-18.8		
2020-12-18	Buy	43,000	1년	-43.5	-34.8		
2021-02-22	Buy	43,000	1년	-44.7	-39.0		
2021-04-20	Buy	43,000	1년	-43.7	-39.0		
2021-05-17	Buy	43,000	1년	-42.4	-39.0		
2021-05-31	Buy	43,000	1년				



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		한국가스공사(036460.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019-06-10	Buy	52,000	1년	-25.3	-13.8	
2019-07-16	Buy	52,000	1년	-26.6	-14.7	
2019-07-19	Buy	52,000	1년	-26.8	-14.7	
2019-08-12	Buy	52,000	1년	-27.7	-19.2	
2019-11-13	Buy	52,000	1년	-31.2	-21.6	
2020-03-02	Buy	40,000	1년	-39.3	-30.6	
2020-05-14	Buy	35,000	1년	-22.9	-9.4	
2020-08-18	Buy	33,000	1년	-20.6	-1.7	
2020-08-19	Buy	33,000	1년	-20.6	-1.7	
2020-09-28	Buy	33,000	1년	-14.1	-1.7	
2020-10-16	Buy	33,000	1년	-10.3	-1.7	
2020-11-13	Buy	36,000	1년	-10.9	-2.8	
2020-11-24	Buy	36,000	1년	-10.4	-2.8	
2021-01-20	Buy	36,000	1년	-8.6	-3.1	
2021-03-02	Buy	36,000	1년	-8.6	-3.1	
2021-05-13	Buy	36,000	1년	-11.6	-9.6	
2021-05-31	Buy	36,000	1년			

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		한전KPS(051600.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019-07-16	Buy	36,000	1년	-12.4	13.3	
2019-07-19	Buy	36,000	1년	-12.4	13.3	
2019-08-07	Buy	36,000	1년	-12.4	13.3	
2019-11-15	Buy	36,000	1년	-13	13.3	
2020-03-02	Buy	36,000	1년	-17.1	5.6	
2020-05-14	Buy	36,000	1년	-17.7	5.6	
2020-08-14	Buy	36,000	1년	-18.4	5.6	
2020-08-19	Buy	36,000	1년	-18.4	5.6	
2021-02-26	Buy	36,000	1년	-11.5	5.6	
2021-05-14	Buy	45,000	1년	-7.6	-0.3	
2021-05-31	Buy	50,000	1년			

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		한전기술(052690.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2021-05-31	NR	NR	NR			

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		SK(034730.KS) 추가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019-09-30	Buy	350,000	1년	-34.8	-9.1	
2020-03-31	Buy	350,000	1년	-35.7	-9.1	
2020-09-28	Buy	230,000	1년	12.2	54.3	
2021-03-31	Buy	230,000	1년	22.4	13.3	
2021-05-31	Buy	300,000	1년			

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균	최고(최저)
				주가대비	주가대비
2019-09-30	Buy	131,000	1년	-41.3	-33.5
2020-03-31	Buy	131,000	1년	-44.6	-37.1
2020-09-28	Buy	100,000	1년	-17.6	-6.1
2021-03-31	Buy	100,000	1년	-15.0	-6.1
2021-05-31	Buy	110,000	1년		

삼천리(004690.KS) 주가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 황성현



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균	최고(최저)
				주가대비	주가대비
2019-09-30	Buy	80,000	1년	-50.2	-36.0
2020-03-31	Buy	80,000	1년	-55.7	-46.2
2020-09-28	Buy	40,000	1년	-1.6	11.5
2021-03-31	Buy	40,000	1년	4.3	11.5
2021-05-31	Buy	55,000	1년		

지역난방공사(071320.KS) 주가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 황성현

