



# 산업재 D(ata)PT

「상사와의 면담」

에너지/인프라/배터리 황성현  
Tel. 02)368-6878  
tjdgus2009@eugenefn.com

운송/기계/로보틱스 양승윤  
Tel. 02)368-6139  
syyang0901@eugenefn.com

철강/금속 이유진  
Tel. 02)368-6141  
eugenelee@eugenefn.com



CONTENTS

<b>01/</b>	7월 이슈: 일본 종합상사 - 종합력에 주목하라	15
<b>02/</b>	상사와의 면담: 니켈	25
<b>03/</b>	상사와의 면담: LNG	41
<b>04/</b>	배터리	71
<b>05/</b>	정유/화학	79
<b>06/</b>	에너지/유ти리티	99
<b>07/</b>	철강/금속	107
<b>08/</b>	기계	113
<b>09/</b>	운송	123

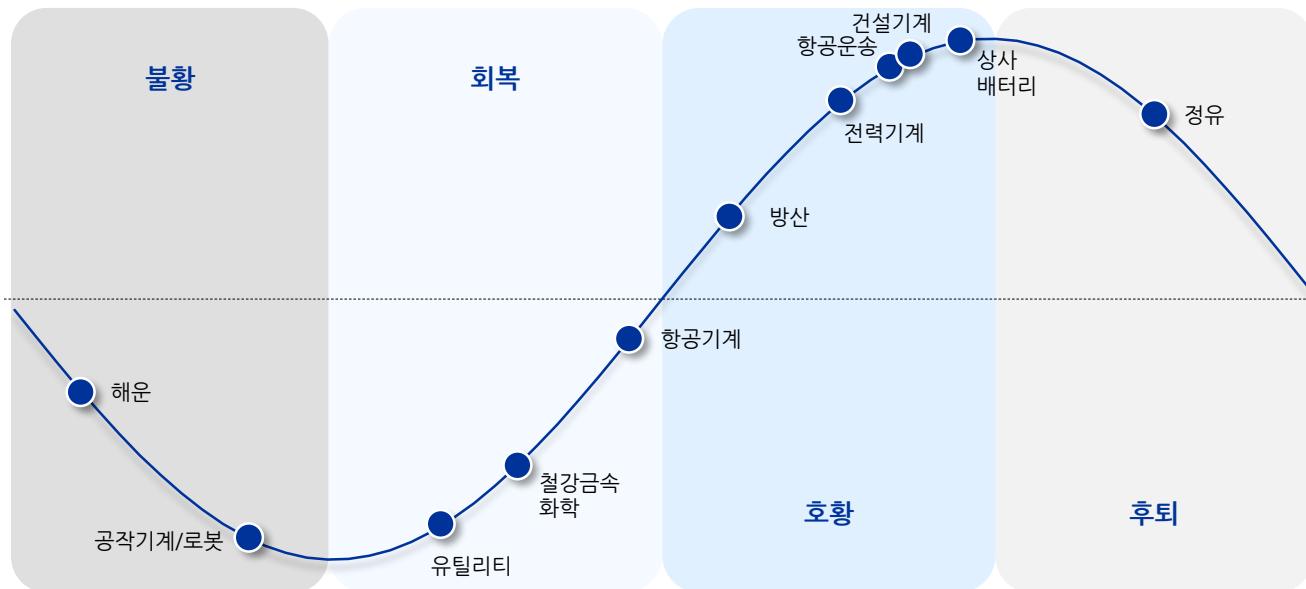
## Preface

안녕하십니까? 유진투자증권 리서치센터 대체투자분석팀의 합동 보고서 산업재 D(ata)PT 7월호를 발간합니다. 이번 달에는 워렌 버핏의 투자로 이슈가 되었던 일본 상사와 한국 상사를 비교 분석하였으며, LNG와 Nickel 시장의 현황을 점검하였습니다. 추가로 배터리, 정유/화학, 에너지/유ти리티, 철강/금속, 기계, 항공/해상운송 섹터의 월간 투자 전략 및 전망을 제시하고자 합니다.

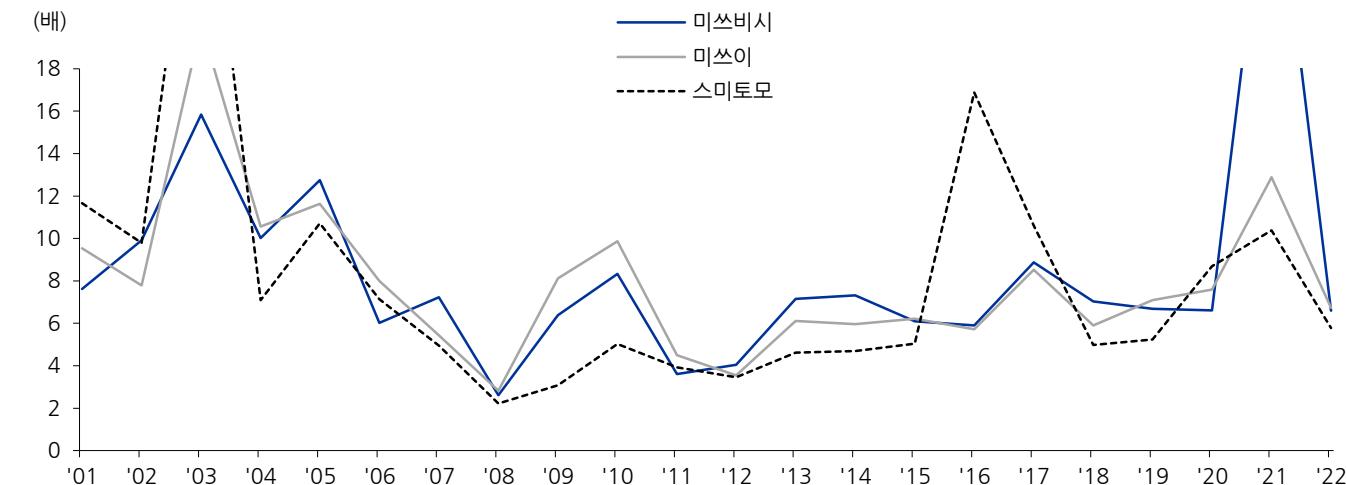
7월 선호 섹터는 상사 = 항공운송 > 전력기계 = 배터리 = 유ти리티 > 건설기계 > 비철금속 > 정유 = 철강 > 화학 = 해상운송이며, 선호 기업은 포스코인터내셔널, POSCO홀딩스, 한국가스공사 입니다.

투자에 참고하시길 바랍니다. 감사합니다.

## 섹터별 업황 사이클



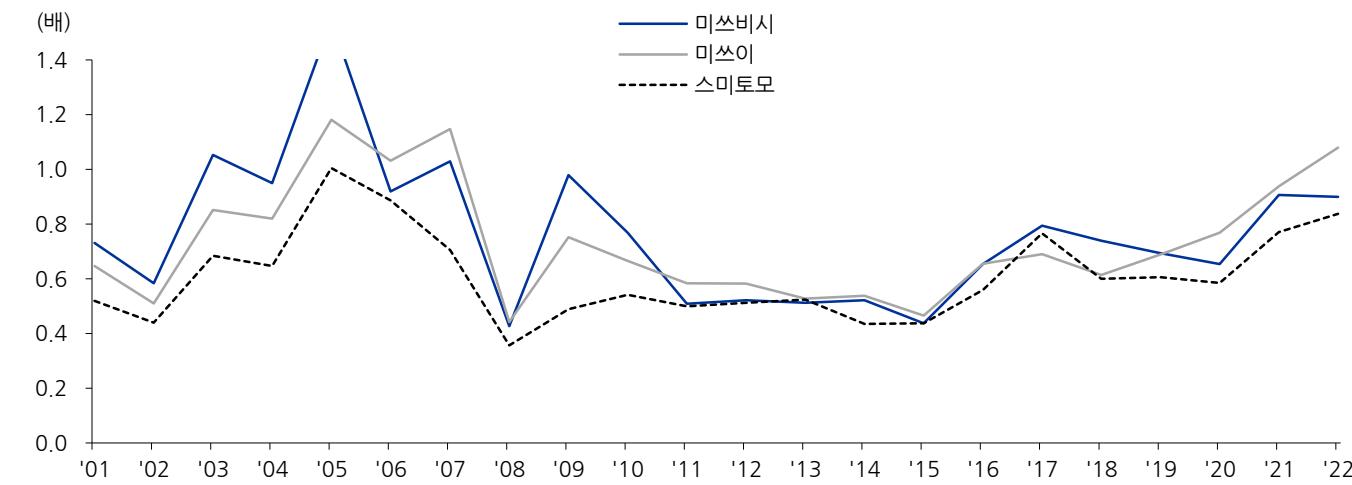
## 일본 메이저 종합상사 PER 추이: 미쓰비시(LNG, 광물), 미쓰이(LNG, 광물), 스미토모(광물)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Key  
Chart

## 일본 메이저 종합상사 PBR 추이: 미쓰비시(LNG, 광물), 미쓰이(LNG, 광물), 스미토모(광물)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

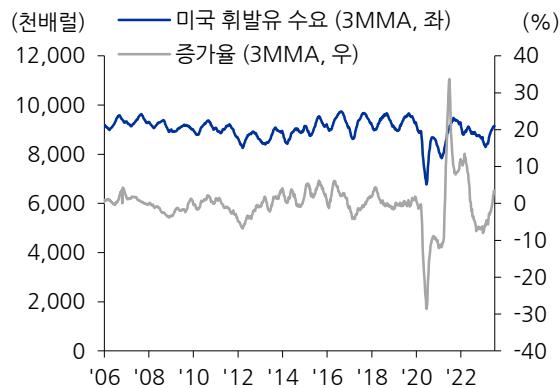
# Executive Summary

- **정유/화학:** 미국의 가솔린 수요가 감소에서 증가로 추세 전환. 이동평균 기준 변화율은 0%를 돌파하였으며, 정제설비 CDU 가동률도 90%를 상회. 선진국을 중심으로 감소하던 석유제품 수요가 회복되어 경제마진 반등 전망. 또한 미국의 수요 증가가 지속될 시, 원유 순수입국으로 전환될 가능성이 있으며, IEA 가입국 규정인 90일치의 전략비축유 확보가 진행될 것이라 판단. 이는 가수요 증가, 상업용 원유 재고 감소로 이어져 정유사들의 실적 전망치가 상향 조정될 이벤트라 판단. 화학은 전월과 동일한 의견을 제시하며, 부진한 시황 지속 예상
- **유틸리티:** 해외 수출 확대, 국내 전력 인프라 투자 확대의 수혜가 기대되는 기계 업체(HD현대일렉, LS Electric, 효성중공업)에 대한 긍정적인 뷰 유지. 또한 9월부터 채코 원전 발주가 시작되며 해외 원전 수출 기대감이 부각될 한전기술, 한전 KPS, 두산에너빌리티도 긍정적인 뷰 유지. 국제유가 저점 확인, 하반기 요금 인상으로 미수금 회수가 예상되는 한국가스공사에 관심을 가질 필요. 일본, 한국 상사 업체들의 주가 상승과 비교하면 여전히 저평가되어 있다고 판단
- **배터리:** 배터리 셀 마진 스프레드는 여전히 40달러/kWh를 상회 중. 현재의 수익성이 유지되며 견고한 실적 유지 전망. LG에너지솔루션, 삼성SDI 시장 비중 유지, 상대적으로 저평가되어 있는 SK이노베이션 비중확대 전략을 추천. 소재/부품은 지난달과 의견 동일. 하드카본 음극재, 실리콘 음극 바인더 상용화를 준비 중인 애경케미칼과 알루미늄박 수요 증가 기대감이 반영될 삼아알미늄에 대한 긍정적 뷰 유지
- **철강:** 중국 당산시 정부는 대기질 개선을 위해 A등급 제철소 11곳에 대해 감산을 요청했고, B등급 이하 제철소에는 소결로의 50%에 대해 가동 중단 명령을 내림. 이를 통해 중국 철강 감산이 명확해졌음. 재고는 여전히 높은 수준을 유지하고 있으나, 유통 재고 총량은 6월부터 작년대비 -20%를 유지하고 있어 철강 시황은 바닥을 통과하는 과정이라고 판단. 한국의 하반기 철강재 수입량의 증가폭은 적을 것으로 예상되지만 가격의 유의미한 상승 모멘텀은 적어 3,4Q는 2Q 대비 실적 눈높이는 낮아질 것. 그러나 여전히 이차전지 소재로의 확대를 꾀하고 있는 POSCO홀딩스는 리튬 CAPA 확장 및 기타 원재료 확보로 인해 주가의 저점을 올려갈 것이라 판단하여 긍정적인 뷰 유지

- **비철금속:** 7/6, 중국의 구리 제련사(Copper Smelters Purchase Team)들은 3분기 구리 정광 TC/RC 비용을 톤당 95불(파운드당 9.5cent)의 가이던스를 설정하며 Spot TC가 91.5불까지 상승함. 이는 2019년 이후로 최대치임. 제련소들은 이미 구리 원광 재고가 충분하고, 중국 내 전력부족 이슈가 대두되며 제련사들이 광산업체 대비 우위에 있는 상황. LS MnM은 TC +1불이 오를 때마다 영업이익 +2.6억원의 민감도가 있어 하반기 실적 상승 기대. 풍산 또한 구리 가격에 연동되어 있으며, 3분기 K-2 수출 및 4분기 K-9 수출 등이 예정되어 있어 방산의 구조적인 성장이 기대됨
- **기계:** (건설기계) 6월 KOMTRAX 건설기계 가동 시간은 18~19년 대비 높은 수준 기록. 여전히 건설기계 재고 보충이 진행되고 있고, 미국 부동산 경기 반등 조짐 또한 확인되며 추가적인 모멘텀 형성 가능성 주목. (방위산업) 방위산업은 폴란드 2차 계약과 루마니아 등 추가적인 수주 기대감 지속. 동시에 폴란드 천무 및 FA-50 GF 인도 개시, 연말 K-9 PL 출하에 따른 하반기 실적 성장 기대감도 유효. 7월 NATO 정상회담에서 방위비 요건(GDP 2% 지출) 상향에 대한 합의가 이루어지며 방위산업의 구조적 성장 기반도 확보. (자동화 기계) 일본 공작기계 수주는 6개월 연속 감소. 이와 동행하는 로봇 수요 또한 부진한 흐름 지속되고 있을 것으로 추정. 하반기 이후 반등 여부에 지속 관심. (항공 기계) 2분기 항공기 인도 대수는 325대(+18%oy, +27%qoq) 기록하며 완연한 회복세 기록. 항공기 수주 또한 6월 파리 에어쇼 영향으로 전분기 대비 5배 규모인 1,331대를 신규 수주. KAI 등 국내 항공기 부품사 실적 개선 기대. 보잉 및 에어버스 주력 기종(B737, A320)의 월 생산이 각각 49대와 57대를 기록한 점도 고무적
- **운송:** (항공운송) 6월 미주/구주 노선 호조로 FSC의 성수기 진입 확인. 성수기 효과로 2분기 대비 티켓 가격 상승 흐름 관측. 항공 화물은 물동량/운임 낙폭 축소하며 바닥을 다지는 중. 국내 LCC 2분기 흑자 달성, FSC 3분기 사상 최대 여객 매출 기대. (해상 운송) BDI와 SCFI 모두 수요와 공급 상황 모두 뚜렷한 개선 없어 약보합세 지속. 드라이밸크는 하반기 중국 부양책 기대감, 컨테이너는 공급 조절/가뭄/미국 항만 혼잡에 따라 운임 반등 가능성 잔존

# 정유/화학/유틸리티/배터리 투자 전략 Summary

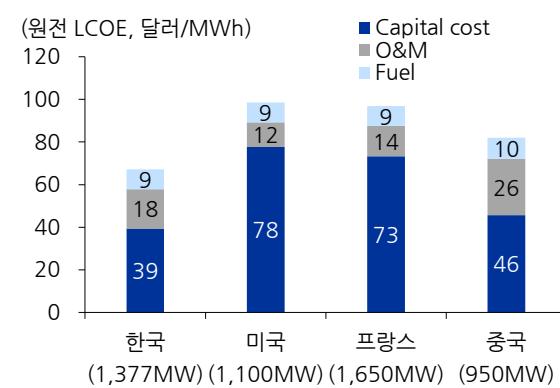
정유/화학 Key chart



정유/화학 코멘트

미국의 가솔린 수요가 감소에서 증가로 추세 전환. 이동평균 기준 변화율은 0%를 돌파하였으며, CDU 가동률도 90%를 상회. 선진국을 중심으로 감소하던 석유제품 수요가 회복되어 경제마진 반등 전망. 또한 미국의 수요 증가가 지속될 시, 원유 순수입국으로 전환될 가능성이 있으며, IEA 가입국 규정인 90일치의 전략비축유 확보가 진행될 것이라 판단. 이는 가수요 증가, 상업용 원유 재고 감소로 이어져 정유사들의 실적 전망치가 상향 조정될 이벤트라 판단. 화학은 부진한 시황 지속 예상

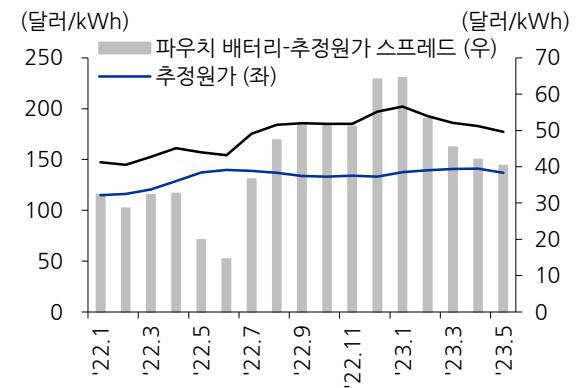
유틸리티/에너지 Key chart



유틸리티/에너지 코멘트

해외 수출 확대, 국내 전력 인프라 투자 확대의 수혜가 기대되는 기계 업체(HD현대일렉, LS Electric, 효성중공업)에 대한 긍정적인 뷰 유지. 또한 9월부터 체코원전 발주가 시작되며 해외 원전 수출 기대감이 부각될 한전기술, 한전KPS, 두산에너빌리티도 긍정적인 뷰 유지. 국제유가 저점 확인, 하반기 요금 인상으로 미수금 회수가 예상되는 한국가스공사에 관심을 가질 필요. 일본, 한국 상사업체들의 주가 상승과 비교하면 여전히 저평가되어 있다고 판단

배터리 Key chart



배터리 코멘트

배터리 셀 마진 스프레드는 여전히 40달러/kWh를 상회 중. 현재의 수익성이 유지되며 견고한 실적 유지 전망. LGES, 삼성SDI 시장 비중 유지, 상대적으로 저평가되어 있는 SK이노베이션 비중확대 전략을 추천

소재/부품은 지난달과 의견 동일. 하드카본 음극재, 실리콘 음극 바인더 상용화를 준비 중인 애경케미칼과 알루미늄박 수요 증가 기대감이 반영될 삼아알미늄에 대한 긍정적 뷰 유지

# 철강/금속 투자 전략 Summary

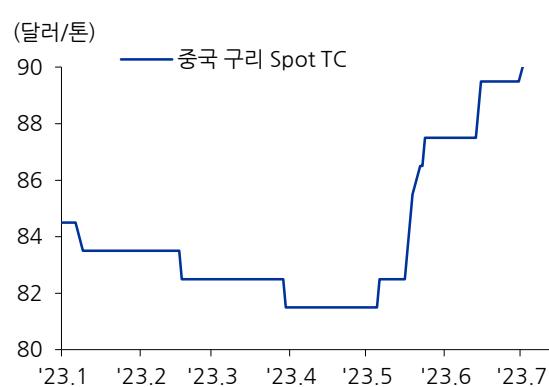
철강 Key chart



철강 코멘트

중국 당산시 정부는 대기질 개선을 위해 A등급 제철소 11곳에 대해 감산을 요청했고, B등급 이하 제철소에는 소결로의 50%에 대해 가동 중단 명령을 내림. 이를 통해 중국 철강 감산이 명확해졌음. 재고는 여전히 높은 수준을 유지하고 있으나, 유통 재고 총량은 6월부터 작년대비 -20%를 유지하고 있어 철강 시황은 바닥을 통과하는 과정이라고 판단. 한국의 하반기 철강재 수입량의 증가폭은 적을 것으로 예상되지만 가격의 유의미한 상승 모멘텀은 적어 3,4Q는 2Q 대비 실적 눈높이는 낮아질 것

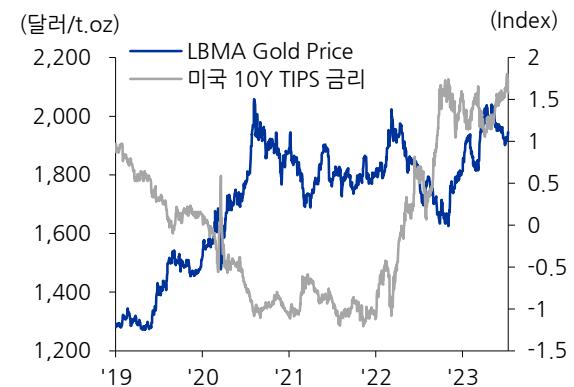
비철금속 Key chart



비철금속 코멘트

7/6, 중국의 구리 제련사(Copper Smelters Purchase Team)들은 3분기 구리 정광 TC/RC 비용을 톤당 95불(파운드당 9.5cent)의 가이던스를 설정하며 Spot TC가 91.5불까지 상승함. 이는 2019년 이후로 최대치임. 제련소들은 이미 구리 원광 재고가 충분하고, 중국 내 전력부족 이슈가 대두되며 제련사들이 광산업체 대비 우위에 있는 상황. LS MnM은 TC 1불이 오를 때마다 영업이익 +2.6억원의 민감도가 있어 하반기 실적 상승 기대

금 Key chart

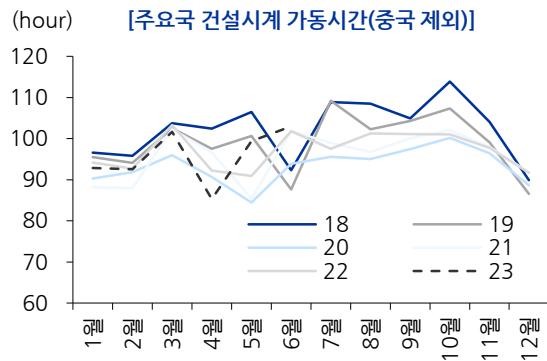


금 코멘트

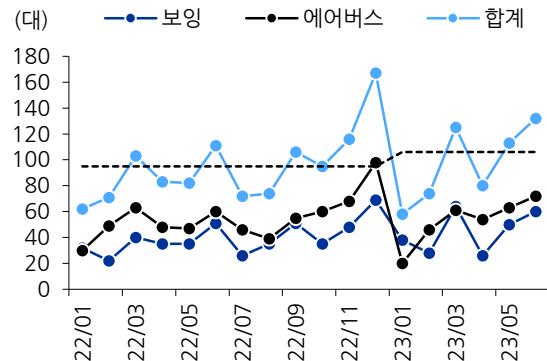
미국의 6월 CPI가 +3.0%yo, +0.2%mom으로 안정되면서 금융 불안정 위험은 실질적으로 완화되었다 판단. 한편 시장의 예측으로는 한차례의 금리 인상이 남아있는 상황이라 하반기 변동성은 여전히 열려있음. 그럼에도 불구하고, 리스크가 점차 줄어들며 위험자산에 대한 수요는 올라올 것이라 판단하여 연말까지 금 가격은 높은 수준을 유지할 것이라 판단함. 은(silver)의 상승이 기대되는데, World Silver Institute에 따르면 수요 증가 대비 공급은 축소되며 22년 세계 은 시장은 2억 3,770만 온스 공급 부족을 기록. 금/은 비율은 81.1로 은의 상대적 강세 기대

# 기계/운송 투자 전략 Summary

건설기계 Key chart



기타 기계류 Key chart



운송 Key chart

Week	미주	구주	동남아	일본	중국	전체
1월 2주차	278	220	213	137	52	179
1월 3주차	262	199	215	130	64	189
1월 4주차	253	201	222	145	92	192
2월 1주차	261	207	225	153	73	196
2월 2주차	260	203	227	172	71	195
2월 3주차	261	211	234	157	70	200
2월 4주차	263	209	225	197	71	202
3월 1주차	260	204	211	160	73	197
3월 2주차	259	185	206	145	87	190
3월 3주차	260	196	211	159	92	184
3월 4주차	280	206	203	162	104	189
3월 5주차	290	242	205	159	79	185
4월 1주차	275	223	202	137	78	177
4월 2주차	262	217	209	136	87	183
4월 3주차	263	224	199	138	88	181
4월 4주차	270	227	200	137	110	188
5월 1주차	255	212	193	144	88	170
5월 2주차	268	224	178	133	92	169
5월 3주차	269	227	180	143	91	174
5월 4주차	270	197	150	150	94	182
6월 1주차	271	235	202	148	86	184
6월 2주차	271	235	190	145	95	185
6월 3주차	274	239	189	146	110	190
6월 4주차	279	246	183	155	121	193
6월 5주차	276	242	197	161	125	197
7월 1주차	281	235	189	147	112	193

건설기계/ 코멘트

6월 KOMTRAX 건설기계 가동 시간은 18~19년 대비 높은 수준 기록. 여전히 건설기계 재고 보충이 진행되고 있고, 미국 부동산 경기 반등 조짐 또한 확인되며 추가적인 모멘텀 형성 가능성 주목.

방위산업은 폴란드 2차 계약과 루마니아 등 추가적인 수주 기대감 지속. 동시에 폴란드 천무 및 FA-50 GF 인도 개시, 연말 K-9 PL 출하에 따른 하반기 실적 성장 기대감도 유효. 7월 NATO 정상회담에서 방위비 요구(GDP 2% 지출) 상향에 대한 합의가 타결되며 방위산업의 구조적 성장 기반도 확보

기타 기계(자동화, 방산, 항공 등) 코멘트

일본 공작기계 수주는 6개월 연속 감소. 이와 동행하는 로봇 수요 또한 부진한 흐름 지속되고 있을 것으로 추정. 하반기 이후 반등 여부에 지속 관심.

2분기 항공기 인도 대수는 325대(+18%yoY, +27%qoq) 기록하며 완연한 회복세 기록. 항공기 수주 또한 6월 파리 에어쇼 영향으로 전분기 대비 5배 규모인 1,331대를 신규 수주. KAI 등 국내 항공기 부품사 실적 개선 기대. 6월 기준 보잉 및 에어버스 주력 기종(B737, A320)의 월 생산이 각각 49대와 57대를 기록한 점도 고무적

운송 코멘트

**항공 운송:** 6월 미주/구주 노선 호조로 FSC의 성수기 진입 확인. 성수기 효과로 2분기 대비 티켓 가격 상승 흐름 관측. 항공 화물은 물동량/운임 낙폭 축소하며 바닥을 다지는 중. 국내 LCC 2분기 흑자 달성을, FSC 3분기 사상 최대 여객 매출 기대

**해상 운송:** BDI와 SCFI 모두 수요와 공급 상황 모두 뚜렷한 개선 없어 약보합세 지속. 드라이버크는 하반기 중국 부양책 기대감, 컨테이너는 공급 조절/가뭄/미국 항만 혼잡에 따라 운임 반등 가능성 잔존.

에너지/화학/유일리티/배터리 주요 기업 Valuation Table

회사명	시가총액 (십억USD)	수익률				P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
		5D	1M	3M	6M	23	23	23	23
SK 이노베이션	12.0	-1.4	-15.1	-14.0	2.3	17.1	0.7	8.4	4.2
S-Oil	6.0	7.1	-7.9	-17.3	-20.4	6.4	0.9	4.3	14.1
현대중공업지주	7.2	7.5	22.0	55.3	67.6	30.1	0.9	12.4	3.1
GS	2.8	8.1	-2.1	-7.4	-15.1	2.8	0.3	4.6	9.7
Saudi Aramco	2,073.8	-0.5	-1.5	7.7	10.0	15.5	4.6	7.5	32.0
Exxon Mobil	422.7	1.6	-0.6	-9.9	-7.6	11.1	2.1	5.8	18.9
Chevron	298.4	3.0	0.3	-8.7	-11.3	11.7	1.8	6.0	15.9
LG화학	37.9	3.7	-5.4	-15.2	5.6	21.7	1.5	8.4	7.3
롯데케미칼	5.2	1.3	-14.5	-17.2	-14.4	19.9	0.4	8.8	2.2
한화솔루션	6.0	8.5	-6.2	-13.8	-16.4	13.0	0.8	7.5	6.7
금호석유	2.9	3.8	-4.6	-11.5	-12.0	7.5	0.6	4.2	8.5
대한유화	0.7	1.7	-11.4	-20.0	-23.0	56.4	0.5	9.3	0.8
SKC	3.0	-3.7	-6.5	-8.6	7.0	-	2.1	21.3	-0.4
효성첨단소재	1.6	4.3	-4.1	9.6	22.2	14.7	2.6	7.5	18.5
롯데정밀화학	1.4	1.4	5.2	13.5	19.4	4.6	0.7	2.7	15.3
한화솔루션	6.0	8.5	-6.2	-13.8	-16.4	13.0	0.8	7.5	6.7
OCI	1.5	11.9	20.6	36.5	72.9	3.2	0.5	1.9	17.1
한국전력	10.4	4.9	9.7	9.2	1.2	-	0.4	23.2	-20.3
한국가스공사	1.9	4.5	0.6	-7.1	-22.3	3.2	0.2	11.0	6.0
한전KPS	1.2	4.5	-0.6	-8.5	-3.6	12.5	1.2	6.4	9.7
한전기술	2.2	4.2	6.1	1.4	17.7	-	-	-	-
지역난방공사	0.2	-0.6	-2.0	-3.9	-5.4	-	-	-	-
SK	8.6	6.6	-11.4	-14.5	-22.6	21.3	0.4	8.3	2.3
지멘스	135.2	5.4	-7.9	3.4	5.4	14.3	2.3	11.2	16.8
GE	121.2	3.6	6.3	16.6	38.8	54.4	3.8	18.5	5.8
Tesla	880.8	0.5	8.2	50.2	127.0	80.3	16.4	49.9	23.0
CATL	140.6	2.7	7.0	3.4	-6.5	18.6	5.1	14.8	23.9
BYD	104.0	2.9	1.2	15.5	13.6	29.0	5.3	12.1	18.9
LG에너지솔루션	100.2	-3.6	-8.0	-8.8	13.4	62.6	6.0	25.0	10.3
삼성 SDI	38.9	2.7	-2.1	-6.0	13.5	23.8	2.6	13.8	11.8
SK 이노베이션	12.0	-1.4	-15.1	-14.0	2.3	17.1	0.7	8.4	4.2
LG화학	37.9	3.7	-5.4	-15.2	5.6	21.7	1.5	8.4	7.3
포스코퓨처엠	24.5	0.6	7.5	17.1	107.2	120.0	11.4	70.0	9.8
에코프로비엠	21.7	0.5	10.8	1.4	182.1	74.2	16.0	42.1	24.2
엘앤퐠프	6.5	-4.4	-11.0	-27.5	21.7	32.5	5.3	20.9	17.1
대주전자재료	1.2	-4.2	-7.9	-18.8	15.8	276.5	11.9	62.5	5.9
SKC	3.0	-3.7	-6.5	-8.6	7.0	-	2.1	21.3	-0.4
SKIET	5.1	-2.2	-5.0	5.2	39.2	201.1	2.9	34.3	1.5
솔루스첨단소재	1.0	-6.5	-8.2	-23.9	7.6	-	2.7	38.7	-1.3
천보	1.5	0.2	-4.8	-28.7	-14.0	57.0	4.7	29.0	8.7

자료: Bloomberg, 유진투자증권

참고: 2023-07-14 종가 기준

철강/금속 주요 기업 Valuation Table

회사명	시가총액 (십억USD)	수익률				P/E 23	P/B 23	EV/EBITDA 23	ROE 23
		5D	1M	3M	6M				
포스코홀딩스	29.9	11.8	14.2	7.5	46.6	11.9	0.7	6.0	5.7
현대제철	3.6	4.6	-0.6	-6.1	-0.1	5.3	0.2	4.5	4.6
동국제강	0.2	-0.7	81.0	61.9	54.6	0.9	0.1	1.5	8.6
대한제강	0.3	-1.0	2.2	-3.1	16.6	5.1	0.4	-	8.7
한국제강	0.2	-3.5	-3.8	-12.8	-1.6	-	-	-	-
동국산업	0.3	7.1	-3.6	-21.5	71.4	-	-	-	-
KG스틸	0.7	1.9	-2.9	-19.3	10.8	-	-	-	-
포스코스틸리온	0.3	20.8	23.1	37.6	83.6	-	-	-	-
아주스틸	0.2	-1.3	1.1	-7.2	-3.8	-	-	-	-
DCM	0.1	0.2	-6.9	-13.1	-9.0	-	-	-	-
세아제강	0.3	1.6	6.3	14.3	8.6	2.2	0.4	0.9	21.1
세아제강지주	0.6	3.7	18.4	43.3	27.7	-	-	-	-
휴스틸	0.3	7.8	4.5	-7.2	19.3	-	-	-	-
세아베스틸지주	0.8	15.8	24.6	15.1	75.2	6.3	0.5	5.4	8.5
고려제강	0.4	0.1	0.2	-5.4	-13.3	-	-	-	-
고려아연	7.4	6.3	-6.1	-13.6	-15.5	15.4	1.0	8.2	6.6
LS	2.3	3.2	5.8	-1.8	29.3	6.3	0.7	7.1	10.9
영풍	0.8	5.5	-0.4	-5.3	-11.1	4.9	0.2	5.0	5.2
풍산	0.9	6.5	0.7	3.1	25.7	5.9	0.6	5.0	10.6
바오산철강	18.0	1.1	0.7	-16.3	-3.5	7.9	0.6	4.6	7.1
허스틸	3.3	0.4	0.9	-3.8	-0.4	13.0	0.5	-	3.5
장수사강	1.2	-0.5	-0.2	-2.7	2.3	-	-	-	-
안강	3.6	0.7	0.4	-9.0	4.8	9.3	0.4	3.1	4.8
일본제철	20.6	0.1	-0.1	0.1	18.0	6.4	0.6	5.4	9.4
JFE홀딩스	8.9	1.1	-1.4	22.7	24.0	6.8	0.5	6.0	8.2
아르셀로미탈	24.0	4.5	-4.1	-6.9	-12.0	6.0	0.4	3.9	7.9
티센크루프	5.1	2.2	-1.6	3.1	3.6	21.5	0.3	0.8	1.2
뉴코어	42.5	5.7	12.4	15.8	7.4	10.2	1.9	6.1	21.4
US스틸	5.7	8.0	6.2	-2.9	-11.7	6.2	0.5	3.4	10.2
스틸다이내믹스	18.2	3.7	3.1	3.3	-3.3	11.8	1.6	7.3	14.5
BHP	157.9	7.8	-0.6	1.2	-10.0	11.2	3.6	5.6	32.0
Rio Tinto	115.9	6.5	2.5	-1.6	-2.7	11.6	2.4	5.2	21.3
Vale	63.7	8.9	0.6	-10.2	-22.2	5.9	1.7	4.0	26.0
Glencore	75.9	7.0	-0.7	-1.3	-13.1	8.9	1.6	4.4	16.5
Fortescue	48.2	5.2	5.0	1.6	0.0	8.9	2.6	5.1	30.1
Anglo American	37.8	6.8	-9.0	-12.2	-34.1	9.8	1.3	4.3	14.2
First Quantum Minerals	18.4	11.4	12.6	1.2	11.7	26.1	1.6	8.3	5.6
Sumitomo Metal Mining	10.1	4.8	-2.5	-8.8	-6.6	20.6	0.8	13.4	4.0
Alcoa	6.5	12.8	1.5	-9.2	-32.8	-	1.4	9.4	-4.3
Freeport-Mcmoran	60.3	11.0	5.0	-2.5	-6.6	24.7	3.3	8.1	14.3
Albemarle	28.4	6.2	6.6	18.5	-0.2	10.6	2.7	8.2	28.9
Ganfeng Lithium	16.6	0.5	-2.7	-11.3	-16.8	9.3	1.8	7.6	20.2
Tianqi Lithium	15.6	2.5	-3.8	-13.7	-18.0	8.6	1.5	3.0	18.3
SQM	21.1	5.3	10.8	-1.0	-6.3	8.1	3.1	4.7	51.2
Pilbara Minerals	10.5	4.1	4.1	35.5	27.3	8.6	3.3	4.7	41.9
Livent	5.1	5.4	7.0	30.5	19.3	11.3	2.4	7.1	22.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권

참고: 2023-07-14 종가 기준

기계/운송 주요 기업 Valuation Table

회사명	시가총액 (십억USD)	수익률				P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
		5D	1M	3M	6M	23	23	23	23
현대건설기계	1.3	-2.8	20.5	44.7	32.4	10.2	1.0	6.5	10.4
두산밥캣	4.8	2.3	-1.6	30.6	69.9	7.9	1.1	4.2	14.5
현대두산인프라코어	1.9	1.2	3.6	27.7	47.9	8.5	1.3	5.1	15.9
캐터필러	131.9	6.4	5.2	14.4	-1.0	14.3	7.2	10.0	57.4
SANY	20.4	3.8	5.7	1.1	0.9	21.5	2.1	14.3	9.9
Komatsu	26.6	1.3	-1.5	15.3	27.4	10.8	1.2	6.3	11.8
Hitachi	6.1	0.5	-1.7	25.7	32.3	10.1	1.1	6.0	11.4
한국항공우주	4.2	-0.2	2.5	5.5	8.5	23.1	3.2	12.0	15.5
한화에어로스페이스	5.4	3.3	22.7	26.0	69.3	11.2	2.0	8.9	18.9
Boeing	130.5	2.0	0.0	7.5	1.3	-	-	40.2	-8.2
Airbus	118.9	2.3	3.6	6.2	14.8	23.9	6.6	11.1	30.0
Spirit Aerosystems	3.1	-1.0	-5.9	3.2	-15.3	-	-	15.6	66.0
GE	121.2	3.6	6.3	16.6	38.8	54.4	3.8	18.5	5.8
SAFRAN	66.3	2.6	-0.1	1.1	9.3	27.2	5.3	13.3	19.9
MTU AERO	13.6	1.3	-0.2	-1.3	1.0	20.9	3.5	11.9	17.4
대한항공	7.6	4.2	11.8	12.7	7.0	9.2	1.0	4.2	11.1
아시아나	0.7	2.4	-6.1	-9.4	-14.8	-	0.4	-	-1.5
제주항공	0.9	-0.9	6.3	-0.7	-1.3	9.5	2.6	4.3	30.9
진에어	0.7	1.7	5.4	4.5	-2.5	6.4	3.3	3.9	70.8
티웨이항공	0.5	2.1	-4.4	-5.4	15.8	5.0	6.3	26.5	103.2
델타항공	30.7	0.8	13.1	41.3	24.9	7.3	2.9	5.7	44.0
유나이티드항공	18.0	1.5	3.5	32.5	6.9	5.7	1.9	5.2	33.2
ANA	11.4	-4.5	1.9	17.6	18.1	14.0	1.5	5.9	11.4
JAL	9.5	-4.1	5.5	19.9	15.7	14.0	1.4	5.2	10.5
싱가포르항공	16.7	1.4	-2.4	29.9	26.6	9.1	1.4	4.2	12.7
케세이퍼시픽	7.0	5.1	12.9	9.1	1.2	15.4	1.0	5.9	7.3
루프트한자	12.0	-1.1	-5.4	-5.6	3.4	6.8	1.2	3.3	16.4
사우스웨스트	22.0	-0.2	10.3	17.0	0.1	13.8	1.9	5.5	15.6
제트블루	4.9	0.8	-0.2	0.8	14.1	11.2	1.4	3.4	12.3
라이언에어	21.3	0.1	-1.1	15.2	13.7	8.6	2.0	4.4	25.9
팬옵션	2.2	6.3	-3.0	-14.1	-12.5	5.8	0.6	4.0	10.1
HMM	7.5	4.9	2.8	-5.8	-9.1	6.5	0.5	-	8.6
Starbulk	1.9	4.7	-1.1	-18.3	-12.8	5.3	0.9	4.8	16.6
Pacific Basin	1.6	4.7	2.5	-23.7	-5.8	5.5	0.8	3.2	15.1
Genco Shipping	0.6	2.1	-3.2	-15.3	-14.4	6.7	0.6	3.9	7.9
AP Moller Maersk	35.1	7.6	6.5	0.5	10.7	10.5	0.6	3.7	4.6
Cosco Shipping	20.8	0.3	10.7	-16.5	-1.5	4.4	0.6	1.4	12.2
Hapag Lloyd	44.3	14.2	19.0	-30.8	17.4	13.4	2.2	7.2	13.8
Evergreen	6.6	-10.6	-40.2	-43.2	-36.7	12.0	0.5	1.6	3.6
NYK	12.3	-0.3	10.8	-1.0	9.4	8.8	0.6	8.5	7.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

참고: 2023-07-14 종가 기준

LNG/상사 주요 기업 Valuation Table

회사명	시가총액 (십억USD)	수익률				P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
		5D	1M	3M	6M	23	23	23	23
미쓰비시상사	71.1	0.2	1.8	35.9	57.7	10.2	1.1	10.6	11.5
미쓰이상사	57.0	-2.6	-5.3	19.0	33.8	8.6	1.1	14.3	13.5
마루베니	28.9	-2.0	-1.2	20.3	55.0	9.0	1.3	12.7	15.4
이토추상사	62.6	-1.4	-2.5	20.6	34.9	9.7	1.5	10.9	16.1
스미토모상사	26.0	-1.5	-3.6	19.7	33.3	7.5	0.9	11.2	12.1
도요타 통상	18.2	-0.8	-1.1	25.4	44.3	8.5	1.2	7.0	14.9
소지츠	5.4	-0.5	0.3	10.7	28.2	7.4	0.8	9.4	11.4
INPEX	16.8	4.9	5.0	11.0	19.5	6.5	0.5	2.6	8.8
포스코인터내셔널	6.7	7.5	31.7	82.8	112.0	11.7	1.5	7.6	15.0
LX인터내셔널	1.1	3.7	10.6	20.0	5.4	3.9	0.5	3.3	14.9
STX	0.3	-1.8	46.9	86.8	128.5	-	-	-	-
GS글로벌	0.2	-1.3	-12.2	-2.2	10.0	-	-	-	-
SK네트웍스	1.0	7.1	7.1	13.8	37.1	29.4	0.6	5.4	2.0
현대코퍼레이션	0.2	3.2	18.3	31.1	35.8	3.5	0.6	7.7	17.8

자료: Bloomberg, 유진투자증권

참고: 2023-07-14 종가 기준

---

# 01

## 일본 종합상사

## 종합력에 주목하라

# 일본 종합상사 개요: 라면부터 미사일까지

## 일본의 경제를 움직이는 7대 종합상사(General Trading Company)

- ‘종합상사(Sogo-Shosya 또는 General Trading Company)’는 일본 특유의 비즈니스 모델
- 일본에는 7대 종합상사로 (**재벌계**) Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, (**비재벌계**) Itochu, Marubeni, Sojitz, Toyota Tsusho가 존재
- ‘라면부터 미사일까지’라는 슬로건에 걸맞게 다양한 산업 분야(산업재, 소비재, ICT 등)에서 무역 사업과 투자 사업 등을 수행 중
- 일본 GDP 대비 종합상사의 매출액 비중은 무려 13% 수준

### 일본 7대 종합상사 개요

구분	Mitsubishi Corporation	Mitsui Corporation	Itochu Corporation	Sumitomo Corporation	Marubeni	Sojitz	Toyota Tsusho
사업부문	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 산업 DX</li> <li>- 차세대 에너지</li> <li>- 천연가스</li> <li>- 종합소재</li> <li>- 화학 솔루션</li> <li>- <b>금속 자원</b></li> <li>- 산업 인프라</li> <li>- 자동차/모빌리티</li> <li>- 식품산업</li> <li>- 컨슈머 산업</li> <li>- 전력 솔루션</li> <li>- 복합도시개발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금속자원</li> <li>- 에너지</li> <li>- 기계/인프라</li> <li>- 화학품</li> <li>- 철강제품</li> <li>- 생활산업</li> <li>- 차세대/기능추진</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 섬유</li> <li>- 기계</li> <li>- <b>금속</b></li> <li>- 에너지/화학품</li> <li>- 식료</li> <li>- 주거생활</li> <li>- 정보/금융</li> <li>- 제8컴퍼니</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>금속</b></li> <li>- 운송기/건설</li> <li>- 인프라</li> <li>- 미디어/디지털</li> <li>- 생활/부동산</li> <li>- 자원/화학품</li> <li>- 에너지 이노베이션</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 생활</li> <li>- 소재</li> <li>- <b>에너지/인프라</b></li> <li>- 사회산업/금융</li> <li>- CDIO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자동차</li> <li>- 항공산업/교통</li> <li>- 인프라/헬스케어</li> <li>- <b>금속/자원/리사이클</b></li> <li>- 화학</li> <li>- 생활산업/어그리</li> <li>- 리테일/컨슈머</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>금속</b></li> <li>- 글로벌 부품/물류</li> <li>- 모빌리티</li> <li>- 기계/에너지/플랜트</li> <li>- 화학품/일렉트로닉스</li> <li>- 식료/생활산업</li> <li>- 아프리카</li> </ul>
시가총액	7.4조엔	6.6조엔	7.2조엔	3.1조엔	3.3조엔	0.7조엔	2.0조엔
매출액	21.6조엔	14.3조엔	13.9조엔	6.8조엔	9.2조엔	2.5조엔	9.5조엔
순이익	1.2조엔	1.1조엔	0.8조엔	0.5조엔	0.4조엔	0.1조엔	0.3조엔
연결 회사 수	1,700개 이상	500개 이상	200개 이상	800개 이상	400개 이상	400개 이상	900개 이상
글로벌 거점수	글로벌 121개	글로벌 128개	글로벌 93개	글로벌 129개	글로벌 131개	글로벌 92개	세계 130개 국가
특징	사업 밸런스 우수	금속 자원 사업에 강점	생활 소비재 및 중국 사업에 강점	미디어 관련 사업 강점	곡물 사업 및 전력 인프라 사업 강점	항공, 인프라, 헬스케어 강점	아프리카 사업 강점

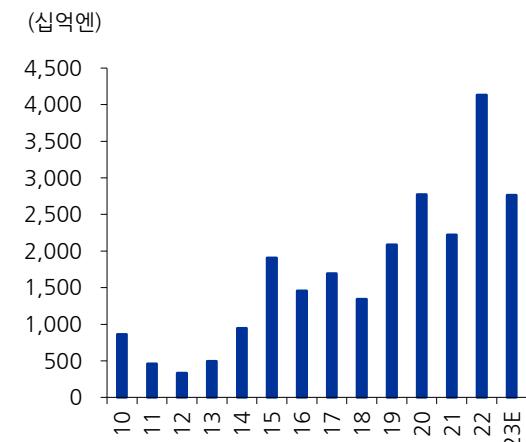
자료: 각 사, 유진투자증권

# 왜 워렌버핏이 일본 종합상사에 투자했을까?

끊임없는 현금 창출, 높은 배당수익률, 그리고 저평가된 주식이다

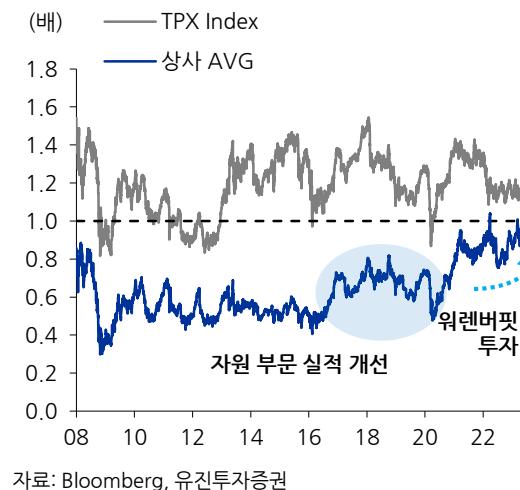
- 2020년 8월 버크셔 해서웨이가 1년에 걸쳐 일본 종합상사 상위 5개사의 주식을 매입한 사실이 밝혀지며 주목받음(당시 보유 비율 5%).  
그리고 이번 4월 11일 워렌 버핏이 방일 중에 종합상사 관련 주식을 포함해 일본 주식 매입을 적극 검토하겠다고 발언.  
현재 보유 비율 8.5% 이상으로 미국 외 기업으로 최대 포지션 보유 중(최대 9.9%까지 보유 비율 늘릴 수 있음)
- 일본 종합상사는 그동안 사업 정체성이 모호하다는 평가와 함께 고질적인 Conglomerate Discount으로 PBR 1배를 하회해왔음.  
그러나 워렌 버핏은 (1)종합상사의 다양한 사업 포트폴리오에 기반한 끊임없는 현금 창출력 보유, (2) 그럼에도 불구하고 상대적으로 저평가되어있고 (3) 높은 배당 수익률을 기록하는 점(배당 성향 통상 30% 수준)을 높게 평가한 것으로 추정됨
- 또한, 종합상사는 에너지 및 금속 자원의 광산 등 상류(Upstream)에 대한 이권을 확보하고 있어 자원 가격 상승에 따른 수혜를 기대해볼 수 있는 업종인 점도 매력적(\*자원 가격 하락 시 리스크 요인)이며, 글로벌 네트워크와 정보력, 다양한 사업에 대한 이해를 바탕으로 장기적인 파트너 관계(협업)도 염두 가능한 점이 이번 투자 결정으로 이어졌을 것으로 판단

종합상사 FCF 추이



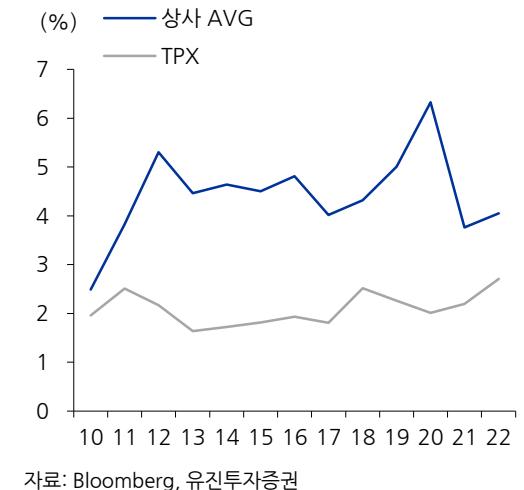
자료: Bloomberg, 유진투자증권

종합상사 PBR 평균 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

종합상사 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 변해야만 살아남는다

## Phase 1: 끊임없는 변화를 추구해온 종합상사

- 종합상사는 과거 일본의 수출 주도 성장 국면에서 해외 시장 개척과 수출입 기능을 담당. 일본 경제 성장에 중요한 역할을 수행해왔음
- 고도성장기에는 기업들이 해외 시장 개척과 영업, 원재료 조달 등 상사가 담당하던 기능을 자체적으로 수행하게 됨에 따라 중개 기능 중심의 비즈니스 모델에 대한 한계점이 지적되며 '상사 사양론' '상사 무용론' '상사 붕괴론'이 부상
- 이에 종합상사는 시장 및 고객 니즈 변화에 발 빠르게 대응하며 무역을 중심으로 한 상거래 기능, 정보 획득 및 조사, 시장 개척에서 사업 개발 및 경영, 리스크 관리, 물류, 파이너스, 오거나이저 기능으로 고도화를 추진
- 사업 영역 또한 원료의 개발 및 조달(Upstream)부터 제조 및 가공, 유통, 판매, 서비스(Midstream~Downstream)까지 확대하고, 수익 모델도 커미션(거래중개수수료)과 마진(매매차익) 중심에서 금리 수익, 배당수익, 서비스 수수료 등으로 다변화에 성공

일본 종합상사의 역할과 기능 변천사



자료: JFTC, 유진투자증권

PE와 종합상사의 사업 투자 차이점

구분	PE	종합상사
투자처	비상장	상장/비상장
보유비율	과반수~100%	유동적
보유기간	EXIT 전제로 장기투자	계속 보유 전제
시너지	없음	기존 비즈니스와 시너지 창출
리턴	Capital Gain 및 배당	트레이딩 이익 및 배당

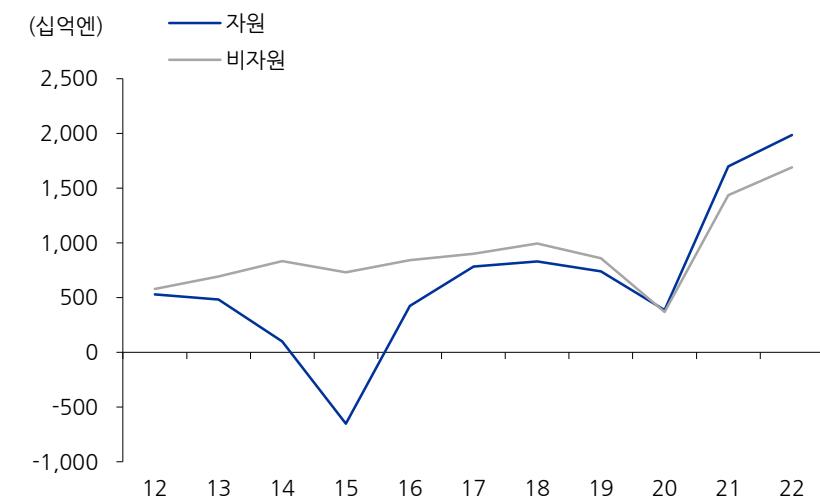
자료: Itochu, 유진투자증권

# 사업 포트폴리오 다각화 추진

## Phase 2: 자원 버블 붕괴, 그렇다면 비(非) 자원으로 간다

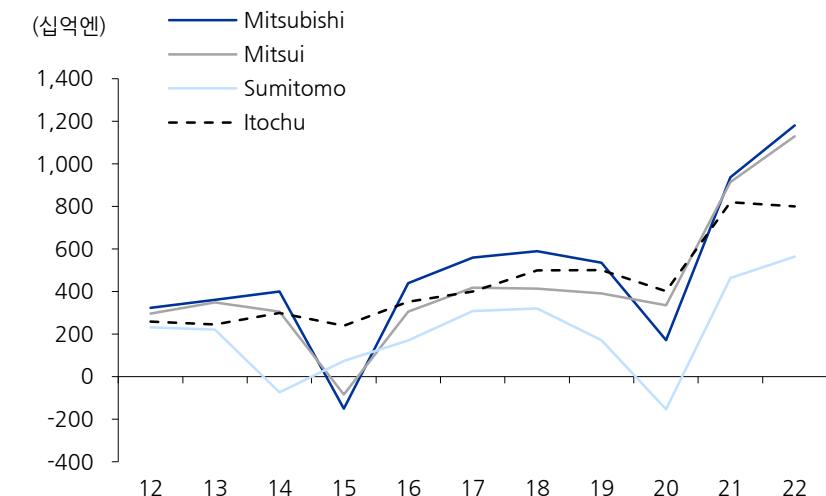
- 특히, 종합상사는 과거로부터 확보해왔던 주요 자원에 대한 권익에 기반하여 가파른 실적 성장을 달성했음
- 하지만, 2015년 전후 자원 가격이 큰 폭으로 하락하며 당기순이익 적자 전환 등 사업 실적이 자원 시황에 연동되는 리스크가 노출
- 자원 비중이 높은 종합상사들은 비(非) 자원 분야 확대 등 사업 포트폴리오 다변화를 추진하게 되었음  
소비재 등 B to C 관점에서도 접근하고 있으며, 일본의 주요 편의점(파밀리마트/Itochu, 로손/Mitsubishi, 세븐일레븐/Mitsui)에도 진출
- 대표적으로 Mitsui Corporation은 포트폴리오 전환을 통해, 비자원 부문의 비중(당기순이익 기준)을 과거 20% 수준에서 30~40% 수준까지 끌어올리는데 성공

일본 종합상사 자원/비자원 부문 순이익 변화(상위 4개사)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

일본 종합상사 순이익 변화(상위 4개사)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 사업 포트폴리오 다각화 추진

종합상사의 비(非)자원 사업 정리

Mitsubishi Corporation

MITSUI & CO.

ITOCHU

Sumitomo  
Corporation

Marubeni

sojitz

MITSUBISHI MOTORS  
자동차

LAWSON STATION  
편의점

KFC  
외식

슈퍼마켓

伊藤ハム  
식품

角かとや  
식품

BS12  
방송

GO!YO!  
식품

EDWIN.  
의류

DESCENTE  
의류

CREVIA  
분양 맨션

YANASE スカパー!  
FamilyMart  
방송  
편의점

CLASSY  
HOUSE

+ Tomod's  
HEALTH SOLUTIONS

KINTO J:COM

CP サニット

maruetsu  
マルエツ  
슈퍼마켓

日清オイリオ  
식품

LACOSTE  
의류

GRAND-SUITE  
분양 맨션

BOEING  
항공기 대리점

PHENIX JET  
비즈니스 제트기 운용

DFC  
Dedicated Freight Corridor  
화물철도 건설

REPUBLIC OF TURKEY MINISTRY OF HEALTH  
BALIKESIR CAN & SAKUR CITY HOSPITAL  
병원 운영

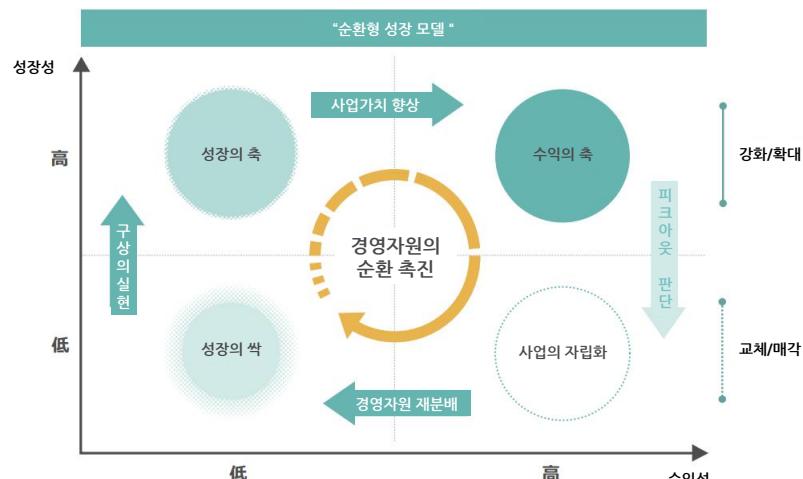
자료: 유진투자증권

# 자산 리사이클링 가속화, 다시 한 번 자원으로?

## Phase 3: 불확실한 미래, 친환경 Theme에 선제적으로 올라타자

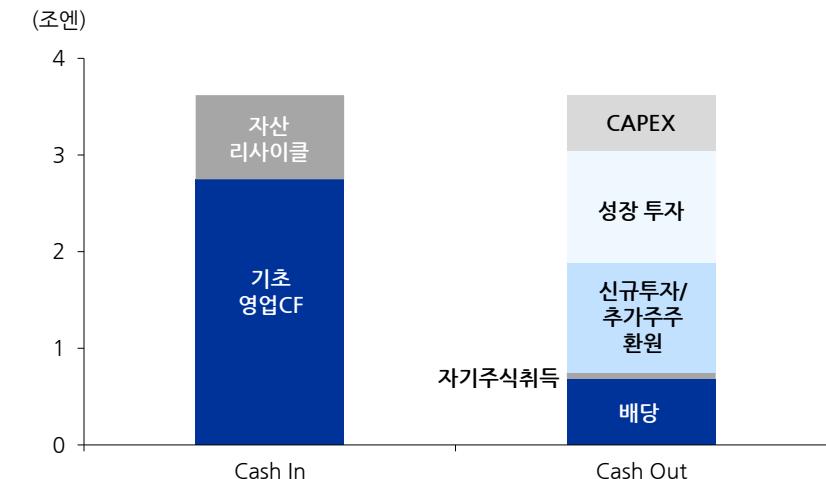
- 일본의 종합상사들은 지정학적 리스크 확대와 경제 불확실성 심화, 글로벌 공급망 재편, 기술 혁신 등 주변 환경 변화가 가속화되는 가운데, 적극적인 신사업 투자 확대 및 과감한 저수익 사업 정리를 통한 포트폴리오 재편으로 변화 및 불확실성에 선제적인 대응에 나설 것을 표방. 이와 더불어 다양한 내적 자본(인재, 산업 인사이트, 글로벌 인텔리전스)과 외적 자본(파트너사 등)을 최대한으로 활용하고, 종합상사만의 ‘종합력’을 발휘하여 기존 사업 간의 시너지 확대를 통한 수익성 향상을 지상 과제로 삼고 있음
- 중점 추진하게 되는 신사업 투자 영역에서는 EX(Energy Transformation) 또는 GX(Green Transformation)에 초점. 재생에너지, 수소, 암모니아, 니켈, 리튬 등 핵심 자원의 권역 확보와 다운스트림까지의 전 밸류체인에서 조기 사업 기반 확보를 목표로 함. 그동안 비(非) 자원 부문 강화로 안정적인 사업 기반을 확보해왔다면, 다시 한 번 에너지/자원으로 향하는 중

Mitsui Corporation의 순환형 성장 모델



자료: Mitsubishi, 유진투자증권

Mitsubishi Corporation Cash In/Out 계획(3년간)



자료: Mitsubishi, 유진투자증권

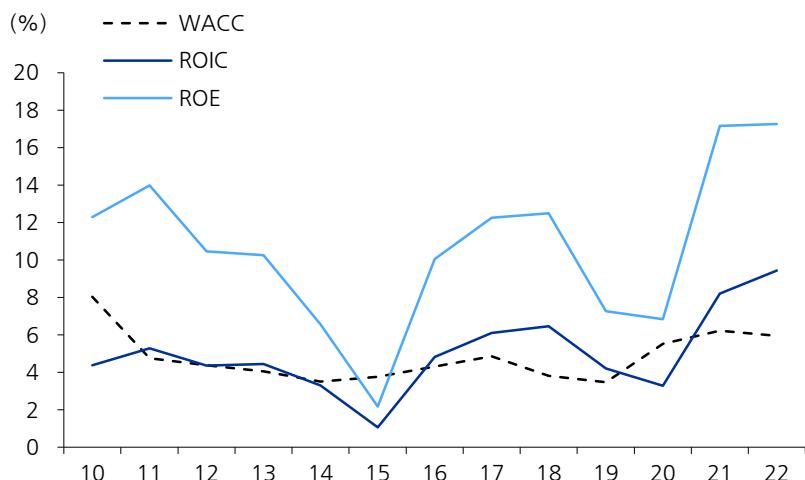
# 자산 리사이클링 가속화, 다시 한 번 자원으로?

## Itochu Corporation의 사업 전략



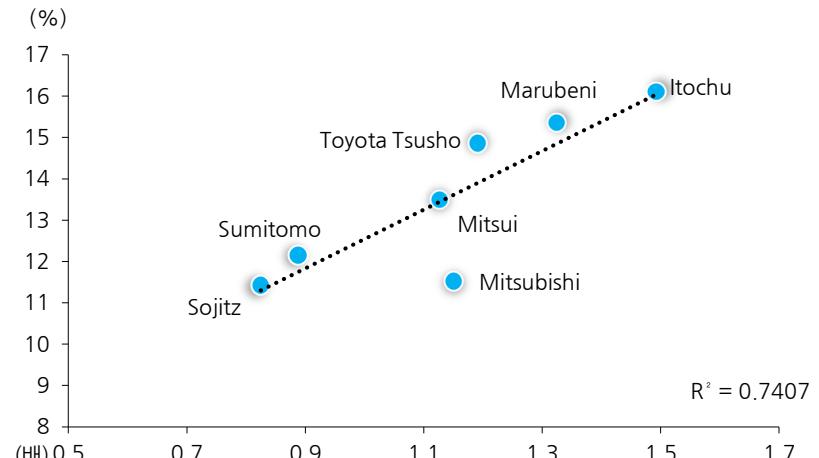
자료: Itochu, 유진투자증권

## 일본 종합상사 WACC/ROIC/ROE 평균 추이



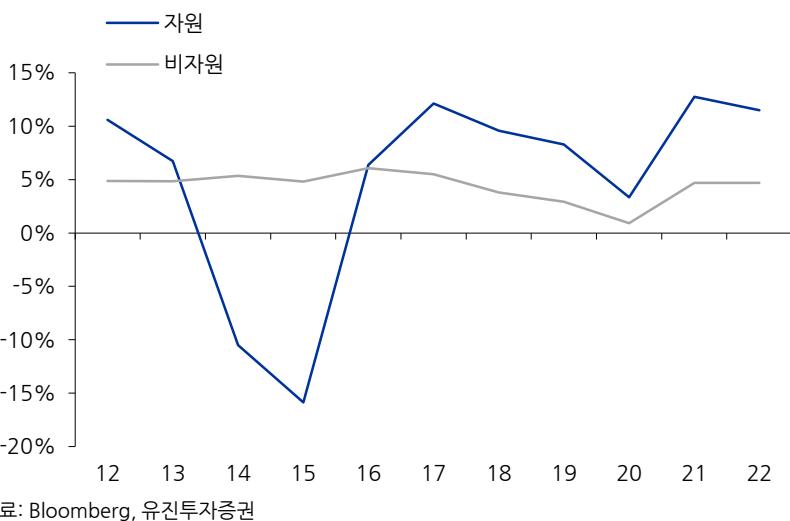
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 일본 종합상사 ROE-P/B(23년 FWD 기준)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

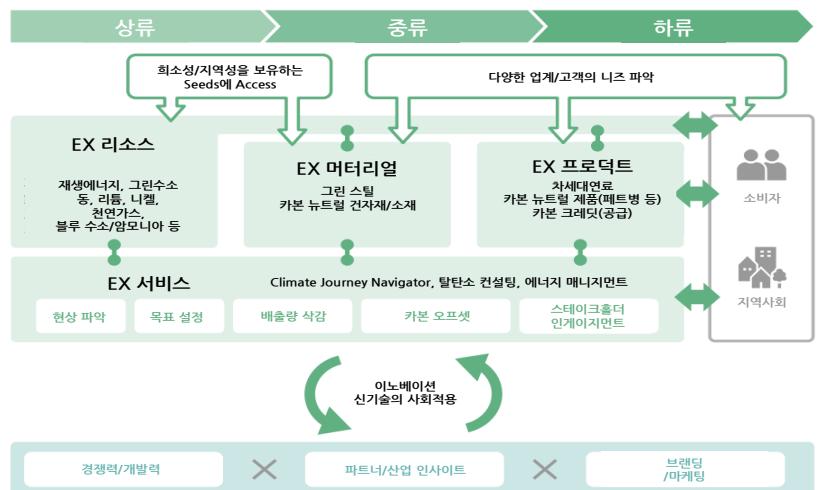
## 일본 종합상사 자원/비자원 부문 순이익률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 자산 리사이클링 가속화, 다시 한 번 자원으로?

## Mitsui Corporation 중장기 사업 계획(EX)



자료: Mitsubishi, 유진투자증권

## Mitsui Corporation 중장기 사업 계획



자료: Mitsui, 유진투자증권

## 중장기 수익성 향상 목표(Mitsubishi & Mitsui)

구분	Mitsubishi Corp	Mitsui Corp
순이익	24년 기준 8,000억엔	25년 기준 9,200억엔
CF	연간 1조엔 규모	연간 기초영업 CF 1조엔
ROE	Double Digit	12% 초과(평균)
ROIC	-	2%pt 개선

자료: Mitsubishi, Mitsui, 유진투자증권

# 강력한 주주 환원 정책

## 우리가 남이가? 이익은 모두 나눠 갖자

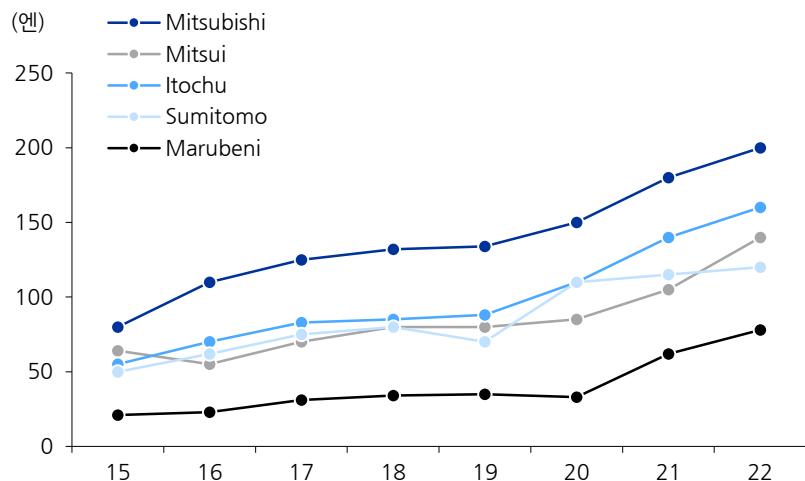
- 일본 종합상사의 가장 큰 특징은 여타 기업 대비 주주 환원에 적극적으로 나서고 있다는 점임
- 통상 30% 이상의 배당 성향 방침을 내세우고, 잉여 CF 발생 시 추가 배당 및 자사주 매입 후 소각 등 적극적으로 주주 환원 정책을 실시 중
- 그리고, 배당금액의 하한을 정하는 누진 배당 정책을 채택하고 있어, 실적 변동에도 꾸준한 배당이 가능하다는 점도 매력적

## 5대 종합상사 주요 주주환원 방침

기업명	내용
Mitsubishi	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 누진배당 적용</li><li>▪ 총환원성향 30~40% 계획</li></ul>
Mitsui	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 기초영업CF의 37%를 주주환원에 할애</li><li>▪ 누진배당 적용(연간 150엔/주 하한)</li></ul>
Itochu	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 누진배당 적용</li><li>▪ 총환원성향 40% 계획</li></ul>
Sumitomo	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ DOE(주주자본배당률) 3.5~4.5%/연결배당성향 30% 수준 계획</li></ul>
Marubeni	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 누진배당 적용</li><li>▪ 총환원성향 30~35% 계획</li></ul>

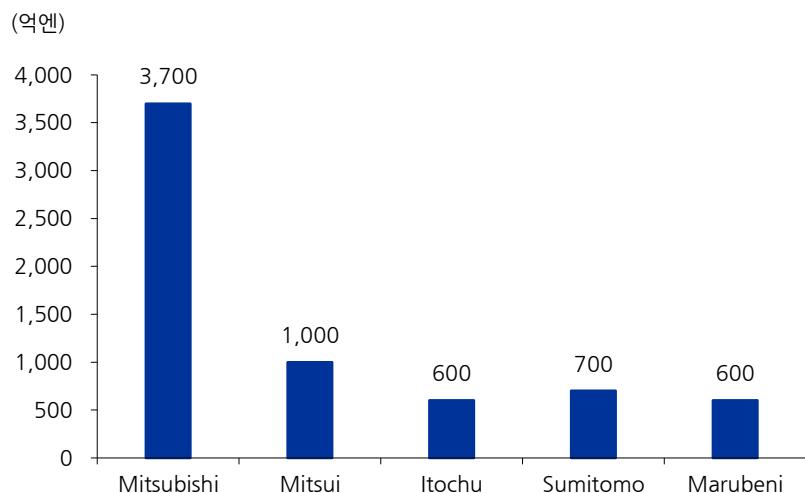
자료: 각 사, 유진투자증권

## 5대 종합상사 연간 배당금 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

## 5대 종합상사 자사주 취득 현황(2022년)



자료: 각 사, 유진투자증권

---

02

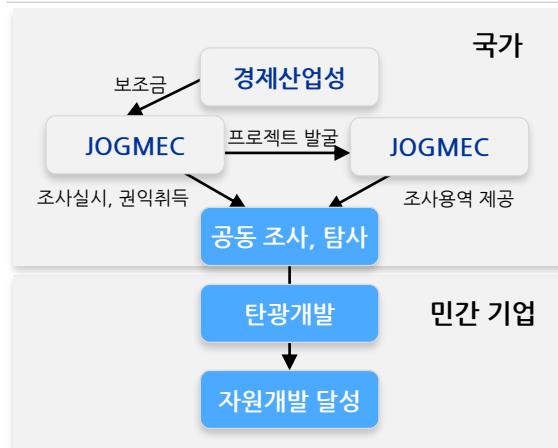
## 상사와의 면담: 니켈

# 금속 자원에 대한 투자는 꾸준히 이뤄져왔음

## 국가의 지원과 상사의 출격

- 제조업을 근간으로 성장해온 일본은 금속 광물자원에 대한 확보를 위한 다양한 정책을 내고 있음. [특히 일본 경제산업성은 '2050년 탄소 중립 사회 실현을 향한 광물지원정책\(2021\)'을 발표하고 중요 광종 전략을 수립함](#)
- 일본의 광종별 자급률은 동 53%, 연 55%, 아연 31%, 니켈 34%, 망간 58%, 코발트 42%, 텁스텐 11% 등이며, [2030년까지 금속별 자급율 목표는 기초금속\(동, 연, 아연\)에 대해서는 80%, 희소금속은 50%로 제시함](#)
- 일본은 해외자원개발 지원기능을 위한 독립행정법인 [JOGMEC\(Japan Organization of Metals and Energy Security\)](#)를 통해 자원개발을 지원하며 탐사와 매입에 필요한 자금을 출자 중임. 일본 정부는 해외자원개발과 관련해 종합상사를 적극 활용 중

### 일본 자원개발 체제



자료: 신장철(2013) “일본의 해외자원개발과 소고소샤의 역할 기능의 역할기능에 관한 연구”, 유진투자증권

### 일본 광물 확보 전략

시기	전략	내용
2006	〈신국가에너지전략〉	▪ 금속광물의 탐광개발/관련투자 강화 ▪ 금속광물에 관한 리사이클링의 촉진
2008	〈자원확보지침〉	▪ 외교와 일체가 된 자원확득 지원 ▪ 자원산출국의 경세에 맞춘 유연한 대응 ▪ ODA의 활용
2009	〈희소금속 확보전략〉	▪ 해외자원 확보, 리사이클, 대체재 개발, 비축, 자원외교
2010	〈에너지기본계획〉	▪ 희토류, 리튬, 텁스텐 희소금속 지정 및 지원 ▪ '30년 자급률 목표 기초금속 80%, 희소금속 50%
2010	〈희토류 종합대책〉	▪ 대체재료, 사용량 저감 기술 개발 ▪ 리사이클링, 이용산업의 고도화
2020	〈신국제자원전략〉	▪ 광종별로 전략적 자원확보정책 ▪ 공급원 다각화, 비축제도
2021	〈2050년 탄소중립 광물자원정책〉	▪ 해외 업스트림 확보지원 ▪ 희토류 비축, 리사이클링 추진

자료: 김윤경(2021) “일본의 광물자원 확보전략”, 유진투자증권

### 일본 종합상사가 확보한 주요 금속광물 목록

기업	업스트림 투자한 광물 목록
미쓰비시	철광석, 원료탄, 연료탄, 구리, 알루미늄, 백금족, 니켈, 크롬 등
미쓰이	철광석, 석탄, 구리, 니켈, 알루미늄, 리튬 등
스미토모	철광석, 구리, 니켈, 합금철, 알루미늄
이토추	철광석, 석탄
마루베니	철광석, 석탄, 구리

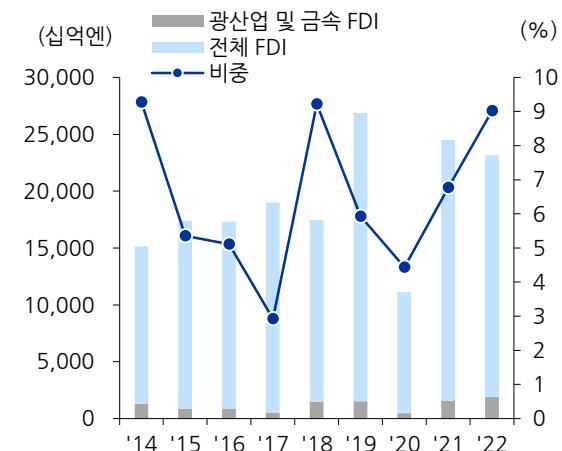
자료: 각 사, 유진투자증권

# Mining the Future

## 사업 기회와 ESG 요구를 충족시키는 광물 투자

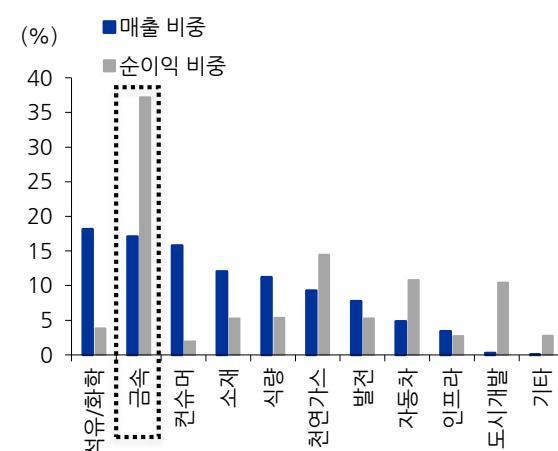
- 일본의 해외 직접투자(Foreign Direct Investment)는 코로나를 저점으로 점차 증가하는 추세이며, 그 중에서도 금속의 비중이 9%에 달할 정도로 금속에 대한 투자가 활발히 이뤄지고 있음
- 탈탄소화에 따른 금속 수요 증가로 인한 사업 기회가 광산업 및 철강/비철금속에 많아지고 있음. 뿐만 아니라 일본 상사들에게 ESG 요구도 증가하고 있어 이를 대응하기 위한 전략으로 파악되기도 함
- 일본 상사의 사업 다각화에도 불구하고, 아직까지 자원개발 이익 비중은 높은 편. 일본 상사들이 추구하는 사업다각화는 원자재 가격의 등락에 버퍼로 작동. 결국 상사의 핵심은 트레이딩과 자원개발이라 판단함

일본 FDI 추이



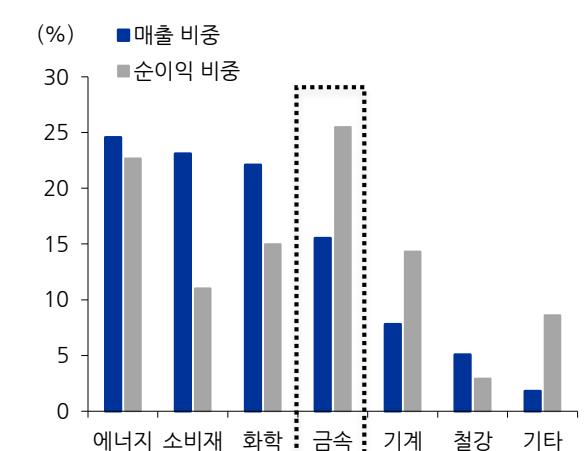
자료: CEIC, 유진투자증권

미쓰비시 상사 사업별 매출액/순이익 비중



자료: Bloomberg, 유진투자증권  
주: FY 2023 기준

미쓰이 물산 사업별 매출액/순이익 비중



자료: Bloomberg, 유진투자증권  
주: FY 2023 기준

# 인도네시아에 대한 투자가 늘어나고 있다

## 인도네시아의 정책, 그리고 니켈

- 인도네시아는 자원부국(니켈, 코발트, 동, 보크사이트 등)이며, 동남아시아 경제 규모 1위. 인구는 2억 7천만명으로 세계 4위의 인구 대국이기도 함
- 인도네시아는 [2009년부터 신광업법을 제정하여 원광의 수출을 제한하고, 외국인 투자자들의 지분 제한 및 제련소 건설을 의무화하는 법안을 제정](#)
- 광물 자원이 필요한 여러 국가들은 인도네시아에 직접 투자를 진행해야 하며, 인도네시아 정부 또는 기업과 JV 혹은 협약을 설립하여 원광에서부터 제련소까지 건설해야만 함. 또한 저품위 니켈 수출세 검토 중이나, 구체적 실시 시기는 정해진 바 없음
- 인도네시아 니켈 전체 제련소는 [138건](#)으로, [가행 중인 제련소는 62개, 건설 중인 것은 31개, 계획 단계는 52개](#)
- 인도네시아의 NPI 전기로는 23년 4월 기준 170개이며 [NPI 제련소는 총 59개. MHP는 3개의 HPAL 제련소](#)가 가동 중임

### 인도네시아 주요 광물자원 매장량

광종	단위	인니	세계	인니 비중(%)	세계 순위
니켈	백만톤	21	95	22.1	1
주석	백만톤	1	5	16.3	2
금	톤	2,600	54,000	4.8	5
보크사이트	백만톤	1,200	32,000	3.8	6
코발트	백만톤	1	8	7.9	6
동	백만톤	24	880	2.7	11

자료: USGS, 유진투자증권

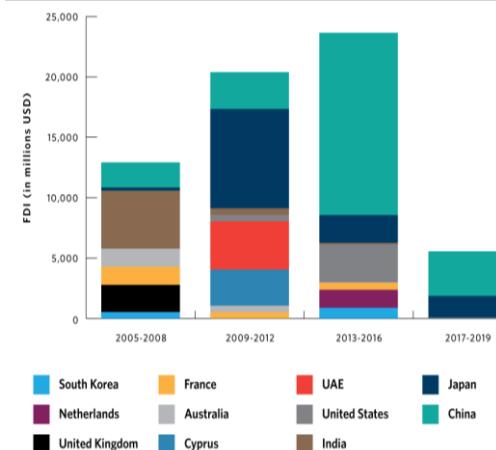
### 인도네시아 광업법의 변화

2009년 신광업법 주요 내용	주요 개정(14년, 17년, 20년)
<ul style="list-style-type: none"><li>광산권 허가제</li><li>중앙정부가 광물 가격 책정 권한 보유</li><li>연간 생산량의 25% 국내시장의무화</li><li><b>수출 전 가공단계 의무화</b></li><li>개발, 운송, 가공 등 현지업체 사용 의무</li><li>외국인 투자는 생산 개시 후 10년간 지분 49% 미만 허용</li><li>제련소 건설 시 49% 초과 보유 가능</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>14년부터 2년간 구리, 철, 망간, 납, 아연, 티타늄 수출관세 20~60% 부과</li><li>14-17년 제련소 건설 및 수출관세 납부 업체는 농축 광물 수출 허용</li><li><b>외국인 투자자는 제련소 보유 여부와 상관 없이 지분 51%를 인니 국영기업 및 치방기업에 양도</b></li><li>불이행시 기업공개를 통한 지분양도 절차 이행</li></ul>

자료: 이재호, 김소은(2022) “최근 인도네시아의 주요 광물 수출 중단조치의 배경과 시사점”, 유진투자증권

주: 2014년 니켈 광석 수출금지 되었지만, 제련소 부족으로 2017년 수출 조건부로 인정되었음. 2020년 EV 수요 증가로 광석 수출이 다시 금지됨

### 인도네시아 광물 FDI 추이



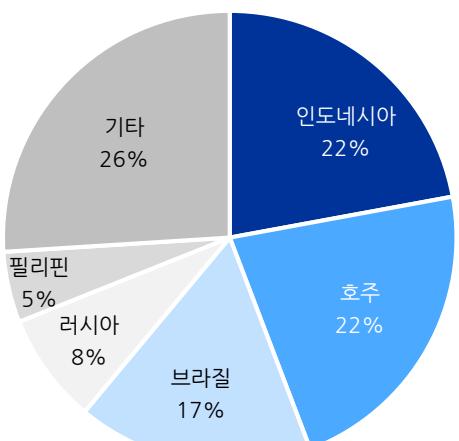
자료: Carnegie Endowment for International Peace, 유진투자증권

# 니켈(Nickel, Ni)

## 스테인리스와 이차전지

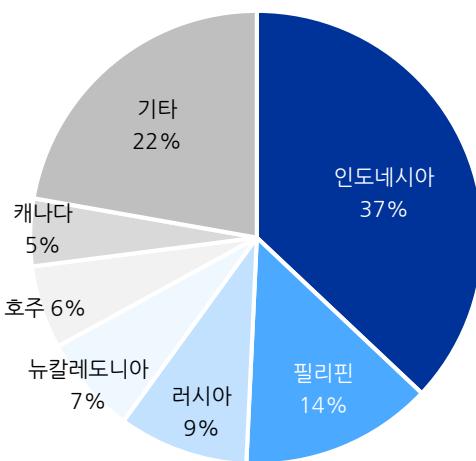
- 니켈은 스테인리스강과 이차전지용 배터리 양극재에 사용됨. NCM, NCA, NCMA 등 삼원계 배터리에 니켈이 사용되고 코발트 비중을 낮추고 배터리 용량을 높이기 위해 니켈을 더 많이 사용하게 되면서 니켈 수요는 구조적으로 확대될 전망
- 2021년 기준으로 세계 니켈 소비량은 293만톤(World Metal Statistics)이며, 중국은 그 중 56.3%인 165만톤을 소비
- 니켈은 순도에 따라 99.8% 이상인 Class 1과 그 이하인 Class2로 나뉨. 니켈의 원료인 니켈광은 크게 황화광과 산화광. 주로 황화광을 건식제련을 통해 생산하는 것이 Class 1으로 이차전지에 사용되었고, 산화광을 제련한 것이 Class2로 합금강과 STS에 사용
- 그러나 현재 중국의 Tsingshan 그룹이 Class2 니켈인 니켈 선철(NPI)를 건식제련을 통해 Class1으로 변환시키는 니켈 매트 제조법을 개발하면서 가격의 상방(니켈의 구조적 수요 증가)과 하방(NPI를 통한 Class1 공급 확대)이 공존하는 상황

니켈 매장량 비중(21년 기준 9,500만톤)



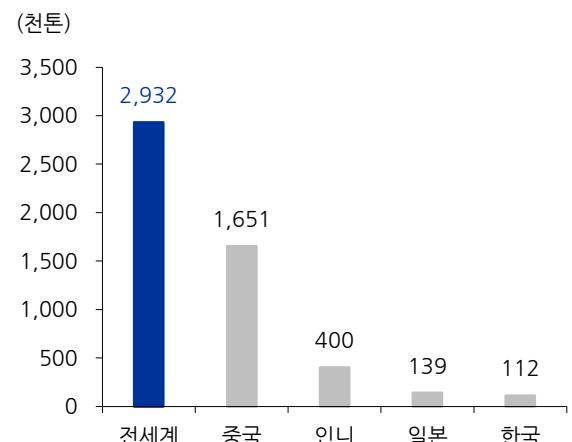
자료: USGS, 유진투자증권

니켈 채굴량 비중(21년 기준 270만톤)



자료: USGS, 유진투자증권

전세계 니켈 소비량



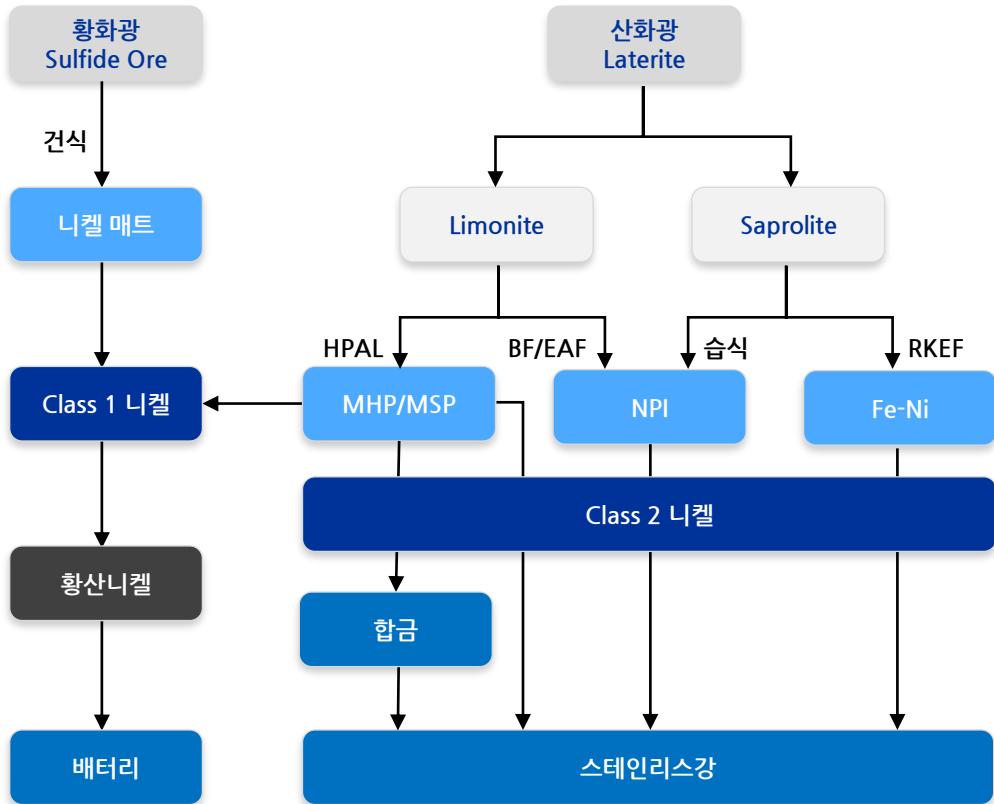
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 니켈(Nickel, Ni)의 생산방식

## Class 1,2 니켈

- 니켈의 원료 광석에는 황화광과 산화광이 있음
- 황화광은 0.2~4%의 니켈을 포함하고 있으며, 산화광은 2% 전후의 니켈을 포함하고 있음
- 니켈 제련은 원료 광석에 따라 매트(Matte), 수산화물(MHP), 황화물(MSP) 등 중간제품을 거치는 경우가 많음
- 회사나 광석의 종류에 따라 니켈 제련방식은 모두 다름
- 최종 니켈은 형상에 따라 분말, 브리켓 등으로 분류
- Fe-Ni 또는 NPI(Class2)에서 Class 1 니켈으로의 전환이 가능하지만, 이는 추가공정(Acid leaching)이 필요하여 OPEX(톤당 5,000~12,000\$)가 증가하는 문제가 있기도 함
- 그러나 MHP는 Fe-Ni 또는 NPI 보다 니켈 함량이 더 높기 때문에 Class 1 니켈으로의 전환이 더 쉽고 공정이 줄어들어 OPEX가 상대적으로 낮음(톤당 1,500~2000\$)

## 니켈 흐름도



자료: 산업자료, 유진투자증권

# 니켈 투자비가 저렴한 인도네시아

## HPAL, 신기술 등으로 산화광의 시대가 열렸다!

- 중국 스테인리스강 생산 기업이었던 칭산(Tsinghsan)사가 산화광(Laterite)을 통해 NPI(Nickel Pig Iron; 니켈선철; 1.5~1.8%)을 생산하는 신공정을 만들어내어, 스테인리스강 생산할 때 필요하던 Class1을 대체하게 됨
- 황화광에 비해 산화광은 비교적 풍부하였기 때문에 많은 중국 업체들은 인도네시아에 진출하여 NPI를 생산하게 되었음
- 2021년, 중국 칭산(Tsinghsan)사는 다시 한번 NPI를 건식제련을 통해 니켈 매트로 가공하는 기술을 확보하여 Battery Grade Nickel(즉 황산니켈)을 생산하는데 성공했다고 밝히기도 해 인도네시아 산화광에 대한 시장의 수요는 높아질 전망

고압산침출법(HPAL)의 투자지출 규모와 자본집약도

프로젝트	국가	니켈 생산량 (연간)	투자규모 (백만달러)	자본집약도 (천달러/톤)	생산시작 시점
QMB	인도네시아	50,000	999	20	2021
Huayue	인도네시아	60,000	1,280	21	2021
HPL	인도네시아	55,875	1,060	19	2020
Moa	쿠바	32,000	451	14	1999
Bulong	호주	9,000	160	18	1999-2003
Cawse	호주	9,000	234	26	1998-2001
Murrin Murrin	호주	40,000	1,300	33	1999
Coral Bay	필리핀	20,000	500	25	2005
Raventhorpe	호주	50,000	2,100	42	2007
Goro	뉴칼레도니아	60,000	4,500	75	2010
Ramu	파푸아뉴기니	33,000	2,100	64	2012
Ambatovy	마ダ가스카르	60,000	5,500	92	2012
Tagnito	필리핀	36,000	1,700	47	2013

자료: J.Gabb “HPAL: Upping The Pressure”, 유진투자증권

# 일본 기업의 인도네시아 니켈 투자 현황

## 일본 기업의 인도네시아 니켈 투자 현황

광산명	위치	광종	조업개시연도	일본기업	외국지분
Sorowako 광산, 제련소	Sulawesi	Ni	1978	스미토모 금속광산(15.03%) 발레 일본(0.55%) 스미토모 상사(0.17%)	Vale(43.79%), MIND ID(20%), 일반주주(20.49%)
Gresik 제련소	Java	Cu	1996	미쓰비시 머터리얼(60.5%)	PT Freeport Indonesia(39.5%)
PT Indonesia Guang Ching Nickel and Stainless Steel Industry	Sulawesi	NPI, STS	2016	한와홍업(5%)	Guangdong Jeray Technology(35%), Guangdong Guangxin Holdings Group(25%), PT IMIP(20%)
PT Indonesia Tsingshan Stainless Steel	Sulawesi	NPI, STS	2017	한와홍업	Tsingshan Holding Group, Ruipu Technology
PT QMB New Energy Materials	Sulawesi	Ni, Co 등	2022	한와홍업(8%)	GEM Co.(36%), Guangdong Brunp recycling Tech(25%), Tsingshan Holding Group(21%), PT IMIP(10%)

자료: JOGMEC, 유진투자증권

# 인도네시아 주요 광산 목록

## 인도네시아 주요 광산 목록

광산명	권익 소유 기업	광종	2021년 생산량	비고
Grasberg	Freeport McMoran(48.8%), MIND ID 및 지방정부(51.2%)	구리, 금	구리 60.6만톤, 1370천 온스	
Batu Hijau	PT Amman Mineral International(100%)	구리, 금	5.9만톤, 55.5천온스	2019년 생산실적
Wetar	PT Merdeka Copper Gold(100%)	구리	1.9만톤	
Sorowako	Vale(43.79%), MIND ID(20%), 스미토모금속광산(15.03%), 일본 빌레(0.55%), 스미토모상사(0.14%), 일반 및 공장주(20.49%)	니켈	6.5만톤	
Pomalaa				
Gee Island				
Tanjung Buli				
Tapunopaka				
Pulau Pakal				
Tayan				
Pongkor				
Cibaliung				
Kabaena				
Bangka Belitung	PT Timah(100%)(MIND ID 65%, Public 35%)	니켈	36.4만톤	
Kundur		주석	24.67톤	
Hengjaya	Nickel Industries Ltd(80%), the Wijoyo Family(20%)	니켈	246만톤	
PT Central Omega Mines	PT Central Omega Resources(99%), Unnamed(1%)	니켈	845만톤	
Gosowong	PT Indotan Halmanhera Bangkit(75%), PT Antam(25%)	금, 은	103천온스, 106천온스	2020.7 ~2021.6
Weda Bay	Tsinghsan Holding Group(51.3%), Eramet(38.7%), PT Antam(10%)	니켈	1,400만톤	
Way Linggo				
Talang Santo	Kingrose Mining Ltd(85%), Indonesian Investors(15%)	금, 은	3,105온스, 21,660온스	
Martabe	PT Agincourt Resources	금, 은	321,431온스, 1,399,440온스	
Tujuh Bukit	PT Merdeka Copper Gold	금, 은	124730온스, 840552온스	
Toka Tindung	PT Archi Indonesia(Rajawal corp100%)	은	194.4천온스, 384천온스	
Bakan	PT J Resources Asia Pacific(79.99%)	금	98,086온스	
Seruyung	PT J Resources Asia Pacific(99.79%)	금	12,295온스	
Penjom	PT J Resources Asia Pacific(99.99%)	금	6,273온스	
Kapuas Prima Coal	PT Kapuas Prima Coal	아연, 은, 납	28,979톤, 22,148톤, 12,022톤	

자료: JOGMEC, 유진투자증권

# 인도네시아 주요 제련소 목록

## 인도네시아 주요 제련소 목록

제련/정련소	권익 소유 기업	광종	2021년 생산량	비고
Gresik	미쓰비시 머터리얼(60.5%), PT Freeport Indonesia(39.5%)	구리, 금	30만톤(CAPA 기준)	2023년까지 확대 예정
Sorowako	Vale(43.79%), MIND ID(20%), 스미토모금속광산(15.03%), 일본 발레(0.55%), 스미토모상사(0.14%), 일반 및 공장주(20.49%)	니켈 매트	65,388톤	
PT Halmahera Persada Lygend	Harita Group(63.1%), Ningbo Lygend(36.9%)	MHP	36.5만톤(CAPA 목표)	2021년 생산 시작
PT QMB New Energy Materials	GEM Co.(36%), Guangdong Brump recycling Tech(25%), 한와홍업(8%), Tsingshan Holding Group(21%), Pt. Indonesia Morowali Indl Park(10%)	MHP	연간 니켈 5만톤, 코발트 4,000톤, 망간 6,000톤	2022년 생산 시작
Pomalaa	PT Antam(100%)(MIND ID 65%)	Fe-Ni	25,818톤	
Megah Surya Pertiwi	Harita Group(60%)	Fe-Ni	30만톤(CAPA 기준)	
Huadi NickelAlloy Indonesia	Shanghai Huadi Industry (100%)	Fe-Ni	6천톤(CAPA 기준)	
Weda Bay (IWIP)	Tsingshan Holding Group(57%), Eramet(43%)	Fe-Ni	3.9만톤(CAPA 기준)	2020년 4월 생산 시작
Yashi Indonesia (IWIP)	Zhenshi Holding Group(100%)	NPI	3만톤(CAPA 기준)	2020년 6월 생산 시작
Youshan Nickel (IWIP)	Tsingshan Holding Group, Huayou Group 등	NPI	3만톤(CAPA 기준)	2020년 9월 생산 시작
Sulawesi Mining Investment (IMIP)	Shanghai Decent, PT Bintang Delapan 등	NPI	30만톤(CAPA 기준)	
Indonesia Guang Ching Nickel and Stainless Steel (IMIP)	Guangdong Jeray Technology Grp(35%), Guangdong Guangxin Holdings Group(25%), Pt. Indonesia Morowali Industrial Park (20%), 한와홍업(5%)	NPI	60만톤(CAPA 기준)	
Indonesia Tsingshan Stainless Steel (IMIP)	Tsingshan Holding Group, Ruipu Technology, 한와홍업 등	NPI	60만톤(CAPA 기준)	
Tsingshan Steel Smelter(IMIP)	Shanghai Decent, PT Bintang Delapan 등	NPI	10만톤(CAPA 기준)	
Hengjaya Nickel (IMIP)	Nickel Industries(80%), Shanghai Decent(20%)	NPI	145,045톤	
Ranger Nickel (IMIP)	Nickel Industries(80%), Shanghai Decent(20%)	NPI	149,308톤	
Virtue Dragon Nickel	Jiangsu Delong Nickel Industry(100%)	NPI	12만톤(CAPA 기준)	
Kundur	PT Timah(100%)(MIND ID 65.2%)	주석	26톤	
Cilegon				
Mentok				
Inalum	인도네시아 정부(100%)	알루미늄지금	34만톤	
Tayan	PT Antam(100%)(MIND ID 65%)	Chemical Grade Alumina	9.5만톤	

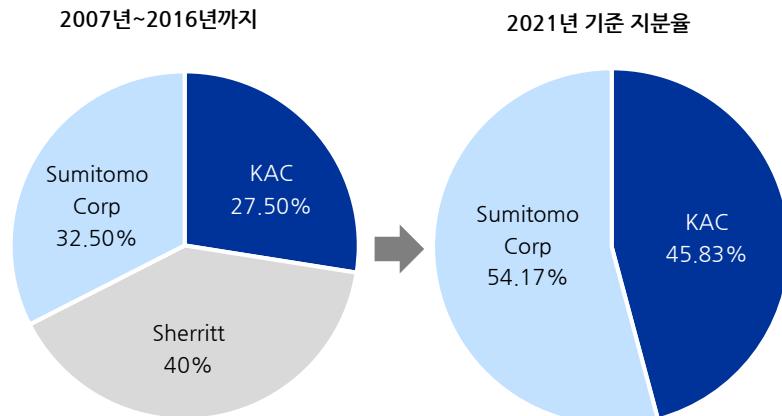
자료: JOGMEC, 유진투자증권

# 국내 니켈 자원 확보 및 투자 현황 - 1) 암바토비 니켈(POSCO Int'l)

우리 암바토비가 달라졌지만…

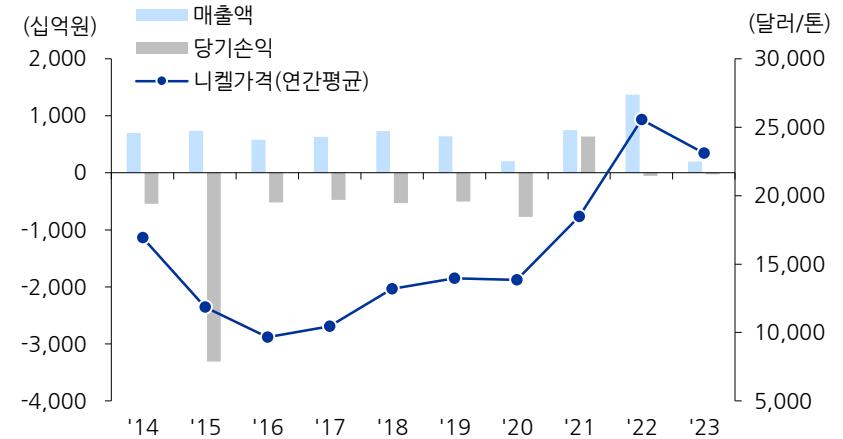
- 암바토비는 아프리카 마다가스카르 내 Moramanga 니켈 광산(1억 5천만T 매장)과 Toamasina 플랜트를 통해 연간 니켈 6만톤, 코발트 5.6천톤을 생산하는 프로젝트. 연간 니켈 광석(0.94%)을 60만톤 조달하여 니켈 Class 1 제품을 6만톤 생산할 수 있는 능력을 가지고 있음. 가행기간은 26년
- 2005년 스미토모 상사 27.5%, KAC(STX/포스코인터/한국광해광업공단) 27.5%, Dynatec 40%로 본격적으로 프로젝트가 시작, 2007년 캐나다 Sherritt이 Dynatec의 지분을 1.7억달러에 취득하며 참여
- 2017년부터 Sherritt은 자금난으로 점차 지분율을 줄여 나갔고, 2020년 Sherritt은 Sumitomo와 한국광물자원공사에 지분을 각각 6.51%, 5.49% 양도. 2021년 기준 암바토비 지분율은 [한국자원공사 45.83%, 스미토모 상사 54.17%](#)
- 2033년 말까지 [한국컨소시움은 Off-Take로 전체 니켈 생산량의 50%를 고정적으로 가져오는 계약을 옵션으로 가지고 있음](#)
- 2023년 1분기 기준, [암바토비 지분율은 포스코인터내셔널 3.9%, STX 0.97%](#)

암바토비 프로젝트 지분율 변화



자료: Ambatovy, 유진투자증권

암바토비 매출액 및 당기손익과 니켈 가격 추이



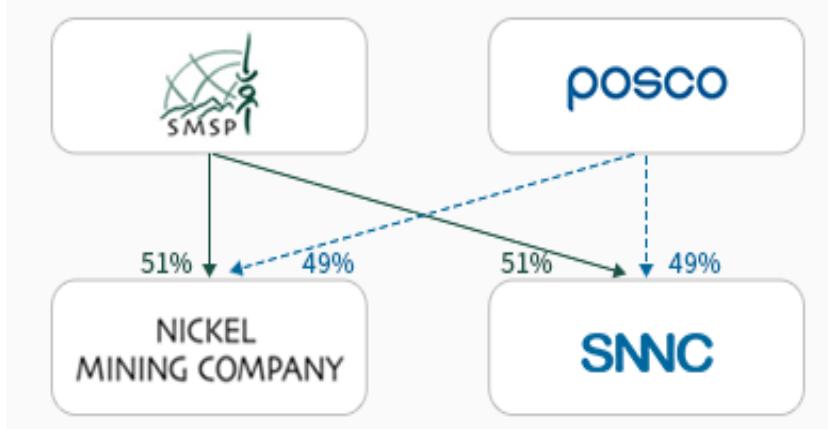
자료: DART, 유진투자증권  
주: 2014년 1월 상업생산 시작

# 국내 니켈 자원 확보 및 투자 현황 - 2) 뉴칼레도니아(POSCO)

## Battery Grade 니켈의 교두보가 되어줄 Fe-Ni

- 2006년, POSCO는 뉴칼레도니아 최대 니켈 광석 수출 회사인 SMSP와 합작하여 스테인리스강을 생산할 때 필요한 페로니켈(Class 2)을 생산하는 광산, 제련 합작사인 SNNC(POSCO홀딩스 지분 49%)를 설립
- POSCO홀딩스는 배터리용 황산 니켈 수요 확대에 대응하기 위해 SNNC가 생산하는 페로니켈을 탈철(Fe를 떼어내는 작업)하여 니켈매트(Ni 함량 55~75%)로 전환하는 투자를 SNNC에서 진행 중, 이를 통해 니켈매트 2만톤을 생산할 계획(2023년 10월 준공, 광양)
- 이렇게 생산된 니켈매트를 고순도니켈(황산니켈)로 정제하는 정제 공장을 설립(POSCO 지분 100%)했고, 이 또한 연간 2만톤의 규모로 광양에 2023년 12월 준공될 계획임

POSCO와 SMSP의 합작사인 SNNC 지분관계



자료: SNNC, 유진투자증권

SNNC에서 탈철한 (1)니켈매트를 (2)Battery Grade 니켈로 변환

① 포스코그룹 고순도니켈 생산·공급 체계



자료: 포스코, 유진투자증권

# 국내 니켈 자원 확보 및 투자 현황 - 3) Ravensthorpe 지분(POSCO)

## 니켈 원료 확보 목적

- 중간재와 원료에 대한 투자를 통해 원가를 절감하고 배터리용 니켈 수요 증가에 대응하기 위해 POSCO홀딩스는 2021년 [호주에 있는 니켈 광산인 레이븐스토프의 지분 30%를 퍼스트퀀텀\(First Quantum\)으로부터 2억 4,000만 달러에 인수함](#)
- 2010년 퍼스트퀀텀이 폐광상태의 레이븐스토프 니켈 광산을 인수하며 다시 시작됐고, 2020년 초 재가동되었으며 연간 생산량 목표는 3만톤
- 산화광 중심으로 이뤄져 있으며, [매장량은 1.7억톤 수준](#)
- 아직까지 레이븐스토프에서 받아오는 원광의 제련소 건설에 대해 정해지는 바는 없지만, [호주가 미국과 FTA 체결국이기 때문에 IRA 관련 프리미엄을 받을 수 있는 국가에서 제련소 건설 가능성이 높다고 판단](#)

### 레이븐스토프 매장량 및 광종 정보

형태	백만톤	Ni(%)	Co(%)	Ca(%)	Mg(%)
<b>Limonite Ore</b>					
Proven Reserve	67.2	0.62	0.03	0.6	2.1
Probable Reserve	62.9	0.6	0.03	0.5	2
<b>Total Limonite Reserve</b>	<b>121.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.03</b>	<b>0.6</b>	<b>2.1</b>
<b>Saprolite Ore</b>					
Proven Reserve	24.2	0.44	0.03	4.4	7.5
Probable Reserve	23.7	0.46	0.03	3.5	8.2
<b>Total Limonite Reserve</b>	<b>48</b>	<b>0.45</b>	<b>0.03</b>	<b>3.9</b>	<b>7.9</b>
<b>Total Ore in Pits</b>					
Proven Reserve	91.4	0.57	0.03	1.6	3.6
Probable Reserve	86.6	0.56	0.03	1.4	3.7
<b>Total In Pit Reserve</b>	<b>178</b>	<b>0.56</b>	<b>0.03</b>	<b>1.5</b>	<b>3.6</b>
<b>Stockpile</b>					
Proven Reserve	17.7	0.58	0.03	1.5	9.4
<b>Total Proven Reserve</b>	<b>109.1</b>	<b>0.57</b>	<b>0.03</b>	<b>1.6</b>	<b>4.5</b>
<b>Total Probable Reserve</b>	<b>86.6</b>	<b>0.56</b>	<b>0.03</b>	<b>1.4</b>	<b>3.7</b>
<b>Total Reserve including Stockpile</b>	<b>195.7</b>	<b>0.57</b>	<b>0.03</b>	<b>1.5</b>	<b>4.1</b>

자료: RNO, 유진투자증권

### 레이븐스토프 광산



자료: RNO, 유진투자증권

# 국내 니켈 자원 확보 및 투자 현황 - 4) 건습식 제련소(POSCO)

중국 업체와의 협업(닝보리친, CNGR)= 니켈과 전구체 극대화

- POSCO홀딩스는 이미 인도네시아에 진출해있던 니켈 및 전구체 관련 중국 업체들(닝보리친, CNGR)과 협업하여 니켈매트(닝보리친, 니켈매트 5만톤, 건식, 인니, 49%), MHP(합작사 미정, 6.2만톤, 습식, 인니, 20%), 고순도니켈 및 전구체(CNGR, 고순도니켈 5만톤, 포항, 홀딩스 60%/CNGR, 전구체 11만톤, 포항, 퓨처엠 20%) 생산하기 위해 계약 체결
- POSCO홀딩스가 직접 광석을 조달하는 것은 아니며, 협업사에서 이미 조달하고 있던 광석 물량을 제련해서 가져오는 방식으로 지분율과 관계 없이 생산물량에 대해서는 Off-take 조달 계획을 가지고 있음
- 이미 인도네시아에서 지분을 투자하여 니켈을 생산하고 있던 업체들과 협업해 빠르게 배터리용 니켈을 가져갈 수 있는 구조라 판단

포스코홀딩스 니켈 확보 계획 타임라인



자료: POSCO홀딩스, 유진투자증권

# 참고 - EV 관련 업체별 인도네시아 투자 내역

## 전기차 관련 기업 인도네시아 주요 투자 내역

기업	투자내용
CATL	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 니켈 전주기 가공 및 제련협약 체결(22년 4월)</li> <li>- PT아네카탐방, IBI와 합작사 설립</li> <li>- 배터리 원료 공급체계 구축을 위해 \$60억 투자</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>* 인니 투자청(INA)과 전기차 펀드 조성 협약체결(22년 11월)</li> <li>- 친환경 전기차 밸류체인에 \$20억 투자</li> </ul>
Tsingshan	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 연산 5만톤 규모 전해니켈 공장 설립 추진(22년 6월)</li> <li>- 인니 내 보유한 제련소에서 생산한 니켈매트를 원료로 사용</li> </ul>
Weiming	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 중국, 인니 기업과 니켈매트 생산 협약 체결(22년 1월~9월)</li> <li>- 인니에서 니켈매트 생산 프로젝트 3개 추진(13만톤 규모)</li> </ul>
LGES & 현대차	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 인니 정부와 배터리 합작공장 설립 투자협약 체결(21년 7월)</li> <li>- \$11억 규모(10GWh) 배터리 공장 건설, 24년 생산 목표</li> </ul>
SK On & 에코프로	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 모노알리 산업단지에 니켈 중간재 생산 업무협약 체결(22년 11월)</li> <li>- MHP 공장건설, 24년 생산 목표</li> </ul>
에코프로	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 중국 GEM으로부터 인니 QBM 보유지분 9% 인수(22년 3월)</li> <li>- QMB 니켈사업은 연산 5만톤 규모 니켈 중간재 생산을 계획함</li> </ul>
LG컨소시엄	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 배터리 밸류체인 구축을 위한 업무협약 체결(22년 4월)</li> <li>- LGES, LGC, LXI, POSCO, 화유코발트 참여</li> <li>- 인니 안탈(광업), IBC(투자회사)와 함께 니켈 경제권부터 배터리 제조에 이르는 전주기 체계 구축을 위해 \$90억 투자</li> </ul>
Volkswagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 니켈, 코발트 원료 공급을 위한 업무협약 체결(22년 3월)</li> <li>- 중국 칭산, 화유코발트와 합작사를 설립하여 연산 니켈 12만톤, 코발트 1.5만톤 규모 플랜트 건설</li> </ul>
Britishvolt	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 황산니켈 생산을 위한 합작법인 설립 업무협약 체결(22년 3월)</li> <li>- 인니 자동차부품제조사 BNBR과 황산니켈 생산 협력</li> </ul>
Vale	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 니켈 수산화물 생산을 위한 협력계약 체결(22년 4월)</li> <li>- 화유코발트와 연산 12만톤 규모 니켈 습식제련(HPAL) 공장을 건설하여 24년부터 생산 목표</li> </ul>

자료: 한국자원서비스, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

03

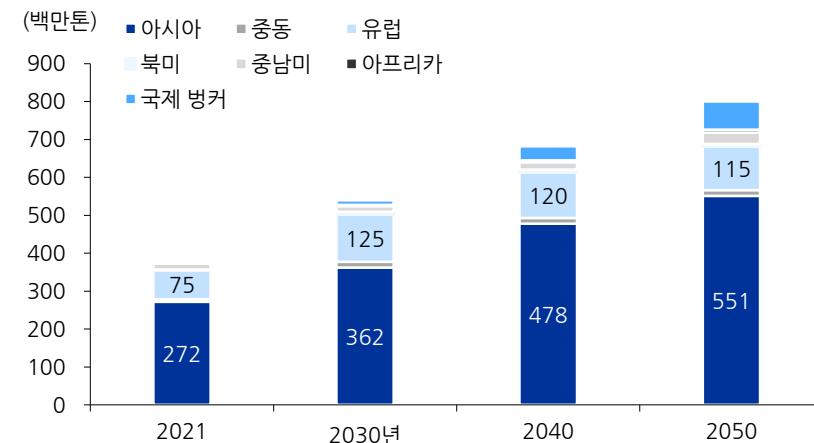
## 상사와의 면담: LNG

# LNG 시장 Overview

## 에너지 전환에도 LNG 수요는 지속 창출 전망

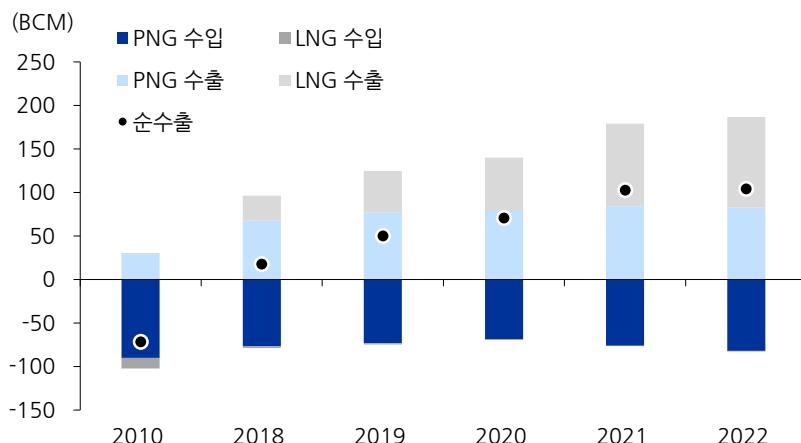
- LNG는 그레이, 블루 수소로도 활용 가능
- 석탄을 대체하는 브릿지 연료로 아시아, 유럽 중심의 수요 확대
- 유럽은 러시아, 우크라이나 전쟁 이후 가스 수요를 강제로 감축
- LNG를 제외하면 대부분의 LNG를 미국으로 부터 조달 중
- 미국의 LNG 수출은 증가 중이나, 터미널 증설은 2025년 이후에 몰려있으며, **유럽향 LNG 수출이 더 늘어나기는 어려운 상황**
- 유럽이 러시아에 의존 중인 PNG는 여전히 85BCM이며, **Yamal, Turk stream PNG 등의 리스크를 고려하면 대안이 항상 필요**

## LNG 수요 전망



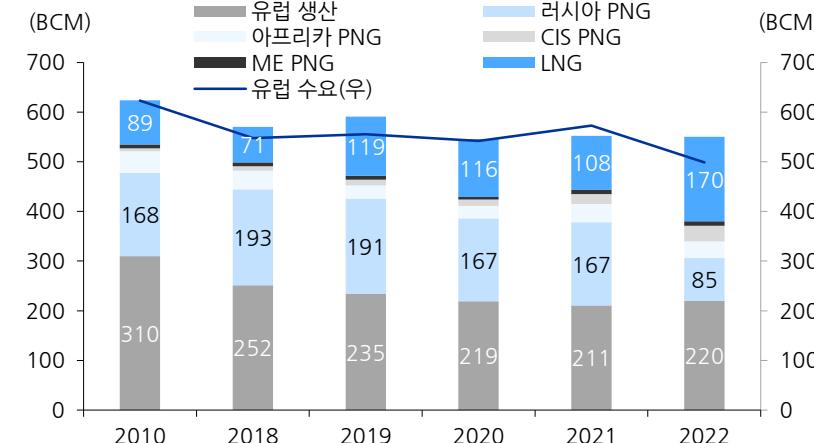
자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

## 미국의 가스 무역 동향



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

## 유럽의 PNG, LNG, 가스 수요 동향



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

# 러시아-유럽 파이프라인 동향

러시아, 유럽 경유 파이프라인



자료: Euranet, 유진투자증권

# 러시아, 우크라이나 경유 파이프라인의 리스크

우크라이나 경유 파이프라인 캐파는 최대 318BCM/년

파이프라인 이름	운영 시작	파이프라인 경로	거리 (km)	CAPA (Bcm/y)	직경 (inch)	지분 (%)	
Northern Lights	1973년	Urengoy (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	4,200	29	48	Gazprom	
Soyuz	1980년	Orenburg (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	2,700	28	56	Gazprom	
Urengoy - Pomary - Uzhgorod	1984년	Urengoy (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	4,500	28	56	Gazprom, UkrTransGaz	
Progress	1988년	Yamburg (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	4,600	28	56	Gazprom	
Yamal - Europe Pipeline	2012년	Torzhok(러시아) - Minsk(벨라루스) - (폴란드) - Frankfurt(독일)	4,100	33 - 60	56	〈러시아〉 Gazprom 〈폴란드〉 EuroPolGaz (Gazprom, PGNiG) 〈벨라루스〉 Gazprom 〈독일〉 Wingas (Gazprom, Wintershall)	
블루 스트림	2003년	Beregovaya(러시아) - Ankara (터키)	1,213	19	24 - 54	BOTAS, Blue Stream Pipeline BV (Gazprom, ENI : 판매 예정)	
Turk Stream	Line1	2020년	Anapa (러시아) - Luleburgaz (터키)	900	15.75	32	Gazprom
Nord Stream	Line 1	2011년	Vyborg(러시아) - Greifswald (독일)	1,224	27.5 ~ 55	48	Gazprom
	Line 2	2012년					
Nord Stream 2	Line3,4	-	Ust-Luga(러시아) - Greifswald (독일)	1,220	27.5 ~ 55	48	Gazprom 51%, Wintershall 10%, Uniper 10%, OMV 10%. Shell 10%, ENGIE 9% *Ownership before the approval process was halted
합계				236 ~ 318			

자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

# 유럽 LNG 수입 설비 계획

현재 검토되고 있는 용량은 기화 설비 76백만톤, 탱크 330만㎘이나 대부분 투자가 확정되지 않았음

국가명	플랜트명	캐파 (Mt/y)	저장 설비	용량 (㎘)	총 용량 (㎘)	년도	소유 기업	투자금액
에스토니아	Paldiski	1.8	1	1×160,000	160,000	계획 중, 미정	Balti Gaas	-
	탈린	0.4	-	-	-	계획 중, 미정	Liwathon EOS	-
라트비아	Skulte LNG terminal (FRU)	3.0	-	-	-	계획 중, 미정	Skulte LNG terminal	-
	리가	3.7	-	-	-	계획 중, 미정	Latevenergo	-
핀란드	Gdansk (FSRU)	4.5	-	-	-	2025	Gaz-System	700백만유로
독일	Wilhelmshaven	-	-	-	-	2025	-	-
	게이트 LNG	1.1	-	-	-	2024	Vopak 50%, Gasunie 50%	-
	Zeebrugge	4.7	-	-	-	2024	Fluxys	-
	Zeebrugge	1.3	-	-	-	2026	Fluxys	-
영국	Isle of Grain	3.8	1	1×190,000	190,000	2025	National Grid	200백만유로
아일랜드	Port Meridian (FSRU)	5.0	1	1×170,000	170,000	계획 중, 미정	Meridian LNG, InfraStrata	-
프랑스	Shannon LNG	4.5	4	4×200,000	800,000	계획 중, 미정	Shannon LNG (New Fortress Energy)	-
스페인	Montoir-de-Bretagne	-	1	1×190,000	190,000	2024	Elenrgy	-
	Fos-Cavaou	-	-	-	-	2024	-	-
스페인	Tenerife (Canary Islands)	1.0	1	1×150,000	150,000	잠정 보류	Enagas	-
	Gran Canaria (Canary Islands)	1.0	1	1×150,000	150,000	잠정 보류	Enagas	-
이탈리아	LNG MedGas Terminal	8.8	4	4×160,000	640,000	계획 중, 미정	Sorgenia&Iride 51%, MedGas 49%	-
	Falconara LNG	2.9	-	-	150,000	계획 중, 미정	Api Nova Energia	-
	Porto Empedocle	6.0	2	2×160,000	320,000	계획 중, 미정	Enel	650백만유로
	Venice LNG	-	-	-	32,000	계획 중, 미정	Venice LNG (DecalSpA, SanMarcoPetroli)	-
알바니아	Eagle LNG (FSRU)	5.9	-	-	230,000	계획 중, 미정	Gruppo Falcione	700백만유로
	Alexandroupolis (FSRU)	4.0	1	1×153,500	153,500	계획 중, 미정	GasTrade 40%, Gaslog 20%, DEPA 20%, BULGARTRANSGAZ 20%	-
	Corinth LNG (FSRU)	1.9	1	-	-	계획 중, 미정	Motor Oil, Dioriga Gas	-
루마니아	AGRI LNG	11.0	-	-	-	계획 중, 미정	AGRI (SOCAR, GOGC, ROMGAZ, MVM)	14십억달러
우크라이나	Yuzhnyi (FSRU)	-	-	-	-	계획 중, 미정	Naftogaz, Frontera Resources	-
	Yuzhnyi (FSRU) 2	-	-	-	-	계획 중, 미정	Naftogaz, Frontera Resources	-
	First Gas (FSRU)	-	-	-	-	계획 중, 미정	First Gas, BW Gas	-
터키	Marmara Ereglisi	-	-	-	-	계획 중, 미정	-	-

자료: Bloomberg, BP, GLIGNL, Platts, 유진투자증권

# 일본 상사의 글로벌 LNG 시장 영향력 확대

일본의 LNG 액화 터미널 확보 비중은 5%. 국영 석유 회사, 오일 메이저, 미국 LNG 최대 업체 셰니어에너지 제외하면 대부분을 일본이 소유

전체 프로젝트																					
LNG 액화 터미널 위치 국가	미국	트리티나드 토바고	페루	오만	예멘	카타르	UAE	알제리	나이지리아	이집트	기니	앙골라	카메룬	브루나이	인도네시아	말레이시아	파푸아뉴기니	호주	노르웨이	러시아	합계
물량 총합(만톤/연)	17,500	1,480	450	1,040	670	7,710	580	2,780	2,190	1,220	370	520	120	720	3,180	3,190	800	8,800	450	2,766	56,536
국영 기업	0	118	0	638	146	5,565	406	2,780	1,073	423	93	119	30	360	1,612	2,866	157	0	156	685	17,224
오일 메이저	199	1,362	90	252	265	2,055	87	0	889	547	0	331	0	180	633	0	606	6,850	232	960	15,538
일본 컨소시움	398	0	45	76	0	58	87	0	0	0	56	0	0	180	346	176	8	1,130	0	216	2,775
한국 컨소시움	0	0	90	36	143	33	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	0	258	0	0	589
기타(Cheniere energy 등)	16,902	0	225	38	116	0	0	0	228	250	222	71	90	0	559	148	30	563	62	905	20,410
포트폴리오 비중																					
LNG 액화 터미널 위치 국가	미국	트리티나드 토바고	페루	오만	예멘	카타르	UAE	알제리	나이지리아	이집트	기니	앙골라	카메룬	브루나이	인도네시아	말레이시아	파푸아뉴기니	호주	노르웨이	러시아	합계
물량 총합(%)	31	3	1	2	1	14	1	5	4	2	1	1	0	1	6	6	1	16	1	5	100
국영 기업	0	1	0	4	1	32	2	16	6	2	1	1	0	2	9	17	1	0	1	4	100
오일 메이저	1	9	1	2	2	13	1	0	6	4	0	2	0	1	4	0	4	44	1	6	100
일본 컨소시움	14	0	2	3	0	2	3	0	0	0	2	0	0	6	12	6	0	41	0	8	100
한국 컨소시움	0	0	15	6	24	6	0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	44	0	0	100
기타(Cheniere energy 등)	83	0	1	0	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	3	1	0	3	0	4	100
국가별 비중																					
LNG 액화 터미널 위치 국가	미국	트리티나드 토바고	페루	오만	예멘	카타르	UAE	알제리	나이지리아	이집트	기니	앙골라	카메룬	브루나이	인도네시아	말레이시아	파푸아뉴기니	호주	노르웨이	러시아	합계
물량 총합(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
국영 기업	0	8	0	61	22	72	70	100	49	35	25	23	25	50	51	90	20	0	35	25	30
오일 메이저	1	92	20	24	40	27	15	0	41	45	0	64	0	25	20	0	76	78	52	35	27
일본 컨소시움	2	0	10	7	0	1	15	0	0	0	15	0	0	25	11	6	1	13	0	8	5
한국 컨소시움	0	0	20	3	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	3	0	0	1
기타(Cheniere energy 등)	97	0	50	4	17	0	0	0	10	20	60	14	75	0	18	5	4	6	14	33	36

자료: Bloomberg, BP, GIGNL, Platts, 유진투자증권

# 국영 기업 제외하면 상사 비중이 절대적

미쓰비시, 미쓰이 등 상사 비중 60%로 개화하는 LNG 시장을 선점한 상황

일본 기업 비중													
LNG 액화 터미널 위치 국가	미국	페루	오만	카타르	UAE	기니	브루나이	인도네시아	말레이시아	파푸아뉴기니	호주	러시아	합계
일본 컨소시움(만톤/연)	398	45	76	58	87	56	180	346	176	8	1,130	216	2,775
<b>미쓰비시상사</b>	<b>139</b>		<b>30</b>				<b>180</b>	<b>159</b>	<b>168</b>		<b>206</b>	<b>96</b>	<b>908</b>
INPEX								55			659		714
<b>미쓰이물산</b>	<b>199</b>		<b>20</b>	<b>12</b>	<b>87</b>	<b>31</b>		<b>76</b>			<b>135</b>	<b>120</b>	<b>604</b>
마루베니상사		<b>45</b>				<b>24</b>				<b>8</b>			<b>77</b>
도쿄가스											11		11
<b>이토추 상사</b>			<b>16</b>	<b>26</b>									<b>43</b>
오사카 가스			10								30		40
JERA											36		36
간사이 전력											35		35
규슈 전력											13		13
기타	60							56		4			294
포트폴리오 비중													
LNG 액화 터미널 위치 국가	미국	페루	오만	카타르	UAE	기니	브루나이	인도네시아	말레이시아	파푸아뉴기니	호주	러시아	합계
일본 컨소시움(%)	14	2	3	2	3	2	6	12	6		41	8	100
<b>미쓰비시상사</b>	<b>15</b>		<b>3</b>				<b>20</b>	<b>18</b>	<b>19</b>		<b>23</b>	<b>11</b>	<b>100</b>
INPEX								8			92		100
<b>미쓰이물산</b>	<b>33</b>		<b>3</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>5</b>		<b>13</b>			<b>22</b>	<b>20</b>	<b>100</b>
마루베니상사		<b>58</b>				<b>31</b>		<b>0</b>		<b>10</b>			<b>100</b>
도쿄가스											100		100
<b>이토추 상사</b>			<b>38</b>	<b>62</b>									<b>100</b>
오사카 가스			25								75		100
JERA											100		100
간사이 전력											100		100
규슈 전력											100		100
기타	20							19		1			100
국가별 비중													
LNG 액화 터미널 위치 국가	미국	페루	오만	카타르	UAE	기니	브루나이	인도네시아	말레이시아	파푸아뉴기니	호주	러시아	합계
일본 컨소시움(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>미쓰비시상사</b>	<b>35</b>		<b>39</b>				<b>100</b>	<b>46</b>	<b>96</b>		<b>18</b>	<b>44</b>	<b>33</b>
INPEX								16			58		26
<b>미쓰이물산</b>	<b>50</b>		<b>26</b>	<b>20</b>	<b>100</b>	<b>57</b>		<b>22</b>			<b>12</b>	<b>56</b>	<b>22</b>
마루베니상사		<b>100</b>				<b>43</b>				<b>100</b>			<b>3</b>
도쿄가스											1		0
<b>이토추 상사</b>			<b>22</b>	<b>46</b>							<b>0</b>		<b>2</b>
오사카 가스			13								3		1
JERA											3		1
간사이 전력											3		1
규슈 전력											1		0
기타	15							16					11

자료: Bloomberg, BP, GIGNL, Platts, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - 미쓰비시 상사

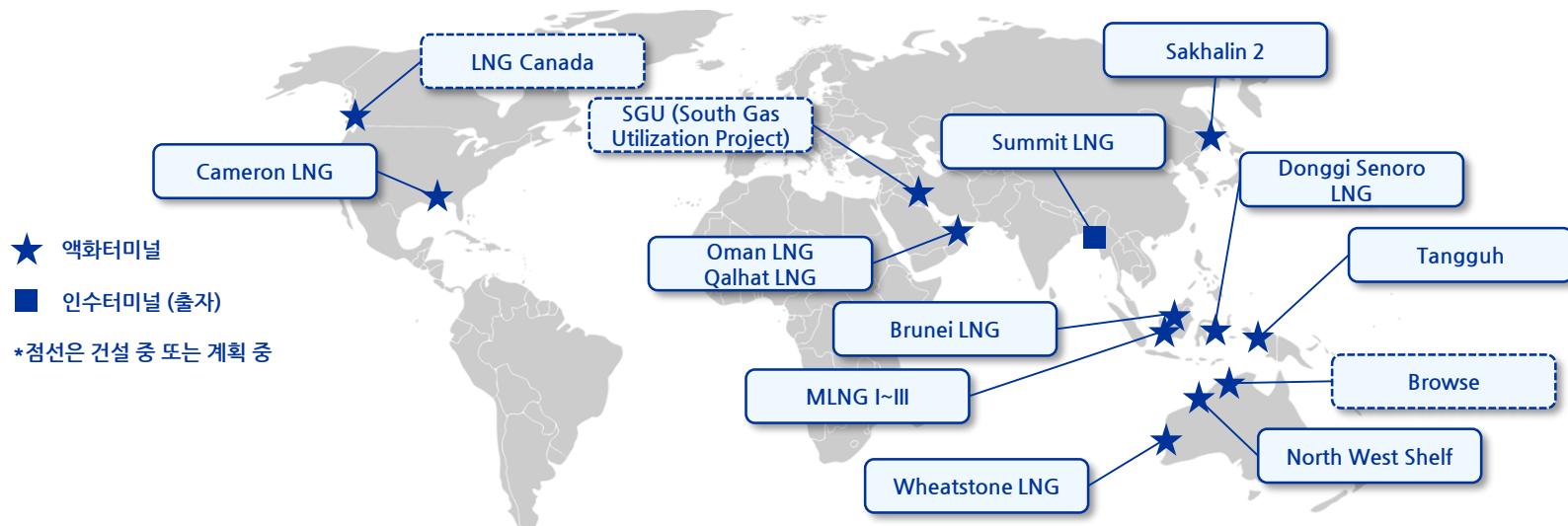
- 일본 미쓰비시 그룹의 종합상사
- 2021년 기준, 원유·가스 생산량 23.0만BOE/d (천연가스 19.5만 BOE/d)
- 2021년 말 기준, 원유·가스 매장량 16.0억 BOE
- 현재 생산 중인 LNG 프로젝트 12건에 출자 중
- 동사가 투자한 LNG 프로젝트의 총 생산능력은 연간 1억 톤 이상이며, 그 중 동사의 지분은 1,212만톤
- 온실가스 저감, CCUS, 탄소 크레딧, 차세대 에너지 개발 등 사업 추진 계획

## 기업 개요

(엔, 십억엔)				
주가 (7/14)				6,845
시가총액 (7/14)				9,840
(십억엔)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	12,885	17,265	21,572	19,251
영업이익	32	737	895	760
당기순이익	173	938	1,181	936
EPS(엔)	116.9	635.1	809.3	668.6
증감률(%)	(66.5)	443.4	27.4	(17.4)
PER(배)	26.8	7.2	5.9	10.2
ROE(%)	3.2	15.0	15.8	11.5
PBR(배)	0.8	1.0	0.8	1.1
EV/EBITDA(배)	14.8	9.9	8.4	10.6

자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 미쓰비시 상사의 LNG 액화 터미널



자료: 미쓰비시 상사, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - 미쓰비시 상사

## 미쓰비시 상사가 투자한 LNG 프로젝트

국가	프로젝트명	Train명	액화 능력 (Mt/v)	생산 개시	출자자	주요 목적지
브루나이	Brunei LNG (Lumut)	-	7.2	1972	Brunei LNG (Brunei government 50%, Shell 25%, <b>Mitsubishi Corp. 25%</b> )	아시아
말레이시아	MLNG I (Satu)	1~3	8.4	1983	MLNG (Petronas 90%, Sarawak State Government 5%, <b>Mitsubishi Corp. 5%</b> )	아시아
	MLNG II (Dua)	4~6	9.6	1995	MLNG Dua (Petronas 80%, <b>Mitsubishi Corp. 10%</b> , Sarawak State Government 10%)	아시아
	MLNG III (Tiga)	7~8	7.7	2003	MLNG Tiga (Petronas 60%, Sarawak State Government 25%, ENEOS 10%, <b>DGN (Mitsubishi Corp.:JAPEX = 4:1) 5%</b> )	아시아
호주	North West Shelf	1~2 3 4 5	5.0 2.5 4.4 4.4	1989 1992 2004 2008	Woodside 33.4%, Shell 16.7%, BP 16.7%, Chevron 16.7%, <b>MIMI (Mitsubishi Corp. 50%, MITSUI &amp; Co. 50%) 16.7%</b> )	아시아
	Wheatstone LNG	1~2	8.9	2017	Chevron 64.1%, Woodside 13%, PEW 8%, <b>KUFPEC 13.4%</b> , Kyushu Electric Power 1.5%	아시아
	Browse (Supply to NWS LNG)	-	-	2026~2027 (계획 중)	Woodside 30.6%, Shell 27.0%, BP 17.3%, <b>MIMI 14.4%</b> , PetroChina 10.7%	-
오만	Oman LNG	1~2	7.1	2000	Oman LNG (Oman government 51%, Shell 30%, Total Energies 5.5%, <b>KOREA LNG 5%</b> , <b>Mitsubishi Corp. 2.8%</b> , <b>MITSUI &amp; Co. 2.8%</b> , Partex 2.0%, <b>ITOCHU 0.9%</b> )	아시아
	Qalhat LNG	3	3.3	2005	Qalhat LNG (Oman government 46.8%, Oman LNG 36.8%, Union Fenosa Gas 7.36%, <b>Mitsubishi Corp. 3%</b> , <b>ITOCHU 3%</b> , <b>Osaka Gas Australia 3%</b> )	아시아, 유럽
인도네시아	Tangguh	1~2 3	7.6 3.8	2009 2023 (건설 중)	BP 40.2%, <b>MI Berau BV (Mitsubishi Corp. 56%, INPEX 44%) 16.3%</b> , CNOOC 13.9%, <b>Nippon Oil Development 12.2%</b> , KG Berau Petroleum 8.6%, KG Wiragar 1.4%, <b>LNG JAPAN 7.35%</b> )	아시아, 유럽
	Donggi Senoro LNG	-	2.0	2015	DSLNG (Sulawesi LNG Development (Mitsubishi Corp.) 75%, <b>KOGAS 25%</b> ) 59.9%, Pertamina Hulu Energi 29%, Medco LNG Indonesia 11.1%)	아시아
러시아	Sakhalin 2	1~2 3	9.6 약 5.0	2009 계획 중	Sakhalin Energy LLC (Gazprom 50% + 1 stock, <b>MITSUI &amp; Co. 12.5%</b> , <b>Mitsubishi Corp. 10%</b> , Unknown 27.5% - 1 stock)	아시아
미국	Cameron LNG (Accompanied w/ Receiving Terminal)	1~3 4	12.0 6.8	2019 2027 (계획 중)	Cameron LNG (Sempra 50.2%, Total Energies 16.6%, <b>JLI (Mitsubishi Corp. 70%, NYK Line 30%) 16.6%</b> , <b>MITSUI &amp; Co. 16.6%</b> )	아시아
이라크	SGU	-	-	계획 중	Basra Gas Company (South Gas 51%, Shell 44%, <b>Mitsubishi Corp. 5%</b> )	-
캐나다	LNG Canada	1~2	14.0	2025 (건설 중)	Shell 40%, Petronas 25%, PetroChina 15%, <b>Diamond LNG Canada Partnership (Mitsubishi Corp... Toho Gas) 15%</b> , KOGAS 5%	아시아

## 미쓰비시 상사의 LNG 계약

수출국	프로젝트	계약 기간	계약 수량 (Mt/v)	운송 조건
미국	Cameron LNG	2019~2039 (20년)	4.0	톨링 계약

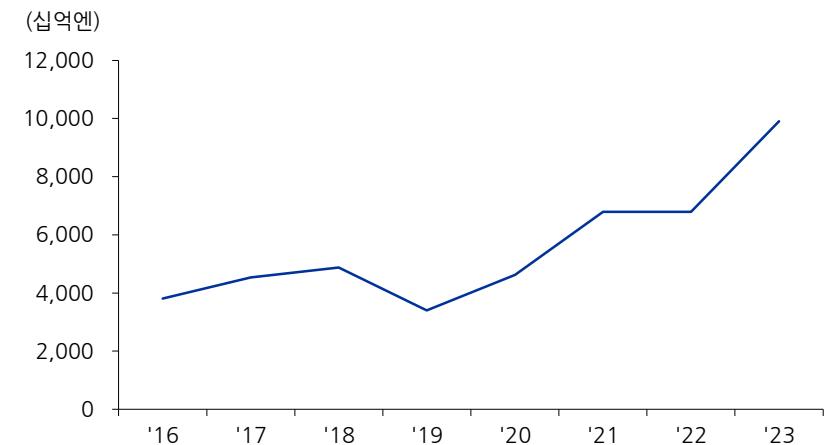
## 미쓰비시 상사가 투자한 FSRU

국가	터미널명	출자자	수용 능력 (Mt/y)	운영 시작
방글라데시	Summit LNG (FSRU)	Summit LNG Terminal (Summit 75%, Mitsubishi Corp. 25%)	3.5	2019

자료: 미쓰비시 상사, 유진투자증권

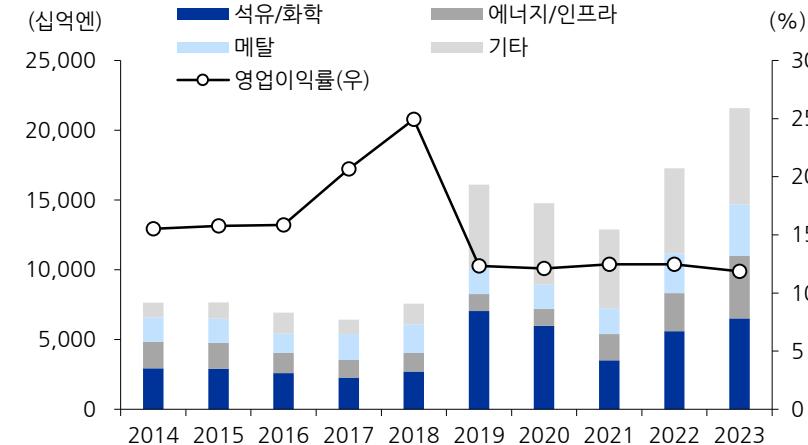
# 일본 에너지/상사 기업 소개 - 미쓰비시 상사

미쓰비시 상사의 시가총액 추이



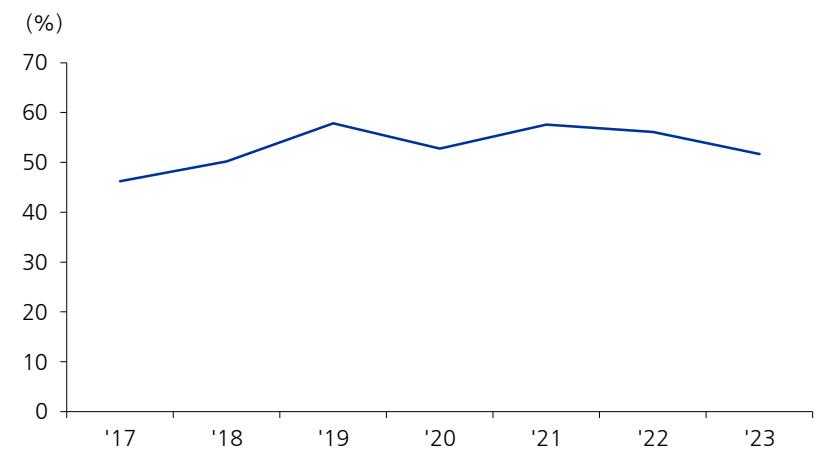
자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

미쓰비시 상사의 사업부별 매출액 및 영업이익률 추이



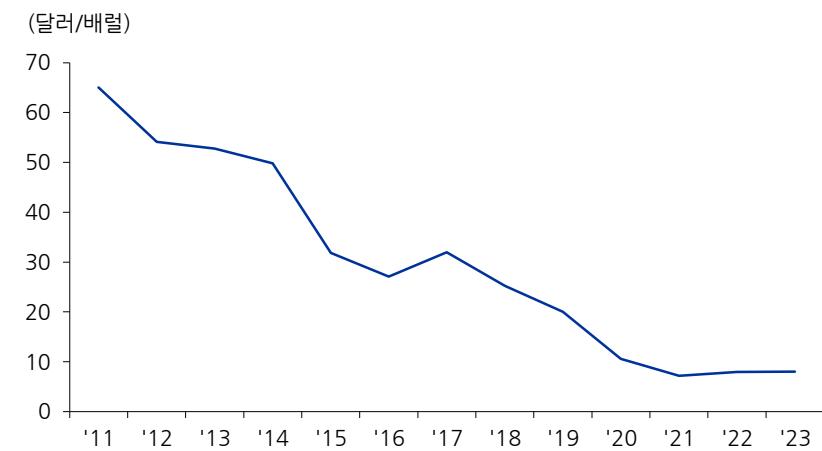
자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

당기순이익 내 자원, 에너지 실적 비중(%): 이익의 평균 50%



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

글로벌 에너지 기업(Upstream)의 매장량 가치(\$/bbl.)



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - 미쓰이 물산

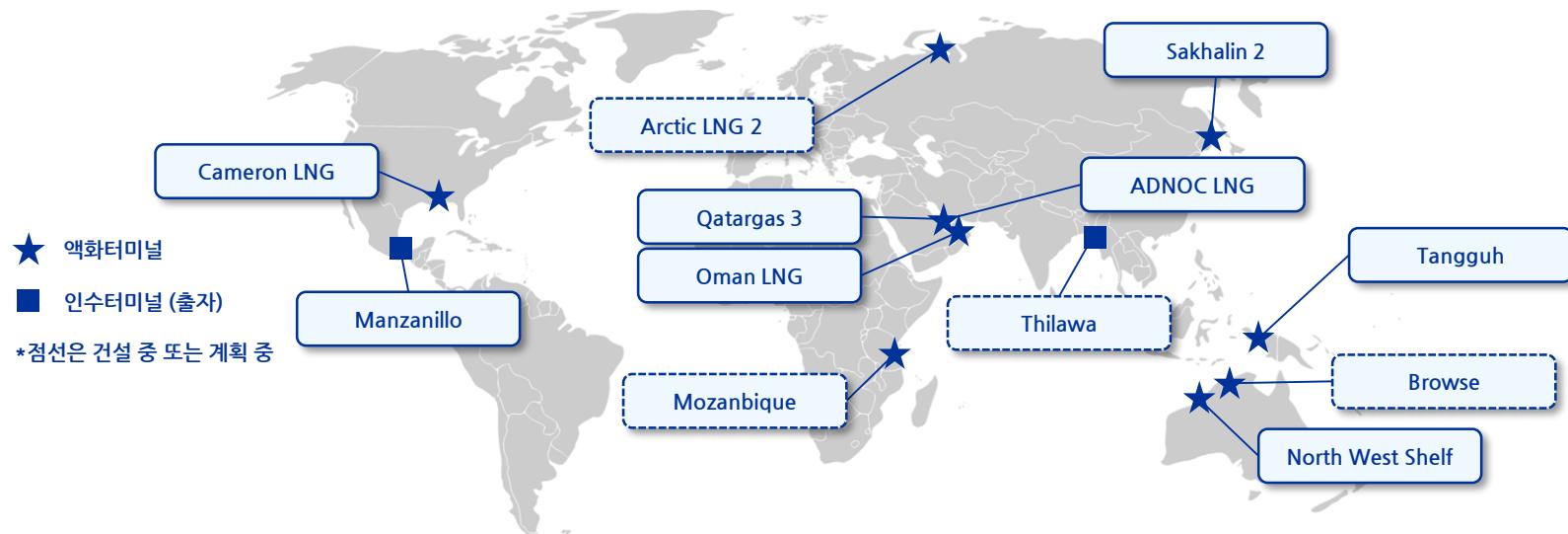
- 일본 최초의 종합상사
- LNG 생산, 운송, 마케팅까지의 밸류체인 전반에 관여
- 2021년 3월 최초로 탄소중립 LNG 공급 실현
- 2022년 3월 원유 및 가스 지분 생산량은 각각 6.9만, 17.4만 BOE/d
- 동사의 LNG 지분 생산량은 2025년 1,000만톤/연 돌파 전망
- 재생에너지, 청정암모니아/수소, CCS, CCUS, 배출권 등 신에너지 사업 추진 계획

## 기업 개요

(엔, 십억엔)				
주가 (7/14)	5,102			
시가총액 (7/14)	7,882			
(십억엔)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	8,010	11,758	14,306	12,764
영업이익	143	555	692	526
당기순이익	335	915	1,131	892
EPS(엔)	199.3	561.6	721.8	593.5
증감률(%)	(11.9)	181.8	28.5	(17.8)
PER(배)	11.6	5.9	5.7	8.6
ROE(%)	8.0	18.0	18.9	13.5
PBR(배)	0.8	1.0	1.0	1.1
EV/EBITDA(배)	17.8	11.6	11.1	14.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 미쓰이 물산의 LNG 액화 및 인수터미널



자료: 미쓰이 물산, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - 미쓰이 물산

## 미쓰이 물산이 투자한 LNG 프로젝트

국가	프로젝트명	Train명	액화 능력 (Mt/v)	생산 개시	출자자	주요 목적지
호주	ADNOC LNG	1~2	5.8	1977	ANDOC LNG (ADNOC 70%, MITSUI & Co. 15%, BP 10%, Total Energies 5%)	아시아
		3	5.8	1994		
	North West Shelf	1~2	5.0	1989		
		3	2.5	1992	Woodside 33.4%, Shell 16.7%, BP 16.7%, Chevron 16.7%, <b>MIMI (Mitsubishi Corp. 50%, MITSUI &amp; Co. 50%) 16.7%</b>	아시아
		4	4.4	2004		
		5	4.4	2008		
	Browse (Supply to NWS LNG)	-	-	2026~2027 (계획 중)	Woodside 30.6%, Shell 27.0%, BP 17.3%, <b>MIMI 14.4%</b> , PetroChina 10.7%	-
카타르	Qatargas 3	6	7.8	2010	Qatar Energy 68.5%, Conoco Phillips 30%, <b>MITSUI &amp; Co. 1.5%</b>	아시아, 유럽
오만	Oman LNG	1~2	7.1	2000	Oman LNG (Oman government 51%, Shell 30%, Total Energies 5.5%, <b>KOREA LNG 5%</b> , Mitsubishi Corp. 2.8%, MITSUI & Co. 2.8%, Partex 2.0%, ITOCHU 0.9%)	아시아
인도네시아	Tangguh LNG	1~2	7.6	2009	BP 40.2%, <b>MI Berau BV (Mitsubishi Corp. 56%, INPEX 44%) 16.3%</b> , CNOOC 13.9%, Nippon Oil Development 12.2%, KG Berau Petroleum 8.6%, KG Wiriagar 1.4%, <b>LNG JAPAN 7.35%</b>	아시아
		3	3.8	2023 (건설 중)		아시아
러시아	Sakhalin 2	1~2	9.6	2009	Sakhalin Energy LLC (Gazprom 50% + 1 stock, <b>MITSUI &amp; Co. 12.5%</b> , Mitsubishi Corp. 10%, Unknown 27.5% - 1 stock)	아시아
		3	약 5.0	계획 중		-
	Arctic LNG	1	6.6	2023 (건설 중)	Novatek 60%, Total Energies 10%, CNPC 10%, CNOOC 10%, <b>Japan Arctic LNG (JOGMEC 75%, MITSUI &amp; Co. 25%) 10%</b>	아시아, 유럽
		2	6.6	2024 (건설 중)		
		3	6.6	2025 (건설 중)		
미국	Cameron LNG (Accompanied with Receiving Terminal)	1~3	12.0	2019	Cameron LNG (Sempra 50.2%, Total Energies 16.6%, <b>JLI (Mitsubishi Corp. 70%, NYK Line 30%) 16.6%</b> , MITSUI & Co. 16.6%)	아시아
		4	6.8	2027 (건설 중)		
모잠비크	Mozambique Area 1 LNG	-	12.0	2026 (건설 중)	Mozambique LNG 1 (Total Energies 26.5%, <b>MEPMOZ (MITSUI &amp; Co. 50%, JOGMEC 50%) 20%</b> , ENH 15%, Bharat Petro Resources 10%, ONGC 16%, Oil India 4%, PTTEP 8.5%)	아시아

## 미쓰이 물산의 LNG 계약

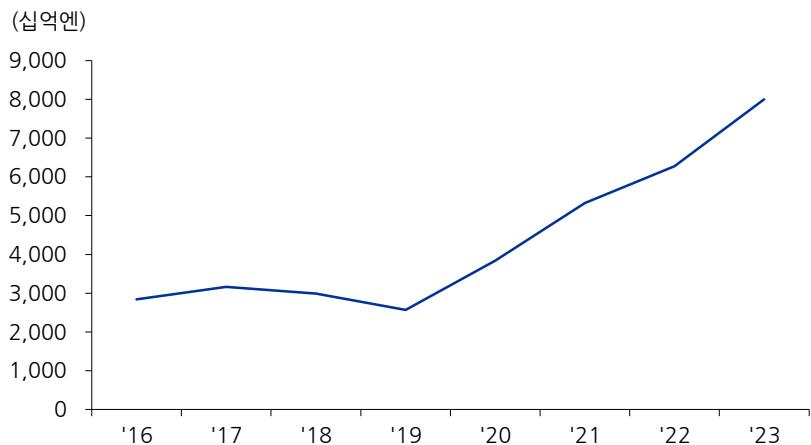
수출국	프로젝트	계약 기간	계약 수량 (Mt/v)	운송 조건
미국	Cameron LNG (Train 1~3)	2019~2039 (20년)	4.0	톨링 계약
멕시코	Energia Costa Azul LNG	상업 운전 후 20년간	0.8	-

## 미쓰이 물산이 투자한 LNG 터미널

국가	터미널명	출자자	수용 능력 (Mt/y)	운영 시작
멕시코	Manzanillo (Colima)	Terminal KMS de GNL (MITSUI & Co. 37.5%, Samsung C&T 37.5%, KOGAS 25.0%)	3.8	2012
일본	Soma LNG Terminal (Phase 2)	Fukushima Gas Power (JAPEX 33%, MITSUI & Co. 29%, Osaka Gas 20%, Mitsubishi Gas Chemical 9%, Hokkaido Electric Power 9%)	-	2020

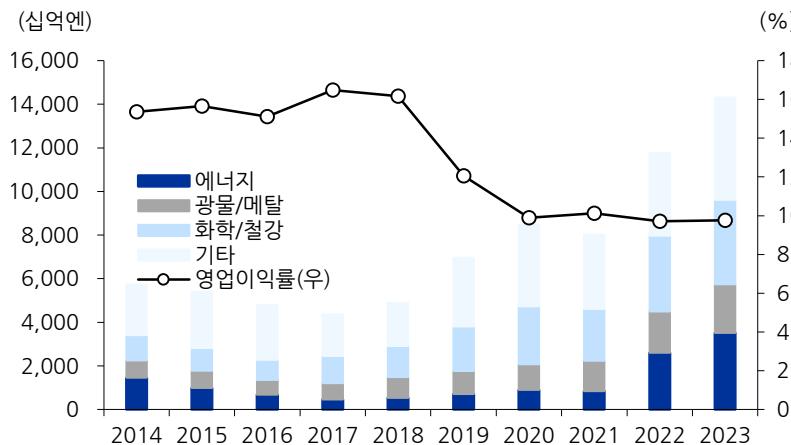
# 일본 에너지/상사 기업 소개 - 미쓰이 물산

미쓰이 물산의 시가총액 추이



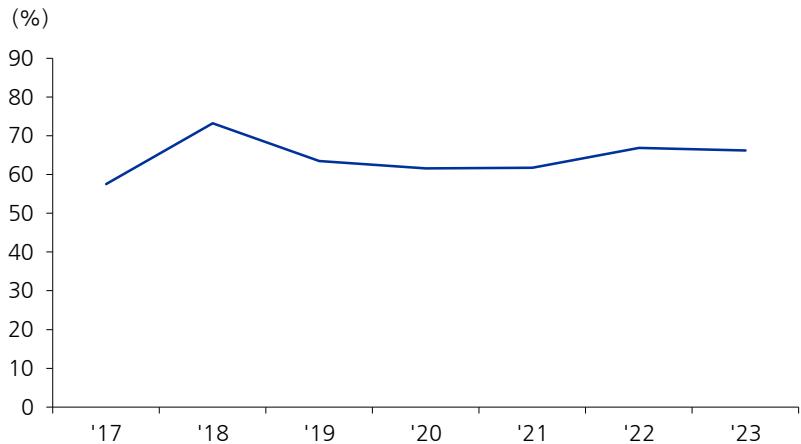
자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

미쓰이 물산의 사업부별 매출액 및 영업이익률 추이



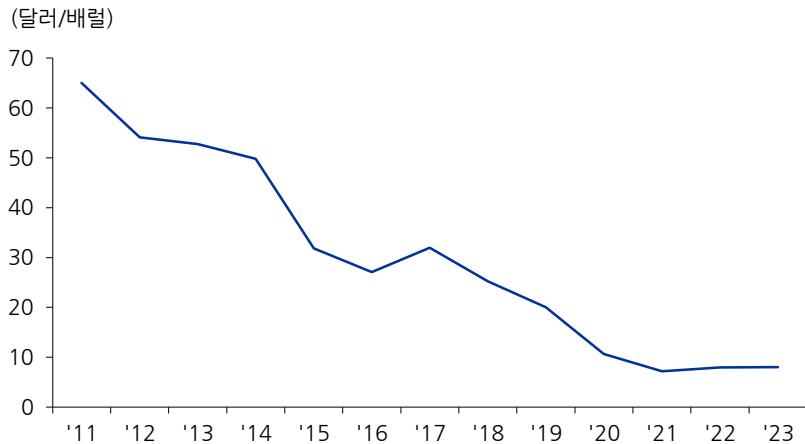
자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

당기순이익 내 자원, 에너지 실적 비중(%): 꾸준히 60% 상회



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

글로벌 에너지 기업(Upstream)의 매장량 가치(\$/bbl.)



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - INPEX

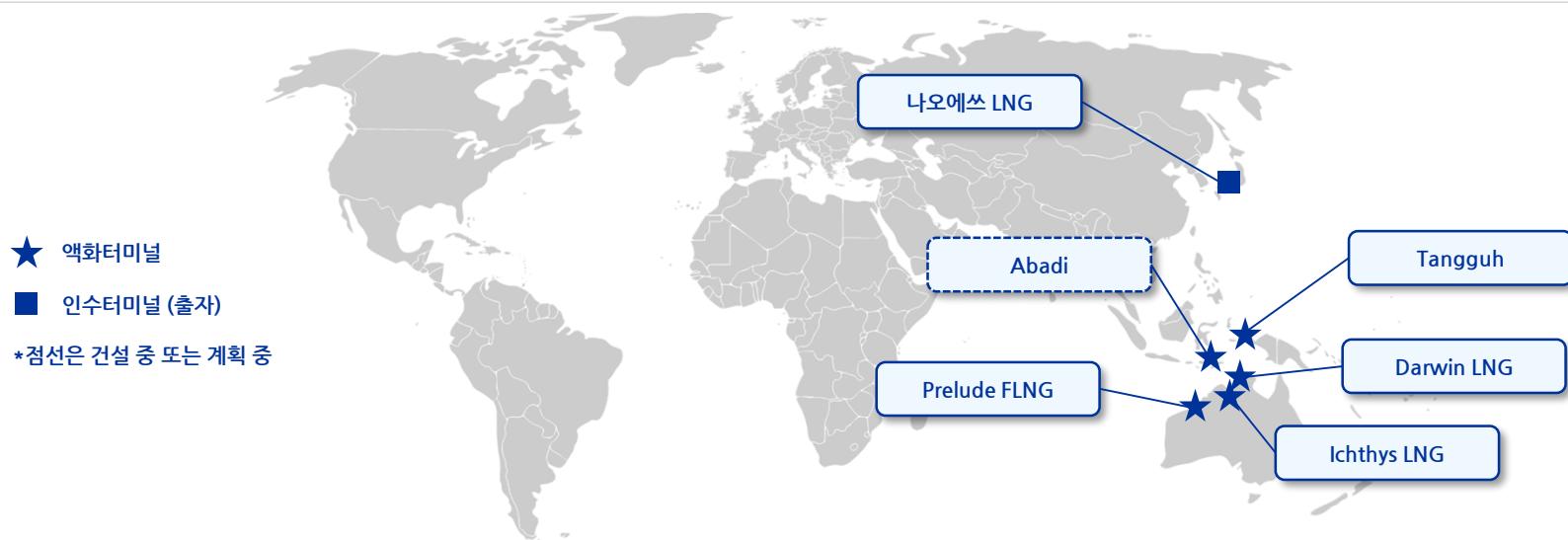
- 2008년 국제석유개발-제국석유 간 사업통합을 통해 설립된 회사
- 2021년 말 기준, 원유·천연가스 확인 매장량 36.5억 BOE
- 2021년 기준, 원유·천연가스 생산량 58.4만 BOE/d
- 가동 중인 LNG 생산 프로젝트 4건 및 계획 중인 LNG 프로젝트 1건에 참여
- 2050년 Net Zero 목표 달성을 위해 'INPEX Vision @ 2022'를 수립, 2030년 까지 ①수소·암모니아, ②CCUS, ③재생에너지, ④카본 리사이클·신분야, ⑤삼림 5개 분야에 최대 1조엔 투입 예정

## 기업 개요

(엔, 십억엔)				
주가 (7/14)				1,680
시가총액 (7/14)				2,330
(십억엔)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,244	2,325	2,072	2,104
영업이익	591	1,246	1,008	1,048
당기순이익	223	438	338	338
EPS(엔)	153.9	320.7	257.0	261.1
증감률(%)	흑전	108.4	(19.9)	1.6
PER(배)	6.5	4.4	6.5	6.4
ROE(%)	7.6	12.7	8.8	8.4
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.3	2.0	2.6	2.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권

## INPEX의 LNG 액화 터미널



자료: INPEX, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - INPEX

## INPEX가 투자한 LNG 프로젝트

국가	프로젝트명	Train	액화 능력 (Mt/v)	생산 개시	출자자	주요 목적지
인도네시아	Tangguh	1, 2	7.6	2009	BP 40.2%, MI Berau BV (Mitsubishi Corp. 56%, INPEX 44%), CNOOC 13.9%, Nippon Oil Development 12.2%, KG Berau Petroleum 8.6%, KG Wiriagar 1.4%, <b>LNG JAPAN 7.4%</b>	아시아
		3	3.8	2023 (건설 중)		-
	Abadi	-	9.5	2030년 초 (계획 중)	INPEX 65%, Shell 35%	-
호주	Darwin LNG	-	3.7	2006	Santos 43.4%, SK E&S 25%, INPEX 11.4%, ENI 11.0%, JERA 6.1%, Tokyo Gas 3.1%	아시아
	Ichthys	1, 2	8.9	2018	Ichthys LNG (INPEX 66.2%, Total Energies 26%, CPC 2.6%, Tokyo Gas 1.6%, Osaka Gas 1.2%, Kansai Electric Power 1.2%, JERA 0.7%, Toho Gas 0.4%)	아시아
	Prelude FLNG	-	3.3	2018	Shell 67.5%, INPEX 17.5%, KOGAS 10%, CPC 5%	-

자료: INPEX, 유진투자증권

## INPEX가 투자한 LNG 터미널

국가	터미널명	출자자	수용 능력 (Mt/y)	수입 개시 연도
일본	나오에쓰 LNG 터미널	INPEX	1.5	2013

자료: INPEX, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - JERA

- 2015년 일본에서 설립된 도쿄전력-중부전력 간 합작회사
- 가스전 개발부터 수송, 저장, 발전, 도매까지의 사업을 영위
- 2021년 기준, LNG 취급량은 연간 3,700만톤이며, 그중 3,000만톤을 일본으로 조달 (일본 총 수입량의 약 40%)
- 2022년 3월 기준 LNG선 19척 보유 (2025년 목표 25척)
- 2025년 부피 기준 약 30%(열량 기준 약 10%)의 LNG를 수소로 전환하여 발전하는 것이 목표

## 기업 개요 (비상장)

(십억엔)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,730	4,435	-	-
영업이익	249	133	-	-
당기순이익	158	25	-	-
EPS(엔)	7,892.6	1,231.3	-	-
증감률(%)	-6.3	-84.4	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	9.8	1.4	-	-
PBR(배)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권

## JERA의 LNG 액화 터미널



자료: JERA, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - JERA

## JERA가 투자한 LNG 프로젝트

국가	프로젝트명	Train	액화 능력 (MT/v)	생산 개시	출자자	주요 목적지
호주	Darwin LNG	1	3.7	2006	Santos 43.4%, SK E&S 25%, INPEX 11.4%, ENI 11.0%, JERA 6.1%, Tokyo Gas 3.1%	아시아
	Gorgon LNG	1	5.2	2016	Chevron 47.3%, Shell 25%, Exxon Mobil 25%, Osaka Gas 1.3%, Tokyo Gas 1%, JERA 0.4%	아시아
		2	5.2	2016		
		3	5.2	2017		
	Wheatstone LNG	1	4.45	2017	Chevron 64.1%, Woodside 13%, PE Wheatstone 8%, KUFPEC 13.4%, Kyushu Electric Power 1.5%	아시아
		2	4.45	2018		
미국	Ichthys LNG	1, 2	8.9	2018	Ichthys LNG (INPEX 66.2%, Total Energies 25%, CPC 2.6%, Tokyo Gas 1.6%, Osaka Gas 1.2%, Kansai Electric Power 1.2%, JERA 0.7%, Toho Gas 0.42%)	아시아
	Freeport LNG	1	4.64	2019	Freeport LNG Development, L.P. (Freeport LNG Investments 63.5%, JERA 25.7%, Turbo LNG 10.8%), Freeport LNG-G.P. (Michael Smith 100%)	아시아

자료: JERA, 유진투자증권

## JERA가 투자한 LNG 터미널

국가	소재지	터미널명	출자자	인수 시작
일본	지바현	토미쓰 LNG 터미널	JERA	1985
		소데가우라 LNG 터미널	JERA, Tokyo Gas	1973
	가나가와현	히가시오기시마 LNG 터미널	JERA	1984
		네기시 LNG 터미널	JERA, Tokyo Gas	1969
	니가타현	조에쓰 화력 발전소	JERA	2012
	아이치현	지타 LNG 공동 터미널	JERA, 동방가스	1977
		지타 LNG 터미널	지타 LNG (JERA, 동방가스)	1983
미에현	온카이치 LNG 터미널	JERA	1988	
		가와고에 화력발전소 LNG 설비	JERA	1997

자료: JERA, 유진투자증권

# 일본 에너지/상사 기업 소개 - JERA

## JERA의 LNG 계약

수출국	프로젝트	계약 기간	계약 수량 (Mt/v)	운송 조건
브루나이	Brunei NLG	2013~2023 (10년)	2.03	DES
인도네시아	Donggi Senoro LNG	2015~2027 (13년)	1.0	DES
UAE	Abu Dhabi LNG (Train 1~3)	2019~2022 (3년)	0.5	DES
카타르	Qatargas 3 (Train 6)	2013~2028 (15년)	0.7	DES
말레이시아	MLNG II (Dua)	2011~2031 (20년)	0.4	DES
호주	Darwin LNG (Train 1)	2006~2022 (17년)	2.0	FOB
	North West Shelf (Train 1~3)	2009~2024 (15년)	0.3	DES
	North West Shelf (Train 4~5)	2009~2029 (20년)	0.6	DES
	Gorgon LNG	2016~2039 (24년)	최대 1.44	DES/FOB
러시아	Ichthys LNG	2018~2032 (15년)	1.54	FOB
	Wheatstone LNG	2017~2036 (20년)	6.3	FOB
	Prelude FLNG	2019~2027 (8년)	0.56	DES
	Sakhalin 2 (Train 1~2)	2009~2029 (20년) 2011~2022 (15년)	1.5 0.5	FOB DES
파푸아뉴기니	-	-	1.8	DES/FOB
미국	카메론 LNG (Mitsubishi Corp.)	2019~2039 (20년)	0.8	DES
	카메론 LNG (Mitsui & Co.)	2019~2039 (20년)	0.4	DES
	Freeport LNG (Train 1)	2019~2039 (20년)	2.32	FOB (톨링 계약)
캐나다	LNG Canada	2024~2039 (15년)	약 1.2 (최대 16카고)	DES
모잠비크	Mozambique Area 1 LNG	운영 개시 ~ (17년)	1.6	DES (CPC Joint Procurement)
포트폴리오	BP Portfolio	2017~2034 (17년) 2012~2028 (16년)	최대 1.2 총 8.0	DES
	Shell Portfolio (Shell Eastern Trading)	2014~2034 (20년)	최대 12카고	DES
	Shell Portfolio (Shell)	2014~2034 (20년)	최대 총 122카고	DES

자료: JERA, 유진투자증권

# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 한국가스공사

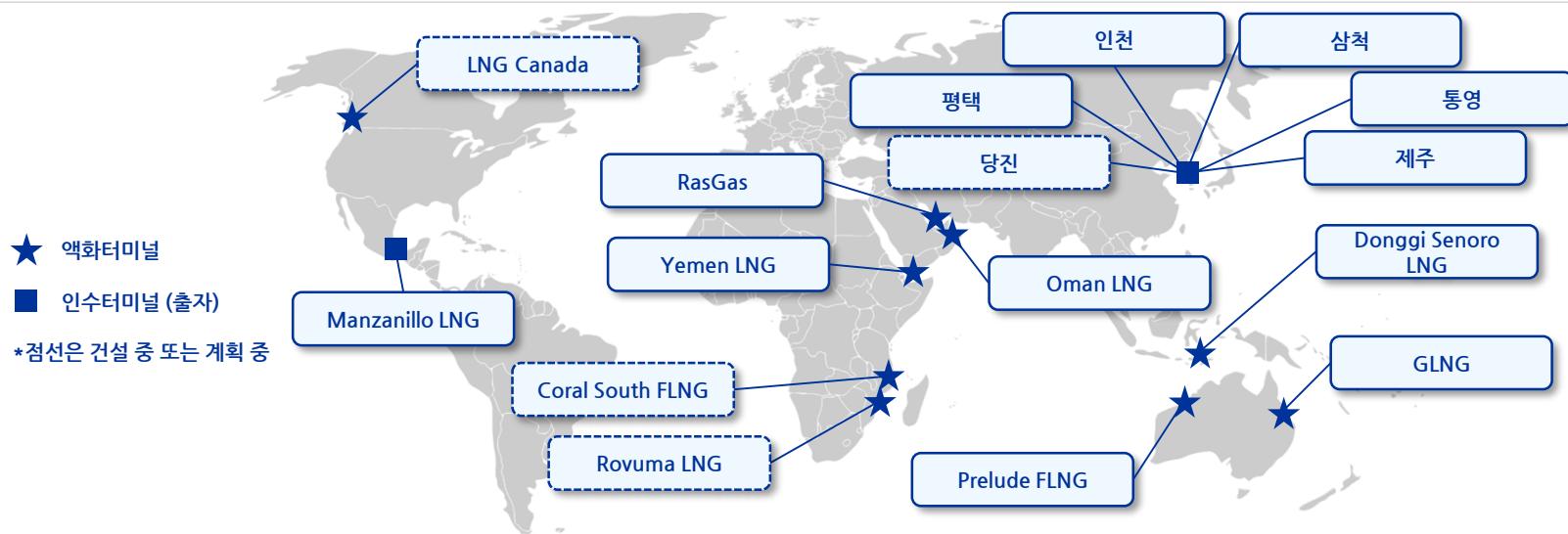
- 1983년에 설립된 국영 LNG 회사로, 정부와 한국전력이 대부분 지분 보유
- 2022년 기준, LNG 터미널 5곳에 LNG 저장탱크 77기와 5,082km의 파이프라인 보유 중
- 2025년까지 LNG벙커링, 냉열, 연료전지 등 1조원 투자 목표
- 2030년까지 선박용 LNG 136만톤 판매 목표 (매출액 1조원)
- 2030년까지 연간 40만톤의 수소 수요 창출 목표

## 기업 개요

(원, 십억원)	2021	2022	2023E	2024E
주가 (7/14)			25,650	
시가총액 (7/14)			2,368	
(십억원)				
매출액	27,521	51,724	57,190	57,933
영업이익	1,240	2,463	1,718	1,980
당기순이익	965	1,497	839	1,101
EPS(원)	10,299	16,174	9,063	11,898
증감률(%)	흑전	57.0	-44.0	31.3
PER(배)	3.8	2.2	2.8	2.2
ROE(%)	11.6	15.7	8.0	9.8
PBR(배)	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	10.6	11.4	12.4	11.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 한국가스공사의 LNG 액화 및 인수터미널



자료: 한국가스공사, 유진투자증권

# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 한국가스공사

## 한국가스공사가 투자한 LNG 프로젝트

국가	프로젝트명	Train명	액화 능력 (Mt/v)	생산 개시	출자자	주요 목적지
카타르	RasGas	1~2	6.6	1999	RasGas (Qatar Energy 63%, Exxon Mobil 25%, <b>KORAS (KOGAS 60%, 삼성 10%, 현대 8%, SK 8%, LG 5.6%, 대성 5.4%, 한화 3%) 5%</b> , ITOCHU 4%, LNG JAPAN 3%)	아시아, 유럽
오만	Oman LNG	1~2	7.1	2000	Oman LNG (Oman government 51%, Shell 30%, Total Energies 5.5%, <b>KOREA LNG 5%, Mitsubishi Corp. 2.8%, MITSUI &amp; Co. 2.8%</b> , Partex 2.0%, ITOCHU 0.9%)	아시아, 유럽
예멘	Yemen LNG (Bal Haf)	1~2	6.7	2009	Total Energies 39.6%, Yemen Gas 16.7%, Hunt Oil 17.2%, <b>SK 9.6%, KOGAS 6%, 현대 5.9%</b> , Yemen Social Security and Financial Services Agency 5%	아시아, 아메리카
인도네시아	Donggi Senoro LNG	-	2.0	2015	<b>DSLNG (Sulawesi LNG Development (Mitsubishi Corp.) 75%, KOGAS 25%) 59.9%</b> , Pertamina Hulu Energi 29%, Medco LNG Indonesia 11.1%	아시아
호주	GLNG	1	8.6	2015	Santos 30%, Petronas 27.5%, Total Energies 27.5%, <b>KOGAS 15%</b>	아시아
		2		2016		
	Prelude FLNG	-	3.6	2018	Shell 67.5%, <b>INPEX 17.5%, KOGAS 10%, CPC 5%</b>	아시아
모잠비크	Coral South FLNG	-	3.4	2022 (건설 중)	Mozambique Rovuma Venture (Eni 35.7%, CNPC 28.6%, Exxon Mobil 35.7%) 70%, Galp Energia 10%, ENH 10%, <b>KOGAS 10%</b>	-
	Rovuma LNG	-	15.2	2025 (계획 중)		-
캐나다	LNG Canada	1~2	14.0	2025 (건설 중)	Shell 40%, Petronas 25%, PetroChina 15%, <b>Diamond LNG Canada Partnership (Mitsubishi Corp., Toho Gas) 15%, KOGAS 5%</b>	-

자료: 한국가스공사, 유진투자증권

## 한국가스공사가 투자한 LNG 터미널

국가	터미널명	출자자	수용 능력 (Mt/y)	인수 시작
한국	평택	KOGAS	30.1	1986
	인천	KOGAS	40.0	1996
	통영	KOGAS	19.5	2002
	삼척	KOGAS	8.5	2014
	제주	KOGAS	0.8	2019
	당진 (Phase 1)	KOGAS	11.6	2025 (건설 중)
	당진 (Phase 2)	KOGAS	-	2031 (계획 중)
멕시코	Manzanillo	Terminal KMS de GNL (MITSUI & Co. 37.5%, Samsung C&T 37.5%, KOGAS 25.0%)	3.8	2012

자료: 한국가스공사, 유진투자증권

# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 한국가스공사

## 한국가스공사의 LNG 계약

수출국	프로젝트	계약 기간	계약 수량 (Mt/v)	운송 조건
인도네시아	Donggi Senoro LNG	2015~2027 (15년)	0.7	FOB
말레이시아	MLNG III (Tiga)	2008~2028 (20년)	최대 2.0	DES
호주	GLNG	2016~2036 (20년)	3.5	FOB
	Prelude FLNG	2019~	0.36	FOB
카타르	RasGas I	1999~2024 (25년)	4.92	FOB
		2025~2044 (20년)	2.0	
	RasGas 3 Train 2	2007~2026 (19년)	2.1	FOB
		2012~2032 (20년)	2.0	DES
	-	2025~2045 (20년)	2.0	-
오만	Oman LNG	2000~2024 (2년)	4.0	FOB
예멘	Yemen LNG	2008~2028 (20년)	2.0	FOB
러시아	Sakhalin 2	2008~2028 (20년)	1.5	FOB
미국	Sabine Pass LNG (Train 3)	2017~2037 (20년 + 10년 옵션)	3.5	FOB
Shell Eastern Trading Portfolio		2013~2038 (26년)	최대 3.64	DES
Total Energies Portfolio		2014~2031 (17년)	2.0	DES
BP Portfolio		2025~2039 (15년)	1.58	-

자료: 한국가스공사, 유진투자증권

# 한국가스공사 실적 전망

- 목표주가 33,000원(2023년 예상 BPS에 별도 PBR 0.2배, 해외 E&P 0.5배 적용)으로 수정 제시, 투자의견 BUY 유지
- 요금 리스크, 미수금 증가 반영해 별도 사업의 밸류에이션을 할인 반영. 하반기부터 미수금 감소하며 규제 리스크 해소 전망

## 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23F	3Q23F	4Q24F	2021A	2022A	2023F
<b>매출액</b>	<b>13,980</b>	<b>8,853</b>	<b>10,734</b>	<b>18,158</b>	<b>17,930</b>	<b>10,719</b>	<b>10,976</b>	<b>17,565</b>	<b>27,521</b>	<b>51,724</b>	<b>57,190</b>
도시가스	13,781	8,611	10,484	17,912	17,703	10,181	10,500	17,113	26,626	50,788	55,497
자원 및 기타	401	552	504	535	611	539	476	452	1,516	1,992	2,077
주바이르	80	98	120	95	118	123	122	122	376	393	485
바드라	49	59	52	43	31	32	31	31	150	203	125
미얀마	19	29	30	26	22	26	26	26	100	105	100
GLNG	253	214	284	348	271	222	158	129	603	1,098	780
매출원가	12,958	8,469	10,488	16,913	17,219	10,483	10,751	16,514	25,859	48,828	54,967
매출원가율(%)	92.7	95.7	97.7	93.1	96.0	97.8	97.9	94.0	94.0	94.4	96.1
매출총이익	1,021	384	247	1,244	711	236	225	1,051	1,662	2,896	2,223
<b>영업이익</b>	<b>913</b>	<b>289</b>	<b>143</b>	<b>1,118</b>	<b>588</b>	<b>111</b>	<b>98</b>	<b>921</b>	<b>1,240</b>	<b>2,463</b>	<b>1,718</b>
OPM(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	3.3	1.0	0.9	5.2	4.5	4.8	3.0
도시가스	866	63	72	1,015	484	(29)	(48)	773	1,002	2,016	1,180
자원 및 기타	47	226	72	103	105	140	145	148	238	448	538
주바이르	15	19	28	(4)	24	19	26	26	89	58	94
바드라	8	37	37	28	9	8	10	11	(1)	110	38
미얀마	11	17	18	15	3	11	11	11	40	62	35
GLNG	93	42	85	91	60	42	32	27	81	311	162
세전이익	1,030	209	(19)	725	237	11	(2)	851	1,367	1,945	1,097
<b>순이익</b>	<b>736</b>	<b>151</b>	<b>(278)</b>	<b>888</b>	<b>139</b>	<b>9</b>	<b>(2)</b>	<b>693</b>	<b>965</b>	<b>1,497</b>	<b>839</b>
NPM(%)	5.3	1.7	(2.6)	4.9	0.8	0.1	(0.0)	3.9	3.5	2.9	1.5

자료: 유진투자증권

# 한국가스공사(036460.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	43,670	62,425	61,238	61,408	62,717
유동자산	13,148	25,092	22,284	22,234	23,110
현금성자산	644	960	1,142	874	1,157
매출채권	6,979	12,122	10,560	10,697	11,072
재고자산	3,583	7,623	6,195	6,275	6,495
비유동자산	30,522	37,333	38,954	39,175	39,607
투자자산	5,196	12,334	13,637	13,814	14,298
유형자산	23,581	23,294	23,593	23,622	23,561
기타	1,746	1,706	1,724	1,738	1,749
<b>부채총계</b>	34,551	52,014	50,374	49,446	49,602
유동부채	14,022	30,635	28,970	28,018	28,149
매입채무	3,330	3,367	3,702	3,750	3,881
유동성이자부채	10,041	26,692	24,692	23,692	23,692
기타	651	576	576	576	576
비유동부채	20,529	21,380	21,404	21,428	21,453
비유동성이자부채	18,299	18,971	18,971	18,971	18,971
기타	2,230	2,409	2,433	2,458	2,482
<b>자본총계</b>	9,119	10,411	10,864	11,962	13,115
지배자분	8,869	10,187	10,640	11,739	12,892
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	6,185	7,476	8,313	9,411	10,564
기타	204	231	(152)	(152)	(152)
비지배자분	250	224	224	224	224
<b>자본총계</b>	9,119	10,411	10,864	11,962	13,115
총차입금	28,340	45,662	43,662	42,662	42,662
순차입금	27,695	44,702	42,520	41,788	41,506

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	(2,071)	(14,581)	3,638	2,394	1,930
당기순이익	965	1,497	839	1,101	1,202
차산상각비	1,722	1,751	1,905	1,908	1,903
기타비현금성손익	383	1,617	(2,994)	(1,080)	(1,366)
운전자본증감	(4,570)	(18,687)	3,325	(170)	(463)
매출채권감소(증가)	(2,526)	(4,608)	1,562	(137)	(374)
재고자산감소(증가)	(2,202)	(4,060)	1,428	(81)	(220)
매입채무증가(감소)	1,830	(136)	335	48	131
기타	(1,673)	(9,884)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(1,170)	(974)	(2,150)	(1,662)	(1,602)
단기투자자산감소	2	42	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	73	289	250
설비투자	(1,156)	(1,179)	(2,205)	(1,937)	(1,841)
유형자산처분	8	1	0	0	0
무형자산처분	(31)	(23)	(18)	(14)	(11)
<b>재무현금</b>	3,476	15,802	(1,306)	(1,000)	(46)
차입금증가	3,179	16,083	(2,000)	(1,000)	0
자본증가	(8)	(240)	694	0	(46)
배당금지급	8	240	0	0	46
<b>현금 증감</b>	233	249	182	(268)	282
기초현금	332	565	813	995	727
기말현금	565	813	995	727	1,010
Gross Cash flow	3,069	4,866	313	2,564	2,393
Gross Investment	5,742	19,703	(1,175)	1,832	2,065
Free Cash Flow	(2,673)	(14,838)	1,488	732	328

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	27,521	51,724	57,190	57,933	59,961
증가율(%)	32.1	87.9	10.6	1.3	3.5
매출원가	25,859	48,828	54,967	55,442	57,383
매출총이익	1,662	2,896	2,223	2,491	2,578
판매 및 일반관리비	422	433	505	511	529
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,240	2,463	1,718	1,980	2,049
증가율(%)	37.9	98.7	(30.3)	15.2	3.5
EBITDA	2,962	4,215	3,624	3,887	3,952
증가율(%)	16.8	42.3	(14.0)	7.3	1.7
영업외손익	128	(518)	(622)	(527)	(448)
이자수익	24	71	69	23	21
이자비용	642	965	957	878	815
지분법손익	180	354	281	318	327
기타영업손익	566	22	(15)	11	20
세전순이익	1,367	1,945	1,097	1,453	1,601
증가율(%)	95.1	44.0	32.5	10.2	1.0
법인세비용	403	448	258	352	399
당기순이익	965	1,497	839	1,101	1,202
증가율(%)	55.2	(44.0)	31.3	9.2	9.2
자배주주지분	951	1,493	837	1,098	1,199
증가율(%)	57.0	(44.0)	31.3	9.2	9.2
비지배지분	14	4	2	3	3
EPS(원)	10,299	16,174	9,063	11,898	12,988
증가율(%)	57.0	(44.0)	31.3	9.2	9.2
수정EPS(원)	10,299	16,174	9,063	11,898	12,988
증가율(%)	57.0	(44.0)	31.3	9.2	9.2

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,299	16,174	9,063	11,898	12,988
BPS	96,077	110,354	115,264	127,162	139,650
DPS	2,728	0	0	500	1,500
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	3.8	2.2	2.8	2.2	2.0
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	10.6	11.4	12.4	11.4	11.1
배당수익률	7.0	0.0	-	1.9	5.8
PCR	1.2	0.7	7.6	0.9	1.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.5	4.8	3.0	3.4	3.4
EBITDA이익률	10.8	8.1	6.3	6.7	6.6
순이익률	3.5	2.9	1.5	1.9	2.0
ROE	11.6	15.7	8.0	9.8	9.7
ROIC	2.7	4.3	2.5	2.9	3.0
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	303.7	429.4	391.4	349.3	316.5
유동비율	93.8	81.9	76.9	79.4	82.1
이자보상배율	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.7	1.0	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	4.9	5.4	5.0	5.5	5.5
재고자산회전율	11.1	9.2	8.3	9.3	9.4
매입채무회전율	11.3	15.4	16.2	15.5	15.7

# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 포스코인터내셔널

- 에너지, 철강, 식량, 부품소재 등을 취급하는 한국의 종합 상사
- 2023년 1월 포스코에너지와 합병을 통해 LNG 밸류체인을 완성
- 2022년 기준, LNG 매장량 1.6Tcf, 터미널 용량 73만㎘ (광양 5기), 거래량 37만톤, 발전용량 3.6GW (LNG 3.4GW, 부생 0.2GW)
- 2026년 이후 호주 Senex Energy 일부 생산량 국내 도입 예정 (40만톤/연)
- 2030년까지 LNG 매장량 2.5Tcf, 터미널 314만㎘, 거래량 1,200만톤, 발전량 6.7GW 달성을 목표
- 그룹사 및 대외 수요 개발 통해 해외 청정수소·암모니아 대규모 조달 체계를 구축하고, 2050년 Net Zero를 달성을 하는 것이 중장기 목표

## 기업 개요

(원,십억원)	2021	2022	2023E	2024E
주가 (7/14)			48,450	
시가총액 (7/14)			8,524	
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	33,949	37,990	37,159	38,730
영업이익	585	903	1,217	1,045
당기순이익	356	605	821	682
EPS(원)	2,924	4,780	6,359	5,178
증감률(%)	51.2	63.5	33.0	-18.6
PER(배)	7.7	4.7	7.6	9.4
ROE(%)	10.9	15.8	18.2	13.1
PBR(배)	0.8	0.7	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	6.4	4.8	6.5	7.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 포스코인터내셔널의 LNG 프로젝트 동향



자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

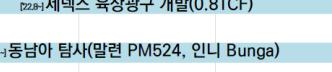
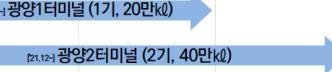
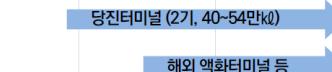
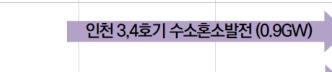
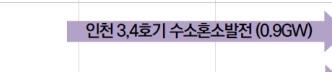
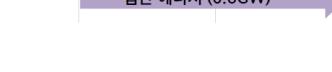
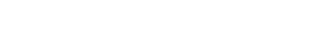
# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 포스코인터내셔널

## 포스코인터내셔널의 비전 2030

LNG 밸류체인 통합 시너지 제고				친환경사업 주도
E&P-CCS	트레이딩·터미널	발전		
매장량 및 LNG연계자산 확대 CCS 조기사업화	LNG 터미널 용량 및 자산 연계 트레이딩 확대	수소환소발전 전환 및 Gas to Power 사업권 확보		
<b>2.5 Tcf</b> LNG 연계 2건 <small>매장량 1.6 Tcf LNG 연계 0건</small>	<b>314만㎘(16기)</b> <small>터미널 73만㎘(5기) 거래량 37만톤</small>	<b>6.7GW</b> <small>발전용량 3.6GW</small>		
'22	'30	'22	'30	'22

자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

투자계획: 2023~2025년 3.6조원 투자(재생에너지 포함 시 3.8조원)

	현CAPACITY	신규 투자금액	투자 기간		
			'23년	'24년	'25년
 E&P (Up)	가스매장량 (0.9TCF)	1.3조원			
					
 LNG인프라 (Mid)	저장탱크 (5기, 73만㎘)	1.6조원			
					
 발전 (Down)	국내LNG발전 (3.4GW)	0.7조원			

자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 포스코인터내셔널

## 포스코인터내셔널의 재생에너지 사업 현황: 전남신안해상풍력

### 전남신안해상풍력



- ▷ 위치 : 전남 신안군 자은도 서측 해상
- ▷ 설비 : 300MW 규모
- ▷ '17년 발전사업 허가 취득
- ▷ '18년 송전용 전기설비 이용계약 체결 완료

'23년 내 환경영향평가 절차를 완료하고,  
'24년 말 착공하여 '28년 가동 계획

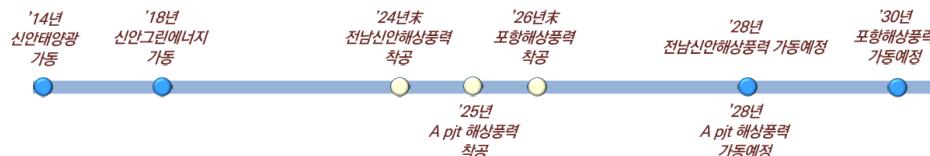
자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

## 포스코인터내셔널의 재생에너지 사업 추진 방향 및 목표

### 국내 해상풍력 중심으로 재생e 사업을 확대하고 '30년까지 총 2.0 GW 규모의

#### 해상풍력발전사업권 확보

- ▣ 전남신안 프로젝트 외 국내에 진출한 글로벌 전문사와  
2~3개 사업 협력 모색 중
- ▣ REC 및 그린전력 확보로 그룹 차원의 탄소중립 사업가치 제고와  
연계 모색



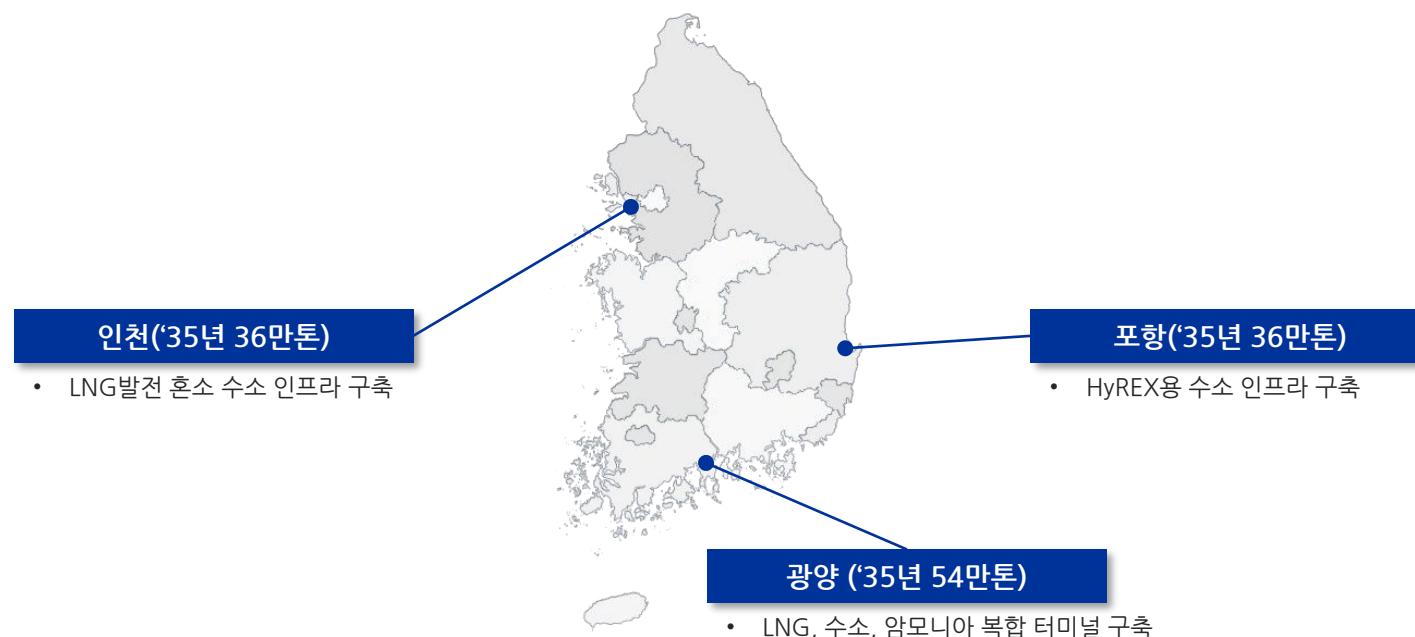
자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

# 한국 에너지/상사 기업 소개 - 포스코인터내셔널

## 2035년 청정 수소 126만톤 공급체계 구축

- 인천: 동사 LNG 발전(3.4GW) 수소 훈소 및 인근 발전소 훈소용 공급
- 광양: 여수, 하동 등 인근 산업, 발전 수요 및 HyREX용 공급
- 포항: HyREX 실증설비 수소 공급을 시작으로 단계적 확장

### 포스코인터내셔널의 수소 사업 계획



자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

# 포스코인터내셔널 실적 전망

- 목표주가 57,000원(2023년 예상 EPS의 9배, 일본 상사 평균 20% 할인)으로 상향, 투자의견 BUY 유지
- 2Q23 매출액 9.4조원(-15%yoY, +14%qoq), 영업이익 3,311억원(+3%yoY, +18%qoq) 전망
- 미얀마 가스전 비용회수율 상승 등 자원 E&P 실적 호조, 발전소 가동률 상승으로 인한 에너지 실적 개선으로 추정치 상향
- 업스트림부터 다운스트림까지 LNG 밸류체인 수직계열화, 차익거래 시장 진출, 신규 액화플랜트 지분 투자 등 중장기 성장성을 고려해 매수 추천

## 실적 추이와 전망

(십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
매출액		9,912	11,070	9,041	7,966	8,307	9,437	9,820	9,596	33,949	37,990	37,159
글로벌	철강	6,910	8,027	6,088	5,317	4,849	5,535	5,781	5,575	20,957	26,343	21,740
	식량소재	1,423	1,739	1,185	1,018	1,212	1,241	1,352	1,365	8,511	5,366	5,171
에너지	GAS	114	236	251	219	199	193	183	189	449	820	764
	터미널, 발전	1,031	791	1,187	1,311	1,017	1,192	1,148	1,104	2,865	4,319	4,461
기타		433	277	330	102	1,030	1,276	1,355	1,362	1,167	1,142	5,023
영업이익		216	321	197	169	280	331	306	301	585	903	1,217
글로벌	철강	79	85	50	76	86	88	77	82	206	289	288
	식량소재	35	51	(3)	(6)	27	16	8	4	141	78	55
에너지	GAS	53	123	122	92	80	98	91	94	181	389	362
	터미널, 발전	102	15	73	42	61	90	91	73	147	232	315
기타		(52)	47	(45)	(35)	26	39	38	49	(88)	(85)	197
순이익		163	236	113	93	191	204	181	245	356	605	821

자료: 유진투자증권

# 포스코인터내셔널(047050.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	10,771	12,516	12,417	13,621	14,903
유동자산	7,155	7,319	6,389	6,743	7,225
현금성자산	776	1,492	241	225	315
매출채권	4,246	3,730	3,979	4,230	4,496
재고자산	1,904	1,758	1,827	1,942	2,064
비유동자산	3,616	5,197	6,028	6,878	7,679
투자자산	1,073	1,400	1,369	1,427	1,487
유형자산	1,353	1,561	2,460	3,288	4,064
기타	1,189	2,236	2,199	2,163	2,128
<b>부채총계</b>	7,259	8,118	7,375	8,064	8,801
유동부채	5,669	5,487	5,598	5,773	5,959
매입채무	2,846	2,620	2,727	2,899	3,081
유동성이자부채	2,471	2,522	2,522	2,522	2,522
기타	352	345	349	352	356
비유동부채	1,589	2,631	1,778	2,290	2,842
비유동성이자부채	1,484	2,400	1,545	2,056	2,606
기타	106	231	233	235	236
<b>자본총계</b>	3,512	4,398	5,042	5,557	6,102
지배자분	3,486	3,983	4,627	5,142	5,687
자본금	617	617	617	617	617
자본잉여금	558	541	541	541	541
이익잉여금	2,293	2,808	3,469	3,985	4,529
기타	19	17	(0)	(0)	(0)
비지배자분	26	415	415	415	415
<b>자본총계</b>	3,512	4,398	5,042	5,557	6,102
총차입금	3,955	4,922	4,067	4,578	5,128
순차입금	3,178	3,430	3,826	4,353	4,813

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	(378)	1,552	1,261	1,190	1,298
당기순이익	356	605	821	682	728
차산상각비	344	401	691	789	882
기타비현금성손익	(85)	(364)	(1,860)	(1,945)	(2,005)
운전자본증감	(1,365)	266	(211)	(194)	(206)
매출채권감소(증가)	(1,387)	470	(249)	(251)	(266)
재고자산감소(증가)	(956)	174	(69)	(115)	(122)
매입채무증가(감소)	1,019	(445)	107	172	182
기타	(41)	67	0	0	0
<b>투자현금</b>	(352)	(1,466)	(1,534)	(1,593)	(1,635)
단기투자자산감소	(28)	(100)	0	0	0
장기투자증권감소	31	0	19	(12)	(13)
설비투자	(183)	(263)	(1,180)	(1,204)	(1,240)
유형자산처분	31	9	0	0	0
무형자산처분	(284)	(368)	(373)	(378)	(383)
<b>재무현금</b>	693	979	(978)	388	427
차입금증가	780	674	(855)	511	550
자본증가	(86)	(102)	(123)	(123)	(123)
배당금지급	(86)	(102)	123	123	123
<b>현금 증감</b>	(158)	777	(1,251)	(16)	90
기초현금	679	521	1,298	46	31
기말현금	521	1,298	46	31	121
Gross Cash flow	987	1,286	1,472	1,384	1,504
Gross Investment	1,690	1,100	1,744	1,788	1,841
Free Cash Flow	(703)	186	(273)	(404)	(337)

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	33,949	37,990	37,159	38,730	40,357
증가율(%)	58.1	11.9	(2.2)	4.2	4.2
매출원가	32,814	36,422	35,239	36,960	38,495
매출총이익	1,135	1,568	1,920	1,769	1,862
판매 및 일반관리비	549	665	703	724	746
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	585	903	1,217	1,045	1,116
증가율(%)	23.4	54.2	34.9	(14.1)	6.8
EBITDA	929	1,303	1,908	1,835	1,998
증가율(%)	15.1	40.2	46.5	(3.9)	8.9
영업외손익	(97)	(160)	(144)	(152)	(177)
이자수익	25	35	30	31	32
이자비용	82	146	113	123	151
지분법손익	13	9	9	8	8
기타영업손익	(52)	(58)	(70)	(68)	(66)
세전순이익	489	742	1,073	893	939
증가율(%)	49.4	51.9	44.6	(16.8)	5.2
법인세비용	132	137	252	211	211
당기순이익	356	605	821	682	728
증가율(%)	55.3	69.7	35.8	(16.9)	6.7
자배주주지분	361	590	785	639	668
증가율(%)	51.2	63.5	33.0	(18.6)	4.5
비지배지분	(4)	15	37	43	60
EPS(원)	2,924	4,780	6,359	5,178	5,413
증가율(%)	51.2	63.5	33.0	(18.6)	4.5
수정EPS(원)	2,924	4,780	6,359	5,178	5,413
증가율(%)	51.2	63.5	33.0	(18.6)	4.5

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,924	4,780	6,359	5,178	5,413
BPS	28,259	32,283	37,501	41,679	46,092
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	7.7	4.7	7.6	9.4	9.0
PBR	0.8	0.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.4	4.8	6.5	7.0	6.7
배당수익률	3.6	4.4	2.1	2.1	2.1
PCR	2.8	2.2	4.1	4.3	4.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	1.7	2.4	3.3	2.7	2.8
EBITDA이익률	2.7	3.4	5.1	4.7	5.0
순이익률	1.1	1.6	2.2	1.8	1.8
ROE	10.9	15.8	18.2	13.1	12.3
ROIC	7.6	10.8	11.8	9.0	8.7
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	90.5	78.0	75.9	78.3	78.9
유동비율	126.2	133.4	114.1	116.8	121.2
이자보상배율	7.1	6.2	10.8	8.5	7.4
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	3.6	3.3	3.0	3.0	2.8
매출채권회전율	9.7	9.5	9.6	9.4	9.3
재고자산회전율	24.0	20.7	20.7	20.6	20.1
매입채무회전율	14.9	13.9	13.9	13.8	13.5

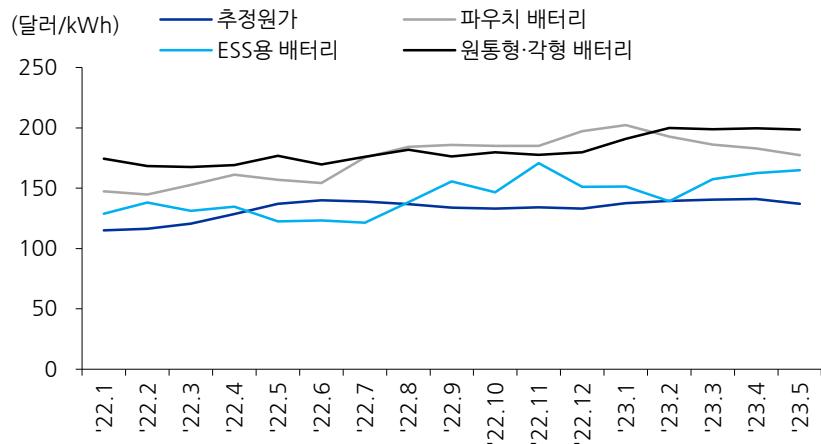
편집상의 공백페이지입니다

---

# 04

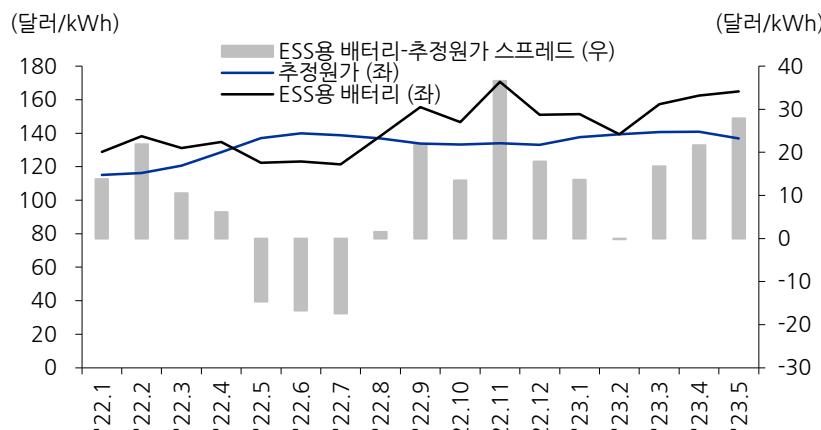
## 배터리

## 배터리 가중평균 원가



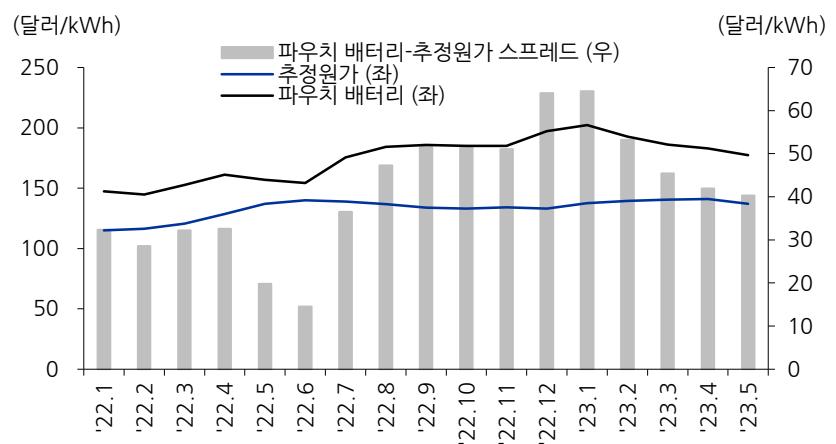
자료: KITA, 유진투자증권

## ESS용 배터리 가중평균 스프레드



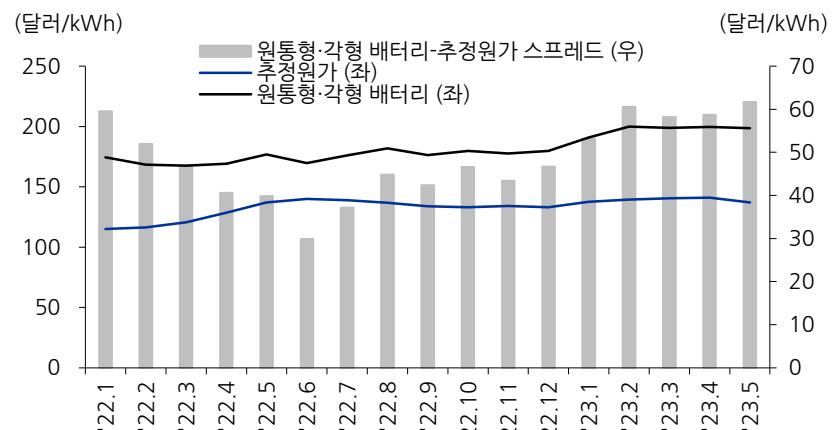
자료: KITA, 유진투자증권

## 파우치 배터리 가중평균 스프레드



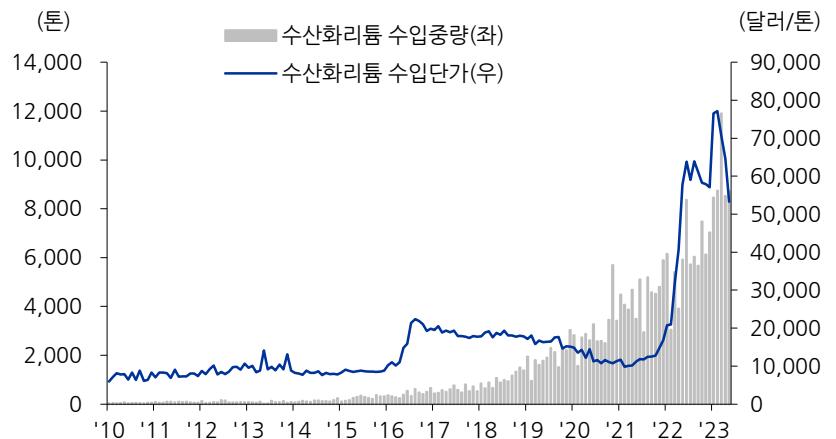
자료: KITA, 유진투자증권

## 원통형·각형 배터리 가중평균 스프레드



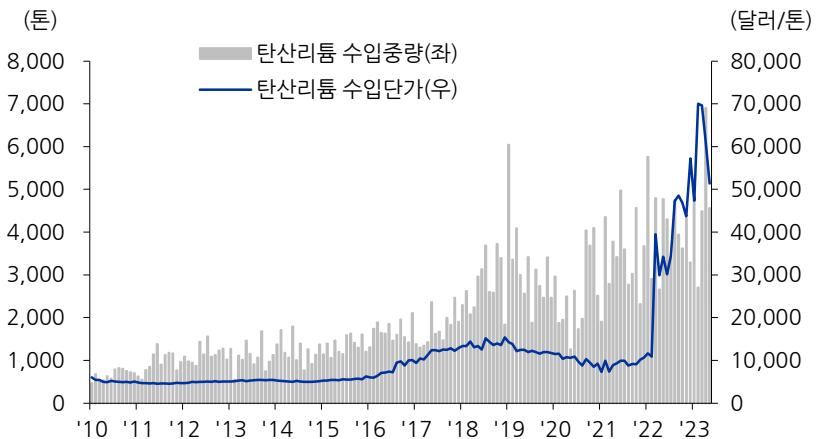
자료: KITA, 유진투자증권

## 수산화리튬 수입



자료: KITA, 유진투자증권

## 탄산리튬 수입



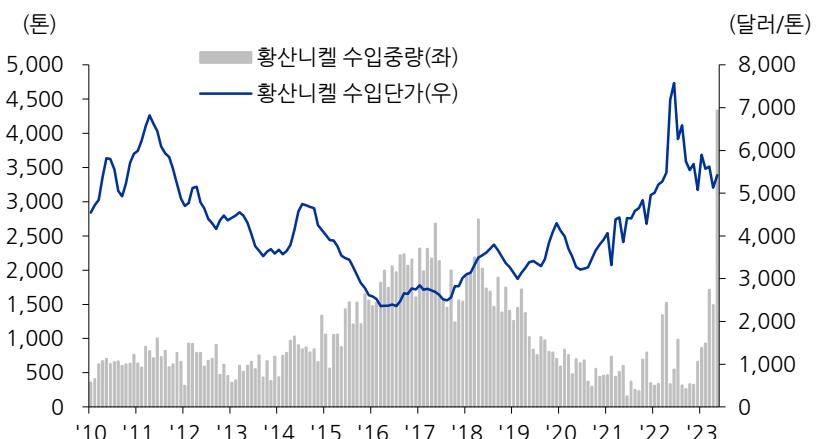
자료: KITA, 유진투자증권

## 산화코발트 수입



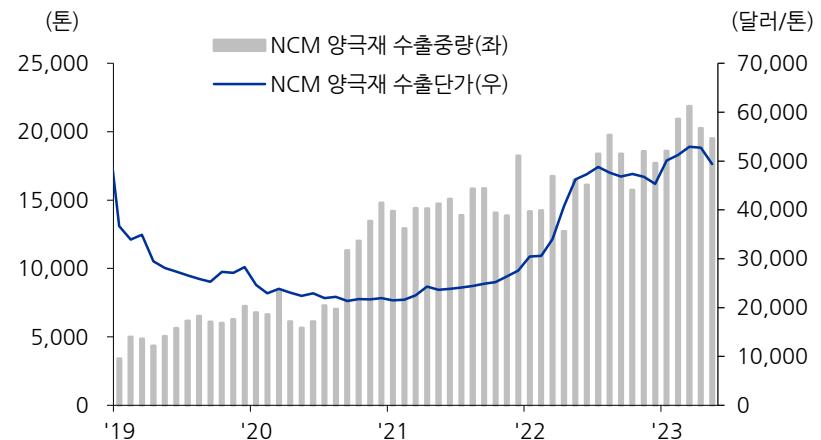
자료: KITA, 유진투자증권

## 황산니켈 수입



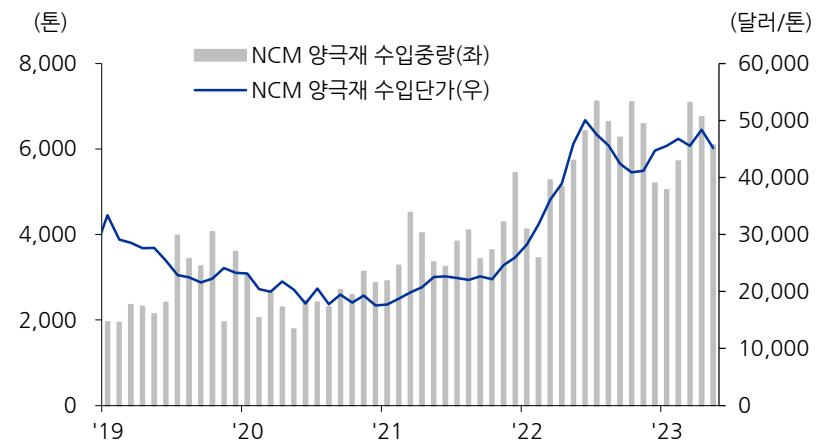
자료: KITA, 유진투자증권

## NCM 양극재 수출



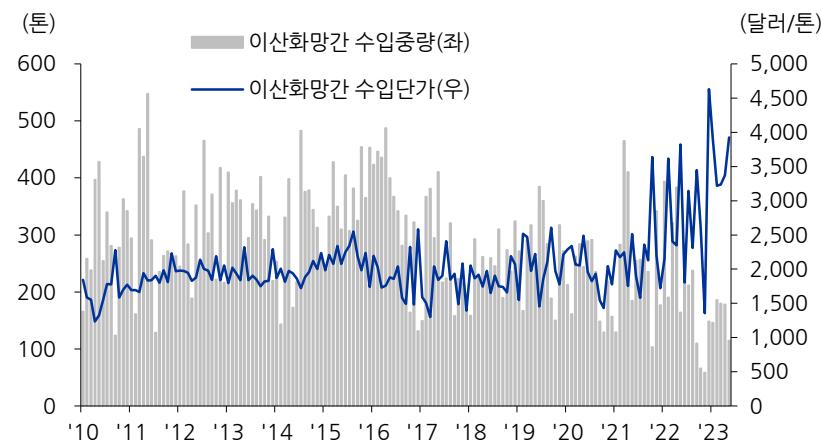
자료: KITA, 유진투자증권

## NCM 양극재 수입



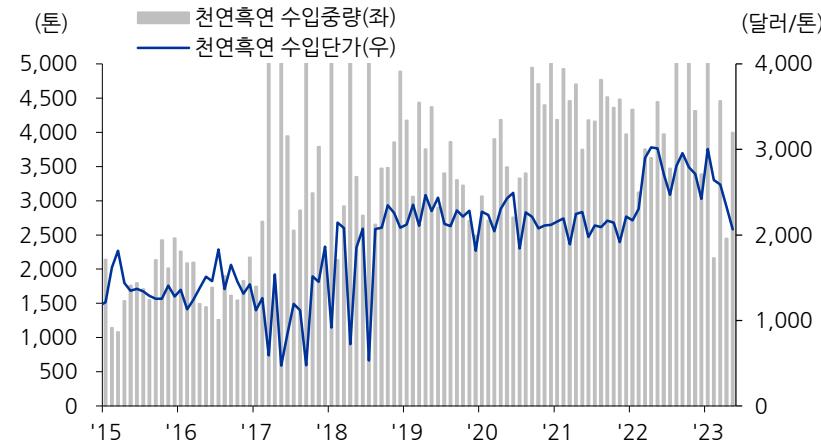
자료: KITA, 유진투자증권

## 이산화망간 수입



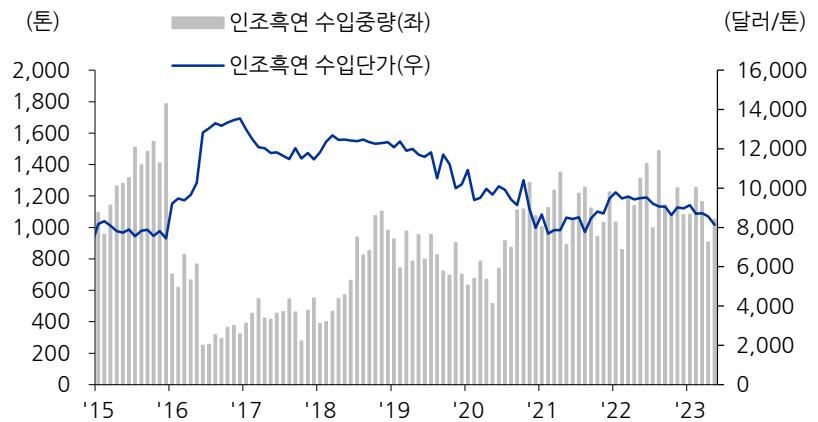
자료: KITA, 유진투자증권

## 천연흑연 수입



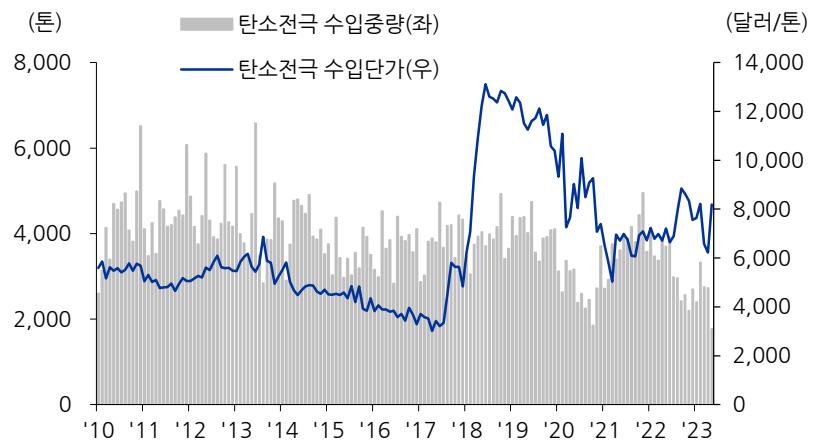
자료: KITA, 유진투자증권

## 인조흑연(2차전지제조용) 수입



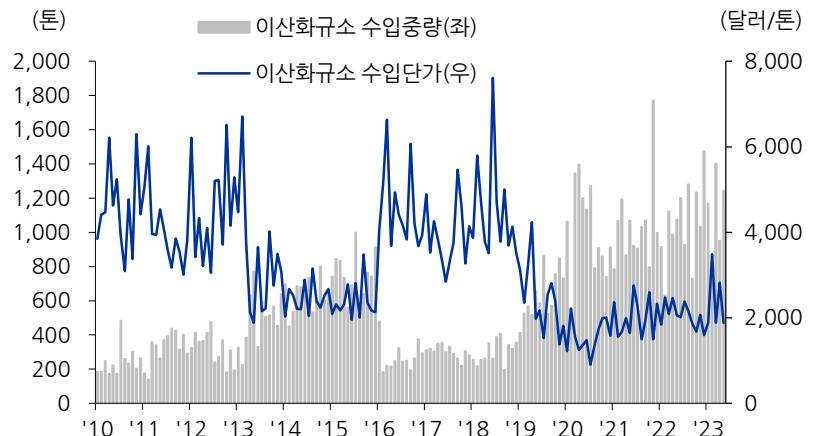
자료: KITA, 유진투자증권

## 탄소전극 수입



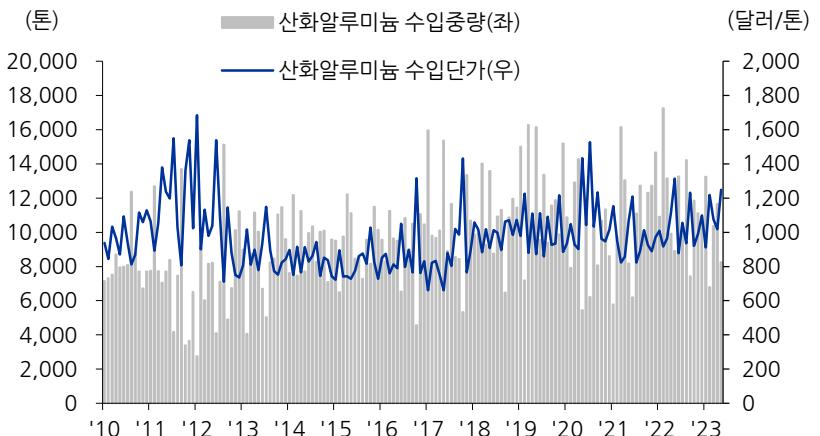
자료: KITA, 유진투자증권

## 이산화규소 수입



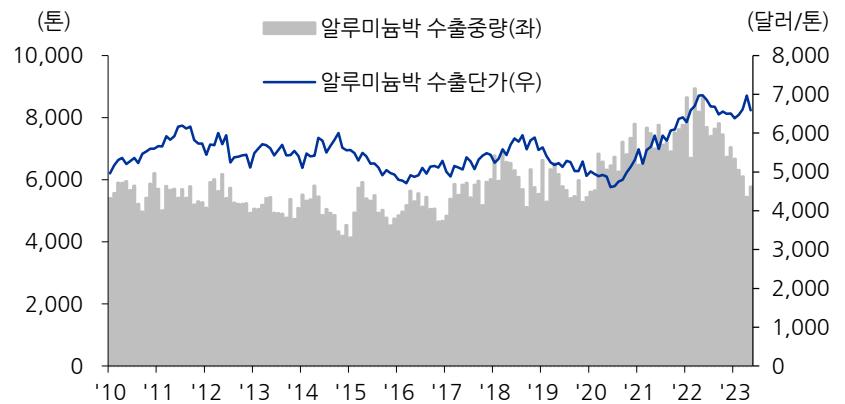
자료: KITA, 유진투자증권

## 산화알루미늄 수입



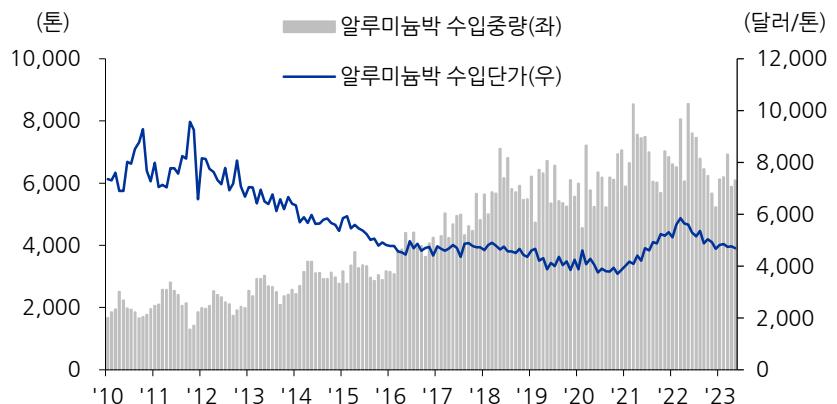
자료: KITA, 유진투자증권

## 알루미늄박 수출



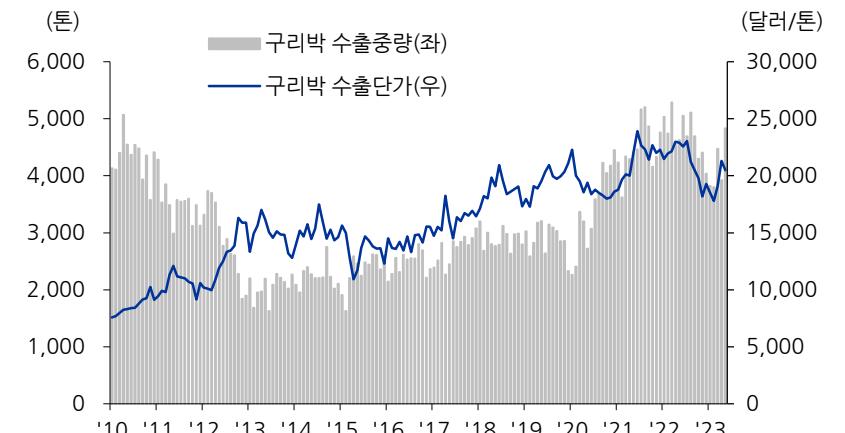
자료: KITA, 유진투자증권

## 알루미늄박 수입



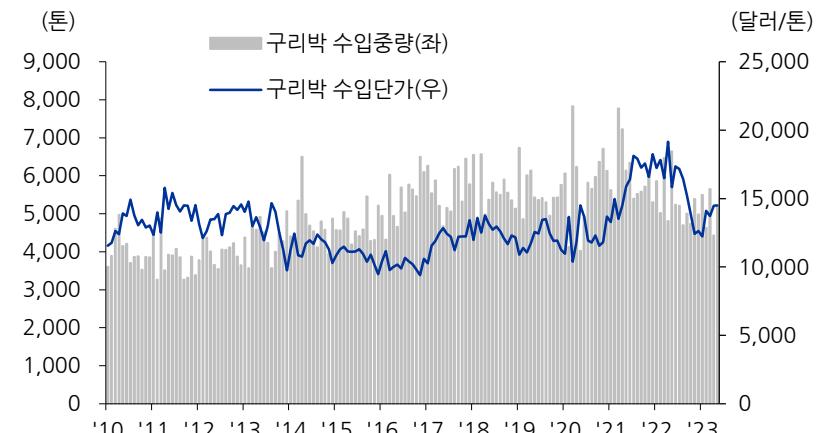
자료: KITA, 유진투자증권

## 구리박 수출



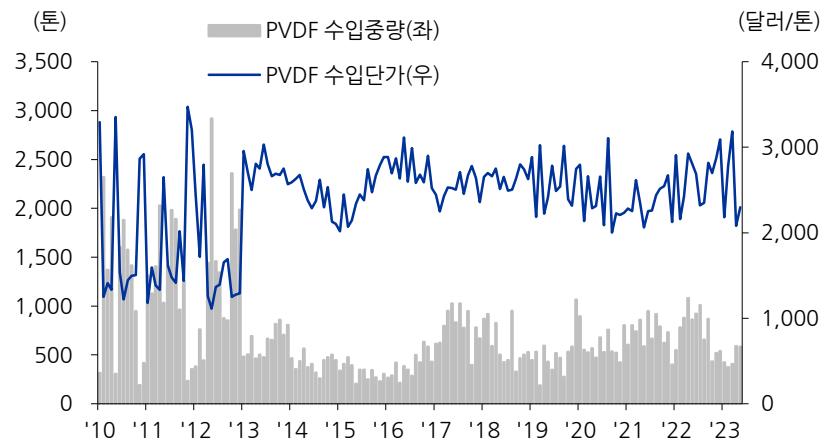
자료: KITA, 유진투자증권

## 구리박 수입



자료: KITA, 유진투자증권

## PVDF 수입



자료: KITA, 유진투자증권

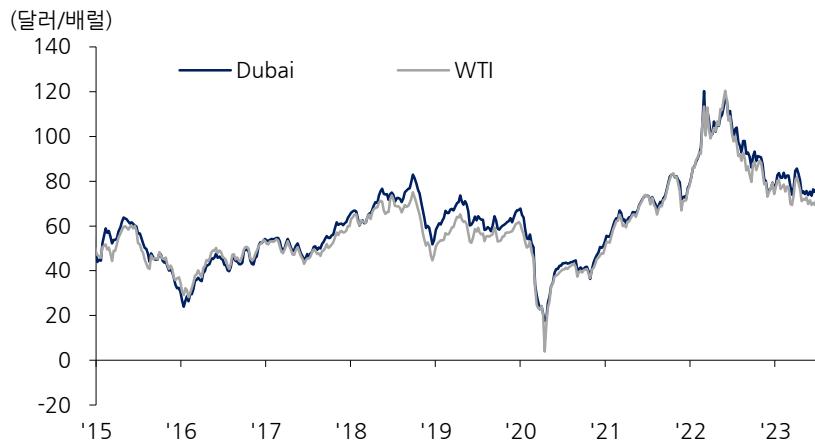
편집상의 공백페이지입니다

---

05

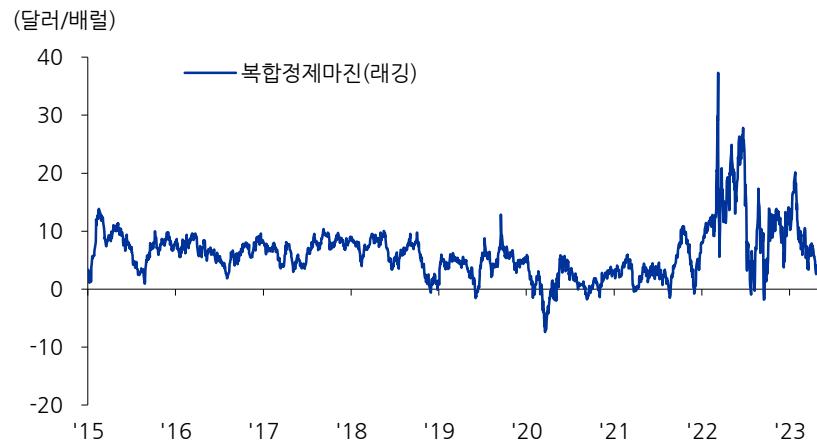
정유/화학

## WTI, 두바이 유가



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 정제마진 (래깅)



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 정제마진 (스팟)



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 휘발유, 경유 마진



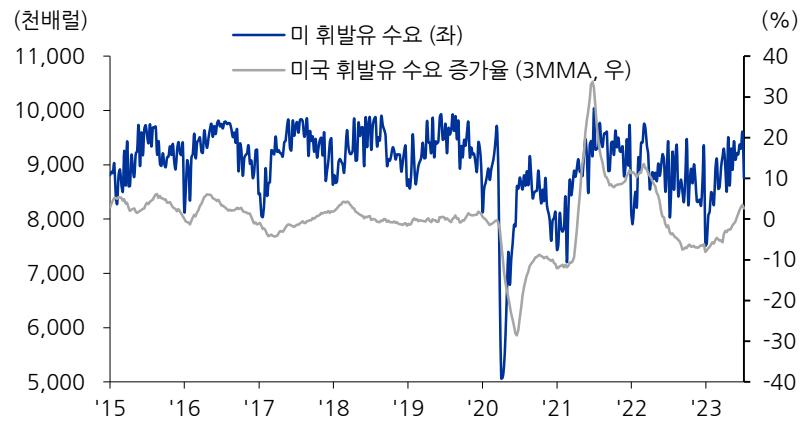
자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 중유, 납사 마진



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 미국 휘발유 수요



자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 원유 재고



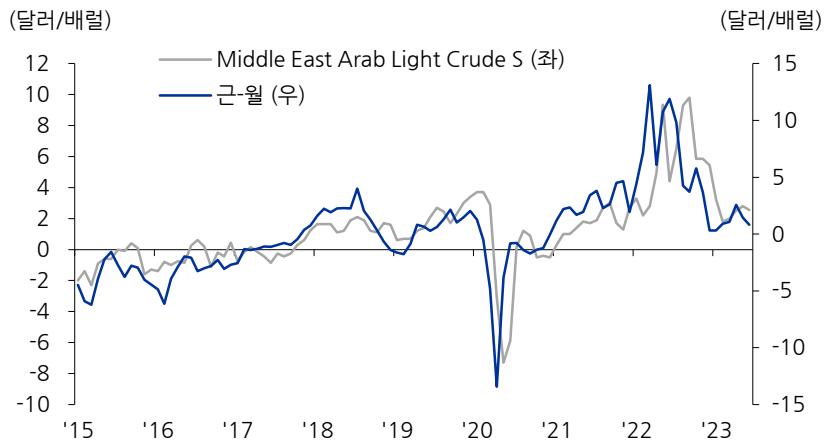
자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 경제가동률



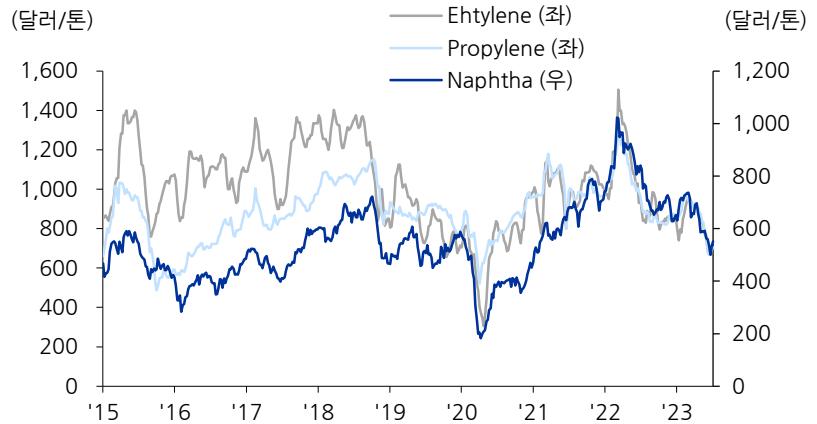
자료: EIA, 유진투자증권

## 사우디 OSP 프리미엄



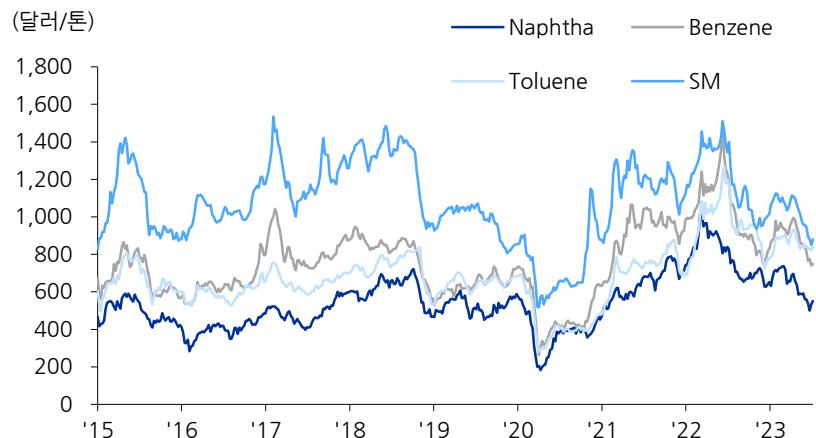
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 납사와 기초유분 가격



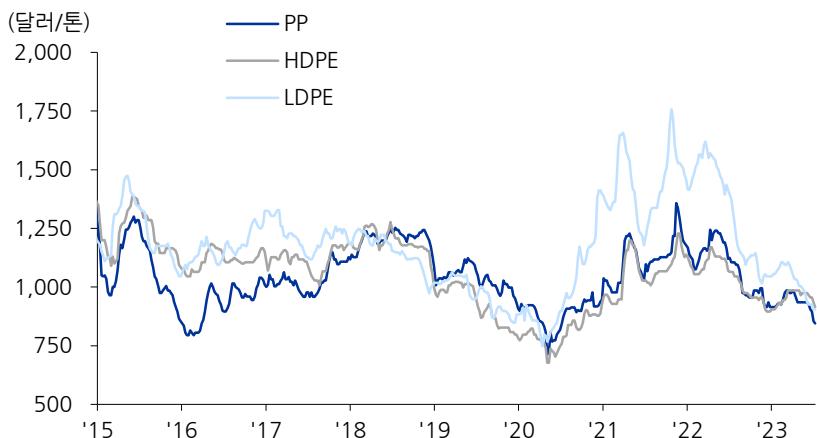
자료: 시스肯, 유진투자증권

## 아로마틱 유분가격



자료: 시스肯, 유진투자증권

## 합성수지 가격 1



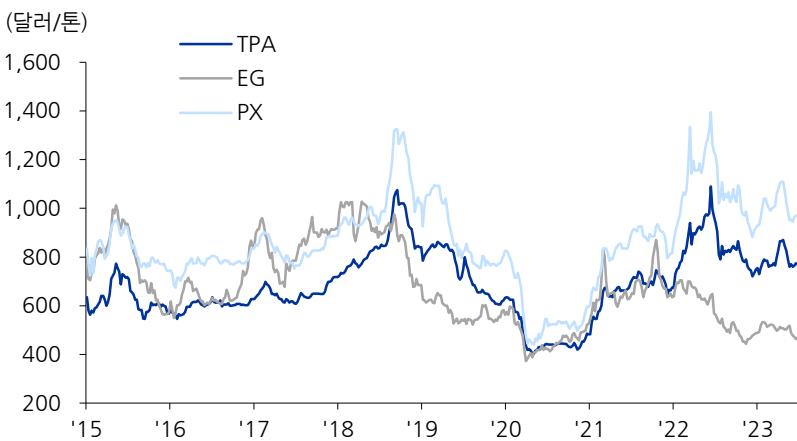
자료: 시스肯, 유진투자증권

## 합성수지 가격 2



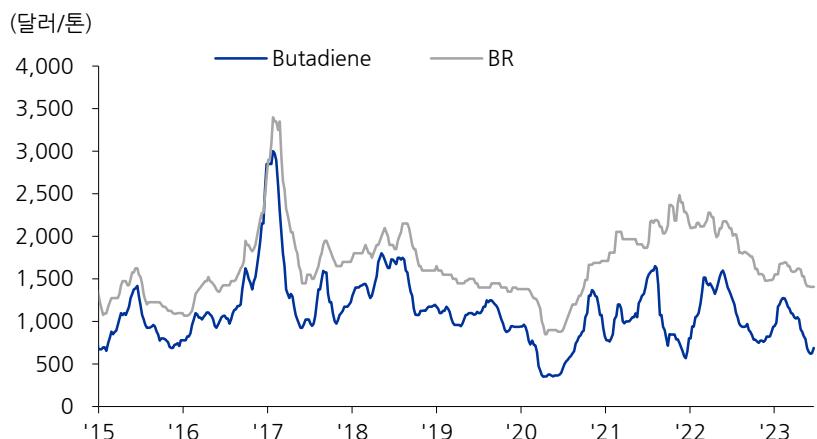
자료: 시스肯, 유진투자증권

## 합성섬유 가격



자료: 시스肯, 유진투자증권

## 합성고무 가격



자료: 시스肯, 유진투자증권

## 합성수지 스프레드



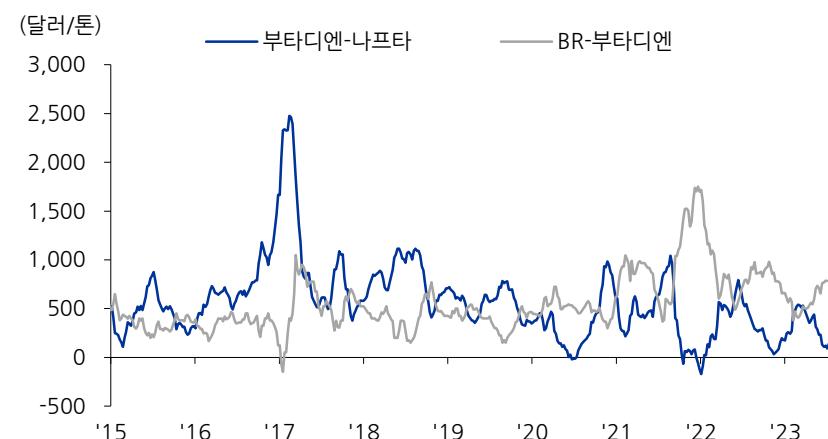
자료: 시스肯, 유진투자증권

## 섬유 스프레드



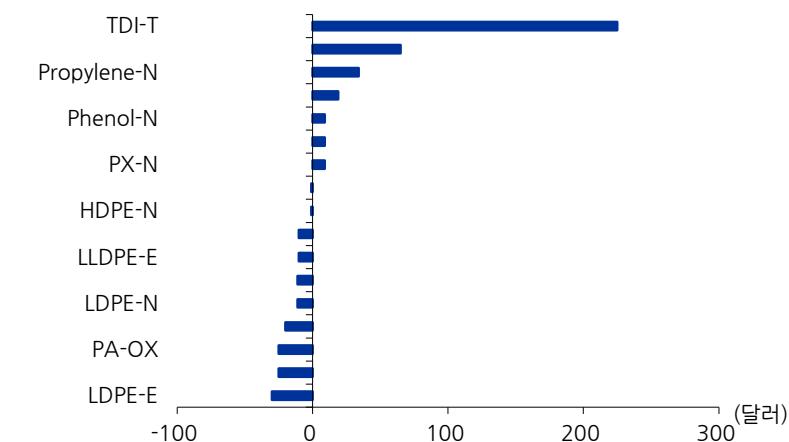
자료: 시스肯, 유진투자증권

## 고무 스프레드



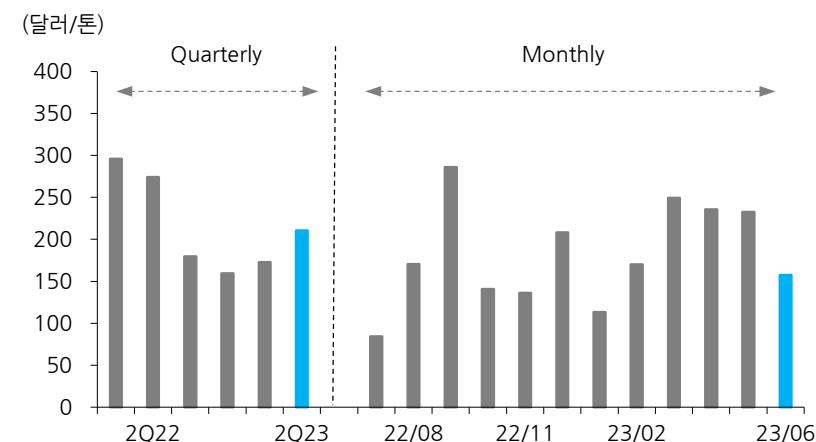
자료: 시스肯, 유진투자증권

## 한 달간 제품 스프레드 변동폭



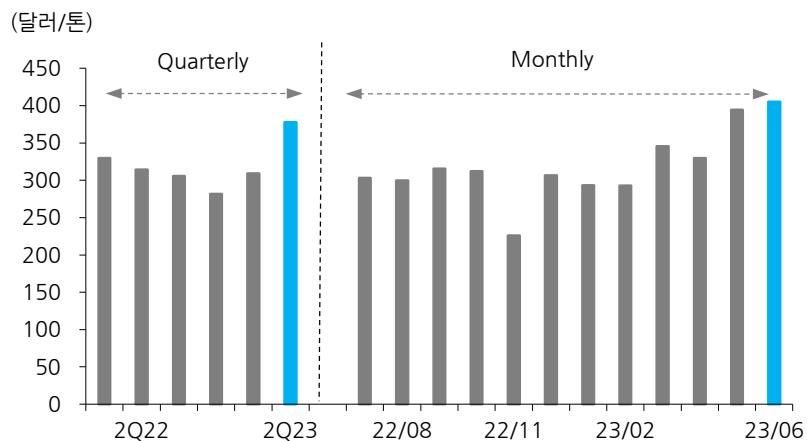
자료: 시스肯, 유진투자증권

## Ethylene-Naphtha: Pure, Chemical



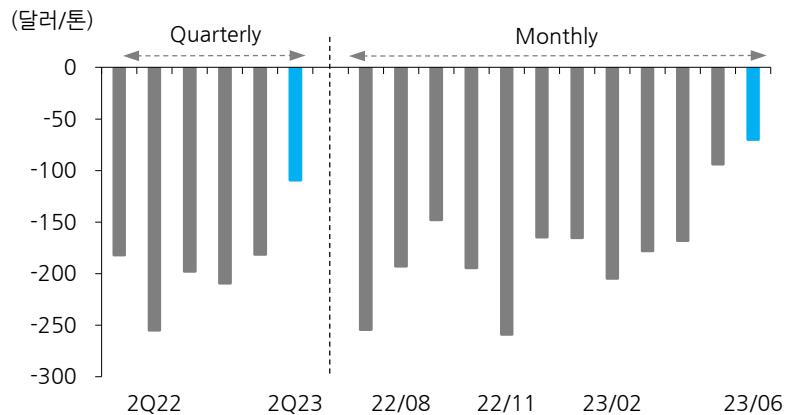
자료: 시스肯, 유진투자증권

### HDPE-Naphtha: Pure, Chemical



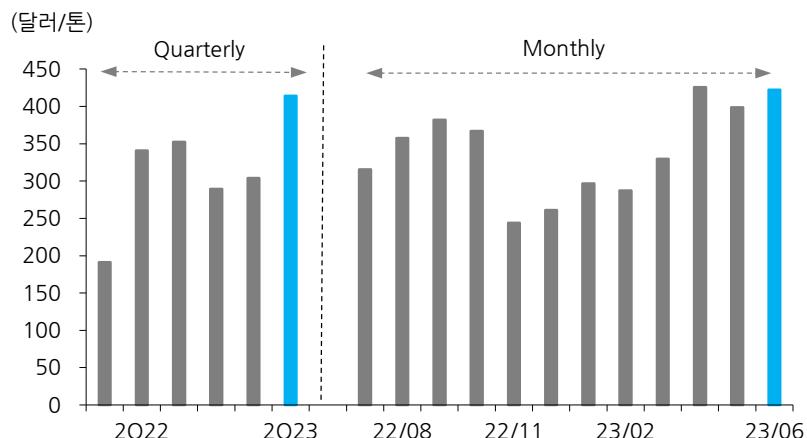
자료: 시스肯, 유진투자증권

### MEG-Naphtha: 롯데케미칼, 대한유화



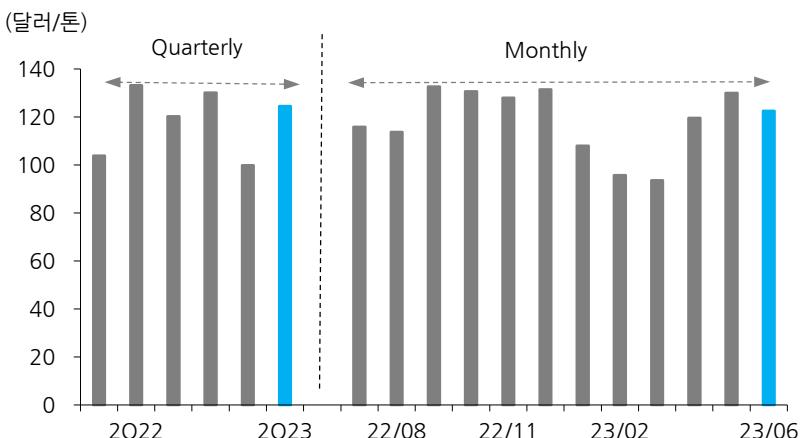
자료: 시스肯, 유진투자증권

### PX-Naphtha: 정유사 화학부문



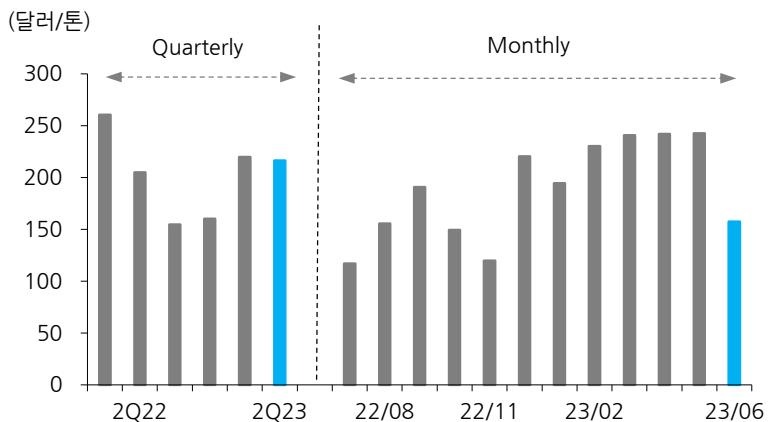
자료: 시스肯, 유진투자증권

### TPA-PX: 롯데케미칼, 효성, 한화



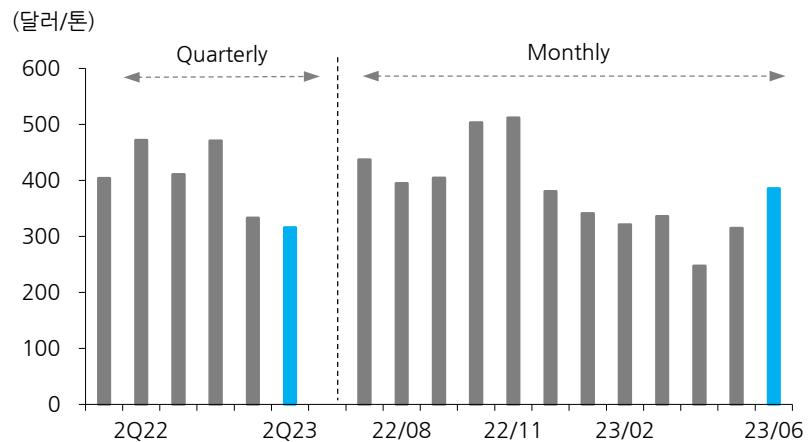
자료: 시스肯, 유진투자증권

### Propylene-Naphtha: Pure, Chemical



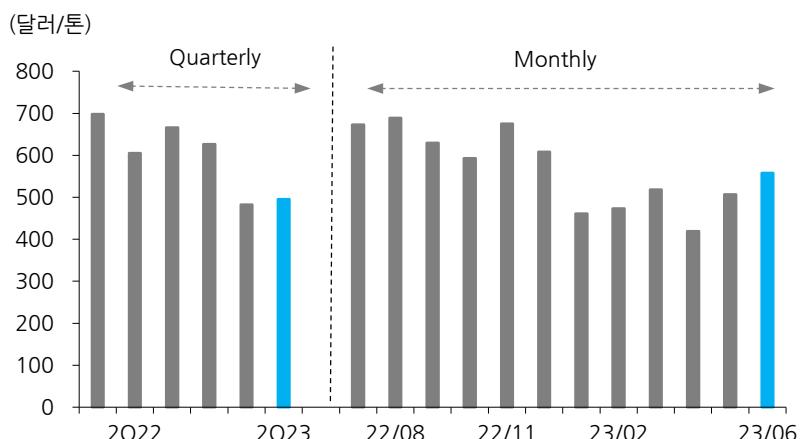
자료: 시스肯, 유진투자증권

### AN-Propylene: 태광산업



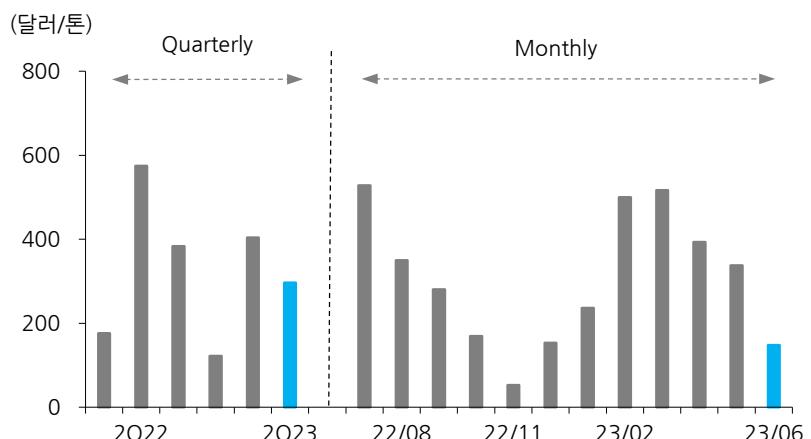
자료: 시스肯, 유진투자증권

### Caprolactam-Benzene: 카프로



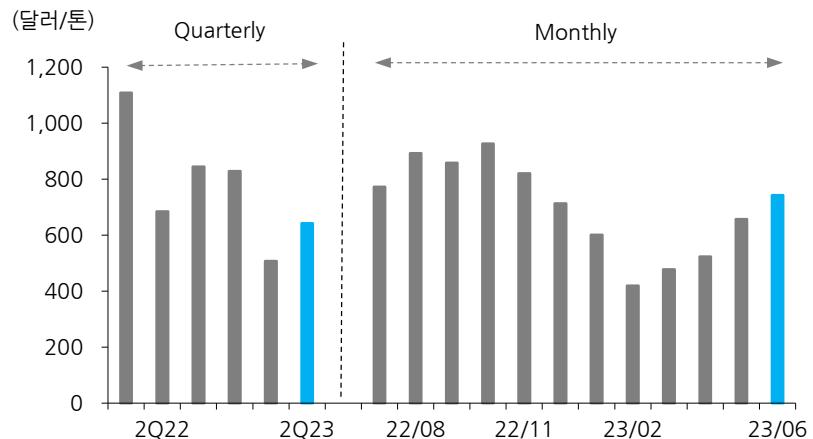
자료: 시스肯, 유진투자증권

### Butadiene-Naphtha: 롯데케미칼



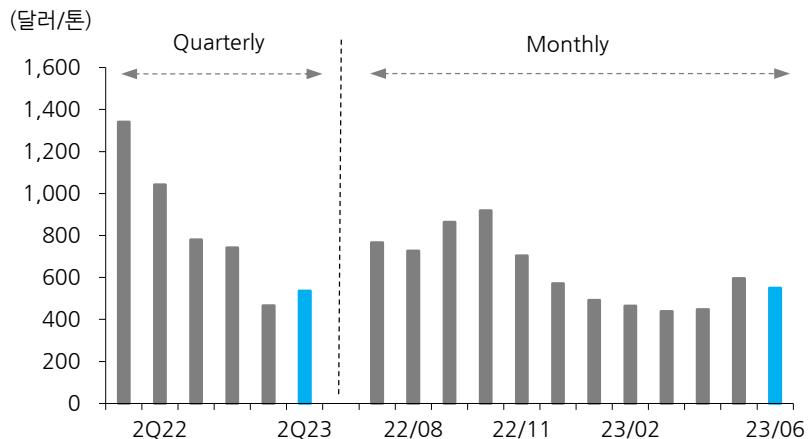
자료: 시스肯, 유진투자증권

### BR-Butadiene: LG화학, 금호화학



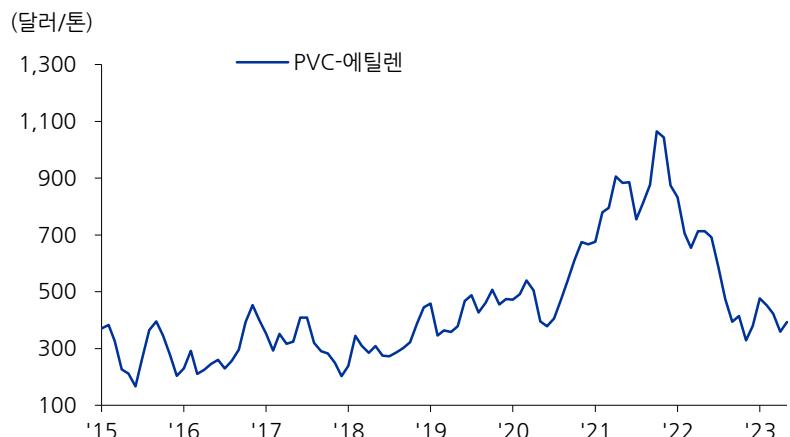
자료: 시스肯, 유진투자증권

### BPA-Naphtha: LG화학, 금호석유(금호피앤비)



자료: 시스肯, 유진투자증권

### PVC-에틸렌: 한화솔루션, LG화학



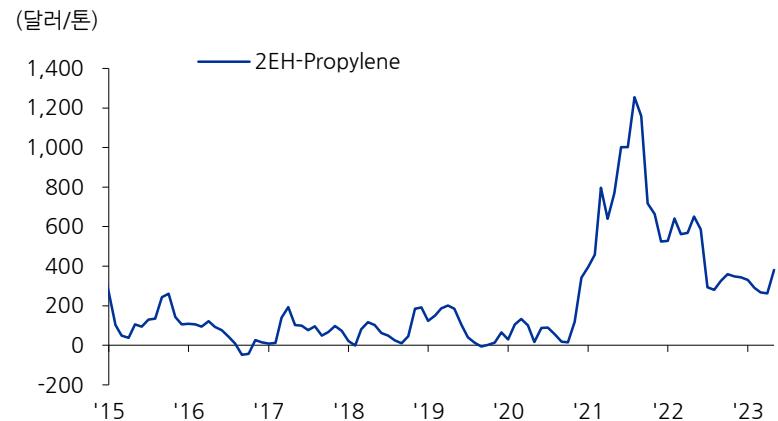
자료: KITA, 유진투자증권

### ABS, SM-Naphtha: LG화학, 금호석유



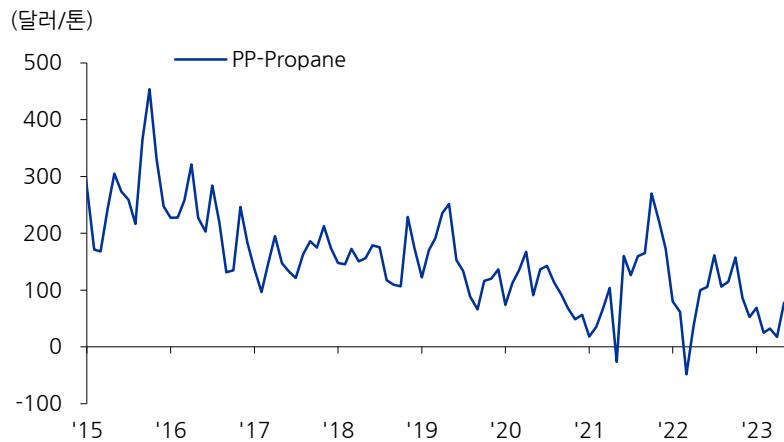
자료: KITA, 유진투자증권

### 2EH-Propylene: LG화학



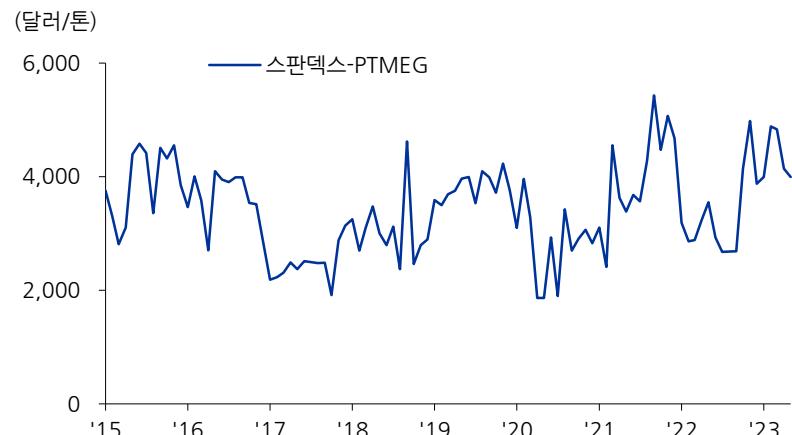
자료: KITA, 유진투자증권

### PP-Propane: 효성



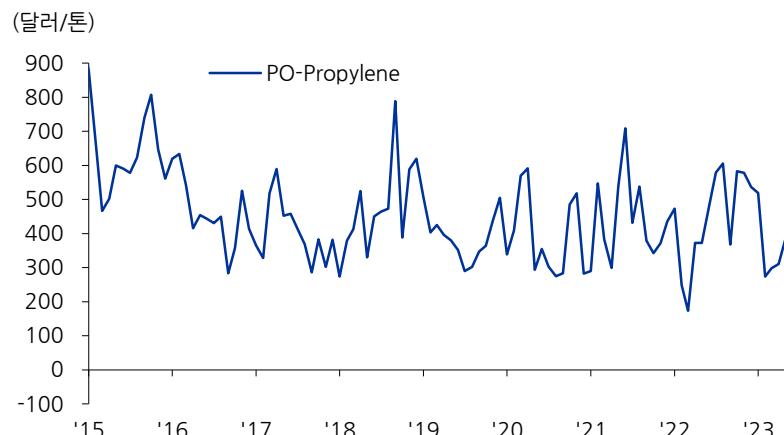
자료: KITA, 유진투자증권

### 스판덱스-PTMEG: 효성



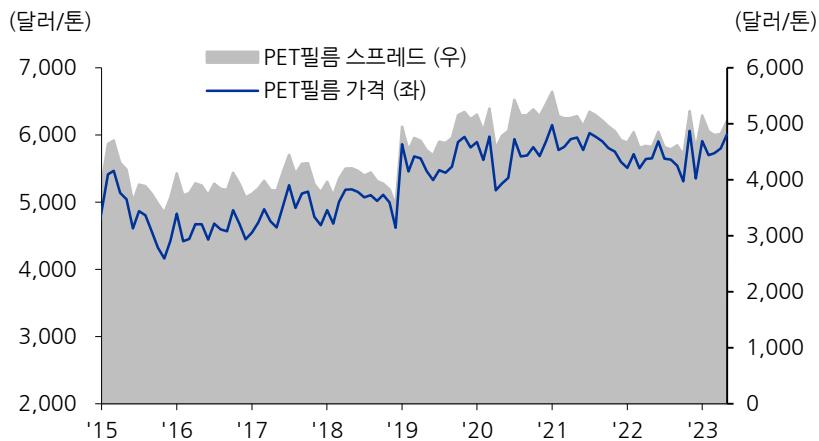
자료: KITA, 유진투자증권

### PO-Propylene: SKC



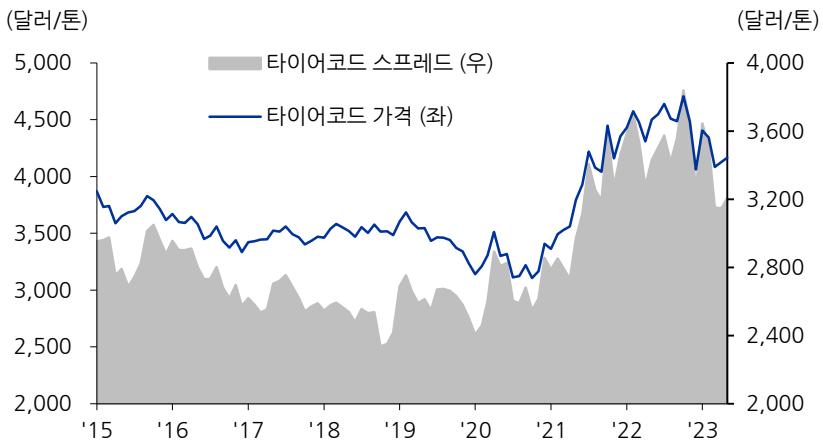
자료: KITA, 유진투자증권

### PET필름 가격과 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

### 타이어코드 가격과 스프레드: 효성, 코오롱인더스트리



자료: KITA, 유진투자증권

### 천연고무 & 합성고무 가격



자료: Refinitiv, Bloomberg, 유진투자증권

### 석유수지 가격: 코오롱인더스트리 화학부문



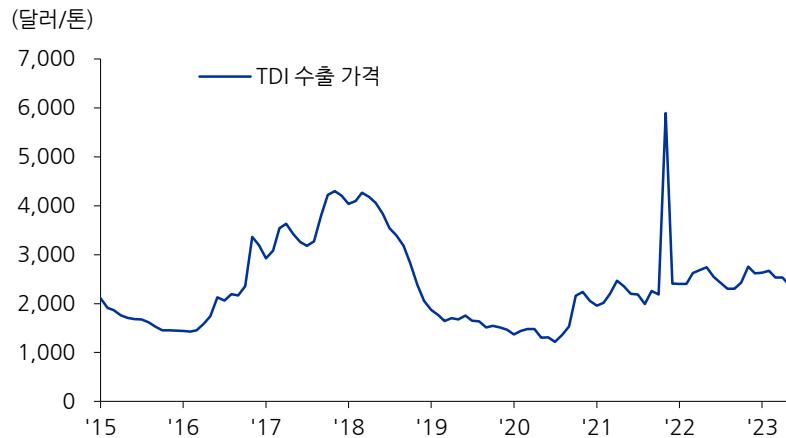
자료: KITA, 유진투자증권

### 폴리실리콘: OCI, 한화솔루션



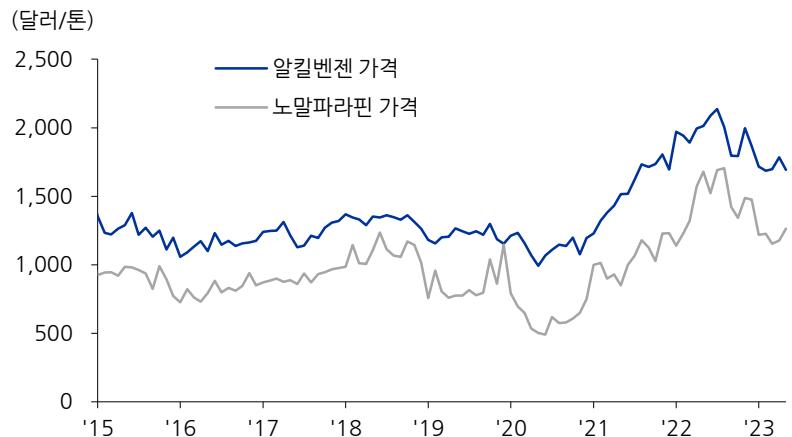
자료: KITA, 유진투자증권

### TDI: 한화솔루션 케미칼부문, OCI



자료: KITA, 유진투자증권

### 알킬벤젠/노말파라핀: 이수화학



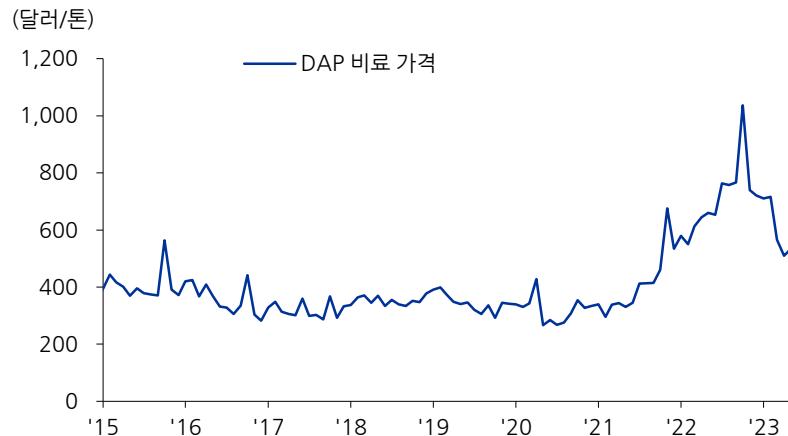
자료: KITA, 유진투자증권

### 셀룰로오스 제품: 롯데정밀화학



자료: KITA, 유진투자증권

### DAP 비료: 남해화학



자료: KITA, 유진투자증권

### 윤활유기유: 정유사 윤활유 부문



자료: KITA, 유진투자증권

### 고흡수성수지(SAP): LG화학



자료: KITA, 유진투자증권

### 가성소다: 한화솔루션, LG화학, 롯데정밀화학



자료: KITA, 유진투자증권

### NBL: 금호석유, LG화학



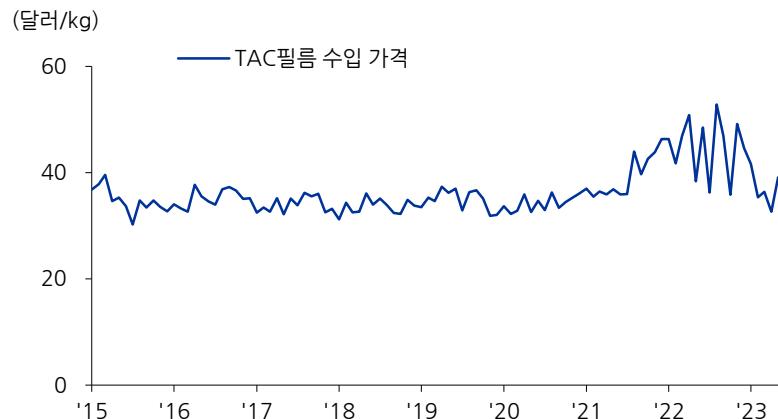
자료: KITA, 유진투자증권

### 리튬이온전지: LG화학



자료: KITA, 유진투자증권

### TAC 필름 수입 가격: 효성, SK아노베이션



자료: KITA, 유진투자증권

### 에폭시수지: 국도화학, 금호석유



자료: KITA, 유진투자증권

## 과산화수소: 한솔케미칼



자료: KITA, 유진투자증권

## 타이어 수출 가격



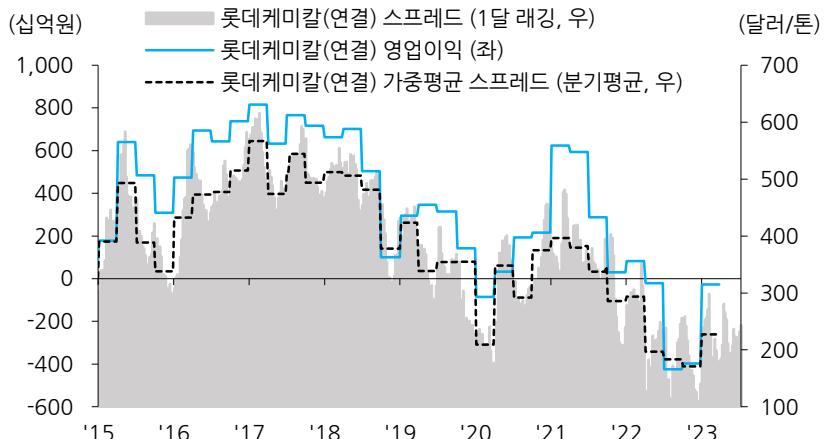
자료: KITA, 유진투자증권

## 가중평균 스프레드(1달 래깅): LG화학



자료: 시스켐, KITA, LG화학, 유진투자증권

## 가중평균 스프레드(1달 래깅): 롯데케미칼(연결)



자료: 시스켐, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 롯데케미칼(개별)



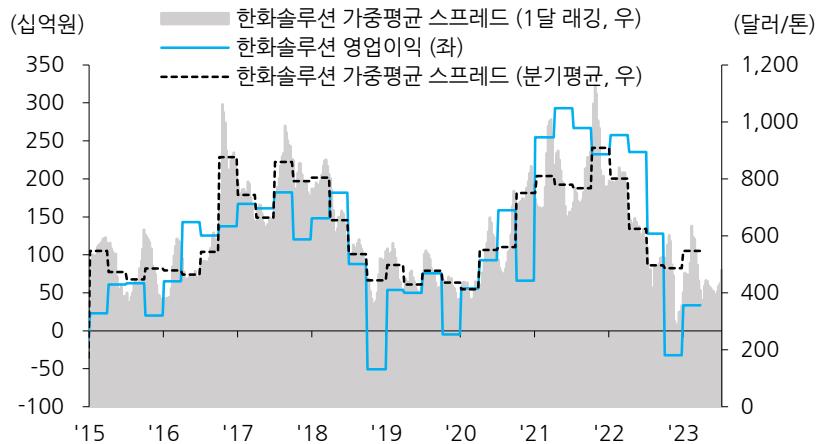
자료: 시스肯, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 금호석유화학



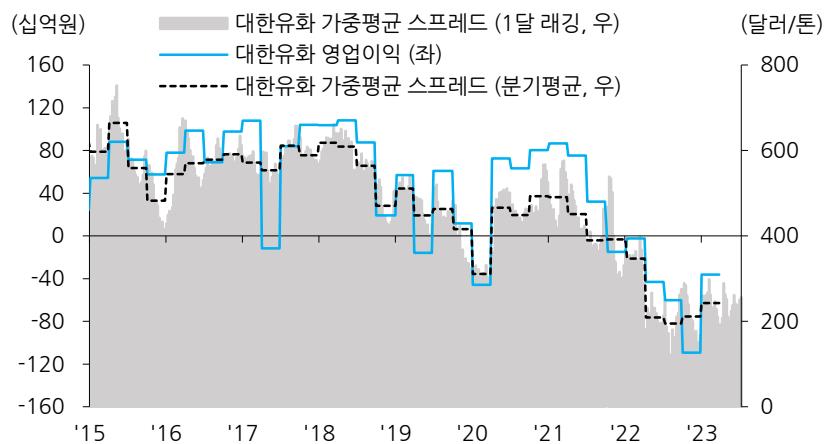
자료: 시스肯, KITA, 금호석유화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 한화솔루션



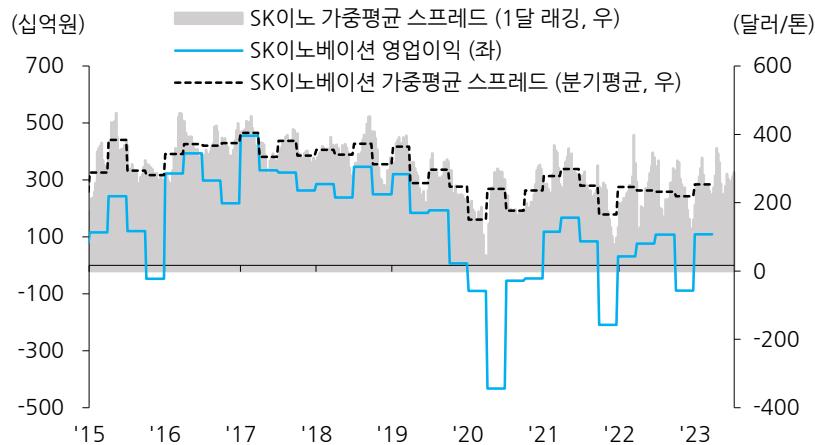
자료: 시스肯, KITA, 한화솔루션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 대한유화



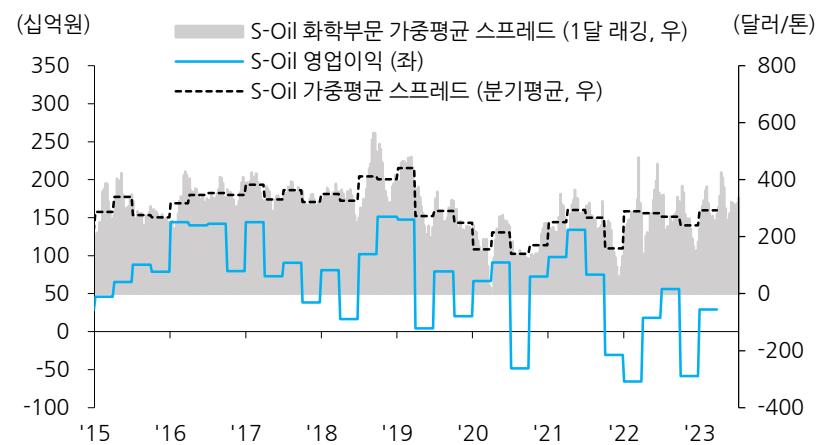
자료: 시스肯, KITA, 대한유화, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): SK이노베이션 화학부문



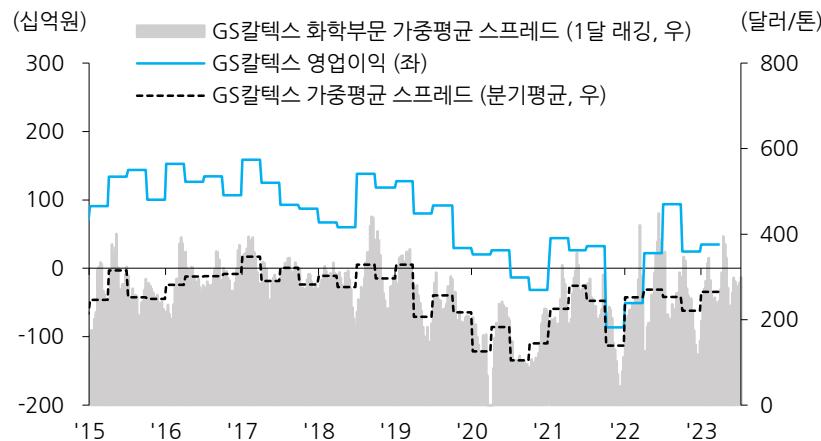
자료: 시스肯, KITA, SK이노베이션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): S-Oil 화학부문



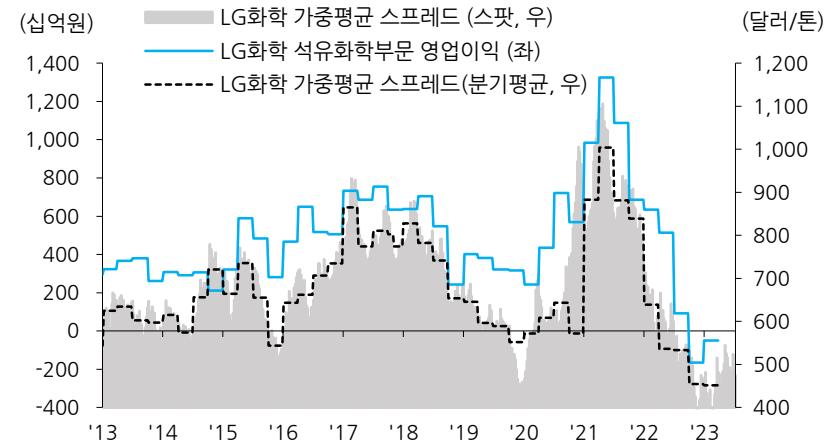
자료: 시스肯, KITA, S-Oil, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): GS칼텍스 화학부문



자료: 시스肯, KITA, GS칼텍스, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): LG화학



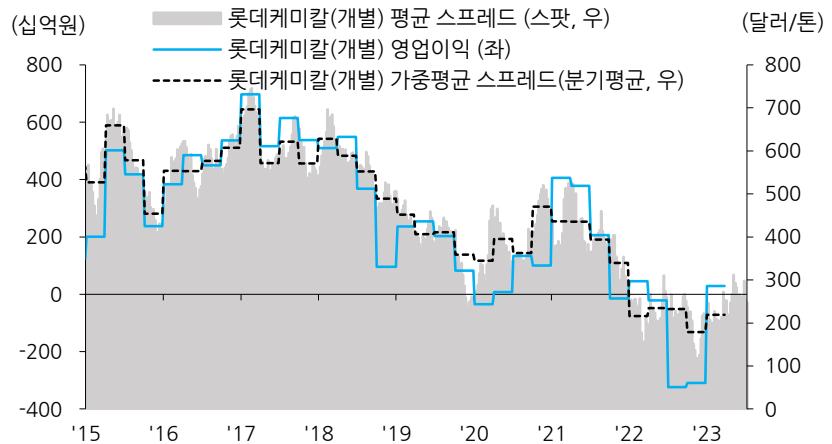
자료: 시스肯, KITA, LG화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 롯데케미칼(연결)



자료: 시스肯, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 롯데케미칼(개별)



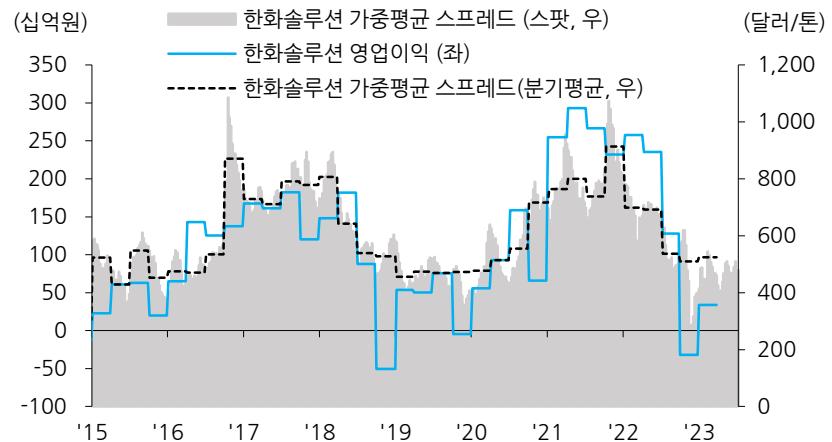
자료: 시스肯, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 금호석유화학



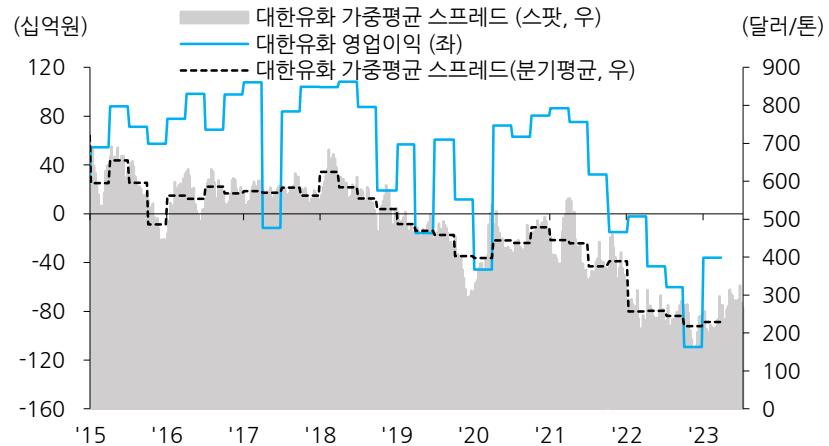
자료: 시스肯, KITA, 금호석유화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 한화솔루션



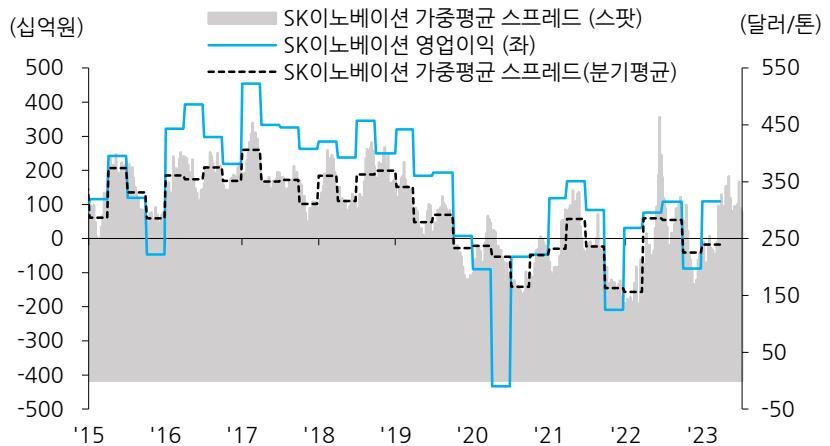
자료: 시스肯, KITA, 한화솔루션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 대한유화



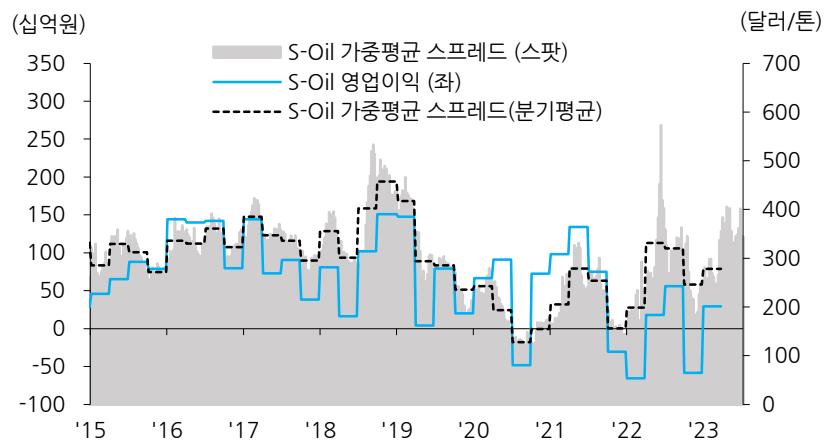
자료: 시스肯, KITA, 대한유화, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): SK이노베이션 화학부문



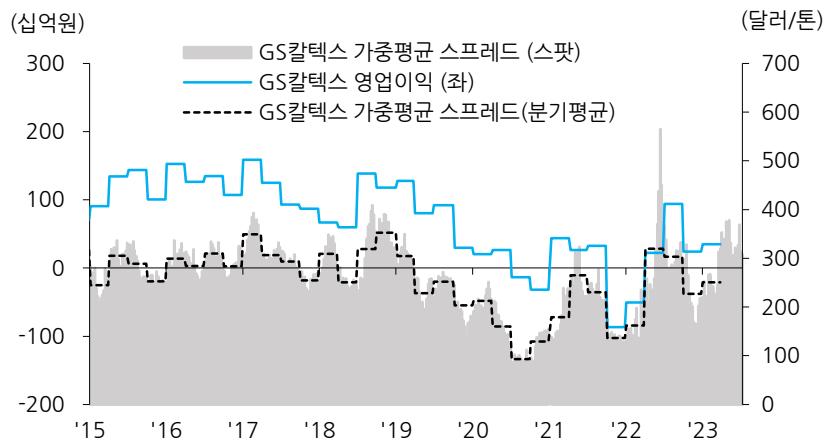
자료: 시스肯, KITA, SK이노베이션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): S-Oil 화학부문



자료: 시스肯, KITA, S-Oil, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): GS칼텍스 화학부문



자료: 시스肯, KITA, GS칼텍스, 유진투자증권

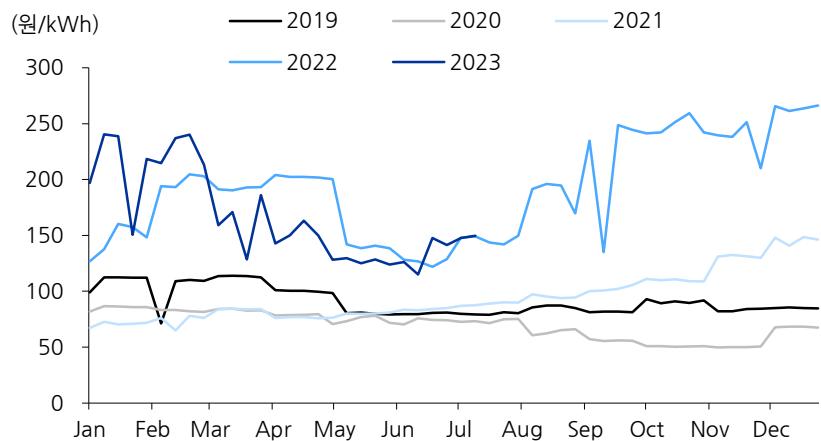
편집상의 공백페이지입니다

---

06

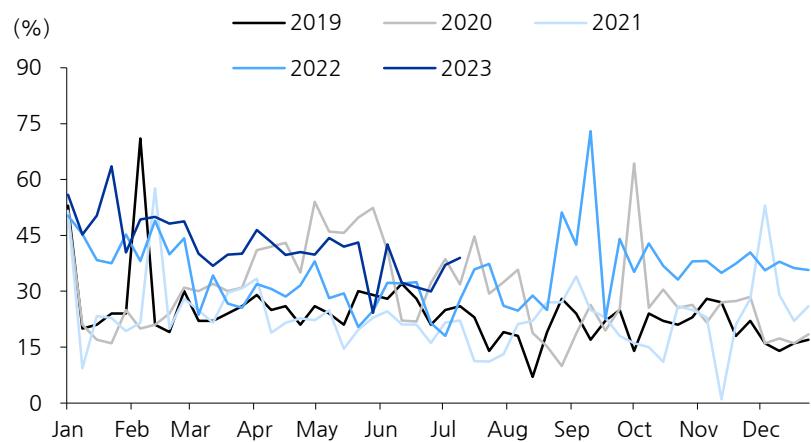
## 에너지/유틸리티

## SMP추이



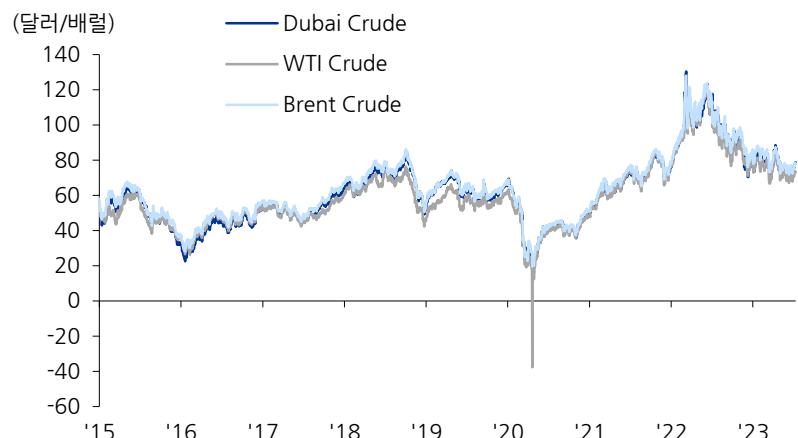
자료: 전력거래소, 유진투자증권

## 주간 평균 전력공급 예비율



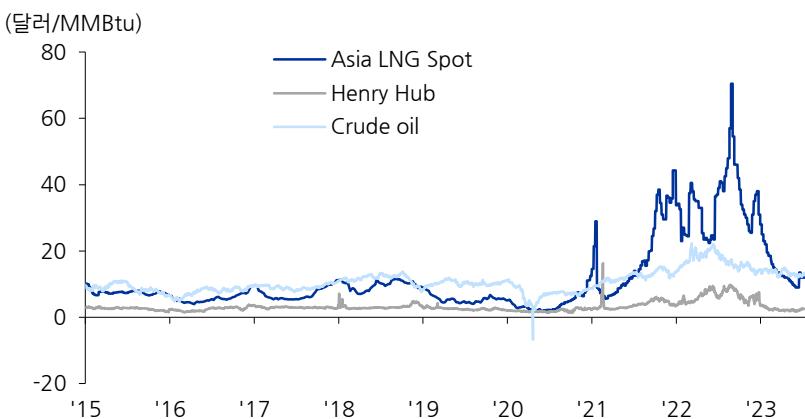
자료: 전력거래소, 유진투자증권

## 국제유가 추이



[100] 자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 국제 에너지 가격



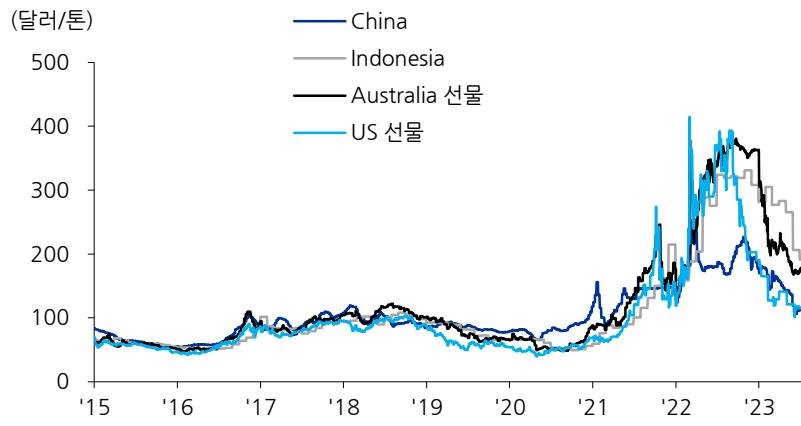
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 지역별 석탄 가격



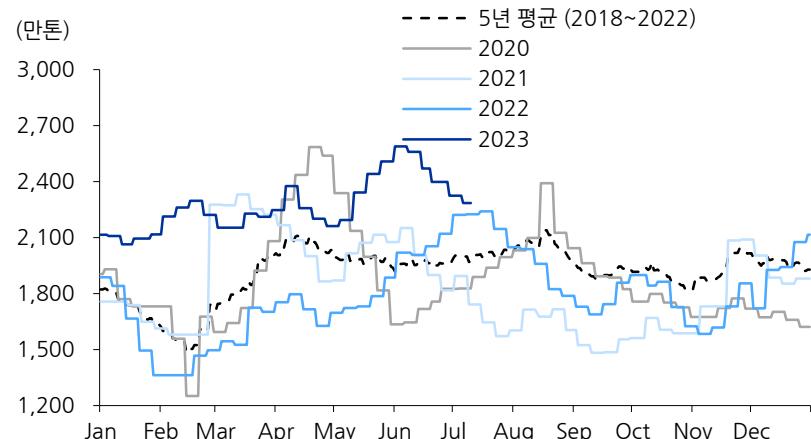
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 중국 Qinhuangdao항 석탄 재고량



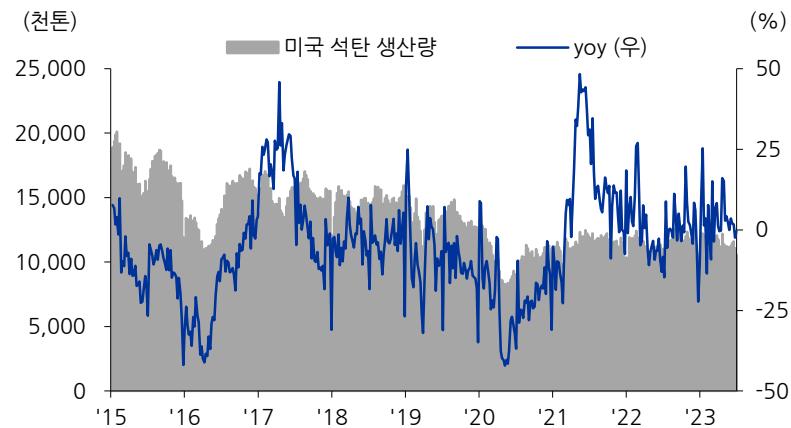
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 중국 발전용 석탄 재고량



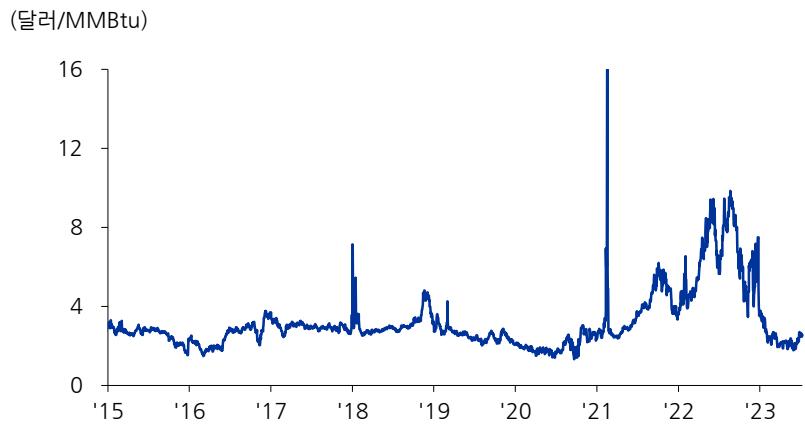
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 미국 석탄 생산량



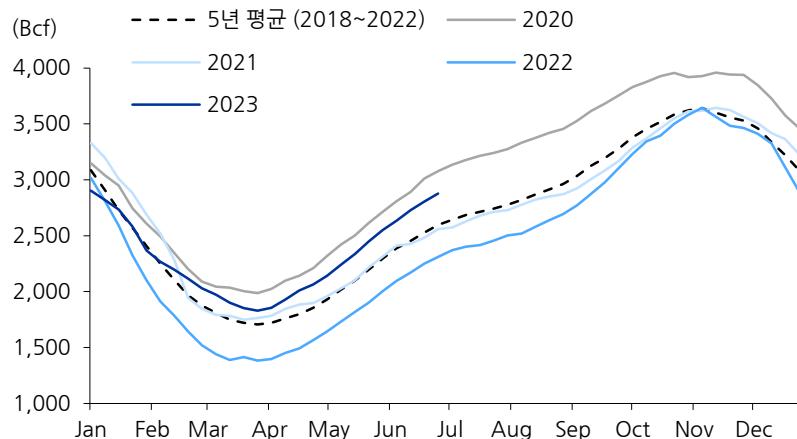
자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 Henry Hub 천연가스 가격



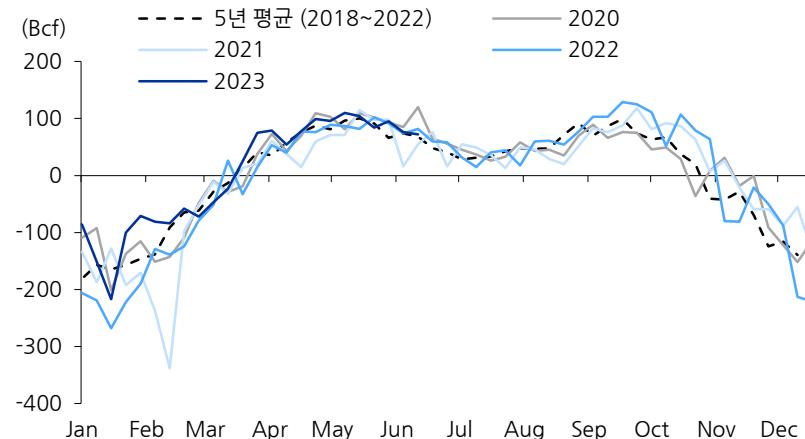
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 미국 천연가스 재고량



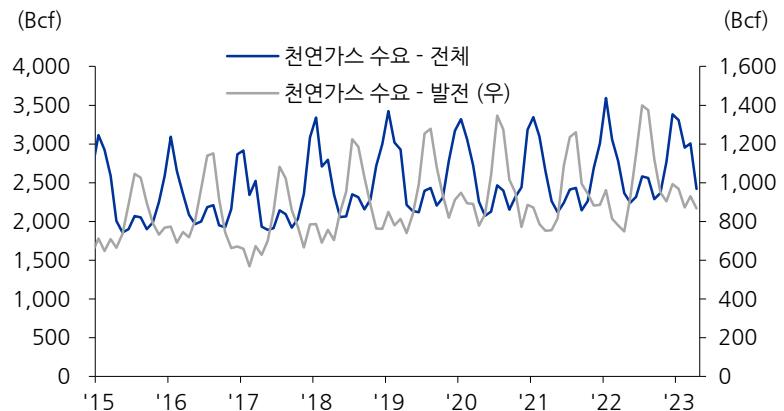
자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 천연가스 재고 주간 변화량



자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 전체 및 발전 수요



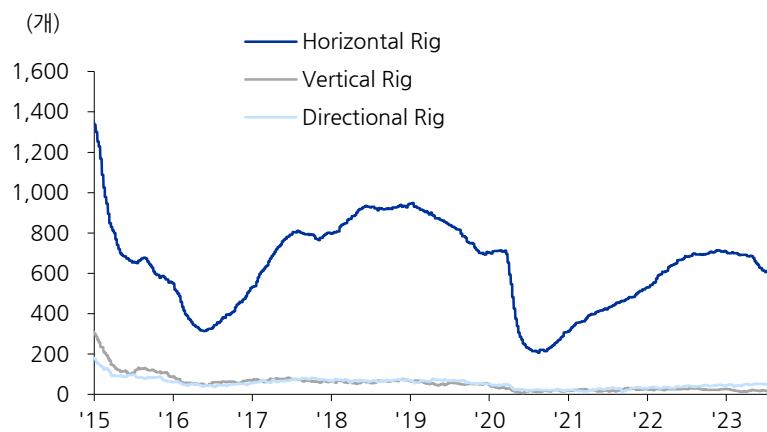
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 생산량



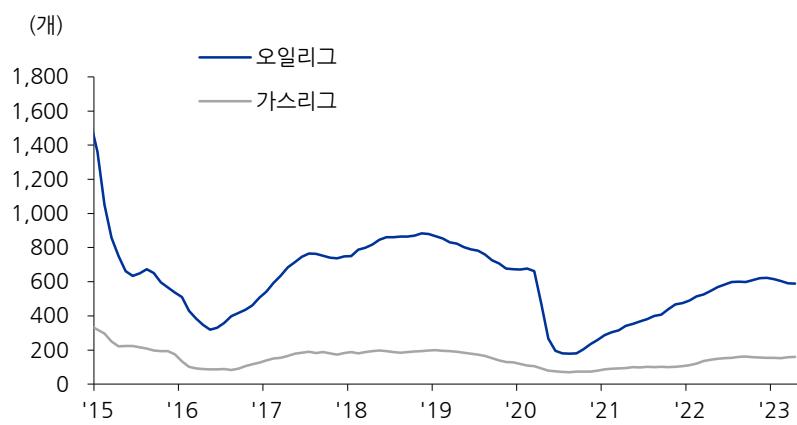
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 시추 수평, 수직 리그 수



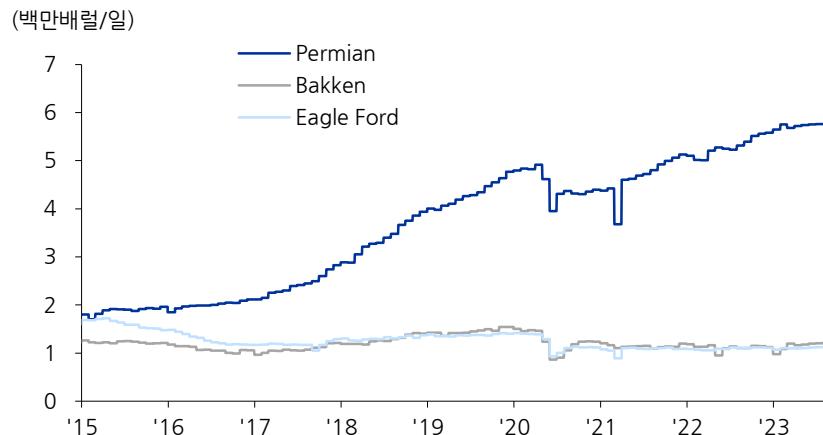
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 원유, 가스 리그 수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 미국 주요 세일오일 생산량



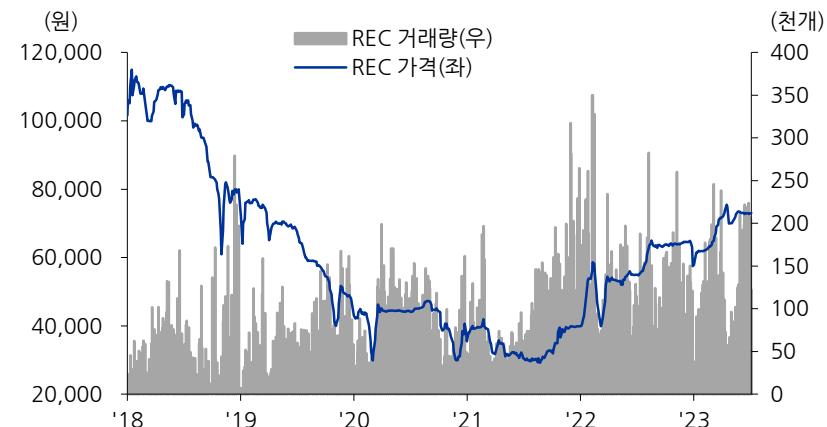
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 일본 원유 도입가격



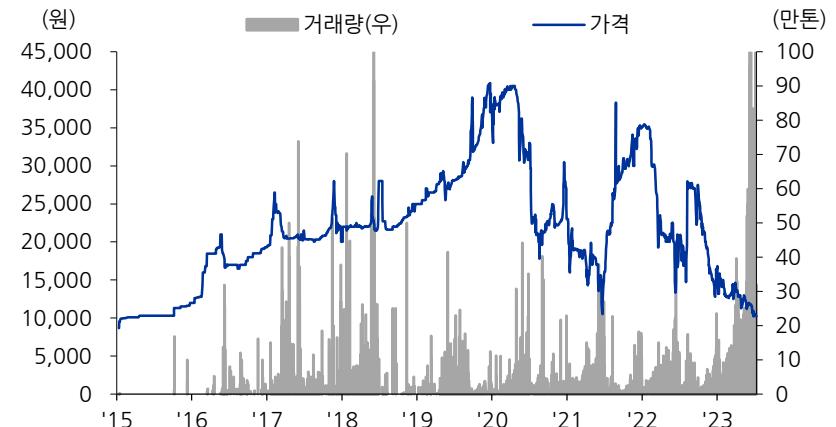
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## REC 거래 동향



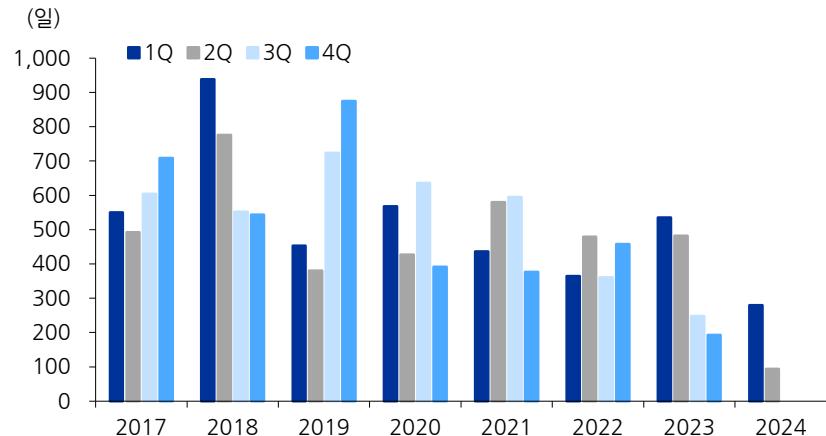
자료: 한국거래소, 유진투자증권

## ETS 거래 동향



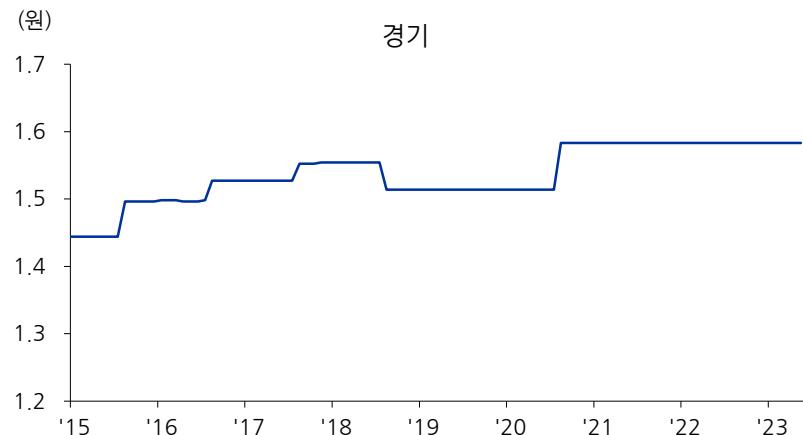
자료: 전력거래소, 유진투자증권

## 원전 정비일수 총합



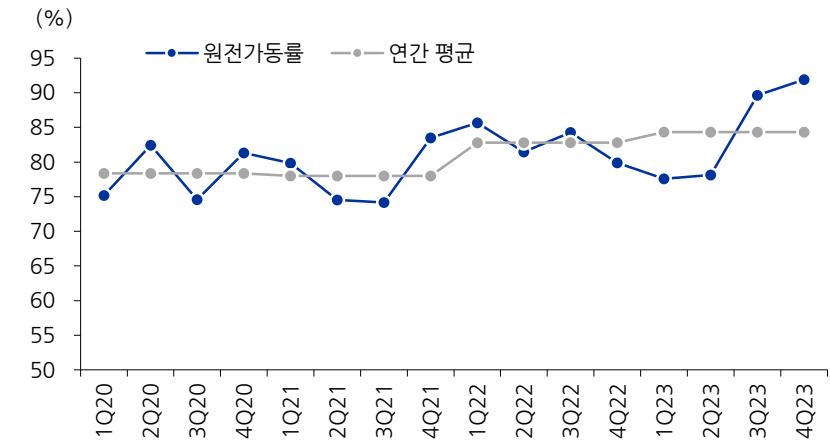
자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

## 경기 도시가스 소매마진



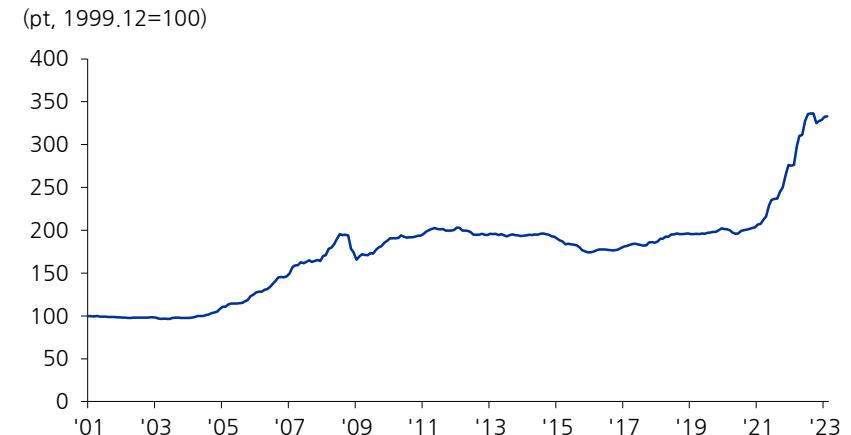
[105] 자료: 행정안전부, 유진투자증권

## 원전가동률 동향



자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

## 월별 생산자물가지수: 송변전 설비 제조부문



자료: FRED, 유진투자증권

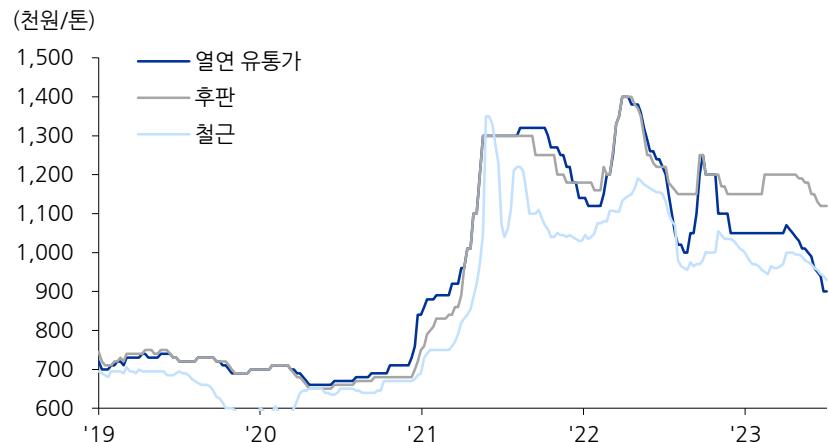
편집상의 공백페이지입니다

---

07

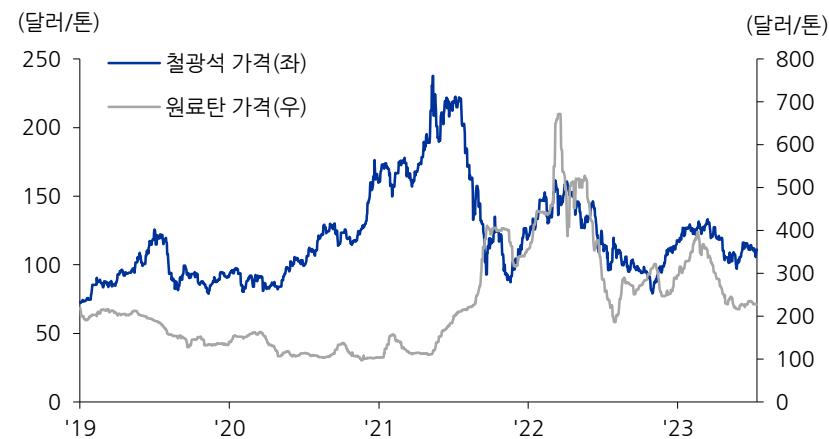
철강/금속

## 국내 주요 철강재 가격



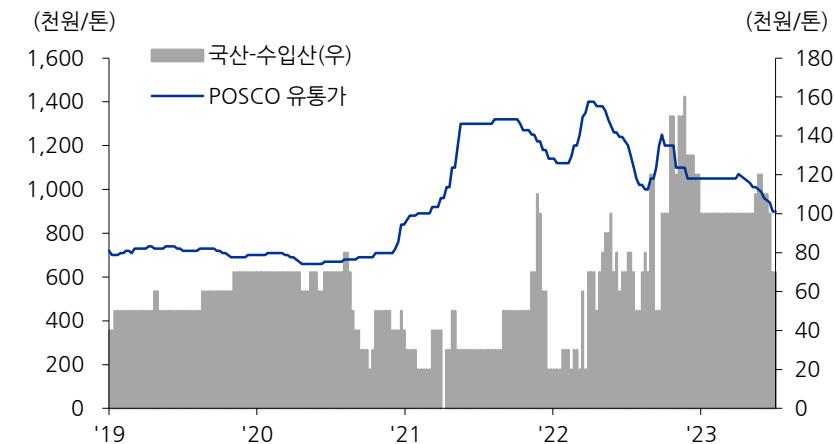
자료: SteelDaily, 유진투자증권

## 고로사 원재료 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 열연 국산, 수입산 가격 차이



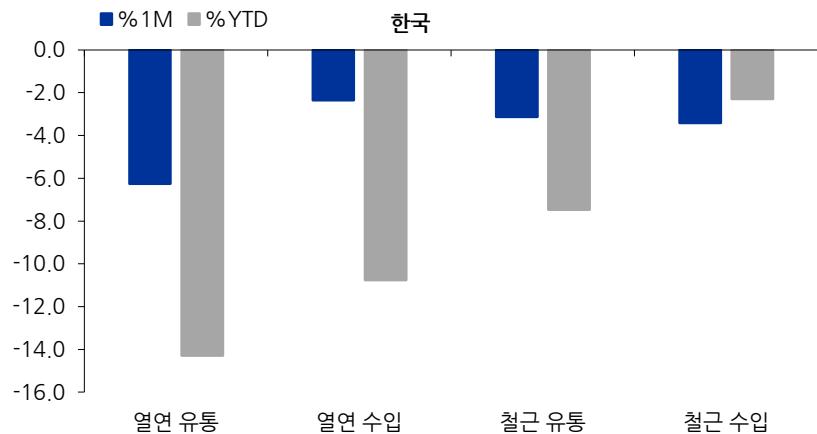
자료: SteelDaily, 유진투자증권

## 국내 제강사 룰마진 추이



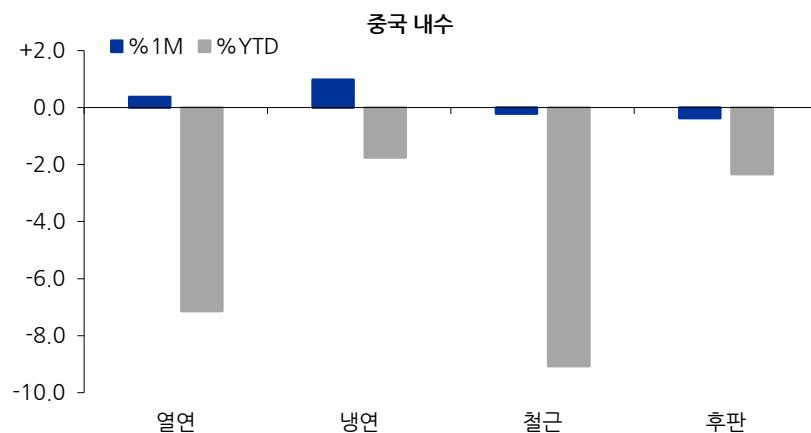
자료: SteelDaily, 유진투자증권

### 한국 주요 철강재 가격 변동폭



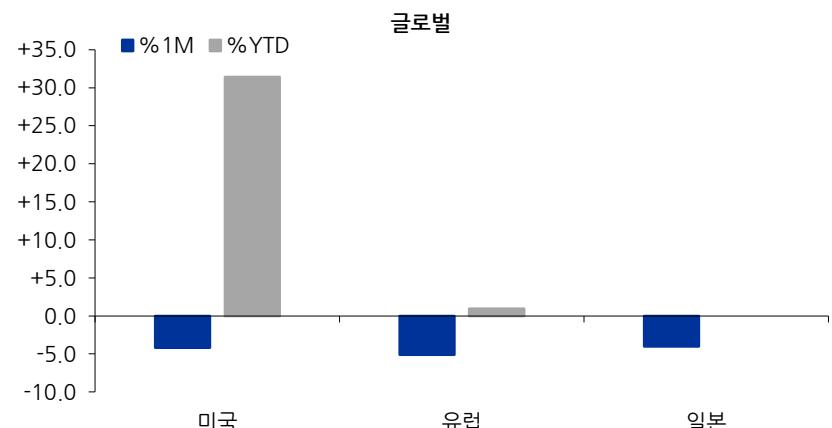
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 주요 철강재 가격 변동폭



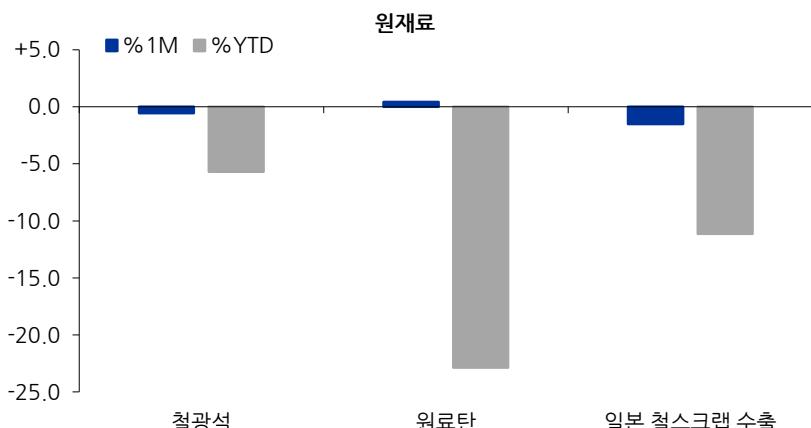
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 글로벌 열연 가격 변동폭



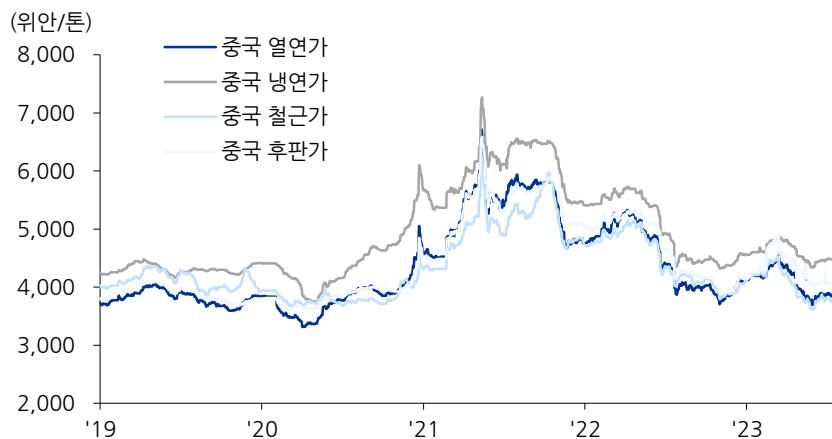
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 철강재 원재료 가격 변동폭



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 철강재 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 열연가격과 철광석 가격 추이



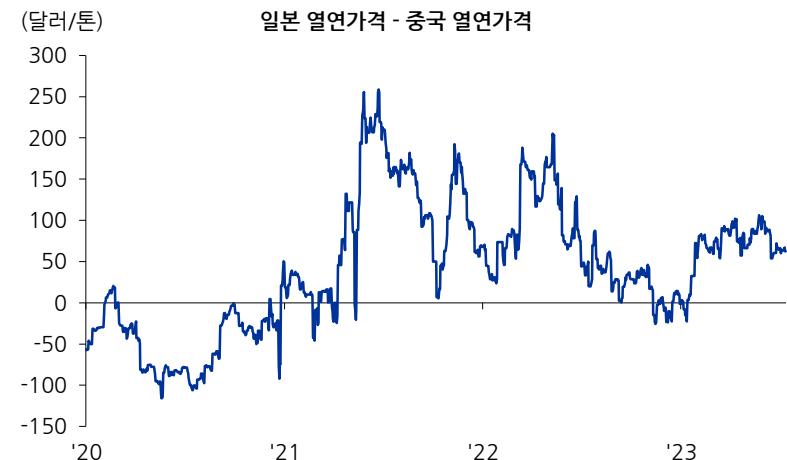
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 고로사 롤마진 추이



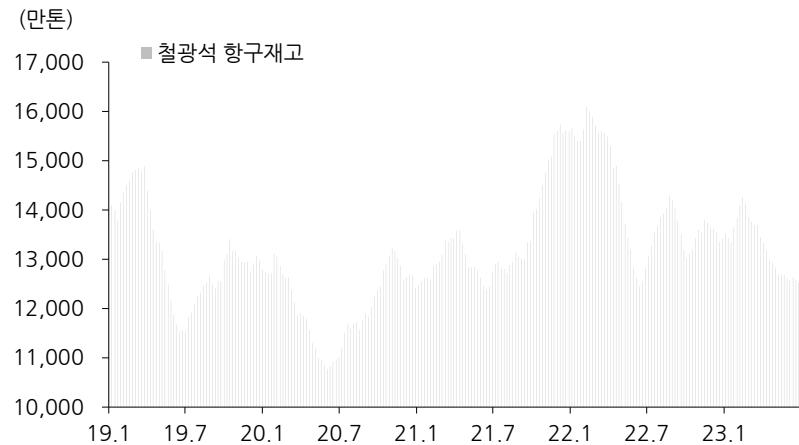
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 열연가격과 중국 열연가격 차이



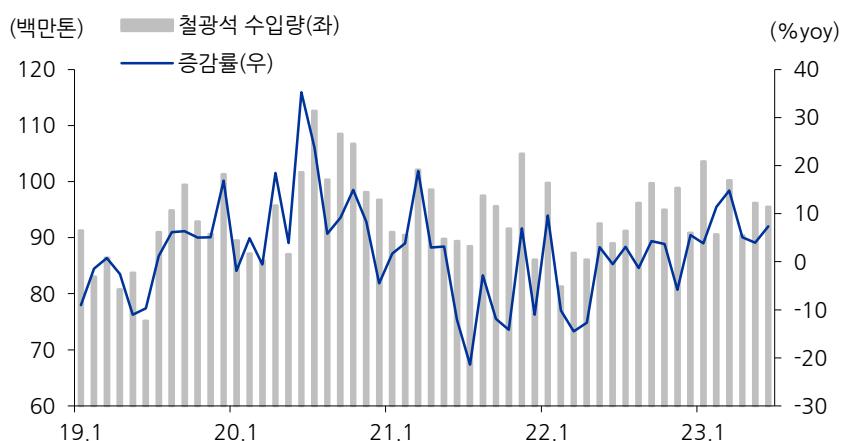
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 중국 철광석 항구재고



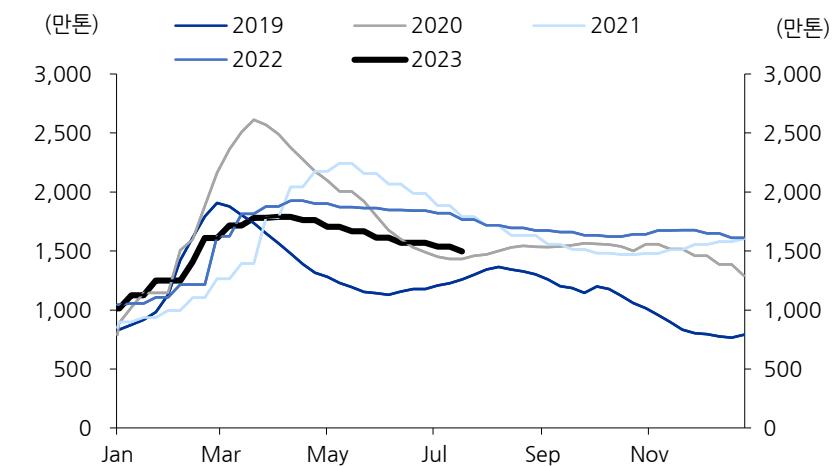
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 중국 철광석 수입량 추이



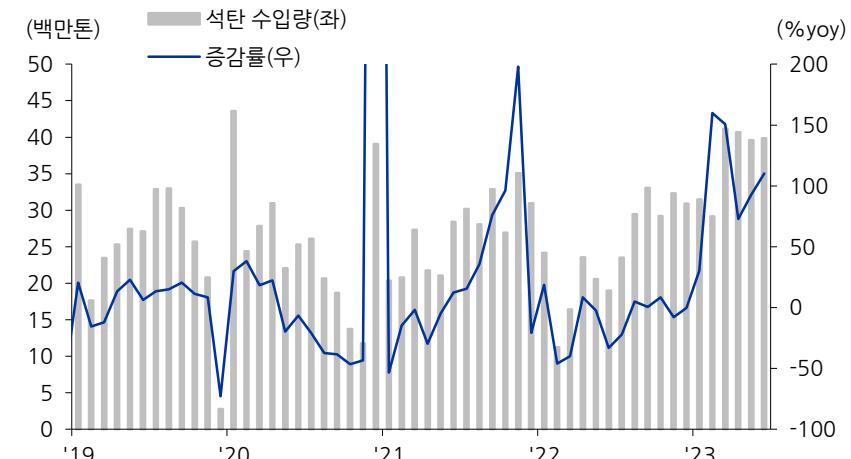
자료: CEIC, 유진투자증권

## 중국 유통재고 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 중국 석탄 수입량 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

08

기계

### 미국 주거 건설 지출 yoy%



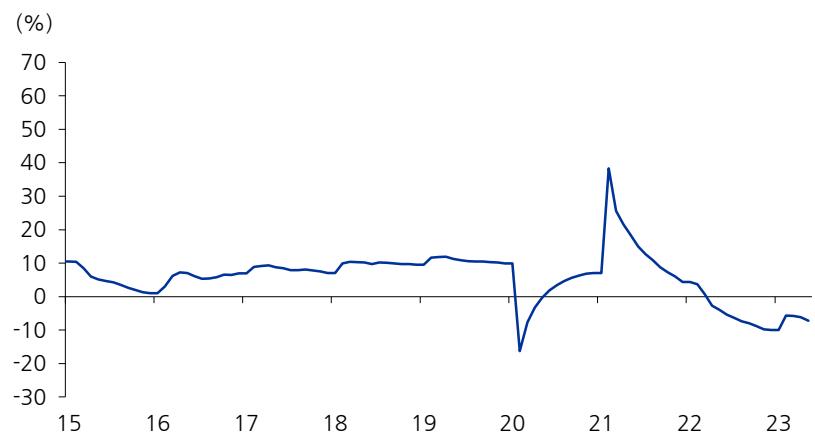
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 비주거 건설 지출 yoy%



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 부동산 투자 yoy%



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 인프라 투자 yoy%



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 제조업 ISM 추이



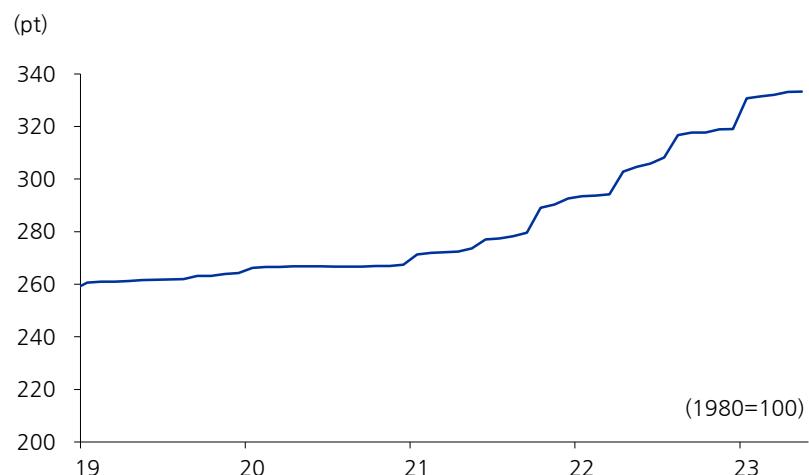
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 건설기계 제조업 PPI



자료: FRED, 유진투자증권

### 한국 건설광산기계 수출 추이(금액 기준)



자료: KITA, 유진투자증권

### 한국 건설광산기계 수출 yoy% 추이(금액 기준)



자료: KITA, 유진투자증권

### 일본 주요 건설기계 수출 추이(금액 기준)



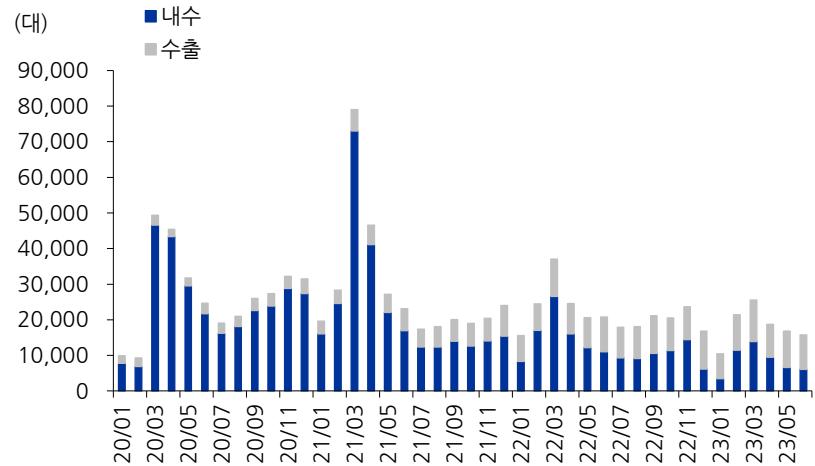
자료: CEMA, 유진투자증권

### 일본 주요 건설기계 수출 yoy% 추이(금액 기준)



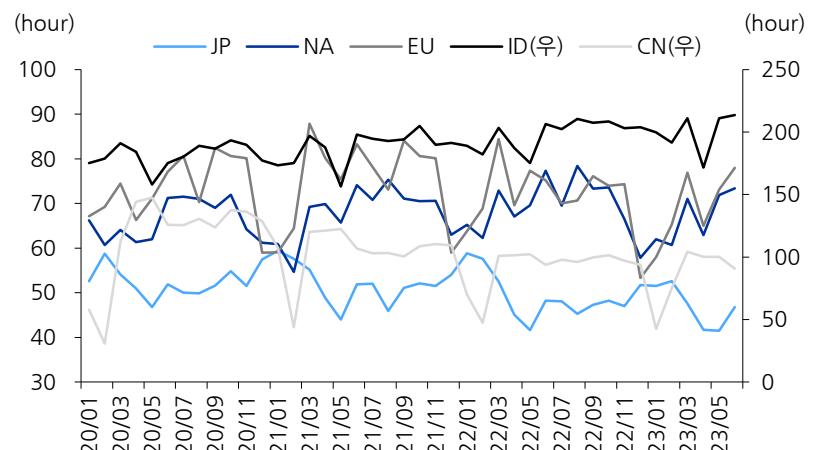
자료: CEMA, 유진투자증권

## 중국 굴삭기 판매 추이(내수/수출)



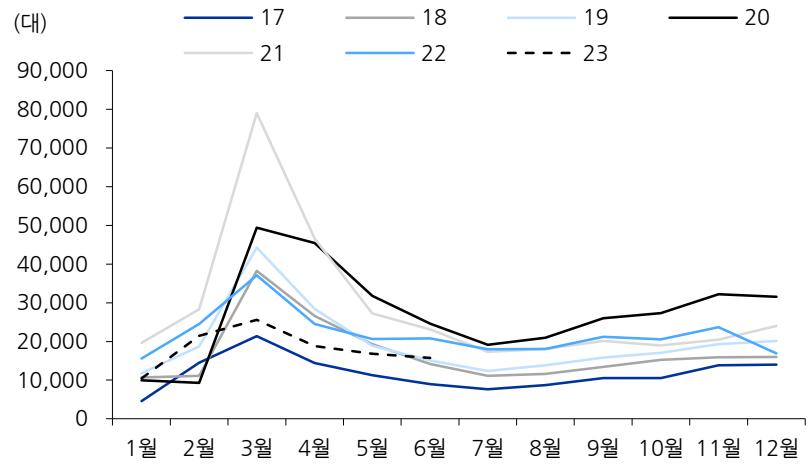
자료: CCMA, 유진투자증권

## 주요지역 건설기계 월 평균 가동시간(Komtrax)



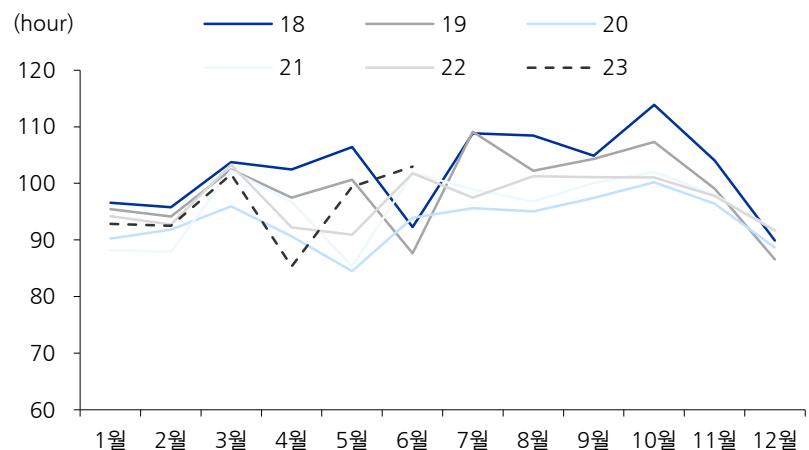
자료: Komatsu, 유진투자증권

## 중국 굴삭기 판매 추이(월별)



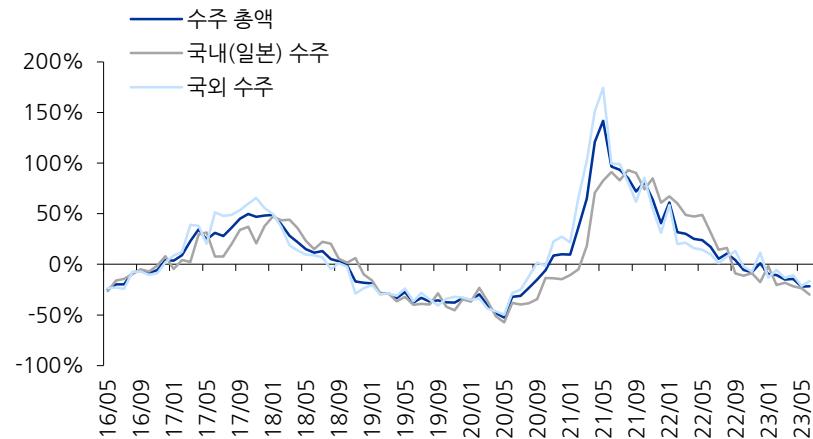
자료: CCMA, 유진투자증권

## 주요지역(중국 제외) 건설기계 월별 평균 가동시간(Komtrax)



자료: Komatsu, 유진투자증권

### 일본 공작기계 수주 yoy% 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 공작기계 업종별 수주 yoy% 추이(일본 내수)



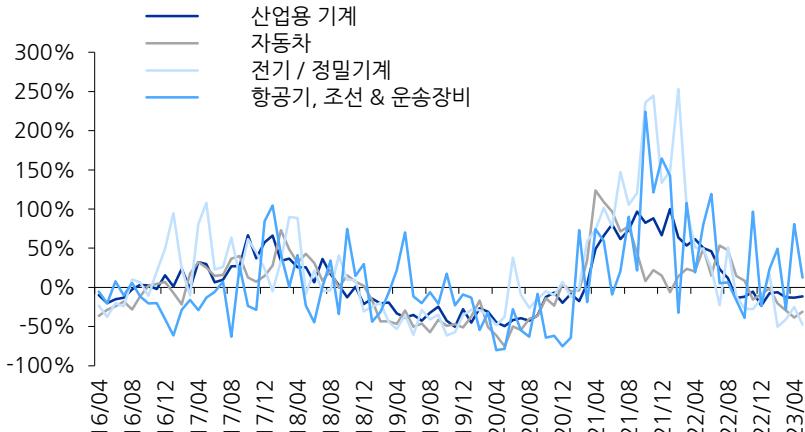
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 공작기계 수주 지역별 yoy% 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 공작기계 기계&장비 제조업 세부 수주 yoy% 추이(일본 내수)



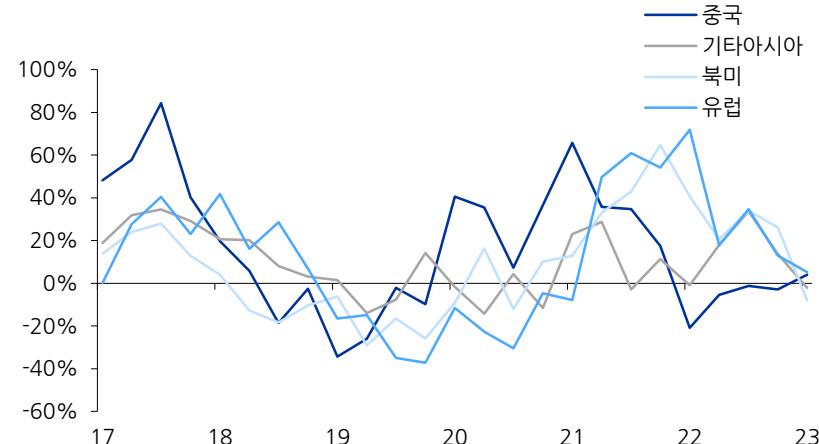
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 일본 로봇 생산/수주액 추이



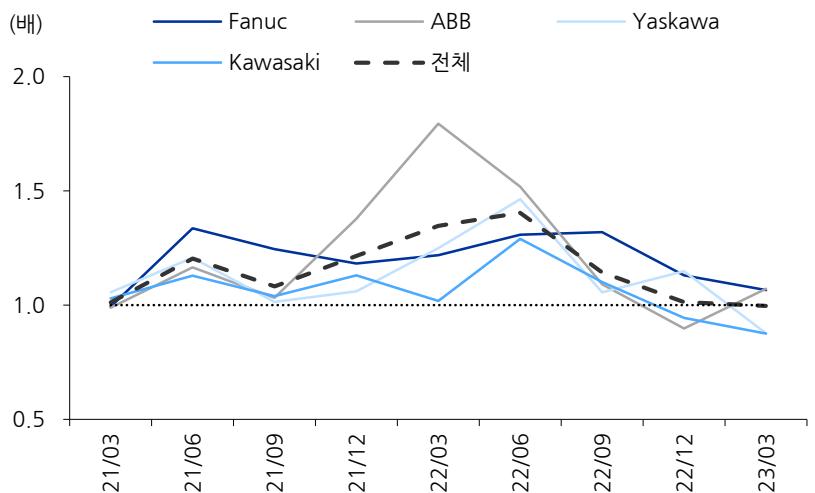
자료: JARA, 유진투자증권

## 일본 로봇 해외 지역별 수출 yoy% 추이



자료: JARA, 유진투자증권

## 주요 로봇 기업 BB Ratio



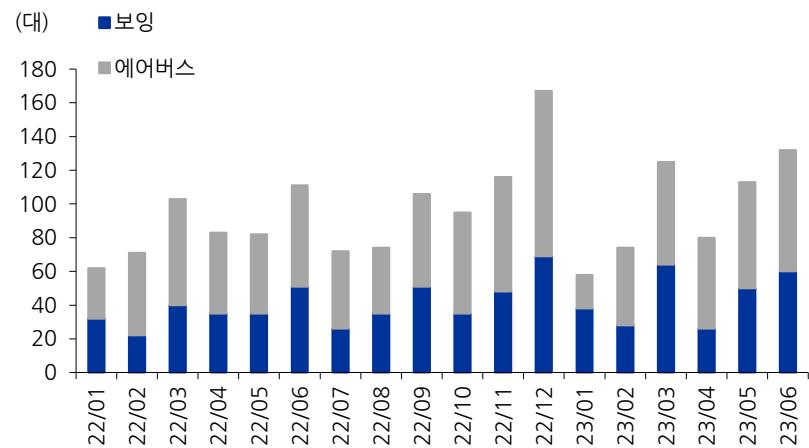
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 일본 로봇 용도별 출하 실적 yoy% 추이(일본 내수+수출)

시기	수지성형	용접	도장	기계가공	전자부품	조립	입출하	핸들링	클린룸	기타
1Q19	-7%	-25%	3%	-54%	-17%	-36%	-5%	-12%	-38%	-17%
2Q19	-29%	-30%	-32%	-4%	-21%	-22%	25%	-37%	-54%	-44%
3Q19	-20%	-10%	-25%	31%	-15%	-8%	17%	-26%	-35%	-39%
4Q19	-20%	-29%	-44%	17%	-8%	6%	18%	-37%	12%	-31%
1Q20	-32%	-6%	-26%	48%	11%	19%	55%	-13%	42%	-3%
2Q20	-36%	-8%	-22%	39%	18%	-10%	2%	9%	82%	30%
3Q20	-31%	-24%	-30%	-43%	13%	-32%	-3%	13%	48%	-34%
4Q20	-9%	16%	23%	-45%	36%	-21%	5%	49%	22%	-18%
1Q21	16%	35%	19%	-22%	73%	16%	3%	76%	4%	-6%
2Q21	48%	50%	173%	-31%	39%	22%	66%	59%	38%	-13%
3Q21	32%	62%	55%	6%	24%	34%	59%	37%	51%	29%
4Q21	30%	25%	-10%	67%	-7%	26%	47%	39%	60%	16%
1Q22	-6%	10%	17%	114%	-25%	4%	81%	-28%	41%	69%
2Q22	-2%	-7%	-39%	30%	-2%	-16%	-16%	28%	26%	8%
3Q22	1%	-5%	-10%	77%	-9%	-12%	-26%	37%	25%	77%
4Q22	-13%	7%	64%	82%	-19%	-27%	-13%	17%	-9%	47%
1Q23	-4%	-14%	11%	-1%	-24%	-35%	-24%	37%	-9%	-21%

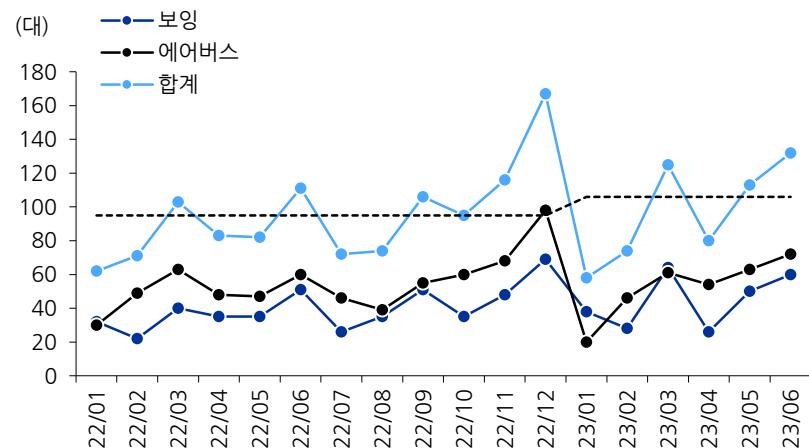
자료: JARA, 유진투자증권

## 보잉&에어버스 월별 항공기 인도 추이



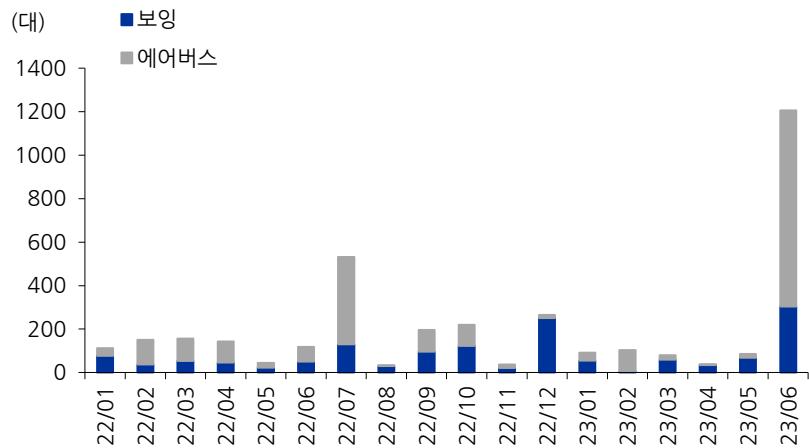
자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

## 보잉&에어버스 월별 항공기 인도 추이(vs 연간 avg, goal)



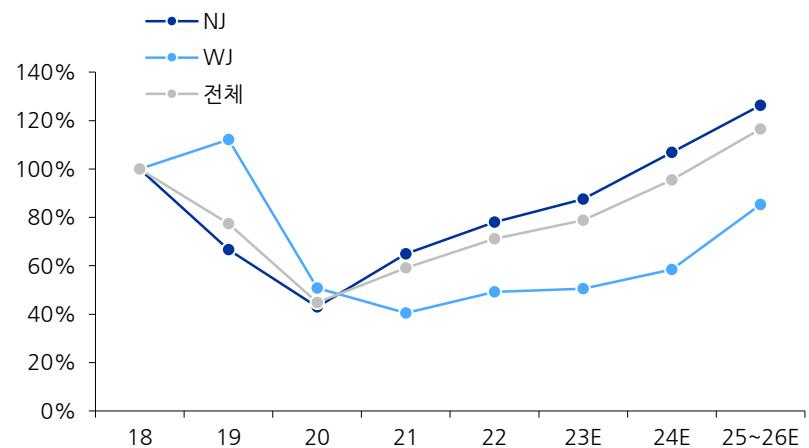
[120] 자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

## 보잉&에어버스 월별 항공기 수주 추이



자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

## 기종별 인도량 회복 전망



자료: 보잉, 에어버스, 유진투자증권

## 한국 항공기 부품 수출 추이



자료: KITA, 유진투자증권

## 한국 항공기 엔진 수출 추이



자료: KITA, 유진투자증권

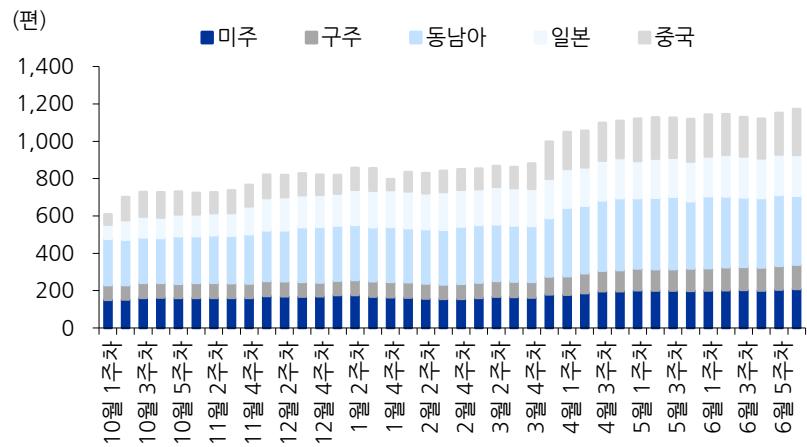
편집상의 공백페이지입니다

---

09

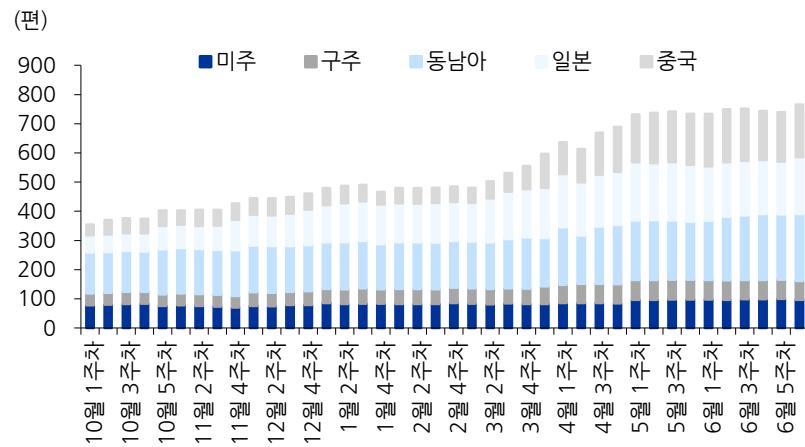
## 항공/해상운송

## 대한항공 주요 노선별 운항편수 추이



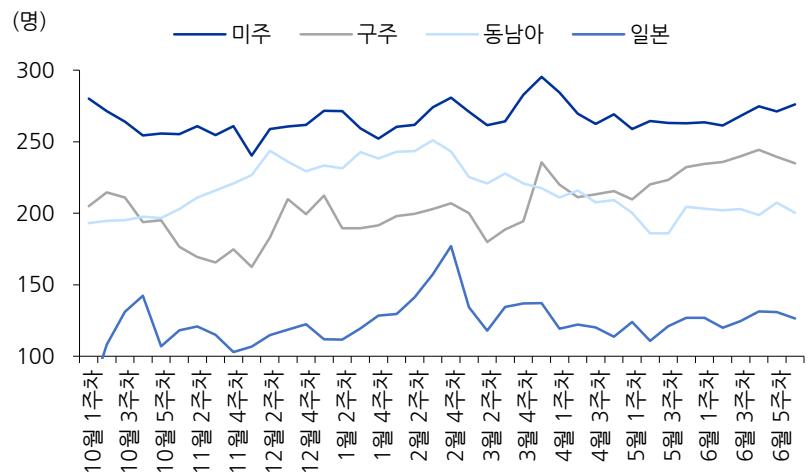
자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 아시아나 주요 노선별 운항편수 추이



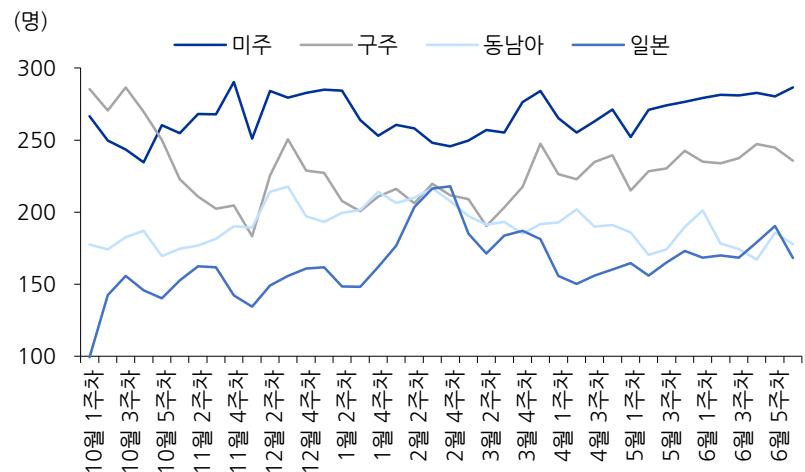
자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 대한항공 주요 노선별 편당 여객수 추이



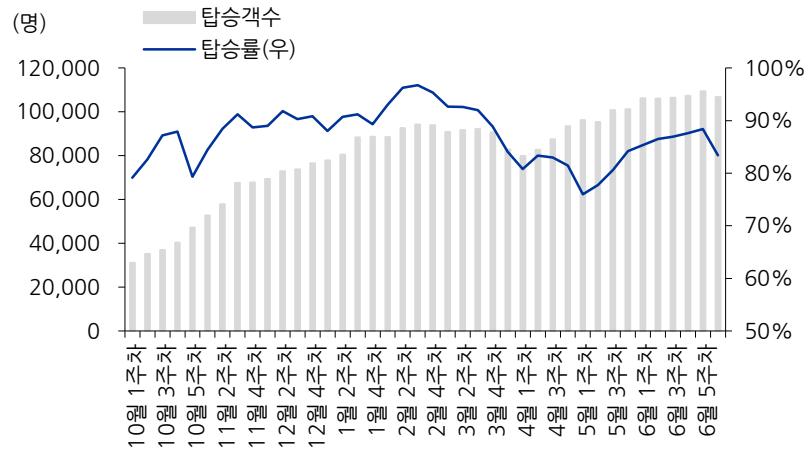
자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 아시아나 주요 노선별 편당 여객수 추이



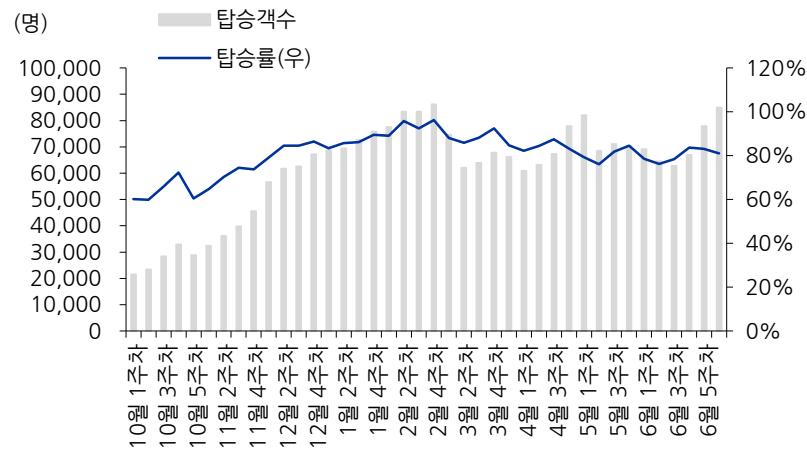
자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 제주항공 탑승객 수 및 탑승률 추이



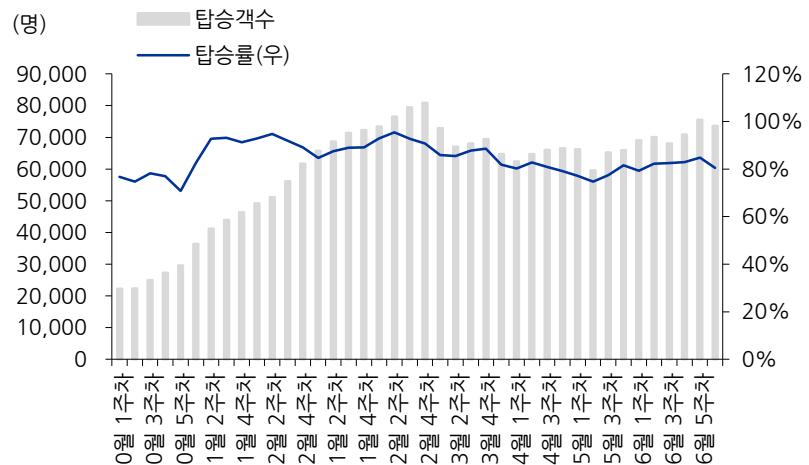
자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 진에어 탑승객 수 및 탑승률 추이



자료: 에어포탈, 유진투자증권

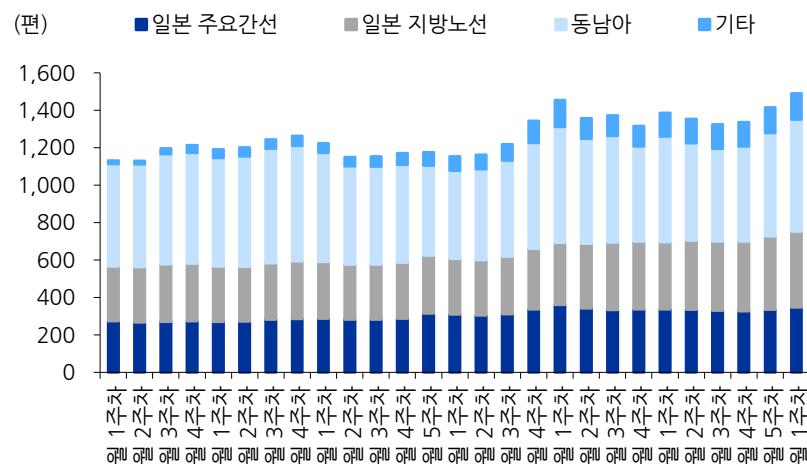
## 티웨이항공 탑승객 수 및 탑승률 추이



[125]

자료: 에어포탈, 유진투자증권

## LCC 주요 중단거리노선 운항편수 추이



자료: 에어포탈, 유진투자증권

### LCC 노선별 편당 탑승객 수 추정

Week	일본 주요간선	일본 지방노선	동남아	전체
1월 1주차	215	188	179	191
1월 2주차	222	193	185	196
1월 3주차	231	196	181	198
1월 4주차	224	194	190	200
2월 1주차	230	199	197	205
2월 2주차	253	203	203	214
2월 3주차	240	200	202	210
2월 4주차	244	203	199	210
3월 1주차	218	187	194	198
3월 2주차	224	179	191	196
3월 3주차	236	181	189	200
3월 4주차	238	186	190	202
3월 5주차	214	170	175	187
4월 1주차	199	160	179	181
4월 2주차	209	163	182	187
4월 3주차	213	170	179	188
4월 4주차	206	167	173	182
5월 1주차	202	153	168	173
5월 2주차	196	151	162	169
5월 3주차	216	160	166	179
5월 4주차	221	166	176	187
6월 1주차	208	163	172	180
6월 2주차	206	163	176	182
6월 3주차	203	172	176	184
6월 4주차	209	179	177	189
6월 5주차	206	181	182	190
7월 1주차	201	177	170	182

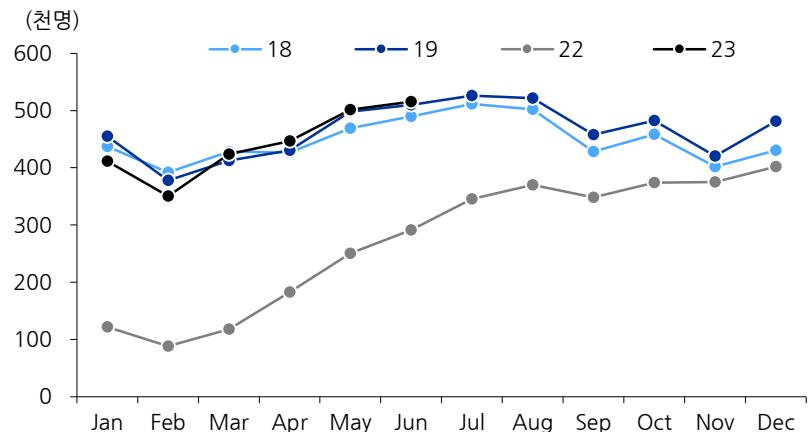
자료: 에어포탈, 유진투자증권

### FSC 노선별 편당 탑승객 수 추정

Week	미주	구주	동남아	일본	중국	전체
1월 1주차	278	220	213	137	52	179
1월 2주차	278	199	215	130	64	189
1월 3주차	262	195	222	134	65	187
1월 4주차	253	201	226	145	92	192
2월 1주차	261	207	225	153	73	196
2월 2주차	260	203	227	172	71	195
2월 3주차	261	211	234	187	70	200
2월 4주차	263	209	225	197	71	202
3월 1주차	260	204	211	160	73	197
3월 2주차	259	185	206	145	87	190
3월 3주차	260	196	211	159	92	184
3월 4주차	280	206	203	162	104	189
3월 5주차	290	242	205	159	79	185
4월 1주차	275	223	202	137	78	177
4월 2주차	262	217	209	136	87	183
4월 3주차	263	224	199	138	88	181
4월 4주차	270	227	200	137	110	188
5월 1주차	255	212	193	144	88	170
5월 2주차	268	224	178	133	92	169
5월 3주차	269	227	180	143	91	174
5월 4주차	270	237	197	150	94	182
6월 1주차	271	235	202	148	86	184
6월 2주차	271	235	190	145	95	185
6월 3주차	274	239	189	146	110	190
6월 4주차	279	246	183	155	121	193
6월 5주차	276	242	197	161	125	197
7월 1주차	281	235	189	147	112	193

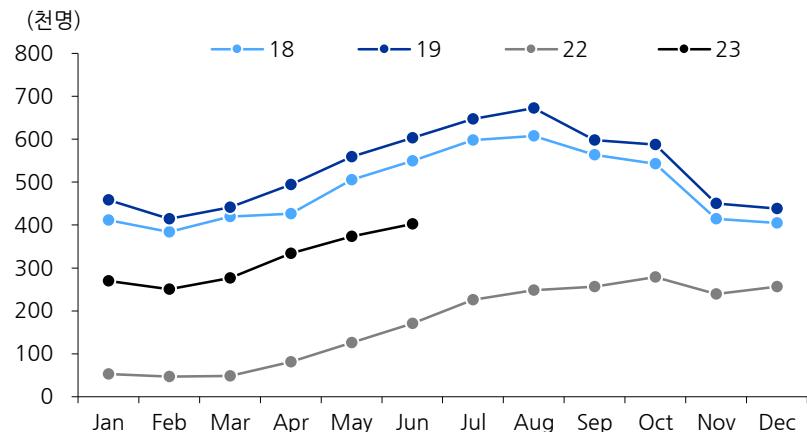
자료: 에어포탈, 유진투자증권

## 미주노선 여객 수 추이



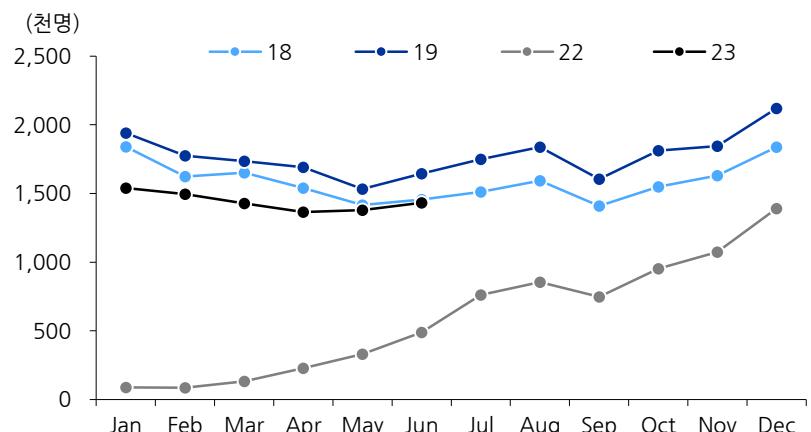
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 구주노선 여객 수 추이



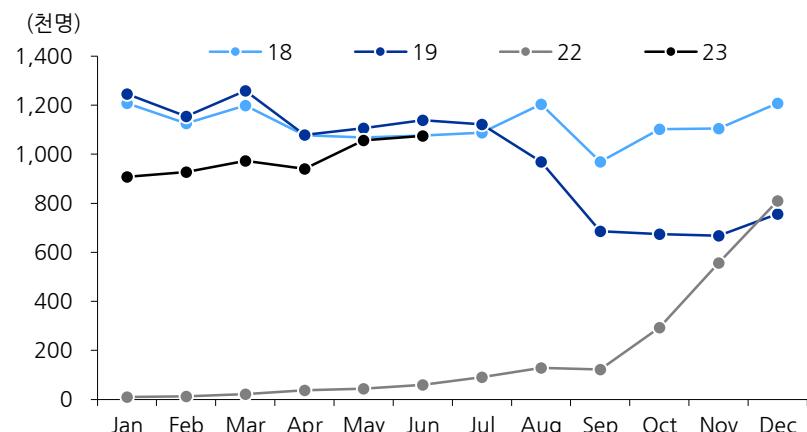
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 동남아노선 여객 수 추이



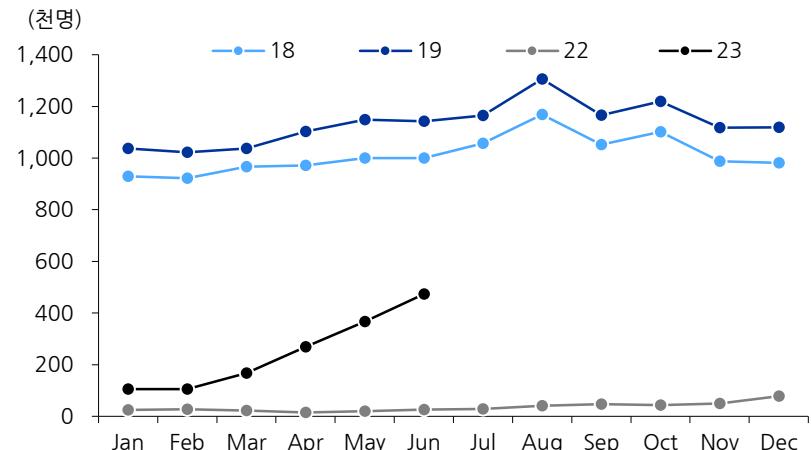
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 일본노선 여객 수 추이



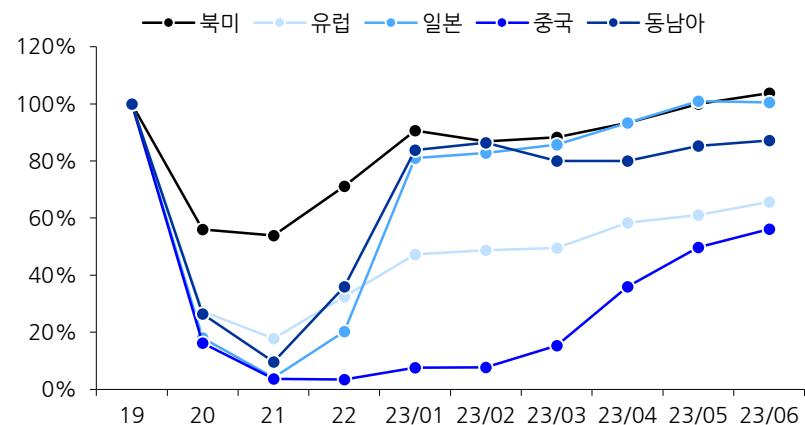
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 중국노선 여객 수 추이



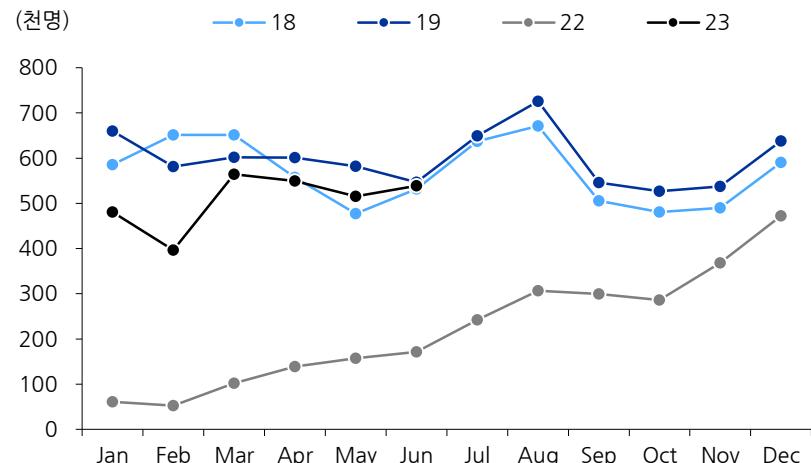
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 지역별 운항편수 회복 추이(인천 기준)



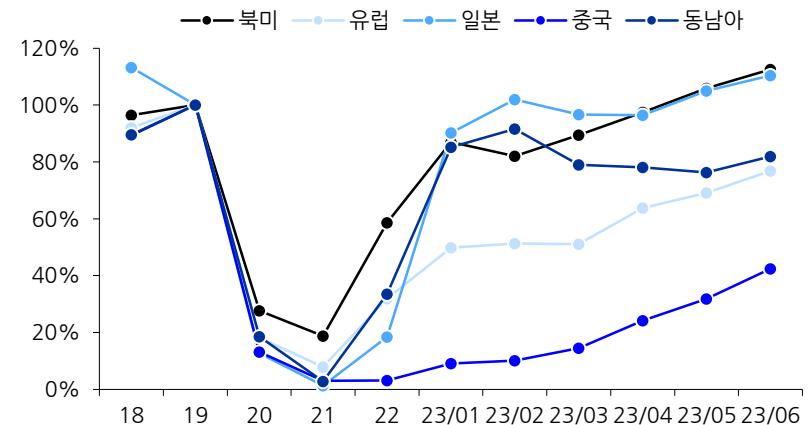
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 환승 여객 수 추이



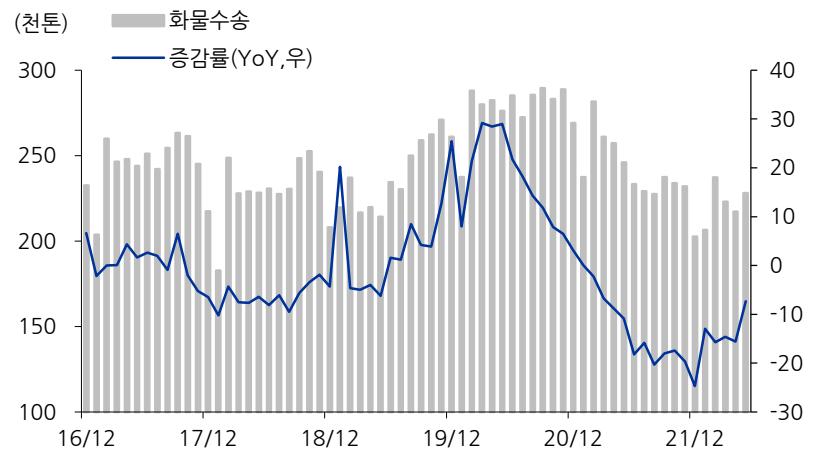
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 지역별 여객 수 회복 추이(인천 기준)



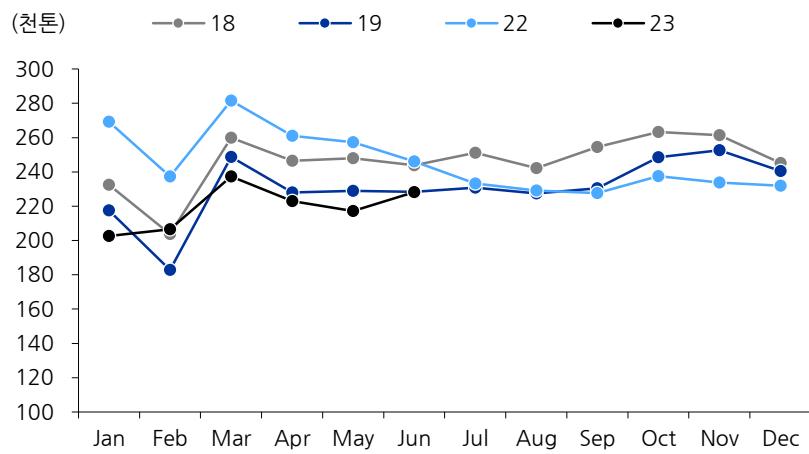
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 인천공항 화물 수송량 추이



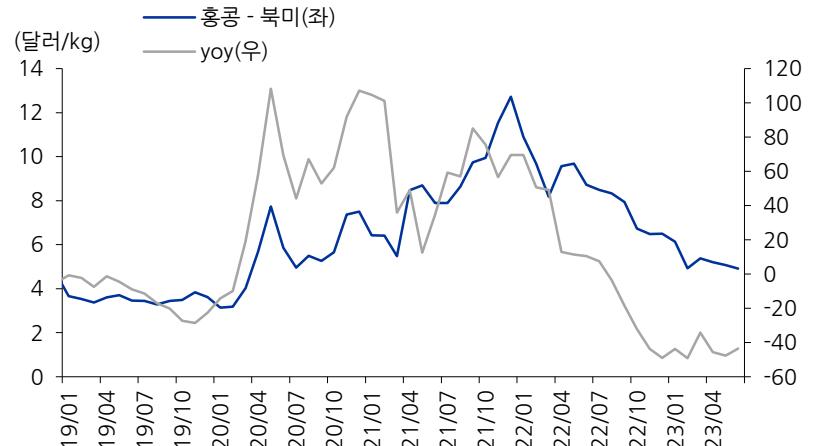
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 월별 인천공항 화물 수송량 추이



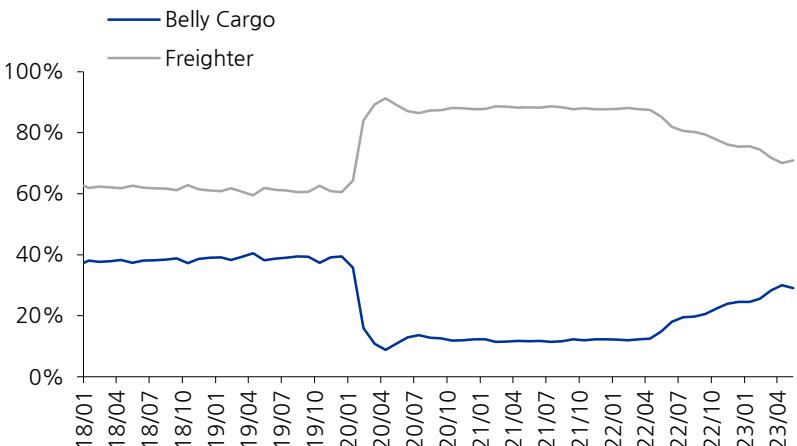
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## 홍콩 - 북미 항공 화물 운임 추이



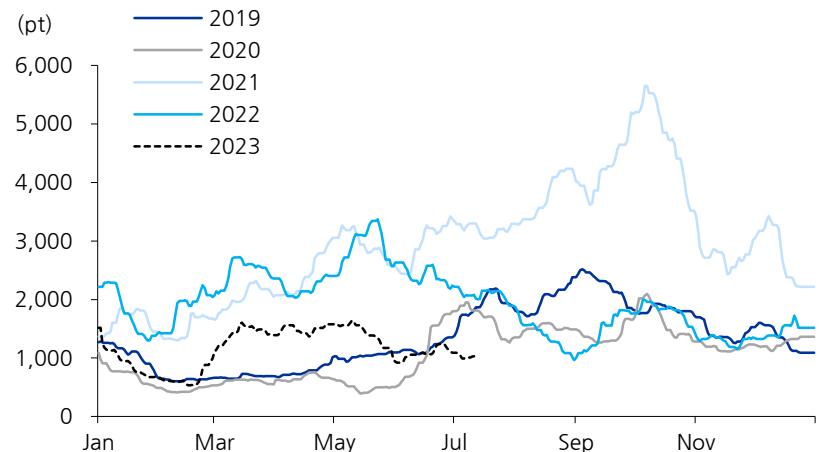
자료: TAC, 유진투자증권

## 화물 수송 방식 추이



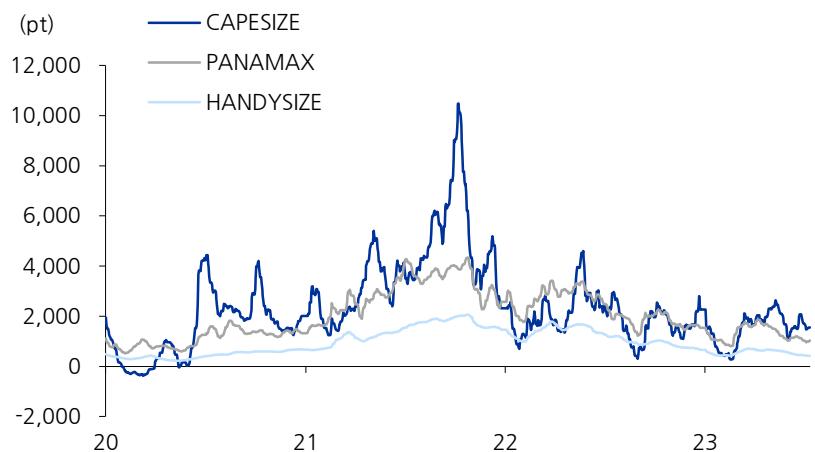
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

## BDI 추이



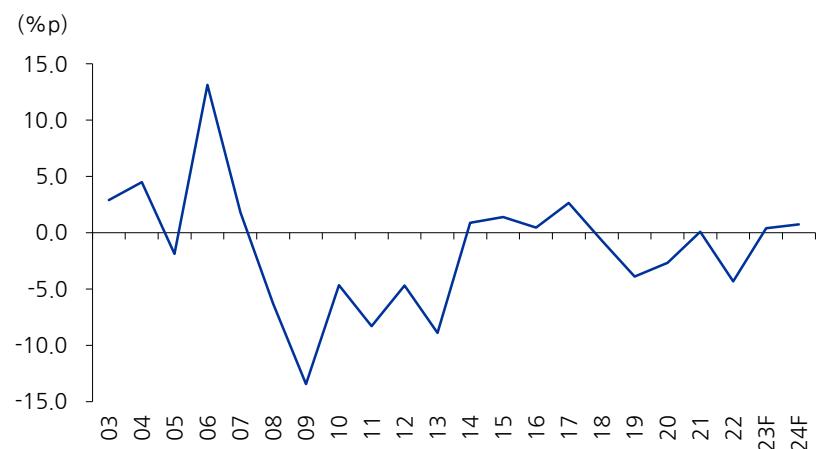
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 선종별 BDI 추이



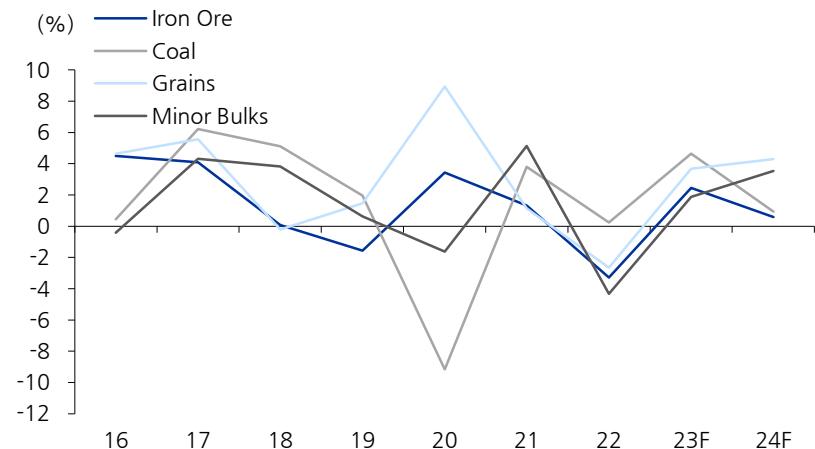
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 벌크선 수급 추이



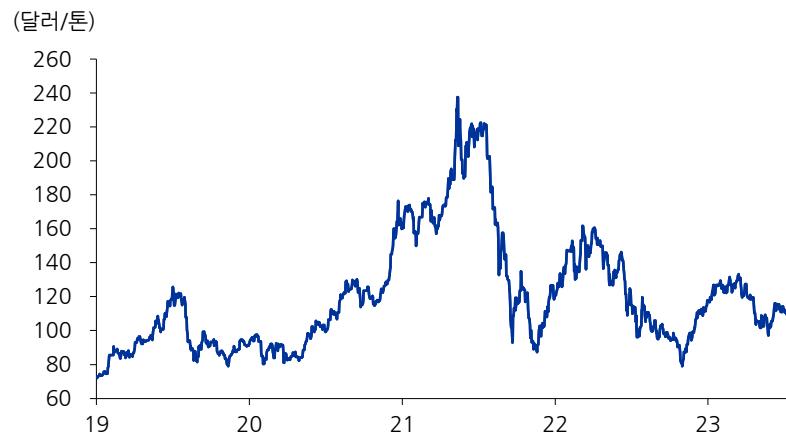
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 벌크 화물 수요 yoy%



자료: Clarksons, 유진투자증권

## 철광석 가격 추이



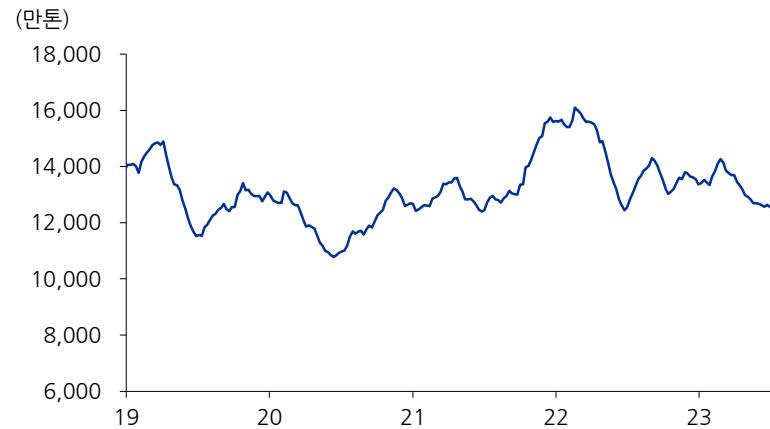
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 호주 원료탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

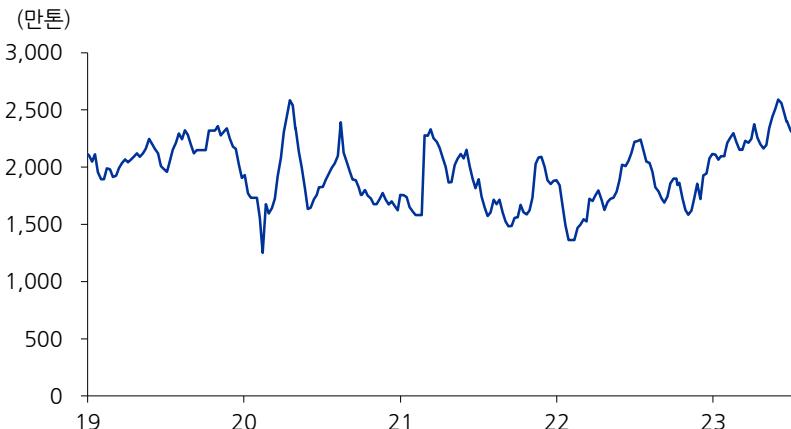
## 중국 철광석 항구 재고 추이



[131]

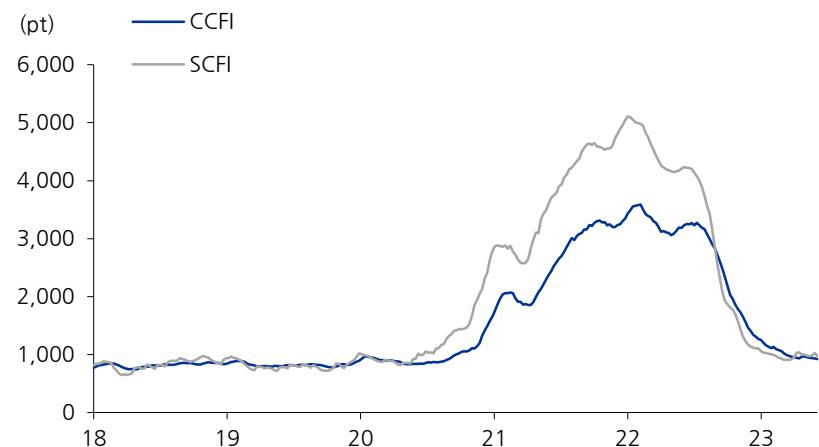
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 중국 석탄 항구 재고 추이



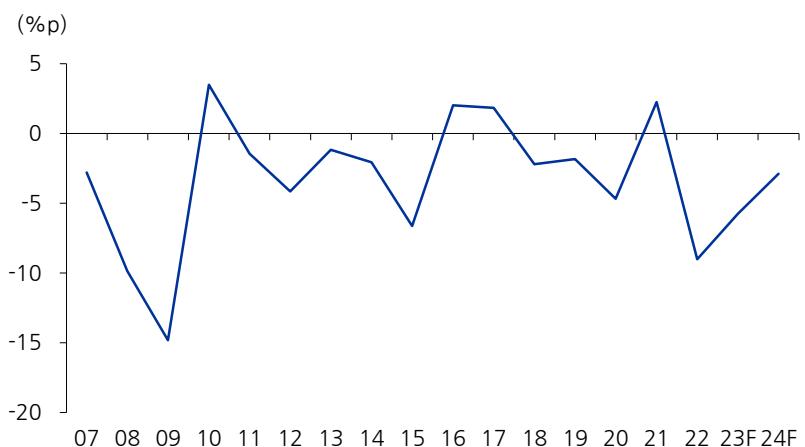
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 컨테이너 스팟 운임 지수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너선 수급 추이



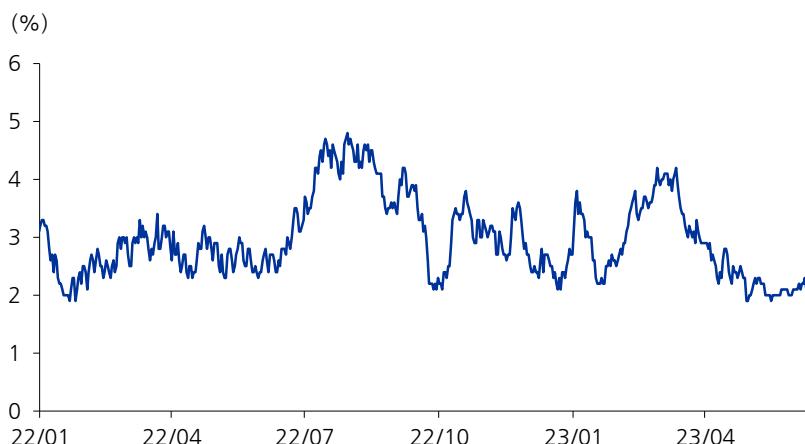
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너 운항 속도 추이



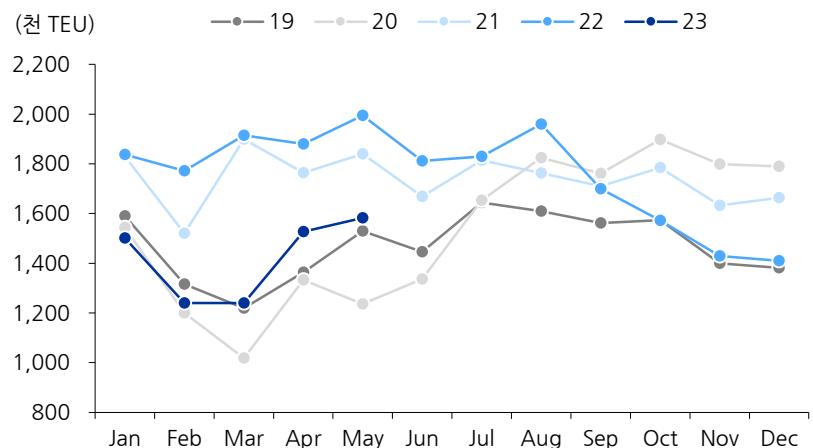
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너 계선율 추이



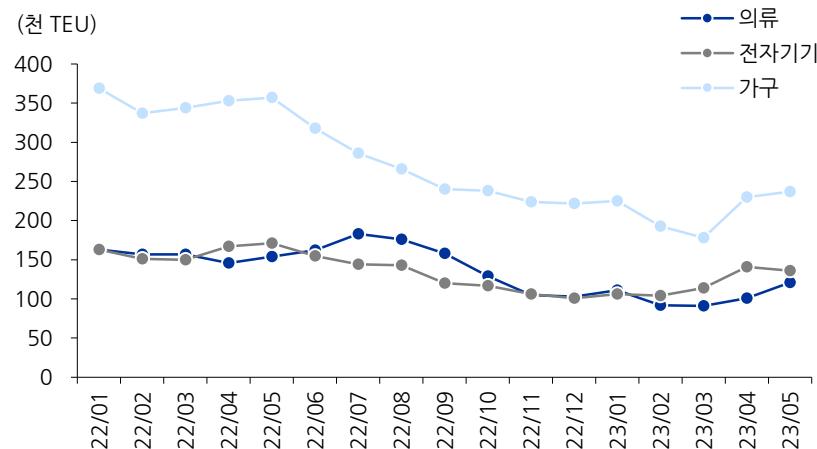
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 미주 노선 컨테이너 물동량 추이



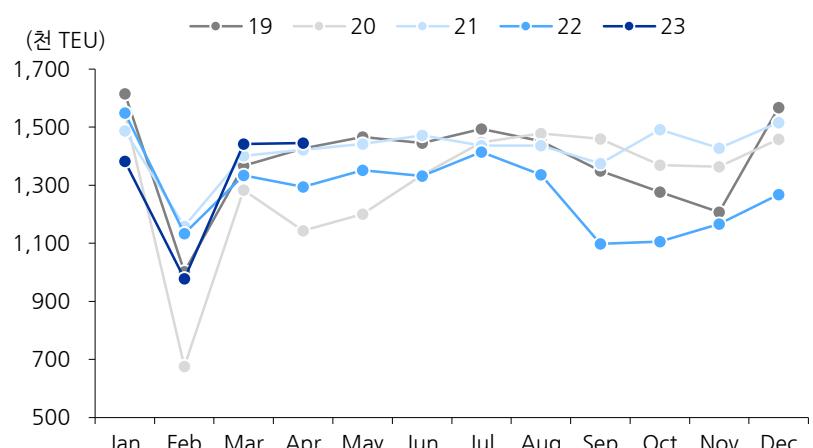
자료: JPMAC, 유진투자증권

## 미주 노선 핵심 품목별 컨테이너 물동량 추이



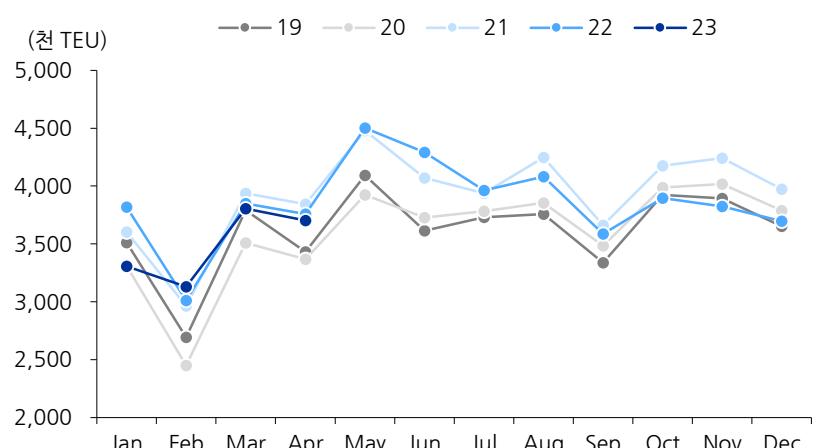
자료: JPMAC, 유진투자증권

## 구주 노선 컨테이너 물동량 추이



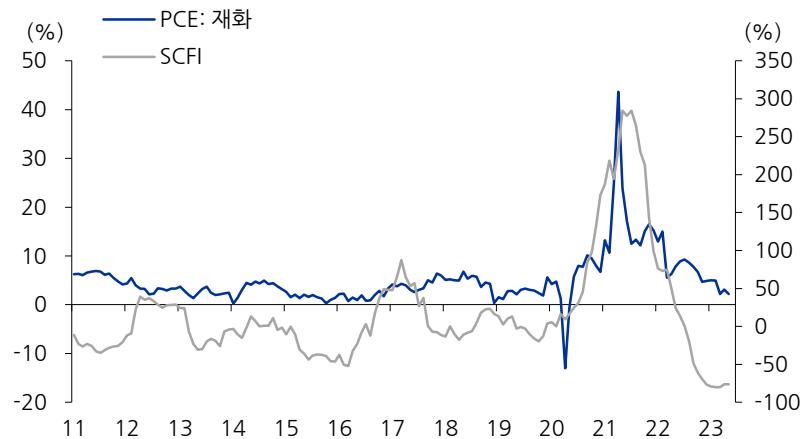
자료: JPMAC, 유진투자증권

## 아시아 역내 노선 컨테이너 물동량 추이



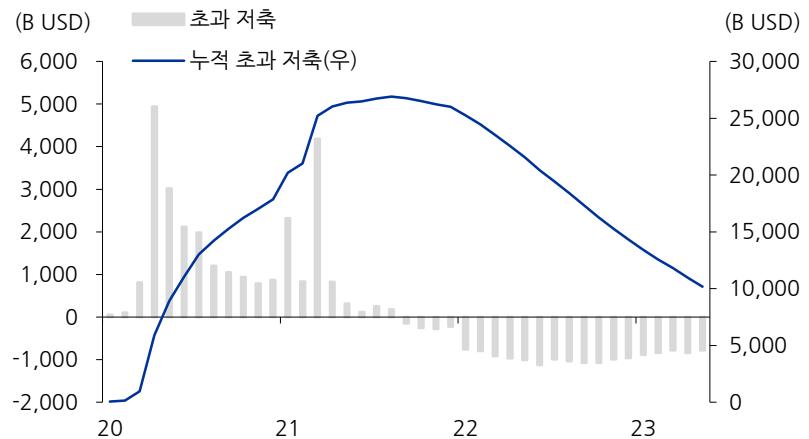
자료: JPMAC, 유진투자증권

### 미국 PCE(내구재) 및 SCFI yoY% 변동 추이



자료: FRED, 유진투자증권

### 미국 초과 저축 추이



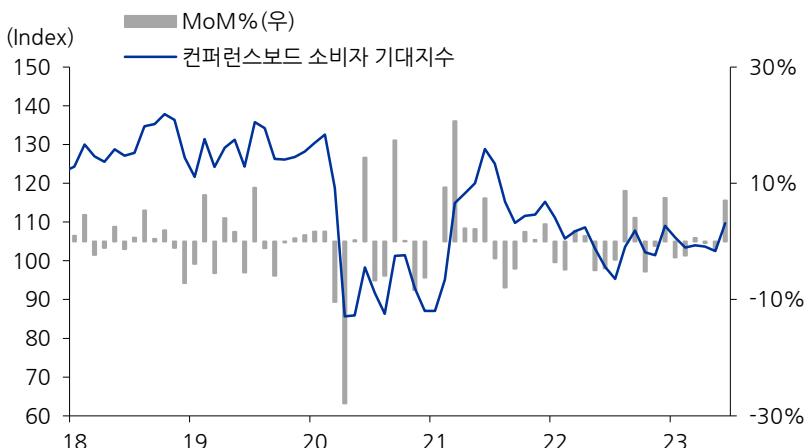
자료: FRED, 유진투자증권

### 미국 소매 판매 및 재고 지표 추이



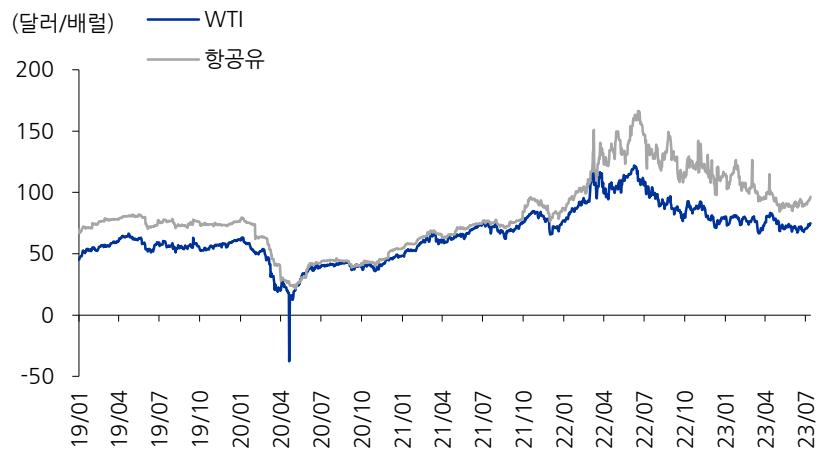
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 소비자 기대 지수 추이



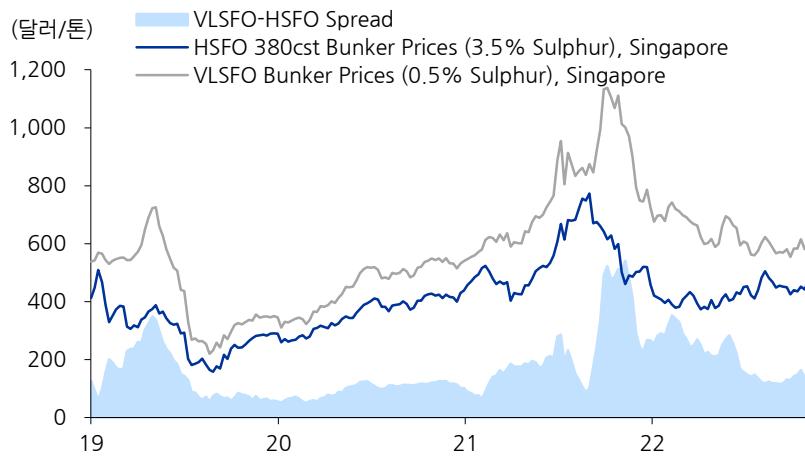
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 항공유 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 해운 벙커유 가격 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

# 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당시의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당시의 동의 없이 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 원전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)	당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)      추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)      추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)      추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)      추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.6.30 기준)

### 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				주가대비 평균	최고(최저)	주가대비
2021-08-17	Buy	36,000	1년	4.0	17.6	
2021-08-31	Buy	36,000	1년	7.9	-1.1	
2021-09-01	Buy	36,000	1년	8.3	-1.1	
2021-09-07	Buy	36,000	1년	10.5	2.8	
2021-09-28	Buy	60,000	1년	-36.0	-18.2	70,000
2021-10-01	Buy	60,000	1년	-36.2	-18.2	60,000
2022-02-28	Strong Buy	60,000	1년	-37.1	-19.8	50,000
2022-05-12	Strong Buy	60,000	1년	-38.5	-19.8	40,000
2022-08-12	Strong Buy	60,000	1년	-40.9	-22.8	30,000
2023-02-27	Buy	45,000	1년	-41.2	-37.6	20,000
2023-07-17	Buy	33,000	1년			10,000

한국가스공사(036460.KS) 주가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 황성현



### 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				주가대비 평균	최고(최저)	주가대비
2022-11-29	Buy	30,000	1년	-22.8	4.2	
2023-04-28	Buy	36,000	1년	-3.1	28.8	
2023-07-17	Buy	57,000	1년			

포스코인터내셔널(047050.KS) 주가 및 목표주가 추이  
담당 애널리스트: 황성현

