



태광 (023160)

2023년 5월 5일

태光, 가장 크게 빛날 것

에너지판에서 가장 크게 빛날 것!

동사의 2023E BPS 20,750원에 PBR 1.39x를 적용한 28,840원을 목표주가로 제시한다. 지금 전세계는 에너지 초과 수요상태이다. 계속되는 투자로 잔치판이 되어버린 에너지 산업의 콩고물이라도 받아먹으려고 기업들이 줄을 서 있다. 가짜들이 판치는 밸류체인 속에서 수혜를 온전히 누릴 수 있는 '흙 속의 진주' 동사를 소개한다. 에너지 업체 - EPC업체/조선사 - 피팅업체로 이어지는 밸류체인 속에서 동사는 최후방에 서 있다. 위에서 흘러내려 오는 달콤한 수혜는 여러 갈래로 나누어지지만 결국 밸류체인 끝에서 하나로 모여 최후방에 있는 동사에게 떨어질 것이다. 더 커져서 돌아올 전방산업의 상승사이클을 타고 높이높이 날아가보자!

에너지 투자는 멈출 수 없어!

결국 동사의 핵심은 최전방의 에너지 투자와 그로부터 일어나는 수주의 바람이다. 러-우 사태 이후로 그 중요성이 더욱 부각되고 있는 전통에너지부터 탄소 배출 없는 세상을 꿈꾸는 친환경 에너지까지, 전 세계에서 벌어지고 있는 에너지에 대한 대규모 투자가 동사를 향하고 있다. 시황을 점검하는 매크로로부터 출발해 중동, 북미, 아시아와 국내를 거치며 저유가에 10년 가까이 잠들어 있던 전통에너지 시장에 거대한 투자사이클이 다가오고 있음을 확인할 것이다. 더 나아가 생각보다 빠르게 우리 앞으로 다가온 수소에너지, 우리가 잠시 잊고 있던 원전까지 속속들이 이어질 에너지 투자와 동사의 Potential 수주 풀을 점검하면서 동사의 장밋빛 미래를 그려 보자.

손익계산서 (단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
수익(매출액)	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743	297,801	353,042	365,344
yoy(%)		-14%	20%	-1%	-2%	35%	19%	19%	3%
플랜트 기자재	184,151	158,648	189,754	188,404	148,515	213,558	259,441	309,408	315,489
부동산 임대					882	1,980	1,980	1,980	1,980
HYTC (2차전지)					35,751	34,204	36,379	41,654	47,875
매출원가	159,609	135,810	167,590	169,299	148,517	175,447	191,216	216,462	222,739
매출총이익	24,542	22,838	22,164	19,105	36,631	74,296	106,584	136,580	142,606
GPM (%)	13%	14%	12%	10%	20%	30%	36%	39%	39%
판매비와관리비	20,046	18,807	19,289	22,219	23,100	28,946	31,646	33,817	34,585
영업이익(손실)	4,497	4,031	2,875	-3,113	13,531	45,350	74,938	102,764	108,020
OPM (%)	2%	3%	2%	-2%	7%	18%	25%	29%	30%
기타이익	1,009	1,366	2,129	1,022	1,170	2,387	1,457	1,457	1,457
기타손실	18,582	2,329	4,207	814	436	2,116	1,986	1,986	1,986
금융수익	4,009	12,782	11,107	4,302	9,243	13,964	13,012	12,844	12,844
금융원가	12,551	2,782	2,161	9,037	1,471	12,797	6,364	6,920	6,920
법인세비용차감전순이익(손실)	-21,619	13,068	9,743	-7,639	22,037	46,788	81,057	108,158	113,415
법인세비용	-5,393	3,040	2,334	-2,598	3,487	10,004	18,262	24,522	25,737
당기순이익(손실)	-16,226	10,029	7,409	-5,042	18,549	36,783	62,795	83,635	87,678
지배기업의 소유주에게 귀속되는 당기순이익(손실)		10,058	7,435	-5,018	15,218	35,771	61,066	81,333	85,264
NPM (%)	0%	6%	4%	-3%	8%	14%	21%	23%	23%
비지배지분에 귀속되는 당기순이익(손실)		-29	-26	-24	3,331	1,013	1,729	2,302	2,414

Rating

Buy

목표주가: 28,840 원

현재주가: 18,120 원

상승여력: 59%

12M 추가추이

시가총액 4,802 억원



B/S data (2022A)

자산 총계 5,940 억원

부채 총계 698 억원

자본 총계 5,242 억원

Earning data

Consensus PER ('23) 12.0x

Implied PER ('23) 11.9x

Consensus EPS ('23) 1,512 원

추정 EPS ('23) 2,428 원

주요 주주

(주)대신인터내셔널(외 10인) 45.63%

국민연금공단 8.05%

SMIC 5 팀

팀장 46 기 이민주

팀원 46 기 이탁규

46 기 조성주

47 기 나현식

47 기 최유진

CONTENTS

1. 왜 '피팅' 산업에 주목해야 하는가? - 산업 분석	03
2. 왜 '태광'을 '지금' 주목해야 하는가? - 기업 분석	05
Macro. 에너지 자원의 근황! - 투자포인트에 앞서-	08
3. 전통에너지, 권위는 영원하리라 - 투자포인트 1	11
Point 1. 뽕뽕해진 지갑과 함께 돌아왔다, 중동의 기름 부자들!	
Point 2. 북미향 LNG 터미널 수주	
Point 3. 중동과 북미 LNG, 아시아가 쓸게~	
Point 4. 동사의 든든한 하방, 국내 매출	
4. 장기적 미래, 원전과 수소 - 투자포인트 2	21
5. 매출추정	23
6. 피팅의 새로운 동반자, 2차전지 장비부품 - Plus α	25
7. Valuation - Historical PBR Method	27
8. Appendix	33

1. 왜 '피팅' 산업에 주목해야 하는가? - 산업 분석

1.1. 관과 관의 연결고리, 피팅




앞으로 '피팅'은 '용접용 피팅'

피팅은 배관 설치시 필요한 관이음쇠를 총칭하며 **용접용 피팅**과 **계장용 피팅**으로 분류된다. 계장용 피팅은 주배관의 상태를 계측하는 용도로 사용되고, 용접용 피팅은 대형관들을 연결할 때 사용된다. 특히 ① 연결하는 관들의 구경이 다를 때 ② 유체 흐름의 방향이 바뀔 때 ③ 배관이 분기(유체 흐름이 여러 갈래로 나누어지는 것)될 때 관과 관 사이에 용접용 피팅이 반드시 들어간다. 앞으로 보고서에서 '피팅'은 동사가 취급하는 '용접용 피팅'을 지칭한다.

흐르는 에너지원 피팅이 함께할게

유체의 에너지원이 수송되거나 생산되는 모든 현장은 '**피팅 투성**'이다. 플랜트, LNG선, LNG터미널은 제한된 면적에서 유체를 수송하고 생산해야 하기 때문에 배관 방향이 자주 바뀌고 분기도 빈번하며 연결하는 관의 크기도 다양하다. 그래서 피팅이 '**반드시**' 그리고 '**많이**' 필요할 수밖에 없다.

그림 1-1. 용접용 피팅의 종류

구분	사진	용도
Reducer		연결하는 관들의 구경이 다를 때 사용
Elbow		유체흐름의 방향이 바뀔때 사용 (다양한 각도로 생산)
Tee		유체흐름이 여러갈래로 나누어질 때 사용 (분기)

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 1-2. 피팅의 주요 전방산업

분류	정의
오일/가스 플랜트	원유와 천연가스를 시추, 생산, 수송하기 위한 발전소
정유 플랜트	오일/가스 플랜트에서 생산한 원유로 석유제품을 생산하는 발전소
석유화학 플랜트	정유 플랜트에서 생산한 나프타로 화학제품 만드는 발전소
원전 플랜트	핵분열을 통해 원자력 에너지가 생산되는 발전소
수소 플랜트	전기 분해로 수소를 얻은 후 연료전지를 통해 전기 생산하는 발전소
발전 플랜트	석탄, 원유, 천연가스 등으로 전기를 생산하는 발전소
해수담수 플랜트	해수를 담수로 만드는 발전소
해양플랜트	해양 유전 및 가스전을 개발, 생산하는 고정식/부유식 설비
LNG 터미널	LNG를 저장, 운송, 기화, 송출하는 복합적인 허브 설비
LNG선	저온 단열 탱크에 LNG를 저장하여 운송하는 선박

출처: SMIC 5팀

1.2. 누가 만들 수 있고 누가 잘하는 걸까?

진입장벽이 철용성이다!

피팅 시장은 진입장벽이 매우 높다. 해당 시장에 진입하기 위해서는 다음과 같은 조건을 만족해야 한다. ① 대형관을 연결하는 피팅인만큼 큰 구경의 제품이 생산가능한 **대규모 시설**을 갖춰야 한다. ② 판매처에서 요구하는 사양과 규격이 다양해 9만가지에 달하는 제품 종류에 대한 **설계 노하우**가 필요하다. ③ 원재료인 탄소강/합금강/스테인리스강에 대한 **재단/성형/가공 기술**이 있어야 한다.

메이저 플레이어 동사 포함 4 개뿐

3가지 조건을 모두 만족하지 못한 영세한 피팅 업체들은 전방산업의 불황으로 수주가 침체되었던 '14년~'21년 시장에서 철수하였다. 따라서, 현재 글로벌 피팅 시장은 동사와 성광벤드가 필두로 Tctubi, Tecnoforge까지 4개의 기업이 주도하고 있다. **높은 진입장벽** 때문에 앞으로도 **신규 경쟁자 없이 과점 구조**는 유지될 것이다.

피팅구경 클수록 납품처는 다변화

해당 산업에서 경쟁력은 **피팅 구경**과 **레퍼런스**가 결정한다. 배관에 흐르는 유체가 무엇인지에 따라 납품되는 피팅들의 평균 구경이 달라진다. 설비규모가 크고 기술수준이 높을수록 생산 가능한 피팅 구경은 커지고, 그렇게 되면 다룰 수 있는 유체가 다변화되어 **잠재적인 수주여력**이 커진다.

전방 업체들의 신뢰를 얻어라!

피팅 업체가 경쟁력을 갖추려면 다양한 종류의 제품들을 '**좋은 품질**'로 제작하여, '**제때 납품**'해야 한다. 성공적인 **납품이력**이 계속되면 긍정적인 **레퍼런스**가 쌓여 이후에도 EPC업체와 조선사의 선택을 받을 수 있다. 피팅이 불량일 경우 큰 폭발로 이어질 수 있기 때문에 에너지 업체들에서도 **품질 인증**을 받은 피팅 업체에 한해서 EPC업체와 조선사가 **발주할 수 있도록 계약상 명시**하였다.

1.3. 누구한테 팔고 돈은 어떻게 벌까?

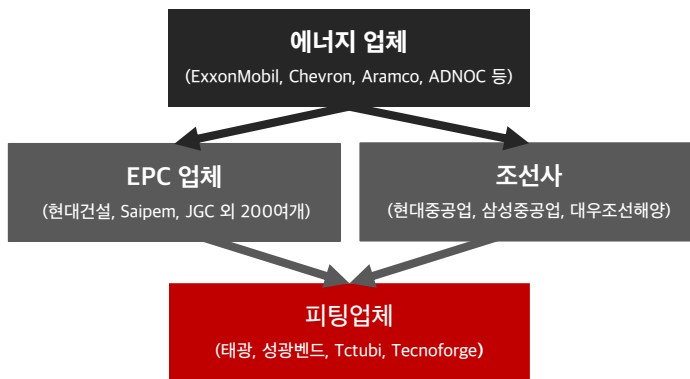
B2B 장치 산업은 밸류체인이 핵심

피팅업체가 속한 밸류체인은 ① 에너지업체 → ② EPC업체/③ 조선사 → ④ 피팅 업체의 순서로 구성된다. ① 최전방에 위치한 BP, Exxon, ARAMCO 같은 에너지 업체는 에너지 프로젝트를 집행한다. ② 삼성엔지니어링 같은 E(Engineering)P(Procurement)C(Construction)업체는 건설프로젝트를 수주 받고 설계, 부품/소재 조달, 건설까지 시공 전과정을 진행한다. 육상플랜트, LNG터미널을 만드는 EPC의 수는 200개에 달한다. ③ 에너지업체는 조선소에게 LNG선과 해양플랜트를 발주한다. 기술적 진입장벽이 높은 제품만큼 발주의 대부분을 국내 조선사들이 따내고 있다.

에너지 프로젝트 발주 = 피팅 업체 매출 증가

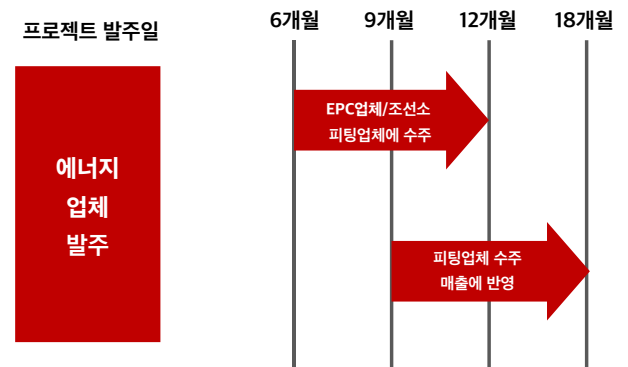
[그림1-3.]에서 볼 수 있듯, ④ 에너지 기업들의 프로젝트는 어떠한 EPC나 조선소를 거쳐도 결국 피팅업체의 탑라인 성장으로 이어진다. 에너지 기업이 필요한 플랜트/LNG선/LNG터미널을 EPC나 조선소에 발주하면, 6~12개월 뒤 EPC와 조선사가 건설에 필요한 피팅을 피팅업체에 주문한다. 해당 수주는 3~6개월 뒤 두고 동사 매출에 반영된다. 에너지 프로젝트의 수혜가 여러 갈래의 물줄기로 뻗어나가도, 결국 9~18개월 뒤 다시 하나의 물줄기로 합쳐져 동사 탑라인으로 흘러 들어온다.

그림 1-3. 피팅 산업 밸류체인 정리



출처: SMIC 5팀

그림 1-4. 피팅 업체 매출인식 타임라인



출처: SMIC 5팀

1.4. Why 피팅?

Why Not 에너지 업체?

왜 ① 에너지 업체, ② 조선사, ③ EPC업체가 아닌 피팅을 주목해야 할까? ① 에너지 업체의 경우 원유, 천연가스 가격이라는 매크로 변수의 등락이 주가에 시간차 없이 즉각 반영되기 때문에 투자가 꺼려질 수밖에 없다. 피팅 업체는 전방의 에너지 프로젝트 발주가 EPC나 조선소를 거쳐서 탑라인에 반영되기까지 9~18개월이라는 충분한 시간차가 존재한다.

Why Not 조선사?

② 현재 조선소의 LNG선용 도크는 '26년 수주분까지 차 있다. 시장에서의 높은 노출도로 해당 정보는 주가에 일정 부문 반영되었다. 팍 찬 수주잔고로 조선사 매출은 지속적으로 발생하겠지만, CAPA의 한계에 다다랐다는 사실은 주가 상승의 추가적인 Drive를 기대하기 어렵게 만든다. 반면, 피팅업체는 조선사가 올해 거둔 풍년의 수혜를 아직 누리지 못했다. 팍 찬 LNG 수주만큼이나 **알찰 피팅 발주는 9~18개월 뒤부터 피팅업체 탑라인에 반영, 주가의 업사이드를 활짝 열어줄 것이다.**

Why Not EPC 업체?

③ EPC업체들은 에너지 프로젝트 발주를 받기 위해서 200:1의 경쟁을 뚫어내야 한다. 하지만 피팅 산업은 메이저 플레이어가 넷 뿐이기 때문에 전방의 수주를 받아낼 확률이 훨씬 높다. 게다가 에너지 프로젝트당 하나의 EPC와 조선사가 선정되는 것과 달리, 피팅 업체의 경우 공급망 다변화를 위해 **고객사들이 배타적으로 발주를 하지 않는다.** 꼴처럼 서서히 흘러내려오는 전세계 에너지 프로젝트들의 달콤한 수혜를 모두 받아먹을 수 있는 플레이어는 밸류체인에서 피팅업체가 유일하다.

2. 왜 ‘태광’을 ‘지금’ 주목해야 하는가? - 기업 분석

2.1. 한 우물을 깊게 판 피팅 장인

피팅 만든 지
벌써 59년

동사는 1965년 창립 이래로 쭉 피팅을 생산한 '피팅 장인'이다. 피팅은 매출의 85%를 견인하고 있으며 종속회사인 에이치와이씨티(2차전지 부품업체)가 매출의 13.7%, 파운드리서울(부동산 임대업체)가 매출의 0.8%를 각각 구성하고 있다.

경쟁력 CHECK
피팅구경 1등
레퍼런스 1등

상술했듯 피팅 시장의 경쟁력은 피팅 구경과 레퍼런스가 결정한다. 오랜 시간동안 피팅에 전념한 결과, 동사는 글로벌 피팅 시장을 선도할 만큼의 경쟁력을 갖추게 되었다. 축적된 기술력과 대규모 설비를 바탕으로 구경이 0.5인치부터 158인치까지 달하는 광범위한 사이즈의 피팅을 생산할 수 있었다. 동사는 전세계 대부분의 EPC/조선소에 납품한 이력이 있으며 에너지 프로젝트 수주 확률이 높은 SAIPEM, 삼성엔지니어링, JGC 같이 세계적인 EPC와 특히나 깊은 신뢰 관계를 맺고 있다.

CAPEX 투자로
영업이익률 ↑
가동률 ↑ CAPA ↑

지금도 부족함이 없어 보이지만 ‘피팅 장인’은 안주하지 않는다. 동사는 올해 150억 이상의 CAPEX 투자까지 집행한다. 로봇과 프레스 위주의 투자로 인건비를 축소하여 비용구조를 개선하고 70%에 머물러 있는 가동률을 95%까지 끌어올릴 계획이다. 가동률을 목표한만큼 끌어올릴 수 있다면 CAPA는 3500억에서 4000억까지 늘어날 수 있다. 내년에 예정되었던 투자를 올해로 앞당긴 만큼 동사는 곧 다가올 전방산업의 호황기를 제대로 누리볼 생각이다.

2.2. Oil, LNG, 수출, 중동 - 키워드를 외우자!

Oil, LNG 가
타라인의 핵심

동사 피팅의 75%가 오일가스/정유 플랜트 및 LNG터미널 건설에 사용된다. 18%는 원전/수소, 해수담수, 발전 플랜트로 향하며 나머지 7%는 조선소 LNG선 및 해양플랜트 건설에 쓰인다. 에너지가 만들어지고 흐르는 대부분의 현장에서 동사의 피팅이 사용되고 있으며 그 중에서도 높은 비중을 차지하는 전통에너지(정유가스)의 전방 움직임이 동사 실적에 가장 큰 영향력을 발휘한다.

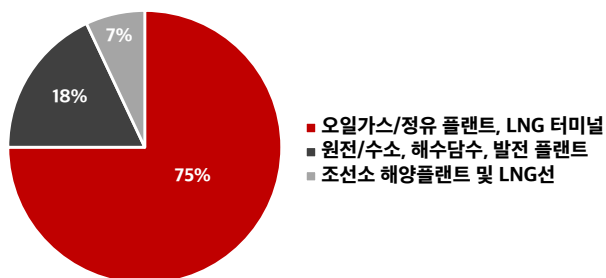
해외, 중동이
타라인의 핵심

세계적으로 인정받은 동사는 수출기업으로 완벽히 발돋움하였다. 매출에서 수출 비중은 75%에 달하며 중동향, 아시아향, 북미향이 각각 48%, 28%, 18%를 차지한다. 국내로 납품되는 피팅은 조선소/원전플랜트로 향하지만 해외로 납품되는 피팅은 육상플랜트/LNG터미널 건설에 사용된다.

전방산업의 트렌드
Oil/LNG/해외/중동

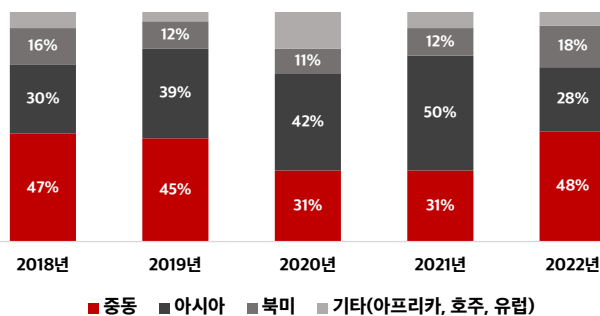
전세계적으로 에너지 투자가 늘고 있지만 중동의 정유가스는 그 중에서도 눈부신 성장을 보여주고 있다. 이번 전방의 호황기는 마치 동사가 최대 수혜자 될 수 있게 주문 제작한듯 다가오고 있다.

그림 2-1. 동사 전방산업 비중



출처: 동사 IR 자료, SMIC 5팀

그림 2-2. 동사 국가별 수출 비중



출처: 동사 IR 자료, SMIC 5팀

2.3. Why 태광? Why Not 성광벤드?

동행하던 동사
이제 앞서간다

국내 피팅의 양대산맥인 동사와 성광벤드의 주가는 동행해왔다. 돌아오는 에너지 호황의 초입에서 동사 주가는 상승하는 반면, 성광벤드는 감감무소식이다. 동사가 전방의 수혜를 독차지할 수밖에 없는 이유를 기업의 펀더멘털 면에서 규명하여 격차가 앞으로 계속 벌어질 것임을 증명하겠다.

수출기업에게만
열리는 큰 무대

① 동사는 수출비중이 75%에 달하지만 성광벤드의 수출비중은 60% 수준에 머물러 있다. 국내 플랜트 프로젝트가 전무한만큼 성광벤드는 조선사 납품 비중이 비교적 높다. 세계 플랜트 시장은 수주량과 수주금액 면에서 국내 조선업을 압도하며 납품되는 피팅의 개수와 단가도 플랜트가 훨씬 크다. 수출기업으로의 도약에 더 빨리 성공했기에 동사에게는 더 큰 규모의 전방이 펼쳐진 것이다.

앗살라말라이쿰
뜨거워지는 중동

② 두 기업의 수출국 구성을 비교해보면 동사는 중동, 성광벤드는 북미 비중이 높다. 북미는 러-우 전쟁 이후 유럽 LNG 쇼티지의 수혜를 누리기 위해 '21년부터 LNG 터미널 발주를 시작했으며 신규 가스 시추는 바이든 정부의 친환경 정책으로 인해 이루어지지 않고 있다. 반면, 중동은 코로나19로 저유가 기조가 계속되어 막대한 재정 손실을 입었다. '22년 유가의 반등으로 최근에서야 재정 적자를 탈출한만큼, 중동의 에너지플랜트와 LNG 터미널 투자는 지금부터 본격적으로 기지개를 펼 것이다. 서서히 식어가는 북미와 화끈하게 뜨거워지는 중동, 그 속에서 동사는 차이를 만들었다.

패러다임 변화도
동사가 유리하다

③ 상술했듯 동사는 158인치 구경의 피팅을 생산할 수 있지만 성광벤드는 140인치, Tctubi와 Tecnoforge는 80인치가 생산가능한 최대 구경이다. LNG, 수소 같은 기체의 에너지원은 부피가 크고 폭발 위험성이 높아 대구경 피팅이 필요하다. 세계적인 탄소 감축 기조로 LNG, 신재생 플랜트 발주가 증가하여 '동사의 대구경 피팅'에 대한 수요량도 늘어난다. 서서히 변해가는 에너지 패러다임 속에서 가장 큰 수혜를 받는 동사, 주가도 동사가 Peer 대비 지니는 우위를 인정하고 있다.

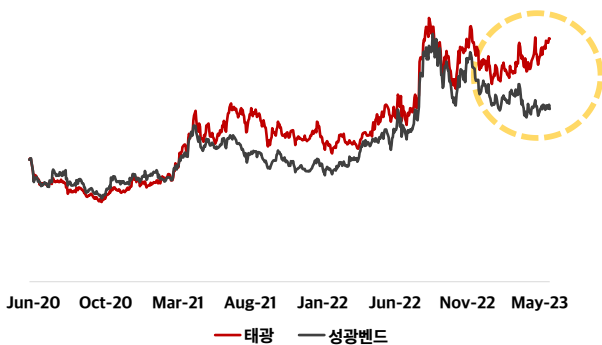
체질 개선으로
높은 OPM 달성

④ 코로나19로 인해 플랜트 발주가 얼어붙으면서 피팅산업도 부진하였다. 동사는 유일하게 어둠의 시간속에서도 공정단순화, 자동화로봇 도입, 신규공법 개발로 전방의 부활을 준비하였다. 이러한 부단한 노력은 기업 체질 개선으로 이어졌고, 비용을 크게 절감할 수 있었다. 팬데믹 이후 영업 이익률은 빠르게 회복되었으며, 지금까지도 동사는 성광벤드 대비 높은 영업이익률을 선보이고 있다.

동사는 2 차전지로
매출처 다변화까지

⑤ 성광벤드는 피팅이 유일한 매출원이다. 피팅업체는 단조로운 매출구조로 실적이 전방산업의 사이클에 크게 휘둘릴 수밖에 없다. 동사는 이러한 구조적인 약점을 극복하기 위해 2차전지 초정밀 부품을 생산하는 에이치와이티씨를 '22년 인수하여 매출처 다변화에 성공하였다. 원래 잘하던 본업도 챙기고 가장 핫한 2차전지까지 전방을 확대하면서 동사는 경쟁사와의 격차를 벌려 나갔다.

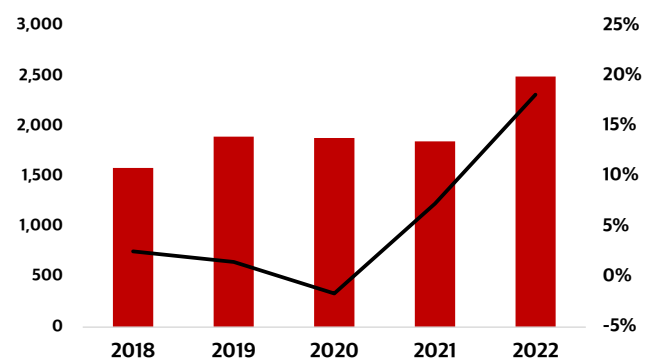
그림 2-3. 동사, 태광벤드 주가추이



출처: 한국거래소, SMIC 5팀

그림 2-4. 동사 매출 및 영업이익률 추이

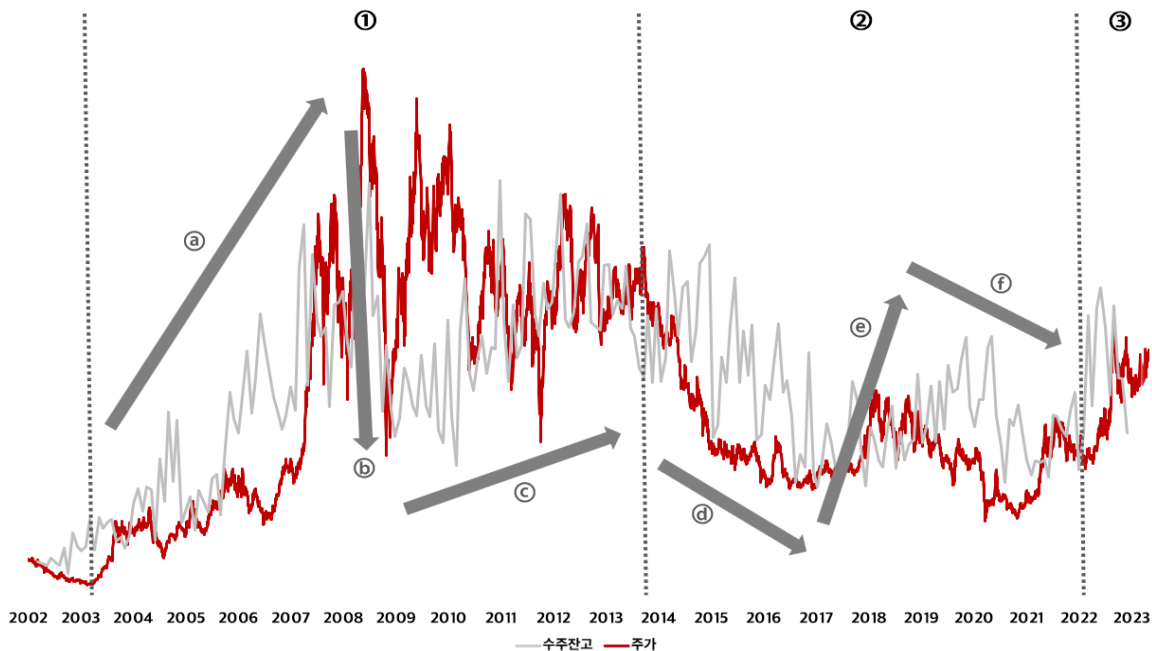
(단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

2.4. Why Now? 답은 주가에 있다!

그림 2-5. 동사 수주잔고 및 주가추이



출처: 한국거래소, 동사 사업보고서, SMIC 5팀

<p>주가동인 =수주잔고</p>	<p>동사의 주가 드라이버는 수주잔고이다. 에너지 프로젝트에 필수적인 제품이며 피팅 시장이 과점 구조를 띠고 있기 때문에 중간에 발주가 취소될 일은 없다. 따라서 수주잔고는 3~6개월의 시간차를 두고 동사 실적에 온전히 반영되며 이는 곧 주가 상승으로 이어진다.</p>
<p>수주잔고는 전방이 결정</p>	<p>수주잔고는 밸류체인 최전방에 위치한 에너지 산업이 결정한다. 에너지 산업의 흐름과 동사의 수주잔고/주가는 역사적으로 3개의 대사이클(①,②,③), 6개의 소사이클(㉠,㉡,㉢,㉣,㉤,㉥)로 나뉜다.</p>
<p>수요 > 공급 : 상승 대사이클</p>	<p>① '03~'13년 : 초과수요는 에너지 부문 투자로 이어졌고 주가는 상승하였다. → ㉠ '03~'08년 : BRICS 국가들의 경제 발전이 본격화되면서 에너지 수요가 증가하였다. → ㉡ '08~'09년 : 금융 위기 직후 경기 침체로 에너지 수요가 일시적으로 위축되었다. → ㉢ '09~'13년 : 고유가로 늘어난 중동의 발주예산과 미국의 셰일 혁명으로 에너지 투자 증가</p>
<p>수요 < 공급 : 하락 대사이클</p>	<p>② '14~'21년 : 초과공급으로 에너지 부문 투자가 위축되었고 주가는 하락하였다. → ㉣ '14~'17년 : 과도한 투자로 공급이 쌓여 추가적인 에너지 프로젝트는 발주되지 않았다. → ㉤ '17~'19년 : 이란 제재와 베네수엘라 경제위기로 공급에 차질이 생겨 투자 기대감은 커졌다. → ㉥ '19~'21년 : 예정된 투자는 코로나로 연기되었고 산유국 재정손실로 추가 수주는 불가능했다.</p>
<p>이제 수요 > 공급 역사는 반복된다</p>	<p>③ '22년~ : 상승 대사이클이 돌아왔다. 코로나 이후 중장기적 에너지 초과수요가 예상되면서 턴어라운드 성공하였다. 러-우전쟁으로 발생한 유럽 LNG쇼티지의 수혜를 누리기 위해 미국은 LNG 터미널 발주를 이미 시작하였으며 중동 국가들은 반등한 유가로 재정 적자를 메꾸후 '23년부터 에너지 프로젝트 발주를 본격화한다. 코로나로 연기된 프로젝트들도 이제 곧 재개될 것이다.</p>
<p>클 태 (太) 빛 광 (光)</p>	<p>에너지 부문 투자 재개로 '지금' 동사는 거대한 상승 사이클의 초입에 서 있다. 투자포인트에서 증명하겠지만 전방산업의 호황은 중장기적으로 지속될 수 밖에 없으며 그 수혜는 동사의 주가 동인인 수주잔고에 온전히 반영될 것이다. 동사가 가장 크게(太) 빛날(光) 지금 이 순간을 놓치지 말자.</p>

Macro. 에너지 자원의 근황 - 투자포인트에 앞서

앞선 산업 분석과 기업 분석을 통해, 우리는 동사의 주가 동인이 수주라는 사실과, 동사에게 흘러 들어오는 주요 수주잔고의 가장 앞 단에는 전방사들의 투자가 존재함을 확인하였다. 즉, 동사의 주가 향방을 파악하기 위해서는 가장 앞 단에 위치한 투자, 그 중에서도 동사 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 '전통에너지 투자'와 '그 이후의 미래'를 파악해야만 한다.

돌아온 전통에너지 이어달리기 친환경에너지

그리고 지금, 본 보고서는 코로나19와 러-우 전쟁 이후 급격하게 변화한 에너지 패권 전쟁의 항방 속에서 전통에너지의 대표주자, 석유와 천연 가스의 투자 사이클이 돌아왔고, 수소와 원전이라는 친환경에너지의 이어달리기 속에서 동사의 수혜가 지속적으로 이어질 개연성을 피력한다. 이에 따라 본격적으로 투자포인트에 들어가기 앞서 순서대로 (1) 천연 가스(LNG), (2) 석유(Oil), (3) 수소 및 원전(친환경에너지)의 현재 상황과 앞으로의 시나리오를 간단하게 그려 볼 것이다. 복잡한 매크로, 핵심만 외우면서 지나가보자!

(1) 천연 가스(LNG) - 거스를 수 없는 투자, LNG!

러-우 전쟁과 천연가스, LNG 인프라 수요 폭발

모두가 알다시피, 현재 LNG 공급의 핵심은 러-우 전쟁에서 촉발된 유럽의 LNG 수요와 공급에 있다. 코로나를 거치며 석탄 사용의 비중을 줄이고 러시아 천연가스의 의존도를 높여 오던 유럽이, 러-우 전쟁을 거치며 에너지 안보의 중요성과 러시아 천연가스로부터의 독립을 선언했기 때문이다. 이러한 상황에서 유럽은 미국과 중동의 천연가스에 눈을 돌릴 수밖에 없었고, 자연스럽게 천연가스 시추플랜트, 천연가스를 LNG로 액화시키는 액화플랜트, LNG 운반선, 및 천연가스를 보관할 LNG 터미널까지 이어지는 LNG 인프라에 대한 수요가 폭발적으로 증가하고 있다.

천연가스 투자, 거스를 수 없어~

거기에 천연가스 인프라는 유럽의 폭발적 수요 외에도 석유 및 석탄에서 신재생에너지로 넘어가는 과정에서 필연적인 '브릿지 에너지'로서 기능하여, 중국, 인도를 필두로 아시아 중심의 지속적 수요 증가가 이어져 왔다. 특히나 신재생에너지가 제대로 된 송배전망과 저장 시스템 구축 전까지는 도입 속도에 있어 한계가 존재하고, 자연환경에 따른 '간헐성'이 큰 만큼, 과도기에서의 필수적인 에너지원으로 주목받아 온 것이다. 천연가스에 대한 투자는 중장기적으로 이루어질 수밖에 없으며, 거스를 수 없는 흐름인 것이다.

그림 M-1. 러시아 PNG를 끊어내는 유럽 (단위 : Gwh)

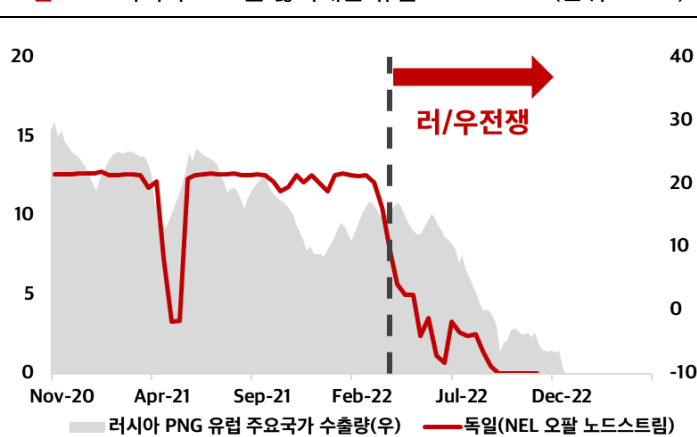
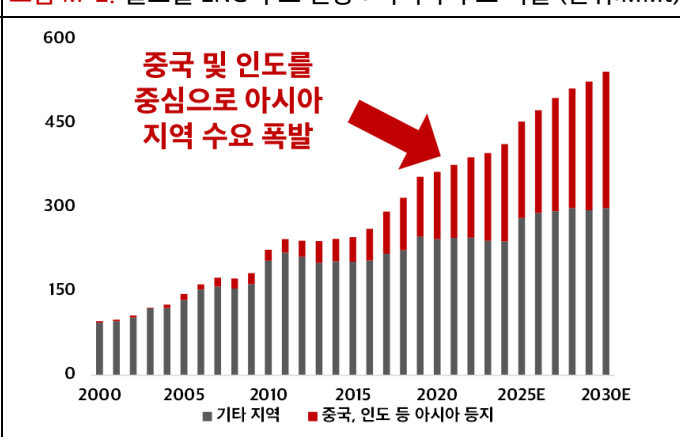


그림 M-2. 글로벌 LNG 수요 전망 : 아시아 수요 폭발 (단위:MMt)



출처: Ministry of Petroleum and Nature Gas, 인도 정부, SMIC 5팀

출처: IHS Market, SMIC 5팀

(2) 원유(Oil) - 나 없이 어떻게 살려고 그래?

수요 + 공급, 지정학적 리스크까지

지난 '14년부터 '20년까지 이어진 60\$ 미만의 지속적인 저유가 기조는 '21년 들어 급격한 변화를 맞이하게 되었다. 미국의 셰일 회사들이 구조조정 시기를 지나며 미국의 원유 공급량이 감소하였고 러-우 전쟁까지 벌어지며 유가는 '22년 122\$까지 상승했다. 이후 금리 상승으로 원유 가격은 하락했으나 지속적 감산 카드로 75\$ 선에서 유가가 형성된 상황이다. 물론 현 시점에서 유가의 향방에는 예측 불가능한 요소들이 가능한 요소보다 많지만, 현재 유가에는 수요 공급 논리에 더해 에너지 패권 분쟁이라는 요소가 모여 보합세를 형성하고 있다. 각 요소를 하나씩 알아보자.

석유, 더 쓴다는데요?

먼저 원유의 수요를 바라보자. 이 글을 읽는 시점의 독자라면 분명 코로나 시기 불었던 탄소 중립과 신재생이라는 강력한 바람, 그리고 전체 소비 에너지원에서 꾸준히 감소하는 석유의 비중을 기억하며 석유 수요의 절대적인 감소를 점칠 수 있다. 그러나 실제 데이터는 그 반대의 방향성을 말한다. '23년 4월 EIA에서 발간한 단기 에너지 전망을 보면, 국제 원유 사용량은 '22년의 994천만 배럴/일에서 '24년 1억 2백만 배럴/일로 2년간 3.3%의 절대적인 소비량 상승을 점치고 있다.

세계인구 40%, 중국&인도의 원유 수요

감소하는 선진국 원유 소비 추이에도 Non-OECD국가의 원유 소비 증가 추이는 강력하며, 특히나 인도와 중국이 두드러진다. 추 한은 총재는 올해 1월, 가장 우려되는 리스크로 '중국 경제 회복 시의 유가 반등'을 꼽은 적 있으며 인도의 경우 현재 100%이상의 가동률을 보이며 정제처리량 사상 최대치를 경신하고 있다. 이는 23년 전의 중국과 유사한 수준으로, 일반적으로 개발도상국들의 도시화율이 35%~40%를 넘어가는 시점(현재 인도 도시화율)에 GDP가 변곡점을 지나 폭증한다. 세계 인구 수의 38.8%('21)을 차지하는 두 국가의 경제 회복이 원유의 지속적 수요를 불러오는 것이다.

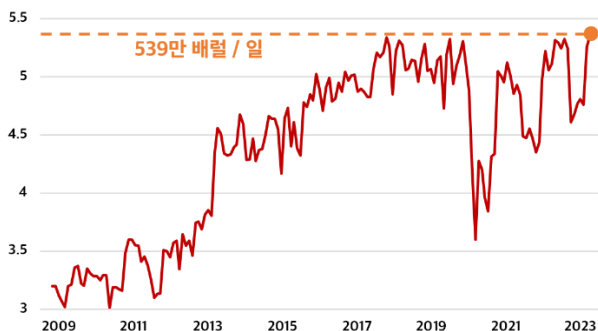
7년만의 돈 잔치, OPEC은 못 놓쳐

그러나 지정학적 맥락에서 원유 생산량 공급 증가분은 그보다 폭발적으로 증가할 가능성이 낮음을 시사하고 있다. 후술하겠지만 '21년~'22년에 이어진 유가 회복은 중동 산유국들의 재정수지로 돌아왔고, 약 6~7년만에 '돈 벌 시간'이 마련된 OPEC+ 주요 산유국들은 미국의 증산 요청과 감산 합의에 대한 엄중한 경고가 그리 달갑지 않아 보인다. 오히려 산유국들은 '감산 합의 없이 자발적으로 결정한 감산'이라며 우회적으로 감산 정책을 나누어 발표했고, 사우디 역시 기존의 '73년부터 이어진 '페트로-달러' 스탠다드를 건드리며 미국에 정면으로 대항 중이다.

유가 70\$, 단단한 중단기적 하방

이러한 요소들이 겹쳐 EIA에서는 '24년까지 유가의 70\$의 단단한 하방을 전망하고 있다. 최소 '24년까지 점쳐지는 단단한 유가의 하방은 곧 산유국들의 두둑한 지갑으로 이어지고, 이는 곧 투자로 이어진다는 점에서, 지금까지 일어나지 못한 이연된 투자까지 합쳐져 폭발적인 투자가 전망된다.

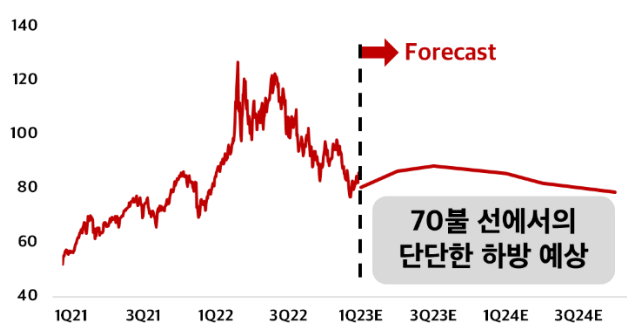
그림 M-3. 인도 정제처리량 사상 최대치 갱신 (단위 : 백만 배럴/일)



출처: Ministry of Petroleum and Nature Gas, 인도 정부, SMIC 5팀

그림 M-4. 유가의 탄탄한 하방, 70\$

(단위 : \$)



출처: EIA, U.S. Energy Information Administration, SMIC 5팀

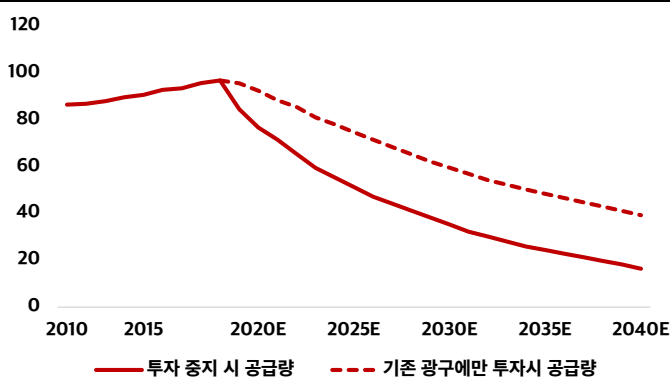
**전통에너지 사업,
지속적 투자는
선택이 아닌 필수!**

기본적으로 전통에너지 사업에는 **거대한 규모의 꾸준한 투자**가 필수적이다. 시추로 대표되는 Up-Stream부터 정유로 대표되는 Down-Stream까지, **긴 시간과 큰 자본적 지출**을 필요로 한다. 실제로 시추의 경우 평균적인 탐사 성공 확률이 **20%**로 매우 낮으며, 정유 산업 시설의 경우 노후화에 따라 특정 분기에 공장 가동을 **중단하고 유지/보수**를 해야 한다. IEA에 따르면 Oil/Gas 분야에서 기존 시추 파이프라인에만 투자를 할 경우와 아예 투자를 중단할 경우 **공급 가능량이 빠르게 감소**하는 모습을 보인다는 점에서 전통에너지 사업의 **지속적인 투자는 선택이 아닌 필수**다.

**전통에너지 기업,
지갑이 열린다!**

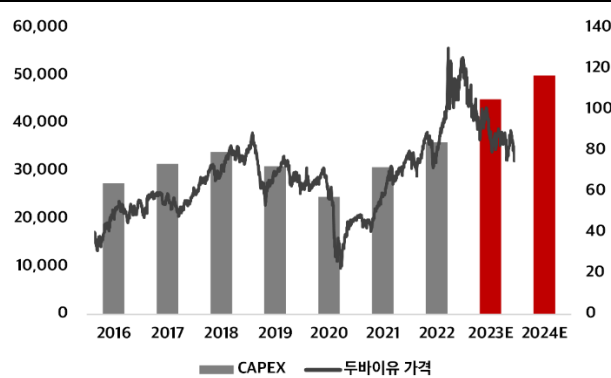
그리고 지금, 앞서 설명한 거의 7년만에 돌아온 **고유가 기조**, 폭발하는 **LNG 인프라 투자 수요** 속에서 전통에너지 기업들은 거대한 규모의 투자를 준비하고 있다. 지지부진했던 에너지 투자는 오랜만에 돌아온 돈 잔치와 함께 불타오를 예정이며, **지금까지 미뤄둔 투자**와 함께 에너지 기업들의 **미래 먹거리**를 위한 투자로 함께 나아갈 것이다.

그림 M-5. 신규 투자 부재 시 원유 공급량 추이 (단위:백만 배럴/일)



출처: IEA 2019 Annual Report, SMIC 5팀

그림 M-6. ARAMCO CAPEX 추이 및 유가 (단위 : 백만 \$, \$/배럴)



출처: Bloomberg, Petronet, SMIC 5팀

(3) 수소와 원전 - 화석에너지 다음은 바로 나!

**원자력: 고효율&친환경
재가동되는 원전들**

전세계적으로 **원자력 발전이 재개**되고 있다. 그동안 **안전성 문제**로 외면받아왔지만, 국내를 포함해 자력으로 에너지를 생산할 수 있는 방법이 원자력 발전뿐인 국가들은 원자력 발전 비중을 높여 에너지 안보를 강화하고 있다. 이러한 흐름에 맞추어 최근 **친환경 에너지로 분류**(EU 택소노미에 원자력 포함)되는 등 투자시 ESG평가를 고려해야하는 금융기관들로부터 관련 사업에 대한 **투자자금 조달**이 빠르게 이루어지고 있다.

**수소: 관련 기술 상용화 및
중동 투자 본격화 시작**

수소는 **친환경에너지원**으로서 상용화의 어려움으로 외면받아왔으나, 최근 연료전지 등 기술의 발전으로 **재조명**받고 있다. 수소는 우주를 이루는 원소의 90%를 차지할 정도로 풍부하고, 유해물질을 배출하지 않으면서도 높은 효율을 낼 수 있어 매우 **이상적인 에너지원**이다. 특히, 현재의 수소 생산에 주로 **화석 연료**가 쓰이는 데다, 궁극적으로 **재생에너지를 통한 생산**에서도 강점이 있는 **중동 국가들**을 중심으로 '석유-정유-석유화학'으로 이어지는 수직계열화에서 **수소로의 이어달리기**를 통해 **에너지 패권**을 놓치지 않기 위한 큰 그림이 본격화되고 있다.

**저탄소&에너지 자립 하,
원전과 수소 투자 필연적**

원전과 수소 모두 한 때 외면받은 적이 있으나, **에너지 자립** 기조하에서 **재조명**받고 있다. 화석에너지와 달리 **탄소배출이 없고**, 태양광이나 풍력 등의 **신재생에너지의 단점**을 보완하며 공생 관계를 유지할 수 있는 점에서 앞으로 **차세대 에너지원**으로 자리 잡으며 관련 투자 또한 이어질 것이다.

3. 전통에너지, 권위는 여전하리라 - 투자포인트 1

복잡한 매크로 속에서 먼 길을 돌고 돌아, 결국 '에너지 투자는 증가한다'라는 결론에 다다랐다. 그러나 산발적으로 흘러 들어오는 자본의 흐름 속에서, 투자자로서 접근할 때는 그 중에서도 가장 매력적인 흐름, 그리고 그 흐름에서 가장 강력하게 수혜를 받을 Point를 잡아내어야 한다.

동사는 '22년 기준 크게 다섯 가지 지역(중동, 북미, 아시아, 국내, 유럽 및 기타)으로 매출처를 구분하고 있다. 본 보고서는 동사의 다양한 매출처들 중에서도 동사의 강점이 가장 잘 드러나고, 가장 강력한 Point를 중심으로 보고서를 전개할 것임을 밝힌다. 이에 따라 (1) 중동 (2) 북미 (3) 아시아 (4) 국내의 순서로 지금 동사를 주목해야 하는 이유를 밝힐 것이다. 유럽 및 기타 지역의 경우, '22년 사업보고서 기준 도합 4.2%수준의 매출을 차지하고 있어 투자포인트에서는 생략한다.

중동의 상방 + 탄탄한 하방

그리고 본 보고서의 핵심이자 투자포인트 논리를 관통하는 Key Point는 바로 "강력하게 수주 Top-line의 상방을 열어줄 중동"과 "단단하게 수주 하방을 잡아줄 북미 및 기타 지역"이다. 북미 및 기타 지역은 LNG 밸류체인 투자를 중심으로 이미 확실한 기수주 물량과 투자 Pipeline을 보유하고 있다. 그러나 이는 이미 시장에서 검증받은 투자 아이디어다. 이러한 투자 아이디어는 주가에 언제나 선제적으로 반영될 수밖에 없고, 특히나 그 규모를 대략적으로 파악 가능한 수주 산업의 경우에는 알파의 크기가 더욱 줄어들 수 밖에 없다. 불확실성이 해소되는 순간 알파는 사라지기 때문이다.

피팅의 알파는 중동에 있다!

그렇기에 독자가 피팅에 투자하고 싶다면 더욱 중동에 주목해야 한다. 불확실한 유가 등의 매크로 상황에서 확실한 기수주 물량을 챙긴 북미로 눈길이 가는 것은 당연하지만, 알파를 창출하고 싶은 투자자라면 바라보아야 할 곳은 중동이다. 지금부터 동사의 Top-Line 상방을 강력하게 열어줄 곳, 성광벤드와 동사의 가장 큰 차이를 만드는 곳. 중동의 에너지 투자를 확인하고, 동사가 확실한 수혜를 받을 것임을 증명할 것이다. 기회가 숨은 황금 사막의 한복판으로, 지금 들어가보자.

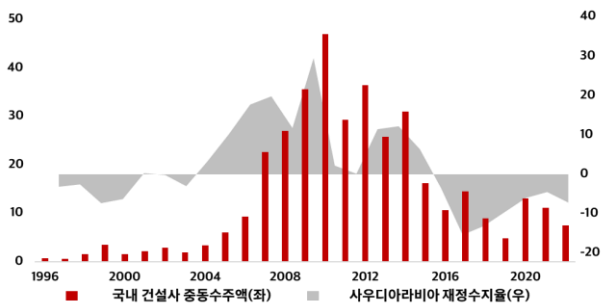
Point 1. 뽕뽕해진 지갑과 함께 돌아왔다, 중동의 기름 부자들!

중동을 가장 강력한 투자포인트로 제시하는 이유는 두 가지로 명확하게 정리된다.

- (1) 저유가 탈출, 재정적자 회복으로 총알 장전 완료
- (2) 천연가스&원유, Up-Stream&Down-Stream까지, 모두 일어나는 투자.

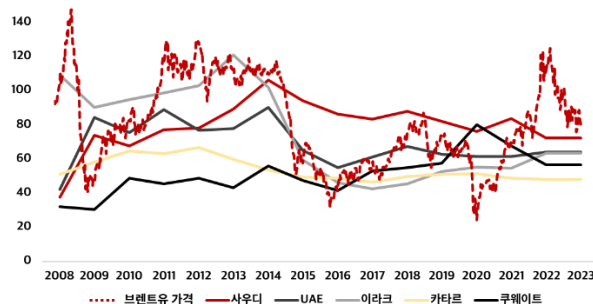
중동은 현 시점, 쌓인 재정수지를 바탕으로 모든 에너지 전방에서 '쇼핑'에 나서기 시작할 것이다. 모든 영역의 에너지 밸류체인에 사용되는 피팅을 생산하는 동시에 높은 중동향 매출 및 견고한 레퍼런스를 보유한 동사가 누리게 될 무궁무진한 업사이드의 중심에는 '중동의 투자'가 있는 것이다.

그림 3-1. 산유국 재정수지와 중동 수주액 추이 (단위 : 십억 \$, %)



출처: 해외건설협회, Petronet, CEIC, SMIC 5팀

그림 3-2. 중동 국가별 재정균형유가 추이와 유가 (단위 : \$/배럴)



출처: IMF, SMIC 5팀

(1) 저유가 탈출, 재정적자 회복으로 총알 장전 완료

중동 산유국들의 혈액,
오일머니

바람이 불어야만 바람개비가 돌아가듯, 중동의 모든 국가들 또한 '오일머니'라는 동력원이 있어야 움직일 수 있다. 산유국들은 국가 자체가 하나의 거대한 '에너지 기업'인 만큼, 손익분기점(BEP)과 같은 '재정균형유가'와 유가의 수준에 따라 국가의 재정수지가 달라진다. 국가 투자 예산 역시 재정수지에 연동되어, [그림 3-1.]에서 볼 수 있듯 중동 산유국들의 투자는 재정수지에 거의 비례하는 양상을 보인다. 즉, '재정균형유가'가 유가 보다 높을 시 '흑자재정', 낮을 시 '적자재정' 및 출혈 수주를 직면할 수도 있기에 중동 내 투자규모에 지대한 영향을 미친다.

7년만에 돌아온 고유가,
총알은 장전 완료!

그리고 앞서 설명했듯, '21~22년 이어진 고유가 기조는 7년만에 공간에 들어온 쌀이다. '22년 사우디 추정 재정균형유가가 72.4\$인 만큼, 70\$의 강한 유가의 하방이 중단기적으로 전망되는 이상, 산유국들의 지갑은 더욱 더 두꺼워질 것이다. 동시에 반도체 오더 커트와 같은 맥락의 투자자들이 우려하는 유가로 인한 기존 투자 연기 또한 발생할 확률이 낮다. 이러한 상황 속에서 고유가로 흘러들어온 돈이 신규 투자로 이어지는 것은 당연한 수순이다. 이렇게 지갑이 두둑해진 중동의 앞에는 저유가 시기 동안 차마 엄두조차 내지 못했던 미래를 위한 투자처들이 가득하다.

(2) Oil & Gas, Up & Down, 전방위적으로 일어나는 투자

중동에게 '투자'란 사치가 아니다. 미래 존속을 위한 '생존형' 예산으로 집행된다. 중동은 생존을 위해 에너지 투자에 전력을 다해 매섭게 쓸 준비가 되어있다. 본격적으로 중동에서 동사가 꺾찰 자리를 가능해보기 전, 중동이 세 가지 경쟁력 (1) LNG, (2) 오일 Down-Stream, (3) 오일 Up-Stream 투자에 박차를 가할 수밖에 없는 이유들을 정리해 보자.

① '거스'를 수 없는 '가스', LNG

중동 LNG 핵심
= 카타르 + 이스라엘

거대한 공급이 막힌 현재 중장기적으로 지속될 유럽의 LNG 대체 수요 행방이 중동에 위치에 있을을 기존 유럽 LNG 공급처 4위인 카타르와 새로운 공급처 이스라엘을 살펴보면 알아가보자.

이례적인 CAPA 증설,
EU LNG 수요 돈 워리~

중동 주요 5개국과의 단절이라는 정치외교적 상황으로 독자 외교에 의존하는 카타르는 러-우 전쟁 속 갈 곳을 잃은 유럽발 LNG 수요라는 기회를 발빠르게 포착하여 경쟁력인 LNG 생산을 중심으로 선례에 없는 대규모 증설을 진행했다. 기존 고객을 중심으로 장기계약을 하는 카타르가 투자 없이 EU에 제공할 수 있는 LNG가 전체 CAPA의 15%뿐이었기 때문이다. 결국 카타르는 현재 문제 시되는 EU향 러시아 생산량인 44MMTPA를 모두 흡수할 수 있는 증설을 단행하였고, 나아가 77MMTPA 수준인 CAPA를 '27년까지 127MMTPA로 늘려줄 예정이다.

그림 3-3. MENA 지역 주요 프로젝트 비교

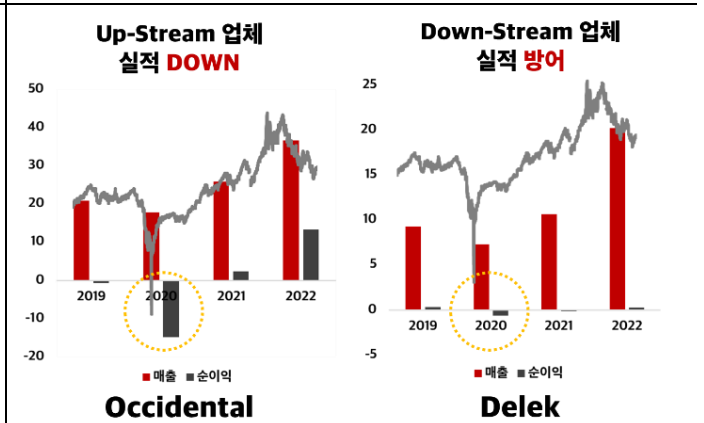
(단위: 백만 \$)

MENA 지역 주요 (1) LNG, (2) 오일 다운스트림, (3) 오일 업스트림 프로젝트 비교				
수주시작일	국가	프로젝트명	발주처	예산액 (백만 달러)
(1) LNG				
2021.1Q	쿠웨이트	LNG Processing Trains (EPC 1) K8	Qatargas	13,000
2022.4Q	UAE	Hail and Ghasha Sour Gas Development: Package 1 & 2 & 3 & 4	ADNOC	12,000
(2) 오일 - DOWN-STREAM				
2022.1Q	이란	Hahid Soleymani Petro-Refinery (SSPRC)	Petro Tejarat Shahin Co	7700
2023.1Q	사우디아라비아	Amiral Complex	SATORP	5000
(3) 오일 - UP-STREAM				
2023	UAE	Lower Zakum Long-Term Development Plan: Phase	ADNOC Offshore	1,000
2023	카타르	ISND Phase 5: ISND 5.2	Qatar Energy	500

출처: 언론사 종합, SMIC 5팀

그림 3-4. Occidental 및 Delek 실적 비교

(단위: 십억 \$)



출처: 각 사 Annual Report, EIA, SMIC 5팀

새로운 공급처 이스라엘? 안정적인 공급 확보

추가적으로는 '22년 11월 국경 재정립으로 리바이어던 가스전 채굴 가능성까지 보유한 이스라엘에 힘 입어 중동은 그야말로 LNG 수요 수혜의 최전선에 서 있는 셈이다. EU 전체 지역의 10%를 해당 가스전 하나만으로 50년간 공급이 가능하다. 기존 공급처에서 사용 가능한 파이프라인 인프라를 보유하고 있을 뿐만 아니라 생산 여력까지 확보한 중동은 최고의 차선택으로 자리잡았다. 중동의 LNG 실태를 살펴봤으니 괄목할 만한 또 다른 경쟁력인 원유를 조망해보자.

② 오일 Down-Stream, 정제로 UPSELL!

중동의 미래 먹거리, 수직계열화

신재생 에너지의 장단점이 무엇이던 간에 '트렌드'가 된 것은 분명하다. 최근 난항을 겪고 있긴 하나 유럽의 탄소국경조정제도(CBAM) 정책, 미국의 그린뉴딜 정책 등은 앞으로의 국가들의 방향성이 탈탄소임을 제시하고 있다. 그러한 상황에서 원유에 의존하는 경제구조를 가진 중동 산유국들이 미래에 대한 대책으로 선택한 것이 바로 Down-Stream 시장, 원유 정제와 석유화학이다. 고부가가치의 다양한 석유화학제품까지 수직계열화를 이루며 미래 먹거리를 준비하는 것이다.

그림 3-5. MENA 지역 주요 발주 및 수주 파이프라인 (프로젝트 규모 2,000mil \$ 이상 선별) - 전체 목록은 Appendix 참조

MENA 지역 주요 발주 및 수주 파이프라인 (프로젝트 규모 2000mil \$ 이상 선별)																								
(단위 : 백만 달러)	2019				2020				2021				2022				2023				2024			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
사우디아라비아	Yanbu Crude Oil to Chemicals(COTC) (25,000)																							
	Marjan Field Development (14,000)																							
	Third phosphate fertiliser manufacturing facility (6,400)																							
	Dorra Gas Field Development (6,000)																							
	Amiral Complex (5,000)																							
	Unayzah Gas (5,000)																							
	Mixed Feed Cracker and Derivatives Complex (5,000)																							
	Jafurah Phase 2(PKG 1-5) (3600)																							
	Petro Rabigh Phase 3 Expansion (4,000)																							
	Shedgum&Uthmaniyaa Gas Compression : PKG 1&2&10 (3,500)																							
UAE (아랍에미리트)	Polyester manufacturing complex at Jizan (3,800)																							
	Zuluf Field Expansion (3,000)																							
	Jafurah Gas Plant (3,500)																							
	ZOFD: Onshore: Hydrocarbons Processing Facilities: Package 1 (2,500)																							
	Berri Field Development Project (2,000)																							
	Waad Al Shamal Phosphate City : Diammonium Phos Plant (2,500)																							
	Tail Gas Treatment Desulphurization Project (2,000)																							
	New Refinery Project (15,000)																							
	UZ1000 Expansion Gas (8,000)																							
	Hail & Ghasha Sour Gas (13,000)																							
쿠웨이트	Hail and Ghasha Sour Gas(Onshore) (8,000)																							
	Petrochemical Derivative Complex in Ruwais (5,270)																							
	Fujairah LNG Export Terminal (4,500)																							
	Gasolin & Aromatics (3,500)																							
	Lower Zakum Long-Term Development Plan: Phase-1 (2,600)																							
	Chlor-Alkali, EDC&PVC Production Facility (2,000)																							
	Ratqa Lower Fars Heavy Oil (LFHO) Handling Facilities (Masterplan Project) (10,500)																							
	Al Zour Petchem Complex (10,000)																							
	Dorra Gas Field Development Offshore (6,000)																							
	Jurassic Non-Associated Oil & Gas Reserves Expansion: Phase 2 (3,000)																							
카타르	Crude Oil Gathering Centers - GC 33 - 35 (2,400)																							
	Ratqa Lower Fars Heavy Oil (LFHO) (2,000)																							
	Mina Al Gas Train 6 & 7 (2,000)																							
	North Field East (13,000)																							
	LNG Processing Trains (EPC 1) (13,000)																							
	Barzan Gas Development: Phase 2 & 3 (6,000)																							
	North Field South Development: Two Mega LNG Trains (6,000)																							
	North Field Production Sustainability: Phase 1: Offshore (2,100)																							
	Lean LNG Storage and Loading Expansion (EPC-2) (2,000)																							
	North Field Production Sustainability: Phase2: Scope D (4,000)																							
오만	North Field Production Sustainability: Phase 1: Pipelines (1,200)																							
	Ras Laffan Petrochemical Complex: Ethane Cracker (3,500)																							
	North Field Production Sustainability: Phase 2 (2,375)																							
	Sur Refinery And Retrochemicals Complex (10,000)																							
	Duqm Petrochemical Complex (9,000)																							
	Habbab Field Service Contract (5,000)																							
	Duqm Gas to Liquid Plant (3,000)																							
	SEZAD: Methanol to Olefins (MTO) Plant (2,800)																							
	Salalah Refinery (2,500)																							
	Zubair Oil Refinery (4,000)																							
이라크	South Integrated Project in Iraq (12,000)																							
	Nebras PC Complex (8,000)																							
	Central Gas Complex in Artawi (3,000)																							
알제리아	Sammawah Oil Refinery (2,000)																							
	Hassi Messaoud Refinery (2,500)																							
이집트	Ain Tsila Gas Condensate Field Development (2,000)																							
	Suez Oil Refining and Petrochemical Complex (4,880)																							
이란	South Pars Gas Field Development: Phase 12: Production Facility: Phase 2 (4,251)																							
	Shahid Soleymani Petro-Refinery (SSPRC) (4,000)																							

발주 단계 (규모 단위: 백만 달러)
 수주 단계: 가스
 수주 단계: 오일 (UPSTREAM)
 수주 단계: 석유화학 (DOWNSTREAM)

* 발주 기간이 확실하지 않은 프로젝트의 경우, 일반적인 프로젝트의 평균적인 발주 기간인 1년을 추정 발주 기간으로 선정하였음
 * 수주 후 착공 기간이 확실하지 않은 프로젝트의 경우, 삼성엔지니어링 확공 부문 평균 수주기간인 60개월을 추정 착공 기간으로 설정하였음

출처: 언론사 종합, 각 사, SMIC 5팀

**석유화학 수직계열화 달성
=> (1) 원유 변동성 방어 +
(2) 가격 경쟁력 확보**

고부가가치 상품이라는 장점 외에도 석유의 탐사, 개발과 같은 Up-stream부터 정제, 유통에 이르는 Down-stream까지 수직계열화를 이룸으로써 변동폭이 심한 원유 가격에 대한 방어가 가능하다는 장점도 존재한다. [그림 3-4.]에서 확인할 수 있듯이 원유 가격이 급락했을 때 Pure Up-Stream 사업만을 영위하는 Occidental과 Pure Down-Stream 사업만을 영위하는 DelekUSHoldings의 실적을 근거로 짐작해볼 수 있다. 아부다비 국영 석유사인 ADNOC 또한 Down-Stream CAPA를 2~3배로 늘리는 등 비중을 늘리기 위해 고군분투 중이다.

③ 오일 Up-Stream, 선택이 아닌 필수!

**Down-Stream은 결국
Up-Stream 따라간다**

우아해 보이는 백조가 물 아래에서 끊임없이 물장구치듯, '땅 파서 돈 버는 것'처럼 보이는 Major 기업들도 끊임없이 꾸준히 투자 예산을 짜고 집행한다. 앞서 [그림 M-5.]에서 시사하듯, 원유에 대한 수요는 여전히 견조하며, Down-Stream이 존재하는 한 Up-Stream 공정은 끊임없이 돌아간다. Up-Stream 단의 시추를 지속시켜야만 5~10년 뒤에 원유 공급이 한순간에 끊기는 불상사를 방지할 수 있다.

이러한 상황에서 기타 경쟁사 대비 중동향 매출 비중이 가장 높고, 탄탄한 중동 업체 수주 레퍼런스를 쌓은 동사는 중동 석유화학 수주 EPC 업체로부터 러브콜을 받을 것이다. 중동 에너지 투자의 '실상'은 [그림 3-5.]의 MENA 지역 주요 프로젝트 파이프라인으로 단적으로 정리된다.

**규모의 거대함 OK,
정말 받을 수 있을까?**

'20년~'24년까지 발주된/발주 예정인 중동 지역의 Oil/Gas/Chemical 관련 프로젝트들이다. 대규모 투자만을 선별적으로 표시한 위 표는 중동 지역의 에너지 투자에 대한 열망과 동사에게 떨어질 잠재적 수주 Pool을 단적으로 보여 준다. 그리고 본 보고서는 과거 사이클에서의 역사, 에너지 산업 내에서의 레퍼런스를 중심으로 동사가 뜨겁게 달아오르는 전통에너지 투자 수혜를 온몸으로 받을 수 있는 기업임을 피력한다.

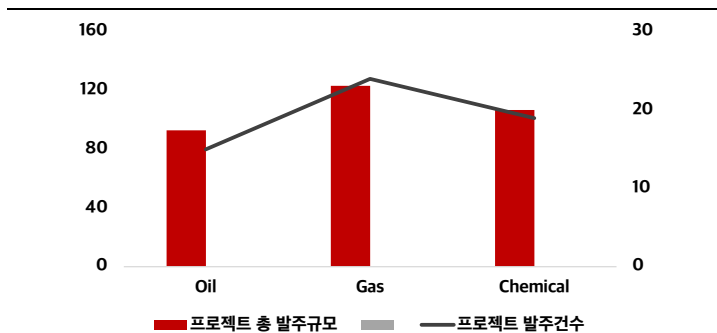
**성광은 국내로,
동사는 해외로**

과거 '04~'14년의 장기적인 에너지 투자 슈퍼사이클은 중동에서의 투자와 해양플랜트를 중심으로 이루어졌다. 동사의 경쟁사이자 이복형제인 성광벤드는 주로 한국 조선사들이 처음으로 진입한 해양플랜트에 납품하며 국내 매출 비중을 높여 나갔다. 그러나, 동사는 해외의 프로젝트에 적극적으로 출사표를 던지며 '기름 부자'들에게 눈도장을 찍었다.

**수출, 뿌려둔 씨앗을
거둘 시간**

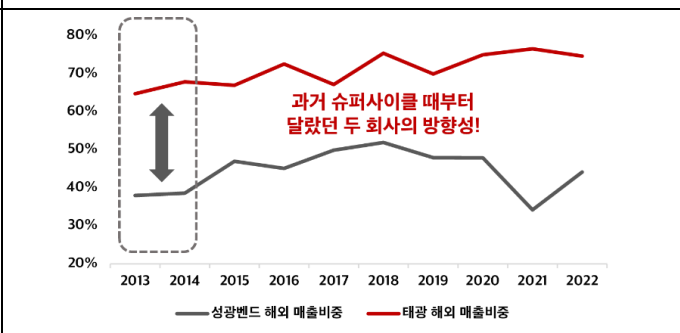
그리고 지금, 10년 전 동사가 중동에 뿌려둔 씨앗이 수주라는 열매로 돌아오려 한다. 단순히 비용 절감보다는 레퍼런스와 품질 인증을 더욱 철칙으로 여기는 중동 에너지 투자 시장에서, 꾸준하게 해외 시장의 문을 두드리며 전 세계 메이저 기업과의 레퍼런스를 쌓은 동사가 바로 중동의 숨은 보석함이 되어 줄 것이다.

그림 3-6. MENA 지역 O/G/C 주요 프로젝트 발주추이 (단위: 십억\$)



출처: MEED, 언론보도 종합, SMIC 5팀

그림 3-7. 태광과 성광벤드의 해외 매출비중 차이 (단위: %)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 5팀

Point 2. 미국은 역대급 LNG 수출 터미널 투자 진행중!

안심하고 투자하세요



앞서, 다시 돌아온 **중동 발 에너지 투자 사이클**이 동사 수주의 기울기를 한껏 끌어 올려줄 ‘알파’가 되어줄 것임을 주장했지만, 몇몇 투자자들은 여전히 **“중동에서 기대만큼 투자가 이루어지지 않으면?”**에 대한 의문이 남아 있을 것이다. 이러한 이들을 위해, **동사 수주 하방**을 단단히 잡아줄 **북미 및 기타지역**이 준비 되어있다. 일단, 역대급으로 LNG 터미널에 투자중인 **북미**부터 살펴보자.

미국: 야, 유럽! 시켜줘
네 ‘명예 소방관’

북미의 역대급 LNG 터미널 투자를 이해하기 위해, 다시 한 번 **러-우 전쟁 이야기**로 돌아가보자. 전쟁 이후 러시아는 **유럽향 가스관**을 잠궤 버렸다. 가스 수요의 **40%**를 러시아에 의존하고 있던 유럽에선 **‘청천벽력’** 같은 상황이었다. **‘발등에 불 떨어진 상황’**, 유럽은 러시아를 대신할 새 수급처를 물색했고, **미국에 손을 뻗었다**. 가스가 남아서 문제던 미국은 이를 **돈받고 처리**할 기회를 마다할 이유가 없었다.

부족한 LNG 수출 터미널
열심히 건설중인 미국

문제는 미국에 LNG 터미널이 부족해 **‘팔고 싶어도 못 파는 상황’**이었다는 점이다. LNG 터미널이란 천연가스를 액화하거나 재기화하는 기능에 **저장 및 하역**을 위한 기능을 두루 갖춘 시설로, LNG 수입터미널과 LNG 수출터미널로 나뉜다. LNG 수출을 원했던 미국은 당연하게도 **LNG 수출터미널**을 마구 짓기 시작했다. 현재 미국에서 **건설중인 LNG 터미널은 14개**로, 전세계 LNG터미널의 **40%**를 차지한다. 미국이 LNG 터미널 투자에 얼마나 진심인지 엿볼 수 있는 대목이다.

천연가스 가격 하락과
금리 상승에도
LNG 터미널 이상 無

그러나, 최근 금리가 가파르게 오르고 천연가스 가격이 급락하면서 LNG 터미널 투자가 작년처럼 진행될 수 있을지 의문이 생길 수 있다. 그러나 우려와 달리, [그림 3-10.]처럼 **9개 프로젝트의 가동 시기가 오히려 앞당겨진** 모습이다. 글로벌 단에서도 신규 투자만 4건이나 발생하는 등 우려와는 달리 LNG 터미널 투자는 오히려 역대급이다.

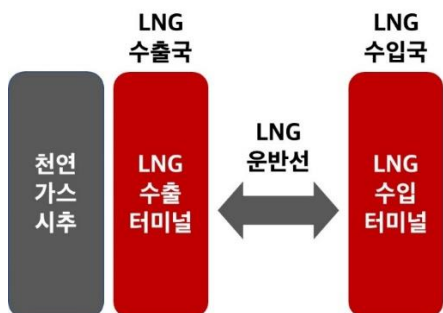
장기 공급 계약으로
안정적인 LNG 프로젝트

이는 LNG 공급 계약이 **장기 공급 계약**을 바탕으로 진행되기 때문이다. 공급자는 투자에 워낙에 비용이 많이 들기 때문에 안정적인 수익을 보장받고자 한다. 수요자도 안정적인 공급망을 확보하고, 비교적 저렴하게 LNG를 들여올 수 있기 때문에 장기 계약을 선호한다. 안정적으로 **확보된 미래 현금흐름**을 바탕으로 **자금융까지** 갖춘 미국 에너지 업체들은 LNG 수출 터미널을 짓기 위해 난리다.

천연가스 수급의
구조적 문제는 여전히

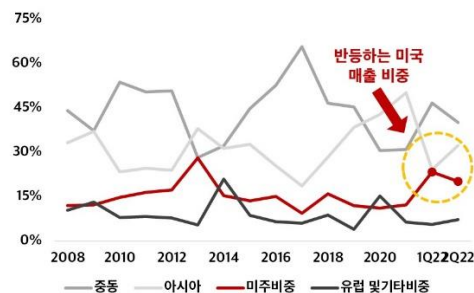
계다가, 여전히 천연가스 수급 **꼬임의 구조적인 문제**는 해결되지 않았다. 중국 리오프닝으로 인한 수요 상승 위험이 존재하고, 올해 겨울이 작년처럼 따뜻하리라는 법도 없다. 반면, LNG 터미널 투자로 인한 **공급 증가**는 아무리 빨라도 **3년 이상** 소요된다. 각국이 러-우 전쟁 이후 에너지 자립을 목표로 급박하게 진행했던 투자의 본격적인 효과는 **‘25년 이후에야 나타날** 전망이다.

그림 3-8. LNG 수출입 터미널 개념도



출처: SMIC 5팀

그림 3-9. 빠르게 반등하는 미국 매출 비중 (단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 3-10. 건설중인 LNG 프로젝트 비교 (2022.10 vs 2023.05)

건설중인 LNG 프로젝트 비교 2022.10(좌) vs 2023.05(우)							
No.	프로젝트명	국가	Capa(MT/y)	가동시기(E)	프로젝트명	국가	Capa(MT/y) 가동시기(E) 비교
1	Coral South 1 (FLNG)	모잠비크	3.4	2022			완공
2	Senkang LNG Train 1	인도네시아	0.5	2023	Senkang LNG Train 1	인도네시아	0.5 2023
3	Tangguh LNG Train 3	인도네시아	3.8	2023	Tangguh LNG Train 3	인도네시아	3.8 2023
4	Tortue West Ahmeyim 1 (FLNG)	모리타니	2.5	2023	Tortue West Ahmeyim 1 (FLNG)	모리타니	2.5 2023
5					Altamira Fast LNG	멕시코	2.8 2023
6					Marine XII Phase 1(FLNG)	콩고	0.6 2024
7	Energia Costa Azul LNG	멕시코	2.4	2024	Energia Costa Azul LNG	멕시코	2.4 2024
8	Arctic LNG 2 Train 1	러시아	6.6	2024	Arctic LNG 2 Train 1	러시아	6.6 2024
9	Arctic LNG 2 Train 2	러시아	6.6	2024	Arctic LNG 2 Train 2	러시아	6.6 2024
10	Golden Pass LNG Train 1	미국	6	2024	Golden Pass LNG Train 1	미국	6 2024
11	New Fortress Louisiana (Fast LNG)	미국	2.8	2024	New Fortress Louisiana (Fast LNG)	미국	2.8 2024
12	Plaquemines LNG	미국	10	2024	Plaquemines LNG	미국	10 2024
13	LNG Canada	캐나다	14	2025	LNG Canada	캐나다	14 2025
14	Altamira Fast LNG	멕시코	2.8	2025	Altamira Fast LNG	멕시코	2.8 2025
15	Nigeria LNG Train 7	나이지리아	4.2	2025	Nigeria LNG Train 7	나이지리아	4.2 2025
16	North Field LNG Expansion Train 1	카타르	7.8	2025	North Field LNG Expansion Train 1	카타르	7.8 2025
17	Baltic LNG	러시아	13	2025	Baltic LNG	러시아	13 2025
18	Corpus Christi LNG Train 4	미국	1.4	2025	Corpus Christi LNG Train 4	미국	1.4 2025
19	Corpus Christi LNG Train 5	미국	1.4	2025	Corpus Christi LNG Train 5	미국	1.4 2025
20	Corpus Christi LNG Train 6	미국	1.4	2025	Corpus Christi LNG Train 6	미국	1.4 2025
21	Corpus Christi LNG Train 7	미국	1.4	2025	Corpus Christi LNG Train 7	미국	1.4 2025
22	Corpus Christi LNG Train 8	미국	1.4	2025	Corpus Christi LNG Train 8	미국	1.4 2025
23	Corpus Christi LNG Train 9	미국	1.4	2025	Corpus Christi LNG Train 9	미국	1.4 2025
24	Golden Pass LNG Train 2	미국	6	2025	Golden Pass LNG Train 2	미국	6 2025
25	Golden Pass LNG Train 3	미국	6	2025	Golden Pass LNG Train 3	미국	6 2025
26	Pluto LNG Train 2	호주	5	2026	Pluto LNG Train 2	호주	5 2026
27					Marine XII Phase 2(FLNG)	콩고	2.4 2026
28	Mozambique LNG	모잠비크	13.1	2026	Mozambique LNG	모잠비크	13.1 2026
29	North Field LNG Expansion Train 2	카타르	7.8	2026	North Field LNG Expansion Train 2	카타르	7.8 2026
30	North Field LNG Expansion Train 3	카타르	7.8	2026	North Field LNG Expansion Train 3	카타르	7.8 2026
31	North Field LNG Expansion Train 4	카타르	7.8	2026	North Field LNG Expansion Train 4	카타르	7.8 2026
32	Arctic LNG Train 3	러시아	6.6	2026	Arctic LNG Train 3	러시아	6.6 2026
33	Corpus Christi LNG Train 10	미국	1.4	2026	Corpus Christi LNG Train 10	미국	1.4 2026
34	Driftwood LNG 1	미국	5.5	2026	Driftwood LNG 1	미국	5.5 2026
35	Driftwood LNG 2	미국	5.5	2026	Driftwood LNG 2	미국	5.5 2026
36					Port Arthur LNG 1	미국	13.5 2027
37					ZFLNG(FLNG)	말레이시아	2.5 2027

출처: 언론보도 종합, SMIC 5팀

역대급 북미 LNG 터미널 건설 수요는 역시, 역대급 LNG 터미널용 피팅 발주로 이어진다.

역대급 LNG 터미널 피팅 발주가 쏟아질 '22~'23

'25~'26년 완공을 목표로 건설중인 북미 LNG 터미널은 각각 18.8MTPA, 20.5MTPA로, '20년 초에 global로도 약 10MTPA 수준으로 건설됐음을 고려하면 역대급으로 많이 지어지는 중이다. 완공 2~3년 전에 피팅 발주가 집중됨을 고려시, '25~'26년 완공을 목표로 건설 중인 역대급 LNG 터미널 피팅 발주는 '22년부터 이미 피팅사 수주로 이어지고 있고, 이후의 수주는 확정적으로 동사 피팅 수주로 이어질 예정이다. LNG 터미널 건설시, 일반적으로 적어도 수 조원의 금액이 투입되고, LNG 터미널 건설금액 중 피팅 제품이 차지하는 비중은 약 1.5%로, LNG 터미널 向 수주에 성공할 시 피팅사는 수 백억원의 수주 물량을 챙겨간다.

'27~'28 가동예정 LNG 터미널 투자도 활발

뿐만 아니라, 앞으로도 다수의 FEED(설계단계) 중인 LNG 사업들이 '27~'28년을 목표로 사업 승인이 떨어질 전망이다. 올해 3월만 해도 'Sempra社의 Port Arthur LNG1'이 최종투자결정(FID) 이후 착공되었다. 그밖에도 아직 13건의 LNG 수출터미널 프로젝트가 후보군에 있으며, CAPA 기준 110MTPA가 추가될 가능성이 있다.

적어도 '25년까지 동사 수주 하방을 형성할 북미 LNG 터미널

다만, 미국 LNG의 주요 수요처인 유럽이 현재 화석연료 사용에 부정적(독일 '24년부터 신규 건물 가스 난방 금지 등)인 점, 이에 LNG 프로젝트 자금을 지원해줄 은행에서 화석에너지 관련 펀딩의 재검토 압박이 있는 등의 불확실성 또한 존재한다. 하지만, 북미 向 수주는 현재 건설중인 LNG 터미널만으로도 최소 '25년까지 동사 수주의 하방을 든든하게 책임질 것으로 전망한다.

그렇다면, 미국에서 수출될 방대한 양의 LNG는 유럽으로만 향하는걸까? 물론 아니다. 상당한 양의 LNG 수출분이 이미 아시아로 향하고 있다. Point 3에서는 세계 최대 LNG 소비국인 중국 및 인도를 포함한 아시아 신흥국에서의 심상치 않은 LNG 수입 터미널 증가세를 중심으로 동사의 수혜를 살펴보자.

Point 3. 중동과 북미 LNG, 아시아가 쓸게~

만들 때나 쓸 때나 LNG의 피팅 사랑

피팅의 전방을 내다보았을 때 LNG 수출국만 사람들의 눈에 들어온다. 에너지를 생산할 때 피팅이 쓰이기 때문이다. 하지만 LNG를 소비할 때도 피팅은 필요하다. 너무나 밝게 빛나는 북미와 중동의 그림자에 가려져버린 LNG 수입왕 아시아, 그 속에서 펼쳐질 동사의 수주신화를 들여다보자.

전세계 LNG의 75%가 아시아로

아시아는 전세계 LNG 소비의 75%를 차지한다. LNG 수입 상위 5개국은 중국(21%), 일본(20%), 한국(13%), 인도(7%), 대만(5%)으로, 필리핀과 베트남도 유의미한 비중을 차지한다. 증가하던 아시아 LNG 소비는 '22년 ① 따듯한 동절기, ② 산업부문의 수요감소, ③ 수입 1위인 중국의 제로-코로나 정책 때문에 일시적으로 주춤했다. 엔데믹 후 재개된 산업부문 투자 및 중국 리오프닝으로 아시아 LNG 소비도 다시 기지개를 펼 것이다.

경제 개발하려면 천연가스가 필요함

올해 부활을 계기로 아시아에서 LNG 초과수요는 계속될 것이다. LNG의 35%가 산업용으로 사용되는 만큼 LNG는 경제개발에 필수적이며, 코로나로 중단되었던 경제개발을 이제 본격적으로 시작하는 만큼 중국과 아시아 신흥국(인도, 필리핀, 베트남)은 더 많은 LNG가 필요하다.

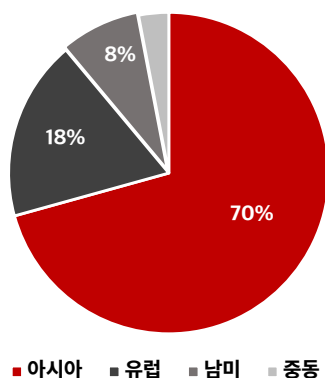
많이 수입하려면 LNG 터미널 필수

중국 국영 에너지 기업 시노펙은 카타르 에너지로부터 27년간 83조 달러 규모의 LNG 공급계약을 체결했다. 이례적으로 긴 계약기간과 큰 계약규모는 중국정부가 자국 LNG 수요 증가세를 심상치 않게 바라보고 있음을 시사한다. 인도 정부는 '24년까지 천연가스 파이프라인, LNG 수입 터미널에 에너지 부문 투자액의 절반에 달하는 금액을 투자할 계획이다. 늘어나는 에너지 수요에 대응하기 위해 해당 국가들은 LNG 수입터미널 발주를 늘릴 수밖에 없다. 상술했듯, LNG 터미널에도 피팅이 납품된다. LNG가 필요한만큼 아시아는 동사 피팅을 필요로 한다.

엄청난 규모의 투자 수혜는 동사의 몫

아시아에서 예정된 LNG 수입 터미널 투자 규모는 약 119억 달러이며, 이는 전 세계 LNG 수입 터미널 투자의 70%에 달한다. 게다가 현재 건설 중이거나 발주된 전세계 LNG 수입 터미널 프로젝트 중 65%가 아시아에서 진행되고 있다. 해당 프로젝트들의 발주와 착공은 '22년 하반기부터 본격화 되었다. 해당 프로젝트가 동사 탑라인에 반영될 때까지 9~18개월의 시간차가 존재하기 때문에 동사는 아시아에서 진행되는 대부분의 프로젝트에 대한 수혜를 누릴 수 있을 것이다.

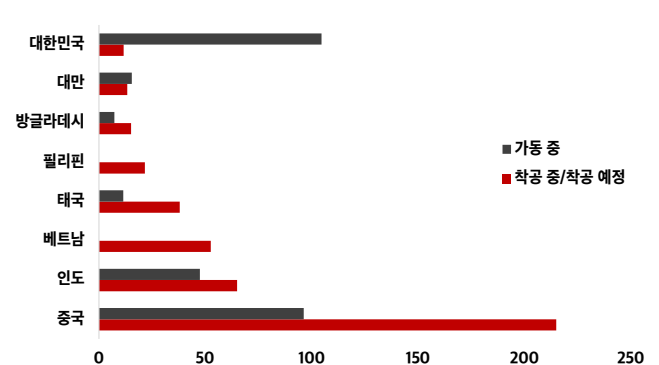
그림 3-11. 대륙별 천연가스 수입량



출처: IGU, SMIC 5팀

그림 3-12. 아시아 LNG 수입 터미널 현황

(단위 : mtpa)



출처: Global Energy Monitor, SMIC 5팀

LNG 만들 수 있어도 많이 쓰면 수입 필요

필리핀, 베트남, 태국의 경우 천연가스 매장량이 '고갈'되거나 '고갈 위기'이므로 LNG 수입터미널은 '선택'이 아니라 '필수'이다. 하지만 모든 국가가 LNG를 생산할 수 없어서 수입하는 것은 아니다. LNG 수입량의 성장성이 큰 중국과 인도도 LNG를 생산한다. 다만 소비규모가 공급을 뛰어넘을 정도로 커 수출할 여분의 천연가스가 없다.

플랜트보다 터미널 더 빠르고 더 싸다

'22년 중국의 천연가스 생산량이 1억7천만톤인 반면 수요는 그 두 배에 가까운 2억9천만톤을 기록하였다. 당장 발생하는 초과수요에 대응하기 중국은 짓는데 5~7년이 소요되는 LNG플랜트보다 3~5년이면 완공되는 LNG터미널을 선택하는 것이다. 건설비용도 LNG플랜트(6억 달러)가 LNG 터미널(2억 달러)보다 훨씬 비싸다. LNG플랜트는 가스전 탐사에도 막대한 시간과 비용이 필요하다.

막혀있는 인도 국경 터미널이 뚫어준다

인도도 경제성장과 인구증가로 가스 소비량이 국내 생산량을 넘어선 '04년부터 LNG수입을 시작했다. 현재 인도의 가스 공급은 인도산 가스가 47%, 수입 가스(전량 LNG)가 53%로 수입이 전체 비중의 절반을 넘어섰다. 인도는 천연가스 매장량이 적어 플랜트를 통한 국내산 가스 증산은 한정적이며, 국경이 맞닿아있는 파키스탄과의 분쟁으로 육상 파이프라인을 통한 수입에도 한계가 있다. 넘치는 수요를 모두 담기 위해서 인도는 LNG 수입 터미널 투자에 사활을 걸 수밖에 없다.

수입도 수출도 LNG 터미널 필수

모두가 수입에 집중하는 사이, 인도네시아와 말레이시아는 곳곳이 주변 아시아 국가들에 LNG를 수출해왔다. 아시아 LNG 소비 증가로 생긴 수출 증대의 기회를 잡기 위해서는 LNG 수출터미널을 증설해 수출 가능 용량을 늘려야 한다. 인도네시아와 말레이시아는 매년 1700만톤(현재용량 4100만톤)만큼의 LNG가 추가적으로 수출될 수 있도록 LNG 수출터미널을 계속 발주 및 건설 중이다.

① 지리적 이점 ② 레퍼런스

LNG 터미널이 대세가 되어버린 아시아에서 동사는 지리적인 이점으로 물류비 절감이 가능하고 가격경쟁력면에서도 우위를 점할 수 있다. 게다가 동사가 아시아에서 구축한 레퍼런스는 중동에 못지않다. 중동 국가재정 적자로 중동발 프로젝트 발주가 전무했던 '21년, 아시아는 동사 수출의 50%까지 책임졌다. 터미널에 적합한 대구경 피팅을 취급하는 동사, 강력한 레퍼런스에 힘입어 중동과 북미뿐만 아니라 아시아에서도 LNG 투자 파도의 가장 높은 지점에 올라탈 것이다.

그림 3-13. 착공 중/예정인 LNG 수입 터미널 내역

국가	터미널 이름	시작년도	소유권	종류	국가	터미널 이름	시작년도	소유권	종류
중국	Chaozhou Huaying	2023	Huaying Natural Gas	Onshore	중국	Zhangzhou LNG	2022	PipeChina	Onshore
중국	Binhai LNG	2022	CNOOC	Onshore	중국	Zhuhai LNG	2023	CNOOC, Guangdong Gas, Guangdong Yuedian	Onshore
중국	Chaozhou Huafeng LNG	2021	Sinoenergy, Chaozhou Huafeng Group	Onshore	대만	Taoyuan LNG	2023	CPC	Onshore
중국	Hong Kong Off-shore LNG	2022	CAPCO, HK Electric	Floating	인도	Chhara LNG	2023	HPCL, Shapoorji Pallonji	Onshore
중국	Longkou Nan-shan LNG	2023	PipeChina, Nanshan Group	Onshore	인도	Dabhol LNG	2022	Gail, NTPC, MSEB Holdings	Onshore
중국	Qidong LNG	2022	Xinjiang Guanghui Petroleum	Onshore	인도	Dhamra LNG	2022	Adani Group	Onshore
중국	Shandong (Qing-dao) LN	2023	Sinopec	Onshore	인도	H-Gas LNG Gate	2022	H-Energy Gateway Private limited	Floating
중국	Tianjin (CNOOC)	2022	CNOOC	Onshore	인도	Jafrabad FSRU	2022	Swan Energy Limited, IFFCO, Mitsui Group	Floating
중국	Tianjin (Sinopec)	2023	Sinopec	Onshore	인도	Karaikal LNG	2022	AG&P	Floating
중국	Tianjin Nangang LNG	2023	Beijing Gas	Onshore	필리핀	Batangas Bay LNG	2022	AG&P	Floating
중국	Wenzhou LNG	2022	Sinopec, Zhejiang Group	Onshore	필리핀	Pagbilao LNG	2024	Energy World Corporation	Onshore
중국	Yangjiang LNG	2024	Guangdong Yudean Power	Onshore	베트남	Hai Linh LNG	2023	Hai Linh Co Ltd	Onshore
중국	Yantai LNG	2023	Shandong Asia International Energy Co.Ltd.	Onshore	베트남	Thi Vai LNG	2023	PetroVietnam Gas	Onshore
중국	Yueyang LNG	2022	Guanghui Energy, China Huadian	Onshore	태국	Nong Fab LNG	2023	PTT LNG	Onshore

출처: IGU, SMIC 5팀

Point 4. 동사의 든든한 하방, 국내 매출

국내 역시 매출 비중은 크지 않지만, 동사 신규 수주의 든든한 하방을 책임질 예정이다. 특히, 1) LNG선 수주 호황을 맞이한 **국내 조선사향 매출**과 2) 세계 최대 규모의 투자를 앞둔 **S-OIL 사향 프로젝트**를 중심으로 턴어라운드할 석유화학 플랜트향 매출에 대해 알아보자.

(1) 국내 조선사 LNG선 수주 호황

역대급 LNGC 호황으로 예정된 동사의 수혜

국내 조선사향 수주의 특징은 **역대급 LNG선 수주 호황**으로 전방의 기확보된 수주를 바탕으로 동사 수주 또한 보장되어 있다는 것이다. LNG선 수요가 폭발하면서, 국내 조선사들은 LNG선을 맡고 **래도 '없어서 못 파는 상황'**이다. 지금 당장 LNG선 발주를 넣어도 빨라야 '27년에야 받을 수 있을' 정도다. 이처럼 LNG선 수주가 활황인 이유는 **살 사람은 너무 많은데, 공급은 제한되어있기** 때문이다.

카타르의 대형 수주로 시작된 LNG 선 발주 파티

처음 LNG선 발주가 크게 증가하기 시작한 것은 **'21년 카타르의 대형 수주** 때문이었다. 국내 조선 3사(삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양)는 카타르 국영 석유사로부터 **23조원 규모의 LNG선 운반 프로젝트를** 수주했다. 당시 LNG선 한 척에 약 2,000억 원이었음을 고려하면 **선박 수 기준 100척 이상**의 대형 수주로서, **역대 LNG선 프로젝트 중 가장 큰 규모**였다.

러-우 전쟁 이후 폭발한 LNG 선 발주는 국내 조선사로 향한다

이러한 상황에 러-우 전쟁으로 촉발된 **에너지 블록화 및 무기화**의 여파로 **LNG 인프라 투자**가 급격히 진행되며 전세계적으로 LNG선 발주가 폭발적으로 늘어났다. 중요한 것은 **압도적 기술력**으로 LNG선 발주를 **국내 조선사가 휩쓸고 있는** 것이다. '22년 말 기준 조선 3사의 합산 수주잔고는 904.6억 달러로, '20년 말 401.7억 달러 대비 125.2% 증가했다.

피팅: 나 지금 되게 신나, 조선아

국내 조선사들의 LNG선 수주 증가는 고스란히 **국내 피팅업체의 수혜**로 이어진다. 국내 조선사들의 피팅 **국내 의존도는 90%**가 넘고, LNG선은 극저온의 액체를 수송하므로 저온, 고압, 부식으로부터 견딜 수 있는 고품질의 피팅을 필요로 한다. 이 때문에 내구성이 강한 **스테인리스 제품**이 투입되는데, 스테인리스 제품은 카본 제품에 비해 **가격과 수익성** 모두 높다. LNG선 1척 당 **7억원** 수준의 피팅이 공급(컨테이너선은 1~2억)되며, 제품 Mix 개선을 통해 이익률 또한 개선된다.

적어도 '27년까지 꾸준할 LNGC 향 수혜

조선사가 선박 수주 후 동사에게 **피팅 수주**를 내기까지 약 **6개월의 래깅**이 존재한다. '21년부터 급격히 증가하기 시작한 LNG선 수주는 **'21년 하반기부터 본격적으로 동사의 수주잔고에 반영**되고 있다. 현재 조선사들의 LNG선 도크는 이미 **'26년까지 차있기** 때문에 해당 수주량에 대한 피팅 발주 또한 최소 **'27년까지 꾸준히 발생할** 것이다.

아직 한 발 남았다, FLNG

LNG선 수주가 동사 매출의 지속성을 담보해주는 것으로도 모자라, 올해부터 **FLNG가 조선향 매출의 상방을 시원하게 뚫어줄** 예정이다. FLNG란 해상에서 천연가스를 채굴하고, **동시에 액화**하는 설비를 갖춘 **해양플랜트**의 한 종류로서, 육상플랜트에 비해 **납기가 빠르고 지리적 제한에서 자유롭**다. FLNG는 매우 고가임에도 주요 LNG 생산국의 **수출 증가 영향**으로 발주가 증가하는 추세다. 최근 **삼성중공업이 말레이시아에서 15억불(약 2조원)** 규모 프로젝트(ZFLNG) 수주에 성공했고, 하반기에는 모잠비크 Coral 2호기와 미국 델핀 FLNG 중 **최소 1개 이상의 수주**가 예상된다.

‘23년 말부터 반영될 FLNG 向 수주

삼성중공업의 금번 FLNG 수주는 올해 말 동사 수주로 반영될 가능성이 높다. 게다가 추가수주 가능성마저 남아있는만큼 국내 조선사의 FLNG 수주는 동사에게 LNG선 수주로 인한 지속적인 매출에 더해 더 높은 금액의 수주가 추가로 발생할 수 있다는 점에서 P, Q의 동반 상승에 따른 조선향 수주의 질을 한층 더 높여줄 것이다.

(2) S-OIL 사신프로젝트

S-OIL 사신프로젝트로 숨통이 트일 석화 플랜트

최근 5년간 국내 석유 화학 설비 투자는 꾸준히 감소해왔다. 국내 석유화학 산업이 제조업 중 수출액 기준 4위를 차지함을 고려하면 부진한 성적표다. 설비 투자가 감소하니 동사 석유화학 플랜트향 국내 매출도 지속적으로 감소해왔다. 그러나 ‘23년부터 진행될 S-OIL의 대규모 석유 화학 설비 투자로 간만에 숨통이 트일 전망이다.

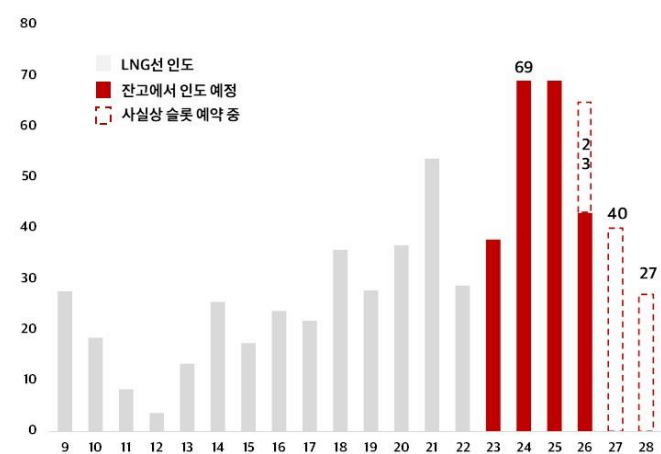
사신프로젝트 너 뭐 돼? 응 돼..

S-OIL의 금번 투자는 직접 투자(설계, 구매, 건설 등) 7조 6,780억, 간접투자(건설자금, 동사 인건비 등) 1조 5,800억 규모로 총 9조 2,580억 규모다. S-OIL은 이번 투자를 통해 석유화학 생산 비중을 기존 12%에서 25%까지 확대할 전망이다. 석유화학 투자 확대는 글로벌 정유업체들에서 공통적으로 발생하고 있으며, 전기차 도입에 따른 글로벌 운송용 연료 수요 감소에 기인한다.

사신프로젝트만으로 매출 400 억이 기대된다

석유화학 플랜트 건설금액 중 피팅업체에게 발주되는 금액은 약 1.5%정도로, 사신프로젝트의 직접 투자 규모(7조 6,780억)를 기준으로 계산시, 피팅업체로 약 1,152억 원 규모의 발주가 발생할 전망이다. 특히, 국내 석유화학 플랜트의 국내 피팅 조달율이 약 90%임을 고려하면 동사와 경쟁사 성광벤드에 약 1,000억 원 규모의 발주가 예상된다. 동사와 성광벤드의 국내 점유율은 약 4:6 정도로, 금번 프로젝트의 수주로 예상되는 매출 400억만으로도 ‘22년 별도 기준 국내 매출의 약 93%를 달성할 것으로 보인다. 동사 IR 문의 결과, 동사는 이미 이번 사신프로젝트 向 수주에 성공했으며, ‘23년 말 또는 ‘24년 초에 매출로 인식될 예정이다.

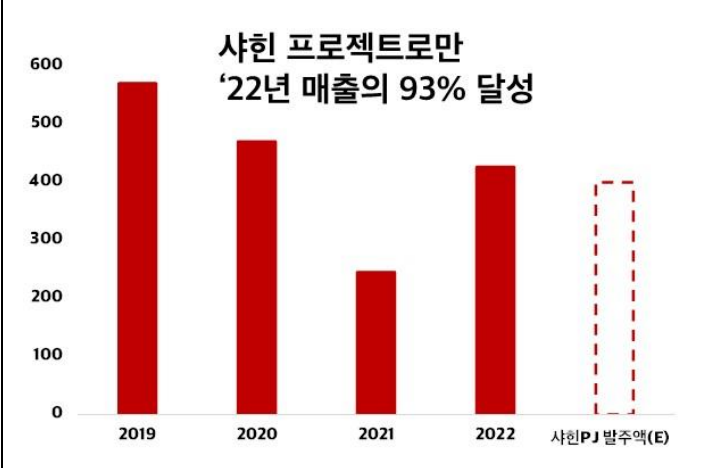
그림 3-14. 연도별 한국의 LNG 인도 슬롯: ‘27년도 회복 (단위: 척)



출처: Statista, SMIC 5팀

그림 3-15. 동사 별도 기준 국내 매출

(단위: 억 원)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

4. 장기적 미래, 원전과 수소 - 투자포인트 2

투자포인트 1에서는 전통에너지 투자로 인한 동사의 수혜를 확인했다. 투자포인트 2에서는 전세계적인 탄소중립 기조 하에서 지금 당장, 그리고 앞으로도 그 입지를 넓혀갈 것이 확실시되는 원전과 수소를 중심으로 동사의 중장기적 수혜를 살펴보고자 한다.

(1) 거스를 수 없는 흐름, 원전

**원자력: 탈탄소&고효율
놓치지 않을거예요**

원자력 발전은 에너지 효율이 매우 높고, 탄소 배출이 없어 친환경 흐름에 적합한 발전 방식이다. 방사능 유출에 대한 위험성은 상존하나, 현실적으로 전통 에너지가 거의 나오지 않는 국가 입장에서 탄소중립과 발전 효율을 동시에 잡을 수 있는 현존하는 유일한 발전 방식이다.

**정권 교체로 활기를
찾아가는 국내 원전**

한국의 원전 기술력은 세계에서 손꼽히는 수준으로, 현 정부는 이전 정부와 달리 원전에 우호적인 스탠스를 취하고 있다. 현 정부는 '30년까지 가동중인 원전을 24기에서 28기로 늘리고, 원전 수출 10기 목표를 제시하며, 원전 산업 성장에 적극적인 모습이다.

**국내 원전 사업 재개로
동사도 수혜볼 것**

그 결과, 당장 올해부터 중단됐던 신한울 3,4호기에 대한 착공이 재개될 전망이다. 해당 원전들은 이전 정부의 탈원전 정책으로 중단됐던 것들로 이르면 올해 7월부터 공사가 재개될 수 있다. 동사는 과거 고리 원전 1,2호기에 납품한 레퍼런스를 가지고 있어 국내 원전 공사 착공시 수주 가능성이 높다.

**수주 성공 시
매출**

동사가 원전향 수주에 성공할시 대략 100~200억 원의 매출이 발생한다. 원자력 발전소에 투입되는 제품은 그 위험성 때문에 요구되는 기술력이 매우 높다. 원전향 제품의 가격은 다른 제품의 평균 가격 대비 2~3배에 해당한다.

**해외에서도 원자력분,
동사 수주 증가 전망**

국내뿐 아니라 원전에 대한 투자는 거스를 수 없는 전세계적 흐름이다. 글로벌 대형 상용원전 시장 규모만 무려 약 800조 원으로, 현재 시공단계에 있는 원전이 54기, 계획, 제안된 원전이 417기다. 피팅 산업의 과점적인 구조상 원전 산업의 성장은 피팅업체들의 수혜로 직결된다. 특히 한국의 해외 원전 수주는 곧, 동사 수주의 증가를 의미한다.

**한국 원전 수출시의
국내 피팅 2사 수혜**

현재 한국의 수주 가능성이 있는 원전 프로젝트는 사우디, 폴란드, 체코, 튀르키예 등이 있다. 특히 웨스팅하우스와의 소송 문제만 해결된다면 폴란드 원전 2~4기의 수주를 앞두고 있다. 한수원이 해외 원전 수주에 성공한다면, 국내 피팅 2사의 수주 가능성이 매우 높다. 향후 국내 원전 수출 증가에 따라 동사 실적도 빠르게 성장할 것이다.

(2) 더 이상 꿈이 아니다, 수소

**수소,
아직도 꿈인가?**

수소 에너지는 매우 이상적인 에너지원임에도 불구하고, 상용화가 수십년간 지연된 탓에 자칫 현실성없는 뜬구름잡는 얘기라는 이미지가 강하다. 하지만 지구에는 뜬구름을 잡는 지역이 있으니, 바로 중동이다. 중동은 원유, 가스, 그리고 청정에너지원으로써 수소까지 확보하며, 에너지 헤게모니를 유지하기 위한 큰 그림을 그리는 중이다. 수소를 통해 중동의 상상도 현실이 될 것이다.

**블루수소 상용화 후
그린수소까지 노리는 중동**

중동이 수소를 원하는 이유를 알기 위해 우선 수소 에너지에 대해 이해해보자. 수소는 크게 **그레이 수소, 블루수소, 그린수소**로 분류된다. 그레이수소와 블루수소는 **화석연료를 통해 생산**되지만 그레이수소는 **탄소 포집 및 저장시설(CCS)**을 통해 탄소 배출량을 줄인 수소다. 그린수소는 화석연료에서 완전히 벗어나 태양광, 풍력 등 **신재생에너지를 통해 생산**한 수소다. 중동은 우선 **블루수소를 상용화**하고, 신재생에너지 발전단가 감축과 함께 **그린수소로의 미래를 준비**중이다.

**중동에서 수소가
잘될 수밖에 없는 이유**

중동은 블루수소의 원재료인 천연가스가 풍부하여 **생산비용이 가장 낮은** 지역이다. 게다가, 도시 지역 외에 사용하지 않는 토지 면적이 매우 넓고, 지리적으로 **일 년 내내 햇빛이 비추는** 지역이 많아 신재생에너지로 생산될 **그린수소** 또한 **저렴한 비용**으로 생산 가능할 것으로 기대된다. 석유가 사라질 미래에 수소만큼 중동에 적합한 에너지원도 없다.

**구체화되는 중동 내
수소 관련 투자들**

이러한 이유로 중동은 **수소 인프라 투자에 적극적으로** 나서고 있다. 대표적인 프로젝트가 핵심 시설로 수소 플랜트를 건설하는 **‘사우디 비전 2030’**이다. 해당 프로젝트는 시가총액 650달러, 1170억달러인 Air Products와 ACWA Power 등이 참여하며, 투자규모는 무려 **85억 달러**로, **‘25년 완공 예정**이다. 즉, 수소 플랜트는 더 이상 그저 **허황된 미래가 아닌, 다가온 내일**이다.

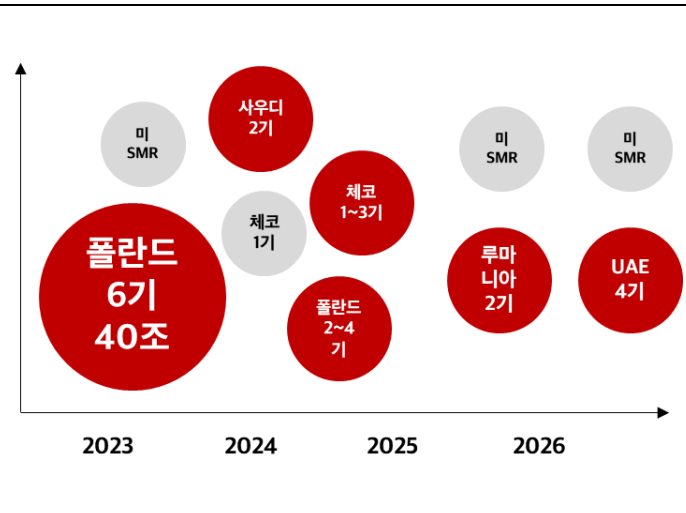
**발주 예정
수소 프로젝트는?**

사우디만이 아니다. [그림 4-2.]를 참고하면, MENA 지역에서 추진하는 그린수소 프로젝트 수는 총 47개이다. 이 중 당장 **‘23년에 발주예정인 중동 내 수소 프로젝트는 총 6건**으로, 총 162억 달러 규모이며, FEED 단계의 프로젝트도 많아 **‘24년 수소 프로젝트 발주 예산만 708억 달러**로 확대된다.

**수소, 되지만 하면
LNG 보다 더 좋다**

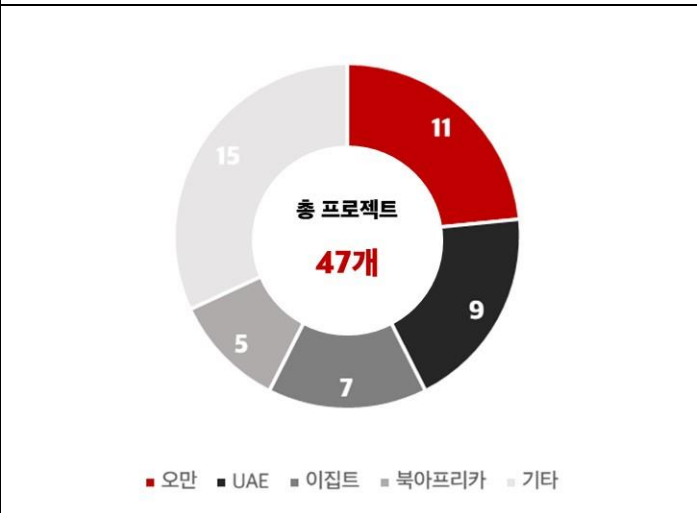
수소는 기체라 수송과 저장 과정에서 기본적으로 천연가스와 유사한 특성을 가진다. 천연가스보다도 더 큰 부피때문에 **대구경의 피팅제품**을 필요로 하고, **폭발 위험이 높아 스테인리스** 등 강하고 튼튼한 소재를 요구한다. ‘대구경’, 그리고 ‘스테인리스’. 본 보고서를 읽으면서 이미 알고 있을 동사의 경쟁력이다. 수소플랜트향 수주는 LNG 플랜트 및 터미널향 수주가 동사 탑라인에 기여했던 것 이상으로 동사 성장에 기여할 전망이다.

그림 4-1. 중장기 해외 원전 및 SMR 수주 Pipeline



출처: SMIC 5팀

그림 4-2. 중동 지역 국가별 그린수소 프로젝트 추진 수



출처: MEED, SMIC 5팀

5. 매출 추정

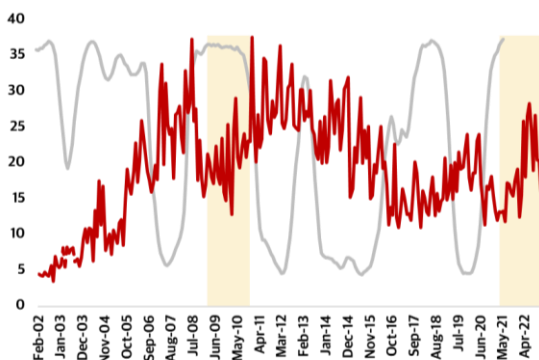
앞선 보고서의 모든 논의를 종합해 보았을 때, 동사 매출 추정 시 고려해야 할 요소는 굉장히 다양하다. 그 와중에도 동사의 매출을 엄밀하게 추정하기 위해서는 **밸류체인 상에서 매크로 변수, 에너지 기업 → EPC → 피팅업체 → 동사로 이어지는 전 세계의 프로젝트 흐름을 전부 파악하고, 그 속에서 동사가 받는 수혜의 비중을 파악함이 마땅하나, 이를 위해서는 과거부터 현재까지, 그리고 아직 미확정된 프로젝트까지 포함하여 전 세계에서 벌어지는 에너지 관련 프로젝트를 전수조사해 그와 관련된 모든 EPC 업체들의 화공 플랜트 수주 추이를 파악하여야 한다**는 결론에 다다른다.

EPC 업체마다 특화분야와 주력 사업지역이 다른 이상, 일부 EPC 업체들의 수주 추이만으로 미래의 매출을 추정하는 것은 왜곡 가능성이 높다. Peer라고 할 만한 업체들은 성공밴드를 제외하면 이탈리아에 2개 사가 존재하는데 이 역시 **비상장 기업임에 따라 수주잔고를 파악하기 불가능하며, 시장 규모 내 점유율로 접근하기 위해서는 결국 전 세계의 에너지 프로젝트 규모를 파악해야 한다.**

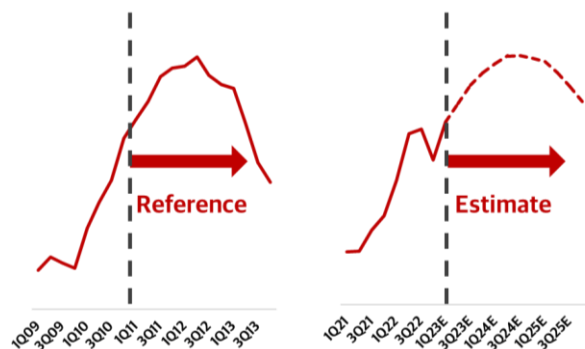
이에 따라 본 보고서는 동사의 매출을 **‘엄밀하게’** 추정하기 위해 다양한 변수와 가정을 집어넣는 것은 **오히려 왜곡의 가능성이 높다고 판단하며, 미래의 동사와 가장 유사한 것은 유사한 과거 업황 내 동사라 판단, 업력이 긴 동사의 과거 수주잔고 추이를 통해 미래 수주잔고 추이를 파악하고 가정과 불확실로 가득 찬 매출추정 대신 더욱 직관적으로 매출추정을 이어나갈 것이다.**

이를 위해 동사의 **20년치 수주잔고 흐름**을 파악하고, 과거 업력 상에서 최근 동사의 수주잔고 움직임과 **가장 유사한 과거 상황**을 파악하였다. 동사는 오랫동안 지지부진하던 저유가 상황 속에서 벗어나 산유국들의 땀땀해진 지갑을 바탕으로 한 **새로운 슈퍼사이클의 초입**에 있음을 투자포인트를 통해 지속적으로 밝혀 내었다. 이에 따라 동사 **최근 수주잔고의 최저점인 ‘21년 3월부터 ‘22년 12월까지의 22개월간의 수주잔고 추이와 가장 유사한 과거 흐름**을 파악하였고, **‘09년 1월부터 ‘10년 10월까지의 22개월간의 동사의 업황 및 수주잔고 흐름이 현재와 가장 유사하다고 판단하였다.**

상황의 유사성은 단순히 수주잔고 증가만으로 국한되지 않는다. ① ‘08년도의 글로벌 금융위기 확산에 따른 **세계경제 침체로 유가가 30불까지 하락했다**다가 ‘09년부터 ‘11년까지 상승 후 일부 하락세를 보인 후 ‘14년 증산 전까지 **보합세를 유지했다**는 점 ② 산유국들의 재정수치를 바탕으로 늘어난 **중동의 발주예산**과 미국의 셰일 혁명으로 인한 **에너지 투자 증가** ③ 대외변수로 인해(현재의 경우 저유가로 인해) **미루어진 투자의 이연수요**까지 포함한 슈퍼사이클이라는 맥락까지 유사하다.



최근 동사의 22개월 상승 사이클과 가장 유사한 시기 파악 (상관계수 0.951)



‘09년 1월부터의 동사 수주잔고 데이터를 활용, 향후 25년까지의 예상 수주잔고를 도출

이에 따라 동사의 '09년 1월~'13년 12월 수주잔고 데이터를 바탕으로 동사의 추정 수주잔고를 파악한 후, 추정 수주잔고를 토대로 동사의 추정 매출액을 도출하였다. 수주잔고 월별 데이터는 등락 폭이 강해, 전후 3개월 데이터와의 평균치로 **평탄화한 조정수주잔고 데이터**를 활용하였다. 동사의 1Q09~4Q13 분기별 수주잔고를 계산 후, **연간 분기평균성장률을 산출**하여 곱해주는 방식으로 1Q23~4Q25의 '**분기별 조정수주잔고**'를 도출하였다.

동사의 과거 분기별 수주잔고와 매출액 대조 결과, 동사의 수주잔고를 2분기 후행시켰을 때 매출액과 가장 높은 상관계수가 나옴을 확인하였고, 이는 IR에서 언급한 '**수주 후 매출인식 시점까지 약 6개월**'이라는 가이드선과 일치한다. 이를 토대로 2분기 후행 조정수주잔고 대비 분기별 매출액 비중 산출 결과 평균적으로 **93.3%의 수주액이 매출액으로 일정하게 인식되고** 있음을 확인하였다. 해당 데이터들을 토대로 도출한 연도별 매출액 및 수주액은 다음과 같다.

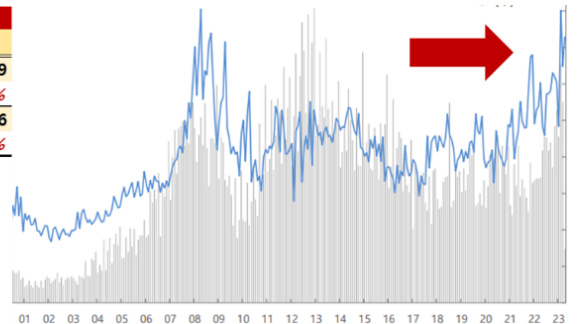
동사 피팅 사업부 매출추정 과정								(단위 : 백만 원)	
	분기별 조정수주잔고	분기평균성장률	분기별 조정수주잔고 추정		2분기 래깅 조정수주잔고	피팅 분기별 매출액 추정	매출인식률		
1Q09	55,813		1Q21	41,745		35,029			
2Q09	57,772		2Q21	41,921		38,528			
3Q09	56,867		3Q21	46,618	41,745	38,683	92.67%		
4Q09	56,106		4Q21	49,989	41,921	36,275	86.53%		
1Q10	61,972		1Q22	57,882	46,618	39,170	84.02%		
2Q10	65,811		2Q22	68,450	49,989	48,031	96.08%		
3Q10	69,091		3Q22	69,359	57,882	60,280	104.14%		
4Q10	75,360		4Q22	62,409	68,450	66,076	96.53%		
1Q11	78,112	6.5%	1Q23E	71,085	69,359	64,733	93.33%		
2Q11	80,789	5.7%	2Q23E	75,129	62,409	58,247	93.33%		
3Q11	84,548	5.6%	3Q23E	79,331	71,085	66,343	93.33%		
4Q11	85,794	3.5%	4Q23E	82,077	75,129	70,118	93.33%		
1Q12	86,129	2.6%	1Q24E	84,183	79,331	74,040	93.33%		
2Q12	87,486	2.1%	2Q24E	85,928	82,077	76,603	93.33%		
3Q12	84,751	0.1%	3Q24E	85,979	84,183	78,568	93.33%		
4Q12	83,361	-0.7%	4Q24E	85,370	85,928	80,197	93.33%		
1Q13	82,777	-1.0%	1Q25E	84,539	85,979	80,245	93.33%		
2Q13	77,585	-2.8%	2Q25E	82,147	85,370	79,676	93.33%		
3Q13	71,803	-3.8%	3Q25E	79,010	84,539	78,901	93.33%		
4Q13	68,803	-4.4%	4Q25E	75,560	82,147	76,668	93.33%		

* 조정수주잔고 - 분기별 수주잔고의 월별 등락폭을 평탄화하기 위해 전후 3개월 데이터와의 평균치로 평탄화

* 동사 분기별 수주잔고 - 매출액 대조 결과 수주잔고 2분기 후행 시 상관계수 가장 높게 도출(0.7188)

동사 피팅 사업부 매출							
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
피팅 사업부 매출	189,754	188,404	148,515	213,558	259,441	309,408	315,489
YOY(%)	19.6%	-0.7%	-21.2%	43.8%	21.5%	19.3%	2.0%
피팅 수주잔고 총액	225,884	210,248	179,129	253,838	307,621	341,460	321,256
YOY(%)	23.1%	-6.9%	-14.8%	41.7%	21.2%	11.0%	-5.9%

한국 피팅 수출금액(회색) 및 ASP(파란색)
수주 가능 물량 Upside는 열려 있으나,
ASP는 이미 전고점 수준
=> 과거 11년~13년 수준 이상의 수출 실적 가능성 다



'09년부터 '13년 시기는 동사가 중동에서 크게 매출 실적을 올리며 현지 레퍼런스를 쌓고 EPC 기업들과의 커넥션을 만들던 시기로, **현재와 같은 레퍼런스 실적이 부족했던 시기였다.** 거기다 '14년 이후 저유가 기조를 거치며 영세한 피팅 사업자들이 문을 닫았고 현재의 동사를 비롯한 4사의 **과점 체제가 이루어지기 전**이기도 하다. 현재보다 더 강도높은 경쟁 상황에서 따낸 수주인 것이다.

거기에 더해, 현재의 슈퍼사이클은 과거의 호황 사이클 대비 LNG 프로젝트의 비중이 높아, 평균적으로 들어가는 부품들의 **P 상승 효과마저 반영**되고 있다. 피팅의 추가적인 수주와 수출 증가여력이 충분히 남아 있음에도 국내 HS Code로 추적한 피팅 제품의 ASP는 이미 호황 사이클의 **고점을 뛰어 넘은 상황**이다. 이러한 우호적인 상황들과, 상기 투자포인트의 논의를 모두 종합하여, 본 보고서가 산출한 동사의 매출액은 과도한 추정이 아니라 판단한다.

6. 피팅의 새로운 동반자, 2차전지 장비부품 - Plus α

6.1. 불현듯 탑라인에 등장한 2차 전지

외롭던 피팅 이제
2차전지가 함께

원래 동사의 탑라인은 피팅 혼자서 견인하였다. 단조로운 매출구조로 전방산업의 변동에 취약해지자, '21년 1월 동사는 2차전지 장비부품을 생산하는 (주)에이치와이티씨(이하 HYTC) 지분의 50.8%를 취득하였다. '22년 8월 HYTC가 코스닥 상장을 위해 유상증자를 감행하면서 지분율은 38%로 줄어들었지만 연결종속회사의 2차전지 장비부품은 동사 탑라인의 무려 14%를 책임져주고 있다.

2차전지 공정은
전극-조립-화성

제품 설명에 앞서 2차전지 공정에 대해 간단히 짚고 넘어가보자. 배터리 공정은 크게 ① 극판공정, ② 조립공정, ③ 화성공정으로 나뉘어진다. ① 극판공정은 전극을 구성하는 활물질과 도전재를 섞어서 양극과 음극을 만들며 ② 조립공정에서는 극판을 쌓고 전해액을 주입한다. ③ 화성공정은 조립된 배터리 셀에 전기적 특성을 부여하고 결합 여부를 파악하는 마무리 공정이다.

정확하게 자르거나
변형하려면 필요!

HYTC의 제품은 화성공정을 제외한 전 2차전지 공정에 사용된다. 극판 공정 장비 부품인 KNIFE UNIT/SPACER는 절단장비가 극판을 정해진 사이즈로 절단할 수 있도록 도와주며, PX-SHAFT는 잘린 극판을 Roll 형태로 감아 음극/양극으로 만든다. 조립공정 장비 부품인 권심은 배터리를 롤 형태로 말 때 음극/양극을 고정시킨다. 초음파 혼과 Anvil은 용접시 필요한 진동을 제공한다. CUTTER와 절연판 금형은 음극/양극과 절연판 각각을 원하는 사이즈로 절단할 때 쓰인다. 다양한 제품들이 있지만 한마디로 정리하면, 정확한 크기로 자르거나 형태를 변형할 때 동사 부품이 필요하다.

그림 6-1. 2차전지 공정 단계 및 동사 제품 적용 영역



출처: (주)에이치와이티씨 IR자료, SMIC 5팀

6.2. 기술력과 레퍼런스를 갖춘 숨은 강자

기술력과 레퍼런스
→ 높은 진입장벽

2차전지 장비부품 산업에서의 경쟁력은 기술력과 레퍼런스가 결정한다. 불량률의 부품을 사용하면 배터리가 폭발할 수도 있기 때문에 부품 오차를 경쟁사 대비 낮은 수준으로 유지시킬 수 있는 기술력이 필요하다. 또한 고객사는 다양한 규격과 사양의 부품들을 제때 납품할 수 있는 기업을 선택한다. 성공적인 납품이력을 계속 쌓아서 좋은 레퍼런스를 구축한 기업이 더 많은 수주를 받을 수 밖에 없다. 기술력과 레퍼런스를 모두 갖추기 어려운 만큼 시장의 진입 장벽도 높다.

HYTC 기술력도 레퍼런스도 합격

HYTC는 이 두가지 면에서 경쟁사 대비 우위를 점하고 있다. 고품질의 제조설비와 21개에 달하는 특허를 기반으로 HYTC는 기술적으로 구사하기 어려운 정밀부품을 생산한다. 20년동안 해당산업을 영위하면서 삼성SDI/LG에너지솔루션/SK온에 꾸준히 부품을 납품, 긍정적인 레퍼런스도 구축되었다. 고객사의 해외 생산라인에 안정적으로 납품하기 위해 헝가리와 미국 법인도 설립하였다.

생산공정 내재화 HYTC 가 유일함

게다가 HYTC는 생산 공정을 내재화하였다. 경쟁사들은 설계/조립을 제외한 나머지 공정을 외부에 맡긴다. 외부 업체 중 한곳에서 문제가 발생하면 완제품을 제때 납품하지 못할 수도 있다. HYTC는 열처리와 코팅 같은 특수공정을 제외한 모든 공정을 내재화하여 이러한 위험성을 제거하였다.

탑라인 하방 = 안정적인 교체 수요

HYTC 제품의 대다수는 소모품이며 교체주기가 3개월가량으로 짧아 반복적인 매출 실현이 가능하다. 이러한 교체 수요는 HYTC 매출의 하방을 안정적으로 받혀주고 있으며, 영업이익률의 경우도 IPO 준비 비용이 발생한 '22년을 제외하고는 계속 상승세이다.

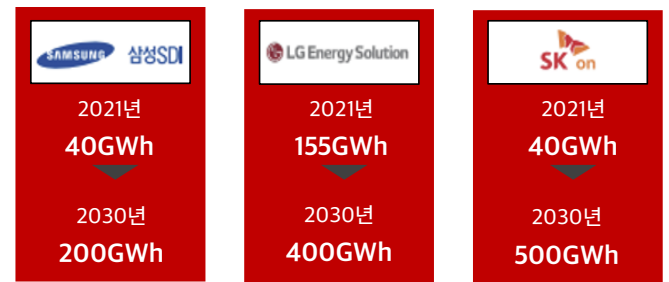
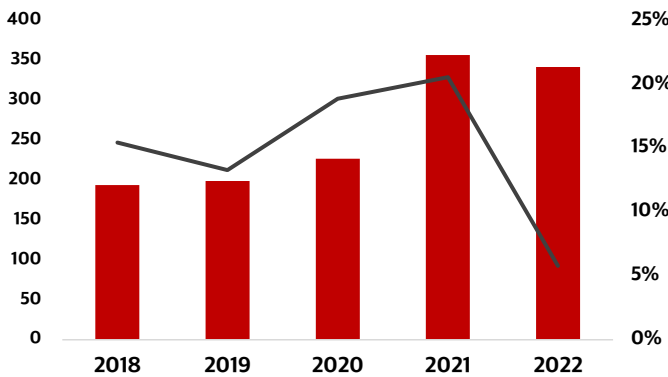
탑라인 상방 = 고객사 CAPA 증설

HYTC 제품은 2차전지'장비'의 '부품'으로 쓰인다. CAPA 증설로 장비가 입고 되면 HYTC의 부품 수요 증가할 수 밖에 없다. 탑라인 하방을 교체수요가 책임지고 있다면 상방은 주요 고객사인 국내 배터리 3사의 CAPA 증설이 결정한다. 이들은 '30년까지 CAPA 증설에 200조원을 투자할 계획'이다. 전기차 시대의 도래로 핫해진 2차전지, 피팅이 혼자 견인하던 동사 탑라인을 끌어올릴 것이다.

그림 6-2. HYTC 매출 및 영업이익률 추이

(단위: 억 원)

그림 6-3. 국내 배터리 3사 CAPA 증설 계획



출처: ㈜에이치와이티씨 사업보고서, SMIC 5팀

출처: SMIC 5팀

6.3. 매출추정

HYTC는 제품단가를 공시하고 있지 않다. 고객 주문에 따라 개별적으로 제작되는 생산방식 때문에 동일 품목이라 하더라도 사양에 따라 단가가 상이하며, 가격경쟁력이 중요한 소재/부품 업종 특성상 수주단가에 대한 정보는 영업상 기밀이다. 따라서, 고객사의 CAPA 증 얼마가 수주금액으로 이어지고 이 중 얼마가 실제로 납품되어 매출로 인식될 것인지를 추정해야 한다. 배터리3사가 발표한 '21년~'30년 CAPA 증설이 해외에서 매년 일정한 비율로 이루어진다는 가정 하에 동사 매출을 다음과 같이 추정하였다.

㈜ 에이치와이티씨 매출 추정						
분류	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출 (단위: 백만 원)	22,671	35,745	34,214	36,379	41,654	47,875
배터리 3사 CAPA (단위: GWh)	134.0	172.0	303.0	223.2	255.5	293.7
삼성 SDI	21.0	29.0	34.1	40.0	47.0	55.2
LG 에너지솔루션	100.0	120.0	131.9	145.1	159.5	175.3
SK 온	13.0	23.0	29.6	38.1	49.1	63.2

7. Valuation - Historical PBR Method

7.1. 최종 매출추정

최종 매출추정 테이블									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
총 매출	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743	297,801	353,042	365,344
yoy(%)		-14%	20%	-1%	-2%	35%	19%	19%	3%
플랜트 기자재	184,151	158,648	189,754	188,404	148,515	213,558	259,441	309,408	315,489
부동산 임대					882	1,980	1,980	1,980	1,980
HYTC (2차전자)					35,751	34,204	36,379	41,654	47,875

최종 매출 추정 테이블은 다음과 같다. 폭발적인 플랜트 수요가 동사의 탑라인을 화끈하게 이끌어 줄 것이며, 그 뒤를 HYTC가 따라갈 것이다.

7.2. 매출원가 추정

매출원가 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743	297,801	353,042	365,344
매출원가	159,609	135,810	167,590	169,299	148,517	175,447	191,216	216,462	222,739
% of sales	87%	86%	88%	90%	80%	70%	64%	61%	61%
원재료의 사용액	69,484	65,212	85,531	70,026	62,435	91,078	100,424	119,053	123,201
% of sales	38%	41%	45%	37%	34%	36%	34%	34%	34%
종업원급여	16,451	17,180	18,494	20,179	18,497	23,826	24,609	25,417	26,252
yoy(%)		4%	8%	9%	-8%	29%	3%	3%	3%
감가상각비 및 사용권자산상각비	5,047	4,960	5,244	6,038	8,216	7,485	7,975	7,975	7,975
% of sales	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%
지급수수료	453	527	650	6,520	791	682	684	684	684
% of sales	0.2%	0.3%	0.3%	3.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
지급임차료	284	297	147	0	37	-66	29	29	29
% of sales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
외주가공비	28,011	24,911	31,953	29,879	34,233	26,258	31,311	37,119	38,413
% of sales	15%	16%	17%	16%	18%	11%	11%	11%	11%
기타	39,878	22,724	25,571	36,657	24,308	26,184	26,184	26,184	26,184

동사 OPM의 파급적인 변화가 매출원가 절감에 기인하는 만큼, 동사의 매출원가 계정은 지급임차료 제외, 모두 중요하다. 그중 **원재료의 사용액**은 단연코 가장 중요한 계정이다. 동사의 매출원가에서는 '원재료 가격'도 물론 중요하지만, 주목해야 할 부분은 '**판가 전가 능력**'이다. 과점 업체인만큼, 오로지 네 업체가 가격을 결정하기 때문이다.

따라서, 원재료 사용액보다는 원재료 비중을 중심으로 검토할 것이다. 동사의 원재료비 비중은 ① **업황**, ② **원재료 mix**에 따라 좌우된다. 먼저, **업황**이 매출원가에 미치는 영향부터 살펴보자. 결론부터 말하자면, Macro 업황이 좋을수록, 원재료 가격을 반영해서 동사가 판가를 결정할 수 있다.

'11년 이전의 사업보고서에는 원재료 사용액에 대한 정보를 제공해주지 않아 매출원가 비중으로 유추해야 한다. 당시 업황이 좋았기 때문에 원재료비 비중이 64~78%, 매우 낮은 비중에 형성되어 있다. 더욱이, '03년에서 '08년 업황이 개선됨에 따라 매출원가 비중이 더욱 감소하였다. 원재료비 비중이 매출원가 내 절반 정도를 차지하는 만큼, 판가 전가에 따른 효과라고 유추해볼 수 있다.

과거 매출원가							
(단위: 백만 원)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
매출액	81,511	111,470	130,207	191,473	286,999	343,223	262,240
매출원가	63,960	82,086	101,522	148,951	211,747	219,692	198,971
% of sales	78%	74%	78%	78%	74%	64%	76%

투자포인트에서도 서술했듯, 다시 한번 big cycle이 도래하며, 'seller's market'이 된 피팅 시장에서, 판가 전가는 더욱 용이해질 것이며, 이는 곧 원재료비 비중 감소로 이어진다.

두 번째, 원재료 mix가 동사의 매출원가 비중을 좌우한다. 동사는 크게 Carbon, Stainless, Alloy Steel로 제품을 만들어 판매한다. Carbon은 비용 효율성에서 강점을 가지는 원자재인만큼, Stainless와 Alloy 대비 마진이 낮다. 고로, Carbon 소재 매출 비중이 감소할수록, 마진이 크게 발생하고, 이는 곧 매출액 대비 원재료비 비중의 하락을 뜻한다.

원재료 mix										
(단위: %)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Carbon	56.8%	55.1%	52.2%	54.5%	51.6%	58.0%	54.4%	61.5%	50.8%	60.2%
Stainless	33.4%	34.0%	30.7%	32.2%	35.7%	26.9%	33.3%	23.7%	35.0%	30.6%
Alloy, etc	9.8%	11.0%	17.1%	13.3%	12.7%	15.1%	12.3%	14.8%	14.3%	9.2%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

실제로, Carbon 비중이 낮았던 '21년의 원재료비 비중은 매우 낮다. '23년부터 Carbon 소재 매출 비중이 50%~55% 선으로 내려올 예정이라는 IR에 착안하면, '23년 이후에는 mix 개선으로 원재료비 비중이 감소할 것이다. 종합하자면, 호황에 따른 높은 판가전가력과 mix 개선이 예정되어 있는 바, 원재료비 비중을 감소시켜주어야 하지만, 보수적으로 '21년 매출원가 비중을 부여하였다.

종업원급여는 동사의 IR에서 당분간 인력을 뽑을 계획이 없으며, 로봇 자동화로 공정을 대체할 예정임을 밝혔다. 따라서, 사업보고서에서 도출한 평균 연봉 증가액을 반영하였다.

외주가공비는 주로 플랜트 피팅의 용접, 절단, 2차전지 자회사의 연삭, 코팅 과정에서 사용된다. 그러나 동사는 로봇으로 '용접시스템 자동화'를 시행하였고, 그 결과 '22년, 외주가공비가 전체 매출액의 11%까지 감소하였다. '23년, 로봇 2대 추가 도입을 발표한만큼, 동사의 지속적인 자동화 기조는 외주가공비 감소로 이어질 것이다. 하여, '22년의 매출액 대비 비중을 부여했다.

감가상각비는 계정별(토지, 건물, 구축물 등) 총장부가를 CAPA와 연동시켜 추정하고자 하였으나, 상관관계가 유의미한 항목이 기계장치와 공구와기구 뿐이다.(App 5.) 오히려 상관계수가 가장 높은 전체 감가상각비와 CAPA를 연동시켜주는 것이 합리적이다. CAPA와 연동시켜 총장부가를 구한 다음, 매출원가와 판매비와관리비에 비율 따라 안분해주었다.

감가상각비 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
기초 총장부가	139,342	137,522	158,281	167,733	176,429	163,478	163,675	171,859	171,859
기말 총장부가	137,522	158,281	167,733	176,429	163,478	163,675	171,859	171,859	171,859
감가상각비	5,174	5,184	5,311	5,987	6,969	6,760	7,103	7,103	7,103
상각률	4%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%

7.3. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비는 고정비 성격이 강하여, 매출액이 늘어날 경우 레버리지 효과를 누릴 수 있다. 실제로, IR에서는 매출이 2,500억을 넘을 시, 판매비와관리비가 8% 수준으로 떨어질 수 있다고 말한 바, 현재의 추정은 보수적이다. 판매비와관리비에서 중요한 계정은 지급수수료와 인건비다.

판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743	297,801	353,042	365,344
판매비와관리비	25,214	23,712	24,186	27,074	29,717	41,242	31,646	33,817	34,585
% of sales	13.7%	14.9%	12.7%	14.4%	16.1%	16.5%	10.6%	9.6%	9.5%
인건비	5,001	4,697	4,850	4,844	6,560	7,857	8,250	8,663	9,096
광고선전비	1	5	1	31	118	110	110	110	110
여비교통비	177	224	223	126	244	361	346	422	424
세금과공과	384	484	452	445	485	450	710	859	851
감가상각비 및 사용권자산상각비	144	158	287	376	912	1,123	1,196	1,196	1,196
수선비	0	12	15	2	14	20	10	10	10
보험료	496	343	411	455	470	499	446	446	446
접대비	201	248	292	263	304	454	449	533	551
사무용품비	0	0	0	0	27	94	60	60	60
소모품비	145	149	124	110	705	254	248	248	248
차량유지비	157	129	136	120	198	267	256	303	313
도서인쇄비	13	13	9	12	48	68	68	68	68
임차료	167	208	46	11	58	72	72	72	72
운반비	481	509	627	740	670	1,182	1,409	1,670	1,729
수출경비	2,072	2,440	2,571	2,545	3,690	5,158	6,151	7,292	7,546
% of sales	1.1%	1.5%	1.4%	1.4%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
지급수수료	9,639	6,219	6,926	7,516	5,833	9,381	9,408	9,408	9,408
경상개발비	365	398	426	395	61	1	31	31	31
대손상각비	382	2,332	1,613	3,294	1,107	2,142	1,812	1,812	1,812
무형자산상각비	17	10	15	28	895	958	926	926	926
하자보수비	0	0	0	710	285	2,349	557	557	557
기타	204	229	264	195	418	513	304	304	304

지급수수료는 (주)대신, (주)대신인터내셔널, TK FITTING USA로 들어가는 금액이며, 주로 해외 영업 업무를 담당한다. 지급 수수료는 매출원가, 판관비에 분포되어 있어 지급수수료 전체를 동사의 수출의 방향성에 따라 구한 후, 안분하였다. 동사는 전방의 거대한 수혜를 받음에 따라, '22년보다 수출 비중이 더욱 확대될 예정이다. '23년~'25년의 해외 영업 업무는 확대될 것이기에, 보수적 회계 처리에 따라 증가한 '20년의 금액을 제외하고, 가장 큰 금액인 '17년의 지급수수료를 차용했다.

지급수수료 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
지급수수료 전체	10,092	6,745	7,576	14,035	6,624	10,063	10,092	10,092	10,092
매출원가 지급수수료	453	527	650	6,520	791	682	684	684	684
% of sales	0.2%	0.3%	0.3%	3.5%	0.4%	0.3%			
지급수수료 중 매출원가 비중	4.5%	7.8%	8.6%	46.5%	11.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
판매비와관리비 지급수수료	9,639	6,219	6,926	7,516	5,833	9,381	9,408	9,408	9,408
% of sales	5.2%	3.9%	3.6%	4.0%	3.2%	3.8%			
지급수수료 중 판관비 비중	96%	92%	91%	54%	88%	93%	93%	93%	93%

인건비의 경우, 인원을 늘리지 않겠다는 IR을 통해, 해외 영업망 확장 시 대신인터내셔널 등에 외주를 맡길 것이라 유추해볼 수 있다. 해당 방향성은 비용이 인건비가 아닌 지급수수료에 반영될 것임을 의미하는 바, 매출원가와 동일하게 연봉 상승률을 곱해주었다.

7.4. 영업외손익 추정

영업외손익 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743	297,801	353,042	365,344
기타수익	1,009	1,366	2,129	1,022	1,170	2,387	1,457	1,457	1,457
유형자산처분이익	30	26	32	42	124	17	45	45	45
보상금	256	548	1,536	526	393	1,463	787	787	787
수수료수입	337	402	212	192	123	278	291	345	357
% of sales	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
임대료수입	288	272	252	159	313	320	316	316	316
잡이익	95	109	97	104	192	308	308	308	308
기타	2	8	0	0	26	0	0	0	0
기타비용	18,582	2,329	4,207	814	436	2,116	1,986	1,986	1,986
기부금	14	44	10	22	9	41	23	23	23
지체상금	681	107	1,632	616	243	1,808	1,808	1,808	1,808
유형자산처분손실	284	22	4	175	102	0	0	0	0
잡손실	43	106	92	2	81	255	96	96	96
손실보상충당부채전입액	0	1,637	657	0	0	0	0	0	0
보상비	17,562	345	1,546	0	0	0	0	0	0
기타	0	70	266	0	2	12	58	58	58
금융수익	4,009	12,782	11,107	4,302	9,243	13,964	13,012	12,844	12,844
이자수익	1,468	2,515	1,657	828	442	1,199	1,199	1,031	1,031
배당금수익	6	6	90	1	0	270	270	270	270
외환차익	1,803	5,383	4,545	2,751	5,601	11,281	8,441	8,441	8,441
외화환산이익	308	818	331	52	1,583	765	1,174	1,174	1,174
투자자산평가이익	0	0	0	0	0	57	57	57	57
당기손익-공정가치 측정금융자산평가이익	0	2,582	396	6	996	283	711	711	711
당기손익-공정가치 측정금융자산처분이익	0	1,479	4,088	665	621	110	1,161	1,161	1,161
매도가능금융자산처분이익	425	0	0	0	0	0	0	0	0
금융비용	12,551	2,782	2,161	9,037	1,471	12,797	6,364	6,920	6,920
이자비용	56	47	105	130	738	643	643	404	404
외환차손	7,221	1,182	1,084	5,053	281	3,060	1,670	1,670	1,670
외화환산손실	5,113	424	782	2,917	123	4,624	2,373	2,373	2,373
당기손익인식금융자산처분손실	9	0	0	0	0	0	0	0	0
매도가능금융자산처분손실	153	0	0	0	0	0	0	0	0
당기손익-공정가치 측정금융자산평가이익	0	1,101	119	765	241	3,837	1,011	711	711
당기손익-공정가치 측정금융자산처분이익	0	27	71	172	87	32	65	1,161	1,161
파생상품평가손실	0	0	0	0	0	42	42	42	42
파생상품거래손실	0	0	0	0	0	559	559	559	559

영업외손익의 경우, 합리적 추정이 불가능한 계정은 0처리 혹은 flat해주었다. 이자수익, 이자비용, 외환차익, 외환차손은 최대한 보수적이고, 일관된 가정으로 추정하였다.

7.5. 최종 손익계산서 및 자본변동표

손익계산서									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
수익(매출액)	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743	297,801	353,042	365,344
yoy(%)		-14%	20%	-1%	-2%	35%	19%	19%	3%
플랜트 기자재	184,151	158,648	189,754	188,404	148,515	213,558	259,441	309,408	315,489
부동산 임대					882	1,980	1,980	1,980	1,980
HYTC (2차전지)					35,751	34,204	36,379	41,654	47,875
매출원가	159,609	135,810	167,590	169,299	148,517	175,447	191,216	216,462	222,739
매출총이익	24,542	22,838	22,164	19,105	36,631	74,296	106,584	136,580	142,606
GPM (%)	13%	14%	12%	10%	20%	30%	36%	39%	39%
판매비와관리비	20,046	18,807	19,289	22,219	23,100	28,946	31,646	33,817	34,585
영업이익(손실)	4,497	4,031	2,875	-3,113	13,531	45,350	74,938	102,764	108,020
OPM (%)	2%	3%	2%	-2%	7%	18%	25%	29%	30%
기타이익	1,009	1,366	2,129	1,022	1,170	2,387	1,457	1,457	1,457
기타손실	18,582	2,329	4,207	814	436	2,116	1,986	1,986	1,986
금융수익	4,009	12,782	11,107	4,302	9,243	13,964	13,012	12,844	12,844
금융원가	12,551	2,782	2,161	9,037	1,471	12,797	6,364	6,920	6,920
법인세비용차감전순이익(손실)	-21,619	13,068	9,743	-7,639	22,037	46,788	81,057	108,158	113,415
법인세비용	-5,393	3,040	2,334	-2,598	3,487	10,004	18,262	24,522	25,737
당기순이익(손실)	-16,226	10,029	7,409	-5,042	18,549	36,783	62,795	83,635	87,678
지배기업의 소유주에게 귀속되는 당기순이익(손실)		10,058	7,435	-5,018	15,218	35,771	61,066	81,333	85,264
NPM (%)	0%	6%	4%	-3%	8%	14%	21%	23%	23%
비지배지분에 귀속되는 당기순이익(손실)		-29	-26	-24	3,331	1,013	1,729	2,302	2,414

추정 지배지분 자본변동표

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
기초자본	435,294	419,171	424,026	428,057	421,457	436,134	480,089	536,739	612,191
당기순이익	-16,226	10,058	10,811	-5,018	15,218	35,771	61,066	81,333	85,264
배당금	1,293	1,293	1,940	2,587	1,293	2,587	4,416	5,882	6,166
배당성향	-8%	13%	18%	-52%	8%	7%	7%	7%	7%
그외 자본변동	1,396	-3,910	-4,840	1,004	751	10,772	-	-	-
기말자본	419,171	424,026	428,057	421,457	436,134	480,089	536,739	612,191	691,289
가중평균 자본	427,233	421,599	426,042	424,757	428,795	458,111	508,414	574,465	651,740

최종적으로, 본 보고서의 논의를 종합한 손익계산서와 자본변동표는 위와 같다. 배당금은 '지속적인 배당'을 약속한 만큼, 가장 최근의 배당성향을 반영해주었다.

7.6. Valuation - Historical PBR Method

동사의 미래를 나타내기 위해 가장 적합한 Valuation은 Historical PBR Method(TTM)이다. 동사는 플랜트 투자, 에너지 수요 등 Macro적 요인에 영향을 받는 사이클 산업이다. 또한, 자본을 투입하여 진입장벽을 형성한 과점 기업이다. 고로, 자산효율성(ROE)을 강조하는 PBR을 활용해야 한다. 또한, 대부분의 시장 참여자들이 PBR로 해당 기업을 평가하는 것도 Valuation의 타당한 근거가 될 것이다.

동사의 Peer로는 성광벤드가 있으나, 성광벤드는 동사의 투자포인트를 담기에 적합하지 않다. 동사는 중동 플랜트를 필두로, 전세계의 LNG 플랜트, 터미널, 원전 및 수소 수요를 흡수할 국면에 있다. 이에 반해, 성광벤드는 내수 비중이 높은 기업으로, 폭증하는 전세계 에너지 플랜트 수요를 온전히 반영할 수 없다. 동사는 아주 오래전부터 수출에 집중해온 만큼, 동사의 미래를 가장 잘 나타내는 것은 다름 아닌 과거의 동사다.

본 보고서는, Target PBR Multiple로 4Q11의 평균 PBR Multiple인 1.39x를 제시한다.

'23년 BPS에 PBR(TTM)을 적용하여 '23년 말의 목표주가를 산정할 예정이다. TTM PBR은 동사의 매출액이 시장에 공시된 후 주가이다. 결국, '23년과 매출의 양상이 가장 유사할 시기를 찾아야 하고, 앞서 매출추정에서 아래와 같은 이유로 '23년이 '11년에 대응된다고 밝힌 바 있다.

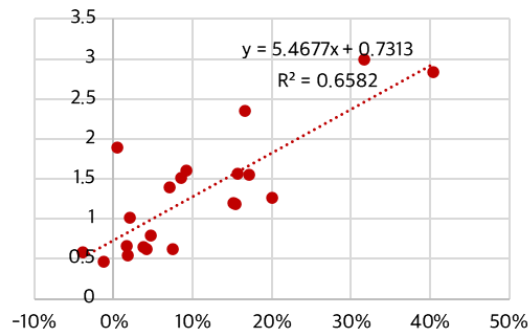
(1) 당시 수주잔고 흐름과, **현재의 수주잔고 흐름**이 가장 유사하다. 더 나아가 '11년의 수주잔고는 중동의 발주예산과 미국의 셰일 혁명으로 인한 에너지 투자에 기인하므로, 중동의 발주예산과 북미 및 아시아 LNG터미널 수주가 주된 현재와 닮아있다.

(2) **유가의 측면에서도 유사하다.** '09년 ~ '11년의 유가 상승으로 중동의 배를 채워준 뒤, 하락 후 보험세를 유지했다. 현재에도, 고유가 속에서 다시 몸집을 키운 중동이 플랜트 발주에 나서고 있다.

(4) 마지막으로, 당시 전쟁 우려로 인한 **이연수요**가 존재했으며, 현재에도 과거 저유가로 인한 투자예산 부족으로 인한 이연수요가 존재한다.

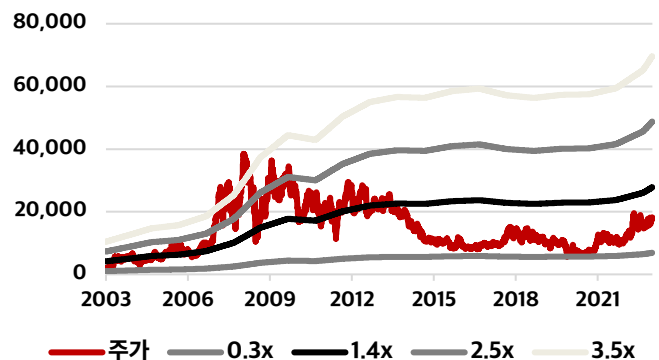
다만, '11년과 '23년이 너무 먼 시기인만큼, '시장 자체'에 대한 우려가 존재할 수 있다. 그러나 당시 코스닥 평균 PBR은 1.49x로, 현재 1.97x보다 낮은 수치였다. 그러므로, 시장 할인은 불필요하다.

본 보고서의 멀티플이 합리적인지 검증하기 위해, **PBR-ROE 상관성**을 확인해보았다. 아래 식에 ROE인 11.38%를 대입하면, 1.43x라는 PBR Multiple이 도출된다. 즉, 본 보고서의 멀티플 추정은 **합리적 범주 안에 있음을** 보증해준다.



거대한 사이클을 맞이할 준비가 된 동사, 동사의 주가 동인인 수주잔고는 중동 플랜트로 대표되는 에너지 생산 및 수출입 수요의 증가로 인해 전망이 밝음을 투자포인트에서 밝혔다. 이후, 현재의 양상은 과거 '09년~'13년과 유사함을 밝힌 후, '23년에 대응되는 '11년의 PBR Multiple을 부여하였다. 상기의 논의를 모두 종합하여, '23년 BPS 20,750원에 PBR Multiple 1.39x를 적용한 '23년 말 목표주가 28,840원, 상승여력 59%, 투자여력 Buy를 제시한다.

PBR Valuation - Historical Method	
지배지분 기말자본 (단위: 백만 원)	536,739
유통가능주식수 (단위: 주)	25,867,242
2023E BPS (단위: 원)	20,750
Target PBR Multiple 4Q11 평균 PBR (TTM)	1.39x
ROE (%)	11.38%
목표주가 (단위: 원)	28,840
Implied PER	11.9x
현재주가 (단위: 원)	18,120
상승여력	59%



8. Appendix

App 1. 재무상태표

재무상태표						
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
자산	454,010	460,985	478,659	461,779	505,186	593,995
I. 유동자산	275,318	276,751	283,459	262,101	234,559	312,708
(1) 현금및현금성자산	48,784	55,508	12,965	54,833	42,139	47,228
(2) 단기금융상품	26,624	12,266	20,002	7,232	6,737	28,793
(3) 매출채권 및 기타유동채권	82,125	81,008	82,406	55,595	57,041	73,647
(4) 기타유동금융자산		1,796	1,835	1,115	5,738	30,546
1. 유동 당기손익-공정가치 측정 지정 금융자산		1,796	1,835	1,115	5,738	30,546
(5) 재고자산	117,536	125,856	166,137	133,092	122,175	130,243
(6) 당기법인세자산	248	0	5	16	10	56
(7) 기타유동자산		315	110	10,217	719	2,194
II. 비유동자산	178,693	184,234	195,200	199,677	270,627	281,287
(1) 장기금융상품	5,702	309	659	926	751	5,815
(2) 장기매출채권 및 기타비유동채권	857	637	4,397	4,038	6,157	11,196
(3) 기타비유동금융자산		23,921	19,894	15,859	28,906	29,782
1. 비유동 기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산		7,460	7,555	6,647	5,312	3,796
2. 비유동 당기손익-공정가치 측정 지정 금융자산		16,462	12,339	9,212	23,593	25,986
(4) 기타비유동자산	33,515		1,195	1,081	1,822	2,337
(5) 투자부동산	137,522	158,281	167,733		26,783	26,552
(6) 유형자산				176,429	163,478	163,675
(7) 영업권 이외의 무형자산	1,096	1,086	1,322	1,345	42,731	41,839
(8) 퇴직급여유용자산/퇴직연금유용자산						91
부채	34,839	32,988	44,667	37,378	52,106	69,762
I. 유동부채	28,685	20,877	29,254	29,139	28,727	52,478
(1) 매입채무 및 기타유동채무	28,685	19,236	25,423	26,171	21,968	33,860
(2) 기타유동부채		1,577	1,235	1,439	1,883	7,797
(3) 기타유동금융부채			437	420	1,777	1,886
(4) 당기법인세부채		64	2,159	1,109	2,991	8,869
(5) 유동충당부채					107	66
II. 비유동부채	6,154	12,111	15,413	8,239	23,379	17,284
(1) 기타비유동부채					46	52
(2) 장기매입채무 및 기타비유동채무					5,000	
(3) 퇴직급여부채	564	4,007	6,687	3,610	2,364	
(4) 이연법인세부채	5,590	6,467	5,652	1,255	5,218	5,591
(5) 비유동충당부채		1,637	2,294	2,668	2,272	3,334
(6) 기타비유동금융부채			780	706	8,478	8,308
자본	419,171	427,997	433,992	424,400	453,081	524,233
I. 지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	419,171	424,026	428,057	421,457	436,134	480,089
(1) 자본금	13,250	13,250	13,250	13,250	13,250	13,250
(2) 자본잉여금	34,425	34,425	34,376	34,376	34,376	44,320
(3) 기타자본구성요소	-11,223	-11,223	-11,223	-11,255	-11,255	-11,255
(4) 기타포괄손익누계액	-2,022	-3,266	-3,193	-3,881	-1,522	-1,519
(5) 이익잉여금(결손금)	384,741	390,839	394,848	388,969	401,286	435,294
II. 비지배지분		3,971	5,934	2,943	16,947	44,144

App 2. 손익계산서

손익계산서						
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
I. 수익(매출액)	184,151	158,648	189,754	188,404	185,148	249,743
II. 매출원가	159,609	135,810	167,590	169,299	148,517	175,447
III. 매출총이익	24,542	22,838	22,164	19,105	36,631	74,296
IV. 판매비와관리비	20,046	18,807	19,289	22,219	23,100	28,946
V. 영업이익(손실)	4,497	4,031	2,875	-3,113	13,531	45,350
VI. 기타이익	1,009	1,366	2,129	1,022	1,170	2,387
VII. 기타손실	18,582	2,329	4,207	814	436	2,116
VIII. 금융수익	4,009	12,782	11,107	4,302	9,243	13,964
IX. 금융원가	12,551	2,782	2,161	9,037	1,471	12,797
X. 법인세비용차감전순이익(손실)	-21,619	13,068	9,743	-7,639	22,037	46,788
XI. 법인세비용	-5,393	3,040	2,334	-2,598	3,487	10,004
XII. 당기순이익(손실)	-16,226	10,029	7,409	-5,042	18,549	36,783
XIII. 당기순이익(손실)의 귀속						
(1) 지배기업의 소유주에게 귀속되는 당기순이익(손실)		10,058	7,435	-5,018	15,218	35,771
(2) 비지배지분에 귀속되는 당기순이익(손실)		-29	-26	-24	3,331	1,013
XIV. 기타포괄손익	1,396	-3,910	-1,414	1,037	771	852
(1) 당기손익으로 재분류되지 않는 항목(세전기타포괄손익)	1,397	-3,910	-1,414	1,037	733	812
1. 확정급여제도의 재측정손익(세전기타포괄손익)	1,842	-3,582	-1,961	2,276	212	819
2. 지분상품에 대한 투자자산의 세전기타포괄손익		-1,576	95	-908	1,398	223
3. 당기손익으로 재분류되지 않는 항목과 관련된 법인세	-446	1,248	452	-331	-878	-229
(2) 당기손익으로 재분류될 수 있는 항목(세전기타포괄손익)	0				39	40
1. 해외사업장환산외환차이(세전기타포괄이익)					33	46
2. 기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산 평가손익(세전기타포괄손익)					6	-6
3. 매도가능금융자산평가손익(세전기타포괄손익)	0					
4. 당기손익으로 재분류될 수 있는 항목과 관련된 법인세	0					
XV. 총포괄손익	-14,830	6,119	5,995	-4,004	19,321	37,636
XVI. 총 포괄손익의 귀속						
(1) 총 포괄손익, 지배기업의 소유주에게 귀속되는 지분		6,148	6,021	-3,980	15,970	36,469
(2) 총 포괄손익, 비지배지분		-29	-26	-24	3,351	1,166
XVII. 주당이익						
(1) 기본주당이익(손실) (단위 : 원)	0	0	0	-194	588	1,383

App 3. 현금흐름표

현금흐름표						
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
I. 영업활동현금흐름	17,134	5,591	-30,409	48,126	41,256	46,306
영업활동으로인한자산·부채의변동	16,386	3,847	-31,342	50,343	42,818	49,307
배당금수취(영업)	6	6	90	1		270
이자수취(영업)	1,385	2,393	1,556	1,018	529	939
이자지급(영업)	-51	-52	-106	-44	-212	-235
법인세납부(환급)	-592	-602	-607	-3,192	-1,878	-3,976
II. 투자활동현금흐름	-29,129	-1,405	-11,767	-12,446	-46,364	-62,569
임차보증금의 감소	2,607	746	12	163	631	373
유형자산의 처분	400	27	37	469	295	214
장기대여금및수취채권의 처분	2	675		2,000	25	1,148
장기금융상품의 처분		55				
단기대여금및수취채권의 처분	593	49	5,165	2,484	3,438	1,581
단기금융상품의 처분	17,806	28,183	13,884	27,019	7,878	5,883
매도가능금융자산의 처분	10,011					
만기보유금융자산의 처분				1	1	
당기손익인식금융자산의 처분		16,221	14,630	8,840	10,683	43,977
임차보증금의 증가	-1,034	-526		0	-272	-768
유형자산의 취득	-4,780	-25,889	-14,703	-18,465	-13,898	-7,146
투자부동산의 취득					-3,431	
무형자산의 취득	-14		-252	-51	-131	-51
대여금의 증가	-43	-5,041	-209			
장기금융상품의 취득	-2,188	-1,455	-348	-265	-180	-5,025
장기대여금및수취채권의 취득			-2,000		-120	
단기대여금및수취채권의 취득				-814	-307	-829
종속기업과 기타 사업의 지배력 획득에 따른 현금흐름				-3,000	-27,040	
매도가능금융자산의 취득	-26,024					
만기보유금융자산의 취득	0	-4	-2	-4		
당기손익인식금융자산의 취득		-576	-6,239	-5,258	-25,077	-72,915
단기금융상품의 취득	-26,487	-14,077	-21,732	-14,488	-6,914	-28,517
제3자에 대한 선금금 및 대여금				-10,000		
선물계약, 선도계약, 옵션계약 및 스왑계약에 따른 현금유출						-559
현금의기타유입(유출)	22	208	-11	-1,078	-32	64
사업결합으로인한 현금의증가					8,087	
III. 재무활동현금흐름	-521	2,707	-324	6,879	-7,650	22,726
단기차입금의 증가						-1,200
단기차입금의 상환					-10,000	-1,048
장기차입금의 증가				10,000	6,000	-1,361
장기차입금의 상환						-5,000
연결자본거래로 인한 현금유입		4,000	1,990			
정부보조금의 수취	773					
임대보증금의 증가						2
배당금지급	-1,293	-1,293	-1,940	-2,587	-1,293	-2,587
금융리스부채의 지급			-325	-534	-1,274	-1,122
주식의 발행			-50			36,012
현금의기타유입(유출)					-1,082	-970
IV. 환율변동효과와 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	-12,516	6,893	-42,501	42,559	-12,757	6,463
V. 현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	-1,448	-169	-43	-690	63	-1,374
VI. 현금및현금성자산의순증가(감소)	-13,964	6,724	-42,544	41,869	-12,694	5,089
VII. 기초현금및현금성자산	62,749	48,784	55,508	12,965	54,833	42,139
VIII. 기말현금및현금성자산	48,784	55,508	12,965	54,833	42,139	47,228

App 4. 법인세비용

법인세비용 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
법인세비용차감전순이익	-21,619	13,068	9,743	-7,639	22,037	46,788	81,057	108,158	113,415
2억원 이하							20	20	20
2억원 초과 200억원 이하							4,138	4,138	4,138
200억 초과 3000억원 이하							14,104	20,364	21,579
3000억원 초과							N/A	N/A	N/A
법인세비용	-5,393	3,040	2,334	-2,598	3,487	10,004	18,262	24,522	25,737

App 5. 감가상각비 추정

총CAPA & 기말총장부가 상관관계

토지	11%
건물	68%
구축물	-93%
기계장치	81%
차량운반구	58%
공구와기구	79%
비품	63%
건설중인자산	16%
전체 감가상각비	87%

총장부가 추정

(단위: 톤, 원/천 톤)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
총 CAPA (톤)	175,000	175,000	180,000	185,000	185,000	185,000	194,250	194,250	194,250
YoY (%)		0.0%	2.9%	2.8%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%
기말 총장부가 ÷ 총 Capa (원/천 톤)	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

App 6. '20년~'24년 MENA 지역 Oil/Gas/Chemical 관련 프로젝트

MENA 지역 주요 발주 및 수주 프로젝트 - 1							
(단위: 백만 달러)	프로젝트명	발주처	공사종류	발주시기	수주시기	예산액 (mUSD)	진행상황
사우디아라비아	Yanbu Crude Oil to Chemicals(COTC)	Saudi Aramco/Sabic	Oil, Chemical		2024	25000	(2304) Pre-Feed/Feed(KBR유력), 스크 변경 및 사업성 검토 진행 중
	Marjan Field Development	Saudi Aramco	Upstream		2019.12	14000	
	Third phosphate fertiliser manufacturing facility	Maaden	Chemical			6400	
	Dorra Gas Field Development	Al Khafji Joint Operations	Gas		2024	6000	(2304)12/13 개발 협력 MOU 추가 탐사 예산 1천만 달러 승인
	Amiral Complex	Saudi Aramco/Total	Chemical		2023.05	5000	(2211) 상업입찰 완료 (2304) 현대건설 수주 3/17 (2002) 21년상 예정 미비점
	Unayzah Gas	Saudi Aramco	Upstream		2H19	5000	
	Mixed Feed Cracker and Derivatives Complex	SATORP	Oil		2020.04	5000	
	Petro Rabigh Phase 3 Expansion	Saudi Aramco	Downstream		1H21	4000	
	Polyester manufacturing complex at Jizan	Pan Asia PET Resin	Chemical		2020	3800	
	Jafurah Phase 2(PKG 1-5)	Saudi Aramco	Gas		2023	3600	(2304)3월 ITB 발급 Pkg 1&2 L&T, JGC, Pkg 4&5 L&T 입찰참여(3/2)
	Shedgum&Uthmaniya Gas Compression : PKG 1&2&10	Saudi Aramco	Gas		2023	3500	(2211) Feed 진행중(Jacobs), ITB 미발급
	Jafurah Gas Plant	Saudi Aramco	Gas		2020.12	3500	(2008) 24년 8월 준공 예정
	Zuluf Field Expansion	Saudi Aramco	Upstream		2020	3000	
	WAFD: Onshore: Hydrocarbons Processing Facilities: Package 1	Saudi Aramco	Oil		2019.09	2500	(2209) JGC Corporation
	Waad Al Shamal Phosphate City : Diammonium Phosphate Plant	Maaden/Mosaic/Sabic	Chemical		2022.11	2500	(2211) PKG 1, 2, 5월 입찰완료 -> Petrofac Lowest(10/18)
	Tail Gas Treatment Desulphurization Project	Saudi Aramco	Gas		2022.01	2000	(2304) 4/30 입찰마감, 현대건설 KIND 참여
	Berri Field Development Project	Saudi Aramco	Upstream		2019.12	2000	Saipem
	Saudi Aramco HUGRS Project	Saudi Aramco	Oil		2019.12	1850	2019-12확공 2023-03완공예정
	Hawiyah Unayzah Gas Reservoir Storage	Saudi Aramco	Oil		2021	1850	상상엔지니어링이 열교환기 수주 받음
	Master Gas System Expansion (MGSE): Phase 3	Saudi Aramco	Gas		2023	1500	(2304)FEED 진행 중(Jacobs), ITB 미발급
	COUR: Jafurah: Utilities & Interconnecting Facility (Package-3)	Saudi Aramco	Gas		2021.11	1360	(2209) 현대건설
	MFD: TGP: Onshore Utilities, Flare and Pipe Rack: Pkg 12	Saudi Aramco	Oil		2019	1250	
	COUR: Jafurah: Processing Plant (Package 2)	Saudi Aramco	Gas		2021.11	1200	(2209) 상상엔지니어링
	Zuluf Oil Field: Upgrade of Infrastructure works (CRPO 1	Saudi Aramco	Chemical		2023.02	1200	
	ZOFD: Offshore: Oil Gathering Centres (CRPO 82)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	1100	(2209) NPCC
	ZOFD: Offshore: Oil Gathering Centres (CRPO 83)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	1100	(2209) NPCC
	ZOFD: Onshore: Utilities & Water Treatment Facilities: Package 2	Saudi Aramco	Oil		2022.05	1000	(2209) JGC Corporation
	Helios Green Fuels Project: Ammonia & Hydrogen Plants	NGHC	Chemical		2022.05	900	(2209) Air Products
	Maaden Ammonia	Saudi Arabian Mining Company	Chemical		2022.12	892	
	COUR: Jafurah: Gas Compression Plant (Package 1)	Saudi Aramco	Gas		2021.11	800	(2209) Larsen & Toubro
	Helios Green Fuels Project: Ammonia Plant	ACWA, Neom 등	Chemical		2021.12	800	(2209) ThyssenKrupp
	Propane Dehydrogenation (PDH) & Utilities & Offsites package	APC	Chemical		2021.04	650	(2209) 삼엔 수주
	ZOFD: Offshore: Trunk Lines (CRPO 79)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	640	(2209) McDermott
	ZOFD: Offshore: Water Injection Facilities (CRPO 80)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	640	(2209) Larsen & Toubro
	ZOFD: Offshore: Water Injection Facilities (CRPO 81)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	640	(2209) Larsen & Toubro
	Polypropylene (PP) Package	APC	Chemical		2021.04	500	(2209) Maire Technimont 수주
	Dew Point Control System (DPCU) at Abqaiq NGL Plant	Saudi Aramco	Gas		2021.1	500	(2209) JGC Corporation 수주
	PK Cluster Petrochemical Plant	SABIC	Chemical		2022.07	500	
	Caustic Soda Plant Project	Petrokemya	Chemical		2022.07	500	
	COUR: Jafurah: Upstream Pipelines and Wells Tie-In (Package 4)	Saudi Aramco	Gas		2021.11	400	(2209) Saipem
	COUR: Jafurah: Upstream Pipeline Package (Package 5)	Saudi Aramco	Gas		1H22	400	(2206) Larsen & Toubro
	Installation of Downstream Pipelines at Berri Offshore (CRPO 43)	Saudi Aramco	Upstream		2019	370	
	Abqaiq Plant Revamp Project	Saudi Aramco	Oil		2022.12	300	(2211) 3Q ITB 발급예정 -> 입찰서제출(9/20)
	Safaniya Production Deck Module and Slipover Jackets (CRPO 72	Saudi Aramco	Gas		2019	300	
	Installation of 11 jackets at Safaniya Field (CRPO 90)	Saudi Aramco	Oil		2022.04	300	
	Production Deck Modules at Abu Safah and Marjan (CRPO 92)	Saudi Aramco	Oil		2022.06	250	
	Residue Upgrade and Clean Fuels at Riyadh Refinery	Saudi Aramco	Oil		2022.12	250	
	Upgrade of Sulfur Recovery Unit at Ras Tanura	Saudi Aramco	Oil		2021.12	200	
	Jackets at Abu Safah, Marjan & Safaniya (CRPO 91)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	200	
	PDMs at Qatif Offshore Oil Field (CRPO 85)	Saudi Aramco	Oil		2022.04	190	
COUR: Jafurah : Unconventional Gas Walking Rigs	Saudi Aramco	Gas		1H22	120	(2206) Sinopec	
Installation of 9 jackets at Safaniya (CRPO 89)	Saudi Aramco	Gas		2021.12	100		
Installation of 10 jackets at Safaniya (CRPO 88)	Saudi Aramco	Gas		2021.12	100		
Installation of 14 Jackets at Manifa (CRPO 87)	Saudi Aramco	Gas		2021.12	100		
Offshore Loading Facilities at Jafurah Field (CRPO 86)	Saudi Aramco	Gas		2021.11	100		
Safaniya Production Deck Module Upgrade (CRPO 93)	Saudi Aramco	Oil		2021.12	100		
COUR: Jafurah: Industrial Support Facilities	Saudi Aramco	Gas		1H22	80	(2206) Sinohydro	
Demolition of Offshore Platform, Jackets & Topsides at Safaniya (CRPO	Saudi Aramco	Oil		2021.12	80		
Ras Al Khair Gas Network	RCJ&Y	Gas		2022.12	60		
Dammam 3rd Industrial City: Dry Gas Network	MODON	Gas		2021.1	40		
UAE(아랍에미리트)	New Refinery Project				2021말	15000	
	Hail & Ghasha Sour Gas	ADNOC	Gas	2023.06		13000	EPC업체 새로 모으겠다고 공고
	Hail and Ghasha Sour Gas(Onshore)	ADNOC	Gas	2023.06		8000	EPC업체 새로 모으겠다고 공고
	UZ1000 Expansion Gas	ADNOC	Gas		2021	8000	
	Petrochemical Derivative Complex in Ruwais	Taziz (ADNOC & ADQ)	Chemical		2022	5270	GS에너지, 일본 Mitsui 참여(각 지분 10%)
	Fujairah LNG Export Terminal	Adnoc LNG	Gas	2023.06	2024	4500	EPC도 수행 예정 ->현대건설 입찰 참여 예정
	Gasolin & Aromatics	ADNOC	Chemical		2020	3500	
	Lower Zakum Long-Term Development Plan: Phase-1	ADNOC Offshore	Oil			2600	
	1) Chlor-Alkali, EDC&PVC Production Facility	Taziz	Chemical		2024	2000	FEED 입찰 진행 중
	Borouge 4 Petrochemical Complex: Mixed Feed Cracker	Abu Dhabi Polymers Co	Chemical		2021.12	1600	(2209) Technip, Target Eng. 수주
	Borouge 4 Petrochemical Complex: Utilities & Offsites Package	Abu Dhabi Polymers Co	Chemical		2021.12	1600	(2209) Maire Technimont 수주
	Umm Shaif gas cap condensate	ADNOC Offshore	Gas			1500	(2203), Bid 상태 2021-2024
	Blue Ammonia Production Facility	Taziz, Fertiglobe	Chemical		2023.01	1496	1/14 EPC 수주(Technimont)->KBR 기술제공
	Borouge 4 Petrochemical Complex: Polymers Production Unit	Abu Dhabi Polymers Co	Chemical		2021.12	1200	(2209) Maire Technimont 수주
	Abu Dhabi Das Island crude oil tank farm	ADNOC Offshore	Gas			1000	(2203) feed, 2022-2026
	Lower Zakum Long-Term Development Plan	ADNOC Offshore	Gas			1000	
	North West Development: Dalma Field: Package B	ADNOC	Gas		2021.11	950	(2209)Saipem 수주 (2203) Bid evaluation, 2021-2024
	Umm Shaif Field Long Term Development Plan: Phase 1	ADNOC Offshore	Oil		2022.01	946	(2209) NPCC (2203) Bid 상태, 2022-2024완공
	Belbazem Full Field Development	AYPO	Gas		2021.05	744	NPCC 수주
	Belbazem Full Field Development	Al Yasat Petroleum Operations	Gas		2021	744	
	Linear Alkyl Benzen Complex	ADNOC	Chemical			600	
	Fujairah Storage Facility: Phase 3	BPGIC	Oil		2022.01	600	
	Refinery Offgases (ROG) at Ruwais refinery	TAKREER	Gas		2019	600	
	North West Development: Dalma Field: Package A	ADNOC	Gas		2021.11	514	(2209)NPCC (2203) Bid evaluation, 2021-2024
	Optimum Shah Gas Expansion (OSGE) Project	ADNOC	Gas		2021.06	510	Saipem 수주
	Carbon capture expansion project	ADNOC Offshore	Oil			500	(2203) Main cont bid, 2022-2025
	Lower Zakum Long-Term Development Plan: Main Gas Pipeline	ADNOC Offshore	Gas			400	
	PTS Turnaround	ADNOC	Gas		1H20	300	
	New Compressor Plant at Habshan Gas Compressor Plant	Adnoc Gas Processing	Gas			300	25년 완공
	Borouge 4 Petrochemical Complex: XLPE Unit 2	Abu Dhabi Polymers Co	Chemical		1H22	280	(2206) Maire Technimont 수주
	Asab Full Field Development: Phase 2: Package 2	ADNOC Onshore	Oil			190	24년 완공
	FST Tank, Dead Leg Repair and Access Platforms in Bu Hasa 2	ADNOC Onshore	Oil			150	25년 완공
	Replacement of COS Tanks Inlet Piping & Critical Piping System	ADNOC Offshore	Oil			150	25년 완공
	Modification Works at SE Fields	ADNOC Onshore	Oil			150	25년 완공
	New Pipeline From BVS-06 To SAJJA	Adnoc Gas Processing	Gas			120	24년 완공
	Bab Compression Facilities Expansion: Phase 3	ADNOC Onshore	Gas			110	24년 완공
	Jebel Dhanna Crude Underground Storage Facilities (Salt Dome)	ADNOC Onshore	Gas			100	24년 완공
	New Pipeline from Habshan Plant to New HGCP	Adnoc Gas Processing	Gas			100	24년 완공
	Additional New Pipeline And Associated Facilities	Adnoc Gas Processing	Gas			100	25년 완공
	Ruwais Train-3 PLC Replacement	Adnoc Gas Processing	Gas			100	24년 완공
De-Sharing of ASAB Wells in ASAB Field	ADNOC Onshore	Oil			100	27년 완공	

MENA 지역 주요 발주 및 수주 프로젝트 - 2							
(단위: 백만 달러)	프로젝트명	발주처	공사종류	발주시기	수주시기	예산액 (mUSD)	진행상황
쿠웨이트	Ratqa Lower Fars Heavy Oil (LFHO) Handling Facilities (Masterplan Project)	KOC	Oil		2019.12	10500	2030.11 완공
	Dorra Gas Field Development Offshore	Al Khafji Joint Operations	Gas		2024	6000	22년 3월 프로젝트 부활 (2023.04) 12/13 Aramco Gulf Operations와 Kuwait Gulf Oil 개발 협력
	Al Zour Pet-chem PKG 1	KIPIC	Chemical	1H24		4000	(2023.04) '23년 중순 ITB 발급 예정 -> '23년 5월 ITB 발급 예정
	Al Zour Pet-chem PKG 2	KIPIC	Chemical	1H24		4000	(2023.04) '23년 중순 ITB 발급 예정 -> '23년 5월 ITB 발급 예정
	Jurassic Non-Associated Oil & Gas Reserves Expansion: Phase 2	KOC	Gas		2021.02	3000	
	Crude Oil Gathering Centers - GC 33 - 35	KOC	Oil		2022.05	2400	
	Al Zour Pet-chem PKG 3	KIPIC	Chemical	1H24		2000	(2023.04) '23년 중순 ITB 발급 예정 -> '23년 5월 ITB 발급 예정
	Ratqa Lower Fars Heavy Oil (LFHO): Phase II	KOC	Oil		2021	2000	
	Ratqa Lower Fars Heavy Oil (LFHO): Phase III	KOC	Oil		2019	2025	2000
	Mina Al Ahmadi Refinery Gas Fractionation Train 6 & 7	KNPC	Gas		2019	2000	2000
	Jurassic Non-Associated Phase 2: JPF 4&5 Off-plot & Production Facilities	KOC	Gas		2021.12	1151	
	Gathering Centre 32 SEK at Burgan Field	KOC	Oil		2017	1000	
	South Kuwait Excavation Transportation & Remediation Project	KOC	Oil		2021.04	750	
	Kuwait Gas Export Pipeline from North Kuwait to MAA	KOC	Gas		2019.01	480	(2018.09) 현대중공업 외 국내 4사 / Saipem 외 7사
	11 Patterns Well Hook-up and Associated Works	KOC	Oil		2019	360	
	Alternate Feed for HPU (Phase I) for Al-Zour Refinery	KIPIC	Gas	1H24		150	
	Jurassic Production Facilities OffPlot Works: North Areas (RFP-2047821)	KOC	Gas		2021.03	115	
	Mega Storage Tanks	KOC	Oil		2021.05	100	
Construction of Flowlines and Associated Works in West Kuwait Area	KOC	Oil		2022.12	100		
Flowline Network and Associated Works in Umm Niqa and South Ratqa	KOC	Oil		2022.04	100		
카타르	North Field East	QatarGas	Gas	1H21		13000	
	LNG Processing Trains (EPC 1)	QatarGas	Gas		2021	13000	
	North Field South Development: Two Mega LNG Trains	QatarGas	Gas		2023.04	6,000	(2023.04) 10/20 기술입찰 3/17 수정된 상업입찰 완료
	Barzan Gas Development(Ph2-3)	QatarGas	Gas		2023	6000	(2022.02) Phase 1(완료), Phase 2-3Study 단계
	North Field Production Sustainability: Phase 2: Scope D	QatarGas	Gas		2023	4000	(2023.04) 1/10 ITB 발급
	Ras Laffan Petrochemical Complex: Ethane Cracker	Qatar Energy/Chevron	Chemical		2022.11	3,500	입찰완료(8/7) -> Pkg1 상멘, Pkg2 테크니콜 lowest(9/30)
	North Field Production Sustainability: Phase 2	QatarGas	Oil		2022	2375	
	North Field Production Sustainability: Phase 1: Offshore	QatarGas	Oil		2021	2100	
	Lean LNG Storage and Loading Expansion (EPC-2)	QatarGas	Gas		2021	2000	
	North Field Production Sustainability: Phase 2: Scope B	QatarGas	Gas		2022.11	1,875	8/1 상업입찰 완료 -> Selperm 수주 완료 (10/21)
	Ras Laffan Petrochemical Complex: Polyethylene Derivative Units	Qatar Energy	Chemical		2022.11	1,500	(2022.02) FEED 수행 (IGC, D.I.엔지니어) 3월 기술입찰, 5월 상업입찰 예정
	PDH&PP Plant	Qatar Petrochemical Company	Chemical		2025	1500	(2023.04) 8/5 프로젝트 생성, '23년 3월 FEED 발주 예정(FEED-to-EPC)
	North Field Production Sustainability: Phase 1: Pipelines	QatarGas	Gas		2021	1200	
	Replacement of Offshore Pipelines at Barzan Gas	QatarGas	Gas		2018	1100	
	Idd El Shargh South Dome Expansion	Qatar Energy	Oil		2023	1,000	
	Sulphur Storage and Export Facilities (EPC-4)	QatarGas	Gas		2022.01	1000	
	Gallaf Batch 3: EPC-06	NOC	Oil		2021	635	
	Poly Vinyl Chloride (PVC) Plant	Qatar Petrochemical	Chemical		2022.03	500	(2022.02) 1분기 중 발주 예정, 상멘엔지니어링, 현대건설 참여(6개 사 경쟁)
QAFCO VII Expansio	Qatar Fertiliser Co	Chemical		2022.06	500	(2022.02) '21년 11월 상업입찰 완료. 현대건설(5,6 수행) 참여(6개 사 경쟁)	
NFE: Offshore Jackets	QatarGas	Gas		2019	500		
New Gasoline and Jet Storage Facilities in MIC	Qatar Energy	Gas		2021	500		
ISND Phase 5: ISND 5.2	Qatar Energy	Oil	2023.03		500		
Dukhan Crude Storage Tanks, MOL, Sludge Handling Facilities	Qatar Energy	Oil		2023	400		
오만	Sur Refinery And Retrochemicals Complex	SIS	Oil/Chemical		2024	10000	(2023.04) 프로젝트 중단 Study 단계, 컨설팅 사 입찰 평가 중
	Duqm Petrochemical Complex	Kuwait Petro / OGB / Saudi Basic	Chemical		2024	9000	(2023.04) 1/4 프로젝트 부활
	Duqm Refinery: Process Unit (EPC 1)	Oman Warfang	Chemical		2017	5650	(2019.04) 시공사: TR/Daewoo JV
	Habhab Field Service Contract	PDO	Oil		2020	5000	
	Middle East to India Deepwater Pipeline (MEIDP)	SAGE	Gas		2017.05	4500	
	Duqm Gas to Liquid Plant	Shell / Oman Oil Company	Gas		2020	3000	
	SEZAD: Methanol to Olefins (MTO) Plant	Mingyuan Holdings Group	Chemical	2019.02		2800	
	Salalah Refinery	Salalah Refinery LLC	Oil		2021	2500	
	Marsa LNG Terminal	Marsa LNG (Total 80%, OQ 20%)	Oil	2023.08		1000	1/3 프로젝트 부활, 2022년 말 FID 완료 예상
	Central Processing Facility at Muradi Huraimah	Occidental Oman	Gas		2019	1000	
	Petrochemical Project: Acetic Acid Plant	Government of Oman/BP Globa	Chemical	2019.01		1000	
	Sohar LNG Bunkering Facility	OQ	Oil	2020.06		1000	
	Res Markez Crude Oil Park: Phase 1: Package 1.2-1.5	OTTCO	Oil		2023	600	(2022.11) '22년 3분기 ITB 발급 예정
	Oman Sohar Purified Terephthalic Acid(PTA)	OIPIC	Chemical		2019.04	400	(2018.09) 현대건설 / 포스코건설
	Marmul Enhanced Oil Recovery (EOR) Facilities Phase 2	PDO	Oil		2019	400	
	Bisat Early Production Facility	OOCPEP	Oil		2019	400	
	Crude Storage Tank	Daleel Petroleum Company	Oil	2017		200	
	New Methanol Export Line and Installation of Methanol Loading Arms	OQ	Gas		2021	100	
42' Fahud-Sohar Second Loop Line Project	OQ	Gas		2022.03	100		
Duqm Refinery: Offsite & Utilities (EPC 2)	Oman Warfang	Chemical		2017	100	(2019.05) 시공사: Petrofac/Samsung Engineering JV	
Duqm Refinery: Offsite Facilities (EPC 3)	Oman Warfang	Chemical		2017	100	(2019.06) 시공사: Saipem / CB&I JV	
이라크	South Integrated Project in Iraq	BOC/ExxonMobil/ PetroChina	Oil		2021	12000	(2020.08) Exxon Mobil과 프로젝트 개발 협의 중, CSSP project will inject water
	Nebiras Petrochemical Complex	Ministry of Industry&Minerals	Chemical		2024	8000	(2023.04) 개발계획 부활
	Zubair Oil Refinery	ENI	Oil		2024	4000	(2023.04) 금융문제로 지연 중
	Central Gas Complex in Artawi	Ministry of Oil (MoO)	Oil		2024	3000	(2023.04) FEED 진행 중(KBR)
	Samawah Oil Refinery	Ministry of Oil (MoO)	Oil		2020	2000	(2023.04) Study 단계 -> 상업 입찰진행 중(4/5)
알제리아	Iraq Zubair Mishrif DGS Expansion	Basra Oil Company / ENI JV	Oil		2019	300	(2018.09) 현대건설 외 6사
	Hassi Messaoud Refinery	Sonatrach	Oil		2019	2500	
이집트	Ain Tsila Gas Condensate Field Development	Groupement Isarene	Gas	2017		2000	
	Suez Oil Refining and Petrochemical Complex	MoP	Chemical		2022.12	4880	
이란	Alexandria Polypropylene Plant	Red Sea National Petrochemicals	Chemical	2022		1700	
	South Pars Gas Field Development: Phase 12: Production Facility: Phase 2	KPRC	Chemical		2022.03	4,251	
	Shahid Soleymani Petro-Refinery (SSPRC)	Petro Tejarat Shahin Co.	Chemical	2022.03		4000	
바레인	Crude Oil Refining and Petrochemical Complex: Xylene Plant	RSNRP	Chemical	2022.08		500	
	Crude Oil Refining and Petrochemical Complex: Ethylene Glycol Plant Egypt	RSNRP	Chemical	2022.08		500	
아랍에미리트	Aromatics Complex	Bapco	Chemical	2019.12		1500	
	Pre-Unayzah Reservoir (LSTK)	Tatweer Petroleum	Gas		2021.11	600	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.