

SMIC Team 5

기업 분석/평가 보고서

- 들어는 봤나? **E1** -



Members are

- ✓ Captain 김현섭
- ✓ Solver 성정길
- ✓ Hope 이영민
- ✓ PM 한은지
- ✓ Rookie 김주영

SNU Midas Investment Club

목차

- 1. 산업분석 3
 - 1.1. 산업의 특성 3
 - 1.2. 경기 변동의 특성 3
 - 1.3. 마이클 포터의 five forces 적용 4
 - 1.3.1. 신규 진입의 위험 4
 - 1.3.2. 기존 기업 간의 경쟁 관계의 강도 4
 - 1.3.3. 대체재의 위험 5
 - 1.3.4. 구매자의 교섭력 5
 - 1.3.5. 판매자의 교섭력 5
- 2. 기업 분석 6
 - 2.1. E1의 비즈니스 모델 6
 - 2.2. E1의 Value chain 분석 7
 - 2.2.1. E1 Value Chain 7
 - 2.2.2. Value Chain 각 단계별 분석 7
- 3. 재무 분석 13
 - 3.1. 안정성 분석 13
 - 3.2. 수익성 분석 14
 - 3.3. 활동성 분석 16
 - 3.4. 성장성 분석 17
 - 3.5. 재무분석 결론 18
- 4. 관련 이슈 분석 19
 - 4.1. 중국 시장의 전망과 진출 현황 19
 - 4.1.1. 중국의 LPG 산업 현황 및 수요 전망 19
 - 4.1.2. 중국의 에너지 정책과 LPG 수요 증가 기대 20
 - 4.1.3. 중국의 환경 정책과 LPG 차량 증가 기대 20
 - 4.2. 신규 사업 이슈 21
 - 4.2.1. 유전 직접 개발사업 이슈 21
 - 4.2.2. 유통 및 물류 사업 진출 이슈 21
 - 4.2.3. 국제상사 인수 이슈 22
- 5. Valuation 25
 - 5.1. Key Factor와 적정 Valuation 방법 결정 25
 - 5.2. Valuation에 사용된 가정 26
 - 5.3. Valuation 과정 및 결과 27
 - 5.4. 결론 32

1. 산업분석

1.1. 산업의 특성

LPG는 Liquefied Petroleum Gas(액화석유가스)의 약자로 상온, 상압에서는 가스이지만 가압하면 쉽게 액화되는 탄화수소를 말하는 것으로 정유공장에서의 원유 정제와 석유화학공장에서의 부산물로 일부 생성되고 대부분은 유전과 천연가스전에서 원유나 천연가스를 추출할 때 함께 생성된다. LPG는 크게 부탄과 프로판으로 나뉜다. 프로판은 주로 취사용·난방용·산업용 연료로, 부탄은 자동차와 이동식난방기의 연료 및 석유화학용 원료로 주로 사용된다. LPG의 주된 용도는 가정·산업용과 수송용, 공업원료용으로 그 비중은 2004년 기준으로 가정·산업용이 26.8%, 수송용이 50.1%, 공업원료용이 15.9%를 차지하고 있다.

< 표. LPG의 용도 >

용도	설명
수송용	LPG 사용 차량의 증가와 수송용 LPG수요량이 밀접한 관련을 맺고 있다. LPG는 휘발유 대비 45%수준의 저렴한 연료비와 무공해 청정연료라는 점에서 미래형 자동차 연료로 주목을 받고 있으며 생활 수준 향상으로 인해 LPG사용 차량의 수요가 꾸준히 증가하고 있다.
가정·산업용	경제성장률과 순행하는 경향을 보이며 LNG 전국 배관망 완공으로 감소세를 보이고 있다. 하지만 아직도 국내 총 가구수의 49%인 808만 가구가 LPG를 취사용 및 난방용으로 사용하고 있고, 최근에는 경유 및 등유 보일러를 LPG로 교체하는 세대가 증가하는 추세이며, 전국적으로 약 33만개의 음식점에서 상업용으로 LPG를 사용하고 있다.
공업용	공업용으로 LPG의 이용도가 가장 큰 분야로는 연소 생성가스를 이용할 수 있는 건조용과 높은 발열량 특성을 이용할 수 있는 가열용, 소성용, 용해용 등이 있다. 공업용으로서의 LPG 수요는 증가하고 있는 추세에 있으며, 폭넓은 잠재수요가 있다.

1.2. 경기 변동의 특성

LPG 수요는 난방 사용량이 많은 동절기가 하절기보다 많은 계절적 편차를 보인다. 그러한 이유로 가격 또한 동절기에 높게 형성된다. 그러나 최근에는 이러한 계절적 요인과는 무관하게 국제 원유가격의 변화 등과 같은 국제 수급에 의해 수요와 가격이 민감하게 변하고 있다.

1.3. 마이클 포터의 five forces 적용

1.3.1. 신규 진입의 위험

LPG산업의 경우 사업 초기에 견고한 지층구조를 가진 지하 암반 내에 대용량의 저장시설 (CAVERN) 또는 대용량의 지상 저장시설을 건설하고 LPG 판매망을 구축하기 위한 초기 투자비가 많이 소요되기 때문에 진입장벽이 높다. 따라서 향후 신규기업의 LPG시장 진출은 어려울 것으로 예상할 수 있다. 그런데 하나에너지가 수입사업 진출을 준비하고 있어 향후 시장의 경쟁 변화가 예상되고 있으나 작년에 사업 허가를 받았으며 현재 설비도 갖추지 못하였기 때문에, LPG 수입유통 산업은 현재의 E1과 SK가스 양자의 과점적 체제로 볼 수 있다.

1.3.2. 기존 기업 간의 경쟁 관계의 강도

국내 LPG 산업은 국내 생산기업인 정유사 및 일부 석유화학기업과 E1과 SK 가스와 같은 수입기업 위주의 경쟁이 벌어지고 있다. 수입 물량은 E1과 SK가스 두 기업이 과점 공급하고 있다. 수입 기업이라는 측면에서 SK가스는 실질적인 경쟁사라고 할 수 있으며 E1은 내수 시장의 약 19% 정도를 차지하고 있다. 생산기업의 경우 원유 정제 시 발생하는 부산물로 생산을 하는 것이기 때문에 생산물량이 많은 기업의 점유율이 높다(아래 표 참조).

<LPG내수 시장점유율>

(단위 : 천톤, %)

구 분	2002		2003		2004		2005. 6	
	판매량	점유율	판매량	점유율	판매량	점유율	판매량	점유율
SK	1,428	21.9	1,432	22.0	1,387	21.7	700	21.2
LG-Caltex	1,359	20.8	1,324	20.4	1,326	20.8	672	20.4
SK 가스	1,154	17.7	1,163	19.9	1,179	18.5	644	19.5
E1	1,185	18.2	1,190	18.3	1,152	18.1	609	18.5
S-oil	722	11.0	701	10.8	675	10.6	329	10.0
현대오일뱅크	596	9.1	531	8.2	496	7.8	251	7.6
인천정유	84	1.3	157	2.4	162	2.5	93	2.8
합계	6,528	100	6,498	100	6,337	100	3,928	100

<자료: E1 사업보고서>

1.3.3. 대체재의 위험

LPG의 대체 상품은 용도에 따라 나누어 생각해 볼 수 있다. 우선, 수송용의 경우 LPG와 대체재의 관계에 있는 것으로 휘발유와 경유를 들 수 있다. LPG는 휘발유, 경유보다 친환경적이기 때문에 높은 경쟁성을 갖고 있다. 그리고 휘발유나 경유에 비해 발열량이 높다. 휘발유는 8,200kcal/L, 경유 9,200kcal/L, LPG 12,000kcal/kg이다. 또한, 높은 발열량에 비해서 상대적으로 가격이 낮다. 경유차량의 사용 증가로 인한 대기오염에 대한 공감대 형성으로 정부에서는 차량용 연료간 상대가격 비율을 선진국 수준인 100:85:50(휘발유:경유:LPG) 수준으로 최종 결정, 관련법률(특별소비세법)을 개정 (2005.7월 공포, 시행)함으로써 제2차 에너지체제개편을 시행 중이다. 이러한 에너지 가격구조 개편에 따라서 2005년 상대가격비율 100:75:50, 2006년 100:80:50, 2007년 100:85:50으로 단계적인 조정이 진행되고 있어 향후 LPG 사용량이 증가할 것으로 예상된다. 가정·산업용의 경우는 LNG의 보급으로 인해서 시장이 위축되고 있다. 하지만 아직도 국내 총 가구수의 49%인 808만 가구가 LPG를 취사용 및 난방용으로 사용하고 있으며, 최근에는 경유 및 등유 보일러를 LPG로 교체하는 세대가 증가하는 추세이다.

1.3.4. 구매자의 교섭력

LPG산업은 과점시장으로서 구매자의 교섭력은 다른 과점 시장처럼 높지 않다. 또한, 수요의 대체재로의 변화 가능성도 낮다. 예를 들어 수송용의 경우 대체재인 휘발유나 경유의 가격이 LPG보다 높기 때문에 수요자가 대체재로 수요를 대체재로 변화시킬 가능성이 낮다. 가정·산업용의 경우도 LNG로의 변화를 위해서는 공급망을 구축해야 하는 등 기타 비용이 많이 들기 때문에 수요 변화의 가능성이 높은 편이 아니다

1.3.5. 판매자의 교섭력

E1의 경우 LPG를 수입에 의존하고 있다. 국제 유가의 변동이나 환율의 영향에 따른 LPG 가격 변화를 판매자가 제시한 것으로 받아들여야 하기 때문에 판매자의 교섭력이 강하다고 할 수 있다. 이에 대한 대책으로 E1은 사우디아라비아 등 중동 석유 국가에서 단순히 LPG를 수입하던 기존 방식에서 벗어나 직접 생산에 참여하는 JOINT VENTURE 형태의 프로젝트를 인도네시아에서 추진하고 있다.

2. 기업 분석

E1은 LPG 수입 및 공급업체이다. 따라서 E1의 지속성을 평가하기 위해서, 앞에 분석한 LPG 산업의 전망과 더불어 E1의 비즈니스 모델 및 Value Chain을 살펴보고 가치가 발생하는 원천이 무엇인지? 그 원천이 지속가능한지를 살필 수 있다.

특히 LPG산업 자체로서의 성장동력으로 중국 시장에 대해 잉여 LPG수출 수준에서 직접 설비를 확보하고 중국 내에서 국내와 같은 저장→유통의 역량을 갖추고자 한다. 이것이 얼마나 향후 가치 증분에 영향을 줄 수 있을지, 그리고 가능성이 있는지 살피는 것도 지속성을 평가하는 것에 중요할 것이다.

그런데 E1은 최근 다각화 전략을 표방하였다. 비 관련 다각화로서 기존 유통망을 활용한 물류산업에의 진출 또는 현금 자금력과 잉여부지를 활용한 엔터테인먼트 산업에의 진출 등 계획을 다양하게 수립하고 있다. 따라서 마지막으로 신규사업 진출로 인해 E1의 지속 가능한 핵심 역량이 발생할 것인지 아니면, 오히려 마이너스가 될 것인지를 살피는 과정 또한 E1의 지속성을 평가함에 있어서 빼놓을 수 없다.

분석 결과에 따라서 이러한 성장성 변수들은 밸류에이션에 반영되는 것이 합당할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 그러면 같이 한번 살펴본다.

2.1. E1의 비즈니스 모델

LPG산업은 국내 정유사 들의 원유 정제과정에서 발생하는 LPG 만으로는 수요 충당이 부족하여 부족분 전량을 수입해야 함에 따라 출현한 산업이다.

부족분의 에너지를 수입해서 저장한 다음 마진을 붙여 각 수요처에 공급하는 지극히 단순한 비즈니스 모델을 갖고 있다. LPG산업은 대규모 저장시설을 갖추어야 진입할 수 있으므로, 사실 상 신규 경쟁자가 국내 진입하기가 까다로운데다, 기존의 수요에 부족분이 많아서 이에 대한 공급을 하는 산업이므로 시장 점유 경쟁 보다는 수요처의 안정적인 확보 및 유지가 더 중요한 산업이다. 단순한 비즈니스 모델이지만 LPG를 어디에다가 판매하는가에 따라서 좀 더 세분해보면 다음처럼 나타난다.

A. 내수 LPG 수입판매 부문: LPG수입 → LPG저장 → LPG충전소, 도시가스사, 산업체로 판매하는 자사판매 (70%)/ 정유사 판매 (30%)

B. 수출 LPG 수입판매 부문:

- 직수출: LPG수입→ 국내저장→ 중국, 일본 등에 재판매

- 중계무역: 가. 국제시장에서 저가 LPG 구매→ 해외 직접 판매하는 Trade

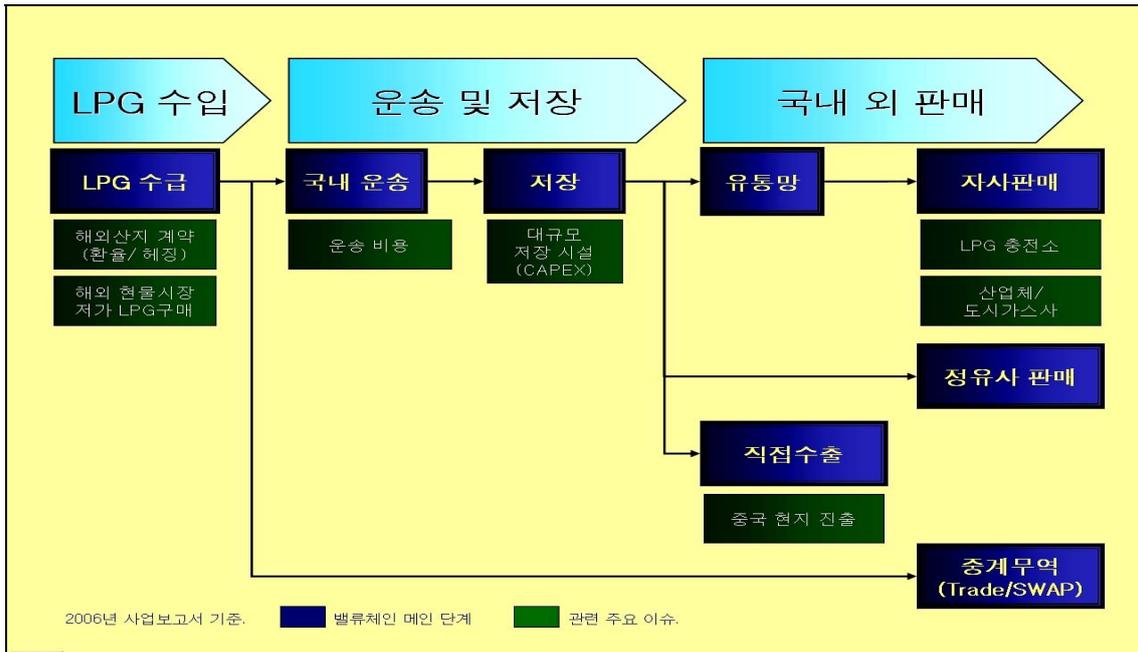
나. 국내 수급 조절, 체선 방지, 프로판 및 부탄 재고 조절을 위한 Swap거래

비즈니스 모델만으로 보면 단순하고 수익창출 구조가 확실하므로, 최초의 에너지 수입에 있어서 공급자와의 관계만 유지된다면 앞으로도 충분히 매력적인 산업으로 볼 수 있다.

다음은 이러한 비즈니스 모델 하에서 어떻게 가치가 창출되고 있는 지 위의 세분한 비즈니스 모델에 따라 Value Chain을 작성하여 핵심 가치가 어디에서 발생하는 지 분석해본다.

2.2. E1의 Value chain 분석

2.2.1. E1 Value Chain



E1의 Value는 일단 LPG 자원의 수급을 원활히 유지하는 것에서 출발한다. 환율이나 국제 LPG 수요, 이에 따른 선물거래 증감, 유가 등의 요인에 의해 국제 LPG 현물가격이 변동하는데, 여기서 얼마나 안정적인 가격으로 확보하는지 관건이 된다.

2.2.2. Value Chain 각 단계별 분석

2.2.2.1. LPG의 수급 단계

E1은 정유처리 시설을 갖춘 회사가 아니므로, LPG를 수입해 오는 것에서 최초 원가가 발생한다. 최초 수입단가는 최종 판매단가에 직결되는데다, 국내 기반 에너지산업체이므로 가격이 오르고 채산이 맞지 않는다고 해서 당장 수입물량을 줄일 수도 없다. 그리고 항상 국내 수요 급변과 해외수급의 변수를 감안하여 일정량을 저장하고 있어야 하기 때문에, 얼마나 LPG를 안정적으로 수급하는 지의 여부가 전체 가치사슬 중에서 무엇보다도 중요하다고 할 수 있다. 이러한 점에서 E1은 주요 산유국과 장기 도입 계약 및 일본, 유럽 등 세계 각국의 LPG 전문회사들과 긴밀한 협조 및 거래 관계를 구축하고, 현물시장에서의 SPOT 구매

및 교환거래 (SWAP) 등을 통하여 LPG의 안정적인 수급과 저가 도입을 추구하고 있으므로, 특별한 변수가 없는 이상, 안정적인 LPG 수급 역량은 지속적으로 유지될 것으로 보인다.

[2005.12.31일 현재]

(단위 : 천톤)

상대방	계약일자	계약내용	물량	금액	비고
Saudi Aramco (Saudi)	2005.11.19	LPG 도입계약	650	FOB조건	2006.1.1 ~ 12.31
ADNOC (UAE)	2005.10.11		360	FOB조건	2006.1.1 ~ 12.31

주 1) 계약의 목적 및 내용 : LPG 도입을 위한 계약

2) 계약금액 또는 대금 수수방법 (기준) 등

- 계약금액 : Seller 측에서 매월 말일 익월 CP (Contract Price) 공시
- 대금수수방법 : L/C (신용장), T/T (전신환)

2.2.2.2. 국내 운송 단계

중동 산지에서 국내 저장소까지 LPG선을 이용하여 운반하게 되므로, 운송비 비중도 상당하다. 그러나 이것은 필수적으로 발생하는 요인으로, 과거 5개년의 데이터를 보아도 특별한 개선이나 악화의 여지가 없다. 다시 말해 운송비는 Value Relevant 하지 않은 Factor이다.

2.2.2.3. 저장 단계

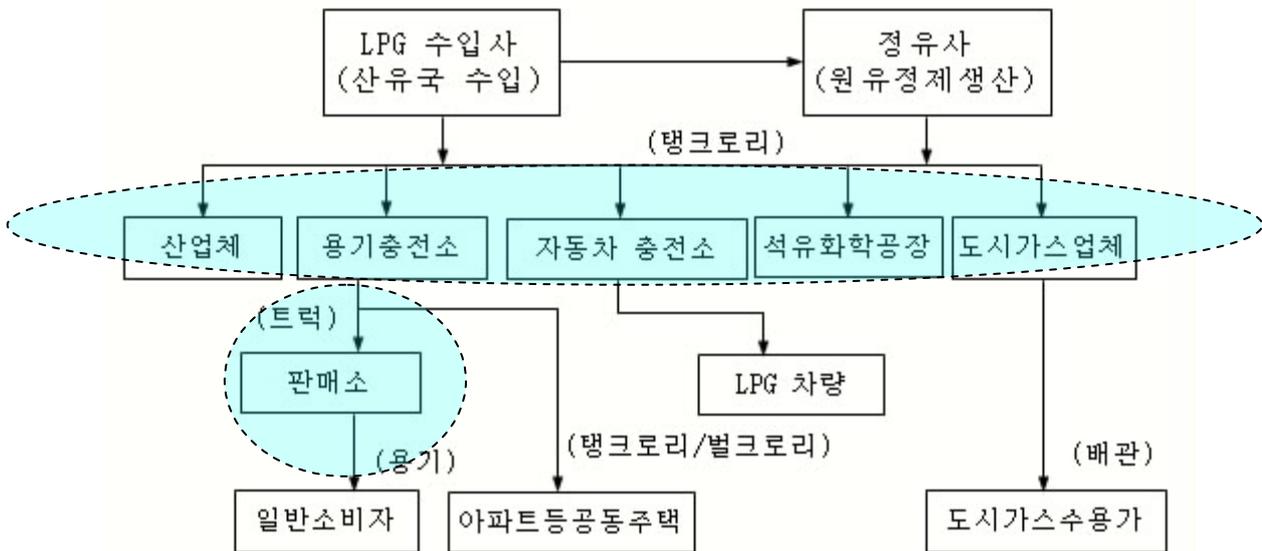
이것은 LPG유통사업을 하기 위해서 반드시 갖추고 있어야 하는 역량이다. 따라서 이러한 시설 비용에 대한 부담으로 신규 진입자에게 중요한 진입장벽이 된다. E1은 다음과 같은 저장설비를 갖추고 있으며, SK가스와 큰 차이 없으므로 현재의 수입 유통업 양사 과점 체제에서 이 저장 역량 역시 Value Relevant 하지 않다.

E1 생산 설비	저장규모	비 고
여수 기지	153,000톤	-
인천 기지	245,000톤	-
계	398,000톤	-
SK가스 생산 설비	저장규모	비 고
울산 기지	270,000톤	-
평택 기지	162,000톤	-
	432,000톤	-

(표: 양사 저장시설 비교: 프로판/부탄 합계)

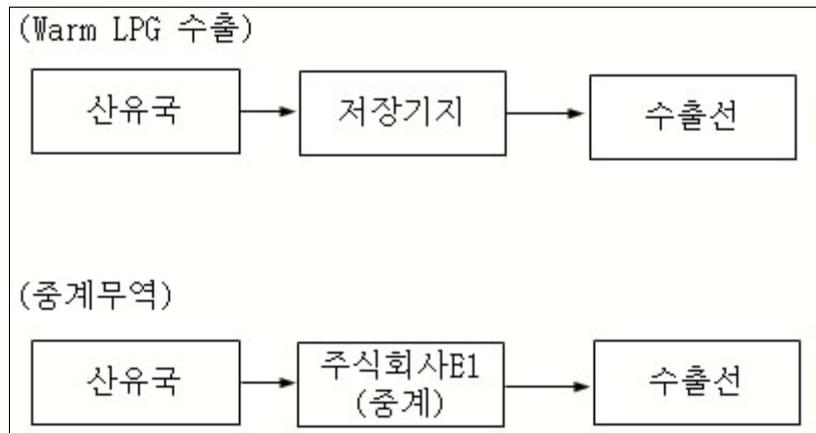
2.2.2.4. 내수 유통망 및 수출

내수에 대해서, 다음과 같은 판매망을 거쳐 판매가 이루어진다.



< 표. E1 내수 판매망 >

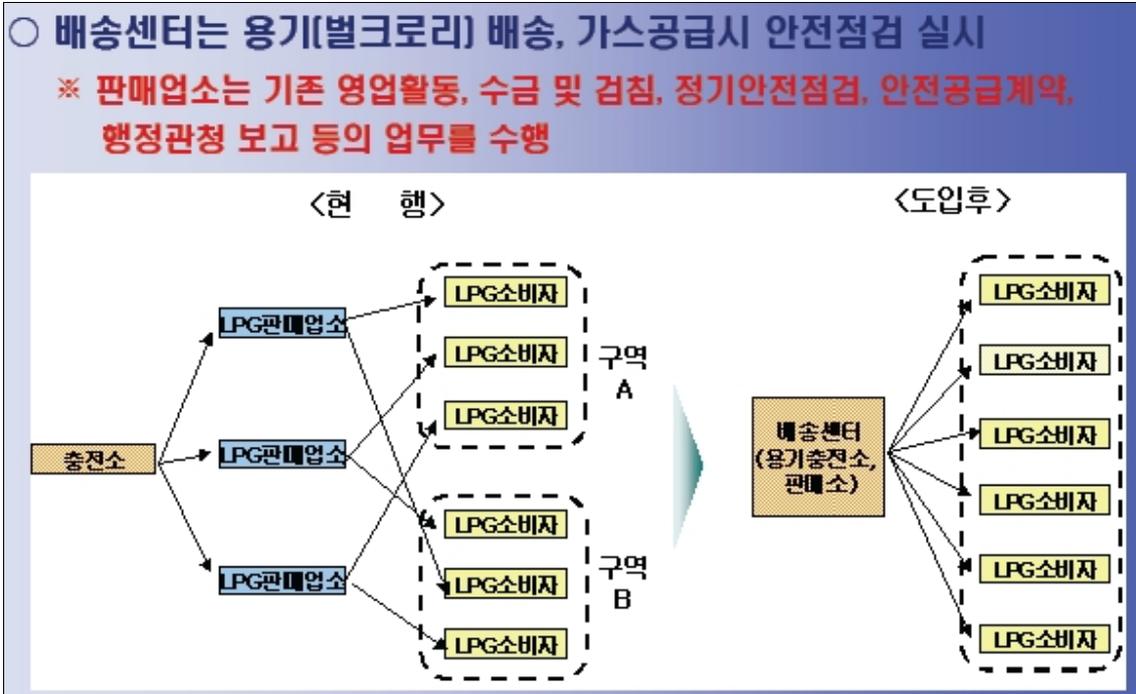
또한 수출은 직접판매(Warm LPG 수출) 및 중계무역으로 나뉘는데, 통상 다음과 같은 단계를 거쳐 이루어진다.



< 표. E1 수출 판매망 개요 >

내수 판매의 경우 LPG유통 단계가 복잡한 것을 볼 수 있지만, 영세한 지역별 LPG 공급 소매상들이 많은 것이 문제가 되는 것이며 실제로 E1은 표시된 부분의 유통단계까지만 개입하고 있다. 따라서 이러한 유통구조의 복잡성은, 유통비용 부담이 아닌, LPG최종단가의 상승에 악영향을 미치는 것이며, 이것은 최종소비자들의 LPG를 값싼 LNG로 대체할 수 있는 여

지로 작용하게 될 수 있다. 또한 복잡한 유통구조 및 영세한 판매소들로 인해 LPG사고가 다른 가스에 비해 가장 많고, 일본 등에 비해 열악한 사고율을 보여주고 있어서, 정부 차원에서 유통구조의 합리화에 대한 대책을 마련하고 있다.



<그림. 정부의 LPG 유통구조 개선안 :배송센터>

하지만 이 정책의 경우 점진적으로 시행이 될 것이며, 시행된다고 하더라도, 이 정책이 수요증대에 얼마나 효과적일지 예측하는 것은 어렵다. 업계에서도 최종단가가 획기적으로 개선될 것으로는 예측하지 않으며, 어차피 가정용/업소용 용기LPG 유통에 있어서의 개선이므로 전체 LPG 수요에 큰 영향을 줄 것으로는 보이지 않는다. 또한 하위 유통 구조가 바뀐다고 해도, 상위 유통구조에 까지만 개입하는 E1으로서는 자체적인 유통비용이 감소하는 효과도 기대할 수 없다. 따라서 밸류에이션에서 감안하지 않아도 될 부분으로 볼 수 있다.

수출 부분에 관련하여, 일본과 중국 등으로 수출을 하고 있으나, 역시 주 수출대상 국가는 중국이다. 중국은 빠른 산업 성장과 고유가 등으로 LPG 수요가 급증하고 있는 시장이다. 이에 대해서는 다시 살펴본다. 결론적으로 현지 투자 등으로 수출이 증가할 가능성은 얼마든지 있으나 아직까지 구체적인 사업으로 실현된 것은 없다.

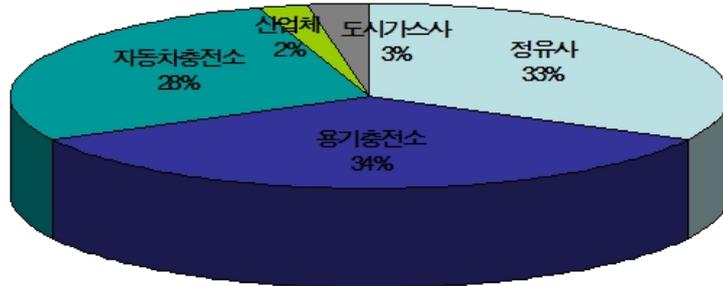
2.2.2.5. 자사 판매 및 정유사 판매

내수가 전체 매출의 55%정도 차지하고 있으며 이는 자사판매와 정유사 판매로 나뉜다. 정유사 판매는 유통 단계 이상의 부가가치가 생성되는 부분은 없다. 자사판매가 내수 중 약 70%를 차지한다. 자사판매란 E1이 직접 보유하고 있는 충전소 및 판매소를 의미하는 것으로

로 자사판매의 비중이 높아질수록 최종단계에 가깝게 매출을 실현할 수 있어 매출증가에 도움이 된다. 따라서 주요 거점 충전소 유치 및 회사 소유 충전소 확충, 산업체 연료용 LPG 판매 증대, 충전소의 체적시설 지원 확대, 충전소 서비스 개선 활동 확산 등을 꾸준히 추진하고 있으며 이를 통해 자사판매량이 연 평균 7% 정도로 성장하고 있다.

구분	판매조건	가격조건
내수	·정유사 : 외상판매 (평균외상기일 : 34일)	·가격자유화 실시 (2001년 1월부터 시행)
	·대리점 : 현금 또는 외상 (평균외상기일 : 20일 ~ 25일)	
수출	·산업체 : 현금 또는 외상 (평균외상기일 : 30일)	·선적일자 사우디 정부고시가 (CP) + 기타 도입원가 + 마진 ·CP + 기타도입원가 + 수송비 + 마진
	·Warm 수출 (FOB BASE)	
	·Warm 수출 (CIF BASE)	
	·중계무역 (FOB BASE)	·CP + Premium
	·중계무역 (CFR BASE)	·CP + 수송비 + Premium

<표. E1 내수 및 수출 판매조건 >

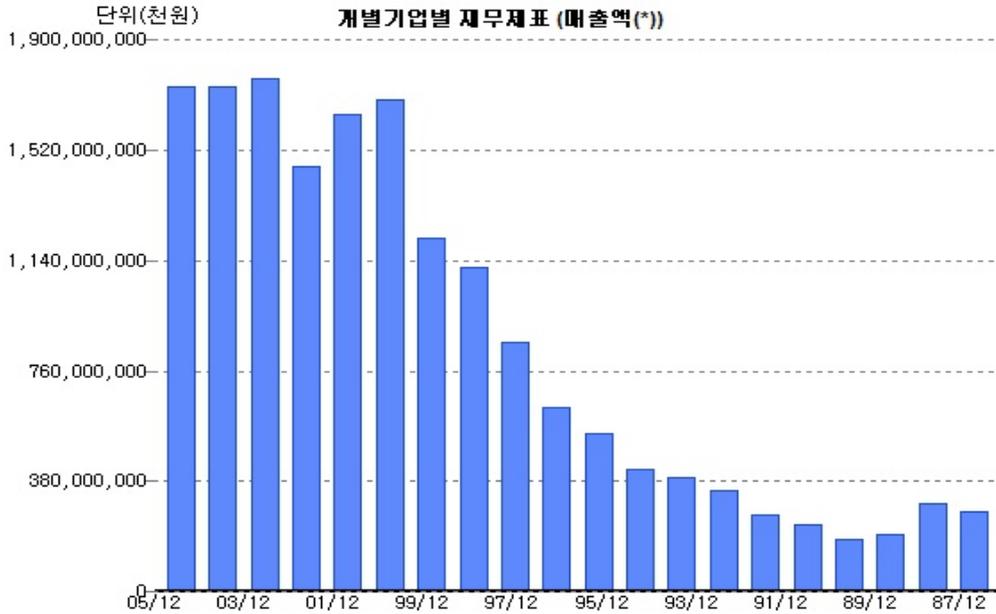


■ 정유사 ■ 용기충전소 ■ 자동차충전소 ■ 산업체 ■ 도시가스사

<그림. E1 내수 판매처 별 비중>

판매와 관련하여 LPG의 매출액이 현재까지 꾸준히 상승해 오다가 최근 5개년을 보면 약간의 등락이 있을 뿐 좋게 말해 안정기, 소위 정체에 들어섰음을 알 수 있다. LPG는 국가 기간 에너지의 중요한 축이고 가정과 달리, 시내 업소 및 공장의 경우, LNG망으로 빠르게 대체하기 어렵다는 점을 감안할 때, 향후로도 지속적인 일정 수요는 있을 것으로 예상할 수 있다. 필요 수요에 맞게 물량 확보한 후 마진을 붙여서 파는 것이 전부인 비즈니스 모델 상

LPG산업의 성장이 멈춘다고 해도, E1으로서 기업가치에 큰 타격을 받을 것도 없다. Valuation에서는 국내 매출처 별 최근 5개년의 성장추세와 수출 물량의 성장추세를 판매비중으로 가중치를 부여하여, CAGR을 이용하여 잠정적인 저성장 상황에서의 평균 성장률을 산출하여 적용하게 될 것이다.

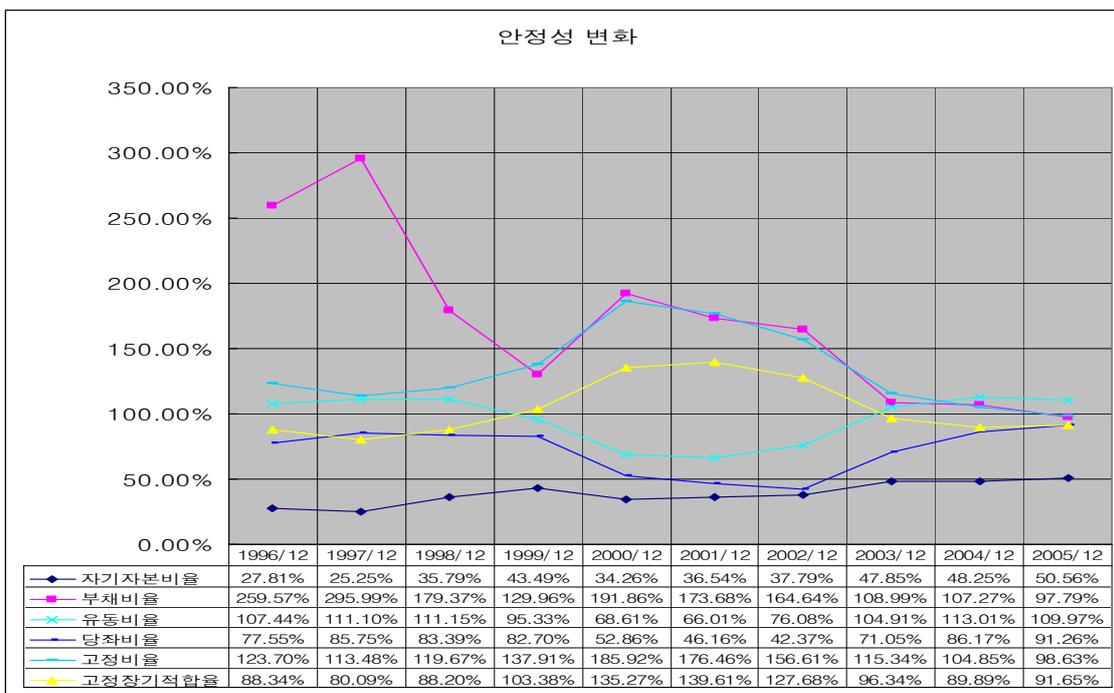
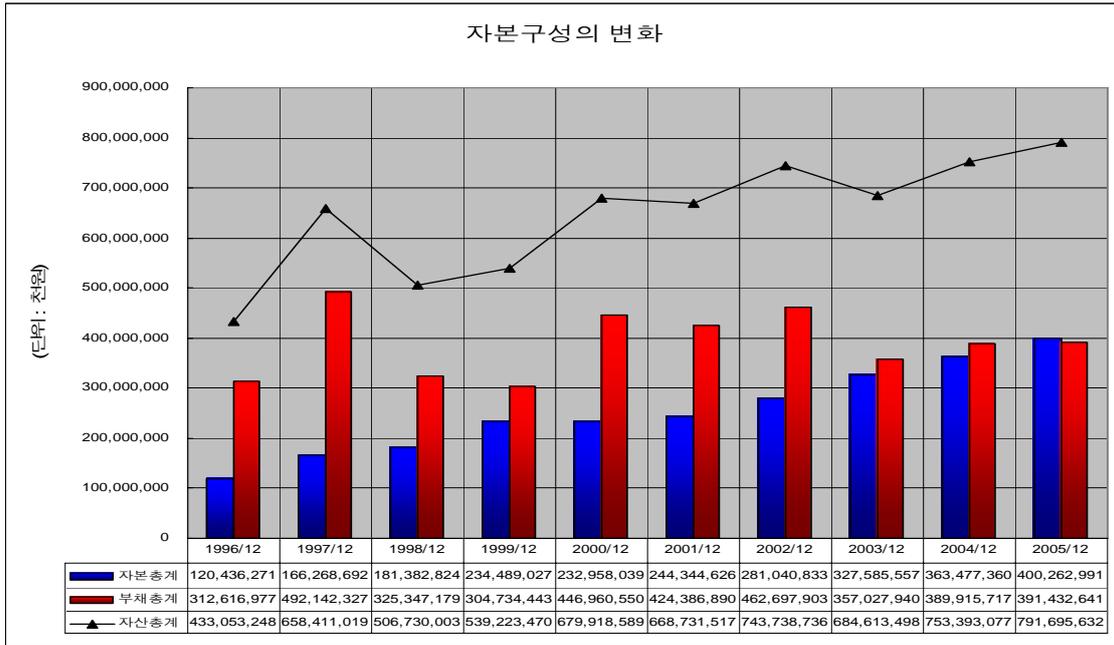


< 그림. E1 매출액 증감 추세 >

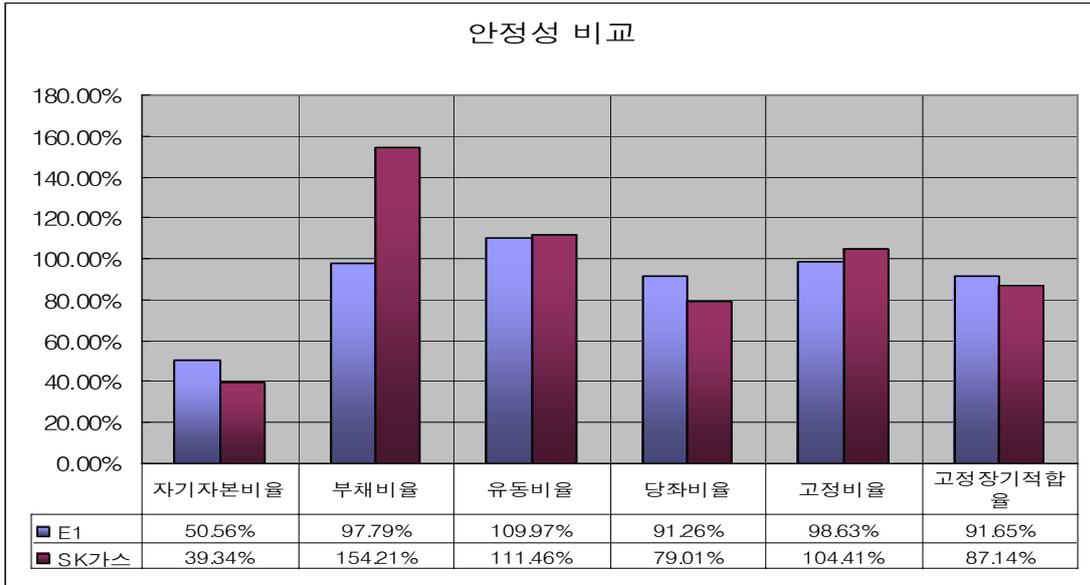
그렇다면 E1은 LPG시장이 조금씩 줄어들어 가는 것을 보고만 있을 것인가? 사업보고서 상으로는 석유화학용, 폐자원 처리 건조용 LPG 수요 개발, 차량연료의 LPG 전환 유도 등 적극적인 수요 개발, 북한지역 LPG 공급 추진, 또한 중국 시장에 적극적인 진출을 위한 TFT 구성 등 나름대로 LPG 수요를 지속적으로 창출하려는 노력을 하고 있는 것으로 보이지만, 판매 제품이 에너지라는 특성 상 보완재의 증감, 대체에너지의 전망, 환율, 유가 등 국제 환경 변화 등 변수가 상당히 많기 때문에 자체적인 노력을 통한 수요 창출 효과에 대해서 의미 있는 긍정적 factor로 보기는 어렵다.

3. 재무 분석

3.1. 안정성 분석

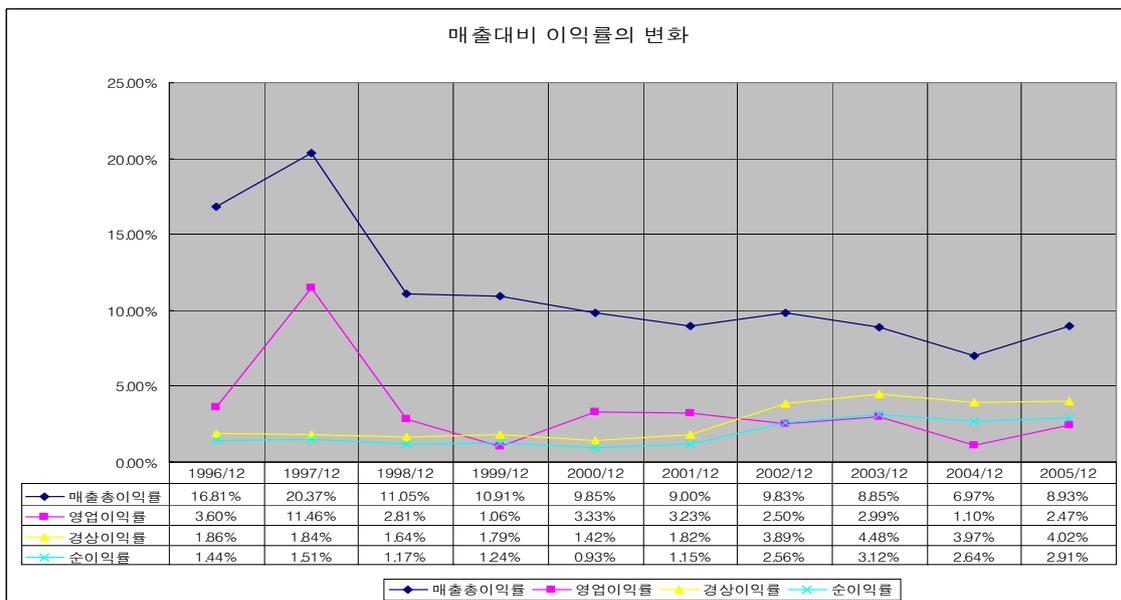


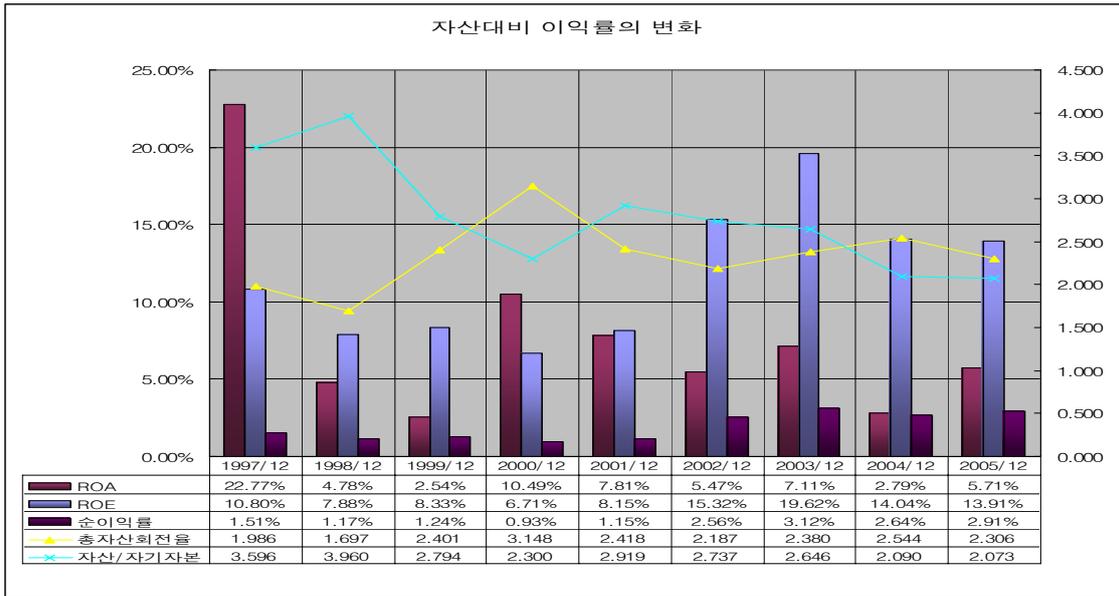
E1의 안정성은 매우 양호한 수준이다. 1997년과 2000년 등 외화조달을 위해 일시적으로 상당액의 부채를 끌어다 쓰는 경우도 있었으나 꾸준한 현금창출능력을 통해 몇 년 안에 모두 상환했으며 2003년 이후로는 100%대의 양호한 부채비율을 유지하고 있다. 거기에 안정적으로 벌어들인 수익을 통해 자본을 꾸준히 증가시켜 대규모 저장설비를 필요로 하는 산업임에도 자기자본비율 50%이상을 달성하고 있다. 그 외의 여러 지표들도 2003년 이후 점차 안정세를 찾고 있는 등 안정성 면에서는 좋은 평가를 내릴 수 있다.



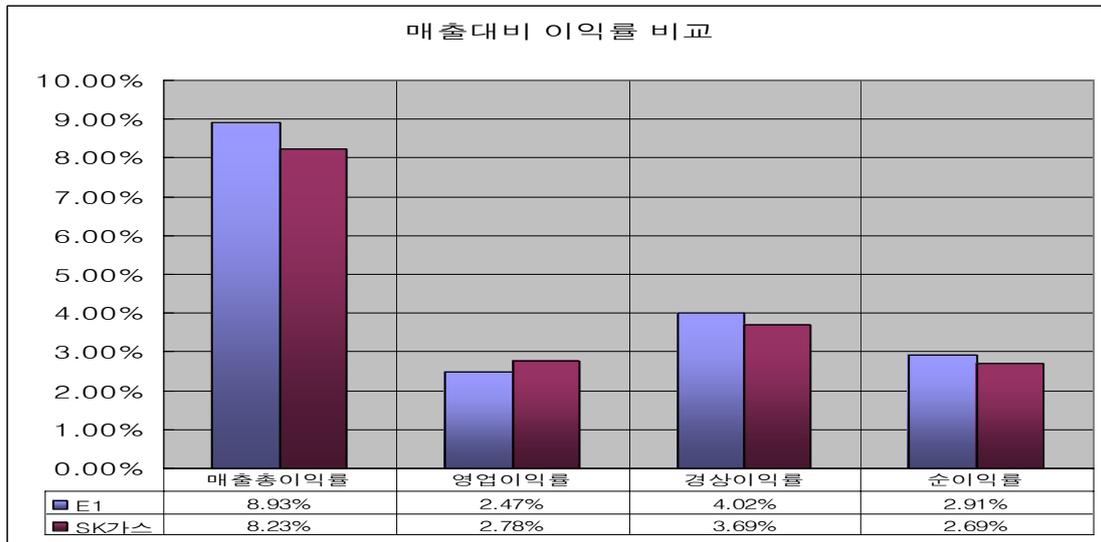
업계내의 유일한 비교대상이라 할 수 있는 SK가스와 비교해도 대부분의 비율에서 뛰어난 모습을 보이는 등, 안정성 면에서는 합격점을 내릴 수 있겠다.

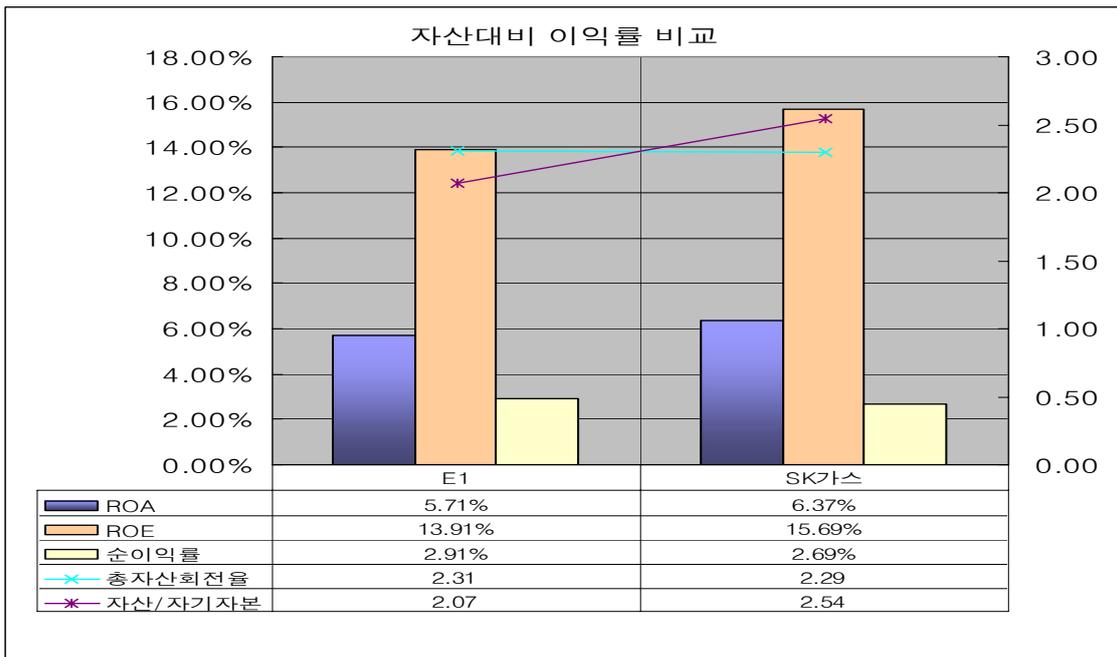
3.2. 수익성 분석





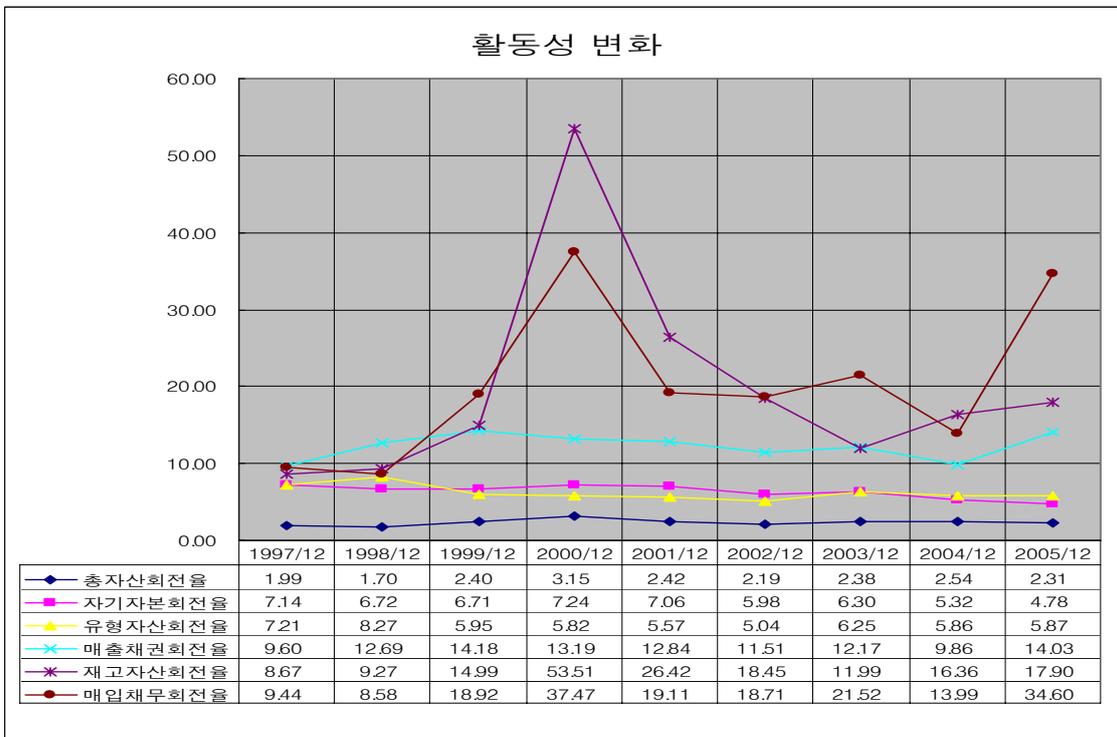
매출원가의 비중이 매우 높은 산업의 특성상 매출총이익이 상당히 낮은 편이며 여기에 해외에서 구입한 LPG의 운반비(전체 판관비의 30~40%)와 대규모 저장 설비 등에 대한 감가상각비, 업계 최고 수준의 급여 등으로 인해 영업이익 또한 낮은 편이다. 그 결과 1~2%대를 오가는 순이익률을 보이고 있는데 결국 제조업이 아닌 '유통업'인 이 산업의 특성을 잘 말해준다고 할 수 있다. 1997년에는 LPG가격의 급등과 수요 급증으로 한때 반짝 좋은 성과를 보이기도 했으나 그 추세는 이어지지 못했고, 결국 2000년대 들어와서의 수익성이 고착화되는 경향을 보이고 있다. 2004년의 LPG가격 급등으로 인한 수익성의 악화는 원재료를 100%수입에 의존하는 산업구조의 취약성을 보여주기도 한다.

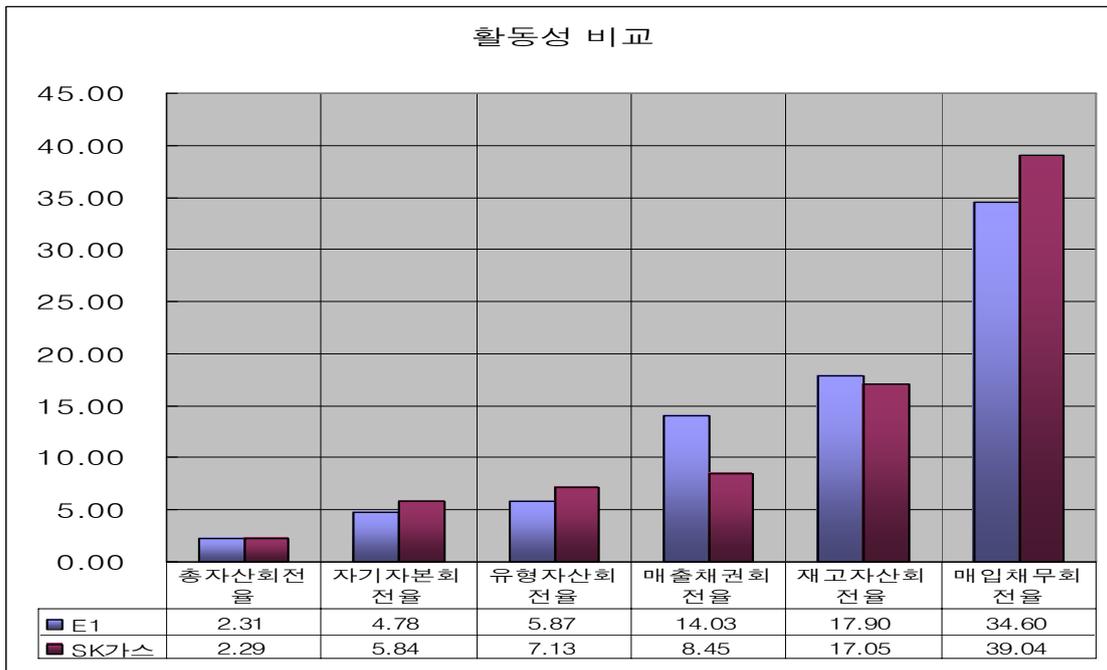




거의 동일한 비즈니스 모델을 가진 SK가스와의 비교를 통해서도 이 산업의 특성을 잘 알 수 있다. 다소간의 차이를 보이고는 있으나 무시할 수 있을 정도의 차이라 할 수 있다. 안정적이기는 하나 높은 수익을 내지 못한다고 볼수 있다.

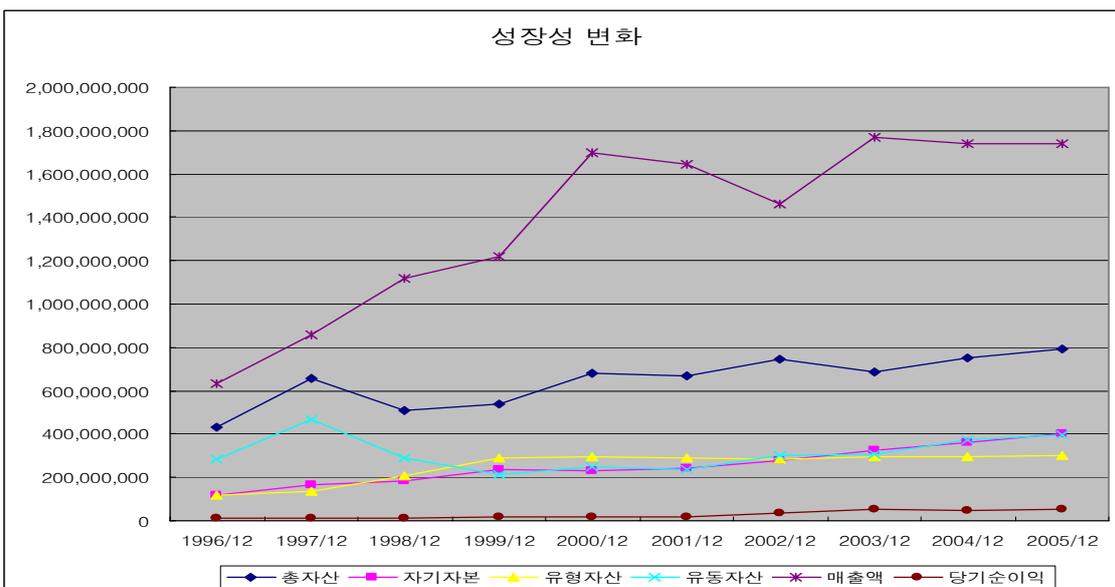
3.3. 활동성 분석

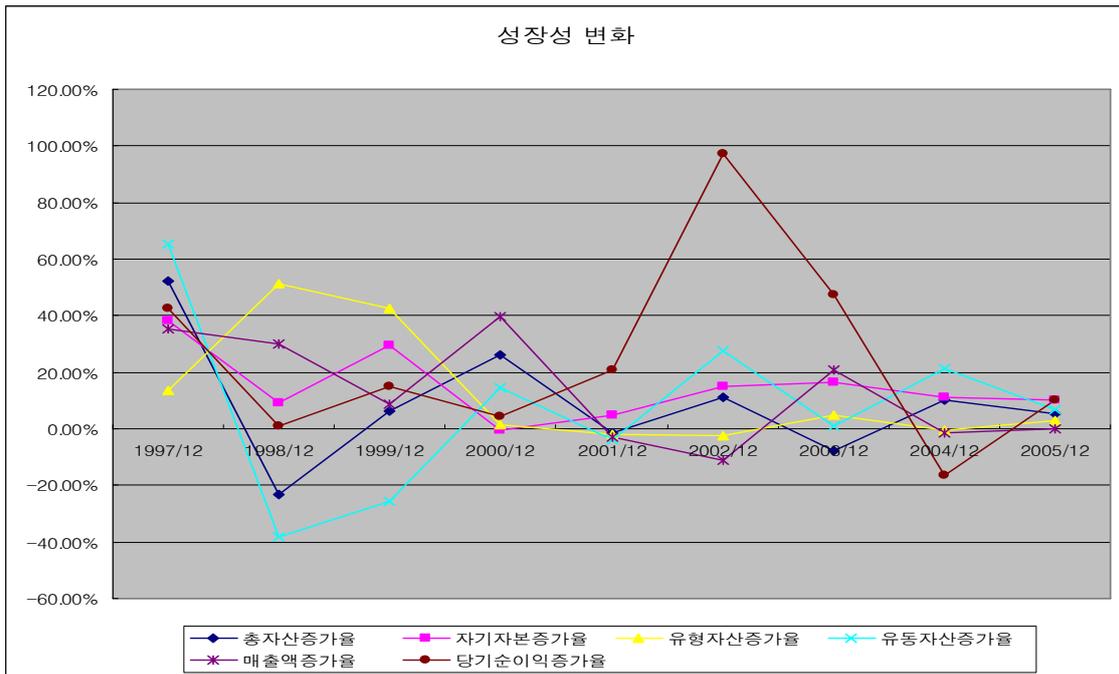




현재의 활동성 측면에서는 별다른 특징을 찾을 수는 없다. 2000년에 정부고시 가격의 인상과 일시적인 수요 증대로 매출액이 급증해 일부 비율이 높아지기는 했으나 역시 단발로 끝나고 결국 현재 수준 정도로 안정화 된 모습을 보이고 있다. 이는 타회사와의 비교에서도 특별히 특징을 찾기 어려운데 매출채권 회전율이 상당히 높다는 점 빼고는 특이한 점을 찾기 어렵다.

3.4. 성장성 분석





성장성에서는 성숙기에 있는 산업의 특성을 단적으로 나타내고 있다고 볼 수 있다. 2000년대 들어서는 전반적으로 큰 변화를 보이지 않는다. 다만 단기 차입금의 융통과 상황에 따른 유동자산의 움직임이 몇 년 주기로 나타난다는 점과 2002년의 일시적인 환차익의 증가로 인한 당기순이익의 증가, 2004년의 원재료가격의 급상승에 따른 순이익의 감소 정도가 눈의 띄는 변화라 할 수 있다. 이는 기본적으로 원재료 구매에 많은 자금이 투입되며, 모든 원재료를 수입에 의존하는 점 등 LPG 산업의 특성에 기반한 것으로 보인다. 이는 경쟁사인 SK가스에서도 유사하게 나타나는 점이기도 하다. (2003년의 당기 순이익 증가는 영업을 잘 해서가 아니라 투자유가증권 처분이익에 힘입은 것이다.)

3.5. 재무분석 결론

종합적으로 결론을 내리면 E1은 안정적인 재무구조를 가지고 있으나 유통업이라는 기본적인 산업의 특성으로 인한 매출액 대비 현저히 낮은 수익성, 성숙기에 들어서 큰 성장세를 보이지 못하면서도 외부 환경요인의 변화(환율, 원재료 가격 급등 등)에 상당히 민감한 모습을 보이는 등 상당히 불안정한 모습을 보인다고 평가할 수 있다. 기본적으로 수요가 있기에 '수익'은 나지만, 그 수익이 불안정하다는 것은 기업으로서 상당한 마이너스 요인이 아닐 수 없다.(물론 이는 석유 한 방울 나지 않는 나라로서 정유업 등 다른 석유 관련 업종에서도 공통적으로 나타나는 문제이기도 하지만 기본적으로 산업 자체의 성장성도 문제시 되는 상황에서는 적극적인 해외진출 등 안정적인 매출 증가와 안정적인 수익성 확보를 위한 수단 장구가 절실한 시점이라 할 수 있다.)

4. 관련 이슈 분석

4.1. 중국 시장의 전망과 진출 현황

E1은 사업다각화의 전략으로 중국 LPG 시장에 진출하기 위해 중국사업 팀을 신설하고 현지 시장 조사 중이며, 조사가 마무리되는 대로 수익성이 높은 대도시에 본격적인 LPG 충전소 매입에 나설 계획이다. 아직까지 가지적으로 가치를 창출하기 시작한 투자안이 아니라서 밸류에이션에는 다소 보수적으로 접근할 것이지만, 향후 E1 주력사업에서의 성장 동력이 될 수 있는 중국 시장의 전망을 확인하는 것은 투자자들에게 의미 있는 정보가 될 수 있겠다.

4.1.1. 중국의 LPG 산업 현황 및 수요 전망

중국 내 LPG생산은 Sinopec과 CNPC 양축을 중심으로 이뤄지고 있으며 수입은 중동과 동남아 등에서 대부분 이뤄지고 있다. 저장시설은 절강성 영파의 BP기지와 복건성 산두의 Caltex기지가 대표적이다. 최근들어 주요 지하기지와 지상 냉동탱크 등 저장시설이 들어서 1998년부터 2000년초반까지 많던 LPG수출물량이 급격하게 떨어지고 있다.

중국 전체 LPG수요의 40%가량은 수입에 의존하고 있다. LPG소비량 증가로 인해 연간 20%의 LPG수입량 증가를 기록하고 있다. 세계LPG협회에서 발표한 자료에 따르면 2003년기준으로 중국 LPG수입량은 636만8,000톤, 생산량 1,155만톤, 소비량 1,790만톤 등으로 각각 세계에서 3위에 랭크될 정도로 에너지 생산·수입·소비량이 엄청나다.

중국에서 LPG는 가정용 수요가 전체 소비의 70%를 점하고 있고 주로 취사용으로 사용되고 있다. 상업·산업용 수요는 약 27%를 점하고 있으며 높은 화력을 요구하는 중식당의 취사용으로 애용돼 앞으로 수요 성장률도 상당히 높은 편이다. LPG자동차용 수요는 1990년대 말부터 개발됐으며 전체 수요에서 차지하는 비중은 아직 미흡한 수준이지만 향후 북경올림픽 유치 등과 맞물리면서 연간 20%의 성장률이 기대되는 큰 시장이다.

중국 내 LPG가격은 국제가와 연동, 일단위로 책정되나 생산차별로 동일하지 않고 수급, 품질, 재고상황에 따라 심한 등락을 보이며 자동차용 LPG는 비교적 고가를, 취사·난방용은 상대적으로 저가에 거래되고 있다. 중국에서 LPG는 프로판과 부탄을 통상 구분해 판매하지 않고 혼합가스 형태로 판매되며 대부분의 자동차가 휘발유와 LPG를 함께 사용할 수 있는 차량이기 때문에 휘발유가격에 따라 LPG사용량이 등락을 하고 있다. 2005년 석유 시장개방이 이뤄지면서 휘발유 가격의 인위적인 저가정책으로 인해 LPG충전소 마진은 상대적으로 낮다. 그러나 2006년 휘발유 가격의 인상으로 마진은 올라갈 것으로 보인다. 또한 가정용 LPG의 경우 충전소가 많아 비교적 판매마진이 적은 반면 LPG판매소의 영향력과 마진은 좋은 편에 속하는 것으로 보인다. 북경올림픽을 앞두고 자동차용 연료로 LPG, CNG, 기타 연료 등을 추진하고 있으나 CNG는 일부 대도시에서 버스와 택시 등 극히 제한적으로 사용되고 있고 아직 실용화되지 못해 기반시설과 보급 편리성 측면에서 LPG를 권장하고 있다. 신규등록 차량의 대부분은 휘발유, LPG를 모두 사용하는 쌍연료 차량이나 LPG개조시 비용 용자 등의 인센티

브가 제공되고 있다. 중국정부는 12개 도시에서 LPG자동차 보급을 위한 시범사업을 시행중에 있으며 2005년말까지 총 20만대, 2010년까지 30만대 수준으로 LPG사용차량을 확대해 나갈 예정이다. 북경과 상해 등에는 각 100여개에 이르는 충전소가 운영되고 있지만 중국 정부의 적극적인 지원에도 불구하고 중국내 생산 LPG 품질이 좋지 않은 점, 휘발유와 가격경쟁력이 나쁜 점, 도시 규모에 비해 충전소 수가 적다는 점 등이 LPG자동차 보급이 늦고 LPG 사용을 꺼리게 만드는 요인으로 작용하고 있다. 그러나 2006년 3월 정부가 휘발유 가격을 올리기로 결정함에 따라 LPG 사용량이 늘어날 것으로 기대된다.

4.1.2. 중국의 에너지 정책과 LPG 수요 증가 기대

중국 정부는 2006년 3월, 휘발유 소매가를 소매가를 5% 인상하고 디젤유도 3% 올리기로 했다고 사우스차이나모닝포스트가 26일 보도했다. 중국 에너지당국의 한 관계자는 이번 주중 전국적으로 휘발유 가격을 1t당 250위안, 디젤유는 150위안씩 상향조정할 예정이라고 밝혔다. 이는 지난해 7월 이후 중국의 첫 유가 인상조치로 시장 예상치보다는 매우 낮은 수준이다. 지난해 3월 이후 국제 원유가가 40% 가량 상승했음에도 중국의 휘발유 및 디젤유의 현재 가격은 1t당 50센트로 지난해 같은 기간에 비해 불과 15% 인상됐을 뿐이다. 세계 2위의 석유시장인 중국은 물가상승 및 사회불안을 우려해 유가인상을 꺼리면서 세계에서 가장 낮은 수준의 석유 소매가를 유지해오다 최근 에너지 소비 효율화 차원에서 국내 유가를 국제유가 수준에 근접시키기 위한 정책을 펴고 있다.

4.1.3. 중국의 환경 정책과 LPG 차량 증가 기대

LPG 차량은 환경오염을 막아주는 효과가 있어, 여러 나라에서 보급 지원을 위한 정책을 펴고 있고, 중국 또한 정부차원에서 LPG 차량 보급 지원 정책을 펴고 있다. 중국의 경우 2008년에 개최되는 베이징올림픽을 대비해 전기자동차와 대체연료 자동차 보급을 계획하고 있다. 현재까지 중국에는 2004년까지 약 11만대의 LPG차가 보급된 것으로 나타났으며 상하이에서 LPG차의 사용이 많고(약 3만여대), 베이징에서도 LPG버스 보급을 개시하고 있다. 2003년 7월 중국 최초로 개발된 LPG엔진을 탑재한 버스가 보급되는 등 중국의 LPG 차량시장 역시 지속적으로 성장하고 있다.

중 국	<ul style="list-style-type: none"> • 북경, 상해, 홍콩 등 주요도시에서 대중 교통용 버스와 택시에 대한 LPG차 개조 프로그램 시행 • 2001년부터 5년간 LPG에 대한 세금 면제 계획(휘발유/ 경유는 부과)
----------------	--

자료원 : World LP Gas Association, Developing a Sustainable Autogas Market, Clean Cities Program, Alternative Fuel News

4.2. 신규 사업 이슈

최근 LPG 산업의 성장이 안정 및 정체기에 접어들자 업체들은 성장동력을 찾아 나서기 시작했다. E1도 예외는 아니어서, 나름대로 야심 찬 사업 다각화 계획을 세우고 있다. 우선 현재 LPG를 선박으로 운송해오고 있어, 항만으로부터 출발하는 종합물류회사로의 변신을 꾀하기도 하고, 국제상사를 인수하여 스포츠의류 업계에도 진출하고자 하고 하고, 여유 현금과 여유 부지 등을 활용한 엔터테인먼트 산업에의 진출도 꾀하고 있다. 이 중 가시적으로 움직임을 보이기 시작한 것도 있지만, 대부분이 계획 단계에 머물고 있으며, 실제로 가치창출에 영향을 줄 것으로 윤곽이 드러난 사안은 없다. 따라서 이슈를 살펴 보고 밸류에이션에 반영하는 것이 바람직하지 않은 이슈에 대해서는 과감히 반영하지 않도록 한다.

4.2.1. 유전 직접 개발사업 이슈

중국 진출과 유사하게 핵심사업의 성장동력으로서 추진하고 있는 사업으로서 단순 LPG 수입 및 유통에서 벗어나 직접 유전 개발에 참여하여, 안정적인 LPG 수급을 꾀하고자 하는 움직임이다. E1은 천연가스전에서 나오는 액체에서 LPG를 추출하는 기술을 확보했다. 따라서 인도네시아 지역에 가스전을 갖고 있는 업체와 Joint Venture 설립 등의 가능성을 타진하고 있다고는 한다. 이 계획대로라면 15년 간 22억 5천만 달러의 매출을 창출할 것으로 기대되지만, 이것이 실제로 투자로 이어질 때, 합작투자로 인한 현금 유출이 예상되며, 아직까지 정확하게 언제부터 투자 및 개발이 시작되고 언제부터 매출로 이어지는 지에 대한 어떠한 실사 정보도 없는 상태이다. E1의 주담 역시 회사 내부에서 계획 중인 프로젝트로 공표된 수준 이상으로 공개할 수 있는 정보는 없다고 했다. 따라서 이 직접개발 안에 대해서는 어떠한 가시적인 근거 사항이 없으므로 Valuation에 함부로 반영하지 않는 것이 바람직하다고 본다. 다만 먼 미래를 바라볼 경우 다소 긍정적인 이슈는 될 수 있을 것이다.

4.2.2. 유통 및 물류 사업 진출 이슈

E1은 2005년에 인천항 컨테이너터미널 사업시행 허가를 얻었다. 기존 항만으로의 LPG운송 역량을 토대로 이를 확장하여 종합물류회사로 거듭나고자 하는 계획이다. 한때 LPG 저장 기지로 쓰다가 기지를 옮기며 놀려뒀던 3만평 부지를 활용한 것이며, 컨테이너 부두와 저장 시설은 올 하반기부터 공사를 시작할 계획이라고 한다. 그러나 역시 구체적인 투자 계획에 대해서 기업 측에서 공개하지 않았다. 이 역시 투자가 시작될 경우 상당한 현금유출을 수반하는 계획이라서 5년 정도를 바라보는 투자 평가에서는 부정적인 Factor이지만, 구체적으로 얼마가 어떻게 유출될 지 알 수 없으므로, Valuation 에서는 고려하지 않도록 한다.

4.2.3. 국제상사 인수 이슈

국제상사 인수는 현재까지 공개된 정보로 가장 실현 가능성이 있으며, 실체가 드러난 신규사업 이슈이다. 하지만 여전히 인수가격에 대한 정보가 부족한 상태이다.

4.2.3.1. 국제상사의 실체

국제상사는 이번에 E1에서 인수하려는 국제상사는 대표 브랜드 ‘프로스펙스’와 ‘아티스’ 등을 가진 스포츠 의류 회사로서 업계 4~5위의 위상을 가지고 있는 회사이다. 7,80년대 국내 신발업계의 선도적인 역할을 하면서 승승장구하던 국제상사는 80년대 중반 전두환 정권의 부실기업 정리 계획의 일환으로 모그룹이던 국제그룹이 해체되는 과정을 겪으면서 한일그룹 산하로 들어가게 된다.(사실 국제그룹의 해체과정 등에 대해서는 무수한 소문이 많으나 이는 생략한다)

90년대 중반 프로스펙스의 선풍적인 인기로 한때 업계 1위의 시장점유율을 자랑하던 국제상사는 무리한 사업확장과 IMF체제 등을 겪으면서 1998년 결국 부도를 맞게 되고, 모그룹이던 한일그룹마저 최종부도 처리되면서 존폐의 기로에 서게된다. 하지만 국내외의 탄탄한 영업망과 브랜드 가치, 기업의 수익성 등을 높이 평가 받아 2000년 8월, 회사정리계획을 승인 받아 한일그룹과 계열분리 한 후, 법정관리절차를 밟으며 독자 생존의 길을 걷게 된다. 이후 꾸준한 구조조정 노력과 광고 확대, R&D 집중 투자 등을 통해 2000년대 들어 영업이익률이 15%를 넘나드는 건실한 기업으로 성장하고 있으며 부도로 인해 발생한 결손금 또한 꾸준히 갚아나가 원래의 완전 자본잠식 상태에서는 벗어난 상태이다.

이러한 알짜기업인 국제상사에 눈독을 들인 회사 또한 많았는데 특히 이랜드 그룹의 경우 장내매수를 통해 지분 51%를 확보하며 회사 인수에 나선다. 하지만 단순히 지분만 매입했을 뿐 딱히 회사 정상화 노력을 기울이지 않은 이랜드 그룹에 대해 국제상사 측에서는 강력히 반발했다.

그러는 와중에 국제상사 측에서는 신주발행을 통해 제 3자에게 회사를 넘기려 했으나 이랜드의 저지로 실패하고, 다시 제3자 지분 인수를 통한 회사 인수를 추진하여 결국 2006년 4월 효성 등의 경쟁자를 제치고 E1에서 우선 협상권을 취득하고 인수양해각서(MOU)를 체결, 현재 인수비용 실사 절차를 진행 중이다.

국제상사 인수에서 이슈가 되는 내용은 특히 탁월한 수익성(영업이익률 13~15%대)도 있지만 자산가치 재평가 측면에서도 주목할 수 있는데, 용산에 위치한 국제상사의 본사 건물, 즉 국제빌딩의 경우 장부 가액은 현재 400억에 불과하지만 용산일대의 급격한 지가 상승으로 현재 시가평가액이 2000억원이 넘는 것으로 평가 받고 있다.

요약재무제표를 보면 2005년 당기순이익이 급감한 것을 볼 수 있는데, 이는 이때 정리해고로 인해 퇴직금 비용이 많이 계상된 것이 첫 번째 원인이며, 이때부터 회사정리계획 5년 차에 접어들어서, 이자비용이 2배 가까이 됨으로 인해 이자비용 부담도 늘어난 것이 두 번째 요인이다. 정리해고 문제는 일시적이었고, 부채 상환 시 이자비용 부담이 줄어들 것이므로 E1이 국제상사를 인수했을 때, 영업이익률 평균 15%의 건실한 영업 역량에 있어서 과

장이 있었거나, 문제가 있었거나 하는 리스크는 작을 것으로 분석할 수 있다.

<요약재무제표 - 2005년>

(단위 : 천원)

구분	제 56 기	제 55 기	제 54 기	제 53 기	제 52 기
[유동자산]	260,469,925	286,014,468	254,578,795	219,109,561	196,885,662
· 당좌자산	181,647,719	204,013,555	182,517,454	148,300,230	129,439,129
· 채고자산	78,822,206	82,000,913	72,061,341	70,809,331	67,446,533
[고정자산]	134,749,158	145,504,526	132,983,388	139,854,537	139,314,311
· 투자자산	16,674,536	26,490,076	14,192,535	18,688,512	16,824,305
· 유형자산	116,869,698	117,444,817	118,743,280	121,016,639	122,132,867
· 무형자산	1,204,924	1,569,633	47,573	149,386	357,139
자산총계	395,219,083	431,518,994	387,562,183	358,964,098	336,199,973
[유동부채]	142,181,107	153,460,968	128,681,873	133,659,000	31,328,539
[고정부채]	162,265,523	187,631,846	196,499,959	181,876,347	273,686,376
부채총계	304,446,630	341,092,814	325,181,832	315,535,347	305,014,915
[자본금]	157,273,770	157,273,770	157,273,770	157,273,770	97,311,180
[자본잉여금]	-	-	-	-	-
· 자본준비금	-	-	-	-	-
· 재평가적립금	-	-	-	-	-
[이익잉여금]	-70,435,458	-71,970,640	-98,233,426	-119,775,905	-136,608,974
[자본조정]	3,934,141	5,123,050	3,340,007	5,930,885	70,482,852
자본총계	90,772,453	90,426,180	62,380,351	43,428,750	31,185,058
매출액	208,494,694	199,019,654	208,992,177	224,799,855	208,313,063
영업이익	32,269,421	34,712,519	42,451,668	44,190,488	32,904,357
경상이익	4,706,194	15,616,060	21,542,479	17,979,054	6,123,580
당기순이익	2,005,168	26,262,786	21,542,479	19,926,823	6,123,580

4.2.3.2. M&A 관련 진행 상황

현재까지는 E1이 국제상사 인수 유력 후보자로 떠오른 상태이다. 지난 4월 7일 주식회사 국제상사 인수와 관련, 입찰에 참여하여 우선협상대상자로 선정되었으며, 13일에는 국제상사 인수를 E1 이사회에서 승인하였고, 14일에 국제상사와 M&A에 관한 MOU를 체결했다. 이제 인수금액 및 조건에 대한 사항이 남아 있는 상태이다.

인수가 이루어질 때, 현재 4천만 주가 발행되어 있는데 4천만 주를 추가로 유상증자 하되 이를 전부 E1이 취득하는 방식으로 51%의 지분을 E1이 가짐으로써 현재 최대 주주인 이랜드의 지분율을 낮추면서, 국제상사를 사실 상 인수하게 되는 형태로 합의가 된 상태이다. 이에 대해 이랜드 측에서 불법이라고 소송을 걸어 놓은 상태이지만, 이랜드가 그 동안 최대 주주로서 국제상사 경영 정상화에 보인 태도가 소극적이었다는 점이 시장에서도 인정이 되어 E1측이 법정 공방에서도 유리할 것이라는 의견이 지배적이다.

4.2.3.3. 국제상사 인수 후 기대현금흐름의 증감 이슈

사실 Valuation 에서 반영될 수 있는 부분은, 51% 지분 취득을 통해, 매년 추가로 반영할 수 있는 현금흐름이 얼마가 될 것인가와 M&A비용이 얼마가 될 것인가가 되겠다. 위에서 살펴 본 바와 같이 국제상사는 매출액이 평균 2000억원 대이며, 당기순이익도 최근의 특별한 경우를 제외하고는 꾸준히 증가하는 것을 볼 수 있다. 이러한 점을 반영하여 Valuation 시 국제상사 인수 후의 현금흐름 증가 효과를 계산하게 될 것이다. 또한 국제상사가 가지고 있는 시가와 장부가가 1600억 이상 차이가 나는 알짜 자산인 국제상사 건물을 매각할 경우 즉각 현금화할 수 있는 현금도 상당하다. 하지만 초기의 인수비용에 이러한 프리미엄이 반영이 된다면 얼마에 M&A 가격이 결정될 지가 또 관건이라고 하겠다.

4.2.3.4. 국제상사 인수 비용 이슈

현재 인수비용을 결정하기 위해 실사 작업에 들어가는 단계를 앞에 두고 있다. 일반적으로 순자산의 장부가액을 M&A 시 기업의 가치라고 보기는 어렵다. 장부가액이기 때문에, 매수자는 과대평가의 위험이, 매각자는 과소평가의 위험이 있기 때문에, 주로 실사를 통해 현재 보유 자산의 시장가치를 반영한 다음, 총 부채를 차감하기도 하고, 사실 M&A에 있어서 적정 인수가격을 선정하는 것은 정해진 공식을 따르는 것이 아니므로 마음대로 추측을 해볼 수도 없지만, 다만 몇 가지 가정 하에 인수가격을 달리 구하여, 시나리오 별로 Valuation을 할 수도 있을 것이다. 인수가격의 최소가로 현재 추가로 4천만 주를 인수할 때의 가격에 경영정상화 비용 (현재 자본잠식 상태이며 인수 후 이익결손금 계정을 바로 처리한다는 가정이다)을 더하는 방법, 순자산 보다 조금 더 현실적인, 순자산 가치에 경영정상화 비용을 더하는 방법, 그리고 우리 팀에서 생각하는 최대의 가격인, 자산 중 국제상사 건물만 시가로 평가한다고 하고 그 차액을 모두 프리미엄으로 지불하는 안으로부터의 인수가 등이 시나리오에서 다루어질 수 있다.

5. Valuation

5.1. Key Factor 와 적정 Valuation 방법 결정

이제 까지 살펴본 바로, E1의 내재가치를 확인하는데 고려해볼 만한 사항으로써,

- ✓ 우수하고 간단한 비즈 모델 및 안정적인 원재료 수급 → 성장성 측면에서가 아니라 절대적으로 안정성 측면에서 우수하다는 결론임.
- ✓ 국내 LPG 산업의 성장성 → 앞서 살핀 감소 요인과 증가 요인을 비교해봤을 때, 장기적으로 프로판에서는 LNG의 대체율에 밀리고, 부탄에서는 향후 하이브리드나 또 다른 대체연료의 등장(2010년 정도)에 힘입어 운이 좋아 봐야 산업이 침체까지는 가지 않고 현재의 성장 정체 수준에 머물 수 있을 것으로 예상 된다.
- ✓ 중국 시장의 전망 → 국내 보다는 LPG 차종도 많고 실수요자도 많아 매우 밝은 편이지만, E1 측이 언제부터 중국의 LPG 수요증대의 특수를 누릴 수 있을 것인지에 대한 구체적인 공시 정보나, 사업 전략이 부재하므로 다소 보수적인 관점에서는 밸류에이션에 반영하지 않는 것이 합당함.
- ✓ 신규사업의 진출 → 물류/ 유통업이나 직접 가스전 개발 이슈는 구체화 된 것이 없거나 해당 투자안으로 인한 현금 유출을 합리적으로 추론할만한 근거 정보가 전혀 공시된 바 없으므로, 기대 수익이 얼마이든 Valuation에 반영할 수 없다. 단지, 국제상사 인수 건 만큼은 국제상사의 예상 현금 창출 능력 등이 확인하기 용이하고 현실적으로 가장 가능성이 있으므로 Valuation 에 반영한다. 이때, M&A에 소요되는 비용이 이슈가 되고 있으며, 이에 대해 적당한 가정을 부여하였다.

이러한 Factor들을 보수적인 입장에서 종합 고려할 때, 우선 PM법을 사용하기에는 성장성이 너무 낮으며, ROE와 유보율로 구해지는 기대성장률이 과대평가될 수 있음을 생각할 수 있다. 또 곧 인수비용으로 유출될 거대한 현금흐름을 반영하지 못한다는 점에서 적절한 방법이 아니라고 판단하였다. 대신에 DCF법으로 평가를 하게 되는데, 그 때, 미래 현금흐름을 예상하는 과정에서 지나치게 과소평가를 하게 되지 않나 우려할 수도 있으나, 성장성의 전망이 어둡고, 새로운 성장 모멘텀은 아직 구체적인 정보로 공시된 바 없는 기업에게 있어서, 적당한 방법이라고 생각된다.

5.2. Valuation 에 사용된 가정

- ① **성장률을 매출 성장률로 설정:** 그때그때 변동되는 LPG를 사다가 일정마진을 붙여 판매하는, 전형적인 유통업 비즈니스이므로 매출과 잔여이익 간에 갭이 큰 폭의 변화가 없을 것으로 보고, 매출액의 성장률을 E1의 미래 성장률을 가정하였다.
- ② **정체된 시장의 성장추세를 반영:** 이 때, 향후의 시장 상황은 최근 정체기 5년 간의 시장 상황과 유사한 형태가 될 것으로 가정하였으며, 따라서 1999-2000 시즌에 마지막으로 가시적 성장을 한 부분까지는 배제하고, 2000-2001시즌부터 시작된 정체 상황을 반영하는 평균 성장률을 적용하기로 하였다. 그리고 이 평균성장률은 산술평균이 아닌, CAGR를 이용하기로 하였다. CAGR를 이용한 성장률이, 각 해의 특수성과 변동성이 최대한 배제되어 정체기의 보편적인 성장률을 산출하는데 더 적합하다고 보았기 때문이다.
- ③ **매출처 별로 구분하여 DCF방법 적용:** E1의 LPG의 매출처 별로 성장 증감이 다르므로 이를 구분하였다. 소위 MECE할 수 있도록 전체 매출을 수출분과 내수분으로 나누고, 내수 부분에서 가정/산업용, 수송용, 공업용으로 구분하였다. 각 부분의 매출을 알기 위해서 사업보고서에 있는 국내매출액 비중을 참고하였고, 정유사, 용기충전소, 자동차 충전소, 도시가스사, 산업체의 매출액 비중을 적절한 가정으로 다시 가정/산업용, 수송용, 공업용으로 취합하였다. 이때 자동차 충전소나 용기충전소는 수송용과 가정/산업용으로 쓰이는 것이 확실한데 문제가 된 부분이 정유사 부분인데, 이는 정유사에 LPG를 팔면 그 이후 어떻게 쓰이는지 모르기 때문이다. 따라서 2004년 모 애널리스트가 쓴 자료를 바탕으로 2:1(공업용:수송용)의 비율을 적용했다. 즉, 정유사의 매출 비중에서 2만큼을 공업용이, 1만큼을 수송용으로 계상하였다. 또, 도시가스사는 가정/산업용, 산업체는 공업용으로 적용했다.
- ④ **FCF 산출의 기본 현금흐름은 각 매출처 별 매출액에 영업이익률 2%를 일괄 적용하였다.** 유통업체로서 평균적으로 2%의 영업이익률을 보여주고 있기 때문에, 향후 획기적인 개선이 없는 이상, 2%의 영업이익률은 변동이 없을 것으로 판단할 수 있을 것이다.
- ⑤ **할인율은 15%로 설정하였다.** 성장성이 기대되지 않는 산업이므로 기대수익률을 낮추자는 의견도 있었으나, 투자자가 산업 사정 바뀌가면서 투자처를 찾는 것이 아니라 논리로 일괄적으로 통상적으로 요구되는 수익률을 상정, 15%로 결정하였다.
- ⑥ **국제상사의 인수비용에 대한 가정:** 51%의 지분을 취득하는데 들어가는 비용 및 경영정상화를 위한 결손금 보전 비용이 가장 기본적으로 소요될 인수비용으로 보았다. 이어, 지분의 시가취득가액 대신에 순자산가치를, 이어 추가적으로 자산들의 시가평가 시 가장 변수가 될 수 있는 2000억원 상당의 국제상사 건물에 대해 장부가액을 제한 온전한 프리미엄을 다 지불하는 것을 최대 인수비용으로 가정하였다. 애초에 M&A비용을 정함에 있어서 정식의 공식은 없으므로 위와 같이 가정한 후 가능성에 따라 가중치를 적용하여 가중평균으로 예상 인수비용을 정하였다.
- ⑦ **국제상사의 성장률 가정:** 영업활동이 정상화된 최근 5개년의 영업이익 증가율을 CAGR

로 구하여 1.8%를 얻었다. 유행 등 많은 변수가 있는 의류산업의 특성에 가장 보수적으로 적용하는 것을 원칙으로 1.8%로 계속 성장할 것이라는 가정은 충분히 설득력이 있다.

5.3. Valuation 과정 및 결과

1) 내수수출 부분

1. 1단계 CPS			
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩10,529
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장률 =	4.40%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩10,529	₩9,156
	2006	₩10,992	₩8,312
	2007	₩11,476	₩7,546
	2008	₩11,981	₩6,850
	2009	₩12,508	₩6,219
	2010	₩13,058	
		1단계 PV =	₩38,082
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩13,058	
	2단계 성장률 =	0.00%	
Then	2단계 기초가치 =	₩87,056	
	2단계 PV =	₩43,282	
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩38,082	
	2단계 CPS PV =	₩43,282	
Then	CPS =	₩81,364	
4. 안전 마진			
If	현재 주가 =	₩42,000	
	CPS =	₩81,364	
Then	안전 마진 =	48.38%	

2005년 주당 영업이익의 10,529원, 가정을 통해 구한 1단계 성장률(CAGR) 4.4%, 2단계 성

장률 0%을 가정하여 CPS를 계산

=> 내수수송부분 CPS = 81,364원

2) 내수가정용 부분

1. 1단계 CPS			
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩7,844
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장률 =	5.50%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩7,844	₩6,821
	2006	₩8,275	₩6,257
	2007	₩8,731	₩5,740
	2008	₩9,211	₩5,266
	2009	₩9,717	₩4,831
	2010	₩10,252	
		1단계 PV =	₩28,916
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩10,252	
	2단계 성장률 =	0.00%	
Then	2단계 기초가치 =	₩68,345	
	2단계 PV =	₩33,980	
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩28,916	
	2단계 CPS PV =	₩33,980	
Then	CPS =	₩62,896	
4. 안전 마진			
If	현재 주가 =	₩42,000	
	CPS =	₩62,896	
Then	안전 마진 =	33.22%	

2005년 주당 영업이익의 7,844원, 가정을 통해 구한 1단계 성장률(CAGR) 5.5%, 2단계 성장률 0%을 가정하여 CPS를 계산

=> 내수가정부분 CPS = 62,896원

3) 내수산업용 부분

1. 1단계 CPS			
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩2,770
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장률 =	-2.70%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩2,770	₩2,409
	2006	₩2,695	₩2,038
	2007	₩2,622	₩1,724
	2008	₩2,552	₩1,459
	2009	₩2,483	₩1,234
	2010	₩2,416	
		1단계 PV =	₩8,864
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩2,416	
	2단계 성장률 =	-2.70%	
Then	2단계 기초가치 =	₩13,648	
	2단계 PV =	₩6,785	
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩8,864	
	2단계 CPS PV =	₩6,785	
Then	CPS =	₩15,650	
4. 안전 마진			
If	현재 주가 =	₩42,000	
	CPS =	₩15,650	
Then	안전 마진 =	-168.38%	

2005년 주당 영업이익의 2,770원, 가정을 통해 구한 1단계 성장률(CAGR) -2.70%, 2단계 성장률 -2.70%를 가정하여 CPS를 계산

=> 내수산업용 부분 CPS = 15,650원

4) 수출부분

1. 1단계 CPS			
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩13,611
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장율 =	-3.50%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩13,611	₩11,836
	2006	₩13,135	₩9,932
	2007	₩12,675	₩8,334
	2008	₩12,231	₩6,993
	2009	₩11,803	₩5,868
	2010	₩11,390	
		1단계 PV =	₩42,963
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩11,390	
	2단계 성장율 =	-3.50%	
Then	2단계 기초가치 =	₩61,568	
	2단계 PV =	₩30,610	
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩42,963	
	2단계 CPS PV =	₩30,610	
Then	CPS =	₩73,573	
4. 안전 마진			
If	현재 주가 =	₩42,000	
	CPS =	₩73,573	
Then	안전 마진 =	42.91%	

2005년 주당 영업이익 13,611원, 가정을 통해 구한 1단계 성장률(CAGR) -3.5%, 2단계 성장률 -3.5%을 가정하여 CPS를 계산

=> 수출부분 CPS 73,573원

5) 국제상사부분

1. 1단계 CPS			
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩32,269
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장률 =	1.80%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩32,269	₩28,060
	2006	₩32,850	₩24,839
	2007	₩33,441	₩21,988
	2008	₩34,043	₩19,464
	2009	₩34,656	₩17,230
	2010	₩35,280	
		1단계 PV =	₩111,582
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩35,280	
	2단계 성장률 =	1.80%	
Then	2단계 기초가치 =	₩267,270	
	2단계 PV =	₩132,881	
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩111,582	
	2단계 CPS PV =	₩132,881	
Then	CPS =	₩244,462	
4. 안전 마진			
If	현재 주가 =	₩42,000	
	CPS =	₩244,462	
Then	안전 마진 =	82.82%	

2005년 주당 영업이익 32,269원, 가정을 통해 구한 1단계 성장률(CAGR) 1.8%, 2단계 성장률 1.8%를 가정하여 CPS를 계산

=> 수출부분 CPS 244,462원

6) Valuation 결과

- 기존 산업

● 부문별 DCF (단위 : 백만원)

	2005년 영업이익	1단계성장률 (CAGR)	2단계성장률	DCF
내수수송용	10,529	4.4%	0%	81,364
내수가정용	7,844	5.5%	0%	62,896
내수산업용	2,770	-2.7%	-2.7%	15,650
수출용	13,611	-3.5%	-3.5%	73,573

부문별 DCF 총계 : 2,335억 (현 시총 2,744억)

<그림. E1 기존 비즈니스로부터의 Valuation 결과>

- 국제상사 인수 후

위 결과에 국제상사 변수를 반영한 경우,

최종 예상 DCF = 각 사업부문별 DCF 총계 2,335 억원 + 국제상사 추정 DCF 2,445 억원

- 국제상사 추정 인수액 2,510 억원 = 2270억원.

현재 E1의 시가총액 = 2744억원(현 주가 4만원)

현 주가를 고려할 때 안전마진 없음.

5.4. 결론

다소 보수적으로 모든 수치가 적용되었음을 부정하지 않겠지만, LNG, 하이브리드 연료, 5년 내 실용화될 수 있는 수송용 대체연료 등 너무 많은 변수들로 인해, LPG산업이 더 커질 것이라는 전망은 정말로 조심스러울 수 밖에 없다. 한 가닥 희망이 될 수 있는 사안은 중국 진출을 얼마나 효과적으로 달성하여 매출을 증진하는 가가 될 수 있다. 차후 구체적인 투자 안이나 진출 계획의 실행이 이루어지면 그 때 그 전략의 가치만큼 새로 Valuation을 하면 될 것이고, 모든 것이 불투명하고 국제상사 인수가격 조차 정해지지 않은 현 시점에서 배당 조차 짚짚하지 못한 이 E1이라는 기업에 대해서 우리는 장렬하게 **매도**라고 말할 수 밖에 없다.

- 감사합니다 -