

Exxon Mobil(XOM)

플라잉 니킥을 날리는 공룡

BUY

Valuation

Target Price: \$121.1

Price: \$90.92

Margin of Safety: 28%

MktCap.(billion):\$504.27

ROE: 34.71%

Op.Magin: 18%

PER: 12.71

PBR: 4.33

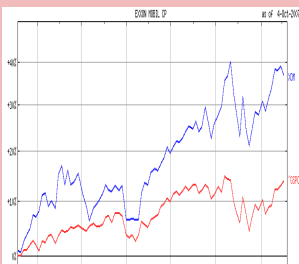
Dividend Yield: 1.4 %

Major Sh.Holder:

Barclays UK 4.57%

State Street 3.16%

1년간 S&P 500 비교 차트



기업분석 5팀

양정훈, 이강빈, 김정태,
남영구

● Corporate focus가 유연한 세계 최고, 최대의 석유 정제 업체

1999년도 엑손과 모빌의 합병으로 탄생한 엑손모빌은 합병 당시 인류 최대 규모의 기업이라는 명성에 걸맞게 현재도 자산 규모 1위, 매출액 규모 1위, 영업이익 규모 1위에 빛나고 있다.

동사는 글로벌 기업임에도 불구하고 체제 전환이 유연한 구조를 지니고 있다. 먼저, 전 세계를 무대로 지역 유정 포트폴리오를 고르게 운영하는 유연성, 둘째로, 시장 상황에 따라 사업 부서별로 집중과 선택을 할 수 있는 역량, 마지막으로 높은 시장 민감성 그리고 빠른 기업 혁신 추진력을 꼽을 수 있다.

● 투자 의견 매수, 목표주가 US \$121, 안전마진 28% 확보

목표주가는 Residual Income Valuation를 통해 산출한 \$121.1이며, 이는 현 주가 대비 안전마진을 28%를 확보한 수치이다. 비록 다소 높은 수준의 P/E, P/B를 시장에서 적용 받고 있지만, 동사의 ROE는 3년 연속으로 30%를 상회 하며, 이는 굴지의 글로벌 기업으로서 보기 드문 날쌔 벤처 기업과 같은 면모를 보여주고 있다. 이러한 점에 근거하여 동사는 가격에 묻히지 않는 가치를 가지고 있다고 판단되며, 따라서 현 시점은 적정 매수 타이밍으로 볼 수 있다

● 더 높은 곳을 향하여, 석유 에너지 산업

석유 에너지 산업은 다음과 같은 3가지 이유에 비추어 향후에도 현재 유가 상승과 같은 추락을 모르는 성장 드라이브로 작용할 것으로 판단된다. 먼저, 세계 인류 증가와 비 OECD 국가들의 경제 성장에 근거하여 지속적인 수요 증가가 있을 것으로 판단된다. 둘째로, 현 OPEC 국가들의 낮은 수준의 증산 계획과 중장기적으로 석유 증산 속도가 현 수준을 유지하지 못할 것으로 예상된다. 마지막으로, 근래에 이슈화되었던 대체에너지 산업은 현실적인 수준에서 석유 에너지 대체로 이루어지기까지는 막대한 자금과 시간의 소요가 있을 것으로 판단된다.

Exxon Mobil 수익 예상 및 주요 투자 지표

(Unit: USD Million)

결산기	매출액	EBIT	영업이익률 (%)	순이익	EPS (\$)	증가율 (%)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)
2005	370,680	59,928	16	36,130	6.41	9.6	32.5	9.44	3.06
2006.	377,635	680,56	18	39,500	7.01	9.3	34.7	11.3	3.93
2007.F	375,194	68,312	19	40,713	7.23	3	32.3	12.71	4.44
2008.F	405,772	77,193	19	46,007	8.17	13	22.1	7.49	3.53
2009.F	417,945	87,228	21	52,000	9.23	13	20.3	7.5	3.23

자료: Exxon Mobil annual report, SMIC Research Team 5

I. 투자 의견 매수, 목표주가 US \$ 121 제시

1. Target Price \$121.44 by Residual Income Valuation

가격에 묻히지 않는 가치

엑손모빌과 같은 대규모 투자자산을 동반하는 기업의 경우, 기업가치를 장부가치에 anchoring 하는 Residual Income Valuation이 Free Cash Flow to Firm보다는 적절할 것으로 판단된다. 이에 다음과 같은 가정을 통해 적정 주가를 산출 하였다. 여기서 성장률 g 13%는 과거 3년간 평균 ROE 30%에 역시 3년간 평균 payout ratio 13.22%를 감안해서 구한 26%에 50% 할인해서 산출한 보수적인 수치이다. 또한, US Market Return은 10.53%로 이는 S&P 500 지수의 연간 상승률을 3년간 평균 낸 수치이다. 이렇게 하여 산출한 Cost of equity는 8.25%이며, 추정 연도는 2007년부터 2017년까지이다. RIV에서 Terminal value를 결정하는 Persistent factor는 0.4으로 가정하였다.

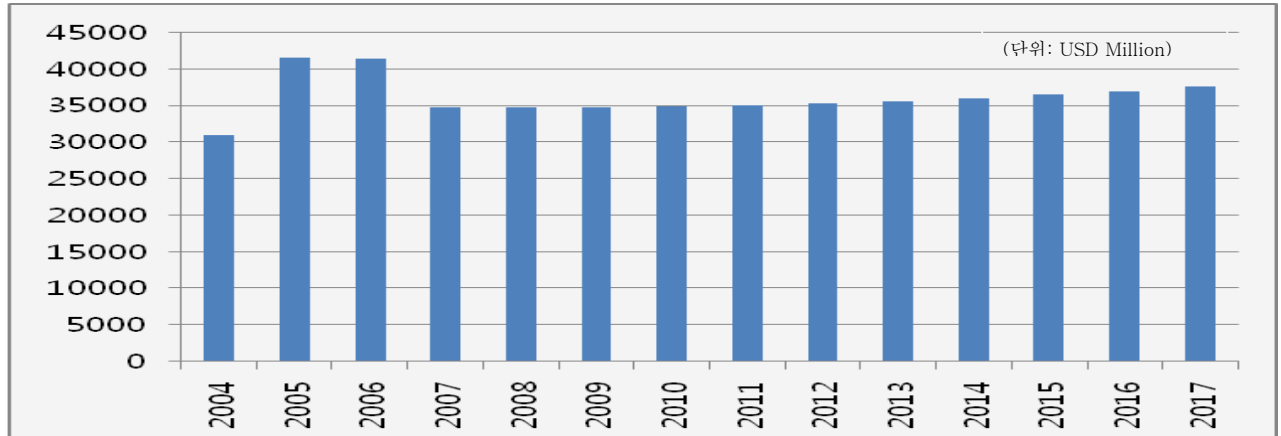
추정 결과는 US \$ 121이며 이로 인해 확보되는 안전 마진은 28%이다.

표 1. RIV 주요 가정

Cost of Equity	Beta	US Market Premium	Rf	Growth Rate	Omega
8.25%	0.7	5.78%	4.75%	13%	0.4

자료: SMIC Research Team 5

그림 1. Present value of Residual Income



자료: SMIC Research Team 5

II. 안정적인 합병을 통해 탄생한 세계 최대 정유 회사

엑손모빌의 역사

엑손모빌은 1999년 미국의 대표적 정유회사인 엑손과 모빌의 합병을 통해 탄생한 세계 최대 규모의 석유관련 제품 생산, 제조 및 판매 기업이다. 1870년 설립된 John D. Rockefeller의 Standard Oil company는 1911년 34개의 기업으로 미 정부에 의해 강제 분리되었다. 이렇게 탄생한 회사들 중 Jersey Standard와 Socony는 각각 엑손과 모빌로 성장하게 된다. 이러한 엑손과 모빌의 재결합을 통해 탄생한 엑손모빌은 2006년 기준 3776억 달러의 매출액과 2007년 상반기 기준 5040억 달러의 시가총액으로 명실공히 세계 최대 정유 회사다운 수치를 보여주고 있다. 엑손모빌은 전 세계 석유시장에 Exxon, Mobil, Esso의 브랜드로 제품을 판매하고 있으며 전 세계 각지 백여 개의 석유 관련 기업들의 지분 확보(66%이상)를 통해 강력한 사업영역을 구축하고 있다.

엑손모빌의 사업 분야

엑손모빌은 크게 3개의 사업분야로 구성되어 있다. 엑손모빌 이익의 약 70%를 차지하는 Upstream 사업부는 석유 탐사, 석유 시추, 원유 운송 및 판매를 담당한다. Downstream 사업부는 마케팅, 원유 정제 및 판매를 담당한다. Chemical 사업부는 각종 석유화학 제품을 개발 및 생산을 담당한다. 엑손모빌은 전 세계 82,000명의 구성원으로 조직되어 있으며 Fairfax와 Houston의 본사 인력은 약 30,000여 명에 달한다.

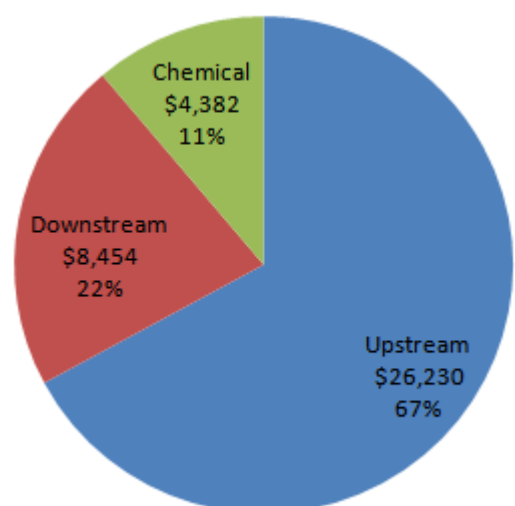
그림 2. Exxon과 Mobil의 합병



1999년 11월 30일
Exxon Mobil 합병
자산규모 \$219 billion
세계 최대 규모 기업

그림 3. 부서별 이익 비중(2006년)

단위: million



자료: New York Times -1999

자료: Exxonmobil IR 자료



III. 추락을 모르는 로켓 성장 드라이브 - 석유 에너지 산업

석유 에너지 산업의 특성

석유 에너지 산업은 향후 최소 10 년간 흔들리지 않는 성장을 지속할 것이다. 전 세계 국가들이 가장 많이 의존하는 에너지원은 단연 석유 에너지다. 전 세계 석유 에너지 의존도는 약 80%를 상회하고 있다. 에너지는 인간의 삶과 산업의 발달에 가장 기초가 되는 자원이다. 세계 인구가 증가하고 전체 경제 수준이 향상되면서 석유 에너지 총 수요량도 급격히 증가하고 있는 추세를 보이고 있다.

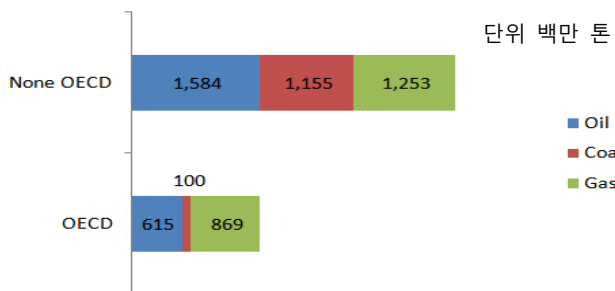
에너지 산업은 선두 기업의 경쟁력이 안정적으로 유지되며 기존의 산업 지배구조가 쉽게 변하지 않는 특성을 갖는다. 원유를 탐사, 시추, 가공, 유통, 판매에 이르는 과정은 전 세계를 단위로 움직이는 진정한 Global Industry 다. 여기에 탐사부터 판매에 이르는 각 분야마다 천문학적인 투자와 높은 기술력을 요하는 특성을 지니고 있다. 이처럼 높은 진입장벽을 갖는 산업의 특성 때문에 높은 수익이 보장되는 산업임에도 불구하고 신규업체의 경쟁 참여가 낮은 수준으로 유지된다. 결국 석유 에너지 산업의 발전 전망은 산업 내의 경쟁체제가 아닌 산업 자체의 발전 가능 여부에 따라 결정된다. 석유 에너지 산업의 발전 가능성은 크게 3 가지 요소를 분석하여 전망할 수 있다. 석유 에너지에 대한 1)수요와 2)공급, 그리고 3)대체 에너지의 등장이 그것이다.

끊없는 수요의 증가 - None OECD 국가들의 경제 성장과 에너지 총수요량 증가

1. 수요

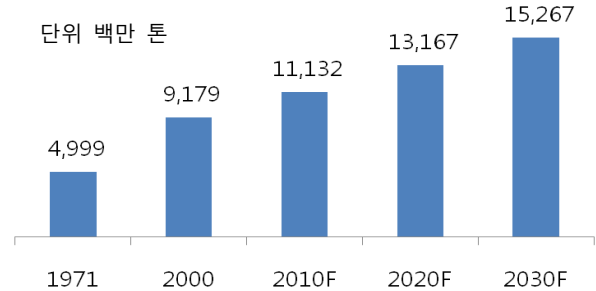
연일 경신되는 유가의 최고치는 석유 에너지에 대한 폭발적 수요 증가에 의한 것이다. 수요 증가는 전 세계 인구의 증가와 함께 None OECD 국가들의 경제 성장에 기인한 것이다. 지금까지 석유 에너지 산업은 산유국에서 생산된 석유를 선진국에서 소비하는 단편적인 구조로 이루어져왔다. 그러나 중국과 인도를 필두로 급격한 경제 성장을 이루고 있는 Non OECD 국가들의 등장은 새로운 석유 에너지 수요를 낳고 있다. 기존 선진국들의 석유 에너지 소비가 줄어들지 않고 있는 상황이기에 전 세계적인 석유 총수요는 폭발적으로 증가하고 있다. Non OECD 국가들의 경제 성장은 향후 그 속도를 더할 것으로 예측되고 있기 때문에 석유 에너지 확보 전쟁은 더욱 치열해질 것으로 전망된다.

그림 4. 국가별 2000-2030년 석유 에너지 수요 증가량 비교



자료: IEA/World Energy Outlook 2002

그림 5. 세계 석유 에너지 총 수요량 추이



자료: IEA/World Energy Outlook

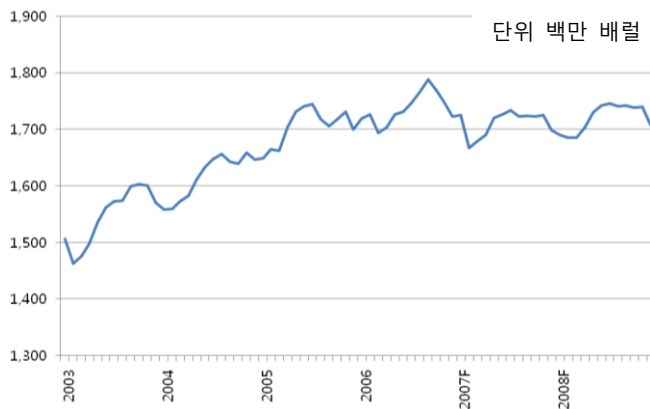


기대에 미치지 못하는
공급-석유 자원 고갈과
재고량 감소

2. 공급

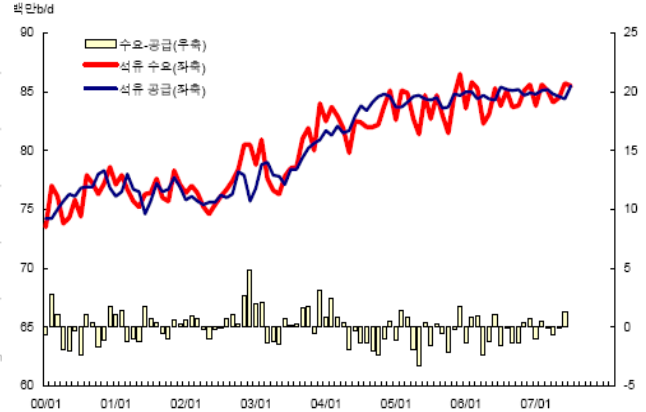
원유 가격의 가파른 상승에도 불구하고 OPEC 을 비롯한 산유국들의 증산 계획은 시장의 요구를 따라가지 못하고 있다. 석유 생산국은 크게 OPEC 국가들과 비 OPEC 국가들로 나눌 수 있다. 이들 지역을 모두 고려하여 생산된 석유량 추이를 분석하면 높은 고유가 추세에도 불구하고 생산량 증가율은 낮은 수치를 보이고 있다. 또 하나 주의 깊게 고려할 요소가 원유 재고량이다. 세계 최대 석유 에너지 소비국인 미국의 원유 재고량은 지속적으로 줄어들고 있다. 타 국가들도 미국과 비슷한 상황으로 이들 국가들이 재고량을 충당하기 위해 원유를 사들이기 시작하면 현재보다 더 높은 수준의 원유 가격이 형성될 것으로 예측된다. 전체 석유 에너지 매장량의 한계치를 존재한다는 것을 고려할 때 향후 급격한 공급 증가가 이루어질 가능성은 극히 낮을 것으로 판단된다.

그림 6. 미국 원유 재고량 추이



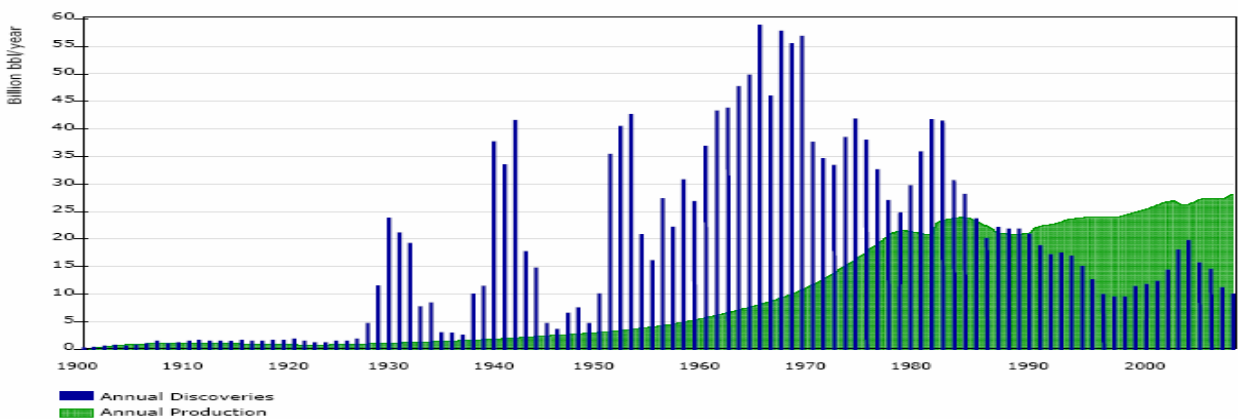
자료: EIA short-term energy outlook September 2007

그림 7. 세계 석유 수요-공급 추이



자료: Bloomberg, 서울증권

그림 8. 석유 생산량과 발견량



자료: BP statistic



3. 대체 에너지

대체 에너지의 더딘 발걸음
- 석유 에너지 대체까지는
아직 갈 길이 멀다

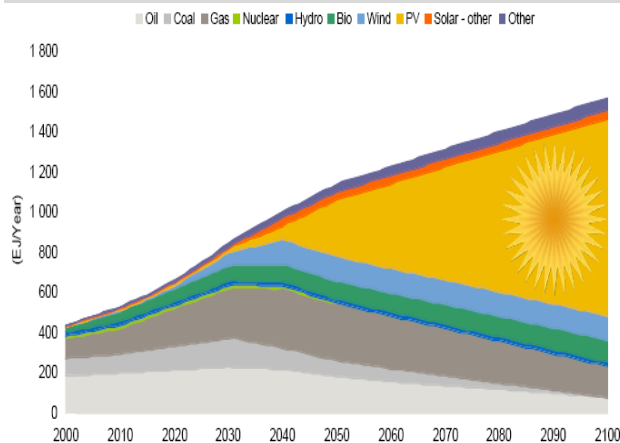
석유 에너지를 대체할 수 있는 에너지 개발 및 연구가 다양한 방법으로 진행되고 있다. 그러나 대체 에너지 개발 기술의 속도는 기대 이하 수준에 머물러 있다. 실제 석유 에너지를 대체할 수 있는 수준에 도달하기 위해서는 2 가지 조건이 충족되어야 한다.

첫 번째는 합리적인 가격에 소비할 수 있어야 한다. 그러나 대부분의 대체 에너지는 사상 최고 수준인 현재 유가와 비교해 매우 높은 수준의 비용이 요구된다. 특히 새로운 수요처인 None OECD 국가들의 경우 에너지 가격 민감도가 매우 높다. 합리적인 가격에 제시 되지 않는 대체 에너지가 현실에 정착되는 것은 불가능하다.

두 번째 조건은 기존 석유 에너지 중심의 산업 시스템의 전환이다. 선진국을 중심으로 대부분 산업은 석유 에너지를 기본 동력으로 운영될 수 있도록 최적화 되어 있다. 이는 무한경쟁체제화 되어가는 세계경제에서 산업 경쟁력 약화로 이어질 수 있는 문제이다. 최근 이산화탄소 감소에 대한 미국의 미온적 대응에서 알 수 있듯 기존 선진국들 역시 자국 산업 경쟁력 유지를 위해 당분간 석유 에너지에 대한 의존도를 낮추지 않을 것으로 보인다.

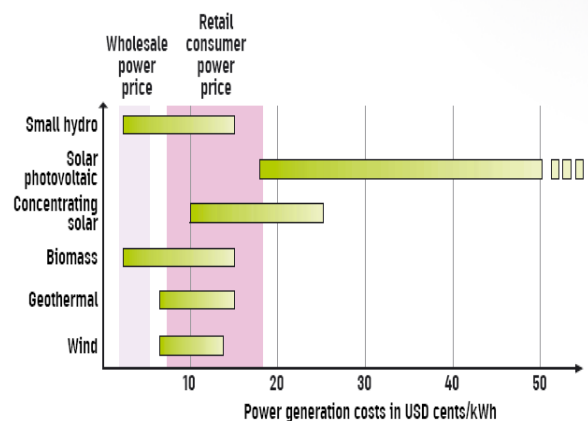
향후 10 년간 세계 에너지의 구성은 현재와 비슷한 오일, 가스, 석탄 즉 석유 에너지 중심으로 유지될 것으로 전망된다. 대체 에너지에 대한 최대한의 긍정적인 입장을 갖는다 하더라도 향후 10 년 이내 석유 에너지의 매력을 상쇄시킬 수준의 새로운 대안이 도입되기 힘들 것으로 판단된다.

그림 9. 에너지원별 발전량 장기 전망



자료: solarwirtschaft.de

그림 10. 신재생에너지 종류별 발전원가 추정



자료: Renewable Energy: RD&D Priorities, OECD/IEA 2006

IV. Upstream, 잘 분산된 사업 포트폴리오와 탁월한 수익성

1. Upstream 사업 분야 소개

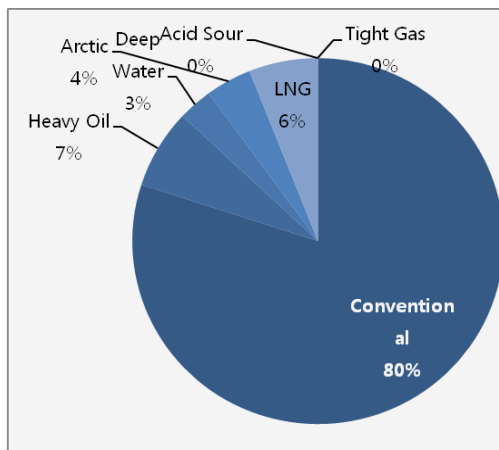
전형적인 고부가/고위험 산업

엑손모빌의 Upstream 사업 업무 흐름(Work flow)은 크게 유정 탐사, 유정 개발, 천연 석유 및 가스 생산 그리고 부가적인 전력 에너지 생산 순으로 진행되고 있다. 일반적으로 이 사업 전망은 신규 유정의 개발에 크게 연관되어 있으며, 이는 많은 투하 자본과 높은 시추 실패 위험도를 수반한다. 그러나 한번 개발되면 장기적으로 석유 시추회사에 지속적인 이익을 가져다 주는 전형적인 Jack-pot형 산업이다.

과거 대비 높은 자본 및 기술 집약이 요구됨

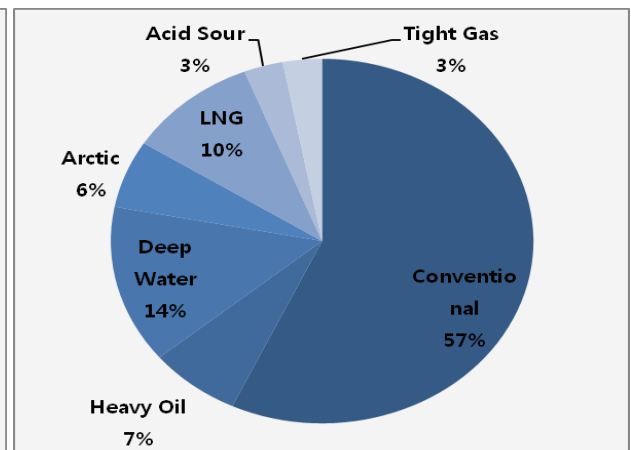
이러한 산업 특성 상, 전 세계적인 지리적인 분산 투자는 필수 불가결하다. 또한, 지속적인 개발과 추출로 인하여 현재 Upstream 사업의 유정 개발 추세는 전통적인(Conventional) 방식의 개발보다는 북극해의 심해, 캐나다의 오일 샌드, 대륙 내부 지방 등 채굴하기 어려운(Unconventional) 쪽으로 무게 중심이 옮겨가고 있는 현황이다.

그림 11. 2003년도 유정 분포



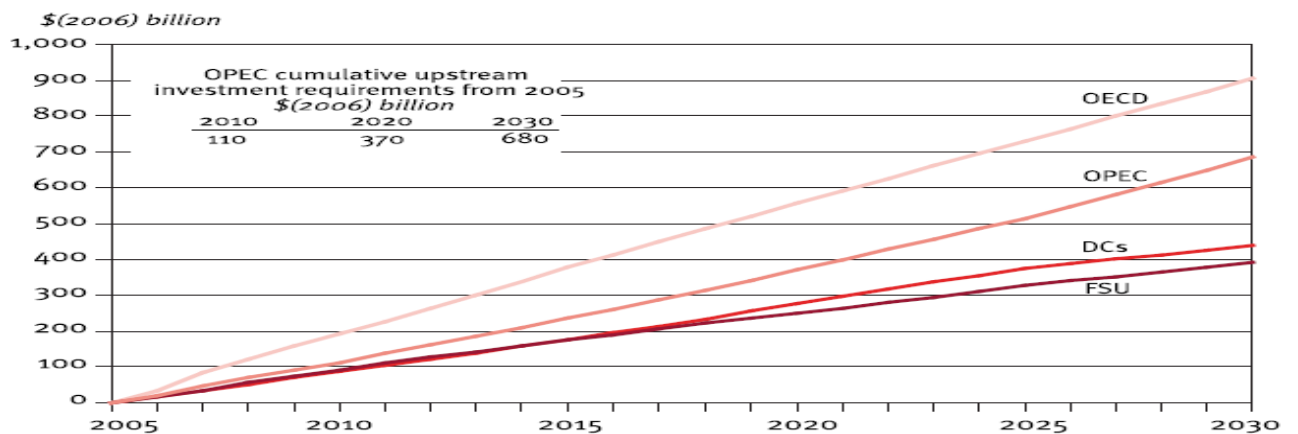
자료: 엑손모빌, 테나리스 사업보고서

그림 12. 2010년도 유정 분포



자료: 엑손모빌, 테나리스 사업보고서

그림 13. Cumulative upstream oil investment requirements in the reference case, 2005-2030



자료: OPEC



2. 전 세계에 걸친 엑손모빌 인프라의 장점

Upstream 산업의 최강

동사는 전 세계 석유 정제 업체 중에서 매출액 기준으로 단연 1등의 글로벌 기업이다. 메이저 석유 회사 중에서도 2위인 로열 더치 쉘과도 큰 폭의 차이를 보이고 있으며, 현재 다운스트림 부서의 자산 매각을 감수하면서도 업스트림에 대한 투자를 늘리고 있는 현실을 감안하면, 지난 3년간 이어져온 이러한 추세는 향후에도 지속될 것으로 전망된다.

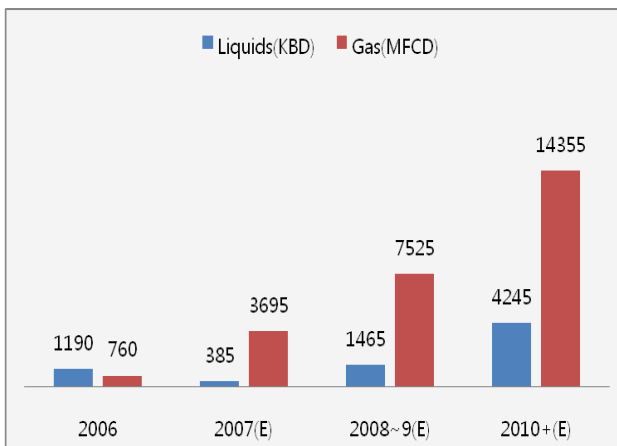
동사는 이러한 매출액 뿐만 아니라, 업계 중 가장 높은 수준의 Gross Profit Margin을 보여주고 있다. 이는 동사가 전 세계에 걸친 고른 대규모의 투자를 통해 규모의 경제를 설립하였음을 알 수 있다.

풍부한 신규 프로젝트

확보는 향후 전망에 긍정적

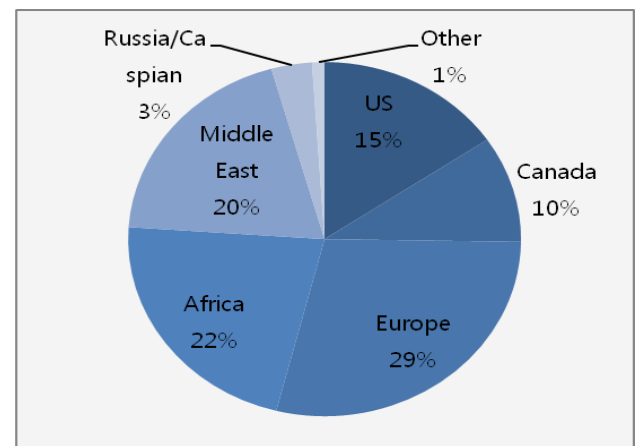
또한, 동사는 Upstream 산업에서 가장 중요한 신규 유정 확보에서도 건실한 모습을 보이고 있다. 2007년 신규 유정 확보에 다소 주춤하고 있지만, 2008~2010년에 걸친 110여 개에 달하는 프로젝트의 수는 2006년 7개, 2007년 7개 수준을 훨씬 뛰어 넘는 것으로 향후 동사의 전망에서 중요한 영향을 끼치는 석유 자원 고갈에 대한 우려를 씻어주고, 중장기적으로는 현재 생산량을 훨씬 능가할 것으로 판단된다.

그림 14. 엑손모빌 신규 원유/가스 확보량



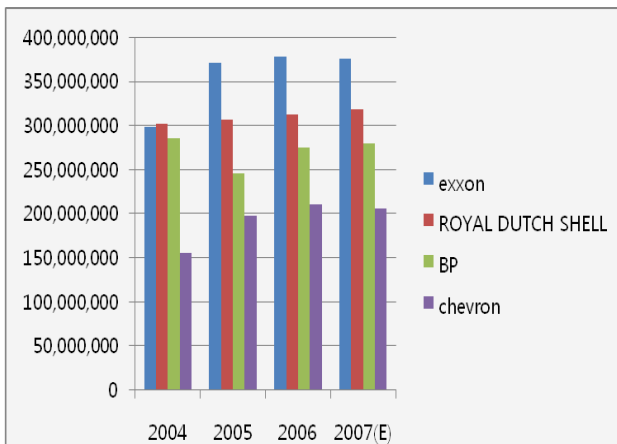
자료: ExxonMobil, IR 자료

그림 15. 지역별 매출 현황



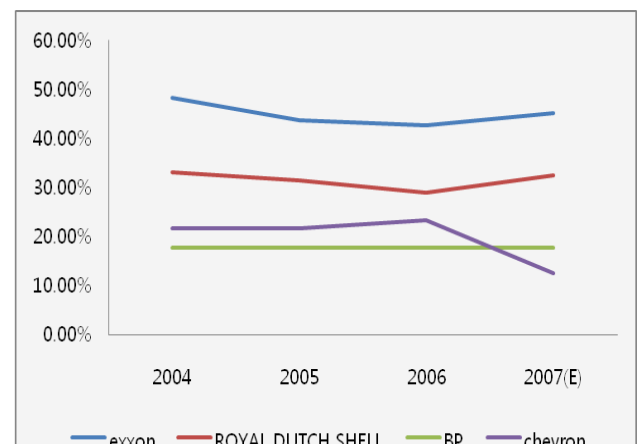
자료: ExxonMobil, 사업보고서

그림 16. 엑손모빌 대비 타사 매출액 추이



자료: Company data, SMIC research team 5

그림 17. 엑손모빌 대비 타사 Gross profit margin 추이



자료: Company data, SMIC research team 5



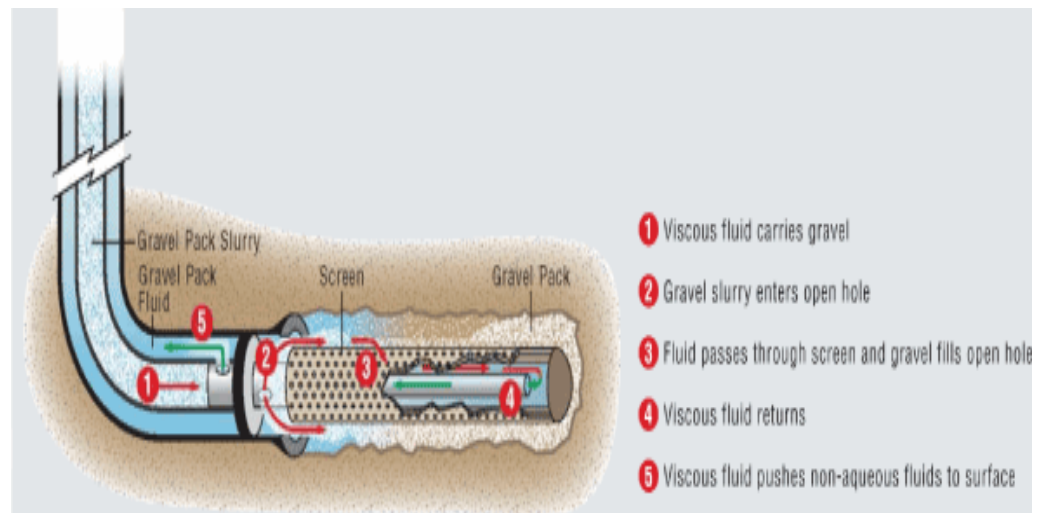
3. 타사 대비 탁월한 기술력

NAFPac 추출 기술

엑손모빌은 점차 고도화 되는 유정 개발에 필요한 신 기술 개발에 박차를 가하고 있다. 특히 자갈 지역 유정에서의 원유 추출 시 효과적으로 모래를 제거하는 기술인 Non-Aqueous Fluid Pack(NAFPac)을 고안함으로써 그 전에 발생하였던 추출 파이프 내 병목 현상 및 외형 변이를 억제하였다. 특히 동사의 기존 특허 기술인 *Alternate Path technology*(Shunts)와 동시에 적용 시 추출할 때 이물질 함유량이 0%에 근접하는 생산 효율 극대화를 이끌어 낼 수 있다.

순차적으로 이러한 효과는 타사 대비 동사의 1 배럴당 투하 자본 수익률이 2 배에 달하는 것으로 이어지고 있다. (동사 3 년 평균 40~50% 이상, 타사 3 년 평균 20%)

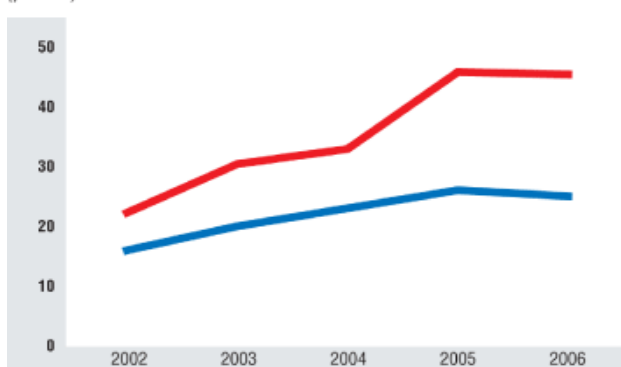
그림 18. Non-Aqueous Fluid Pack with shunts



자료: 엑손모빌 사업보고서

그림 19. 경쟁사 대비 1 배럴당 수익률

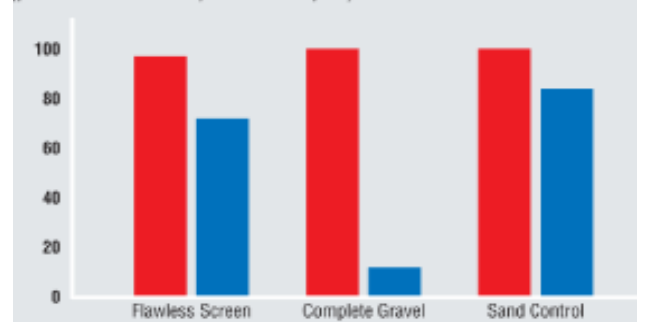
UPSTREAM RETURN ON AVERAGE CAPITAL EMPLOYED
■ ExxonMobil ■ Integrated Oil Competitor Average⁽¹⁾
(percent)



자료: 엑손모빌 사업보고서

그림 20. Shunts 적용/미 적용 시 대비

NAFPAC COMPETITIVE ADVANTAGE IN WEST AFRICA
■ ExxonMobil, 35 wells ■ Competitors, 25 wells
(percent of oil well completions attempted)



자료: Lloyd Jones, Well productivity 보고서

1) Royal Dutch Shell, BP, 그리고 Chevron이 공표한 자료를 평균하여 계산

V. 안정적인 캐시카우, 다운스트림

Downstream은 정유부분과 마케팅 분야로 나눌 수 있다.

1. Downstream 사업 분야 소개

Downstream에서는 Upstream에서 생산된 원유를 바탕으로, 이를 정제하여 시장에 직접 판매하고 있다. 따라서 Downstream에서의 영업분야는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째로는 원유를 직접 정제하는 정유(Refinement)부분이며, 두 번째로는 휘발유, 등유, 윤활유 등 여러 가지 연료를 파는 마케팅(Marketing)부분이다. Downstream분야 역시 고 유가에 힘입어 판매량은 감소했지만 영업이익은 지속적으로 늘어나고 있는 추세이다.

표 1. Downstream 영업이익 (단위: USD million)

	2002	2003	2004	2005	2006
Downstream 영업이익	1300	3516	5706	7992	8454

자료: Exxon Mobil 사업보고서

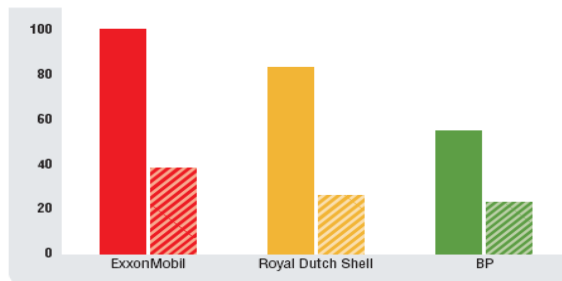
2. 지속적인 업계 1위

세계최대의 정유시설과 지속적으로 증가하는 정유마진의 만남.

엑손모빌은 세계 최대의 정유 시설을 보유하고 있다. 경쟁사인 Royal Dutch Shell은 엑손모빌에 비해 증류시설은 80%에 머무르고 있고, BP는 60%에 불과하다. 또한, 석유를 정제해서 얻는 마진인 Refining Margin은 2004년을 기준으로 해서 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 정유 부분은 지속적으로 안정적인 수익이 창출되고 있다.

그림 21. 정유시설의 처리량.

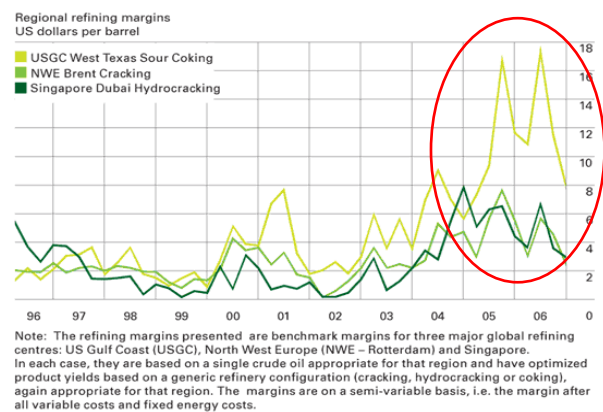
EQUITY CAPACITY⁽¹⁾
■ Distillation ▨ Conversion⁽²⁾
(indexed)



(1) Royal Dutch Shell and BP values calculated on a consistent basis with ExxonMobil, based on public information.
(2) Conversion capacity includes cat cracking, hydrocracking, and coking.

자료: ExxonMobil, IR

그림 22. Regional Refining Margin



Note: The refining margins presented are benchmark margins for three major global refining centres: US Gulf Coast (USGC), North West Europe (NWE - Rotterdam) and Singapore. In each case, they are based on a single crude oil appropriate for that region and have optimized product yields based on a generic refinery configuration (cracking, hydrocracking or coking), again appropriate for that region. The margins are on a semi-variable basis, i.e. the margin after all variable costs and fixed energy costs.

자료: BP statistic.

지속적으로 유지되는 시장점유율

정유시설에서 여러 가지 연료를 정제해 낸다 하더라도, 이를 효과적으로 판매할 수 있는 유통망이 없다면 수익을 극대화 시키는 것은 힘들 것이다. 하지만 엑손모빌은 전 세계적으로 33,000개 이상의 주유소를 통한 강력한 유통망을 확보하고 있어서 안정적인 수익 구조를 가지고 있다. 지난 3년간 석유제품 판매량을 경쟁사와 비교해 보면, 2006년 기준으로 Royal Dutch Shell에 비해서는 약 10%, BP에 비해서는 약 25% 정도의 추가 판매량을 기록하고 있다. 비록 총 판매량이 2004년 보다는 감소했다고는 하지만 이는 전반적인 업계 현상이며, 여전히 경쟁사들 보다는 우위에 있다는 것을 보여주고 있다.

근육질로 바뀌어 가는 수익구조

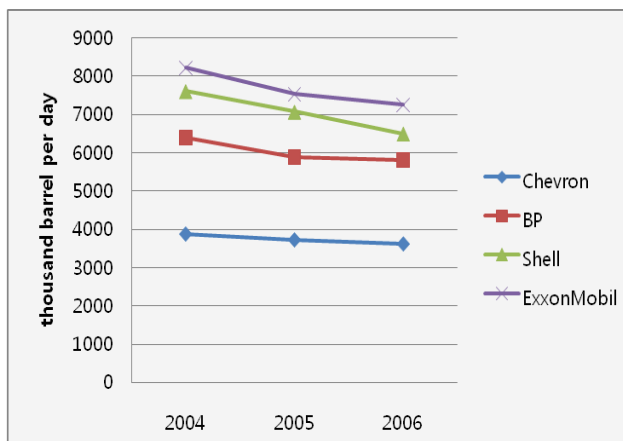
또한 마케팅 분야의 지속적인 운영 효율성 제고로 인해서 손익분기점도 점점 내려가고 있는 추세이다. 한 예로, 2002년에는 소매상 점포가 41,786개에 달했으나 2004년에는 37,374개, 2006년에는 33,848개로 그 개수가 지속적으로 적어지는 모습을 보여주고 있다. 이는 곧 마케팅 조직 사이즈의 다이어트로 해석을 할 수 있고, 개선된 수익으로 반영되었다.

즉 전세계적인 유통망과 이의 효율적인 관리를 통한 비용 절감 효과가 결합되면서, 안정적인 공급처와 건실한 가격 경쟁력이 확보되었다. 따라서 현재의 수익성도 매우 견고하지만 앞으로도 지속적으로 수익이 개선될 것으로 기대된다.

표 3. 엑손모빌의 소매 점포개수

	2002	2003	2004	2005	2006
점포 개수	41786	39488	37374	35432	33848

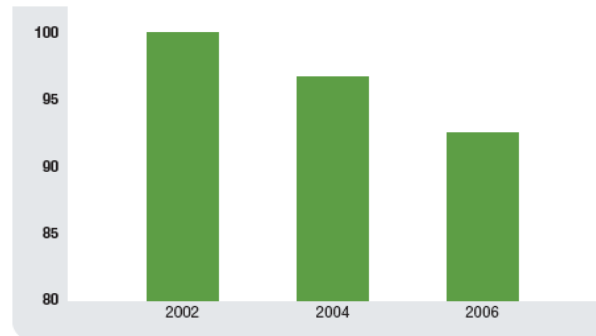
그림 23. 경쟁사와의 판매량 비교



자료: Company data

그림 24. US Break-Even Fuels Margin

U.S. BREAK-EVEN FUELS MARGIN
(indexed 2002 = 100; real 2006 dollars)



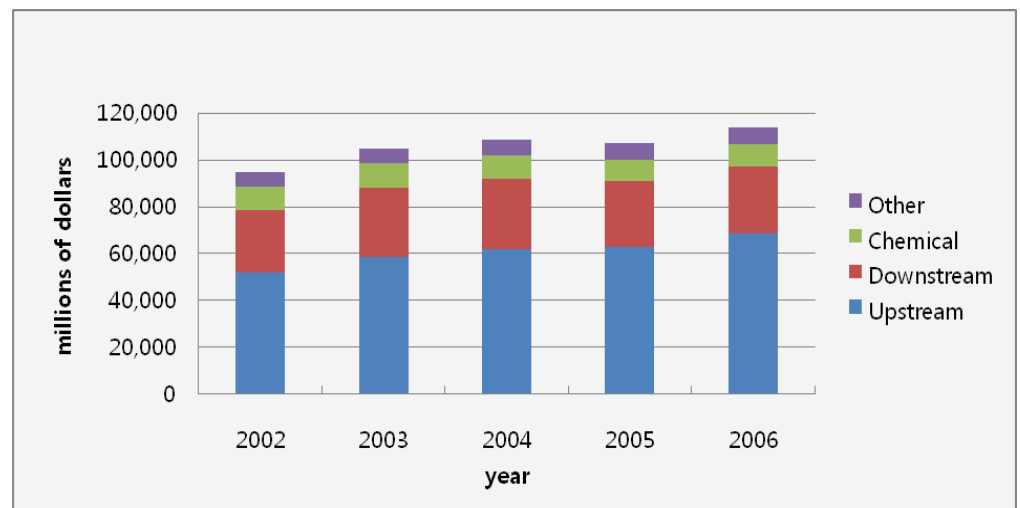
자료: 엑손모빌, IR자료

3. 지속적인 수익 - 그리고 시장 전략의 변화.

견고하면서도 꾸준히
성장하는 Cashcow

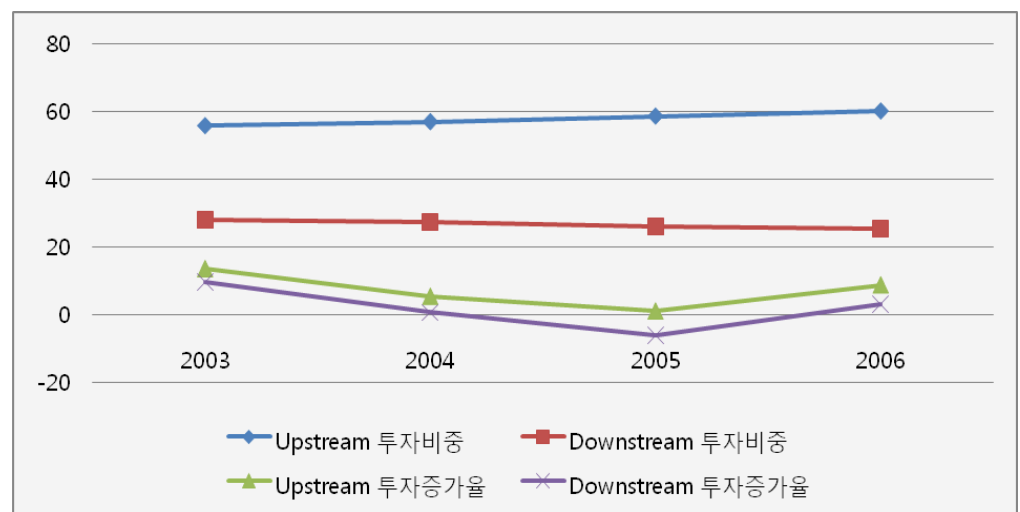
엑손모빌은 꾸준한 투자로 Downstream분야의 성장을 지속해 나가고 있다. 투자금액의 변동을 보면 엑손모빌의 전체적인 투자 금액도 증가하고 있고 Downstream분야의 투자 금액도 계속 증가하는 추세에 있다. 한편 투자금액의 비중을 보면 Upstream에 비해서 상대적으로 축소되고 있는 모습을 보여주고 있는데 이는 엑손모빌이 Upstream에 좀 더 많이 집중하려는 의도로 보인다. 하지만 회사 내부에서의 비중 축소는 상대적일 뿐이며, 앞에서 보았듯이 실질적인 Downstream의 실적은 여전히 견고하다. 따라서 앞으로도 꾸준하고 안정적인 수익을 올려줄 것으로 기대된다.

그림 25. 사업 부문 별 투자금액의 추이



자료: Company data

그림 26. 사업 부문 별 투자 변동 추이



자료: Company data



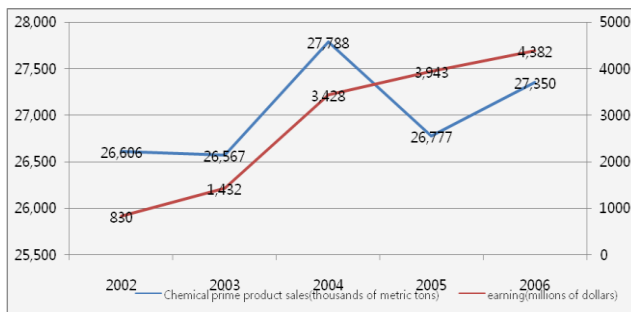
VI. 캐미컬 사업분야

1. 계속되는 수요발생으로 인한 지속적인 수익창출

전 세계 호황에 따른
캐미컬 제품의 수익 지속화

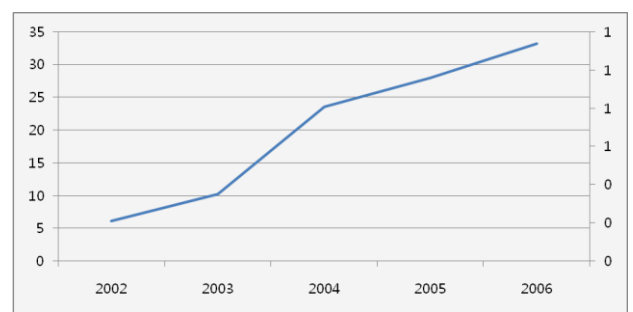
동사의 캐미컬 사업부의 수익은 2002년부터 2006년까지 지속적으로 상승하였다. 이는 전세계적인 경제성장으로 인해 수요가 지속적으로 발생하기 하기 때문이다. 특히 중국을 비롯한 아시아의 이머징 마켓의 발전이 수요 창출을 이끌고 있다. 지속적인 수요는 원료 값이 상승하더라도 판매마진이 보장되도록 하며 판매량이 감소하더라도 오히려 수익이 상승하는 모습도 보여진다.

그림 27. 판매량 대비 수익 변화



자료: 엑손모빌

그림 28. Return on average capital employed (percent)



자료: 엑손모빌

2. 선진경영으로 지속적인 이익창출 기대

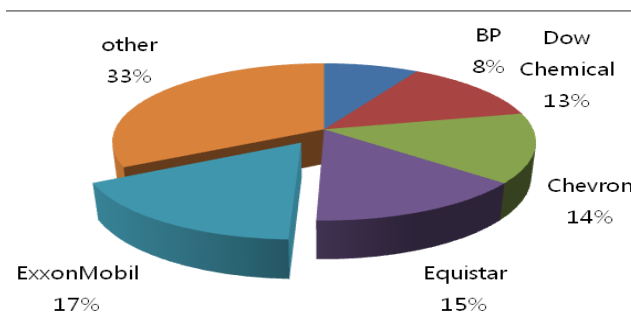
화학 제품에 대한 선택과
집중

동사의 캐미컬 사업부는 이익률이 높은 핵심제품에 주력하여 이익을 극대화한다. 주력 제품은 각종 석유화학제품의 원재료 역할을 하는 ethylene, polyethylene, polypropylene, paraxylene으로써 전체 매출 중 약 70%를 차지한다. 동사는 위 4개 제품시장에서 생산량 기준으로 상위 시장점유율을 기록하고 있으며 주력제품 통합 시장점유율은 1위이다.

타 사업부서와의 시너지를
통한 원가 절감 효과

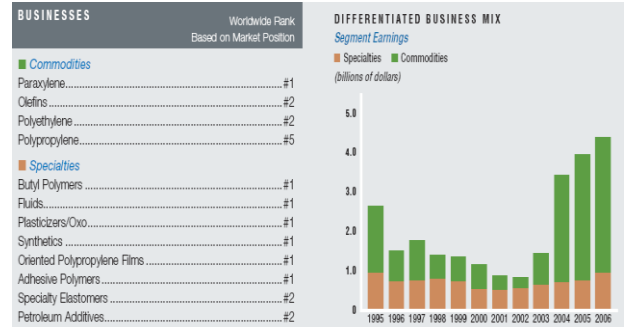
뿐만 아니라 캐미컬 사업부의 생산시설 중 90%는 타 사업부와 같은 지역에 위치하고 있어 원유의 신속한 이동, 연구 및 정비 시설의 공유 등을 통한 원가절감 효과를 얻고 있다.

그림 29. 주요 캐미컬 제품에 대한 동사의 시장 점유율



자료: Company data, others: du pont, shell chemicals etc.

그림 30. 주력 상품의 판매량 구성비



자료: 엑손모빌



VII. 가치와 가격이 동시에 상승하는 엑손모빌

동사의 높은 영업이익률

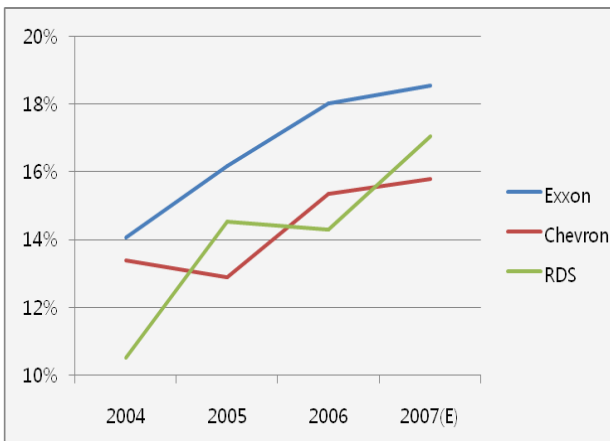
동사는 비록 그 차이는 크지 않으나 영업이익률이 지속적으로 업계 1위를 유지하고 있으며, 18%에 달하는 그 수치는 절대적으로 봐도 매력적이라고 판단할 수 있다.

다소 높은 P/B를 상쇄하는 업계 최고 수준의 ROE

동사의 P/E, 주가, EPS를 통합 분석 시, 주가는 2002년 이후 꾸준히 상승하였으나, EPS의 상승에 힘입어 오히려 P/E는 2002년 20x 수준에서 현재 13.08으로 하락하였다. 비록 EPS가 기업 가치의 Poor proxy이기는 하지만, 단편적으로 기업의 가치와 가격이 커플링 되어 움직이고 있음을 확인할 수 있다.

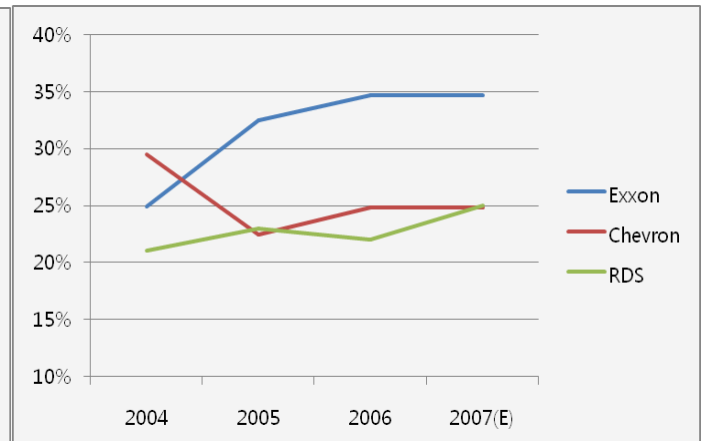
동사의 P/B는 현재 4.33x 수준으로 타사 평균 2.5x 비해 높은 수준이다. 하지만 ROE 수준은 3년 연속 30%를 상회하는 업계 최고 수준이며, 이러한 현상은 동사에 대한 시장의 프리미엄이라고 판단된다.

그림 31. 경쟁사 대비 영업이익률 비교



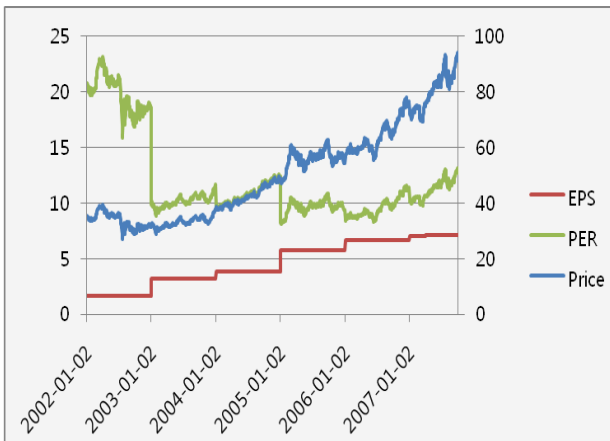
자료: Company Data, SMIC Research Team 5

그림 32. 업계 최고 수준의 ROE 유지



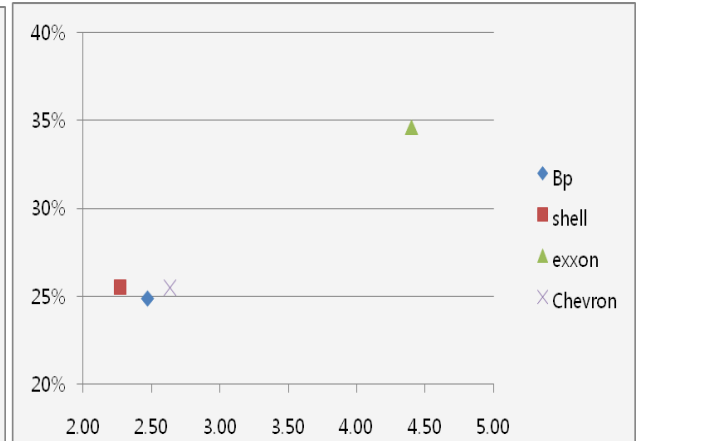
자료: Company Data, SMIC Research Team 5

그림 33. 가치와 가격이 동시에 상승 중인 엑손모빌



자료: SMIC Research Team 5

그림 34. PBR-ROE 그래프



자료: SMIC Research Team 5



VII. Risk 분석

유가하락에 따른 이슈

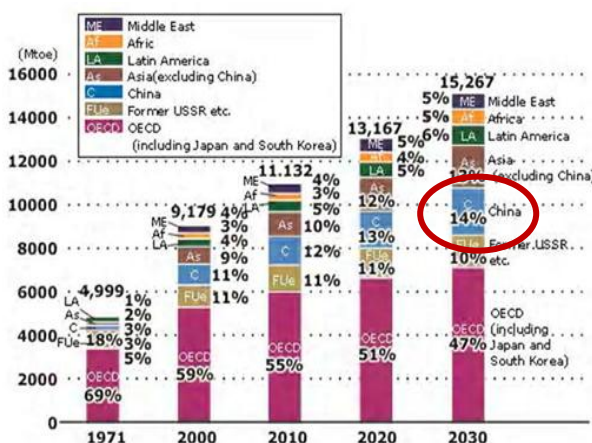
본 보고서의 엑손모빌 성장 예측은 유가의 고공행진이 이어질 것이란 가정 하에 이루어진 것이다. 그러나 다음과 같은 조건에 의해 유가의 하락이 가시화될 가능성이 존재한다.

None OECD 국가들 중 최근 상당기간 경제성장을 이룬 국가들이 높은 인플레이션으로 인해 이를 조정하려는 움직임을 보일 수 있다. 실제 중국의 경우 10%가 넘는 경제성장을 거듭해왔다. 중국이 현 시점에서 과도한 인플레이션을 우려하여 경제 성장률을 조절하는 움직임을 보일 경우 전 세계에 걸친 석유 에너지 총 수요량이 예상보다 줄어들게 된다. 이 경우 유가 하락 사태가 일어날 수 있다.

그러나 유가 하락은 엑손모빌에게 새로운 기회로 작용할 수 있다. 동사는 타사 대비 월등히 높은 ROE 수치를 보이고 있다. 이는 유가 하락 폭을 감당할 수 있는 안전 마진을 충분히 보유하고 있음을 의미한다. 유가가 급등한 2004년 이후 현재까지 동사는 풍부한 현금을 확보하고 있으며 Downstream 사업부의 조직 효율화를 통해 가시적인 성과를 창출하는 단계에 도달하였다

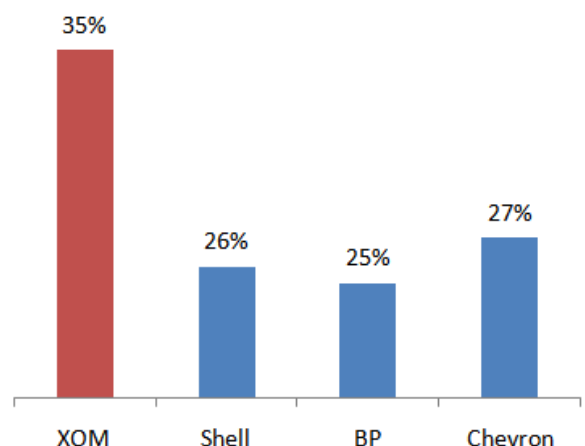
유가하락이 동사의 안전마진을 통해 충분히 감당할 수 있는 수준으로 이루어진다면 영세한 석유 개발 관련 기업들을 적극적으로 인수할 수 있는 기회로 작용할 수 있다. 엑손과 모빌의 합병 이후 지속적으로 규모의 확대를 위해 엑손모빌 자체적으로 많은 노력을 기울이고 있기 때문에 적절한 유가 하락은 동사에게 도약의 기회로 작용할 것으로 판단된다.

그림 35. 세계 에너지 총 소요량과 중국의 비중



자료: IEA/World Energy Outlook

그림 36. 경쟁사 대비 엑손모빌의 높은 ROE



자료: S&P, Capital IQ - 2007년 상반기

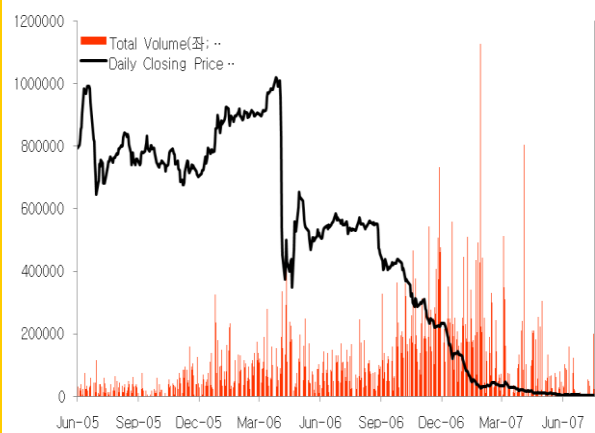
탄소배출권에 따른 이슈

지구 온난화에 대한 우려가 확산되면서 등장한 탄소배출권은 석유 에너지 산업의 근간을 뒤흔들 리스크로 인식되었다. 만약 탄소배출권이 현실화 된다면 석유 에너지 기업의 수익에 막대한 손실을 입히게 될 것이다. 탄소배출권의 도입 목적이 석유 에너지 사용의 억제인 만큼 석유 에너지 산업에서 민감하게 다루어야 할 이슈이다.

그러나 국제적으로 이루어진 탄소배출권 관련 논의의 진행 상황을 보면 석유 에너지 산업에 큰 영향을 주지 못할 것으로 판단된다.

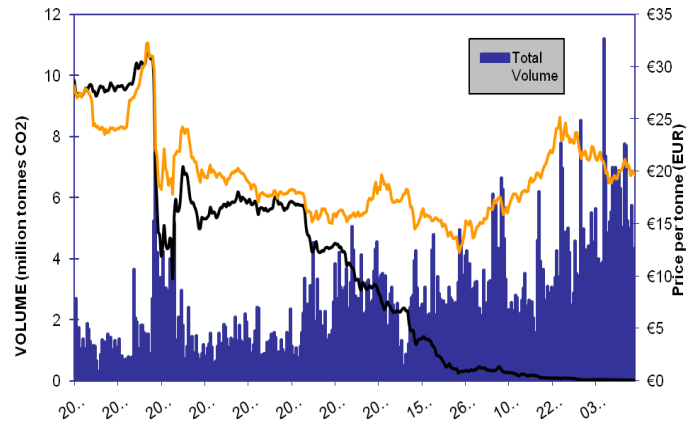
유럽에서 실행중인 탄소배출권의 가격추이를 살펴보면 2년간 급격한 가격 하락을 기록하였다. 세계 최대 탄소배출국가인 미국과 중국의 참여가 미진한 가운데 탄소배출권의 실효성은 거의 없을 것으로 예측된다.

그림 37. 탄소배출권 Spot 가격



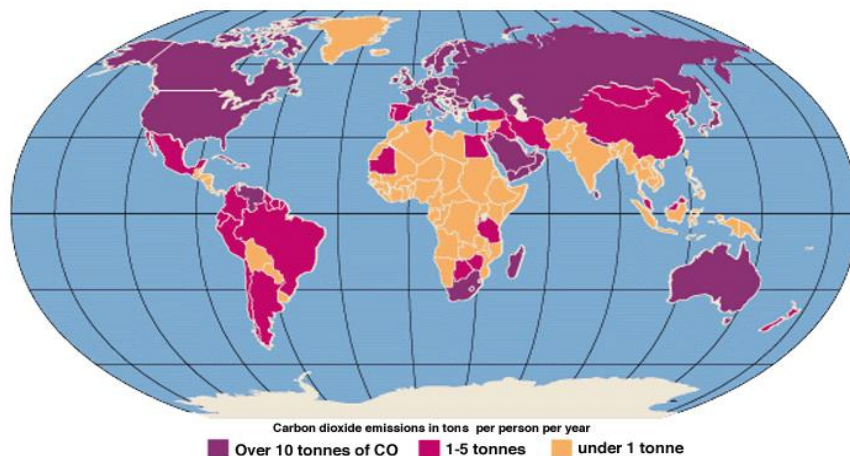
자료: Powermext

그림 38. European Climate Exchange 선물 가격



자료: Powermext

그림 39. 중국과 미국에 집중된 지역별 이산화 탄소 배출 현황



자료: Earth Forum, Houston Museum of Natural Science

APPENDIX : 엑손모빌 financial statements

Assets				Liabilities			
	31-Dec-06	31-Dec-05	31-Dec-04		31-Dec-06	31-Dec-05	31-Dec-04
Current Assets				Current Liabilities			
Cash And Cash Equivalents	32,848,000	33,275,000	23,135,000	Accounts Payable	47,115,000	44,536,000	39,701,000
Short Term	-	-	-	Short/Current Long	1,702,000	1,771,000	3,280,000
Net Receivables	28,942,000	27,484,000	25,359,000	Other Current	-	-	-
Inventory	10,714,000	9,321,000	9,487,000				
Other Current Assets	3,273,000	3,262,000	2,396,000	Total Current	48,817,000	46,307,000	42,981,000
				Long Term Debt	6,645,000	6,220,000	8,965,000
Total Current Assets	75,777,000	73,342,000	60,377,000	Other Liabilities	21,047,000	20,181,000	17,129,000
Long Term Investments	23,237,000	20,592,000	18,404,000	Deferred Long Term Liability Charges	24,858,000	24,441,000	24,425,000
PPE	113,687,000	107,010,000	108,639,000	Minority Interest	3,804,000	-	-
Goodwill	-	-	-				
Intangible Assets	-	-	-	Total Liabilities	105,171,000	97,149,000	93,500,000
Accumulated	-	-	-				
Other Assets	6,314,000	7,391,000	7,836,000	Stockholders' Equity			
Deferred Long Term Asset Charges	-	-	-	Common Stock	4,786,000	5,743,000	5,067,000
				Retained Earnings	195,207,000	163,335,000	134,818,000
Total Assets	219,015,000	208,335,000	195,256,000	Treasury Stock	-83,387,000	-55,347,000	-38,214,000
				Capital Surplus	-	-	-
				Other Stockholder	-2,762,000	-2,545,000	85,000
				Total Stockholder Equity	113,844,000	111,186,000	101,756,000



Income Statement

PERIOD ENDING	31-Dec-06	31-Dec-05	31-Dec-04
Total Revenue	377,635,000	370,680,000	298,035,000
Cost of Revenue	213,255,000	213,002,000	163,547,000
Gross Profit	164,380,000	157,678,000	134,488,000
Operating Expenses			
Research	-	-	-
Selling General and Administrative	83,857,000	86,698,000	82,066,000
Non Recurring	-	-	-
Others	11,416,000	10,253,000	9,767,000
Total Operating	-	-	-
Operating Income	69,107,000	60,727,000	42,655,000
Income from Continuing Operations			
Total Other	-	-	-776,000
Earnings Before	68,056,000	59,928,000	41,879,000
Interest Expense	654,000	496,000	638,000
Income Before Tax	67,402,000	59,432,000	41,241,000
Income Tax	27,902,000	23,302,000	15,911,000
Minority Interest	-1,051,000	-799,000	-
Net Income From	39,500,000	36,130,000	25,330,000
Non-recurring Events			
Discontinued	-	-	-
Extraordinary Items	-	-	-
Effect Of Accounting	-	-	-
Other Items	-	-	-
Net Income	39,500,000	36,130,000	25,330,000
Preferred Stock	-	-	-
Net Income	\$39,500,000	\$36,130,000	\$25,330,000