

# BUY

## Valuation

Target Price:	77,349
Price:	63,600
Margin of Safety:	22%

MktCap.(100mn): 71,602

ROE: 18.82%

ROA: 7.9%

Op.Magin: 7.05%

PER: 11.89

PBR: 2.06

Dividend Yield: 19.8%

Major Sh.Holder:

AOC: 35%

### ● 지금까지 이어온 고배당 매력은 앞으로도 지속될 것으로 판단

동사는 80년대부터 고배당 성향을 유지하며 높은 배당수익률을 기록하였다. Aramco의 자회사인 AOC가 본격적으로 경영에 참여한 이후 동사는 배당가능 이익의 대부분을 배당하며 보다 적극적인 배당정책을 펼쳤다. 최근과 같이 주식시장의 변동성이 큰 상황에서 높은 배당수익률은 동사가 안정적인 투자처임을 나타내는 매력적인 지표라고 할 수 있다. 한진의 지분 인수로 인해 배당을 통한 주주 수익 확보의 목적이 더욱 강해질 것이고, 차후 대규모의 투자도 계획되지 않는 상황이므로, 현재의 높은 배당성향은 앞으로도 지속될 것으로 판단된다.

### ● 고도화설비를 통한 높은 이윤, 하지만 현재 경쟁기업에서 추격중

동사는 벙커C유를 경질유로 바꾸는 고도화설비 시설을 확충하여 높은 영업이익률을 유지해왔다. 고도화설비 시설을 통한 크래킹 마진은 리파이닝 마진에 비해 훨씬 높은 수준을 기록한다. 동사가 경쟁기업 보다 빠르게 고도화설비 시설에 투자하여 1997년 완공한 이후 동사의 높은 영업이익률은 이 덕분이었다. 하지만 최근 경쟁사인 SK에너지 등에서 공격적인 고도화설비 투자가 이루어지고 있어 향후 동사의 크래킹 마진은 지속적으로 감소할 것으로 판단된다.

### ● 정제시설 과다투자로 인한 수급 불균형의 문제와 외화관련 손실

중국 등 신흥국가에서 정제시설에 대한 투자가 과도하게 이루어졌고, 경기침체로 인해 수요까지 둔화되면서 석유의 수급불균형이 심화되었다. 이러한 상황은 당분간 이어질 것으로 예상되며, 이에 따라 동사의 정제마진은 악화될 것으로 보인다. 또한 일반적으로 환율 상승은 영업이익의 증가효과와 외환손실 증가효과를 가져오기 때문에 서로 상쇄되는 것이 보통이지만, 올해 이미 상당한 수준의 외환관련 손실이 나온 상황이므로 동사에 대한 투자에 있어 향후 환율변동을 주시할 필요가 있다.

## 기업분석 4팀

정광우, 김한슬, 옥대중  
이병진, 정예린, 박다희

## I. 고배당주에 투자하자!

경기 침체, 변동성이 큰 현재 상황

현재 한국뿐만 아니라 전 세계적으로 경기가 불안정한 상황이다. 경기침체에 대한 불안감으로 증권시장과 외환시장 역시 불안정하다. 현재 KOSPI 지수는 1100 선을 유지하고 있지만 지난 10 월 24 일 KOSPI 지수가 1000 밑으로 추락하기도 했었다.

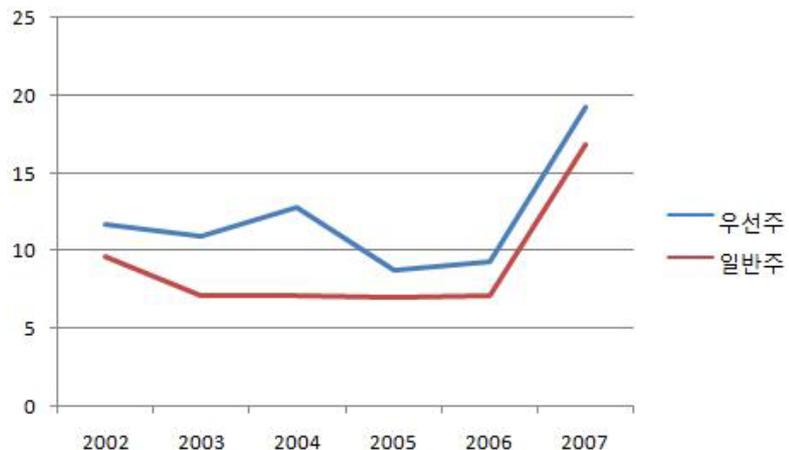
높은 배당수익성

배당주는 주가가 하락할수록 투자 매력이 증가한다. 주가가 하락하면 배당수익률이 높아지기 때문이다. 또한 지금과 같은 경기침체 상황에서 일반기업들은 영업의 손실이 증가할 뿐만 아니라 향후 경기불안감으로 현금확보 욕구가 높아질 것이다. 따라서 주주들에게 배당 하는 것을 중단하는 경우가 많다. 이는 실적이 좋은 기업 역시 변동성이 큰 상황에서 향후 예측할 수 없는 경기상황에 대한 불안감으로 배당을 중단하는 경우가 많다. 그러나 이러한 상황에서도 꾸준히 배당을 하는 동사와 같은 배당주는 수익성을 담보해준다.

변동성이 큰 상황에서 상대적으로 안정적인 투자

앞에서 말했듯이 배당주는 주가가 하락할수록 투자매력도가 증가한다. 따라서 앞으로 또 큰 폭의 증시하락이 있을 경우에도 동사는 주가가 하방경직적인 특징을 갖고 있기 때문에 일정 이상 떨어지지 않는 하방경직점이 존재한다. 왜냐하면 주가가 계속 하락하는 상황이라면 일정 점에서는 투자자들 역시 배당주의 투자매력이 높아지기 때문에 매수를 하기 시작한다. 따라서 다시 수요가 증가하여 주가가 오르기 때문에 다른 기업들에 비해 상대적으로 안정적이다.

그림 1. 동사의 일반주, 우선주의 배당수익률 추이



자료: SMIC Research Team 4



## II. 고배당주로서 동사의 매력

### 동사의 꾸준한 고배당 정책

동사는 배당을 통해 주주 가치를 극대화 해왔다. 동사는 회사의 이익이 대주주뿐만 아니라 소액주주에게도 균등하게 배분되는 상장사 최고 수준의 배당정책을 실시하고 있다. 연간기준 5,375 원의 배당을 할 것으로 보이며 10.29 주가 기준 배당 수익률은 10%가 예상된다. 2000년부터 중간배당을 지급하기 시작했으며 2004년 3월 개최한 주주총회에서 미리 정관을 개정하여 2005년부터 분기배당을 실시하고 있다. 동사의 고배당 정책이 현재 주주구성 때문만이라고 생각하는 투자자들이 있는데 이는 그렇지 않다. 동사는 아람코가 지분 참여하기 전에도 높은 배당성향을 유지하고 있었다. 80년대에도 배당성향이 60%였다.

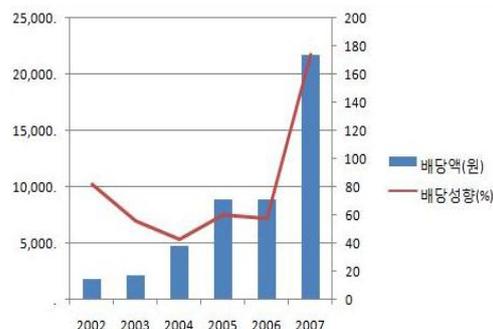
### 고배당은 계속된다.

동사가 고배당을 유지할 것인지에 대한 의문이 있을 수 있다. 단기적인 이슈로 2006년에 계획하고 2007년에 중단된 제 2 공장 건설을 재 추진할 경우 4조원 이상의 대규모 자금이 필요하면서 고배당이 축소되지 않을까 하는 우려가 있다. 하지만 이는 크게 2 가지 측면에서 고배당이 계속될 것이라고 설명할 수 있다. 우선 동사의 최대주주는 지분율이 35%인 아람코이다. 동사는 최대주주인 아람코의 배당수익을 극대화하고 있으며 아람코가 최대주주로 있는 한 고배당은 계속될 수밖에 없다. 두 번째로는 동사는 규모대비, 타 경쟁기업 대비 낮은 부채비율을 유지하며 안정적인 재무구조를 갖고 있다. 이 같은 재무구조는 향후 동사가 투자를 하더라도 차입을 통해서 투자비용을 조달할 수 있을 것이라는 것을 보여준다.

### 높은 배당수익률

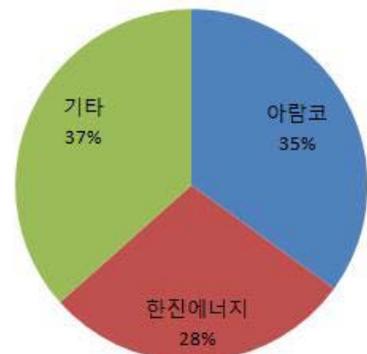
동사는 꾸준히 높은 배당수익률을 주주들에게 안겨주고 있다. 2008년 역시 10월 31일 주가를 기준으로 했을 때 배당수익률이 10%가 될 것이라고 예상된다. 동사에 투자하고 받는 배당만 생각해도 수익률이 좋은 투자가 될 수 있다.

그림 2. 배당액 및 배당성향 추이



자료: SMIC Research Team 4

그림 3. 동사 주주 분포



자료: 동사 사업보고서, SMIC Research Team 4

### III. 높은 수준의 배당성향은 과거에도, 앞으로도 지속

#### 최근뿐만 아니라 과거부터 높았던 배당성향

높은 배당성향은 80년대부터 유지된 동사의 특성

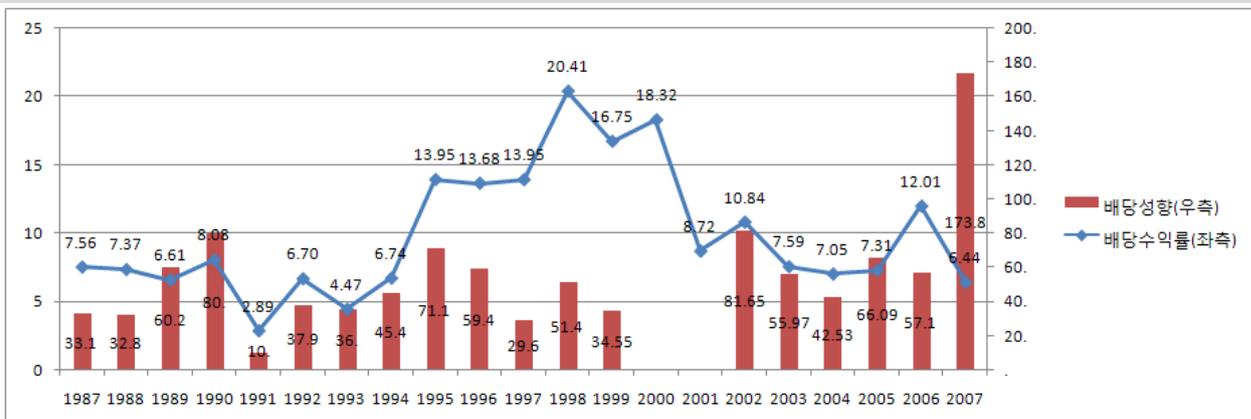
쌍용정유의 이름을 달고 있었던 80년대부터 동사는 높은 수준의 배당성향을 유지하였다. 배당성향은 기업이 한 해의 당기순이익 대비 어느 정도 수준의 배당을 하는 가를 나타내는 지표이다. 1987년부터 AOC(Aramco Overseas Company)가 쌍용양회의 지분을 인수하는 시점 전인 1998년까지의 평균 배당성향은 약 46%이며, 이는 동종업계 평균 보다 상당히 높은 수준이다. 동사가 쌍용그룹에서 분리되어 본격적인 AOC의 단독 경영이 시작된 이후 배당성향이 보다 높아진 것이 사실이나, 80년대부터 이어온 높은 배당성향을 통해 동사가 중시하고 있는 주주가치 증대의 목표가 과거부터 꾸준히 유지되고 있다고 판단하였다.

#### 쌍용그룹에서 분리된 이후 나타난 AOC의 적극적인 배당 노력

AOC가 경영을 주도한 이후, 동사는 배당가능이익의 대부분을 배당

1999년, AOC의 단독 경영체제가 형성된 이후 동사는 배당가능이익의 대부분을 배당하며 높은 수준의 배당성향을 기록하였다. AOC는 사우디아라비아의 국영 석유회사인 사우디아람코(Saudi Aramco)의 해외 자회사인데, 아람코는 산유 및 수송 부분 사업을 영위하고 있는 세계적인 석유회사이며 동사의 안정적 원유 확보에 있어 중요한 역할을 하고 있다. 1991년 지분 35%를 획득하여 쌍용정유에 대한 투자를 시작한 AOC는 1999년 쌍용양회 지분 28.4%를 자사주로 취득한 후 주도적으로 경영에 참여했다. 이후 동사는 배당가능이익의 대부분을 배당금으로 사용하며 적극적인 배당 정책을 펼쳤고, AOC가 동사의 최대주주로서 경영을 지속하는 한 고 배당 정책은 유지될 것으로 판단된다.

그림 4. 87~2007년까지의 배당성향 및 배당수익률 추이



자료: SMIC Research Team 4 (당기순이익이 극히 낮았던 2000,2001년 제외)

(단위: %)

높은 배당성향과 투자 준비금은 다른 성격임

-배당성향의 정의

-배당가능이익의 설정

**투자에 대한 준비 없이 모든 수익을 배당하는 기업은 아님**

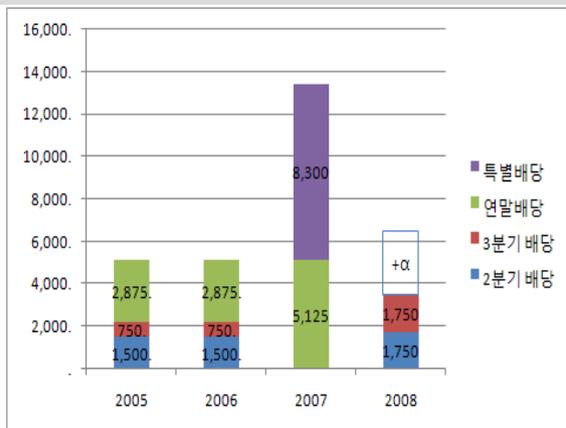
높은 수준의 배당성향이 지속되는 것을 차후 성장동력을 모두 배당으로 사용한다고 해석하는 시각이 존재하나, 이는 배당성향에 대한 정의의 한계로 인해 발생하는 것이다. 배당성향은 배당금총액을 당기순이익으로 나눈 수치이지만, 실제 배당은 배당가능이익 내에서 이루어진다. 배당가능이익은 상법에서 '(대차대조표의 순자산액)-(자본의 액)-(해당 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액)-(해당 결산기에 적립해야 할 이익준비금)'으로 정의되는 수치이다. 그러므로 배당금총액은 당기순이익이 아닌 배당가능이익과 밀접한 관련이 있으며, 배당성향이 높다는 것을 바탕으로 수익을 모두 배당한다고 판단할 수는 없는 것이다. 실제로 동사가 엄청난 수준의 투자를 지속했던 90년대에도 배당성향은 상당히 높은 수준이었다. 동사는 자본준비금, 이익준비금과 같이 일정 수준의 투자적립금을 제외하고 주주에게 환원할 수 있는 수준의 금액 내에서 최대한의 배당을 하고 있으며 투자를 위한 자본은 일정수준 이상 마련되어 있는 상태이다.

**배당성향의 변동이 심한 것은 정의의 한계로 인해 발생됨**

당기순이익에 비해 꾸준하다는 특성을 갖는 배당가능이익에 대비한 배당금총액의 비율은 유지되고 있음

위에서 언급한 대로 배당성향은 배당가능이익 중 배당금총액이 아니라 당기순이익 중 배당금총액을 나타내는 지표이므로 둘 사이의 밀접함이 완전하지 않아 지속적으로 변동이 발생한다. 또한 배당가능이익은 해당년도의 이익만을 반영하여 편성되는 것이 아니기 때문에 당기순이익의 변화를 그대로 반영하지 않으며, 일정수준을 유지하는 특성을 갖는다. 예를 들어, 당기순이익이 소폭 감소하여도 배당가능이익은 증가할 수 있고, 이 경우 배당금총액은 증가하게 되어 배당성향의 증가를 가져온다. 이후 당기순이익이 크게 증가하여도 이익증가 폭 보다 배당가능이익 증

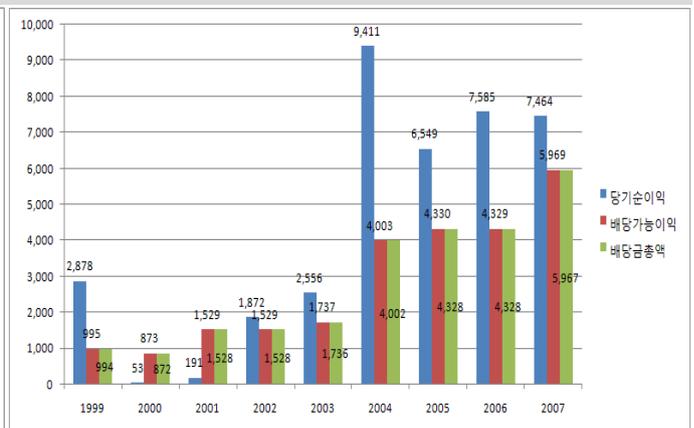
그림 5. 05년~08년 현재 각종 배당금 추이



자료: SMIC Research Team 4

(단위: 원)

그림 6. 당기순이익, 배당가능이익, 배당금총액 추이



자료: SMIC Research Team 4

(단위: 억 원)

가 폭이 적어 배당성향은 줄어들게 되고, 이러한 과정에서 변동성이 발생하게 된다. 그러므로 동사에 투자하여 얻을 수 있는 안정적인 배당확보의 가능성을 살펴보기 위해서는 배당가능이익 중 배당금총액의 비중을 살펴보는 것이 더욱 적합하다. 1999년 이후 배당가능이익 중 배당금총액은 99% 수준을 지속하고 있으며, 배당가능이익의 추세 및 특성을 고려해볼 때 앞으로도 꾸준한 배당금이 나올 것으로 판단된다.

**한진으로의 자사주 매각 등으로 배당성향이 유지될 가능성이 증가함**

대규모 투자 계획이 없고, 합작사가 배당을 통해 수익을 추구할 가능성이 높아 고배당은 지속될 것임

2007년 3월, AOC는 쌍용양회로부터 인수한 자사주를 2조 1,581억 원에 한진에 매각하였고, 이에 따라 동사는 AOC와 한진의 합작사 형태를 취하게 되었다. 동사는 매각을 통해 1) 추가적인 투자를 위한 자원 확보, 2) 대한항공 등을 보유한 거대한 수요처 확보, 3) 마케팅 및 고객센터 서비스 공유를 통한 시너지 효과 증대라는 이점을 확보하였다. 또한 매각으로 인해 배당가능이익에서 자사주 매입 원가인 9,000억 원이 늘어나 지난해 주 당 8,300원의 특별배당을 실시하였다. 이는 물론 일회적인 현상이지만, 주주 이익 실현을 목표로 하는 동사의 방침을 대변하는 활동이라 할 수 있다. 여기에 AOC에 한진까지 주주로 참여하여 앞으로도 높은 수준의 배당성향이 유지될 가능성이 증가되었다. 한진은 동사의 석유를 소비하고, 이후 배당금을 통해 일부를 환원 받는 식의 구조를 갖추게 되었기 때문이다. 마지막으로 2009년에도 배당을 축소할 정도의 대규모 투자가 계획되어 있지 않은 상황이므로, 현재의 높은 배당성향은 유지될 것으로 판단한다.

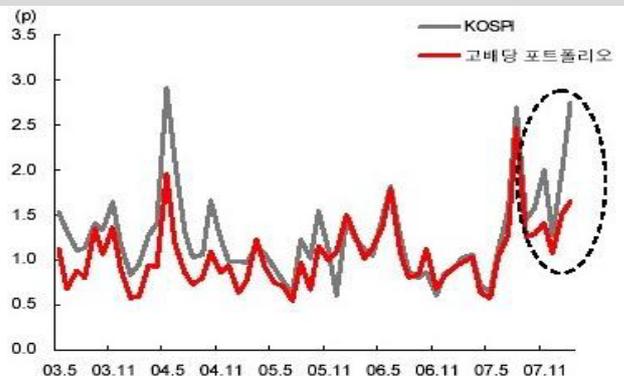
그림 7. 동사와 국내 타 정유사 주주이익환원 비교

	S-오일	국내 타정유사
주가	79000->68600(13.2%하락)	119,550->59,575(50.21%)
배당	1750+a	
Total Shareholder Return	10.9%하락	50.2%하락

\*3분기 배당은 제외함.  
 \* 국내 타 정유사는 상장된 두 회사를 평균한 것.  
 \* 주주이익환원은 해당기간의 주가수익률에 배당을 더함.

자료: 동사 IR 자료, SMIC Research Team 4

그림 8. KOSPI와 고배당포트 변동성 비교



자료: 대우증권 Research

### IV. 동사의 사업부분과 특성

동사는 업스트림 부문(자원개발)이 아닌 다운스트림 부문(원유정제) 사업만 하고 있음

정유산업은 크게 업스트림과 다운스트림으로 분류된다. 업스트림은 자원개발 부문이고 다운스트림은 원유정제 부문이다. 업스트림이 다운스트림보다 이익률이 높지만 현재 동사는 아람코가 대주주로서 아람코로부터 원유를 100% 수급받고 있기 때문에 다운스트림 부문만 하고 있고, 앞으로도 주주 구성이 바뀌지 않는 이상 업스트림으로의 진출은 어려울 것으로 보인다.

원유정제

정제하면 차례로 LPG, 휘발유, 납사, 등유, 경유, B-C 유, 아스팔트 등 다양한 정제제품이 나오는데 이러한 정제제품은 크게 경질유와 중질유로 분류된다. 경질유는 질이 좋은 기름으로 휘발유, 등유, 경유 등이 속하며 중질유는 질이 떨어지는 기름으로 B-C 유 등이 속한다. 이에 따라 정제마진도 나뉘는데 경질유에 따른 마진이 크래킹마진이고 중질유에 따른 마진이 리파이닝 마진이다.

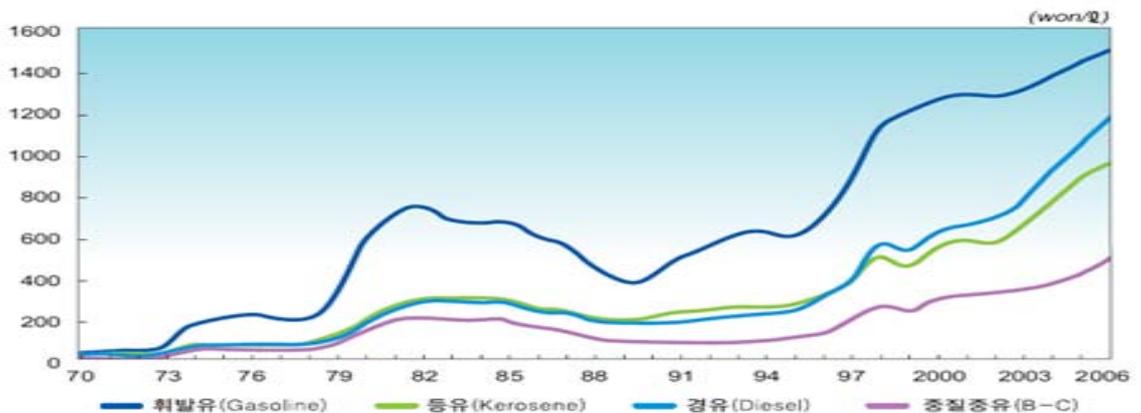
경질류->크래킹마진

중질류->리파이닝마진

경질류의 이익률이 중질류의 이익률보다 높음

그런데 벙커 C 유가 환경문제로 선박연료, 발전연료 등으로 제한되면서 세계 석유제품 시장이 경질유 위주로 재편되었다. 경질유 수요가 늘어나면서 경질유 가격은 크게 오른 반면 중질유 수요는 감소해 중질유 가격은 원유가격 상승만큼 오르지 못했다. 경질유와 중질유의 국제적 가격 변화를 보면 경질유와 중질유의 가격 차이가 점점 벌어지고 있음을 알 수 있다(표 참조).

그림 9. 각 석유제품별 가격 추이



자료: 산업자원부 에너지경제연구원

**크래킹마진이 리파이닝마진보다 높음**

따라서 크래킹마진과 리파이닝마진의 차이도 커지고 있다. 크래킹마진은 2006년 기준 이후로 변동하긴 하지만 기본 20~30%의 마진을 보이며(표 참조) 리파이닝마진은 2006년 기준 이후로 0%에서 등락하며 많은 부분 마이너스 마진을 보이고 있다(표 참조).

**크래킹마진은 고도화설비 비율과 연관**

그런데 원유를 정제하면 기본 30~50%가 벙커 C 유로 나온다. 때문에 원유 당 생산되는 경질유의 비율을 높이려면 기본적으로 원유 당 생산되는 경질유 외에 벙커 C 유를 경질유로 바꾸어야 한다. 벙커 C 유를 경질유로 바꾸는 기술이 고도화설비이고 이 고도화설비 비율이 결국 정제마진과 즉결된다고 할 수 있다.

**그외 사업 부문으로 윤활유 제품 사업과 석유화학 제품 사업이 있음**

정제 사업과 연관되어 윤활유 제품 사업과 석유화학 제품 사업도 있다. 윤활유 제품과 석유화학 제품은 원유의 정제를 통해서 얻어진 일부 석유제품을 활용한 것이다. 3 분기 기준 매출에서 윤활유 비중과 석유화학 비중은 각각 8.3%와 5.8%를 차지하고 있고, 이익률이 각각 19.8%와 6.8%로 정유보다 높게 나타난다. 현재 동사는 석유화학 제품 사업 부문에 대한 투자를 진행하고 있다.

그림 10. 단순 정제마진 추이



자료: KNOG, SK증권 Research (단위: 달러/bbl)

그림 11. RFCC, HCC 마진 추이



자료 KNOG, SK증권 Research (단위: 달러/bbl)

## V. 고도화설비를 바탕으로 하는 정유사업 부문

고도화설비를 통해 경쟁사 대비 높은 영업 이익률을 보이고 있음

동사는 2004년 이후 기준 평균 영업이익률이 8.5%로 국내 정유회사 중 가장 높은 영업이익률을 보인다. 이는 동사의 높은 고도화설비 비율 때문인데, 현재 동사의 고도화설비 비율은 25%로 국내 1위이다. 동사는 타 정제회사가 고도화설비 투자의 필요성을 인식하기 전에 고도화설비에 대한 대대적인 투자를 감행해 1997년 전에 이미 고도화설비 투자를 마무리 지었다.

아람코에서 공급하는 중질유 정제를 위해선 고도화설비가 필수

위에서 살펴본 바와 같이 석유제품 시장의 변화로 고도화설비 비율이 정제사업 이익률에 큰 영향을 끼친다. 게다가 우리나라는 원유 수입에 있어서 중등 의존도가 80%가 넘고 특히 동사의 경우 아람코에서 100% 공급 받고 있다. 원유의 API도가 높을수록 유황이 많이 함유되어 상대적으로 중질유가 많이 생산되는데 두바이유는 API도가 높다. 때문에 두바이유를 정제해 높은 이익률을 내기 위해서는 고도화설비 시설이 꼭 필요하다고 할 수 있다.

정제마진 감소 예상

1) 신흥국들의 정제시설 투자 과잉

2) 경기침체로 인한 수요감소

그런데 국제적&국내적 정제시설의 증가가 예상되는 상황에서 동사의 정제마진은 줄어들 것으로 보인다. 물론 정제시설의 증가보다 수요의 증가가 많으면 영향을 받지 않지만 국제적으로 경기가 침체되고 있고 또한 전체 에너지에서 석유가 차지하는 비중이 점점 줄고 있기에 수요의 증가가 정제시설의 증가를 따라가지 못할 것으로 보인다. 미국에서 지난 30년간 정제시설에 대한 투자가 이루어지지 않은 것처럼 석유 제반 산업 중 정제가 이익률이 높은 편이 아니기에 선진국의 추가 정제시설 투자는 없을 것이지만 중국과 인도 등 신흥국가들이 대규모 정제시설 투자를 하여 곧 정제시설이 가동에 들어갈 계획이다. 이에 따라 일차적으로 이러한 신흥국가들에 하던 수출이 줄어든다. 이차적으로는 공급시장 경쟁이 치열해지면서 정제제품을 싼 가격에 내놓아 동사의 타 국가 수출에도 영향을 받을 것이다.

동사는 수출비중이 높아 정제마진 하락이 있을 것으로 판단

즉, 이는 현재 동사 매출의 국내와 해외 비율이 3:7로 수출 비중이 더 많고 수출 제품 중 대다수를 이익률이 높은 경질유가 차지하고 있는 점으로 보았을 때 위와 같은 상황이 수출감소로 이어질 수 있어서 정제마진의 하락이 예상되는 것이다. 중질유도 일부 수출하고 있는데 환경문제로 대부분이 중국에 수출하고 있어 중국의 정제설비 확장 추세상 이러한 수출이 지속될 것이라고 볼 수 없다.

고도화설비 시설에 대한 추가적 투자 연기

동사의 시설 현황을 보면 1995년도 이후 크게 변하지 않고 있으며 고도화설비 비율 또한 비슷하게 유지되고 있다. 앞으로도 대규모 투자는 없을 것으로 예상된다.



다. 2006년 capa 증가를 위해서 약 3조 5000억원을 들여 충남대산공단용지를 매입 하였지만 생각보다 투자비용이 높아 무기한 연기되었다. 현재 동사를 제외한 타 정제회사들은 고도화설비 투자가 이루어지고 있으며 특히 SK 의 경우 공격적인 고도화설비 투자가 진행되고 있다.

**경쟁사의 공격적인 투자가 진행되고 있음**

고도화설비의 경우 기본시설보다 10배 이상의 비용이 들어 기본단위가 조이다. 이러한 대규모 투자를 하기 위해서는 급격한 수요 증가가 뒷받침 되어야 하는데 현재 상황에서 석유제품의 급격한 수요 증가를 기대하기는 힘들다. 현재 SK 가 공격적 설비 투자를 하고 있는 것은 SK 의 경우 가장 높은 capa 에도 불구하고 고도화설비 비율이 가장 낮기 때문에 리파이닝 마진이 마이너스로 돌아선 상황에서 불가피한 선택이라고 생각된다. 이러한 공격적 설비 투자 후에도 SK 의 기대 고도화설비 비율은 14%로 동사가 25.5%인것에 비하면 매우 낮은 수준이다.

**석유정제산업의 성장성이 높지 않은 현 상황에서 무리한 투자를 하지 않는 것이 효과적인 것으로 판단**

동사가 투자를 하지 않고 있는 것은 장기적으로 성장 동력이 없다고도 할 수 있으나 석유정제산업의 성장성이 크지 않은 상황에서 대규모의 설비 투자는 재무구조를 악화시킬 뿐더러 가동률 변동폭이 큰 산업 특성상 기동성을 악화시킬 수 있다. 또한 동사는 정제회사가 고도화설비 투자의 필요성을 인식하기 전에 고도화설비에 대한 대대적인 투자를 감행해 1997년 전에 이미 고도화설비 투자를 마무리 지어 현재로도 타 정제회사 대비 높은 고도화설비 비율을 보이고 있고 이는 앞으로도 쉽게 변하지 않을 것이다.

## VI. 타사업 부문

토탈 사와의 제휴를  
통해 윤활유 부분의  
성장이 가속화 될 것  
으로 예상됨

3 분기 기준 매출에서 윤활유 비중과 석유화학 비중은 각각 8.3%와 5.8%로 높지는 않지만 이익률이 각각 19.8%와 6.8%로 정유보다 높다. 윤활유 비중은 2008년 들어 급격하게 늘었는데 이는 동사가 윤활유 사업 부문 확대를 위해 프랑스 에너지기업인 토탈과 전략적 제휴를 맺었기 때문이다. 토탈은 현재 세계 130 여 개국에 진출하여 있으며 글로벌 네트워크가 형성되어있다. 동사는 토탈로부터 윤활유 생산 기술과 마케팅 노하우를 이전 받을 계획이며 이에 따라 생산과 영업 부문에서 국제경쟁력이 높아질 것으로 예상된다. 이러한 토탈과의 제휴를 통해 동사는 온산공장의 윤활유 생산 규모를 현재 하루 약 1100 배럴에서 내년에는 2300 배럴까지 늘릴 계획이다.

석유화학 부문에서 P-X  
공급시설을 확장중

현재 동사는 2007 년에서 2011 년까지 석유화학과 관련해 P-X 등 방향족 제품 생산시설에 1 조 4000 억 원을 투자할 계획이다. 이 P-X 는 납사를 잘게 쪼개어 나온 것으로 앞으로 세계적인 수요 증가가 기대되는 제품이다. 때문에 앞으로 공급 부족이 예상되고 이 투자를 통해 동사의 P-X 공급능력 및 정제능력이 향상되어 경쟁력이 높아질 것이다.

## VII. Risk

### 1. 외환관련 손실로 인한 순이익 감소

동사의 외환관련 손실은 3분기에 확대

동사는 수출비중이 국내 정유업체보다 크고 전체 매출의 약 70%를 수출에 의존하고 있기 때문에 특히 환율에 큰 영향을 미친다. 최근과 같이 환율이 급격하게 변화하는 시기에 동사의 환 관리능력을 확인해볼 수 있다. 동사의 헤징 전략은 외환관리가 궁극적으로 순이익에 중립적 영향이 가도록 관리하는 것이다. 일반적으로 환율 상승은 영업이익의 증가효과와 외환손실 증가효과를 가져오기 때문에 서로 상쇄되는 것이 보통이다.

그러나 외환순이익과 외환환산순이익은 2분기까지 1,500억 원 가량의 손실이 발생했으며 3분기에는 더욱 확대되어 3,407억 원의 외환관련 손실이 발생했다. 향후 외환관련 손실이 완화되면서 순이익 감소폭도 완화되겠지만 동사의 외환관련 손실은 국내 경쟁사들 대비 동사에 더 큰 영향을 미치므로 동사에 투자할 경우 환율에 민감한 반응을 보여야 한다.

### 2. 정제시설 과다투자로 인한 수급 불균형

세계 정제설비 증설 규모는 미미할 것으로 예상

2009년 전 세계 정제설비 증설 규모는 850,000 b/d(아시아 470,000 b/d)로 예상되며 2010년 이후에는 금융위기 등에 의한 신규 투자 취소 및 지연으로 인해 증설규모는 미미할 것으로 예상된다.

그러나 올해 4분기에 예상되는 중국, 인도 및 동남아 지역의 정유 시설 증설로 인해 100만 b/d 이상의 증설이 예정되어 있다. 이미 올해 2분기에 세계 최대 에너지기업인 엑손모빌이 정제사업부문의 수익성이 낮다는 이유로 주유소 및 소매사

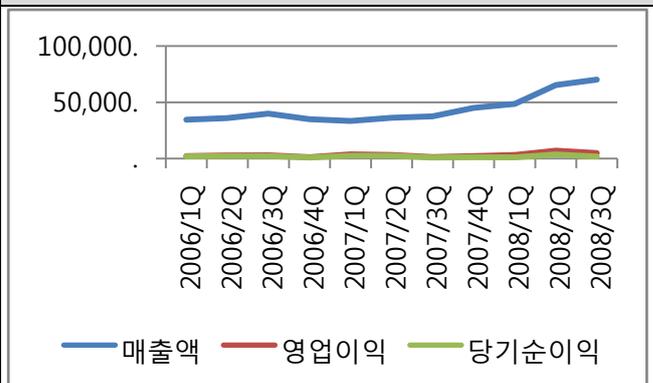
그림 12. 외환관련 손실



자료: 동사 공시, SMIC Research Team 4

(단위: 억)

그림 13. 매출액, 영업이익, 순이익 추이



자료: 동사 공시, SMIC Research Team 4

(단위: 억)

**경기둔화로 인한 수급 불균형이 심화되어 정제마진이 더욱 악화될 것으로 전망**

업을 매각하였다. 동사의 경우 3분기 영업이익은 전년동기대비 48.1% 감소하였지만 윤활유사업 부문의 영업이익이 139.2% 대폭 늘어났다.

올해 경기둔화에 따른 석유의 수급 불균형이 심화되어 정제마진이 더욱 악화될 것 이라는 전망이다. 이러한 문제점에 대해 동사는 지속적인 고도화시설 확충을 통한 고품질유를 생산하는데 투자하였다. 그리하여 고도화 비율이 32.4%로 GS칼텍스(25.1%), 오일뱅크(21.4%), SK에너지(17.4%)보다 압도적으로 높다. 따라서 동사의 고도화 설비 비중이 이미 최대치에 다다랐다는 평가에 의해 향후 동사의 수익성과 성장성에 의문을 던지는 시선이 많아졌다. 그러나 미국(77.1%), 캐나다(64.7%), 이태리(58.1%), 스페인(55.5%), 영국(53.2%), 일본(39.8%)에 비해 매우 낮은 비율이다. 고도화설비 증설은 환경규제가 점차 엄격해지고 있는 국제적 트렌드에 발맞추어 나아가야만 하는 길이다. 향후 마진이 높은 휘발유와 프리미엄 윤활제품의 비중이 증가하면 동사의 수익성은 시장에서 우려하는 바와 같이 과도하게 하락하지는 않을 것이다.

## VIII. Valuation

동사의 밸류에이션은 DDM, DCF 두 가지 방법으로 해 보았다.

### 1. DDM

배당금 : 지난 3년간 평균(특별배당 제외)

보통주 - 5125 원

우선주 - 5250 원

CAPM :  $r_f = 4.72\%$ ,  $r_p = 7.31\%$ , 베타(1년치 일별) = 0.73294

성장률 : 1.5% (지난 30년간 석유 산업 성장률)

목표 주가 =  $5250 / (10.08\% - 1.5\%) = 60,023$  원

현재 주가(우선주) = 46,000 원

안전마진 = 30%

### 2. DCF

- 영업이익률 : 5년 평균
- 자기자본 비용 : DDM 과 동일
- 한계조달금리 : 1년만기 회사채 AA+ 금리
- 성장률 : 1.5% 가정 (영구성장률도 동일)
- 우선주 가치 차감

매출액대비비율	2007	적용
영업이익률	7.06%	6.41%
유, 무형자산 상각비	1.11%	1.85%
영업용운전자본	-0.30%	1.57%
순유형고정자산	10.25%	19.82%
순무형고정자산	0.10%	0.05%
기타영업용순자산	0.33%	0.42%

자기자본비용	10.08%
1년치일별베타	0.73294
한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(연평균)	4.72%
<b>WACC</b>	<b>9.22%</b>
차입금가치(이자발생부채)	1,874,971,894
주주지분가치(시가총액)	7,160,265,571
한계조달금리	7.62%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	15,218,720,293	15,447,001,097	15,678,706,114	15,913,886,706	16,152,595,006	16,394,883,931
성장률		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
예상EBIT	1,073,730,260	989,464,239	1,004,306,203	1,019,370,796	1,034,661,358	1,050,181,278
NOPLAT	778,454,439	717,361,573	750,216,733	795,109,221	807,035,859	819,141,397
(+)유, 무형자산 상각비	169,229,334	286,292,882	290,587,275	294,946,084	299,370,276	303,860,830
총현금유입	947,683,773	1,003,654,455	1,040,804,008	1,090,055,305	1,106,406,134	1,123,002,228
영업용 운전자본	(45,898,530)	241,873,388	245,501,488	249,184,011	252,921,771	256,715,598
순유형고정자산	1,559,556,104	3,061,778,356	3,107,705,032	3,154,320,607	3,201,635,416	3,249,659,948
기타 영업용 순자산	50,743,484	64,869,696	65,842,741	66,830,382	67,832,938	68,850,331
IC	1,564,401,058	3,368,521,440	3,419,049,262	3,470,335,001	3,522,390,026	3,575,225,876
예상ROIIC(평균)	45.1%	29.1%	22.1%	23.1%	23.1%	23.1%
예상ROIIC(기초)	41.3%	45.9%	22.3%	23.3%	23.3%	23.3%
IC증가액		1,804,120,382	50,527,822	51,265,739	52,055,025	52,835,850
(+)유, 무형자산 상각비		286,292,882	290,587,275	294,946,084	299,370,276	303,860,830
총투자액		2,090,413,264	341,115,097	346,231,823	351,425,301	356,696,680
예상 FCF		(1,086,758,809)	699,688,912	743,823,482	754,980,834	766,305,546
할인기간		0.17	1.17	2.17	3.17	4.17
현재가치		(1,070,583,889)	631,079,254	614,242,941	570,817,915	530,462,899

현재가치의 합	1,257,766,743
PV of TV	6,768,068,704
현금 + 시장성유가증권	3,510,503,199
비영업용자산	175,211,131
Value of the Firm	11,711,549,778
(-)Value of the Debt	1,874,971,894
우선주 현재주가	46,000
우선주 발행주식수	4,021,927
(-) Value of the preferred stocks	185,008,642
Value of the Equity	9,651,569,242
발행주식수	112,582,792
목표주가	₩ 85,729
현재주가	₩ 63,600
기대수익률	35%

## II. Conclusion

동사는 국내 대표 고배당주로서 보통주는 7%, 우선주는 13%의 평균 배당수익률을 기록하였다. 고배당 성향은 주주 구성의 특성상 앞으로도 지속될 전망이다. 대주주인 사우디 아람코는 1991년부터 지분참여를 하였으며, 현재까지 꾸준히 높은 배당 성향을 보이고 있으며, 작년 지분 참여를 한 한진에너지의 경우도 배당 정책에 동의하고 있어, 앞으로도 높은 배당 성향은 보장되어 있다.

동사가 속해있는 정유 산업은 지난 몇 년간의 호황이 지나가고 당분간 수익성 악화가 예상된다. 중국, 인도, 동남아 등 신흥 시장의 설비 투자가 마무리 단계에 이르는 내년 초부터 본격적인 마진 감소가 예상된다. 그러나 근본적으로 석유에 대한 소비 자체는 꾸준히 증가추세이고, 미국, 유럽 등 대규모 소비 시장에서는 신규 설비 투자가 일어나지 않고 있기 때문에, 수급 불균형에 따른 문제는 큰 문제가 동사의 펀더멘털을 헤치지는 않을 것이다.

투자에 있어서 동사는 경쟁사에 비해 보수적인 편인데, 이는 산업 성장성을 뛰어넘는 모습을 장차 보이기는 힘들다는 것을 말한다. 하지만 업계에서 수익성이 가장 좋은 기업으로서, 현재 환경, 석유 화학 관련 투자를 1.4 조 진행하고 있으므로, 최소한 시장의 성장과 같이 하는 모습을 보일 것으로 예상된다.

따라서 동사의 배당 정책이 유효하고, 지속적인 현금창출 능력을 볼 때, 본 리서치 4 팀은 S-Oil 에 대해 BUY 의견을 제시한다.

