

### Super Shaheen 🎵

에틸렌 수출을 주도하며 한국 경제를 이끌던 석유화학 산업은 긴 침체의 터널을 지나고 있다. 석유화학 산업군의 수익성을 대표하는 지표인 에틸렌 스프레드는 22년 이후 손익분기점인 톤당 300달러를 돌파하지 못하고 있다. 정부 역시 구조조정을 위한 석유화학특별법을 개정하며 설비 감축에 한창이다. 그러나 아람코를 뒷배로 둔 동사는 다르다. 기존 NCC 공정에서 TC2C 신공정으로의 전환을 통한 수율 개선, 예년에 비해 완화된 글로벌 공급 과잉은 곧 동사 위주로 국내 석화 산업이 개편될 것임을 의미한다. 동북아시아의 다운스트림 거점이 될 동사의 샤킨 프로젝트에 주목하자.

### 유가·정제마진, 나쁘지 않다!

원유의 공급 과잉으로 인해 2026년에는 유가가 하락할 전망이다. 하지만 미국 신규 유정 BEP, 사우디의 대규모 투자 및 재정적자 문제, 강대국의 전략비축유는 유가의 하방을 \$60/배럴에서 지지하게 만들 것이다. 또한, 서구권의 노후화된 설비들은 폐지되고 있으며, 미국의 등·경유 재고 부족, EU의 제18차 대러 제재는 BEP 이상의 정제마진을 유지하도록 도와주고 있다. Bottom-line 개선이 기대되는 정유 사업 부문의 매크로 변화는 샤킨 프로젝트 전까지 동사의 든든한 캐시카우가 되어줄 것이다.

### 유회유는 절대 죽지 않아

창립 이래 단 한 번도 적자를 내지 않은 유회유는 정유/석화의 이익 변동성을 완화시켜준다. 완성차 업체-첨가제 회사-정유사로 이어지는 인증 관계로 신규 플레이어의 진입을 차단한다. 이제는 샤킨 프로젝트로 비용 절감을 통한 마진 확대까지 기대된다.

### Valuation - Historical PBR Method

Historical PBR Method를 통해 도출한 Target PBR Multiple 1.5x를 27E BPS 86,067원에 곱해 목표주가 128,400원, 상승여력 59%, 투자 의견 BUY를 제시한다. 또한 27E DPS 5,000원, 배당성향 30%도 제시한다. 수많은 변수들로 인해 예상하기 어려운 유가와 정제마진을 현상황을 기준으로 가장 보수적으로 추정하여도, 샤킨 프로젝트로 인한 폭발적인 이익 창출은 확정적이다. 즉, 샤킨 프로젝트만으로 최소 59%의 상승여력이 나올 수 있다. 만약 정제마진이 상승한다면, 동사의 가치도 더욱 상승할 것이다.

### Rating

## Buy

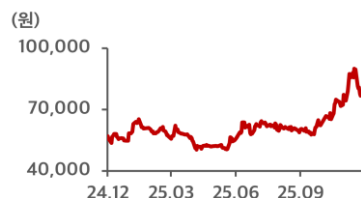
현재주가: 80,500 원

목표주가: 128,400 원

상승여력: 59%

### 12M 추가추이

시가총액 9 조 629 억 원



### Key Metrics

자산총계(TTM)	25 조 원
부채총계(TTM)	16.3 조 원
자본총계(TTM)	8.6 조 원
ROE(27E)	20.8%
PBR(27E)	1.5x
BPS(27E)	86,067 원
DPS(27E)	5,000 원

### 주요 주주

AOC BV(Aramco)	63.41%
국민연금공단	7.30%
방주완 외 4인	0.02%

### SMIC 5 팀

- 팀장 51기 강명수
- 팀원 51기 심한결
- 52기 이채명
- 52기 장동빈
- 52기 조진수

총정 손익계산서 (단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	42,446	35,727	36,637	8,991	8,049	8,415	8,103	33,557	31,140	33,810	32,605
YoY(%)	54.6%	-15.8%	2.5%	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-9.1%	-8.4%	-7.2%	8.6%	-3.6%
매출원가	38,291	33,621	35,411	8,818	8,199	7,993	7,679	32,689	29,924	30,137	29,136
매출총이익	4,155	2,106	1,226	172	(151)	422	424	868	1,216	3,673	3,469
GPM(%)	9.8%	5.9%	3.3%	1.9%	-1.9%	5.0%	5.2%	2.6%	3.9%	10.9%	10.6%
판매비와관리비	749	751	804	194	193	193	177	757	746	822	813
영업이익	3,405	1,355	422	(22)	(344)	229	247	110	470	2,851	2,656
OPM(%)	8.0%	3.8%	1.2%	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.0%	0.3%	1.5%	8.4%	8.1%
기타손익	(182)	(24)	(317)	9	108	(18)	(109)	(10)	(123)	(148)	(94)
금융손익	(324)	(201)	(444)	(56)	128	(131)	(49)	(109)	(304)	(305)	(241)
지분법손익	(0)	2	6	1	1	1	1	5	5	5	5
법인세차감전순이익	2,899	1,132	(333)	(67)	(106)	81	89	(3)	47	2,402	2,326
법인세비용	794	183	(139)	(23)	(39)	18	20	(24)	10	523	507
당기순이익	2,104	949	(193)	(45)	(67)	63	69	21	37	1,879	1,819
NPM(%)	5.0%	2.7%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	0.8%	0.9%	0.1%	0.1%	5.6%	5.6%

# CONTENTS

---

1. 정유·석유화학 산업 톨아보기 - 산업분석	03
2. 뒷배가 아람코? - 기업분석	07
3. Super Shaheen 兪 - 투자포인트 ①	09
4. 유가·정제마진 나쁘지 않다! - 투자포인트 ②	15
5. 윤활유는 절대 죽지 않아 - Plus $\alpha$	20
6. Valuation - Historical PBR Method	21
7. Appendix	30

## 1. 정유·석유화학 산업 토크아보기 - 산업 분석

**정유·화학 산업이란?** 정유, 석유화학(석화) 산업은 원유를 가공할 때 나오는 정제유를 판매하거나 이를 이용하여 플라스틱 등의 합성 상품을 만들어 내는 화학 업종이다. 정유/석화 산업은 글로벌 GDP의 7.5%를 차지하며 국내 제조업 기준으로는 5.6%를 차지한다. 특히나 국내 수출액 기준으로는 반도체, 자동차를 이어 3위에 달하는 핵심 산업으로 울산, 여수, 대산 3곳에 클러스터 단지가 집중되어 있다.

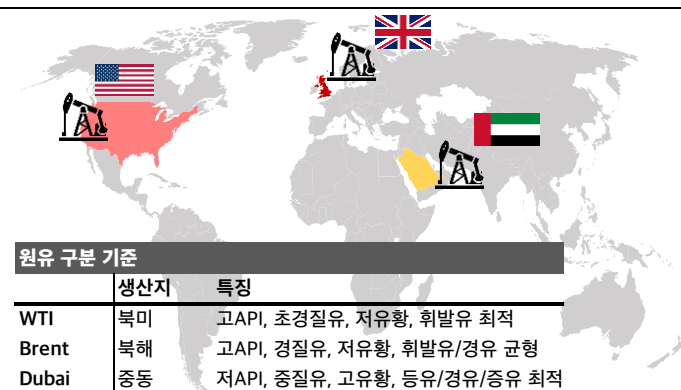
**원유의 구분 기준** 석유 산업의 원재료로 사용되는 원유는 생산 지역과 품질에 따라 크게 3가지로 구분된다. 미국에서 생산되는 WTI, 영국 북해에서 생산되는 Brent유, 중동에서 생산되는 Dubai유로 나뉜다. 한국에서 수입하는 원유의 70% 이상이 Dubai유이며, WTI의 품질이 가장 우수하다. 원유의 품질은 황의 함량과 물 대비 원유의 비중(API)로 평가된다. 황의 함량이 낮을수록 고급유로 취급 받으며 API가 높을수록 물의 비율이 낮고, 가벼운 고급 원유이기 때문에 ASP가 높게 형성된다.

**Up/Mid-stream :산유국의 산업** 석유 산업의 밸류체인은 Upstream, Midstream, Downstream으로 구분된다. Upstream 기업들은 원유 탐사와 시추 사업을 영위하며 이익률이 밸류체인 내에서 가장 높다. 80년대까지는 10%의 불과했던 탐사 성공 확률을 현재는 30~40%까지 끌어올렸다. Midstream은 원유 시추지역에서 2차제품 생산 지역까지 원유를 운반하는 역할을 수행한다. 해당 기업들은 원유 가격 변동에 영향을 가장 적게 받으며 안정적인 현금흐름을 통해 고배당을 지급하는 경향이 있다.

**Downstream : 완성품 제작** 원유를 가공해 석유화학제품을 생산하는 정유/석화 기업은 Downstream에 해당한다. 기술의 격차가 크지 않고, 자본집약적 성격을 가진 채 생산 제품이 유사하다보니 밸류체인 내에서 가장 낮은 마진을 보인다. 정유란 원유를 증류탑에서 가열하여 끓는 점이 비슷한 물질끼리 분리하여 연료나 플라스틱의 원재료를 만드는 과정이다. 석화 기업은 정유의 결과물을 사용하여 산업과 생활에서 사용되는 다양한 플라스틱과 유분 제품을 생산한다. 국내에서는 정유 기업들이 화학산업까지 수직계열화하였으며, 퓨어한 석화 플레이어는 고마진의 특수 제품으로 경쟁력을 갖는다.

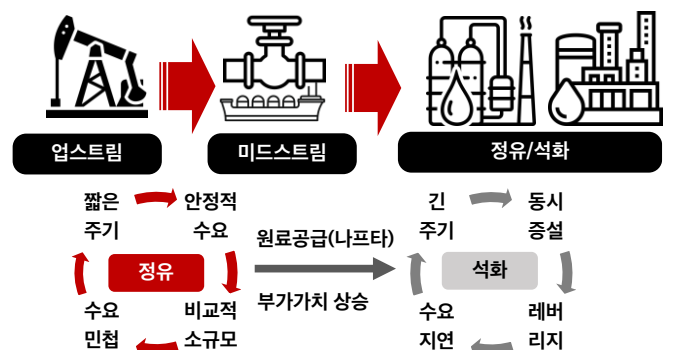
**같은 듯 다른 정유·석화산업** 정유와 석유화학 산업은 서로 다른 사이클을 타는 업종이다. 정유 산업은 원유가에 민감하게 반응하여 4~7년 단위로 움직이고, 석유화학 산업은 최종 제품의 수요 변동에 따라 7~12년 주기로 움직인다. 정유 산업은 설비 한 기당 처리 규모가 석화 설비의 절반도 되지 않으며 투자/축소의 사결정을 비교적 빠르게 수행할 수 있다. 그러나 석화 설비 투자는 의사결정에 상당한 시차가 소요되어 호황기의 증설이 부정적으로 작용하기도 하며, 클러스터 단위의 증설로 인해 공급 과잉의 지속 기간이 길다. 이처럼 두 업종은 동 밸류체인 내에서 서로 다른 사이클로 움직인다.

도표 1-1. 원유 구분 기준(지역, API, 황)



출처: CME Group, SMIC 5팀

도표 1-2. 밸류체인



출처: SMIC 5팀

## 1.1. 정유

끓는점에 따른  
부가가치

정유업에서는 원유를 증류탑에서 가열했을 때 끓는점이 낮은 제품일수록 부가가치가 높은 경향성을 띤다. 아스팔트, 벙커-C유와 같이 무거운 정제유는 단순 가열을 거쳐 에너지원으로만 사용되기 때문에 대체재가 많으며, 환경 오염이 심하다. 그러나 LPG, 휘발유, 항공유 등은 대체재가 존재하지 않는다. 또한 나프타의 경우 플라스틱, 합성섬유 등의 고부가가치를 지니는 화학제품을 만드는 원료로 사용된다. 그로 인해 복잡하고 비용이 많이 드는 공정을 거치더라도 마진이 높다.

고도화 설비의  
필요성

정유사는 저질의 정제유를 고품질의 경질유로 바꾸기 위해 고도화 설비 도입을 늘리고 있다. 고도화 설비란 벙커-C유, 아스팔트와 같은 제품을 휘발유, 등유, 경유 등의 고부가가치로 만드는 설비를 의미한다. 게다가 고도화율이 높아질수록 품질이 낮은 원유를 사용하더라도 마진이 높은 정제유를 더 생산할 수 있다. 국내 정유사는 모두 고도화 설비를 도입하여 고마진 제품의 수출이 활발하다. 이는 마진이 2~3%에 불과한 정유사가 선택할 수 있는 가장 효율성 높은 방법이다.

마진(1): 스프레드

정유사의 마진은 다양한 요인에 의해 결정되는데, 첫째는 스프레드이다. 스프레드는 정유를 거쳐 생산된 정제유의 평균 가격과 원유 도입가의 차이다. 일반적으로 유가가 상승하거나 소비 경기가 부활할 때, 최종 제품의 가격 인상 속도가 원유보다 빨라서 스프레드 폭이 확대된다. 유가 하락 혹은 소비 둔화일 때는 반대 상황이 발생한다. 한편, 장기 원유 계약을 맺더라도 산유국은 매달 경제 상황에 따른 프리미엄인 OSP를 계약가에 추가로 가산해 원유 도입 가격을 조정한다.

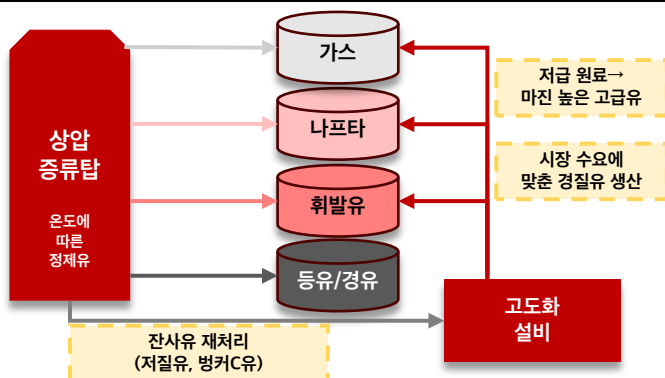
마진(2): 래깅효과

두 번째 마진 결정 요인은 래깅효과이다. 한국과 같은 비산유국에 있는 정유사는 생산 시점을 기준으로 2~3달 전에는 산유국으로부터 원유를 구입해야 한다. 이때, 원유가 정유소에 도착하기 전까지 원유 가격이 변화하여 래깅효과가 발생한다. 원유 가격이 상승 추세에 있을 때는 정제유 가격도 함께 상승하여 이미 저렴한 가격으로 원유를 구입한 정유사는 매출원가율을 낮출 수 있다. 반대로 원유 가격이 하락할 때는 비싸게 원재료를 구입하여 싼 값에 제품을 공급해야 한다.

마진(3):  
재고자산평가손실

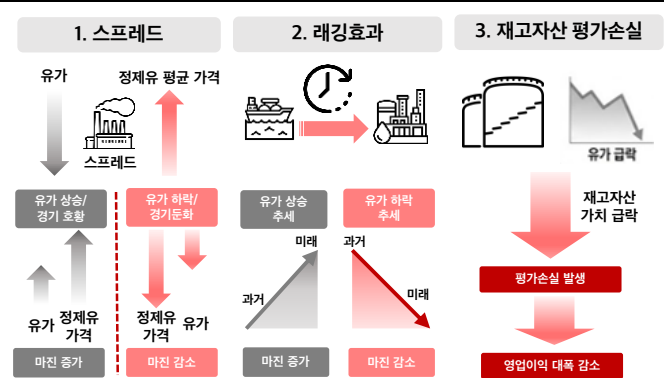
정유사가 가장 두려워하는 마진 훼손 원인은 재고자산평가손실이다. 이는 과거에 구매하여 보유하던 유가의 가격 변동으로 인해 발생하는 평가손익이다. 통상적으로 국내 정유사들은 2~3개월치의 재고(700~1,000만 배럴)를 가지고 있는데, 유가가 급락할 경우 영업이익의 2~5배의 재고자산평가손실이 발생하기도 한다. 실제로 25년 상반기 국내 정유 4사의 합산 영업이익자는 약 1조 4,000억원에 달했는데, 해당 시기에는 정제마진은 손익분기점 이상이었으나 유가 급락으로 인해 재고자산평가손실만 약 2조 원 가량 발생하여 정유사의 수익성이 급락했다.

도표 1-3. 증류탑과 고도화 설비



출처: cefic, SMIC 5팀

도표 1-4. 정유사 마진 결정 요인



출처: SMIC 5팀

## 1.2. 석유 화학

가격 결정권 없는  
석유화학

석화는 전형적인 B2B 산업이지만 수요의 80~90%는 최종 소비자의 행태에 의해 결정된다. 석화 산업의 공급망은 복잡하고, 최종 산출물이 나올 때까지는 6~8개월 이상의 기간이 소요되기 때문에 전방에서 수요가 감소할 때, 가장 앞단에 있으며 가격 결정력이 없는 석화사의 수요 감소 속도는 채찍효과에 의해 가속화된다. 중간 고객(B2B)들은 재고를 떠안지 않으려고 하기 때문에 석화사에만 재고가 쌓이게 되고, 경기 회복이 지체되면 다운사이클은 연장될 수밖에 없다.

기초유분  
vs 합성제품

석화 제품은 크게 기초유분과 합성제품으로 나뉜다. 기초유분은 나프타를 가공해서 만들어진 일차적인 제품으로 생산 난이도가 낮으며 석화사의 기술력에 상관없이 모든 제품의 품질이 동일하다. 따라서 기초유분에서의 경쟁력은 생산량뿐이므로 고마진을 기대할 수 없다. 합성제품은 기술력에 따라 제작할 수 있는 물성의 차이가 크고, 경기 변동에 비교적 둔감하다. 중국/중동에게 기초유분 경쟁력이 밀린 국내 석화사는 합성제품의 비율을 늘리며 체질 개선을 도모하고 있다.

원료에 따른  
공정 차이

석화 제품의 공정은 사용 원료에 따라서 세 가지로 구분된다. 에탄올을 원료로 하는 ECC와 석탄을 원료로 하는 CTO 공정은 기초유분 중 올레핀족만 생산할 수 있다. 올레핀족은 범용성이 높고 플라스틱과 고무 생산에 이용된다. 이에 반해 나프타를 원료로 하는 NCC 공정은 기초유분인 올레핀족과 방향족 모두를 생산한다. 방향족은 올레핀 대비 범용성은 떨어지나 올레핀 대비 복잡한 공정을 가져서 진입 장벽이 높고 높은 마진을 보이며, 경기 변동에 영향을 덜 받는다.

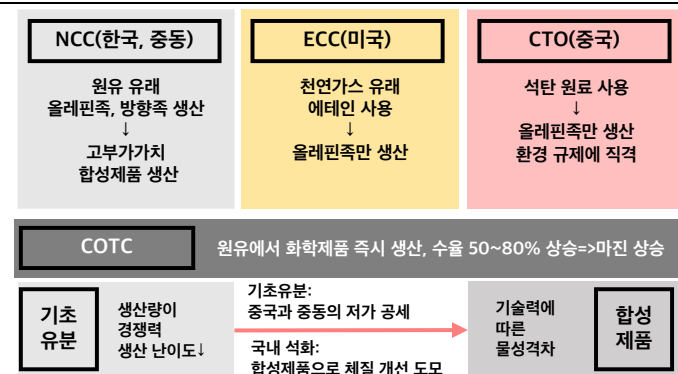
수율 대폭 개선  
:COTC

최근에는 석화 제품의 수율을 5배 이상 높이는 COTC 공정이 등장했다. ECC는 천연가스가 풍부한 미국에서만 사용할 수 있으며, CTO는 환경 오염 규제로 사용이 축소되기에 향후 이용이 제한적이다. 나프타를 원재료로 하는 범용성 높은 NCC의 기초 유분 생산 수율은 15% 내외에 불과했다. 그러나 COTC의 등장으로 증류탑을 거치지 않고도 특수 설비만을 거쳐 나프타의 수율을 대폭 상승시킬 수 있게 되었다. 이에 더해 과거에는 찌꺼기로 여겨진 저질유까지도 원료로 사용할 수 있게 되면서 기초유분의 수율은 최대 80%까지 상승하며, 구조적 마진 개선이 가능해졌다.

고마진의 유틸유

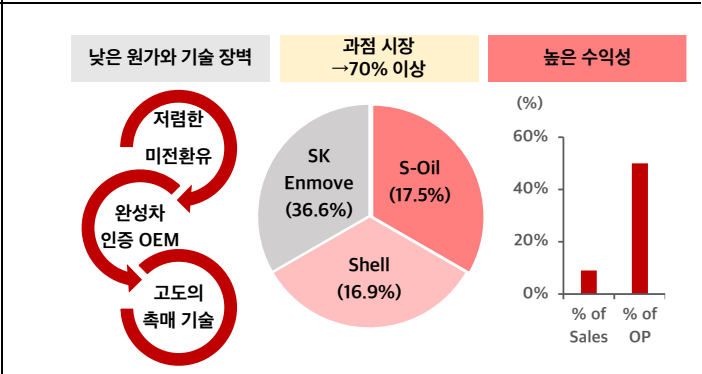
정유와 석화제품에 비해 주목받지 못하는 유틸부문은 숨겨진 캐시카우이다. 유틸부문은 정유사 매출의 3~5%를 차지하지만 이익의 50% 이상을 차지한다. 유틸유는 정제 과정에서 부산물로 남은 미전환유를 원료로 사용하여 원가가 매우 낮으며, 촉매 기술과 완성차 업체들에게 인증을 받을 수 있는 고급 유틸유를 생산하는 정유사가 소수에 불과하기 때문에 가능한 구조이다. 마진이 높은 고급 유틸유 시장은 쉘, SK, S-Oil이 70% 이상의 점유율을 차지하는 과점 시장이다.

도표 1-5. 공정별 차이 비교



출처: 한화토탈에너지스, SMIC 5팀

도표 1-6. 유틸유 산업 구조



출처: Dart, 언론 종합, SMIC 5팀

## 1.3. 정유 석화 구조조정

공급이 수요를  
여전히 앞서는 상황

정유와 석화 산업은 5년 넘게 공급 과잉 사태에 처해있다. 25년 상반기, 세계 석유 수요는 24년 대비 1.1백만 b/d 증가한 102.4백만 b/d를 기록했으나 석유 공급은 전년 대비 1.3백만 b/d 증가하여 103.5백만 b/d를 기록했다. 이로 인해 유가는 22년 이후 지속적인 하락세를 보이고 있으며, 20년부터 석화 생산능력을 대폭 늘린 중국이 22년 미국의 생산량까지 제치며 석화 제품도 가격 하락을 피하지 못하고 있다. 이러한 장기 불황은 글로벌 각지에서 구조조정의 바람을 일으켰다.

미국의 셰일오일  
→ 원가 경쟁 우위

2010년대 초반 미국에서 수압파쇄법의 등장은 석유 산업을 완전히 변화시켰다. 수압파쇄법을 통해 수평적으로 묻혀 있던 셰일 오일 생산량이 폭발적으로 증가하며 셰일 오일의 부산물인 에탄 생산량도 증가했다. 값싼 에탄을 ECC 설비에 넣어 기초유분인 에틸렌 생산량을 늘리기 시작했고, 석유 메이저 기업의 ECC 증설도 더해졌다. 이는 코로나 팬데믹 기간에도 이어지며 23년에는 19년 대비 생산 능력이 30% 이상 성장했고, 나프타 기반 NCC의 가격 경쟁은 불가능해졌다.

러시아의 값싼 원료  
중국의 기술 개발

중국은 거대한 내수와 러시아산 값싼 원료를 이용해 폭발적 증설에 나섰다. 19년부터 민간 주도로 정유사와 석화사가 통합된 클러스터를 만들어서 수직계열화가 본격화했다. 하루 평균 80만 배럴까지 생산하며 규모의 경제를 달성하고 석화 제품의 자급률을 빠르게 높였다. 이에 더해 22년부터는 COTC 장비를 도입해 원가 경쟁력에서 더욱 앞서나갔으며, 러우 전쟁 이후로 러시아산 원유를 \$10~30 썬 가격에 구입하여 원가를 극한까지 낮출 수 있었다. 해당 기간동안 중국은 수출 지역 다변화를 통해 과거 한국의 점유율이 높던 동남아 석화 시장에서 침투율을 높였다.

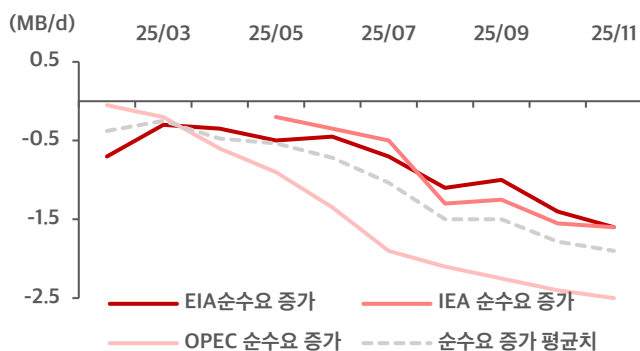
코로나 이후로도  
회복에 실패

비우호적 업황의 누적은 결국 국내 석화 산업의 구조조정으로 연결되었다. 2010년대까지는 국내 석화 기업은 중국에 기초유분 수출을 중심으로 CAPA를 확장했다. 그러나 전술한 바와 같이 미국, 중국의 가파른 증설로 가동률이 하락하고 석화사의 실적이 악화되었으며, 코로나 이후로도 경기 회복이 지연되어 부진이 이어졌다. 방향족 제품의 수익성은 손익분기점을 밀돌았으며, 현금 흐름도 고갈되고, 중국의 경기부양마저 지연되며 비핵심자산 매각, 사업부 축소 등이 시작되었다.

본격적 구조조정  
역행하는 S-oil

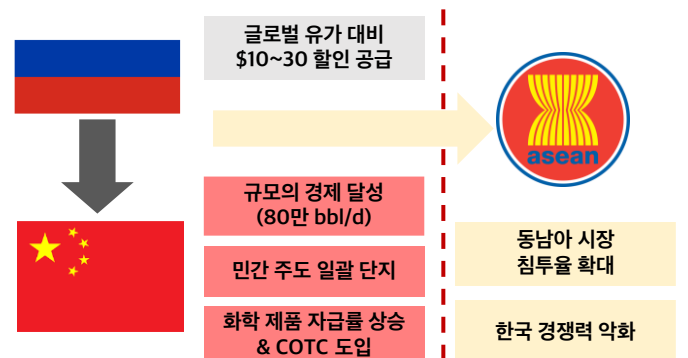
23년부터는 본격적 구조조정이 시작됐다. 지속되는 NCC 적자 누적으로 LG화학, 롯데케미칼 등 화학 기업은 비핵심 자산을 매각하기 시작했고 24년에는 여천NCC의 실적 악화와 신용 등급 강등으로 냉기가 산업 전반에 퍼져나갔다. 25년에도 정부의 압박이 더해져 경쟁사 간 합작법인을 설립하게 되고, 중복 설비를 축소하는 등 여전히 업황 개선의 가능성이 뚜렷하지 않다. 부진한 상황에서 동사는 국내 최초로 COTC를 도입하여 국내 석화산업의 유일한 승자로 부상할 것이다.

도표 1-7. 원유 수요-공급 약세 지속



출처: OPEC, EIA, IEA, SMIC 5팀

도표 1-8. 중-러 협력으로 경쟁 심화



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

## 2. 뒷배가 아람코? - 기업 분석

### 2.1. 기업 개요

기업 개요 및 생산 능력

동사는 석유 파동 이후 석유 메이저에 의존하지 않고, 산유국으로부터 직접 원유를 공급받아 석유제품을 생산하기 위해 설립되었다. 지분 63.4%를 가진 아람코로부터 원유를 직접 공급받고 있으며, 국내 정유 4사 중 정제 능력 3위, 글로벌 기준 5위에 해당한다. 39%의 고도화율로 경질유와 나프타 생산에 집중하고, 글로벌 최대 규모 합성섬유 원재료(PX) 생산시설을 보유하고 있다. 27년부터는 사힌 프로젝트로 기초유분 CAPA를 늘려 석화 산업에서도 영향력을 키울 계획이다.

S-oil 매출 구조 및 마진 기여도

동사의 사업부는 정유부문, 윤활부문과 석유화학부문에 구분된다. 유가와 경기에 따라 매출 비중이 변동이 있지만 평균적으로 정유부문에서 78%, 석유화학부문에서 13%, 윤활부문에서 9%의 매출이 발생한다. 그러나 마진 기여도 측면에서는 윤활부문의 비중이 40% 이상으로 가장 크다. 전술했듯이 윤활부문은 안정적이고 높은 마진으로 정유와 석화의 변동성을 완화해준다.

사업 확장 연혁

동사는 지속적 투자와 M&A로 석유 downstream의 수직계열화에 성공했다. 91년 아람코가 지분 35%를 인수하면서 외형 성장을 본격화했다. 동년, 방향족 공장을 가동하며 석유 화학 분야에서 규모를 키웠으며, 97년에는 세계 최대 규모 PX 생산능력을 확보했다. 2000년대에는 원유 메이저사인 'Total'과 윤활유 합작법을 설립하며 안정적 캐시카우를 확보했으며, 2010년대에는 5조 원 이상을 설비 증설에 투자하여 저질유를 경질유로 변환하는 시설을 만들었다. 그리고 22년, 아람코의 70억 달러 투자와 함께 석화 매출 비중을 25%까지 높일 사힌 프로젝트를 시작했다.

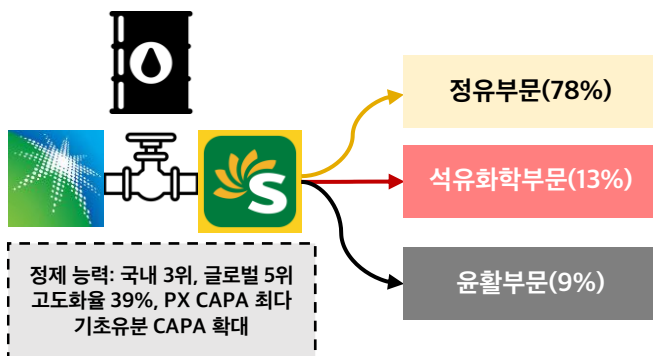
다운사이클과 부채증가

S-Oil은 22년부터 사힌 프로젝트라는 거대한 CapEx 구간을 통과하는 와중에, 다운사이클을 만나 수익 구조와 재무 건전성이 악화되었다. ROE는 지속적으로 감소했는데, 이는 순이익률과 자산회전율은 감소한 채, 재무레버리지만 증가한 결과이다. 동사의 금융부채는 사힌 프로젝트 시작 전보다 2배 이상 증가한 6.6조 원을 기록했으며, 부채비율도 130%에서 180%까지 상승했다.

CapEx 자금 확보 방안

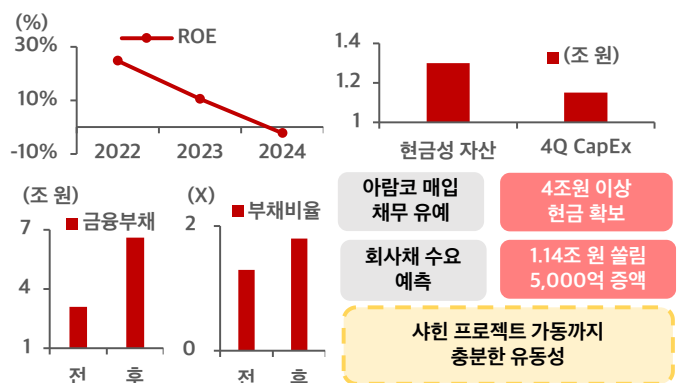
불안한 재무구조와 거대한 CapEx가 있지만 동사는 여전히 굳건하다. 업황 부진으로 감소한 순이익과 1.3조 원의 현금성 자산만을 고려하면 4분기에 집행할 1.15조 원의 사힌 프로젝트의 CapEx는 부담스럽다. 그러나 아람코가 매입 채무를 상환 유예하여 4조 원 이상의 현금을 마련할 수 있게 됐으며 3,500억 원 회사채 수요예측에서 1.14조의 주문을 받아 5,000억원의 증액 발행을 고려 중이다. 따라서 사힌 프로젝트가 가동될 때까지 동사는 충분한 시간을 벌 수 있다.

도표 2-1. 매출 구조 및 CAPA



출처: Dart, SMIC 5팀

도표 2-2. 재무 구조와 투자 체력



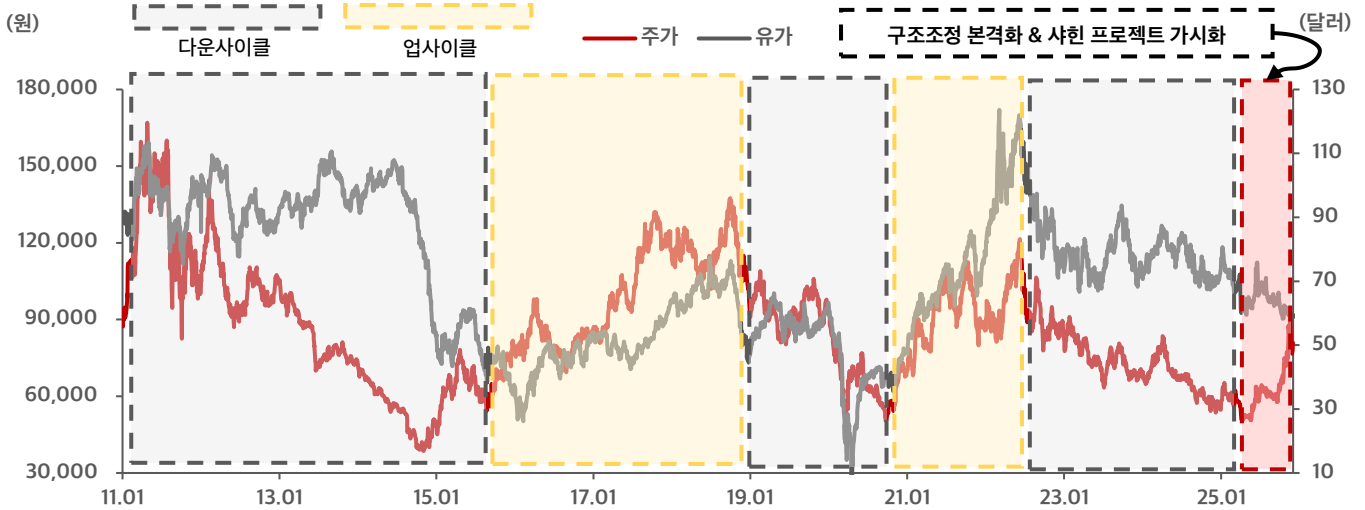
출처: Dart, 언론 종합, SMIC 5팀

배당 회복의 촉매  
:샤힌 프로젝트

전통적 배당주인 동사의 명예를 회복하기 위해서 샤힌은 필수적이다. 동사의 배당은 이익과 투자에 의해 결정된다. 대규모 증설을 하기 전인 17년까지만 하더라도 동사의 배당성향은 50%를 웃돌았다. 그러나 대규모 투자와 함께 30%대로 축소되었고, 20년 코로나 당시에는 배당이 없었으며, 현재도 샤힌 프로젝트 투자로 인해 연간 20% 이상 달성으로 목표를 축소했다. 하지만 동사는 샤힌 프로젝트의 가동 이후로는 압도적 비용 구조를 통해 고배당의 왕좌를 되찾을 것이다.

## 2.2. 주가 분석

도표 2-3. 주가 분석



출처: KRX, FRED, SMIC 5팀

- 중국 내재화율 상승** 11년부터 중국의 정제유 자급률이 높아지며 동사 마진에 대한 우려가 커지기 시작했다. 2011년부터 중국의 내재화가 시작되며, 해외 수요가 급감하자 동사의 정유사업부는 적자 전환하게 되었다. 이에 더해 중국 기업들의 수직계열화가 강화되며 동사는 전사적 마진 감소를 겪었다.
- 저유가로 수요 폭증** 15~18년은 중동과 미국의 원유 치킨게임으로 유가는 낮은 수준을 유지하면서, 중진국에서의 플라스틱 소비가 급증하며 슈퍼사이클이 도래했다. 동사가 조 단위 투자를 집행했던 PX 생산 설비가 빛을 발했으며, 높은 수요와 저렴한 유가로 정제마진은 18년까지 우상향했다. 게다가 동사는 5조 원 규모의 석유화학 확장 투자를 발표하고 배당성향이 50%를 넘는 등 초호황기를 누렸다.
- 중국 석화 내재화 및 코로나 19** 2019년, 중국 정부가 PX 자급자족 선언으로 인한 민영 기업의 대규모 증설과 미국 석유 메이저의 ECC 완공으로 스프레드는 폭락했다. 동사가 강점을 가지던 PX의 공급 과잉이 시작되고, ECC를 거쳐 저렴한 에틸렌이 대량 공급되자 정제마진도 떨어지기 시작했다. 이에 더해 2020년 코로나로 소비 심리가 추락하며, 과잉 공급과 부족한 수요가 만나 최악의 사이클이 도래했다.
- 러-우전쟁으로 스프레드 급등** 20~22년, 양적완화에 기인한 경기회복과 러우전쟁으로 인한 정제 시설 쇼티지로 석유 산업은 또 한 번 호황기를 누렸다. 글로벌 원유 공급량의 12%를 차지하고, 세계 3위의 정제 능력을 가졌던 러시아와의 교역이 차단되자 강력한 공급 쇼티지가 발생했고, 스프레드가 크게 벌어졌다.
- 부진한 업황, S-oil의 반격** 23년부터는 금리 인상, 중국의 경기 회복 실패/내재화율 증가에 더해 22년의 높은 기저로 산업 전체에 냉기가 불었다. 동사 역시 이로 인해 수익성의 하락을 겪었고, 대규모 CapEx까지 더해져 배당 성향을 축소했다. 그러나 3분기부터 정제마진이 BEP를 넘었으며, 글로벌 구조조정이 시작했으며, 샤힌 프로젝트의 완성이 가시화되면서 과투자 리스크가 성장 기대감으로 바뀌고 있다.

### 3. Super Shaheen ㄱ - 투자포인트 ①

#### 3.1. 동사 위주로 재편될 K-석유화학

##### 석유화학 침체기

에틸렌 수출을 주도하며 한국 경제를 이끌던 석유화학 산업은 긴 침체의 터널을 지나고 있다. 석유화학 산업군의 수익성을 대표하는 지표인 에틸렌 스프레드는 현재 손익분기점인 톤당 300달러를 넘지 못하고 있으며, 스프레드가 손익분기점보다 낮은 상황에서 공장을 돌리면 사실상 손해가 계속 누적될 뿐이다. 실제로 90%대를 유지하던 국내 주요 석유화학 업체들의 가동률은 60%~70%대까지 추락했으며, 롯데케미칼의 경우 8분기 연속 영업이익 적자를 기록했다.

##### 흐름에 역행하는

##### 동사

이처럼 업황의 부진이 장기화되면서 국내 석유화학 업체들은 감산과 구조조정이라는 고육지책을 통해 생존법을 모색하고 있다. 그러나 동사의 사실프젝트는 NCC 설비가 감축되는 흐름 속에서 오히려 설비를 대규모로 증설한다는 점에서, 한국의 여타 석유화학 업체와는 다른 무언가로 인식되어야 한다. 동사는 기존 NCC 설비로는 극복하기 어려웠던 수출 측면의 한계를 신공정 설비로 헤쳐나갈 것이다. 본격적으로 사실프젝트를 살펴보기에 앞서, 국내/외에서 진행되고 있는 NCC 설비의 축소와 구조조정의 흐름을 살핀 후, NCC 공정과 사실프젝트의 차이를 살펴보자.

##### 한국 구조조정 1)

한국의 석유화학 업체들은 정부 주도 하에 NCC 설비 감축을 진행 중이다. 롯데케미칼과 HD현대케미칼은 대산 단지의 양사 공장을 통폐합하는 구조조정안을 정부에 제출했으며, 해당 건을 시작으로 여수, 울산 공장에서의 구조조정 역시 가시화되고 있다. 12월 3일 국회에서 통과된 석유화학 특별법에서 기업결합 심사 기간을 30일 단축하고 조건 충족 시 카르텔 규제를 예외적으로 묵인하는 등, 정부 역시 기존 범용 설비를 감축하여 효율화하려는 움직임을 보이고 있다.

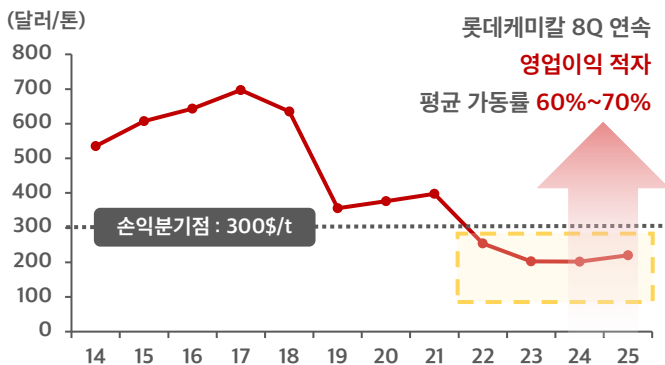
##### 한국 구조조정 2)

동사는 사실프젝트를 통해 연간 180만 톤의 추가적인 에틸렌 생산능력을 갖추게 되며, 24년 기준 국내 석화 업체 중 9위였던 동사는 증설 이후 4위로 올라서게 된다. 해당 증설분을 포함한 국내 업체들의 합산 에틸렌 연간 CAPA는 약 1,470만 톤이며, 정부는 석유화학 산업재편 간담회에서 기준치로 그 중 18~25%에 해당하는 270만~390만 톤의 감축을 제시하였다.

##### 한국 구조조정 3)

롯데케미칼과 HD현대케미칼의 합병을 통해 110만 톤의 감축이 예정되어 있으며, 8월부터 가동 중단 후 폐쇄 예정인 여천NCC 3공장의 CAPA는 47만 톤이다. 현재 논의가 한창인 GS칼텍스-LG화학의 통폐합을 통한 감축 예정분과 SK지오센트릭의 감축분을 고려하지 않더라도, 최소 157만 톤의 CAPA 감산은 확정적이다. 이는 정부 목표치의 하한선인 270만 톤의 55% 수준이다.

도표 3-1. 10년간 국내 에틸렌 스프레드 추이



출처: 한국화학산업협회, 산업통상자원부, SMIC 5팀

도표 3-2. 국내 업체별 에틸렌 CAPA 현황

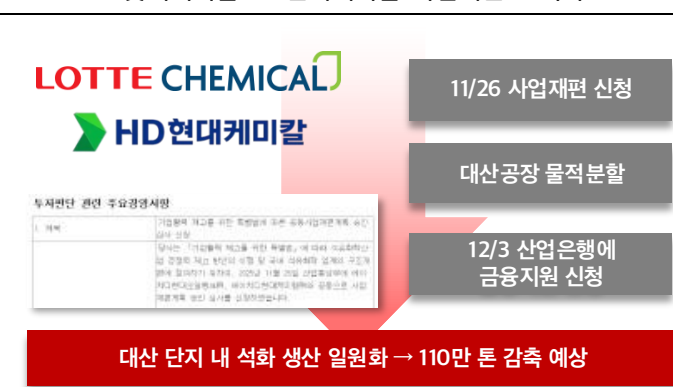
2024 국내 업체별 에틸렌 생산능력				동사 증설분 반영 후 에틸렌 생산능력			
순위	업체명	CAPA(천 톤)	비중	순위	업체명	CAPA(천 톤)	비중
1	LG화학	3300	25.8%	1	LG화학	3300	22.6%
2	롯데케미칼	2330	18.2%	2	롯데케미칼	2330	16.0%
3	여천NCC	2285	17.9%	3	여천NCC	2285	15.7%
4	한화토탈	1525	11.9%	4	S-oil	2000	13.7%
5	대한유화	900	7.0%	5	한화토탈	1525	10.4%
6	HD현대	850	6.6%	6	대한유화	900	6.2%
7	GS칼텍스	750	5.9%	7	HD현대	850	5.8%
8	SK지오센트릭	660	5.2%	8	GS칼텍스	750	5.1%
9	S-oil	200	1.6%	9	SK지오센트릭	660	4.5%

Shaheen Project 완공 시 동사 비중 큰 폭으로 증가

출처: 한국화학산업협회, SMIC 5팀

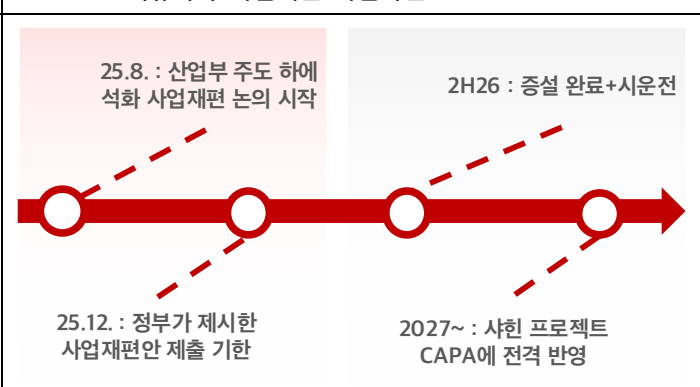
<p>정부 조정 방향성 : 고부가로의 전환</p>	<p>그렇다면 동사의 설비 증설이 정부의 석유화학 사업재편 기조와 충돌할 위험은 없는 것일까? <b>본서는 다음과 같은 이유로 그 개연성이 매우 낮다고 판단한다.</b> 우선 정부가 추진하는 석유화학 산업 구조개편의 핵심은 원가 경쟁력을 상실한 노후 NCC 설비의 감축과 고부가 설비로의 전환에 있다. 이는 <b>저효율의 설비를 단계적으로 축소하고 체질을 개선하고자 함으로, 동사 프로젝트의 신공정 설비는 해당사항이 없다.</b></p>
<p>통폐합 논의 중인 설비: 저부가 제품군</p>	<p>전술한 157만 톤 규모의 CAPA 감축 계획 외에 가장 진척도가 높은 논의로는 LG화학과 GS칼텍스 통폐합 건이 있다. 양사는 8월부터 최근까지 접촉을 이어오며, LG화학의 NCC 공장을 GS칼텍스에 매각 후 J/V 형태로 운영하는 방안을 검토 중이다. <b>해당 건에서 통폐합의 대상이 되는 설비는 범용 올레핀 비중이 높지만, 동사의 기존 설비는 부가가치가 높은 방향족 제품 비중이 훨씬 높다는 점에서 성격이 다르다.</b> 이러한 차이를 고려하면, 고부가로의 전환이라는 사업재편 기조와의 정합성 측면에서도 동사 설비를 감축 대상으로 인식하는 것은 합리적이지 않다.</p>
<p>아직 생산능력으로 집계되지 않음</p>	<p>아울러 정부는 산단별로 공급 감축량을 배분하거나 특정 기업에 설비 축소를 직접적으로 지시하지 않았다. 270만~390만 톤이라는 목표치의 총량만 제시했을뿐, 이행 방식은 기업의 자율에 맡기는 방식을 유지하고 있다. 사한 프로젝트의 180만 톤 증설분이 실제 동사의 생산능력에 반영되는 시점은 2027년이다. <b>아직 가동 중이지도 않은 신규 설비를 올해 말까지로 데드라인이 설정된 구조조정 대상으로 포함시킨다는 것은 사실상 실현이 어려운 타당공론에 가깝다.</b></p>
<p>해외는 어떻게?</p>	<p>이와 같이 국내에서는 범용 중심의 저부가 설비를 축소하고 고부가 중심으로 재편하는 구조조정이 진행되고 있으며, 동사의 프로젝트는 이러한 감축 기조와 충돌하지 않음을 확인했다. 그렇다면 <b>해외 주요국 석화 업체들의 구조조정은 어떻게 진행되고 있을까?</b></p>
<p>중국 구조조정</p>	<p><b>중국의 경우 노후 설비 위주로 구조조정을 진행하고 있다.</b> 24년 중국 공업정보화부에서 범용 중간체 및 저부가 제품에 대해 증설을 제한할 것임을 밝힌 이후로, 올 하반기 저부가 화학제품에 대한 신규투입 속도를 통제할 것임을 추가로 밝혔다. PetroChina는 노후된 정유 및 화학 설비 19기에 대한 영구 폐쇄를 발표했으며, 실제로 올해 6월 다렌 정유소의 가동을 중단하였다.</p>
<p>유럽 구조조정</p>	<p><b>24년부터 27년까지 폐쇄되었거나 폐쇄 예정인 유럽 스팀 크래커의 규모는 총 3,945만 톤으로, 유럽 역시 설비 감축이 한창이다.</b> 폐쇄 검토 및 예정 설비의 26%가 올레핀, 23%가 폴리머로 기초유분 설비에 대한 구조조정에 집중하고 있음을 알 수 있다. 22년부터 지속적으로 상승 중인 수입 의존도 역시, 설비 감축으로 인해 유럽의 화학제품 자급률이 낮아지고 있음을 시사한다.</p>

도표 3-3. 롯데케미칼-HD현대케미칼 사업재편 도식화



출처: Dart, SMIC 5팀

도표 3-4. 석유화학 사업재편 타임라인

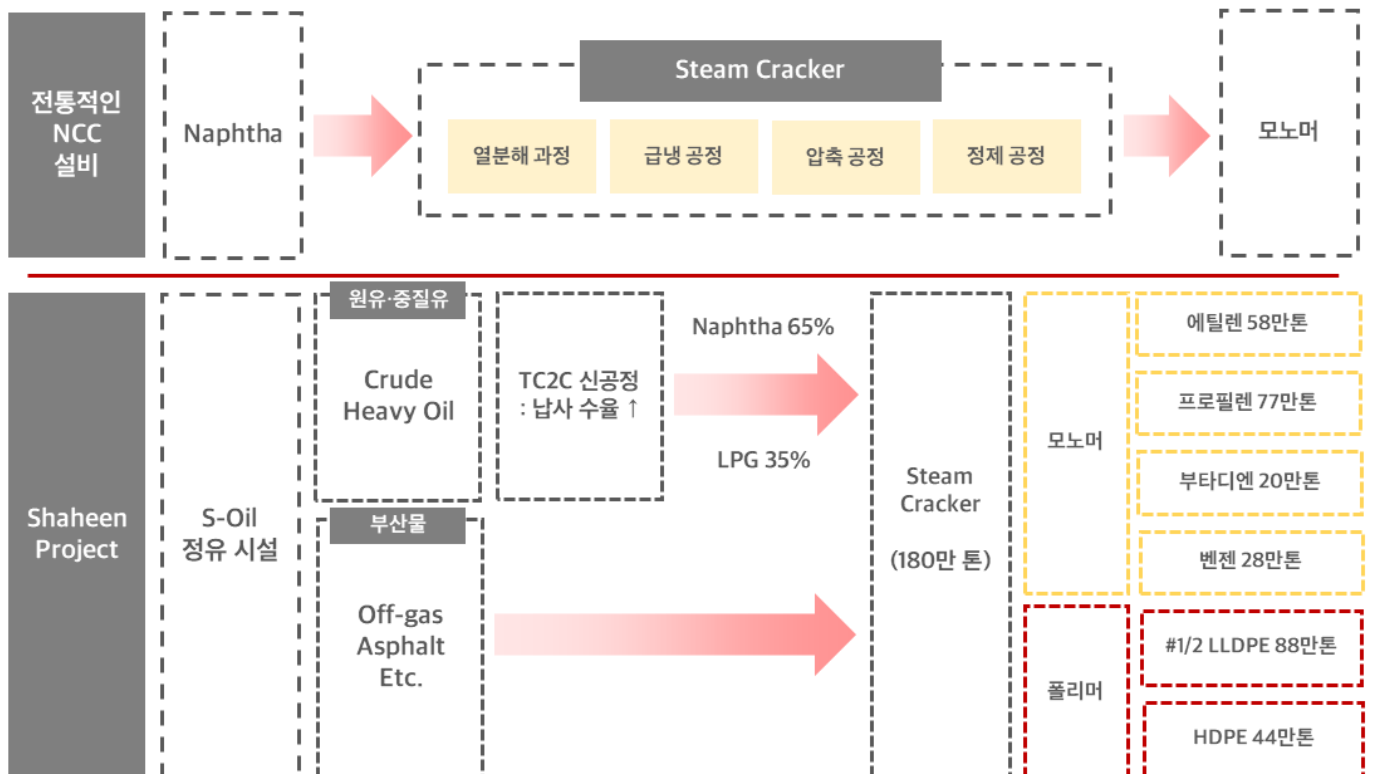


출처: 산업통상자원부, 동사, SMIC 5팀

### 3.2. 샤힌 프로젝트의 당위성

샤힌 프로젝트란	2022년 동사와 아람코는 9.26조원 규모의 샤힌 프로젝트의 출발을 공식화했다. 26년 6월 완공을 목표로 하는 해당 프로젝트는 Lummus Technology의 TC2C(Thermal Crude to Chemical) 공정을 국내 최초로 도입하는 사업이다. <b>현재 국내의 모든 석유화학 업체들이 NCC 기반 설비를 운영 중인 상황에서, 본 프로젝트는 국내 최초로 TC2C 공정을 상용화하려는 시도이다.</b>
석유화학 비중 Up	<b>프로젝트가 완료되면, 동사의 사업부 중에서 석유화학이 차지하는 비중은 현재의 12%에서 25% 수준으로 확대된다.</b> 이는 단순히 증설로 인한 비중 확대가 아니라, TC2C 공정을 통한 수율 개선 분까지 반영된 결과이다. TC2C 공정과 더불어 연간 180만 톤의 에틸렌 생산 능력을 갖춘 스팀 크래커 및 에틸렌으로부터 고도화 제품을 생산하는 폴리머 공정 역시 갖추게 된다.
당위성은 충분	이는 전술했듯 국내 업체들이 NCC 설비를 감축하는 흐름과 상반되는 선택으로 보일 수 있다. 그러나 이는 (1) 공정 구조의 차이에 기반한 수율 개선을 통해 기존 NCC 대비 수익성을 큰 폭으로 제고할 수 있으며, (2) 글로벌 석유화학의 제품의 공급 과잉 압력이 예년에 비해 완화되는 흐름이라는 점, (3) 아람코 역시 동사를 동북아시아 다운스트림 입지 강화를 위한 전략적 거점으로 고려하고 있다는 점에서 샤힌 프로젝트는 충분히 합리적이다.
TC2C 공정의 이해	기존 NCC 업체들은 원유 정제과정에서 나오는 납사를 스팀 크래커에서 화학 제품으로 전환하는 공정을 거친다. TC2C 공정은 이와 달리 원유나 중질유를 곧바로 에틸렌, 프로필렌 등의 기초유분으로 전환한다. 즉 정유 공정과 석유화학 공정이 분리되어 있어 납사를 외부에서 구매하거나 별도 생산해야 했던 NCC와 달리, 원유를 정제하여 납사를 추출하는 중간 공정을 생략하여 정유-화학 공정을 통합함으로써 개선된 수율 및 원료 경쟁력을 확보하게 된다.

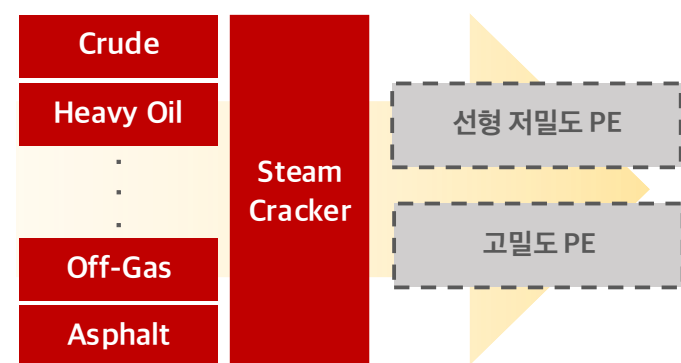
도표 3-5. 샤힌 프로젝트와 기존 NCC 설비의 공정 차이



출처: LG화학, 동사 IR, SMIC 5팀

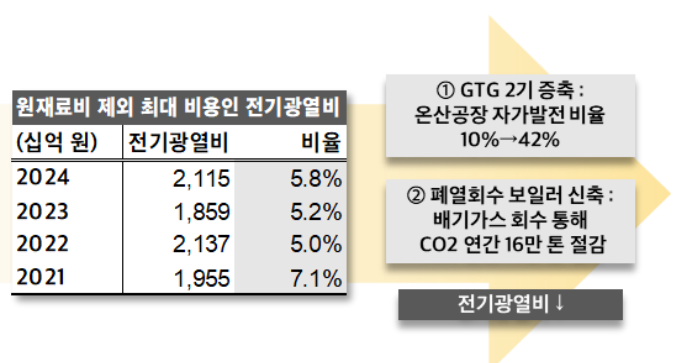
원재료 직접 조달	기존 NCC 업체들은 정제된 납사를 외부에서 조달해야 하며, 이 과정에서 정유사 마진뿐 아니라 운송 및 하역비까지 원가에 반영될 수밖에 없다. 반면 동사 신규 설비의 경우 정유 및 화학 공정이 통합되어 이러한 비용이 발생하지 않으며, 기존 정비시설로부터 원재료의 83%를 자체적으로 조달할 수 있기 때문에 원재료 가격 변동의 영향을 줄일 수 있다. 대주주인 아람코와의 장기 공급 계약을 통해 안정적으로 원유를 수급할 수 있는 기반 역시 갖추었다.
수익성 제고 : 수율 개선 1)	원재료 차이에 더하여, NCC와 TC2C는 수율 측면에서 막대한 차이가 존재한다. 대한석유회사의 통계에 따르면 국내 정유업체들의 납사 수율은 원유의 약 25% 수준이며, 납사를 스팀 크래커에 투입했을 때 나오는 에틸렌의 비중은 그 중 31% 남짓이다. 두 값을 곱해보면 에틸렌의 수율은 대략 7~8%대로 추정되며, 이는 동사가 기존 화학제품의 수율로 제시한 10%와 비슷한 수준이다.
수익성 제고 : 수율 개선 2)	동사는 TC2C 공정이 완성될 경우 약 70%의 전환율을 달성할 것임을 제시했다. 기존 NCC 공정은 원유의 정제 과정에서 얻어지는 다양한 분획 중 납사만을 스팀 크래커의 원료로 사용할 수 있다는 한계를 갖는다. 반면 동사의 신공정은 부생가스, LPG, 중질유 등의 부산물도 기초유분 원료로 활용할 수 있도록 설계되었다. 실제로 2019년 이후 가동된 중국 COTC 설비들의 평균 Chemical Yield는 40~50%로, 전통적인 NCC 대비 수율 면에서 뚜렷한 우위를 보인다.
폴리머 공정 신설	동사는 에틸렌으로부터 선형 저밀도 PE 및 고밀도 PE 등 고부가가치의 화학 제품을 생산하는 폴리머 공정 역시 건설 중이다. 기존에 보유하고 있던 정유시설에서 나오는 Off-gas, 납사, 아스팔트 등의 저부가가치 원료를 폴리머 공정을 통해 고부가의 제품으로 전환할 수 있게 된다.
수직 계열화 이륙	기존 정유시설과 TC2C-스팀 크래커-폴리머로 이어지는 공정 밸류체인을 통합하여 수직 계열화에 성공했다는 점 역시 중요하다. 사힌 프로젝트의 건설사인 DL이앤씨와 현대건설에서는 올해 7월 기존 정유 플랜트와 신규 설비를 연결하는 PAR(Pre-Assembled Pipe Rack) 모듈의 설치를 완료하였음을 밝혔다. 마진과 운반비를 지불하고 외부에서 납사를 사와야 했던 기존 업체들과는 달리, 동사의 수직 계열화 덕분에 자체 정유 시설로부터 원료의 83%를 공급받을 수 있게 된다.
가스터빈 발전기 : 에너지 효율성 ↑	동사는 150MW 규모의 GTG(가스터빈 발전기) 2기와 폐열 회수 보일러 2기를 설치하여 전력 공급의 안정성을 제고하고 탄소배출을 감축한다. 동사 비용 지출의 구성을 살펴보면, 전기광열비가 원재료비 다음으로 가장 높은 비중을 차지한다. GTG는 천연가스를 연료로 전력을 단지 내에서 자가생산하는 설비다. GTG가 완공되면 기존 10%에 불과했던 동사 온산공장의 자가발전 비율이 42%로 대폭 확대되며, 이는 동사 석유화학 부문의 에너지 효율성 제고로 이어진다.

도표 3-6. 폴리머 공정을 통한 저부가 원료의 Value Up



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

도표 3-7. 에너지 효율성 제고



출처: Dart, 동사 IR, SMIC 5팀

폐열 회수 보일러 또한 동사는 해당 과정에서 발생한 고온의 배기가스를 바로 대기 중으로 배출하지 않고, 폐열 회수 보일러를 통해 회수한다. 폐열을 회수한 후 보일러 내부의 공급수를 초고압 스팀으로 전환하여 후속 공정 압축기들의 구동원으로 활용한다. 이를 통해 기존 보일러들의 운전 부담을 완화함으로써 직간접적으로 배출되는 이산화탄소를 연간 16만 톤 저감하는 효과가 기대된다.

미국과의 비교 : Oil/Gas Ratio 지금까지 TC2C 공정을 통한 수율 개선과 GTG 설비를 통한 에너지 효율성 제고 등 사힌 프로젝트의 수익성 개선 요인을 살펴보았다. 이제 주요 생산국인 중국과 미국의 석화 산업을 살펴보고자 한다. 물론 앞으로의 수많은 매크로 변수들의 방향성을 정확히 예측하는 것은 불가능에 가깝다. 그렇지만 주요 생산국의 원료 가격의 방향성과 국제적인 환경 변화를 관찰한다면 과거와 같은 수준의 공급 과잉이 다시 재개될 것인지에 대한 실마리를 얻을 수 있을 것이다. 이러한 관점에서 글로벌 공급 과잉이 과거처럼 공격적으로 재현되기는 어려운 구조적 요인을 검토해보자.

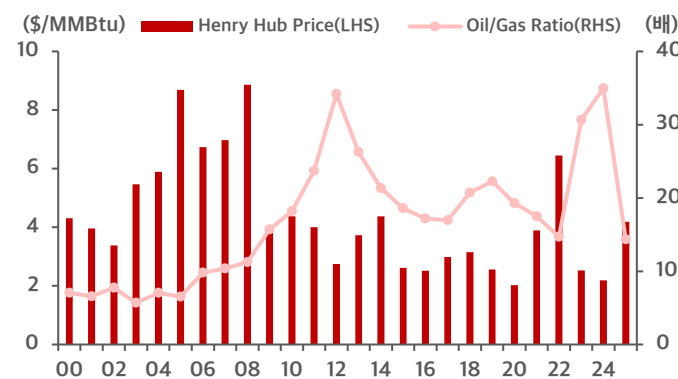
천연가스 P ↑ → Oil/Gas Ratio ↓ 미국 ECC와 한국 NCC의 원가 경쟁력을 비교하여 살펴보기 위해서는 NCC의 원료인 원유 가격을 ECC의 원료인 천연가스의 가격으로 나눈 값인 Oil/Gas Ratio를 확인하면 된다. 값이 높으면 ECC가 상대적인 원가 경쟁력을 가지는 것으로 이해하면 된다. 미국의 전력 수요는 개인용 PC의 보급 및 산업화로 2008년까지 증가했다. 이는 가스 발전의 수요 증가로 이어졌고, 천연가스 가격이 8.86\$/MMBtu까지 치솟으며 당시 Oil/Gas Ratio는 10 이하의 낮은 수준을 유지했다.

주춤하던 ECC EIA에 따르면 해당 기간동안 북미 에틸렌 생산 설비의 증설은 전혀 이루어지지 않았으며, 오히려 상대적으로 원가 우위를 갖추게 된 중국과 한국 NCC 업체들이 큰 폭으로 증설을 감행했다. 이러한 사실에 더하여, 25년 현재 Oil/Gas Ratio는 당시와 비슷한 수준으로 내려온 상태이다.

미국 천연가스 수출 ↑ 현재 미국은 전방 AI 및 데이터센터 증설에 따른 전력 수요의 증가와 트럼프 행정부의 LNG 수출 확대 정책이 맞물리며, 천연가스에 대한 구조적 초과 수요 국면에 진입하고 있다. EIA(미국 에너지 관리청)에 따르면, 북미 터미널들의 24년 초 11.4Bcf/d 수준이었던 LNG 수출 CAPA는 집중적인 증설을 거치며 29년 28.7Bcf/d로 LNG 수출 용량이 약 2.5배 증가할 예정이다.

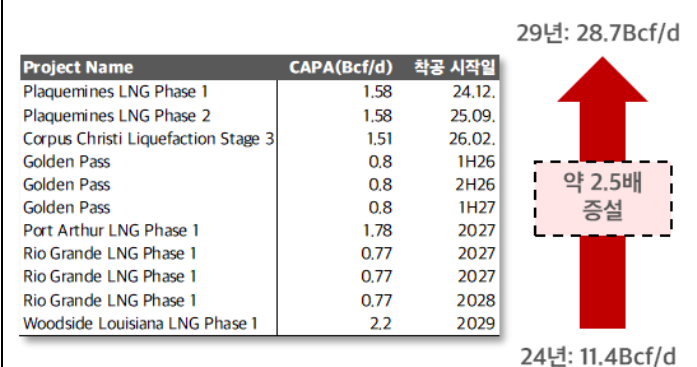
증산 여력 : 제한적일 것 반면 공급 측면에서는, 미국 내 셰일 가스 생산의 피크아웃 우려가 제기된다. [5. 투자포인트 2]에서 후술하겠지만 미국 내 시추리그 수가 감소하고 있다는 점과 유가 추이를 종합적으로 감안하였을 때, 미국의 증산 여력은 제한적일 것으로 판단된다. 천연가스의 수출 수요 증가, 셰일 가스 증산 여력의 구조적 제한을 고려한다면 천연가스 가격이 과거 수준으로 낮게 유지되기는 어렵다고 보는 것이 합리적이다. 즉 석화 제품의 공급이 과거 수준으로 과열되지는 않을 것이다.

도표 3-8. Oil/Gas Ratio 및 미국 천연가스 가격



출처: 미국 에너지 관리청, SMIC 5팀

도표 3-9. 미국 LNG터미널 수출 CAPA 증설 계획



출처: 미국 에너지 관리청, SMIC 5팀

**중국 : 러시아 납사 비중 감소** 24년 중국의 러시아산 납사 수입량은 355.7만톤으로, 전체 납사 비중 중 29.3%를 차지했다. 하지만 25년 1~10월 누계 기준으로는 러시아산 납사의 비중이 20.8%로, 전년 대비 약 30% 감소했다. 이는 곧 러시아로부터 7~8% 가량 저렴하게 납사를 수입해 사용하던 중국 석유화학 업체들의 구조적 원가 우위가 과거 대비 점진적으로 약화되고 있음을 보여준다. 트럼프 행정부 역시 러시아산 원유를 구매하는 국가들에 대해 2차 관세를 도입할 것이라 압박하고 있으며, 올해 8월 실제로 러시아산 원유를 수입하여 사용한 인도에게 25%의 추가 관세를 부여한 바 있다.

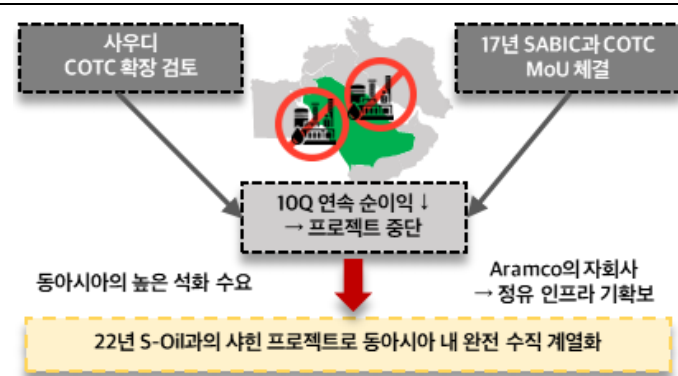
**Why not 중동?** 최근 사우디 아람코는 중동 내 COTC 설비 확장에 소극적인 태도를 보이고 있다. 안부와 주바이일에서 검토하던 3개의 대형 프로젝트를 사실상 중단하였으며, 이는 10분기 연속 순이익이 감소함에 따라 재정 건전성을 제고하고자 한 결과로 해석된다. 그런데 아람코가 중동에 직접 투자하지 않고 동북아시아에 위치한 동사와 석유화학 프로젝트를 추진 중인 것은 어떤 연유에서일까?

**다운스트림 경쟁력을 제고하려는 아람코** 아람코는 2017년 다운스트림 화학사업의 비중을 확대하고자 사우디아라비아의 석화 기업인 사빅과 대규모 COTC 단지 개발을 위한 MoU를 체결한 전례가 있다. 그러나 24년 10월에는 라스알카이르에 계획된 40만 배럴 규모의 정유화학 시설 건설을 철회했음을 밝혔다. 아람코 대표이사는 업스트림에 비해 다운스트림의 입지가 상대적으로 약하다는 것을 언급하며, 아시아가 석화 제품의 수요가 높기 때문에 아시아에 집중할 것임을 밝혔다. **아시아 국가들의 높은 화학제품 수요는 아람코의 한국 진출에 힘을 더한다.** 2019년 글로벌 플라스틱 소비에서 중국과 OECD 아시아 국가들의 합산 비중은 24.4%로, 이는 18.3%의 미국과 13.8%의 EU 국가보다 높은 수준이다.

**Why S-Oil?** 이러한 맥락에서, 아람코가 동사를 동북아시아 석유화학의 전진기지로 선택한 것은 사실상 대체 옵션이 존재하지 않기 때문이다. 동사는 아람코가 63%의 지분을 보유한 핵심 자회사로, 당사와의 장기 공급 계약에 따라 원유를 안정적으로 공급할 수 있는 정유 인프라가 갖추어져 있다. 기존의 우수한 정유 인프라를 바탕으로 TC2C 신공정과의 연계를 통해 업스트림에서 다운스트림으로 이어지는 수직 계열화의 실현이 용이하다는 점 역시 중요한 요소이다.

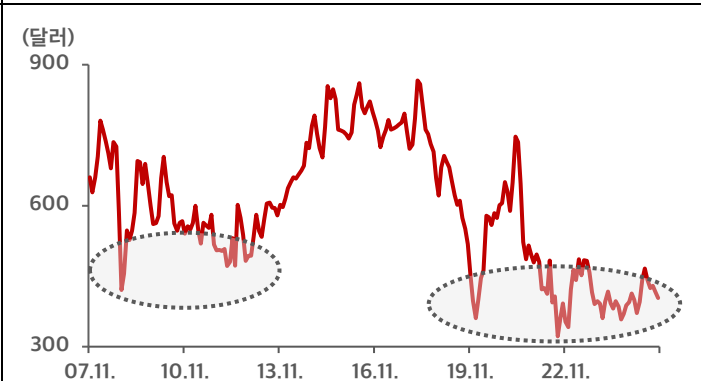
**석유화학 Cycle** HDPE-납사 스프레드를 통해 석유화학 사이클이 바닥 국면이었던 상황과 현 상황의 유사성을 살펴보자. 08~12년 미국/유럽의 석화 업체들은 중국 석화 생산시설의 지속적인 증설과 금융위기로 인한 경기 불황으로 뼈아픈 감산을 겪을 수밖에 없었다. 그러나 14년 셰일 혁명으로 저유가 상황이 도래하자, 감소한 공급 대비 수요가 폭증하며 석화 ASP의 반등이 시작됐다. 25년 현 시점에서 유럽은 지속적 설비 폐쇄로 자급률이 떨어졌으며, 중국 역시 노후 설비의 구조조정을 진행 중이다. 업황 둔화의 속도가 느려지는 지금, 한 줄기 빛이 석화 업계로 들어오고 있다.

도표 3-10. Why S-Oil?



출처: 언론종합, SMIC 5팀

도표 3-11. HDPE 수출가 - 납사 수입가



출처: 관세청, SMIC 5팀

## 4. 유가·정제마진 나쁘지 않다! - 투자포인트 ②

### 4.1. 하방이 지지가 될 유가

하방 압력이 강한  
유가 현황

현재 글로벌 원유 시장은 공급 과잉 압력으로 인해 약세 흐름이 지속될 전망이다. EIA에 따르면 26년 전세계 석유 수요 증가폭은 112만 b/d에 그치는 반면, 공급은 131만 b/d 증가해 초과 공급이 발생할 예정이다. 이는 미국의 강력한 증산 기조(Drill Baby Drill)와 브라질, 가이아나 등 남미 해상 유전의 조기 가동이 맞물린 결과(80만 b/d)다. 두바이유는 연초 \$80/배럴에서 \$63/배럴까지 하락하였으나, 본서는 26년까지 유가가 두바이유 기준 \$60/배럴 선에서 하방 경직성을 확보하며 지지될 것으로 전망한다. 그렇다면 유가가 \$60/배럴에서 지지될 수 있는 근거를 알아보자.

미국 신규 유정  
BEP는 \$60대

미국 셰일업체들의 신규 유정 BEP은 WTI기준 \$60~65선으로, 이 가격 아래에서는 급격한 증산이 불가능하다. 25년 4월 상호관세 등으로 인한 무역 갈등 심화로 WTI가 \$56까지 하락하자 Exxon Mobil과 Chevron을 제외한 상위 20개 셰일업체들은 자본 지출을 3% 이상 삭감하며, WTI \$60/배럴을 실질적인 생산 하한선으로 인식하고 있음을 입증했다. 이에 따라 통상 두바이유 가격이 통상 WTI보다 0~8% 높게 형성되는 가격 스프레드를 고려할 때, 미국 신규 유정 BEP는 두바이유가 \$60/배럴 이상에서 지지력을 갖게 하는 핵심 펀더멘털 요인으로 작용한다.

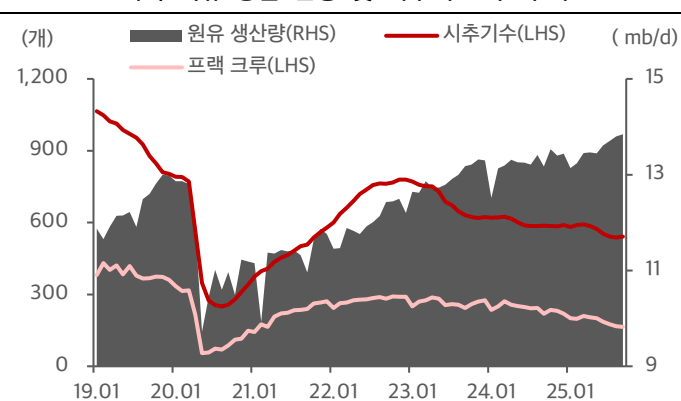
미국 셰일오일의  
Peak out이 2027년

EIA에 따르면 미국 셰일 생산량은 2027년 정점을 찍고 Peak out이 발생할 것이다. 현재 미국 전체 원유 생산량의 48%를 차지하는 퍼미안 분지는 미국 원유 생산의 신규 증가분 대부분을 차지한다. 하지만 퍼미안 분지에서 가장 생산성이 높은 Tier 1 땅의 시추는 거의 한계에 달했으며, 신규 Tier 2, 3 유전에서는 석유보다 물의 비율이 높아 추가적인 비용 문제를 야기하고 있다. 또한, 미국 내 시추리그 수의 감소 역시 미국의 증산이 곧 한계에 도달할 수 있음을 시사한다.

사우디의 비전2030  
및 재정적자 문제

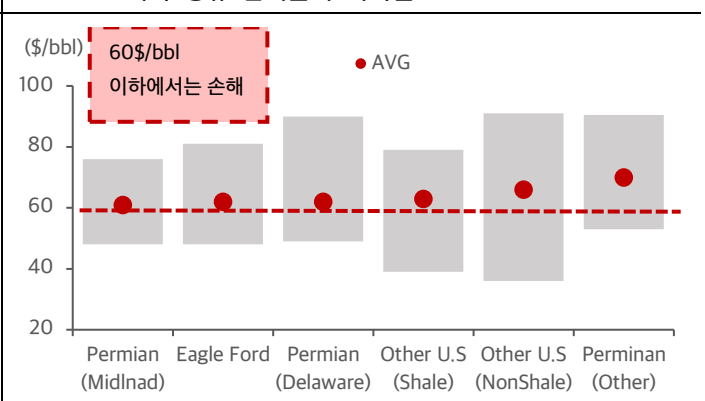
사우디아라비아의 비전2030과 재정적자 문제는 OPEC+의 과감한 증산을 방지할 것이다. 16년부터 사우디아라비아는 비전2030를 통해 탈석유화 및 대규모 인프라 개발을 진행하고 있다. 그에 따른 비용은 약 \$2조로 추산되며, 해당 프로젝트를 충당하기 위해서는 유가 \$60/배럴 기준 8.4년, \$40/배럴 기준 12.6년의 석유 판매 대금이 투입되어야 한다. 사우디아라비아는 최근 3년 연속 재정적자가 발생 및 올해도 약 \$650억 규모의 적자(GDP의 5.3%)가 예상된다. 따라서 사우디아라비아는 재정 확보를 위해서는 유가를 급락시키지 않는 선에서 점진적인 증산을 하는 것이 유리하다. 26년 1분기 증산 중단 결정은 이러한 맥락에서 일시적 과잉 공급을 우려한 결정이었다.

도표 4-1. 미국 석유 공급 현황 및 시추리그 수 추이



출처: EIA, SMIC 5팀

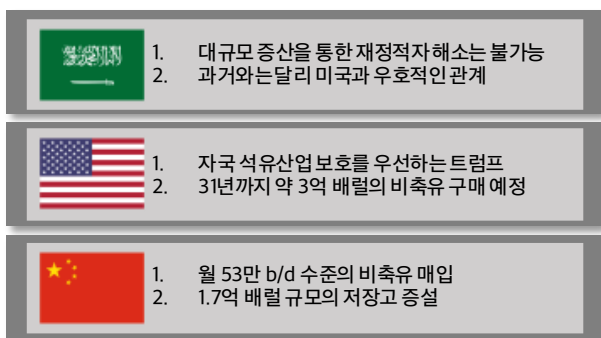
도표 4-2. 미국 정유 업체들의 지역별 BEP



출처: Dallas Fed, SMIC 5팀

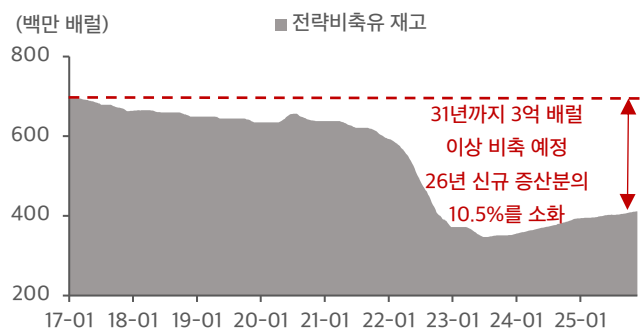
재정적자는 증산으로 이뤄낼 수 없다	사우디아라비아가 대규모 증산을 통해 재정적자를 만회하려는 시도는 현실적으로 불가능하다. 만약 사우디아라비아가 보유한 추가 생산 여력(230만 b/d)을 모두 증산할 경우, 이는 24년 총 석유 생산량(9,689만 b/d)의 2.4%에 달하며 해당 증가분은 유가가 \$100에서 \$20볼로 급락했던 2015년도(총 생산증가율 3.3%)에 버금가는 충격을 줄 수 있다. 따라서 가격 민감도가 높은 석유 시장의 특성상, 무리한 증산은 유가 붕괴로 이어져 Q 증가 효과를 압도하는 P 급락을 초래하여 결과적으로 사우디의 총수입을 오히려 감소시킬 것이다.
2014년과는 다른 현재의 상황	또한, <b>현 정세는 14년의 치킨게임과 상황이 다르다.</b> 14년에 유가가 급락했던 이유는 셰일 산업의 성장을 견제하기 위한 사우디아라비아의 자구책 때문이었다. 하지만 전술하였듯이, 셰일 산업은 성숙기에 도달하였으며, 사우디아라비아는 미국과 우호적인 관계를 맺고 있다. <b>25년 4월 OPEC+ 증산을 결정한 이유 역시 미국과 사우디아라비아의 외교적·경제적 관계가 핵심적인 원인이었다.</b> 따라서 현재 상황에서 사우디아라비아가 대규모 증산을 통한 유가 급락을 유발할 동기는 작다.
트럼프도 유가 폭락을 원하지 않음	트럼프 역시 대규모 증산을 통한 유가의 폭락을 원하는 인물이 아니다. 트럼프가 진정으로 추구하는 바는 자국 석유 산업이 생존할 수 있는 이익을(\$60/배럴 이상) 확보하면서도, 인플레이션 제어와 에너지 패권을 동시에 달성할 수 있는 '통제 가능한 하향 안정화'다. 실제로 코로나 당시 유가가 마이너스까지 폭락하자, 트럼프는 오히려 사우디를 압박해 역대 최대 규모의 감산을(970만 b/d) 이끌어 냈다. <b>이처럼 트럼프는 자국의 석유 산업 보호를 우선하며, 셰일 업계의 붕괴를 초래할 정도의 급격한 유가 하락을 유도할 가능성은 매우 낮다.</b>
미국의 전략비축유 증가는 하방지지요인	미국의 전략비축유(SPR) 축적 역시 유가의 하방을 지지하는 핵심 변수다. 트럼프 행정부는 안보 강화를 위해 31년까지 비축유의 최대 용량(7.14억 배럴)까지 최소 3억 배럴 이상의 석유 구매를 지시했으며, 이미 OBBBA 법안을 통해 13억 달러의 예산을 확보했다. 31년까지 연평균 5천만 배럴(13.7만 b/d)이 매입된다고 가정했을 때, 해당 매입분은 26년 전세계 신규 원유 증산량의 10.5%를 흡수하게 되며, 이는 석유의 공급 과잉 문제를 효과적으로 상쇄하는 역할을 할 전망이다.
중국도 전략비축유를 비축하고 있는 중	중국 또한 원유를 계속 비축할 것으로 전망된다. 현재 중국 정부의 원유 재고 비축 목표는 약 20억 배럴로 추산되는데, 실제로 올해 9월까지 원유를 약 53만 b/d 수준으로 사들이며 글로벌 신규 증산량의 18.9%를 홀로 흡수했다. 특히 주목할 점은 저장 설비의 공격적인 증설이다. 25~26년 예정된 1.7억 배럴 규모의 저장고 증설은 지난 5년 치 합산 증설량과 맞먹는 수준으로, 이는 중국의 추가 비축 의지가 여전히 강력함을 증명한다. 즉, 중국의 전략적 비축 수요는 미국과 더불어 유가 급락을 방어하는 확실한 완충 역할을 수행할 것이다.

도표 4-3. 유가의 하방을 지지하는 각국의 정책



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

도표 4-4. 미국의 전략비축유 추이 및 전망

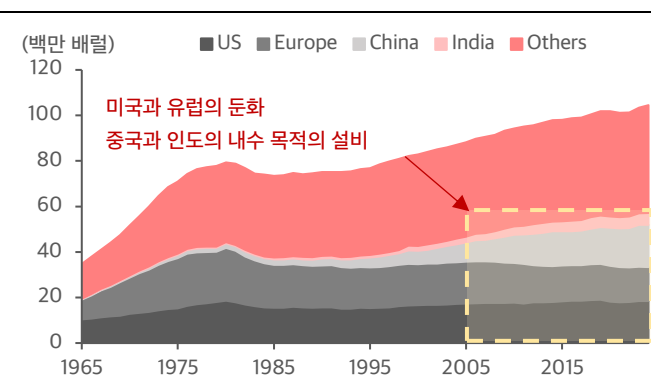


출처: EIA, SMIC 5팀

## 4.2. 정유업체에 유리한 거시적 환경

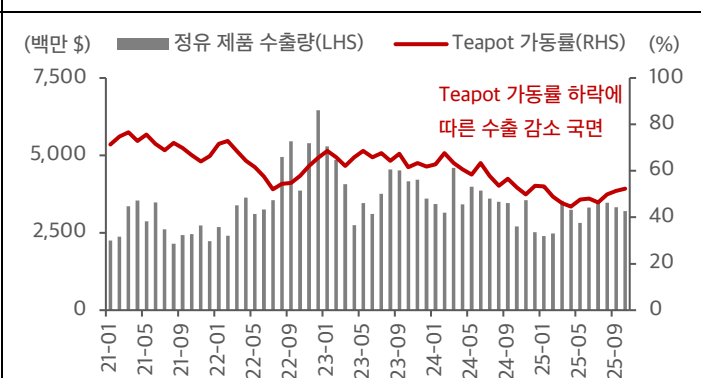
순증설 규모로 바라본 정유 제품의 미래	전 세계적으로 정제 설비 순증설 규모는 축소되고 있다. 26년 정제 설비 순증설 규모는 70~80만 b/d로 소폭 증가(총 설비의 0.8%)가 예상되지만, 이 또한 전년 대비(160만 b/d) 훨씬 감소한 수준이다. 30년까지 예정된 증설량(170만 b/d)은 수요 증가량(310만 b/d)에 비해 낮다는 점에서 정제 설비 증설은 정유 제품 시장에 크게 부담스럽지 않을 예정이다.
유럽의 정제 설비 폐쇄	정제 설비 폐쇄가 가장 빠를 것으로 보이는 것은 유럽이다. 2010년대 이후, 유럽은 설비 노후화, 탄소배출 규제가 강화되면서 약 247만 b/d 규모의 설비가 순감소했다. 특히, 탄소배출권의 가격이 20년 이후 약 4배가량 증가하면서(€80/1톤), 배럴당 \$2~3 수준의 마진 악화가 발생하고 있다. 아울러, 26년부터는 탄소배출권의 무상 할당을 단계적으로 폐지하기로 결정했다는 점에서 유럽의 노후화된 설비들은 탄소배출권 측면에서 추가적인 마진 압박이 발생할 것이다.
미국의 정유 설비 폐쇄	세계 2위 정제 설비 보유국 미국(1,841만 b/d)도 증설이 정체되고 있다. 15년 이후 미국의 정제 설비 용량은 정체 구간에 있으며, 현재 서부 캘리포니아를 중심으로 정제 설비들이 폐쇄의 길을 걷고 있다. 현재 주된 폐쇄 계획으로는 25년 Philips 66(전 세계 총생산량의 1.3%), 26년 Valero(1.4%)이 예정되어 있다. 최근 트럼프는 40년 만에 캘리포니아 연안 시추를 허용했는데, 이 역시 주정부와의 갈등, 개발 기간 등을 고려했을 때, 28년까지 미칠 영향은 미미할 것이다.
중국의 구조조정과 수출 억제 정책	중국은 26년에 동사 생산능력의 45%(30만 b/d) 수준의 신규 증설이 예정되어 있음에도 불구하고, 강력한 구조조정과 수출 억제 정책 때문에 글로벌 시장에 대한 공급 충격이 미미할 전망이다. 중국은 25년 말부터 정제 설비 총량을 2,000만 b/d 이하로 묶는 상한선을 정해(현재 1,842만 b/d), 향후 순증설이 둔화할 것으로 전망된다. 여기에 중국은 수출에 대한 VAT 환급률을 13%에서 9%로 낮춰 수출에 대한 경제적인 요인을 축소시켰다. 수출의 상한선인 수출쿼터제 역시 21년 이후 약 4.15억 배럴을 유지하는 등 중국은 글로벌 시장에서의 영향력을 축소시키고 있다.
중국 소규모 정유업체의 가동률 하락	중국 정유 제품 생산능력의 약 30%를 차지하는 독립계 정유사(Teapot)들의 가동률 하락은 중국발 수출 제한 전망에 힘을 실어준다. 그동안 저가 러시아산 원유와 저품질 연료유의 투입으로 가격 경쟁력을 확보해 온 Teapot은 VAT 환급률 축소, 연료유 수입관세 인상(1%→3%)과 러시아산 원유 단속 강화라는 삼중고에 직면했다. 이러한 규제 환경은 Teapot들의 가동률을 20년 70%에서 현재 50%대까지 추락시켰다. 이처럼 중국의 수출 규제에 따른 Teapot의 가동률 하락은 글로벌 정유 시장에서 중국발 제품의 공급이 급증할 가능성이 낮음을 시사한다.

도표 4-5. 전세계 정제설비 규모 변화 추이



출처: Statista, SMIC 5팀

도표 4-6. 중국 구조조정 정책 + 수출 감소 추이



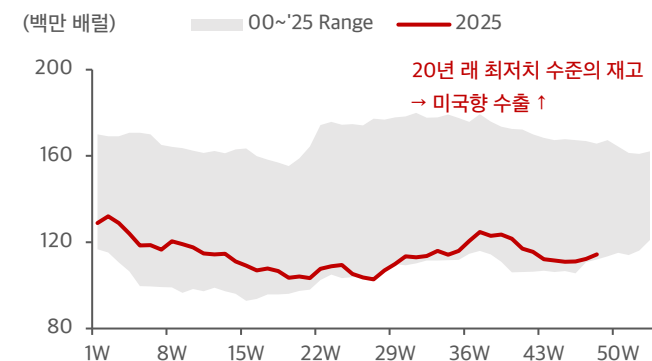
출처: 해관총서, 중국 국가통계국, SMIC 5팀

인도의 증설은 자국의 발전용	인도 역시 구조적인 순수출 축소가 이루어지고 있다. 현재 인도는 내년에 56만 b/d 규모의 정제 설비들이 새롭게 가동될 예정이다. 그럼에도 인도의 정제 설비들은 자국의 구조적인 경기 성장 (YoY +6.8%) 및 자동차 보급 확대에 더 많이 투입되고 있으며, 실제로 인도의 정유 제품 소비/생산은 약 85%로, 순수출 규모는 20년 이후 증가세를 보이지 않고 있다. 따라서 인도의 설비 증설이 글로벌 시장 수급에 미칠 영향은 제한적일 것으로 판단한다.
EU의 제18차 러시아 제재	EU의 제18차 러시아 제재 역시 한국 정유 업체에 반사이익을 가져다줄 전망이다. 26년 1월부터 EU는 러시아 원유의 가격 상한선은 \$60/배럴에서 \$47.6/배럴로 낮추고, Dark Fleet을 추가로 제재하였다. 또한, 러시아산 원유를 가공한 제3국 정유 제품 수입을 금지하기로 결의했다. 기존에 유럽이 수입하던 정유 제품의 38%가 러시아 연관 제품임을(인도, 터키) 고려할 때, 유럽 내 구조적 수급 공백은 한국 및 아시아 정유 업체들의 M/S 확대 기회가 될 것이다.
미국의 재고 부족	미국 항공 수요는 미국 내 등·경유 재고 Shortage를 야기하고 있다. 등유, 경유, 항공유는 동일 생산 Pool을 공유하여 한쪽의 수율을 높이면 다른 쪽이 감소하는 구조적인 특징이 있다. 최근 미국 정유사들이 급증하는 자국 내 항공 수요에 맞춰 항공유 수율을(11.4%) 역대 최고 수준으로 높이자, 반대급부로 등·경유 재고가 30년 최저치를 기록하며 공급자 우위 시장이 형성되고 있다. 미국의 정제 설비 증설이 제한적인 상황에서 등·경유 수요량은 1일 당 379만 배럴로, 재고가 약 30일분만 남아 있으며, 계절성을 고려할 시 재고 부족은 내년 1분기까지는 이어질 전망이다.
OSP 하락 사이클 도래	23년 이후 Aramco의 OSP가 높았던 이유는 대규모 프로젝트로 인한 재정 적자를 사우디가 높은 OSP로 만회하려고 했기 때문이었다. 하지만 25년 4월 트럼프의 요청 등에 따른 OPEC+가 증산을 통해 M/S 회복으로 전략을 수정함에 따라 OSP는 하락세로 돌아섰으며, 현재 12월 OSP는 현재 \$1/배럴 수준이다. 브라질, 캐나다, 가이아나 등에 의해 시장이 공급 과잉 국면에 있다는 점에서 사우디는 2026년 초에 증산을 중단함에도 OSP를 쉽게 올리지 못할 것이다.

#### 4.3. 러·우 전쟁 종전에 대한 소고

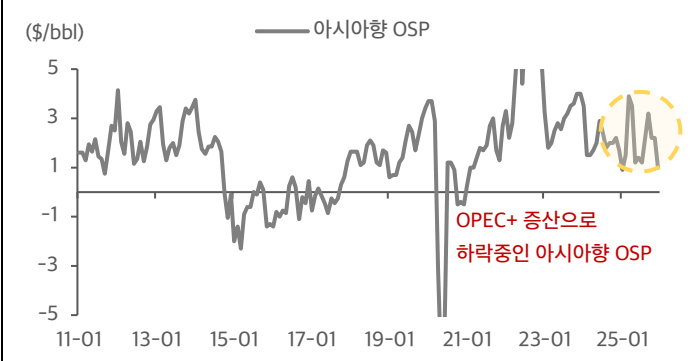
종전 후 추가될 정유 제품 물량은 제한적	최근 러·우 전쟁 종전 논의가 진전되면서 정제마진이 \$3.7(현재 \$14.6/배럴) 급락하는 등 시장의 우려가 확대되고 있다. 하지만 본서에서는 이러한 조정이 심리적 요인에 기인한 일시적 현상으로 판단한다. 현재 전쟁으로 인한 러시아 정유 제품의 수출 감소 규모는 30만 b/d로 전 세계 생산량의 1% 미만에 불과하다. 설령 종전이 되더라도 낙후된 설비의 재가동에는 상당한 시일이 소요되므로, 시장이 우려하는 대규모 공급이 현실화될 가능성은 상대적으로 낮다.
---------------------------	---

도표 4-7. 미국 등/경유 재고 추이



출처: EIA, SMIC 5팀

도표 4-8. Aramco의 아시아향 OSP 추이



출처: ARAMCO, SMIC 5팀

러시아 정상화시  
중국 정유 업체 C1

러·우 전쟁의 종전은 중국 정유사들의 수출 경쟁력을 약화시키는 요인이 될 것이다. 현재 중국의 정유사들은 전체 원유 중 18.8% 이상을 저렴한 러시아산 원유에 의존하고 있어, 전쟁 종료로 가격이 정상화될 경우 원가 부담이 가중될 수밖에 없다. 이는 전술한 Teapot에게 추가적인 악재로 작용해 가동률 축소로 이어져 러시아의 공급 복귀분을 상쇄하는 효과를 낼 것이다. 따라서 종전 이슈는 업황 전체를 침체로 빠뜨릴 구조적 악재는 아닌 것으로 판단한다.

#### 4.4. 2015년 사이클로 알아보는 S-oil 정유 사업 부문

우호적인 환경이  
조성된 2026년

전술하였듯이, 현재 26년 동사 정유 부문을 둘러싼 거시적인 환경들은 우호적이다. 공급 측면에서는 서방권의 정제설비 폐쇄, 중국, 인도의 내수 중심의 증설, OSP 인하가 더 나은 경쟁환경을 제시하며, 수요 측면에서는 미국의 재고 shortage, EU의 러시아 제재로 인한 반사 수혜 역시 진행될 전망이다. 그에 따라 현재 아시아 정제마진은 러·우 전쟁 시기를 제외하면 최근 17년 이내 최대치 수준(약 \$16/bbl)까지 상승했을 정도로 마진율이 개선되고 있다.

현재와 가장 유사한  
2015년

과거 사이클을 복기할 때, 동사는 저OSP와 저유가가 공존했던 15년과 구조적으로 유사한 국면에 있다. 15년 당시 셰일 혁명과 사우디의 증산 전략은 저유가와 마이너스 OSP를 초래했는데, 이는 정유사들에 매출 감소에도 불구하고 원가 절감에 따른 순이익 증가를 안겨주었다. 실제로 동사 역시 매출이 15년과 16년 각각 전년 대비 39.1%, 11.3% 급감했음에도, 순이익은 흑자 전환에 이어 90.9% 증가하는 질적 성장을 증명한 바 있다. 이와 마찬가지로 26년 역시 구조적인 원유 공급 과잉에 따른 저유가, 저OSP가 기대되며, 이에 따른 마진 개선이 재현될 전망이다.

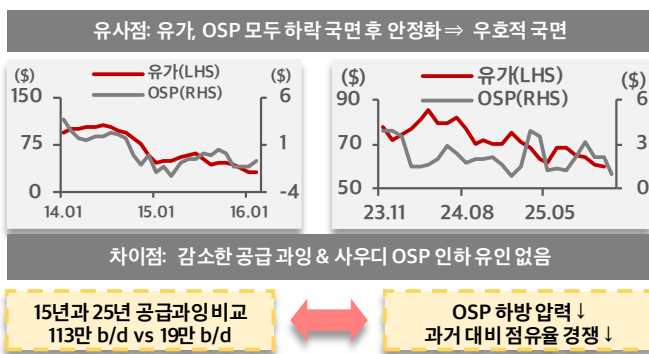
15년과 현재의 차이

다만, 15년과 현재가 유사한 국면만 가지고 있는 것은 아니다. 현재와 15년이 가장 큰 차이를 보이는 것은 원유 수급 괴리의 강도다. 15년 당시 113만 b/d에 달했던 공급 초과분에 비해, 26년 초과분 전망치는 19만 b/d 수준에 불과하다. 즉, 공급 과잉의 효과가 과거보다 약해 유가가 하락함에도 정유 제품들의 수요가 유지되어 높은 정제마진이 유지되고 있다. 반대로, 사우디 역시 공급 측면에서 2015년만큼의 경쟁은 없는바, OSP 하락 압력이 과거보다는 약하다. 따라서 26년의 정제마진은 OSP 하락보다는 스프레드 확대에 의한 정제마진이 핵심이 될 전망이다.

정유 사업이 더  
나빠질 일은 없을 것

따라서 본서에서는 겨울철 성수기와 제18차 러시아 제재 효과로 급등한 정제마진이 시간이 지남에 따라 조정을 겪을 수 있겠지만, 26년의 평균 정제마진은 우호적인 환경에 따라 BEP인 \$8/bbl(아시아 정제 마진 기준) 수준은 충분히 상회할 수 있을 것으로 전망한다. 정유 사업 부문은 사한 프로젝트가 본격화되기 전까지 동사의 흑자 경영을 가능하게끔 할 것이다.

도표 4-9. 2015년 사이클과 2026년 전망 비교



출처: Fred, Aramco, SMIC 5팀

도표 4-10. 아시아 정제마진 추이



출처: Petronet, SMIC 5팀

## 5. 윤활유는 절대 죽지 않아 - Plus α

고급 윤활유로  
체질 개선

윤활부문만큼 안정적으로 돈을 벌어주는 석화 제품은 존재하지 않는다. 윤활부문은 중국의 공급 확장 국면과 코로나 기간을 포함해도 단 한 번도 적자를 내지 않은 사업부이다. 2010년대 이전의 내연기관에는 높은 열효율이 요구되지 않아서 기술 장벽이 낮은 일반 윤활유를 사용했고, 이로 인해 마진이 낮고, 성장성이 낮았다. 그러나 2010년대부터 환경 규제가 강화되며 내연 기관의 엔진 크기가 작아지며, 열효율을 높여야 했다. 그로 인해 점도가 묽은 고급 윤활유가 필수재가 되며 고마진 시대가 시작되었고, 미리 설비를 준비한 국내 정유사는 막대한 이익을 얻었다.

신규 진입 제한적

동사가 집중하는 고급 윤활유 생산은 신규 업체의 진입이 매우 어렵다. 차량 첨가제 회사는 완성차 업체로부터 첨가제 레시피를 인증받고 완제품을 판매하는데, 레시피에는 어떤 정유사의 윤활유를 이용했는지도 포함된다. 만일, 다른 정유사의 윤활유로 새롭게 인증을 받으려면 최소 3~5년의 시간이 소요된다. 또한 검증된 윤활유에 한해서는 점도가 변경되어도 동일하게 인증을 해주나, 인증을 받지 못한 경우에는 점도 별로 모두 인증을 받아야 한다.

구조적 원료 획득  
어려움

고급 윤활유 시장의 높은 마진율은 원료의 희소성과 기술적 장벽의 조합에 기인한다. 윤활유는 원유 정제 과정에서 나오는 찌꺼기인 미전환유(UCO)를 기반으로 생산되는데, 미국과 유럽은 휘발유 생산에 최적화된 촉매분해 중심의 설비를 운용하기 때문에 UCO의 확보가 구조적으로 어렵다. 또한 중국의 정유 공장은 내수 연료(경유) 공급을 최우선 목표로 삼아 UCO를 연료로 재분해하는 공정을 이용한다. 결과적으로, 세계적으로 UCO를 확보하여 최종 제품으로 전환하는 설비를 갖춘 기업은 소수 정유사로 제한되며, 공급이 제한된 시장에서 과점을 유지한다.

샤힌 프로젝트  
시너지(1): 수소

한편 샤힌 프로젝트가 가동되면 윤활부문과의 시너지가 발휘될 것이다. 본래 윤활유 생산을 위해 필요한 수소는 LNG나 나프타에서 추출하였기 때문에 LNG 가격이 오를 때, 윤활 부문의 제조 원가도 함께 상승했다. 그러나 화학 제품을 만들기 위한 설비지만 핵심 설비인 스팀 크래커를 이용해 에틸렌을 만들 때 부산물로 막대한 양의 수소기체가 방출된다. 동사는 위의 수소를 포집하여 윤활유 공장의 원료로 사용하여, 안정적 공급망을 만들고, 마진 확대가 가능하다.

샤힌 프로젝트  
시너지(2): 열원

두 번째 시너지로, 샤힌 프로젝트는 윤활유 공정의 유틸리티 비용을 절감할 것이다. 샤힌 프로젝트의 스팀 크래커는 850도씨 이상에서 가동되며, 반응 후 급랭하는 과정에서 대량의 고압 스팀이 발생된다. 동사는 이 스팀을 폐열 회수 보일러를 이용하여, 상대적으로 낮은 온도(300~400도씨)에서 진행되는 윤활 공정의 열원으로 직접 재활용할 수 있다. 이처럼 에너지 효율을 극대화함으로써 샤힌 프로젝트는 석유화학 부문뿐만 아니라 전사적 수익성을 높이는 데 기여할 것이다.

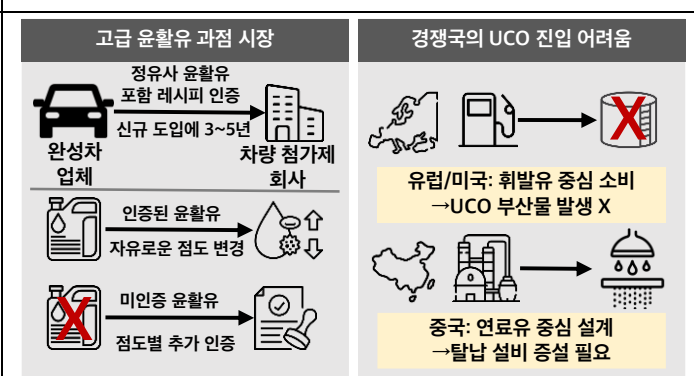
도표 5-1. 고급 윤활유 플레이어

고급 윤활유 글로벌 업체별 생산량			
(단위: 배럴/일)	CAPA	점유율	비고
SK Lubricants	60,800	36.60%	세계 최초 고급 윤활유 개발
S-Oil	29,000	17.50%	Aramco 네트워크, 안정적 공급
Shell	28,000	16.90%	천연가스 액화 기술
NESTLE	13,300	8%	높은 유럽 점유율
ADNOC	13,200	8%	UAE 국영 기업, 수직계열화
기타	21,600	13%	

상위 3개 업체가 점유율 70% 이상 차지하는 과점 시장  
가격 협상력이 공급자에게 있음 ⇒ 20% 이상의 안정적 마진

출처: Kine Report, 각 사, SMIC 5팀

도표 5-2. 윤활부문 고마진의 이유



출처: Dart, 언론 종합, SMIC 5팀

## 6. Valuation - Historical PBR Method

### 6.1. 매출 추정

앞선 투자포인트에서는 정유산업과 석유화학산업의 업황이 일부 개선될 여지가 있음을 살펴보았다. 다만 본 보고서의 목적은 샤킨 프로젝트가 가지는 효과를 분석해보기 위함에 있다. 따라서 매출 추정에서는 투자포인트에서 전술한 업황 개선 가능성을 반영하지 않는다. 오히려 정유 및 석유화학부문이 극단적으로 악화되는 시나리오를 가정하여, 샤킨 프로젝트가 가져오는 수혜만을 온전히 반영하고자 했다. 정유부문, 석유화학부문, 윤활부문 세 가지 사업부로 나뉘는 동사의 매출 추정 Table은 다음과 같다.

최종 매출 추정 테이블											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	42,446	35,727	36,637	8,991	8,049	8,415	8,103	33,557	31,140	33,810	32,605
YoY(%)	54.6%	-15.8%	2.5%	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-9.1%	-8.4%	-7.2%	8.6%	-3.6%
정유부문	34,005	28,257	28,805	7,072	6,260	6,694	6,295	26,321	24,101	23,093	21,860
% of sales	80.1%	79.1%	78.6%	78.7%	77.8%	79.5%	77.7%	78.4%	77.4%	68.3%	67.0%
석유화학부문	5,026	4,385	4,703	1,128	1,034	1,016	1,060	4,238	4,238	7,948	8,007
% of sales	11.8%	12.3%	12.8%	12.5%	12.8%	12.1%	13.1%	12.6%	13.6%	23.5%	24.6%
윤활부문	3,416	3,085	3,130	791	755	705	747	2,997	2,801	2,770	2,738
% of sales	8.0%	8.6%	8.5%	8.8%	9.4%	8.4%	9.2%	8.9%	9.0%	8.2%	8.4%

#### (1) 유가

동사의 모든 사업부문 업황에 있어 유가는 가장 큰 영향력을 가진다. 다만 수많은 매크로적 변동성을 내포하기에, 유가를 정확하게 예측하는 것은 매우 어렵다. 따라서 현실적인 선에서 가능한 보수적인 상황을 가정했다. [투자포인트 2]에서 서술한 바 있듯, 국제 유가가 60달러 이하로 까지 하락할 가능성은 희박하다. 이에 따라 보수적인 추정을 하기 위해 2026년부터 유가가 선형적으로 감소하여 2028년 60달러 수준에서 지지되는 시나리오를 가정했다. 상세한 데이터는 [Appendix]에 첨부하였다.

#### (2) 정유부문

정유부문 매출은 경유, 휘발유, 항공유, 나프타와 기타(등유, 아스팔트, Bunker유 등) 제품으로 나누어 추정했다. 기타를 제외한 제품의 ASP와 Q는 동사의 사업보고서에 기재된 사항을 바탕으로 역산하였다. 기타 제품의 ASP는 등유, 아스팔트, Bunker유 등의 국내 평균 가격에 동사 정유 제품 가격과 국내 평균 정유 제품 가격 간의 일정한 괴리율을 곱하여 추정했다.

##### ① ASP 추정

정유 제품 각각의 ASP와 동사가 도입하는 원유 가격은 결정계수가 0.95~0.98로 유의한 관계가 있다. 따라서 회귀식에 4Q25 도입 유가를 넣어 ASP를 도출하였다. 4Q25 도입 유가는 두바이유 현물가·선물가에 '도입 유가-국제 두바이유 가격의 괴리율'을 곱하여 추정했다. 기타 ASP의 경우, 난방용으로 사용되는 등유의 매출 비중이 높기 때문에 4분기 난방 수요 상승을 고려하여 3Q25 ASP를 flat 처리하여 추정하였다.

26년-28년 정유 제품 ASP는 4Q25 제품 ASP에 유가 하락률을 곱하여 추정하였다. 이는 ASP와 유가, 정제마진 또한 하락시킨 것이므로, 충분히 보수적인 추정이라고 판단할 수 있다.

## ② Q 추정

[투자포인트 2]에서 서술한 바 있듯, 4Q25 현재 정제마진은 매우 높은 수준으로 상승하였다. 따라서 가동률을 높여 판매량을 늘릴 가능성이 높다. 다만, 3분기에 이미 정유부문 가동률은 100% 가량을 달성했기 때문에 추가적인 상승은 어려울 것으로 예상된다. 정유 제품의 경우 생산실적 대비 판매량의 비율이 일정하게 유지되므로, 4분기의 판매량은 3분기를 flat처리하여 추정했다.

가정한 유가 하락의 시나리오는 동사의 2015년 ~ 2016년 상황과 유사성이 높다. 2016년 당시 도입 유가는 40달러 가까이로 하락하는 동시에 정유제품 스프레드가 하락하였기 때문이다. 동사의 경우 연간 정유부문의 가동률이 '정유 제품-도입 유가 스프레드'에 1년 가량 선행하는 경향성이 있다. 따라서 이러한 경향성을 반영하여, 15년-16년의 한 해 전인 14년-15년의 가동률 감소율을 26년-28년 proxy로 설정하였다. 정유부문의 경우 생산실적 대비 판매량이 일정 기간 유지되므로 2025E 판매량에 감소율을 적용하였다. 이 때의 감소율도 25년-28년 간 선형적으로 감소하도록 조정하여 Q를 산출하였다.

정유부문 매출 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	34,005	28,257	28,805	7,072	6,260	6,694	6,295	26,321	24,101	23,093	21,860
YoY(%)	68.4%	-16.9%	1.9%	-5.0%	-16.0%	-2.9%	-10.2%	-8.6%	-8.4%	-4.2%	-5.3%
경유	14,135	11,288	10,892	2,494	2,355	2,580	2,379	9,808	8,991	8,615	8,155
% of sales	41.6%	39.9%	37.8%	35.3%	37.6%	38.5%	37.8%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%
ASP (원/배럴)	179,768	144,374	136,209	137,447	123,100	128,751	118,710	126,792	117,566	115,277	112,988
Q (천 배럴)	78,627	78,186	79,964	18,146	19,130	20,041	20,041	77,357	76,475	74,731	72,174
휘발유	6,613	6,136	6,693	1,622	1,404	1,466	1,375	5,867	5,368	5,144	4,869
% of sales	19.4%	21.7%	23.2%	22.9%	22.4%	21.9%	21.8%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%
ASP (원/배럴)	149,316	130,361	128,087	126,319	114,250	115,948	108,759	116,373	107,710	105,614	103,516
Q (천 배럴)	44,290	47,069	52,253	12,843	12,288	12,642	12,642	50,415	49,840	48,703	47,037
항공유	4,958	4,268	4,427	1,088	1,045	1,170	1,089	4,391	4,021	3,853	3,647
% of sales	14.6%	15.1%	15.4%	15.4%	16.7%	17.5%	17.3%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
ASP (원/배럴)	166,173	140,648	132,242	133,232	116,103	120,874	112,441	120,225	111,357	109,189	107,021
Q (천 배럴)	29,835	30,348	33,474	8,163	9,002	9,681	9,681	36,527	36,110	35,286	34,079
나프타	2,213	1,873	2,122	549	505	444	419	1,917	1,722	1,650	1,562
% of sales	6.5%	6.6%	7.4%	7.8%	8.1%	6.6%	6.7%	7.3%	7.1%	7.1%	7.1%
ASP (원/배럴)	105,260	89,472	96,796	100,261	85,986	86,074	81,182	88,469	80,400	78,835	77,269
Q (천 배럴)	21,028	20,939	21,918	5,473	5,877	5,160	5,160	21,670	21,423	20,934	20,218
기타	6,086	4,691	4,671	1,319	951	1,034	1,034	4,338	3,998	3,831	3,626
% of sales	17.9%	16.6%	16.2%	18.7%	15.2%	15.4%	16.4%	16.5%	16.6%	16.6%	16.6%
ASP (원/배럴)	135,507	119,646	118,962	124,406	113,276	106,118	106,118	112,719	105,095	103,049	101,003
Q (천 배럴)	44,911	39,209	39,269	10,604	8,392	9,743	9,743	38,482	38,043	37,176	35,904

## (3) 석유화학부문

석유화학부문 매출은 BTX, PO, PP 등 기존 제품과 사힌 프로젝트가 개시된 후 생산될 LLDPE, HDPE, 에틸렌, 프로필렌, 부타디엔, VLSFO 등의 제품으로 나누어 추정하였다. 기존 제품의 경우 동사 사업보고서에 기재된 ASP를 통해 Q를 역산하였다.

## ① 기존 제품 매출 추정

[투자포인트 1]에서 서술한 바 있듯, 석유화학부문은 현재의 공급 과잉 기조가 완화될 것이며 이에 따라 업황이 일부 개선될 것으로 예상된다. 다만, 수많은 매크로적 변동성이 존재하기 때문에 향후 상황을 정확하게 예측할 수 없다. 따라서 사힌 프로젝트와 관계성이 없는 기존 제품의 매출액에 대해서는, Covid-19 이후 최근 4년 동안 매출액이 가장 작은 2025E의 매출로 flat 처리하였다.

## ② 샤희 프로젝트 제품 ASP 추정

샤희 프로젝트는 2026년 하반기부터 시범가동을 시작할 것으로 예상되지만, 보수적인 추정을 위해 매출은 정상적인 상업 운영을 시작하는 2027년부터 발생한다고 가정하였다. 샤희 프로젝트에서 생산되는 제품들 역시, 수많은 매크로적 변동성의 영향을 받기 때문에 그 가격이 어떻게 책정되고 변동할지에 대해 정확하게 예측하는 것이 불가능하다. 다만 샤희 프로젝트의 경우 타 공정 대비 압도적인 원가 경쟁력을 갖추었으므로, 최근 10년 중 저점을 기록했던 2024년 '석유 화학제품-나프타 스프레드'를 나프타 가격에 가산한 ASP를 유지할 수 있다고 판단하였다.

다른 범용 석유화학 기업들이 2024년 스프레드만으로 가격을 책정할 경우 심각한 적자 문제로 사업을 존속하기 어렵다. 반면, 동사는 당시의 스프레드로 ASP를 설정하여도 샤희 프로젝트의 원가 우위를 바탕으로 사업을 존속할 수 있을 것으로 예상된다. [투자포인트 1]에서 전술한 것처럼 향후 석유화학 산업 내 공급 과잉 기조가 어느 정도 해소될 것으로 예측되는 상황에서, 업황이 최악에 가까웠던 시기의 스프레드를 ASP에 반영했으므로 이는 보수적인 추정인 것으로 판단된다.

LLDPE, HDPE, 에틸렌, 프로필렌의 경우 나프타 가격에 24년 각 제품-나프타 스프레드를 가산하여 ASP를 책정했다. 이때, 전술한 바 있듯 나프타 가격의 경우 원유 가격과 높은 상관관계를 보이므로 기존에 가정한 연간 유가 하락률을 곱하여 구해주었다.

부타디엔의 경우, 스프레드가 에틸렌-납사 스프레드와 동행하지 않으며 세계 고무 및 타이어 수요에 따라 매우 변동성이 크다. 따라서 엄밀한 추정이 어려우므로, 극단적인 공급 충격이나 수요 충격 효과를 제외하고 2025년 스프레드가 유지된다고 가정하여 ASP를 추정하였다.

VLSFO는 석유화학 제품이 아니지만, 샤희 프로젝트에서 사용하는 원유로 인해 발생하는 일종의 부산물이기 때문에 샤희 프로젝트의 효과를 살펴보고자 하는 본 보고서의 취지에 맞게 석유화학 부문 매출 추정에 포함하였다. 3Q25 평균 가격에 유가 하락률을 곱하여 연간 ASP를 추정했다.

## ③ 샤희 프로젝트 제품 Q 추정

Q는 폴리머 제품(LLDPE, HDPE)과 기초화학제품(에틸렌, 프로필렌, 부타디엔), VLSFO로 나누어 추정하였다. 폴리머 제품 생산의 경우 투입되는 에틸렌을 조절하여 가동률을 설정할 수 있다. 반면 기초화학제품이나 VLSFO는 부산물의 성격을 띠므로, 정유에서부터 석유화학제품 생산까지 이어지는 동사의 공정상 가동률이 100%가량으로 유지될 것이다. 실제로, 벤젠, 톨루젠, 자일렌 등 기존 기초화학제품의 가동률 또한 매년 100% 내외로 유지되었다.

압도적인 원가 우월성을 바탕으로 LLDPE와 HDPE 등 폴리머 제품의 가동률도 100%가량이 달성될 수 있을 것으로 예상된다. 다만, 보다 보수적인 추정을 위해 2019년 당시 동사가 4조 규모의 폴리머 시설을 신규 가동하였을 때를 proxy로 활용하였다. 2019년과 2020년 당시의 가동률과의 평균 값을 차용하여 판매량을 결정하였다.

기초화학제품과 VLSFO는 공정상 가동률이 100% 가량 유지될 것이다. 따라서 가동률 100%를 가정하고 기존 기초화학제품의 생산실적 대비 판매량의 괴리율을 반영하여 판매량을 결정하였다.

석유화학부문 매출 추정											
(십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	5,026	4,385	4,703	1,128	1,034	1,016	1,060	4,238	4,238	7,948	8,007
YoY(%)	7.9%	-12.8%	7.3%	2.8%	-21.0%	-15.4%	-3.2%	-9.9%	0.0%	87.5%	0.7%
BTX/PO/PP	5,026	4,385	4,703	1,128	1,034	1,016	1,060	4,238	4,238	4,238	4,238
Mixed ASP (원/배럴)	182,942	167,166	166,934	166,596	153,063	143,978	154,546	154,436	154,436	154,436	154,436
Q (천 배럴)	27,471	26,230	28,172	6,771	6,754	7,059	6,861	27,445	27,445	27,445	27,445
LLDPE										1,454	1,518
% of sales										18%	19%
ASP (원/톤)										1,739,285	1,724,808
Q (톤)										836,000	880,000
HDPE										536	558
% of sales										7%	7%
ASP (원/톤)										1,282,067	1,267,590
Q (톤)										418,000	440,000
에틸렌										491	484
% of sales										6%	6%
ASP (원/톤)										941,159	926,682
Q (톤)										522,000	522,000
프로필렌										627	617
% of sales										8%	8%
ASP (원/톤)										904,339	889,862
Q (톤)										693,000	693,000
부타디엔										289	287
% of sales										4%	4%
ASP (원/톤)										1,607,794	1,593,318
Q (톤)										180,000	180,000
VLSFO										312	306
% of sales										4%	4%
ASP (원/배럴)										115,453	113,160
Q (천 배럴)										2,701	2,701

### (3) 유회부문

#### ① ASP 추정

유회부문의 ASP는 원유 가격에 유회기유 스프레드를 더하여 추정했다. 4Q는 디스톡, 차량 운행 및 공장 가동 감소 등의 이유로 계절적 비수기에 해당한다. 3Q24의 스프레드가 3Q25와 매우 유사한 것을 감안하여, 3Q24-4Q24의 스프레드 변화율을 활용하여 4Q25 ASP를 추정하였다.

2026년 이후로는 2025년의 유회기유 스프레드가 일정하게 유지된다고 가정하여 ASP를 추정하였다. 환경 규제 변화로 촉발된 2019년 스프레드 폭등 이후로는 최근 5개년 최저 수준인 2025년 스프레드가 유지될 것이라고 가정했다.

#### ② Q 추정

유회기유의 경우 품질 문제나 자산 평가 위험을 방지하기 위해 4Q에 전반적인 디스톡 현상이 발생한다. 전술한 것처럼 3Q24-4Q24와 3Q25-4Q25의 유사성이 높은 것으로 판단되어 해당 기간 Q 증가율을 반영하여 4Q25의 판매량을 추정하였다.

2026년 이후 스프레드가 동일하게 유지되는 이론적 상황을 가정했으므로 2025년의 Q 수준에서 크게 변동될 가능성이 적다. 따라서 2025년의 Q 수준이 유지될 것으로 가정했다.

유회부문 매출 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	3,416	3,085	3,130	791	755	705	747	2,997	2,801	2,770	2,738
YoY(%)	30.6%	-9.7%	1.5%	3.1%	-6.9%	-5.4%	-7.5%	-4.2%	-6.6%	-1.1%	-1.1%
ASP (원/배럴)	207,963	190,432	179,177	177,268	170,228	169,956	157,203	168,451	160,334	158,556	156,778
Q (천 배럴)	16,424	16,199	17,467	4,460	4,435	4,147	4,751	17,792	17,467	17,467	17,467

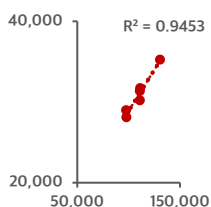
## 6.2. 비용 추정

## (1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

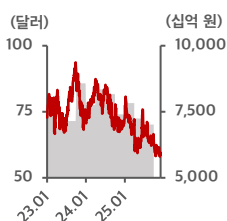
매출원가 및 판매비와관리비 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	42,446	35,727	36,637	8,991	8,049	8,415	8,103	33,557	31,140	33,810	32,605
YoY(%)	54.6%	-15.8%	2.5%	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-9.1%	-8.4%	-7.2%	8.6%	-3.6%
매출원가	38,291	33,621	35,411	8,818	8,199	7,993	7,679	32,689	29,924	30,137	29,136
매출원가율(%)	90.2%	94.1%	96.7%	98.1%	101.9%	95.0%	94.8%	97.4%	96.1%	89.1%	89.4%
GPM(%)	9.8%	5.9%	3.3%	1.9%	-1.9%	5.0%	5.2%	2.6%	3.9%	10.9%	10.6%
원재료비	35,233	30,203	31,689	7,831	7,244	7,018	6,863	28,955	26,005	25,835	24,899
% of sales	83.0%	84.5%	86.5%	87.1%	90.0%	83.4%	84.7%	86.3%	83.5%	76.4%	76.4%
인건비	227	253	306	88	73	89	83	333	388	445	458
% of sales	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%
전기및광열비	1,710	1,859	2,115	569	535	554	438	2,096	2,104	2,251	2,229
% of sales	4.0%	5.2%	5.8%	6.3%	6.6%	6.6%	5.4%	6.2%	6.8%	6.7%	6.8%
감가상각비	547	612	641	160	166	163	160	649	804	931	916
% of sales	1.3%	1.7%	1.8%	1.8%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	2.6%	2.8%	2.8%
무형자산상각비	2	3	6	2	2	2	3	7	9	11	8
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
사용권자산상각비	50	47	39	17	17	17	15	65	72	76	59
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
기타비용	523	644	614	151	163	151	118	583	541	588	567
% of sales	1.2%	1.8%	1.7%	1.7%	2.0%	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
판매비와관리비	749	751	804	194	193	193	177	757	746	822	813
판매비율(%)	1.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%
OPM(%)	8.0%	3.8%	1.2%	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.0%	0.3%	1.5%	8.4%	8.1%
인건비	225	201	178	47	36	44	42	170	181	205	224
% of sales	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
감가상각비	33	37	43	11	11	12	11	45	56	65	64
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
무형자산상각비	4	5	5	1	2	3	3	9	11	13	9
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
사용권자산상각비	13	15	18	5	5	5	5	19	21	22	17
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타비용	474	494	561	130	139	129	116	514	477	518	499
% of sales	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.7%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

금액적 중요성을 보이는 ① 원재료비, ② 인건비, ③ 전기및광열비를 위주로 엄밀하게 추정하였다. 또한 2026년 하반기 완공 예정인 사힌 프로젝트에 유의하여 확장 CapEx와 유지 Capex를 추정하였으며, 감가상각비는 이를 포함하여 정액법에 기반하여 추정하였다. 무형자산상각비와 사용권자산상각비도 정액법에 기반하여 추정하였으며, 그외 계정들은 변동비와 고정비로 분류 후 매출 또는 이전 금액 추이에 연동하였다. 상세 논리는 모두 Appendix에 첨부하였다.

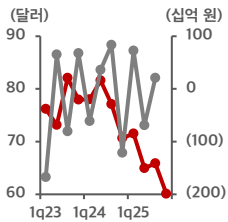
원재료비 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
원재료비	35,233	30,203	31,689	7,831	7,244	7,018	6,863	28,955	26,005	25,835	24,899
판매에 사용된 재고자산	35,083	30,318	31,752	7,758	7,313	6,997	6,807	28,876	25,939	25,815	24,880
재고자산평가손실	150	(115)	(62)	73	(69)	21	55	79	66	21	19
원유 가격(원/배럴)	130,545	111,198	111,271	110,929	97,569	97,882	92,205	99,905	91,316	89,539	87,761
유가 변동(원)	48,112	(19,348)	73	(342)	(13,361)	313	(5,677)	(11,366)	(8,589)	(1,778)	(1,778)



① 원재료비는 크게 판매에 사용된 재고자산과 재고자산평가손실로 구분할 수 있다. 우선, 판매에 사용된 재고자산은 유가와 결정계수 0.95로 매우 높은 상관관계를 가진다. 이는 정유부문, 석유화학부문의 모든 제품의 근본적인 원재료가 원유이기 때문이다. 이때 과거 원재료비는 각 사업부문의 생산량과 당시 구매한 유가의 곱으로 역산한 결과 일치함을 확인하였다. 따라서 [매출추정]에서 추정한 것처럼 동사에 현실적으로 가장 안 좋은 유가를 통해 추정하였다.



유가와 원재료비는 30일 가량 래깅되는 현상이 있으나, 연도별 평균 원유 도입가를 기준으로 하면, 그 영향이 대부분 제거되어 원유 도입가를 기준으로 추정하였다. 유가 하락으로 인한 스프레드 축소에 대해서도 [매출추정] 논리에 연동하였다. 27년부터는 사힌 프로젝트에 따라 원재료비 구조가 달라지게 된다. TC2C 공정으로 인해 나프타의 수율이 70% 개선되어, 석유화학부문의 원재료비가 급격히 감소할 것이다. 즉, 석유화학부문의 생산량이 같으면, 해당 공정에 투입되는 원재료가 30%가 된다. 따라서 27년부터는 석유화학부문의 생산량의 30%만 추정에 사용하였다.



재고자산평가손실은 확보해둔 재고자산의 가치가 유가의 변동에 따라 변화하면서 발생한다. 이때 유가가 상승하면 재고자산평가이익이 발생하여 음수(-) 비용으로 인식되고, 유가가 하락하면 재고자산평가손실이 발생하여 양수(+) 비용으로 인식된다. 즉, 유가가 상승해야 이익이 증가하는 구조이다. 정유·석유화학 산업의 Long이 아니라, 부정적인 업황 속에서 하방에 달아도 동사는 상승여력이 나온다는 본서의 논지에 따라 [매출추정]에서 유가를 현실적인 하방으로 추정하였다. 이에 따라 재고자산평가손실이 계속해서 양수(+)로 발생할 것이라 추정하였다.

인건비 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
총 인건비	452	453	484	136	109	133	126	504	569	649	682
정유부문 직원 수	1,198	1,192	1,266					1,225	1,225	1,225	1,225
1인 평균 급여(원)	174,457,526	176,178,901	158,076,536					151,566,776	156,113,779	160,797,192	165,621,108
유탄부문 직원 수	115	112	116					122	122	122	122
1인 평균 급여(원)	168,248,557	169,538,054	151,192,500					141,979,836	146,239,231	150,626,408	155,145,200
석유화학부문 직원 수	659	654	708					705	965	1,225	1,225
1인 평균 급여(원)	175,558,502	185,964,560	159,870,051					154,169,870	158,794,966	163,558,815	168,465,579
기타부문 직원 수	1,165	1,284	1,407					1,512	1,588	1,746	1,834
1인 평균 급여(원)	165,242,779	167,655,121	147,857,003					144,500,561	148,835,578	153,300,645	157,899,664
매출원가 인건비	227	253	306	88	73	89	83	333	388	445	458
안분비율(%)	50.2%	55.7%	63.3%	65.0%	66.7%	66.9%	66.3%	66.2%	68.2%	68.5%	67.2%
판매비 인건비	225	201	178	47	36	44	42	170	181	205	224
안분비율(%)	49.8%	44.3%	36.7%	35.0%	33.3%	33.1%	33.7%	33.8%	31.8%	31.5%	32.8%

② 인건비는 각 사업부별 직원 수와 1인 당 평균 급여를 곱하여 추정하였다. 동사는 직원들에게 높은 연봉을 주는 좋은 기업이다. 이에 따라 평균 근속 연수는 17~18년으로 매우 높고, 신규 채용이 매우 적은 편이다. 다만 26년 하반기부터 사힌 프로젝트에 따라 석유화학부문에서 대규모 채용이 있을 것이라 가정하고, 보수적으로 추정하였다. 이외 정유부문과 유탄부문에서는 CAPA 증설 혹은 업사이클 등의 이벤트가 없으며, 전세계적 감산 시기에 이유 없이 대규모 채용을 진행할 가능성이 매우 낮다고 판단하여, 퇴직자만 채우도록 직원 수를 flat 처리하였다.

전기및광열비 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
전기및광열비	1,710	1,859	2,115	569	535	554	438	2,096	2,104	2,251	2,229
정유부문 생산실적(배럴)	228,698,000	223,394,000	229,844,000	57,273,000	58,723,000	63,046,000	57,266,459	224,450,910	221,891,249	216,830,308	209,412,042
유탄부문 생산실적(배럴)	15,630,000	14,544,000	15,965,000	4,047,000	4,073,000	4,164,000	4,751,494	17,792,276	17,467,063	17,467,063	17,467,063
생산량 당 전기료(원/배럴)	6,291	7,039	7,720	8,364	7,686	7,458	7,572	7,770	7,887	8,005	8,125
석유화학부문 생산실적(배럴)	27,470,652	26,229,993	28,171,757	6,771,015	6,753,579	7,058,927	6,861,174	27,444,694	27,444,694	52,132,394	52,680,194
생산량 당 전기료(원/배럴)	6,291	7,039	7,720	8,364	7,686	7,458	7,572	7,770	7,887	7,204	7,313

③ 전기및광열비는 각 사업부의 생산실적에 생산량 당 전기료를 곱하여 추정하였다. 산업용 전기료의 변동을 예측하는 것은 불가능하다. 하지만 과거 추이를 고려할 때, 생산량 당 전기료가 증가하여 매출 대비 비중이 커짐을 알 수 있다. 따라서 앞으로도 매년 생산량 당 전기료가 증가할 것이라 추정하였다. 이때 석유화학부문은 27년부터 사힌 프로젝트의 GTG 2기와 폐열회수보일러 2기가 추가됨에 따라 에너지 효율이 10% 개선될 것이라 추정하였다.

전기및광열비 추정에 사용한 생산실적은 [매출추정]에서 사용한 판매량과 다르다. 과거 추이를 역산해보았을 때 10% 내의 괴리율이 있었기에 해당 비율을 판매량에 곱하여 생산실적을 추정하였다. 이를 CAPA와 비교해보았을 때, 이전 가동률 추이와 큰 차이가 없어 합리적이라 판단한다.

## (2) 영업외손익 추정

기타손익은 합리적인 추정이 불가능한 계정은 0 flat 혹은 3개년 이동평균을 통해 추정하였다. 금융손익은 주기적으로 발생하는 적자와 CapEx 집행에 따라 이자부자산과 이자부부채를 엄밀하게 추정하였으며, 과거 유효이자율을 통해 이자수익과 이자비용을 추정하였다. 이때 최근 발행한 3,600억 원의 회사채도 반영하였다. 적자였던 24년에도 배당을 한 동사의 배당성향을 고려할 때, 현금및현금성자산의 축적 가능성이 낮다고 판단하여, 금융손익이 악화될 것이라 추정하였다.

## (3) 최종 손익계산서 Table 및 OPM에 대한 제언

추정 손익계산서											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	42,446	35,727	36,637	8,991	8,049	8,415	8,103	33,557	31,140	33,810	32,605
YoY(%)	54.6%	-15.8%	2.5%	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-9.1%	-8.4%	-7.2%	8.6%	-3.6%
매출원가	38,291	33,621	35,411	8,818	8,199	7,993	7,679	32,689	29,924	30,137	29,136
매출총이익	4,155	2,106	1,226	172	(151)	422	424	868	1,216	3,673	3,469
GPM(%)	9.8%	5.9%	3.3%	1.9%	-1.9%	5.0%	5.2%	2.6%	3.9%	10.9%	10.6%
판매비와관리비	749	751	804	194	193	193	177	757	746	822	813
영업이익	3,405	1,355	422	(22)	(344)	229	247	110	470	2,851	2,656
OPM(%)	8.0%	3.8%	1.2%	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.0%	0.3%	1.5%	8.4%	8.1%
기타손익	(182)	(24)	(317)	9	108	(18)	(109)	(10)	(123)	(148)	(94)
금융손익	(324)	(201)	(444)	(56)	128	(131)	(49)	(109)	(304)	(305)	(241)
지분법손익	(0)	2	6	1	1	1	1	5	5	5	5
법인세차감전순이익	2,899	1,132	(333)	(67)	(106)	81	89	(3)	47	2,402	2,326
법인세비용	794	183	(139)	(23)	(39)	18	20	(24)	10	523	507
당기순이익	2,104	949	(193)	(45)	(67)	63	69	21	37	1,879	1,819
NPM(%)	5.0%	2.7%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	0.8%	0.9%	0.1%	0.1%	5.6%	5.6%
가중평균자본	7,736	8,761	8,867	8,674	8,617	8,613	8,586	8,611	8,450	9,032	10,318
ROE(%)	27.2%	10.8%	-2.2%	-0.5%	-0.8%	0.7%	0.8%	0.2%	0.4%	20.8%	17.6%

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 위와 같다. 유가와 정제마진을 극도로 보수적으로 추정 하였음에도 사힌 프로젝트가 가동되는 27년부터 OPM이 8%가 넘어가게 된다. 스프레드 확대 없이 OPM이 증가할 수 있는 이유는 ① 사힌 프로젝트의 나프타 수율 70% 개선으로 인한 원재료비 절감과 ② 석유화학부문의 매출액 성장으로 매출 mix가 변화하기 때문이다.

본서의 가정대로 스프레드가 축소되는 상황에서 원재료비는 매출액의 90%까지 차지하기도 한다. 이때 70% 수율 개선의 절반인 35%만 적용해도 매출 대비 31.5%의 비용을 절감할 수 있다. 이때 석유화학부문의 매출 mix는 24년 12.8%에서 27년 23.5%까지 10.7%p 상승한다. 즉, 이렇게 보수적인 가정 속에서도 전사 OPM에 3.4%p가 더해지게 된다. 따라서 27년 사힌 프로젝트로 인해 발생할 영업이익은 1조 원에 이를 것이며, 이는 최소한의 스프레드를 가정한 것이다.

## 6.3. Valuation - Historical PBR Method

## (1) Why PBR Method?

본서는 동사의 Valuation 방법으로 PBR Method를 선택하였다. 동사의 사업이 속한 정유 산업과 석유화학 산업은 대규모 장치 산업으로, 자본집약적인 구조를 가지고 있으며, 업황에 따라 이익률의 변동이 심한 시클릭 산업이다. 이에 따라 순이익이 흑자와 적자를 자주 오가기 때문에 PER을 통한 Valuation의 왜곡이 심하다. PBR을 통한 Valuation은 시가총액과 순자산이라는 저량 변수들의 결합이기에 이러한 자본집약적, 시클릭 산업에 적합하다. PBR Valuation은 순자산을 통해 창출할 수 있는 부가가치를 고려해야 한다. 즉, 기업이 자기자본 대비 어느 정도의 수익을 벌었는지를 나타내는 ROE과 결합하여 Target PBR을 선정해야 한다.

## (2) Why Historical PBR Method?

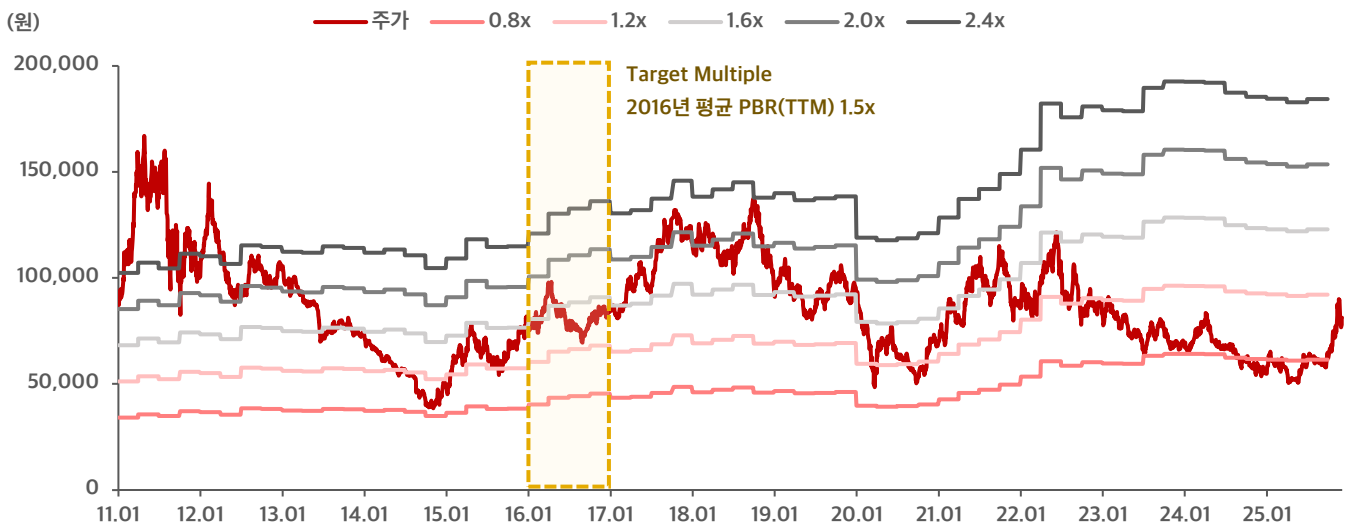
Peer PBR Method가 적합하지 않은 이유는 다음과 같다. ① 정유 산업 내 적합한 Peer가 존재하지 않는다. 국내 정유사 Peer인 SK에너지, GS칼텍스, HD현대오일뱅크는 상장사가 아니다. 이들은 각각 SK이노베이션, GS, HD현대의 비상장 자회사로 존재하고 있다. 따라서 다른 사업이나 모멘텀이 주가와 Valuation을 움직여 Peer로 선정하기 적합하지 않다. 해외 정유사인 ExxonMobil, Chevron도 시추 등 다른 사업이 있으며, 지정학적 환경의 차이와 전체적인 사업의 방향성의 차이가 있어 Peer로 선정하기 적합하지 않다. ② 석유화학 산업에서도 적합한 Peer가 존재하지 않는다. 동사의 사힌 프로젝트와 다른 석유화학 기업의 감산 또는 구조조정은 방향성이 반대이다.

Historical PBR Method가 적합한 이유는 다음과 같다. ① 동사는 1976년부터 사업을 시작하여, 매우 긴 업력을 가지고 있다. ② 시클리컬 산업에서 여러 번의 업사이클과 다운사이클을 경험하며, 다양한 상황에 대한 레코드가 존재한다. 이런 경우에 보통 최고의 Peer는 과거의 자신이다. 물론 사한 프로젝트로 인한 동사의 구조적인 변화를 똑같이 담을 수 있는 레코드는 존재하지 않는다. 다만 전술한 것처럼 ③ 순자산을 통해 창출할 수 있는 부가가치의 측면에서 ROE를 통해 상황적 유사성이 높은 과거 시기를 도출할 수 있다.

### (3) Target Multiple 선정

전술한 논리에 따라 정제마진에 따라 움직이는 정유 산업의 사이클 Phase가 아니라, ROE와 CAPA 증설을 중심으로 Target Multiple을 선정하였다. 상황적 유사성이 높은 과거 시기를 도출하기에 앞서, 본서는 예측이 불가능에 가까운 매크로 변수와 유가 변동의 영향을 최대한 배제하기 위해 유가와 정제마진을 하방으로 가정하고 추정하였음을 다시 한 번 강조한다.

도표 6-1. Historical PBR(TTM) 밴드



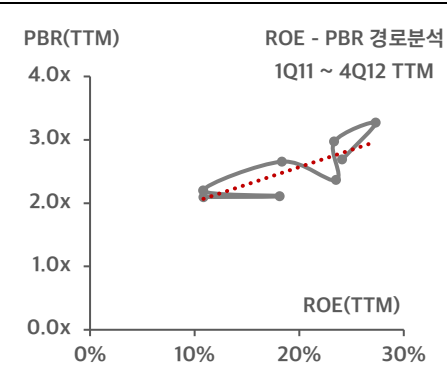
출처: KRX, SMIC 5팀

Target Multiple로 2016년의 평균 TTM PBR 1.5x를 제시한다. 16년은 15년 적자 후 ROE가 급격히 상승하는 구간이었으나, 정제마진의 개선으로 인해 수익성이 개선되지 않았다는 점에서 27년과 유사성이 있다. 이때 정제마진의 측면에서 15년에 정유 업사이클로 단기간에 정제마진이 상승하고, 이후 점진적으로 하락하였다. 업사이클은 아니지만, 25년에 정제마진이 소폭 상승했던 점과 본서 논리 상 이후 점진적으로 하방까지 정제마진이 하락한다는 점에서 유사성이 높다.

무엇보다, 해당 기간에는 RUC/ODC 프로젝트로 4.8조 원을 투자하고 있었다. 이 프로젝트는 정제마진 악화에 대한 대응으로 석유화학으로의 다각화 시도였다. 따라서 해당 시기에는 정제마진 뿐만 아니라, 향후 석유화학부문의 매출 비중 상승과 석유화학부문의 증설에 대한 기대감 또한 Valuation에 반영되어 있었다. 또한 석유화학 산업으로 눈을 돌려보았을 때, 해당 시기는 아시아 내 NCC 설비 증설이 감소하는 중 동사의 공격적인 증설이 진행된다는 점에서도 유사하다.

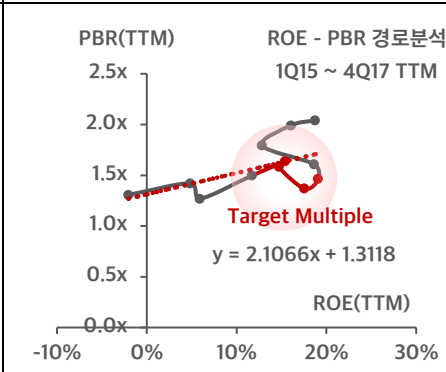
RUC/ODC 프로젝트의 가동이 시작된 4Q18에는 글로벌 증설 사이클로 27년과 비교하기 적절하지 않다. 투자 금액도 더 크고, Peer의 감산 속에서 진행된다는 점에서 더 높은 Valuation을 부여할 여지가 충분하나, ROE와 증설 모두의 측면에서 보수적으로 Target Multiple을 선정하였다.

도표 6-2. ROE-PBR 경로분석 (11 ~ 12)



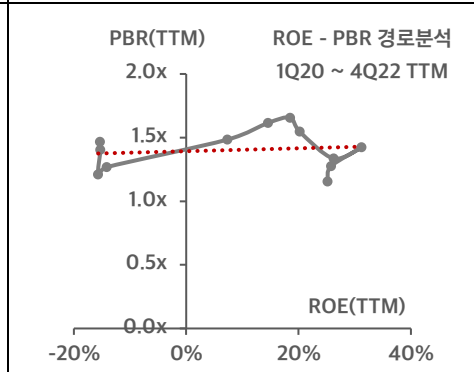
출처: SMIC 5팀

도표 6-3. ROE-PBR 경로분석 (15 ~ 17)



출처: SMIC 5팀

도표 6-4. ROE-PBR 회귀분석 (20 ~ 22)



출처: SMIC 5팀

ROE-PBR 경로분석을 통해 ROE의 관점에서 Historical로 Target Multiple을 부여한 시기가 적절한지 확인해보자. 과거 15년을 볼 때 동사의 ROE가 상승했던 시기는 크게 ① 11년에서 12년, ② 15년에서 17년, ③ 20년에서 22년이 있다. ① 11년에서 12년은 중국 수출이라는 새로운 판로가 열림으로 인해서 정제마진이 급격하게 상승했던 시기이다. 이때는 중국향 수출 급증으로 동사의 ROE가 빠르게 상승하며, PBR 역시 상승하였다. 이는 ROE-PBR 회귀식의 기울기로 나타난다.

② Historical로 Target Multiple 시기로 선정한 15년에서 17년은 14년에 상승한 정제마진이 횡보하다 하락하였다. 이때 ROE 상승에 대해 PBR은 ①과 다른 추이를 보였다. 앞선 구간보다 완만한 ROE-PBR 회귀선 기울기를 가졌다. 이 구간의 회귀식에 27E ROE 20.8%를 대입하면, PBR 1.8x가 산출된다. 이는 Historical로 선정한 Target Multiple 1.5x보다 15.8% 높은 수치이다. 즉, 전술한 것처럼 ROE와 증설 모든 측면에서 보수적으로 선정한 결과를 보여준다.

③ 20년에서 22년은 코로나19로 인해 정유 및 석유화학 설비가 대규모로 폐쇄되며 정제마진이 상승한 시기이다. 높은 정제마진과 이에 따른 ROE 개선에도 불구하고, ROE-PBR 회귀선의 기울기가 매우 완만하다. 이는 Implied PER이 낮다는 의미인데, 시장에서 코로나19로 인한 정제마진 상승에 대해 이익의 지속 가능성을 인정해주지 않았다는 것을 의미한다.

#### (4) 최종 PBR Valuation 및 목표주가

27E DPS는 5,000원, 배당성향 30%라 추정하였다. 추정 자본변동표는 Appendix에 첨부하였다.

Valuation - Historical PBR Method (2027E)	
2027E 지배지분 기말자본(십억 원)	9,690
유통가능주식수	112,582,792
<b>2027E BPS(원)</b>	<b>86,067</b>
Target PBR Multiple	1.5x
ROE(%)	20.8%
(-) 우선주 시가총액(십억 원)	190
<b>목표주가(원)</b>	<b>128,400</b>
현재주가(원)	80,500
<b>상승여력(%)</b>	<b>59.5%</b>

상기 논의를 종합하여, 2027E BPS 86,067원에 Target PBR Multiple 1.5x를 곱한 목표주가 128,400원, 상승여력 59%, 투자의견 BUY를 제시한다.

## Appendix

### Appx.1. 추정 자본변동표

추정 자본변동표											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
기초자본	6,988	8,483	9,038	8,696	8,653	8,581	8,646	8,696	8,526	8,373	9,690
(+) 당기순이익	2,104	949	(193)	(45)	(67)	63	69	21	37	1,879	1,819
(-) 배당금	617	373	189	-	0	-	189	189	189	563	563
<i>배당성향(%)</i>	<i>29.3%</i>	<i>39.3%</i>	<i>-98.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>-0.1%</i>	<i>0.0%</i>	<i>274.0%</i>	<i>905.1%</i>	<i>514.2%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.9%</i>
(+) 그외 자본변동	8	(22)	40	2	(5)	2	-	(1)	-	-	-
기말자본	8,483	9,038	8,696	8,653	8,581	8,646	8,526	8,526	8,373	9,690	10,946
가중평균자본	7,736	8,761	8,867	8,674	8,617	8,613	8,586	8,611	8,450	9,032	10,318
<i>ROE(%)</i>	<i>27.2%</i>	<i>10.8%</i>	<i>-2.2%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>-0.8%</i>	<i>0.7%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.4%</i>	<i>20.8%</i>	<i>17.6%</i>

### Appx.2. 원유 도입 가격 추정 (13 ~ 28E)

원유 도입 가격 (13~16)				
(달러/배럴)	2013	2014	2015	2016
원유가격	107.62	95.73	49.99	41.56
원유 도입 가격 (17~20)				
(달러/배럴)	2017	2018	2019	2020
원유가격	53.98	70.52	65.78	42.27
원유 도입 가격 (21~24)				
(달러/배럴)	2021	2022	2023	2024
원유가격	71.99	100.91	85.02	81.42
원유 도입 가격 추정 (1Q25~4Q25E)				
(달러/배럴)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
원유가격	76.29	69.61	70.52	63.68
원유 도입 가격 추정 (25E~28E)				
(달러/배럴)	2025E	2026E	2027E	2028E
원유가격	70.03	63.07	61.84	60.61

### Appx.3. 정유부문 스프레드 추정 (14 ~ 28E)

정유부문 스프레드 (14~19)						
(원/배럴)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
휘발유	20,482	22,966	17,832	16,740	13,205	9,265
나프타	(5,054)	1,924	(54)	(2,025)	(5,945)	(11,522)
항공유	20,087	19,011	13,740	13,683	18,402	14,796
경유	22,523	21,778	16,735	17,920	20,172	18,029
Mixed Spread	18,037	18,775	13,862	14,132	15,381	12,216
정유부문 스프레드 (20~24)						
(원/배럴)	2020	2021	2022	2023	2024	
휘발유	8,307	13,372	18,771	19,163	16,816	
나프타	(2,277)	(4,158)	(25,285)	(21,726)	(14,475)	
항공유	2,733	5,759	35,628	29,450	20,971	
경유	12,741	13,324	49,223	33,176	24,938	
Mixed Spread	8,397	10,480	33,688	24,488	18,493	

**정유부문 스프레드 추정 (1Q25~4Q25E)**

(원/배럴)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
휘발유	15,390	16,682	18,066	16,554
나프타	(10,668)	(11,583)	(11,808)	(11,023)
항공유	22,303	18,534	22,992	20,236
경유	26,518	25,531	30,869	26,505
<b>Mixed Spread</b>	<b>19,035</b>	<b>18,281</b>	<b>22,577</b>	<b>19,620</b>

**정유부문 스프레드 추정 (25E~28E)**

(원/배럴)	2025E	2026E	2027E	2028E
휘발유	16,468	16,394	16,075	15,756
나프타	(11,437)	(10,917)	(10,704)	(10,491)
항공유	20,320	20,041	19,651	19,260
경유	26,887	26,249	25,738	25,227
<b>Mixed Spread</b>	<b>19,453</b>	<b>19,191</b>	<b>18,818</b>	<b>18,444</b>

## Appx.4. 감가상각비 추정

유형자산 CapEx					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물	41	41	61	61	61
구축물	34	34	52	52	52
기계장치	74	74	110	110	110
차량운반구	1	1	1	1	1
기타유형자산	210	210	315	315	315
총매	225	225	337	337	337
<b>합계</b>	<b>584</b>	<b>584</b>	<b>876</b>	<b>876</b>	<b>876</b>
감가상각비 (CapEx 반영 전)					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물	15	15	15	15	15
구축물	72	72	72	72	72
기계장치	228	228	228	228	228
차량운반구	0	0	0	-	-
기타유형자산	150	150	150	-	-
총매	125	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>592</b>	<b>467</b>	<b>467</b>	<b>316</b>	<b>316</b>

확장 CapEx					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물	405	203	-	-	-
구축물	203	101	-	-	-
기계장치	2,431	1,215	-	-	-
차량운반구	-	-	-	-	-
기타유형자산	1,013	506	-	-	-
총매	-	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>4,051</b>	<b>2,026</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
감가상각비 (CapEx 반영 후)					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물	30	38	40	42	44
구축물	80	85	87	88	90
기계장치	340	397	402	407	412
차량운반구	0	1	1	1	1
기타유형자산	456	635	714	643	416
총매	238	225	281	337	337
<b>합계</b>	<b>694</b>	<b>860</b>	<b>995</b>	<b>980</b>	<b>753</b>

## Appx.5. 무형자산상각비 추정

무형자산 CapEx					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
전용시설이용권	0	0	0	0	0
기타 무형자산	16	16	16	16	16
<b>합계</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
무형자산상각비 (CapEx 반영 전)					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
전용시설이용권	0	0	0	0	0
기타 무형자산	11	11	11	-	-
<b>합계</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

무형자산 확장 CapEx					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
전용시설이용권	-	-	-	-	-
기타 무형자산	10	5	-	-	-
<b>합계</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
무형자산상각비 (CapEx 반영 후)					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
전용시설이용권	0	0	0	0	0
기타 무형자산	16	20	23	16	19
<b>합계</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>20</b>

## Appx.6. 사용권자산상각비 추정

리스부채의 증가					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
선박	5	5	5	5	5
주유소 및 충전소	2	2	2	2	2
저장 및 기타시설	45	45	45	45	45
<b>합계</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>51</b>
사용권자산상각비 (리스부채 차입 반영 전)					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
선박	15	-	-	-	-
주유소 및 충전소	2	2	2	-	-
저장 및 기타시설	25	25	25	-	-
<b>합계</b>	<b>42</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

리스부채의 증가2					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
선박	158	79	-	-	-
주유소 및 충전소	24	12	-	-	-
저장 및 기타시설	191	95	-	-	-
<b>합계</b>	<b>373</b>	<b>186</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
사용권자산상각비					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
선박	32	25	25	26	26
주유소 및 충전소	5	6	6	4	4
저장 및 기타시설	48	62	67	46	51
<b>합계</b>	<b>85</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	<b>77</b>	<b>82</b>

## Appx.7. 금융손익 추정

이자부자산 추정								이자부부채 추정							
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
기말이자발생부자산	1,533	2,074	2,056	1,419	1,280	1,156	1,045	기말이자발생부부채	4,956	5,619	7,806	8,049	7,934	7,821	7,709
원금및원금성자산	1,310	1,963	1,946	1,309	1,170	1,046	935	차입금	4,956	5,619	7,806	7,689	7,574	7,461	7,349
기타 금융자산	222	110	110	110	110	110	110	기타 금융부채	-	-	-	360	360	360	360
평균이자발생부자산	1,533	1,803	2,065	1,737	1,349	1,218	1,100	평균이자발생부부채	4,956	5,287	6,713	7,928	7,992	7,877	7,765
이자수익	31	56	53	45	35	31	28	이자비용	151	237	283	310	313	308	304
유료이자율(%)	2.0%	3.1%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	유료이자율(%)	3.1%	4.5%	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
금융손익 추정															
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E				
금융손익	(324)	(201)	(444)	(56)	128	(131)	(49)	(109)	(304)	(305)	(241)				
금융수익	432	299	389	123	306	6	94	528	389	422	438				
이자수익	31	56	53					45	35	31	28				
외환차익	253	197	335					335	289	320	315				
외화환산이익	148	46	0					148	65	71	95				
금융원가	757	500	833	179	177	137	143	637	693	727	679				
이자비용	151	237	283					310	313	308	304				
외환차손	605	260	354					260	291	302	284				
외화환산손실	0	4	196					67	89	117	91				

## Appx.8. 기타손익 추정

기타손익 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
기타손익	(182)	(24)	(317)	9	108	(18)	(109)	(10)	(123)	(148)	(94)
기타수익	1,148	803	655	167	395	60	237	860	764	760	795
유형자산처분이익	10	17	0					9	9	6	8
배당금수익	2	3	3					3	3	3	3
잡이익	38	82	43					54	60	52	56
외환차익	812	540	455					602	532	530	555
외화환산이익	142	68	44					85	65	65	72
파생금융상품거래이익	127	63	79					90	78	82	83
파생상품평가이익	16	4	30					17	17	21	18
유가증권평가이익	-	24	0					-	-	-	-
기타비용	1,330	827	971	158	287	78	347	870	888	908	889
유형자산처분손실	0	6	2					3	3	3	3
유형자산폐기손실	26	-	2					-	-	-	-
기부금	7	10	9					9	9	9	9
잡손실	15	34	19					23	25	23	24
외환차손	1,017	627	632					630	630	630	630
외화환산손실	72	20	245					112	126	161	133
파생금융상품거래손실	193	128	57					92	92	81	88
파생상품평가손실	0	2	3					2	2	2	2
유가증권평가손실	-	-	3					-	-	-	-

## Appx.9. 법인세비용 추정

법인세비용 추정											
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
법인세차감전순이익	2,899	1,132	(333)	(67)	(106)	81	89	(3)	47	2,402	2,326
법인세비용	794	183	(139)	(23)	(39)	18	20	(24)	10	523	507
유료법인세율(%)	27.4%	16.2%	41.9%	33.9%	37.1%	22.4%	22.4%	762.6%	21.8%	21.8%	21.8%

## Appx.10. 재무상태표 및 현금흐름표

재무상태표				
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	3Q25
<b>자산</b>	<b>19,613</b>	<b>21,576</b>	<b>24,451</b>	<b>24,989</b>
유동자산	9,206	9,648	10,048	8,163
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,946	1,309
매출채권	2,304	2,308	2,171	1,903
기타채권	136	321	752	171
기타금융자산	151	11	11	8
파생상품자산	16	4	30	34
재고자산	4,733	4,639	4,493	4,276
기타유동자산	555	402	599	458
당기법인세자산	-	-	46	4
비유동자산	10,407	11,928	14,403	16,826
기타채권	88	99	95	95
기타금융자산	71	99	99	102
공동기업 및 관계기업투자	36	41	43	41
유형자산	9,588	11,152	13,582	15,861
무형자산	106	116	149	150
투자부동산	136	136	136	136
기타비유동자산	209	161	174	343
순확정급여자산	172	124	126	97
<b>부채</b>	<b>11,130</b>	<b>12,539</b>	<b>15,756</b>	<b>16,343</b>
유동부채	8,213	9,255	11,657	11,431
매입채무	3,172	3,989	4,982	6,238
기타채무	865	1,337	1,961	868
차입금	2,529	2,782	4,015	3,190
당기법인세부채	652	145	1	1
충당부채	5	32	31	24
계약부채	17	15	14	13
기타유동부채	974	953	653	1,097
비유동부채	2,917	3,284	4,099	4,912
기타채무	226	197	185	335
차입금	2,427	2,837	3,791	4,499
이연법인세부채	263	250	123	78
<b>자본</b>	<b>8,483</b>	<b>9,038</b>	<b>8,696</b>	<b>8,646</b>
지배지분 자본	8,483	9,038	8,696	8,646
자본금	292	292	292	292
주식발행초과금	379	379	379	379
적립금	986	989	996	995
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	6,829	7,380	7,030	6,982
부채외자본총계	19,613	21,576	24,451	24,989

현금흐름표				
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	3Q25
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,651</b>	<b>2,526</b>	<b>1,468</b>	<b>2,085</b>
영업으로부터 창출된 현금흐름	1,972	3,417	1,964	2,364
이자 수익	30	55	53	29
이자 지급	(137)	(255)	(365)	(358)
법인세 환급(납부)	(217)	(695)	(191)	41
배당금의 수취	4	4	7	9
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(773)</b>	<b>(2,066)</b>	<b>(3,027)</b>	<b>(2,710)</b>
투자활동으로 인한 현금유입	50	191	63	32
유형자산의 처분	30	20	3	0
무형자산의 처분	0	-	0	3
당기손익-공정가치금융자산의 처분	0	1	4	1
기타포괄손익-공정가치 금융자산의 처분	0	0	0	0
기타채권의 감소	18	23	24	19
기타금융자산의 감소	-	140	-	3
기타투자활동 현금유입	1	7	32	6
투자활동으로 인한 현금유출	(823)	(2,257)	(3,090)	(2,742)
유형자산의 취득	(599)	(2,186)	(3,042)	(2,664)
무형자산의 취득	(1)	(2)	(27)	(1)
관계기업투자주식의 취득	-	(3)	-	-
당기손익-공정가치 금융자산의 취득	(1)	(1)	(0)	(4)
기타포괄손익-공정가치 금융자산의 취득	(1)	-	(0)	(0)
기타채권의 증가	(13)	(7)	(14)	(7)
기타유동자산의 증가	(1)	(2)	-	-
기타금융자산의 증가	(140)	-	-	-
파생상품자산 · 부채의 순정산	(66)	(49)	-	(61)
기타투자활동 현금유출	(1)	(6)	(7)	(6)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(1,514)</b>	<b>193</b>	<b>1,539</b>	<b>(11)</b>
재무활동으로 인한 현금유입	279	1,239	2,450	981
단기차입금의 순증가	-	190	861	-
장기차입금의 증가	-	700	592	143
사채의 발행	279	349	997	838
재무활동으로 인한 현금유출	(1,793)	(1,046)	(911)	(992)
단기차입금의 순감소	(638)	-	-	(351)
유동성사채의 상환	(460)	(590)	(640)	(560)
기타채무의 감소	(78)	(83)	(82)	(81)
배당금 지급	(617)	(373)	(189)	(0)
<b>현금및현금성자산의 증가(감소)</b>	<b>(636)</b>	<b>653</b>	<b>(21)</b>	<b>(636)</b>
기초의 현금및현금성자산	1,946	1,310	1,963	1,946
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	1	0	3	(1)
기말의 현금및현금성자산	1,310	1,963	1,946	1,309

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 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. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.