



SNU Midas Investment Club

2005년 11월 5일

SMIC 리서치3팀

이성민, 김경한, 박상민,
박 민, 김현섭, 이동언,
윤현민, 김지원(조류독감)

투자의견 : HOLD

목표주가 : 77,700원

S - Oil (010950)



▶ 투자 의견 유보, 목표주가 77,700원 제시

S-Oil에 대해 투자 의견 “유보”와 목표주가 77,700원을 제시합니다. 이 목표주가는 정제마진 할인과 전년도보다 4% 증가한 2005년 **예상** EPS 7,747원에 현재 PER 10.06를 적용하여 산출하였습니다.

▶ 아시아 정제마진 개선의 최대 수혜자, but..

S-Oil은 2004년 지속되었던 아시아 정제마진의 최대 수혜자로서, 매출과 이익 모두 급등세를 기록함으로써, 이는 높은 수출 비중과 고도화 설비 비중 때문이었습니다. 하지만 이 같은 정제마진이 2005년에는 다시 하락할 것이 예상되고 있습니다.

▶ 높은 이익의 질

S-Oil은 국내 3위의 정유업체임에도 ROE나 이익률 등 각종 수익성 지표에서 가장 높은 performance를 보여주고 있습니다.

▶ 높은 배당수익률, 배당투자자 접근해야 할 듯

2005년 11월 4일 현재 주가 78,800원은 매수 추천을 하기에는 부담스러운 주가수준이나, 보통주 기준 7% 이상, 우선주 13% 이상의 높은 배당수익률을 감안할 때 배당주로서의 매력은 여전하다고 볼 수 있습니다.

Part I. Industry Analysis: Overview

정유산업은 일반적으로 개발, 산유 부문인 상류부문(Up-stream)과 정제, 판매 부문인 하류부문(Down-stream)으로 분류되며, 통상 정유업은 석유산업의 하류부문을 의미합니다. 이러한 석유정제는 원유를 처리하여 각종 석유제품과 반제품을 제조하여 시장에 공급하는 것을 말합니다. 정유산업은 경제활동과 직접적인 연관이 깊은 국가 기간산업인 동시에 국가 안보상 전략산업이기도 하여 국가의 개입이 어느 정도 필수적으로 이루어지고 있으며, 원료가 되는 원유는 전량 수입에 의존하고 있는 실정입니다.

1. 산업의 특성

(1) 기간산업

석유는 내연기관의 원료, 산업 및 가정용 에너지원, 석유화학공업의 기초원료로서 현대생활의 가장 중요한 기초에너지원을 생산하는 기간산업입니다.

(2) 장치산업

원유를 정제하여 석유류 제품 및 석유화학원료를 생산하는 설비건설에 막대한 투자가 소요되고 원유생산에서 석유류제품의 판매에 이르기까지 수직계열성이 강하여 설비의 일관화를 필요로 하는 자본·기술 집약적인 장치산업입니다.

(3) 지역편재성

중동, 북해, 러시아 등 원유의 지역적 편재로 인해 저장, 수송 등에 비교적 많은 물류비용이 소요되고, 산유국의 국지적 갈등요소가 지속적으로 세계적인 석유수급불안의 요인이 되고 있는 상황입니다.

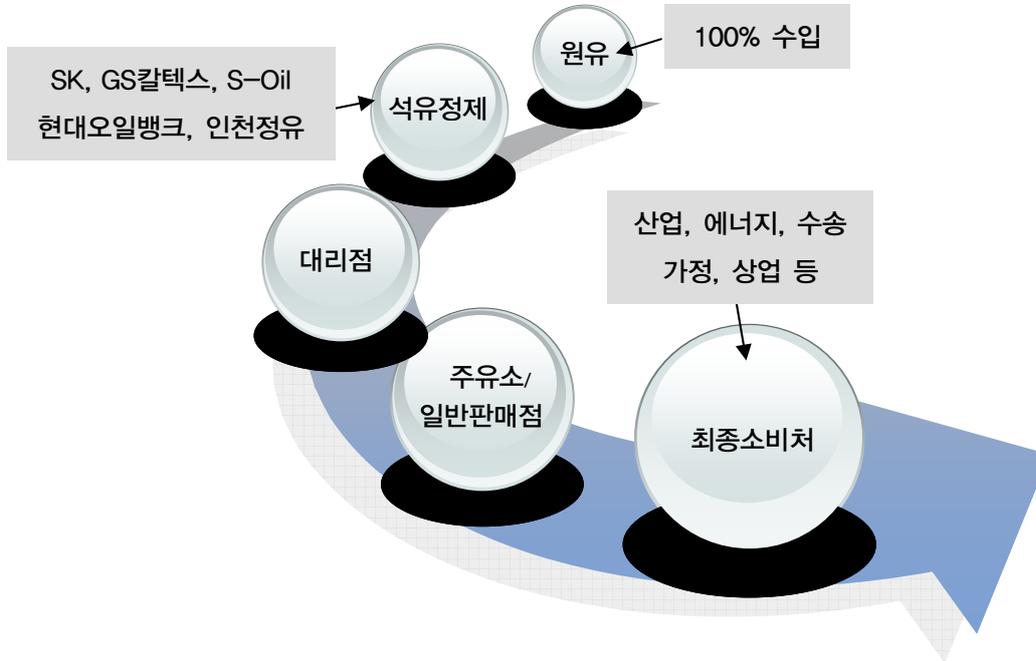
(4) 연산품적 특성

원유를 정제할 때 생산되는 석유제품의 비율은 일정하나 소비는 휘발유, 등유, 저유황경유 등 경질·저유황 석유제품에 집중되어 있어 제품별 가격차이 및 수급불균형의 원인이 되고 있습니다.

(5) 정부의 규제

석유류는 국가 비상시 필수 물자이기 때문에, 정유업은 국가안보 측면에서 절대 필요한 전략 산업입니다. 따라서 정부는 석유사업법에 석유류 수입량 기준 60일분을 비축할 것을 명시하여 부족분이 발생할 경우 과징금을 부과하는 등의 통제를 하고 있습니다. 그러나 직접 규제에 대한 효율성의 저하와 제반 산업의 성숙으로 석유산업의 규제가 완화되는 추세에 있습니다. 1997년 석유제품가격의 자유화에 이어 1998년 신규진입 규제 완화, 2001년 LPG 가격의 자유화 등이 그 실례이다.

2. 산업내 제품의 흐름도



석유제품의 흐름은 일반적으로 위의 흐름도와 같습니다. 국내 시장에 유통되는 원유는 100% 수입되고 있으며, 이중 80% 가까이가 중동지역에서 수입되고 있습니다. 이렇게 수입된 원유는 석유 정제를 하는 SK, GS칼텍스정유, S-Oil, 현대오일뱅크 등의 정유업체를 통해 정제과정을 거치게 됩니다. 이후 대리점을 거쳐 주유소와 일반판매점을 거쳐 각 산업, 에너지, 수송, 가정, 상업 등의 석유 수요가 있는 곳으로 이동하는 흐름을 볼 수 있습니다.

Part II. Industry Analysis: International Oil Price

1. 원유의 종류

유 종	산 지	품 질
Dubai	아랍에미리트(UAE)	하
Brent	영국 북해	중
WTI	미국 서부 텍사스	상

원유는 그 산지에 따라 종류가 많지만 위 3 유종이 거래 기준이 될 수 있었던 이유는 생산량이 많으면서 생산이 독점되어 있지 않고, 자유로운 거래로 가격형성 과정이 투명하기 때문입니다. 일반적으로 황함량이 낮고, API가 높은 경질유일수록 가격이 높은 경우가 일반적인데, 이는 별도의 탈황 처리를 위한 비용이 소요되지 않고, API도가 높을수록 정제시 휘발유, 나프타 등의 경질제품이 많이 생산되는 특징이 있기 때문입니다.

2. 국제유가가 결정되는 방식

석유시장의 경우 과거 70년대만 해도 석유수출국기구(OPEC) 등과 같은 독점력 있는 공급주체의 의사에 의해 가격이 결정되는 판매자위주의 시장구조가 지배적이었으나, "80년대 이후 구매자위주의 시장구조로 변화되면서 다른 재화와 같이 석유시장도 시장참여자들의 수요와 공급에 의해 가격이 결정되는 체제를 가지고 있습니다. 특히, "90년대 들어서는 석유선물시장의 발달로 인해 금융상품적 성격도 강하며 매일매일의 유가의 변동성 또한 큰 편입니다.

통상 석유시장은 아시아시장, 유럽시장, 미주시장 등 3개의 권역으로 대별되는데, 이는 물건을 사고 파는 장소적 개념은 아니며, 이 세 시장을 중심으로 각종 통신수단을 이용한 석유시장 참여자들의 거래가 활발히 이루어지고 있다는 상황 자체를 의미합니다.

석유의 거래형태를 보면 실제 석유의 인수·도를 주된 목적으로 하는 **현물(Spot)거래**와 미래의 유가변동에 따른 위험의 회피 혹은 차익 추구 등을 위한 **선물(Futures)거래** 등 2가지로 대별됩니다. 이에 따라 석유가격 또한 현물가격과 선물가격으로 분류할 수 있습니다. 물론 이 두 유가가 전혀 다른 별개의 체제를 가진 것은 아니며, 다만 미국의 NYMEX나 영국의 IPE 같은 공식적인 선물거래소에 상장되어 표준화된 형태(유종, 인도월 등)로 거래되는지(선물가격) 혹은 거래 상대방의 계약조건에 의해 가격이 결정(현물가격)되는지 여부에 차이가 있을 뿐입니다. 물론 현물시장 거래자들이 선물시장의 거래동향을 참고하여 계약가격 등을 정함으로써 현물가격에 영향을 미치는(선물가격의 가격 선도 기능 등) 등 양시장은 서로 밀접한 관련성을 맺고 있어 양 가격은 비슷한 추세를 보이는 것이 통상적입니다.

그럼, 우리가 보통 접하게 되는 현물가격이 어떻게 결정될까요? 하루에도 세계 각지에서는 수없이 많은 형태의 석유거래가 이루어지고 있으며, 사실 수없이 많은 가격들이 있습니다. 세계에는 수백종의 유종들이 존재하고 있기 때문입니다. 이렇듯 하루에 이루어지는 많은 유종의 거래들에 관해 Platt's 나 Argus 등 **가격추정기관들이 그날에 이루어진 가장 적정한 거래가격대를 추정(Assesment)**, 그 기관 나름의 매일매일의 유가를 발표하고 있습니다. 특히, 각 권역을 대표하는 기준유종들이 수많은 유종의 거래가격 결정에 지표로 쓰이고 있습니다. 예컨대, 아시아시장의 경우 Dubai, 유럽시장의 경우 Brent, 미주시장의 경우 WTI 등 **유종을 기준으로 프리미엄을 가감하는 방식**으로 가격이 결정되고 있습니다. 마지막 가격결정방식으로 기간거래가격 결정방식이 있습니다. 주요 (중동) 산유국들이 아시아, 유럽, 미주 시장 등 주요 소비자시장을 대표하는 기준유종을 정해 놓고, 이들 기준유종의 현물가격에 연동하여 원유 판매가격을 조절하게 됩니다. 예를 들면 아시아시장에 판매하는 유종의 경우는 Dubai와 Oman 원유의 한달 평균 Platt's 중간가격 평균(이를 가격 Formula라고 함)에다가 몇 센트의 프리미엄(조정계수)을 가감, 조정하는 방식으로 매월의 판매가격을 책정하게 됩니다.

3. 국제유가의 변동에 영향을 미치는 요인

국제원유의 가격은 수많은 변수의 상호작용에 의하여 이루어집니다. 국제 원유가격의 결정 요인 석유가 경제적 상품/정치적 상품/금융 상품의 특성을 가진 점을 감안하여 기본적 요인/ 정치,심리적 요인/ 투기적 요인으로 석유가격 결정 메카니즘을 설명할 수 있습니다.

우선, 기본적 요인(Fundamentals)으로서 이는 가장 일반적인 경제적 상품으로서의 가격요인을 들 수 있습니다. 기본적 요인으로는 **수급요인**, **석유재고**, 산유국의 국별 **생산비용**, 대체에너지 비용 등이 여기에 속합니다. 석유수요는 경제성장률, 기후, 계절적 패턴(여름에는 휘발유, 겨울에는 난방유 수요 증가), 환경정책 등에 따라 좌우됩니다.

공급측면에서는 석유회사들의 **E&P투자**, **OPEC(석유수출국기구)**의 생산정책 등이 주요한 변수가 되고 있습니다. 특히, 막대한 잉여생산 능력을 바탕으로 국제석유시장을 장악하고 있는 OPEC은 정기적인 혹은 비정기적인 회의를 소집하여 생산정책을 결정(증산 또는 감산)함으로써 국제석유시장의 변화에 신속하게 대처하고 있습니다. 2000년 이후 OPEC은 **유가밴드제**라는 개념을 도입하여 일정 수준(22-28불)의 유가범위를 설정하고 이를 유지하기 위하여 생산량을 조절하는 정책을 추진하고 있습니다. 또한, 석유재고(특히, OECD재고)의 변화도 중요한 기본적 요인인데 단기적으로는 매주 발표되는 미국 석유재고의 결과가 시장에 영향을 미치고 있습니다. 장기적인 측면에서는 산유국의 국별 생산비용이 중요한 유가결정 변수로 작용합니다. 국가별 생산비용은 통상적으로 중동 산유국은 낮은 반면 상대적으로 북해 등 비OPEC의 생산비용은 높습니다. 단기적으로 수급 불균형, OPEC의 시장 장악 여부 등에 따라 국제유가가 국가별 생산비용보다 하락 할 수는 있지만 결국 투자 및 공급 감소에 따라 수급 균형이 이루어지면 유가도 생산비용 이상으로 다시 회복될 가능성이 높다고 할 수 있습니다. 마지막으로 대체에너지 비용은 장기적으로 유가의 상한선으로 작용한다고 할 수 있습니다.

둘째로, **지정학적 요인(Geopolitics)** 측면에서의 정치, 심리적 요인을 들 수 있습니다. 이는 중동의 석유자원 편재성(65%)에 기인한 공급불안 요인입니다. 대부분의 석유자원을 중동이 보유하고 있는데 반해, 주요 소비국은 미국, 유럽, 아시아 등 북반구 산업국가들이라는 점이 문제를 야기하고 있습니다. 과거 1,2차 석유위기 및 걸프사태에서 세계는 안전한 석유공급에 심각한 위협을 경험하였으며 지금도 여전히 중동의 정치적 불안정성으로 인한 석유공급 위기감은 가시지 않은 상태입니다.

셋째로, 석유선물시장의 발달에 따른 **투기적 요인**을 들 수 있습니다. 선물시장의 영향력이 증대됨에 따라 투기적 참여자들의 행태가 유가에 크게 영향을 끼칩니다. 선물시장에 참여하는 세력들은 대부분 단기차익을 노린 투기적 성향을 지니고 있습니다. 이들 투기적 거래자들은 주로 석유시장과 관계없는 기술적 분석에 의한(시스템 트레이딩/Technical Analysis based Trading) 거래를 하는 경향을 보이고 있습니다. 일반적으로 이들 투기적 거래자들이 순매수 포지션을 증가시키면 유가는 상승하고 반대로 순매도 포지션을 증가시키면 유가는 하락하게 됩니다.

4. 국제유가의 추이와 향후 유가 전망



유가의 장기적 추세를 살펴보면, 90년대에는 90~91년 걸프전 때를 제외하면 \$20 전후에서 바스켓을 이루며 움직여왔던 것을 볼 수 있습니다. 하지만 90년대 말부터 유가는 아시아의 경제 회복과 OPEC의 적극적인 감산, 미국의 휘발유 소비 증대 등의 요인으로 상승하기 시작하였으며, 이라크 전쟁과 산유국 석유노조의 파업 등은 유가상승을 더욱 부추겼습니다.



국제유가는 최근 18개월 동안 \$40, \$50, \$60을 차례로 돌파했으며, 1년전에 비해 55% 이상 상승한 상태입니다.

국제 원유시장에 미치는 결정변수들을 종합해볼 때 향후 1년 정도 평균유가(WTI)는 50달러 안팎에서 형성, 유가의 고공행진이 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됩니다. 우선, 세계 석유수급에서 종합해보면 수급여건이 타이트하게 전개될 것으로 보입니다. 석유 수요 둔화 가능성을 배제할 수 없

으나 시장 컨센서스에 기초해 볼 때 2005년 중 세계 원유수요는 약 180만B/D 늘어날 전망이며, 공급측면에서는 비OPEC으로부터의 공급 50만b/d와 2004년중 재고증가분 40만b/d를 차감한 OPEC 석유수요 증가분(이라크, NGL포함)은 90만b/d에 이를 전망이어서, OPEC 석유의존도는 약 40%에 달할 것으로 예상되기 때문입니다. OPEC내에서도 사우디를 제외하고는 원유 증산 여력이 제한적이어서 2005년 국제 원유시장은 OPEC의 통제 범위 내에 있다고 판단됩니다. 여기서 주목할 것은 OPEC의 정책기조가 달러화 약세와 그동안 고유가로부터 산유국이 향유해오고 있는 고수익 선호 등을 이유로 유가 급락시 산유량 조절을 통한 고유가정책을 견지할 것으로 보입니다. 게다가 미국, 중국 등 정제능력 한계 속에 수요의 경질화 추세로 인한 휘발유, 제트유/등유, 경유 등 경질 제품 가격 강세가 경질 원유가격 강세를 유발, 직, 간접적으로 경질원유를 중심으로 한 유가강세 요인으로 작용할 것으로 예상된다는 점입니다. 만일, 2004년과 같이 지정학적 리스크 요인이 부각될 경우 국제 원유가는 전고점을 돌파할 가능성도 상존해 있다고 볼 수 있습니다.

주요 기관별 2005년 국제유가 전망은 다음과 같습니다.

기관 (전망시기)	기준 유종	2004년 평균	2005					비고
			1Q	2Q	3Q	4Q	평균	
CGES (3월)	Brent(D)	38.5	46.7	44.8	44.1	44.6	45.1	기준유가
		38.5	47.2	46.3	47.1	49.5	47.5	수요증대
		38.5	46.7	44	43.1	46.9	45.2	수요감소
ESAI (3월)	Dubai	33.65	40.43	39.93	38.75	-	39.7	
	Brent(D)	38.18	46.7	45.8	43.2	-	45.23	기준유가
	WTI	41.44	49.09	48.83	45.85	-	47.92	
CERA (3월)	Dubai	33.69	40.93	40.25	38	41	40.05	
	Brent(D)	38.26	47.65	48.25	45	48	47.23	기준유가
	WTI	41.44	50.1	50	47	50	49.27	
	Dubai	33.69	40.93	53	51.5	54.5	49.98	고유가
	Brent(D)	38.26	47.65	62	60.5	63.5	58.41	(공급부족)
	WTI	41.44	50.1	65	63	66	61.02	
	Dubai	33.69	40.93	34	33	30	34.48	저유가
	Brent(D)	38.26	47.65	42	40	37	41.66	(수요감소)
	WTI	41.44	50.1	44	42	39	43.77	
EIA(4월)	WTI	41.44	49.77	56.85	56.4	55.95	54.74	기준유가

자료: 한국석유공사 자료 재인용, EIA

5. 국제유가 상승이 정유업체에 미치는 영향

2004년 이후 국제 원유시장 특성으로는 국제 유가강세가 아시아 정제마진 개선과 퀘를 같이하고 있는 바, 학습효과에 의해 일반적으로 국제유가 상승은 정유업체 수익 증대, 나아가 정유주 주가상승으로 이어지는 경향이 있습니다. 따라서, 최근 정유주의 주가 움직임은 WTI 유가 상승시(Dubai는 WTI에 하루 후행) 정유주 주가에는 긍정적으로, 역으로 하락시에는 정유주 주가하락으로 나타나는 경향이 있습니다. 유가상승이 아시아정제마진 개선이라는 등식이 항상 성립한다고는 볼 수 없으나 최근의 원유시장 양상이 휘발유, 제트유, 경유 등 수요의 경질화 속에 중국 등 정제시설 부족으로

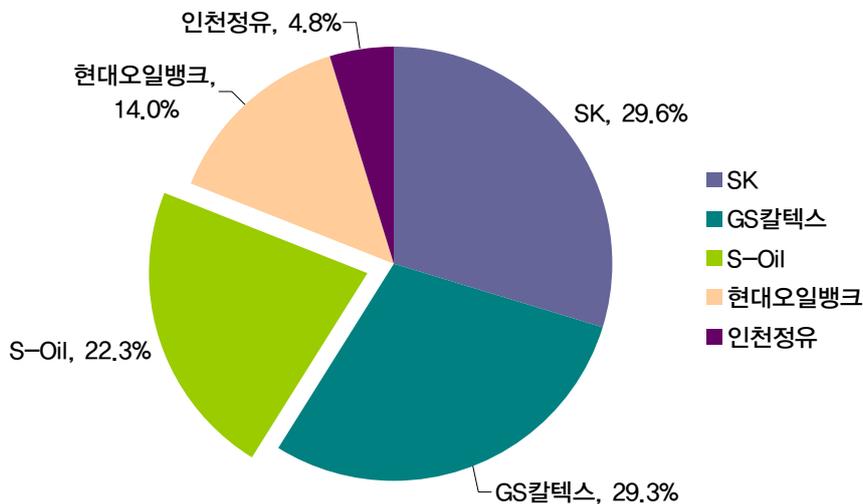
인해 이들 경질제품 가격이 국제 유가상승과 궤를 같이 하고 있기 때문입니다. 기술적 요인이기는 하나 국제유가 강세시 원유 투입시점과 제품판매시점에 한달간의 시차가 있어 유가상승국면 진행시 정유사 수익 확대 요인으로 작용하고 있습니다.

그러면 ‘가격수위에 관계없이 유가급등이 반드시 정유업계 수익에 유리한가?’ 하는 반문을 제기할 수 있습니다. 하지만 일반적으로 국제유가가 폭등하고 아시아 정제마진이 개선된다고 하더라도 **한계점 이상으로 국제유가가 상승할 경우**, 석유류 제품의 내수가격 인상 폭은 싱가포르 현물가격 상승 폭에 미치지 못할 수 있기 때문에 **내수정제 마진은 오히려 축소될 수 있다**고 판단됩니다. 물론 당시 정유업계내 경쟁상황, 단기간내 국제유가 상승 폭 등 시장여건에 의해 좌우되기는 하겠으나 국제유가 폭등할 경우 아시아 정제마진이 확대되더라도 내수가 인상 폭이 제한적이라면 정유업계 수익에 반드시 호재는 아니라고 볼 수 있습니다.

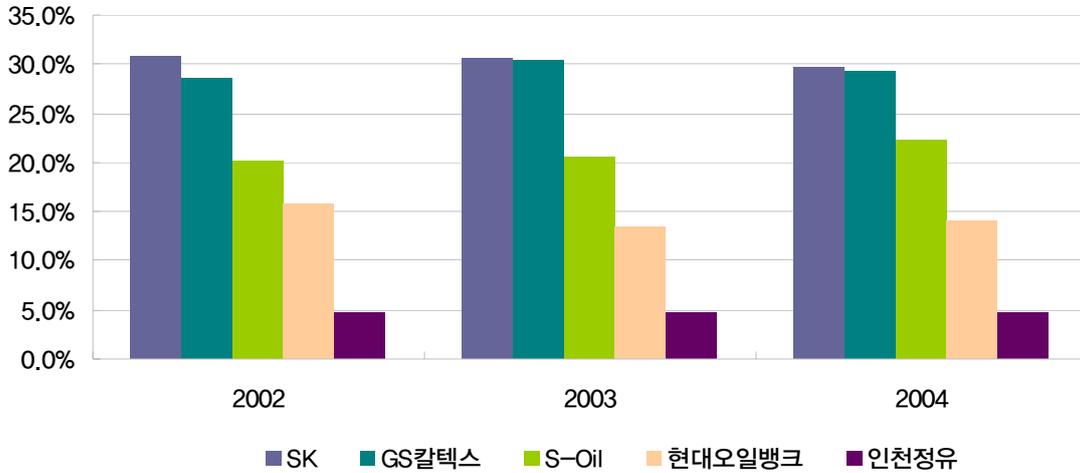
Part III. Industry Analysis: Focus on Local Market

1. 국내 정유산업 현황

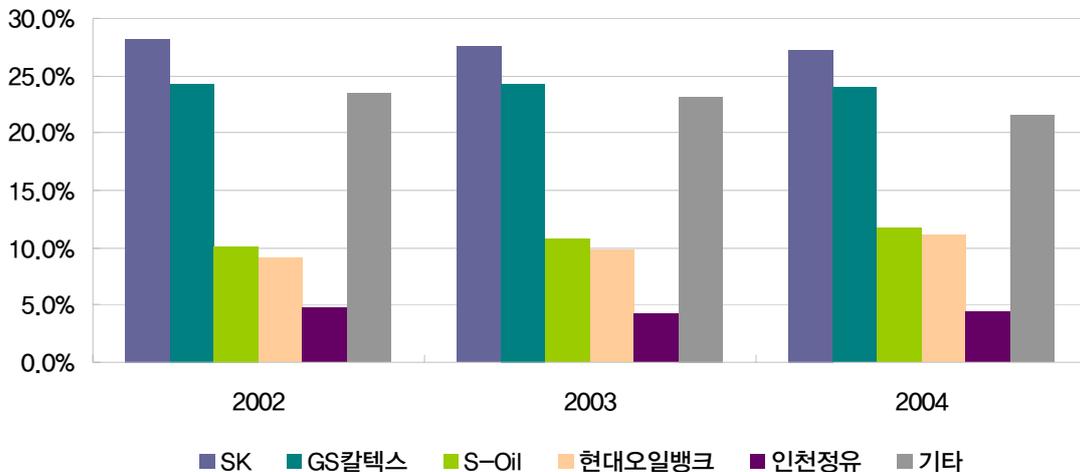
국내 정유 산업은 상위 4개 업체(SK, GS칼텍스, S-Oil, 현대오일뱅크)의 과점으로 이루어지며, 시장 가격은 이들 간의 경쟁 및 조정 등을 통해서 이루어지게 됩니다.



이 중 SK와 S-OIL 은 상장이 되어 있으며, GS칼텍스의 경우, 상장은 되어 있지 않지만, GS홀딩스가 50% 지분을 소유하고 있습니다. 시장점유율에서 주목할 점은 S-OIL 이 매년 시장 점유율을 높여나가고 있다는 점입니다. 시장 내에서 특별한 변동사항이 없음에도 불구하고 매년 꾸준한 성장을 보인다는 것은 제품이나 기업이 시장 내에서 소비자들로부터 인정을 받고 있으며, 기업의 영업 실적이 우수함을 증명한다고 할 수 있습니다.



하지만 내수시장 판매량 기준에서는 S-Oil의 M/S가 현저히 떨어짐을 알 수 있는데, 이는 내수시장은 SK의 거대자본에 의해 이미 상당수 잠식되었으며, 이로 인해서 S-Oil은 해외수출비율을 높이고 있기 때문입니다.



내수 시장 점유율에서 “기타” 항목이 21%나 됨을 알 수 있는데, 이는 석유수입사들입니다. 그러나 석유수입사들은 2004년 이후 정규규제의 강화와 국제석유제품의 가격상승에 따른 국내시장에서의 가격경쟁력의 상실로 인해 대부분의 업체들이 도산한 상태입니다. 따라서 향후 정유시장에 있어서의 영향력은 미미할 것으로 판단되며, 이들의 M/S를 점차 Big Player들이 대체할 것으로 보입니다. 이는 석유수입사들이 주로 수입하던 휘발유, 경유, 등유의 수입량이 2005년 들어 대폭 감소하는 데에서 더욱 분명해 진다고 할 수 있습니다.

2. 국내 정유산업의 성장성

고유가 기조가 향후 지속될 것이라는 관측이 유력한 가운데, 국내 정유산업은 내수의 부진에도 불구하고, 국제 석유제품 수요 증가에 따라 2005년에도 소폭 성장할 것으로 보이며, 국내경기가 회복이 되면 이러한 상승 추세는 더욱 탄력을 받을 것으로 보입니다. 하지만 2004년과 같은 배럴당 12\$에 달하는 정제마진을 다시 가져가기는 힘들다는 전망이 우세하며, 배럴당 8\$ 정도의 정제마진이 예상되고 있습니다. 따라서 2004년과 비교할 때 매출성장률이나 수익성은 어느정도 악화되는 것이 불가피하다고 볼 수 있습니다.

(1) 중국의 석유제품 소비 증가 (+)

2004년 들어, 석유제품의 소비량은 28년만에 최고치를 보였습니다. 이는 중국 등 아시아 국가의 석유제품소비 증가로 인한 것이며, 이러한 중국 등 아시아 국가의 석유제품소비 증가는 국내 정유업체들의 영업이익에 큰 호재로 작용하고 있습니다. 특히, 전 세계적으로 공급부족 현상이 일어나면서, 이러한 석유제품들의 정제마진이 대폭 상승하였다. 하지만 2005년에는 2004년의 재고물량으로 인해, 이러한 마진율이 감소할 것으로 예상되지만 가동률의 조절로 인해 성장은 지속될 것으로 보입니다.

(2) 국내 에너지 수급 동향 (-)

국내의 에너지 수급 동향은 유가상승으로 인해, 석유에너지에 대한 의존비율을 의도적으로 낮추고 있는 실정입니다. 이로 인해, 석유의 대체에너지인 LNG, 원자력 발전 등의 발전용 원료 등이 증가 추세를 보이고 있습니다. 이로 인해 정유업체의 국내 매출은 다소 감소를 보일지라도, 여전히 석유 에너지는 국내 발전용 원료의 가장 큰 부분을 차지하므로, 이 부분에 대해 리스크는 크게 우려되지 않습니다.

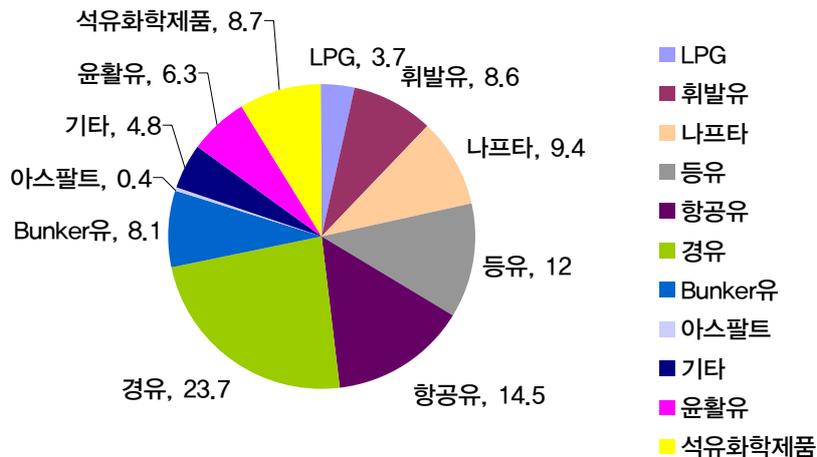
Part IV. Company Analysis

이러한 정유산업의 전반적인 특성 및 향후 전망을 토대로 저희가 선정한 기업인 S-Oil에 대한 좀더 심도있는 분석을 해보겠습니다. S-Oil은 정유업계의 3위 업체로서, 2005년 상반기 총매출액 5조 2,252억원, 영업이익 3,922억원, 순이익 3,068억원을 기록하였습니다. S-Oil은 국내 유통망은 선두 1,2위 업체에 비해 취약하지만, 이런 약점을 해외영업망 확충을 통해 극복하고 있으며 최근 수요가 급증하고 있는 경질유 정제 설비가 타사에 비해서 우수하다는 점에서 향후 성장 가능성이 높게 평가되고 있습니다. 또한 품질면에서도 운전자들로부터 높은 평가를 받고 있어(옥탄수치가 높아, 차가 잘 나간다는 평이 많음), 유통망만 확충이 된다면 국내시장에서도 해볼만한 승부가 될 것입니다.

1. Business Model

S-Oil의 BM을 간단히 요약하자면, 원유를 구입해서 정제해서 석유제품으로 만들어 팔아 마진을 남기는 사업이라고 할 수 있습니다. 그리고 부수적으로 원유의 정제를 통해서 얻어진 일부 석유제품을 활용한, 윤활기유 제품 및 석유화학 제품 사업 부문이 있습니다.

2. Product Analysis



S-Oil의 제품군은 크게 정유부문, 윤활유 부문, 석유화학부문의 3부문으로 나눌 수 있는데, 이 중 정유부문이 85% 가까이 차지함으로써 거의 매출의 대부분을 이루고 있습니다. 특히 S-Oil의 매출 비중 구성은 경질유의 비중이 높다는 것을 알 수 있습니다. 현재 전세계적인 석유제품 수요의 추세는 휘발유, 경유, 등유 등의 경질유의 비중이 증가하는 추세에 있는데, 이는 운송수단의 보급 확대에 의한 것으로 판단됩니다. 특히, 현재 정제마진의 개선이 경질유 위주로 이루어지고 있기 때문에, 국내 정유사 중 중질유를 경질유로 전환시키는 고도화 정제설비 비중이 높은 S-Oil은 현재 수익성이 크게 늘어난 상황입니다.

또한, S-Oil의 매출상 특징 중 하나는 타정유사와 비교해볼 때, 수출비중이 매우 높다는 점입니다. 현재 매출액 중 수출이 차지하는 비중은 53% 수준인데, 해외석유제품의 수요증가가 지속된다는 점에서 역시 S-Oil의 큰 경쟁력으로 꼽을 수 있습니다. 특히 중국의 지속적인 석유제품수요 증가분에 비해, 전세계적인 정제 공급력이 부족하다는 점에서 앞으로도 마진율이 높을 것으로 예상되며, 특히 중국시장 덕분에 아시아 정유업체들의 영업이익이 증가할 것으로 예상됩니다.

그러나 수출제품을 보면, 전 세계적 추세인 경질유 보다는 중질유의 비중이 높는데, 이는 경질유의 경우 대부분이 국내에서 소화가 가능하기 때문으로 분석되고 있습니다. 따라서 수출의 경향은 국내에서 남아도는 중질유를 소진하기 위한 성격이 크다고 할 수 있습니다. 이러한 수출의 경향은 장기적으로는 경쟁력이 없으므로, 경질유 수출 방향으로의 전략 수립이 필요한 실정입니다.

3. SWOT Analysis

이러한 비즈니스 모델을 가진 S-Oil 의 향후 성장의 기반이 될 시장 내 경쟁력을 SWOT분석해 보면 다음과 같습니다.

Strength	Weakness
안정적 원유 공급망 고도화 정제 설비 품질 경쟁력 수출 유통망 넓음	국내 유통망 부족 국내 브랜드 인지도 부족
Opportunity	Threat
중국의 수요 증가 경질유 수요 증가	정부 정책의 변화 - 세율제도 환율 변동 유가 변동

(1) Strength

Aranco 사와의 협작을 통한 장기계약으로 인해, 2011년까지 안정적인 원유를 공급받을 수 있으며, 협작이 계속되는 한 이러한 공급망의 안정을 지속될 전망입니다. 또한 중질유의 경질유로의 정제가 가능하게 하는 고도화 정제 설비시설이 국내 타 업체들에 비해 높다는 점도 큰 강점으로 꼽을 수 있습니다. 이와 함께 S-Oil 휘발유의 품질이 우수하다는 소비자들의 인식(S-Oil의 옥탄값이 높음)도 향후 S-Oil 의 발전 가능성에 동력을 심어줄 수 있습니다. 마지막으로 수출 유통망이 넓다는 점도 중국시장을 이용한 매출증대 등에 매우 중요한 요소로 작용할 것입니다.

(2) Weakness

국내유통망 부족이 가장 큰 약점입니다. 이는 곧 매출로 연결되는 유료소비자의 수의 적음을 의미하므로, S-Oil은 국내유통망 확충에 각고의 노력을 기울여야 할 것입니다. 또한 유통망의 부족으로 인해, 소비자들의 인지도 또한 낮다는 점 역시 약점으로 지적될 수 있습니다.

(3) Opportunity

중국의 석유제품수요 증가는 S-Oil 뿐만 아니라 아시아정유업체들에게는 큰 기회가 되고 있습니다. 특히 국내에서 수출비중이 제일 높은 S-Oil에게 미치는 영향은 매우 클 것으로 판단됩니다. 이와 함께 세계의 수요추세가 경질유로 편중된다는 점 또한 경질유 정제를 위한 고도화 비율이 높은 S-Oil에게는 큰 기회가 될 수 있습니다.

(단위: 천b/d)

구 분	상업정제 시설	분해시설	접촉개질 시설	경질유 탈황시설	중질유 탈황시설	고도화 시설비율
SK	810	80	41.3	215.2	90	15.0
GS칼텍스	600	70	52.0	273.0	-	20.3
S-Oil	310	63	33.6	155.0	107	21.8
현대오일뱅크	275	34	23.0	146.0	-	18.4
인천정유	443	-	31.5	119.5	-	11.5
Total	2,438	247	181.4	908.7	197	17.6

(자료 : 한국석유공사)

(4) Threat

정부정책의 변화 등으로 있을 세율제도의 변화나, 환율의 변동, 지정학적 요인 등으로 예측하기가 더욱 어려운 유가 등은 정유산업에 있어서의 영원한 위협요인이라고 할 수 있습니다.



위에서 확인할 수 있듯이 세금은 휘발유 가격의 68%를 차지하며, 휘발유가의 결정에 가장 핵심적 요소라 할 수 있습니다. 이러한 세금체계는 유가의 변화와 경제상황에 따라서 바뀌어 왔는데, S-Oil 이 이 세금 모두에 책임이 있는 것이 아니기 때문에 세제상 변화가 이익에 직접적인 영향을 주지는 않으나, 소비자들의 수요변화가 일어나기 때문에 세제 변화는 중요하다고 할 수 있습니다.

4. Risk Management

정유 업체에 있어서, 가장 중요한 것 중 하나는 환율변동과 유가변동으로 인한 원재료 값의 상승 등의 RISK 요인을 어떻게 헤징하는가입니다. S-Oil의 헤징 전략을 살펴보도록 하겠습니다.

(1) S-Oil의 리스크 관리 원칙

- 투기적 거래 배격
- 실물 거래와 관련된 헷징
- 노출된 위험의 감소 및 보장된 마진 확보

(2) 목 적

- 계절적 비축 및 정비보수 기간동안의 비축시 가격위험 축소
- 적정 정제 마진의 확보
- 고정가격 판매시 market pricing 으로부터의 위험 축소

(3) 리스크 관리 수단

i) 헤지(Hedge)

가격변동이나 환위험을 피하기 위해 행하는 거래로 위험회피 또는 위험분산이라고도 합니다. 수출대금을 후지급 결제방식으로 계약한 경우, 수출대금의 가치는 환율의 변동에 따라 크게 달라질 수 있는 환율변동의 위험에 처하는데, 이러한 위험을 없애기 위하여 환율을 미리 고정시키는 거래를 말합니다. 선물환거래가 대표적입니다. 선물거래에서의 포지션(position)이 매입인가 매도인가에 따라 롱헤지(long hedge)과 숏헤지(short hedge)로 나뉘고, 위험이 완전히 제거되느냐의 여부에 따라 완전헤지(perfect hedge)과 불완전헤지로 나뉘니다. 또한 선물시장과 현물시장의 상품이 서로 다른 경우를 교차헤지(cross hedge)라고 합니다. 이는 주식시장에서도 활용되는데, 주가지수 선물거래에서, 주식시장의 전체적인 가격변동에 따른 투자위험을 효과적으로 회피하기 위해 주식시장과 반대되는 포지션을 취하는 것을 헤지거래라고 합니다. 헤지의 목적은 이익을 극대화하려는 것이 아니라 가격변화에 따른 손실을 막기 위해 미래의 가격변화에 관계없이 현재 시점에서 가격을 고정시키는데 있는 것입니다. S-oil에서는 헤징 기법 중에서도 상품 스왑을 사용하고 있습니다.

ii) 스왑(Swap)

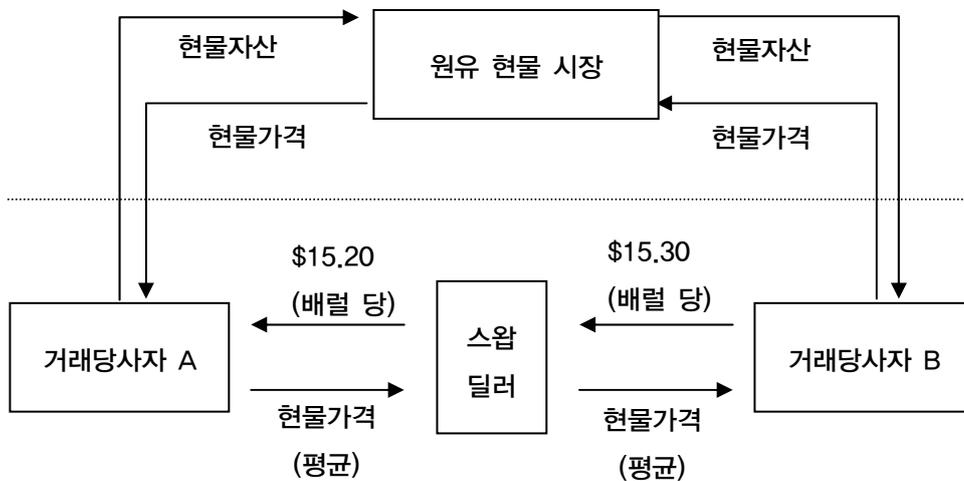
스왑거래란 장래 특정일 또는 특정기간 동안 일정상품 또는 금융자산(부채)을 상대방의 상품이나 금융자산과 교환하는 거래를 말합니다. 스왑거래는 장래의 자산·부채거래이며 일정장소가 있는 거래소에서의 거래가 아닌 일종의 선도거래(forward transaction)에 속합니다. 교환대상이 상품인 경우를 상품(commodity)스왑이라 하고, 금융자산 또는 부채인 경우를 금융(financial)스왑이라고 합니다. 상품스왑의 대표적 거래상품으로는 원유, 벙커-C油, 곡물 등이 있고, 금융스왑 대상으로는 외환·채권 등이 있습니다.

iii) 상품 스왑

원유생산자(당사자 A)가 향후 5년간 평균 월생산량 8,000배럴에 대해 원유매도가격을 고정시키기를 원하고, 정유회사(당사자 B)는 평균 월소비량 12,000배럴에 대해 5년 동안 원유매입가격을 고정시키기를 원한다고 가정합니다. 따라서 두 회사는 자금시장에서의 실물자산의 거래를 지속하면서 동시에 스왑딜러와 원유스왑을 체결하게 됩니다.

스왑당사자가 스왑계약을 체결한 시점에서 스왑딜러가 제시한 가격(mid-price)은 배럴 당 \$15.30이다. 당사자 B는 배럴 당 \$15.30을 매일 스왑딜러에게 지급하는 대신 스왑딜러로부터 평균원유가격에 해당하는 변동가격을 수취하기로 하였습니다. 당사자 A는 평균현물가격에 해당하는 변동가격을 스왑딜러에게 지급하고 딜러로부터 배럴 당 \$15.20을 수취하기로 하였습니다. 그 결과 스왑거래를 통하여 원유생산자와 정유회사 모두 각자의 원유가격을 고정시키는 효과를 보았습니다.

상품스왑의 구조



5. Five-Forces Model을 통해 본 S-Oil 의 경쟁우위

(1) 기존 사업자간의 경쟁, 공급자의 교섭력, 구매자의 교섭력

- 기존 사업자간의 경쟁은 큼 (3위 업체로써, 1,2위 업체와의 격차를 좁히기 위한 공격적 경영이 필요)
- 공급자에 대한 교섭력은 약함 (Aranco와의 합작을 통해 극복)
- 구매자에 대한 교섭력은 그렇게 강하지 않음 (제품의 특성상 매우 강한 교섭력을 지닐 수 있으나, 인지도 부족)

신규 진입자

공급자

기존사업자간 경쟁

구매자

대체품

i) 기존 사업자간의 경쟁

기존 사업자간의 경쟁은 크다고 할 수 있습니다. 비록 정유산업을 상위 4개 업체에서 분할하고 있기는 하지만, 석유제품 시장의 가능성이 아직도 많이 남아있으며, 기존 사업자간의 경쟁에서 승리할 경우, 거의 독점적으로 국내시장을 잡을 수 있으므로 각 업체들간의 치열한 경쟁이 일어나고 있습니다. S-Oil의 기존 사업자간에서의 성공을 위해서는 국내유통망의 공격적 설립이 가장 핵심사안이라고 할 수 있습니다.

ii) 공급자의 교섭력

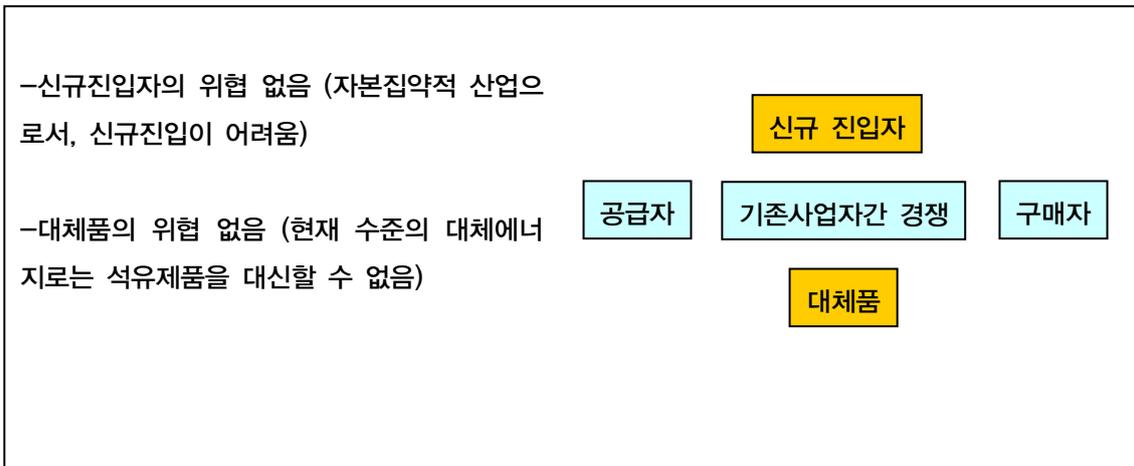
공급자의 Power는 100% 수입에 의존하기 때문에 크다고 할 수 있다. 이러한 산업상 특징은 기업의 안정성 측면에서 큰 Risk 요인이 되므로 S-Oil은 Aranco사와의 합작을 통한 장기계약을 체결함으로써 이를 극복하고 있습니다. 이로 인해 S-Oil은 타 업체에 비해 원재료 공급에 대한 높은 안정성을 보이고 있습니다.

iii) 구매자의 교섭력

이미 산업과 생활필수품이 되어버린 석유제품의 특성상 구매자의 Power가 낮다고 할 수 있으나, 다른 경쟁 업체에 비할 때 비교우위는 떨어지는 것이 사실입니다. 특히 이는 일반소비자를 대상으로 하는 수송 부문에서 두드러지는데, 이는 브랜드 인지도가 타 업체에 비해 낮기 때문이며, 이는 향후 매출 전망에 있어 마이너스 요인이 될 수 있다. S-Oil에서도 이 문제점을 인지하고, 2005년 들어 유통망 확충과 지속적인 광고(대형스타의 투입 : 김태희, 최민식)를 통해 브랜드 인지도를 높이고자 노력하고 있다.



(2) 신규진입자, 대체품의 위협



i) 신규진입자의 위협

정유산업은 정부의 규제가 최근 풀렸다고는 하나, 자본집약적인 산업으로서 신규진입자가 생기기 현실상 어렵습니다. 많은 자본이 필요할 뿐만 아니라, 대규모의 시설의 준비 및 기술 노하우 등이 있어야 하기 때문입니다. 이러한 산업의 특성으로 인해, 신규진입자로 인한 위협은 거의 없다고 할 수 있습니다.

ii) 대체품의 위협

사실상 대체품의 위협은 없다고 할 수 있습니다. 현재의 대체에너지 기술 수준으로는 석유제품을 대신할 수가 없습니다. 비록 발전용연료 등에 있어서 석유제품의 수요가 조금씩 줄어들고 있다고는 하나, 여전히 상당 비율 석유제품에 의존하고 있으며, 산업, 수송, 가정/상업, 공공 모든 분야에서 석유에 대한 의존도가 매우 높습니다.

Part III. Financial Analysis

1. 요약재무제표

(1) 요약 대차대조표

S-Oil의 **자산총계**는 2004년 12월 현재 **5조 5,500억원** 규모이며, 이중 자기자본은 2조 4,000억원 규모입니다.

				(단위: 십억원)
연 월	2002.12	2003.12	2004.12	2005. 6
유동자산	2,017	2,364	3,469	3,477
고정자산	2,644	2,392	2,077	2,044
자산총계	4,661	4,756	5,546	5,521
유동부채	2,449	2,318	2,577	2,684
고정부채	646	790	531	429
부채총계	3,095	3,108	3,108	3,113
자본금	284	285	292	292
이익잉여금	733	805	1,540	1,509
자본총계	1,566	1,649	2,437	2,408

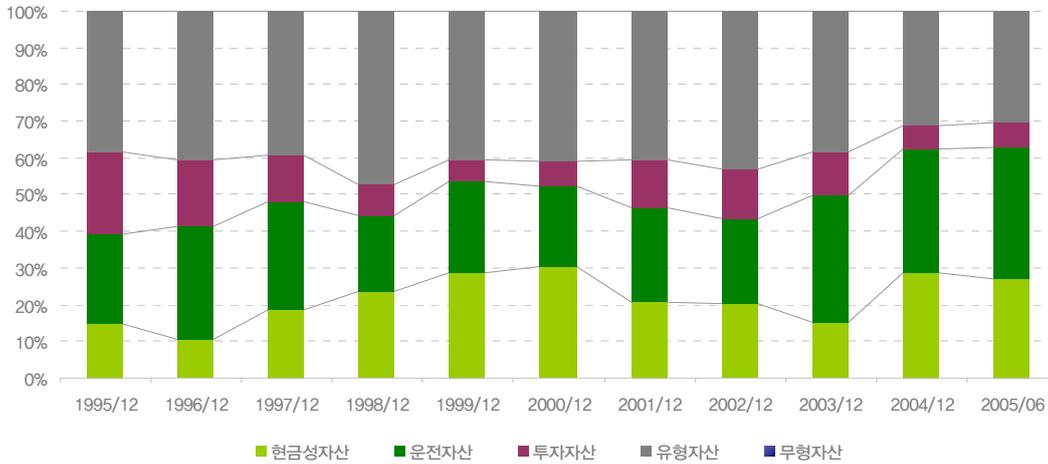
(2) 요약 손익계산서

2004년 기준 연간 **매출액**은 **10조 7천억원** 정도이며 **영업이익**은 **1조 2천억원**, 당기순이익은 940억원 정도입니다.

				(단위: 십억원)
연 월	2002.12	2003.12	2004.12	2005.6
매출액	7,396	7,094	10,689	5,525
매출총이익	403	694	1,563	557
영업이익	105	387	1,225	392
영업외수익	356	264	400	172
영업외비용	208	277	281	135
경상이익	254	374	1,344	429
당기순이익	187	256	941	307

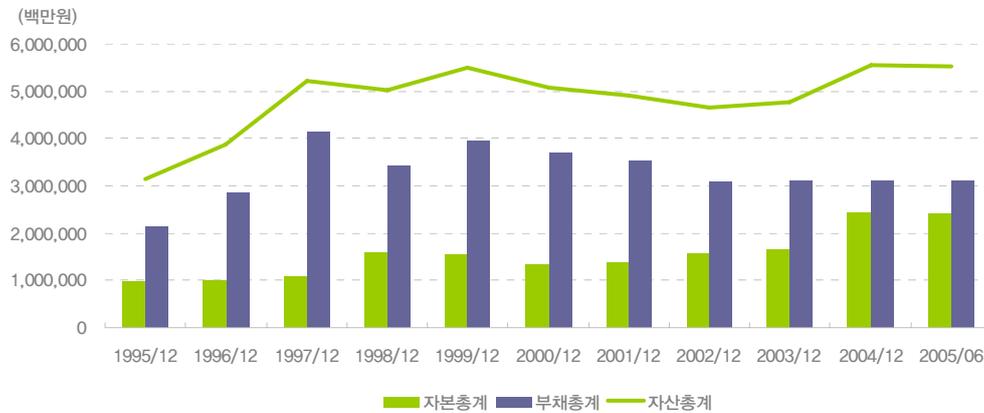
2. 자산과 자본의 구성

(1) 자산 구성의 변화



2000년 이후 현금성 자산이 지속적으로 감소하였으나, 2004년 유가 급등 이후로 업황 호전으로 현금성자산이 크게 증가했음을 살펴볼 수 있습니다.

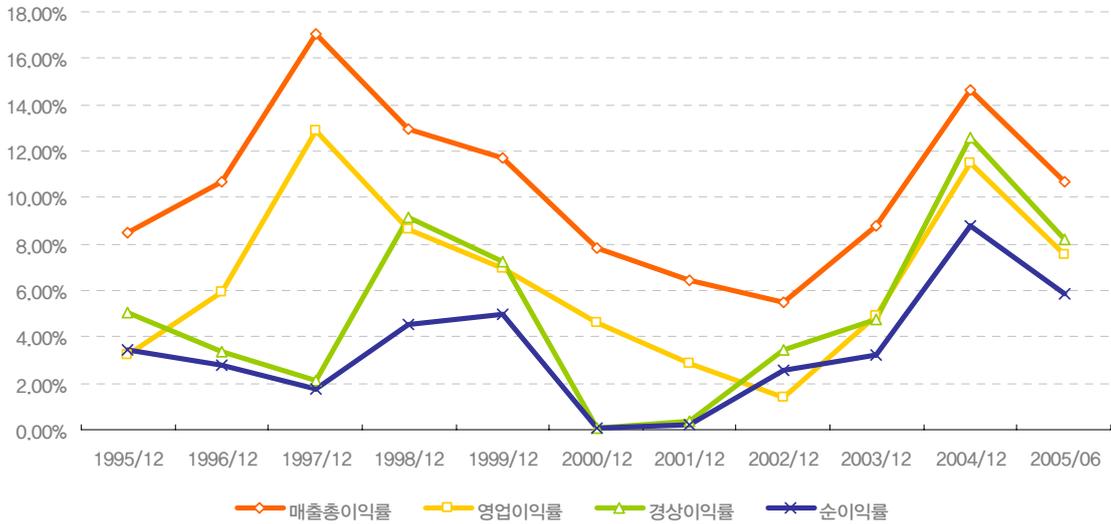
(2) 자본구성의 변화



2001년 말 주식분할을 제외하고 최근 몇 개년간 증자는 전혀 없었기 때문에, 이익잉여금이 지속적으로 자본계정에 쌓이고 있다고 볼 수 있으며, 부채역시 일정 수준을 유지하고 있어서 전반적인 재무구조는 소폭씩 좋아지고 있다고 볼 수 있습니다.

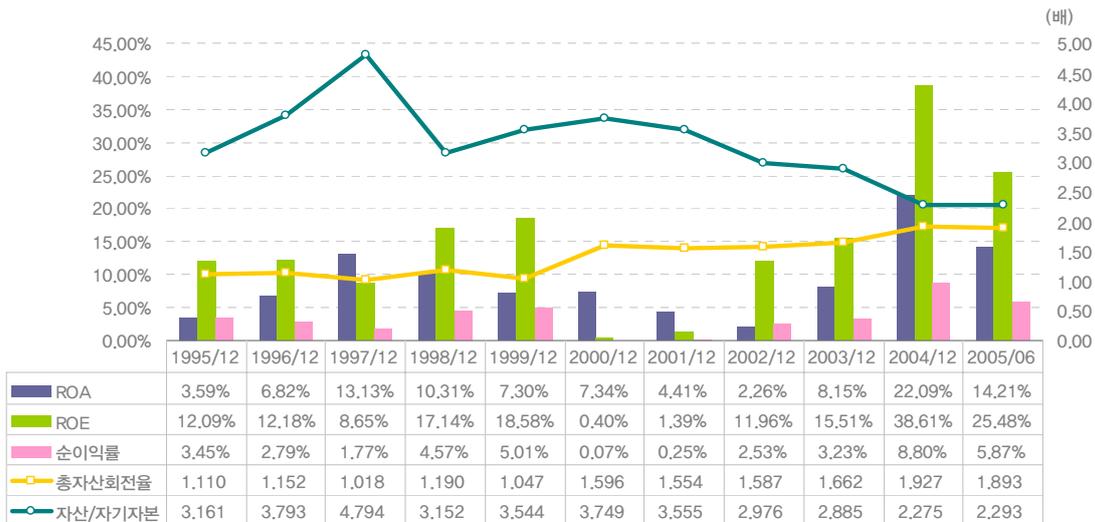
2. 수익성 분석

(1) 이익률 추이



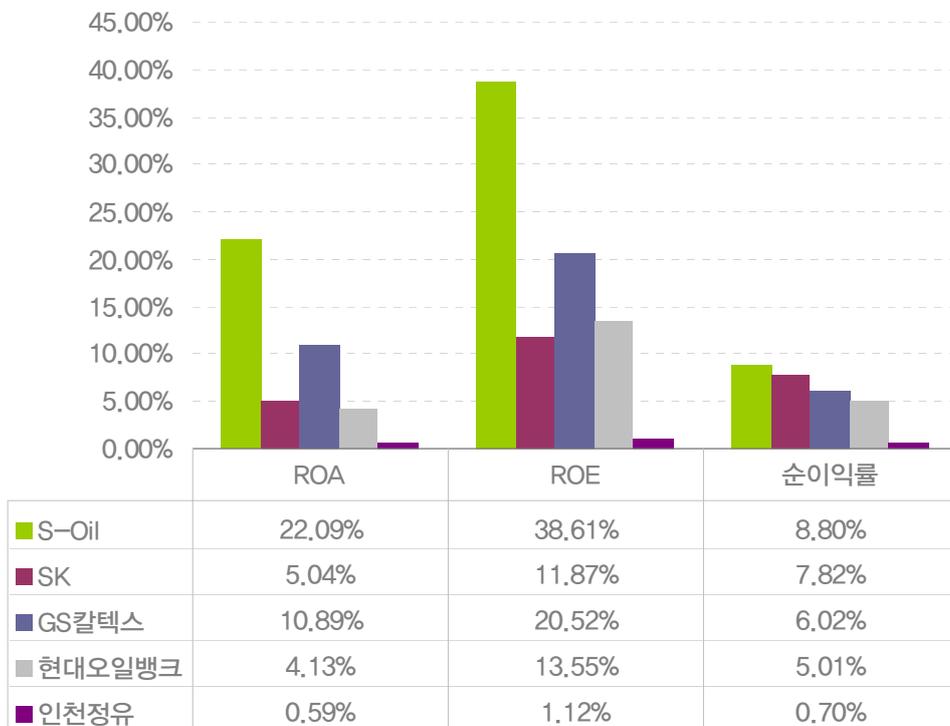
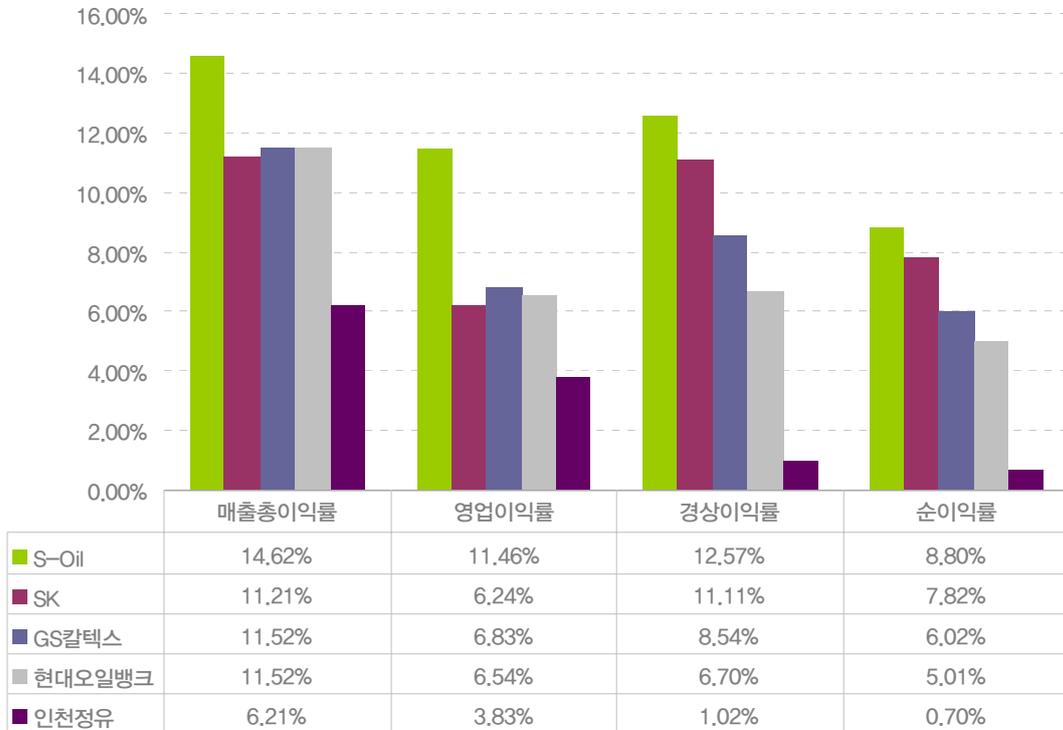
매출총이익률, 영업이익률, 경상이익률, 순이익률 지속적으로 상승했지만, 2005년에 하락추세로 반전되었습니다. 이는 앞서도 언급했듯이 2004년 정제마진이 정점에 달했다가, 다시 조금 배럴당 \$8 수준으로 떨어졌기 때문입니다. 향후 유가가 보합 또는 소폭 상승할 것이라는 전망이 강한 것을 고려할 때, 정제마진이 크게 개선될 여지는 많지 않으며 현재 정제마진 수준을 지속할 가능성이 큼니다.

(2) ROE 추이



ROE가 2004년에 40%에 육박했던 것은 역시 일시적 현상이었다고 보는 것이 현실적이며, 2005년 상반기의 25% 정도선에서 소폭 상승 또는 하락하며 움직일 가능성이 큼니다.

(3) 경쟁사 대비 이익률과 ROE



위의 그래프에서 볼 수 있듯이, S-Oil의 최대 강점은 수익성입니다. 업계 3위의 M/S에도 불구하고

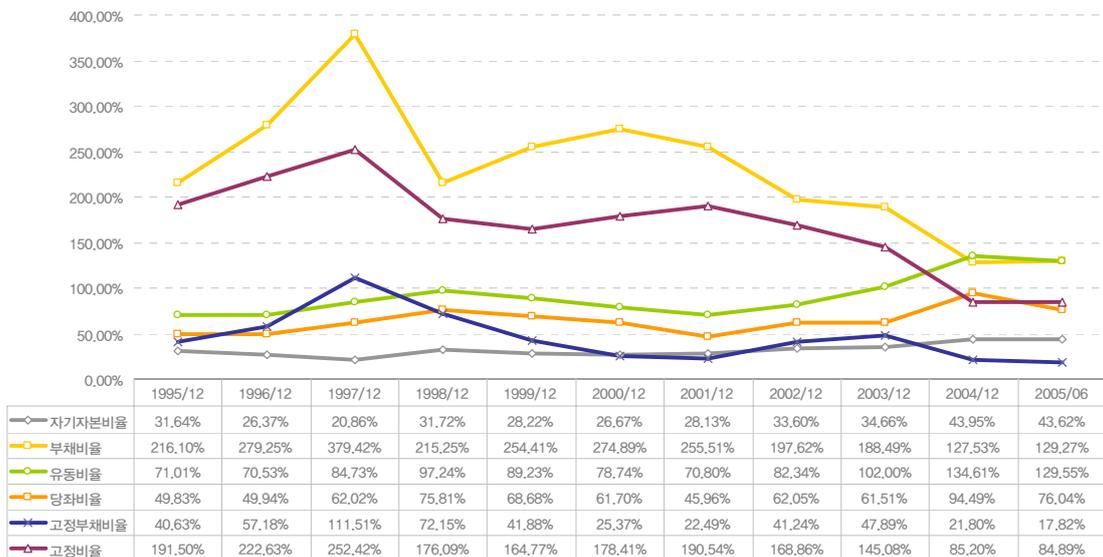
수익성 자체는 다른 어느 회사보다도 뛰어나며, 이는 앞서서도 살펴보았듯이 첫째, 고도화설비의 비중이 높다는 점에서 비롯된 것입니다. S-Oil은 차별화된 전략으로 2차 정제설비에 투자함으로써 제품의 고부가가치화를 추진했고, 정제시 40%의 비중을 차지하고 있는 저부가 B-C를 수요가 많은 경유, 휘발유 등으로 효율화함으로써 이익의 질을 높였다. 둘째로는, 매출 중 경질유 비중이 높은데 따른 2004년 경질유 정제마진 개선으로 인한 것이라고 분석할 수 있습니다.

3. 현금흐름 분석

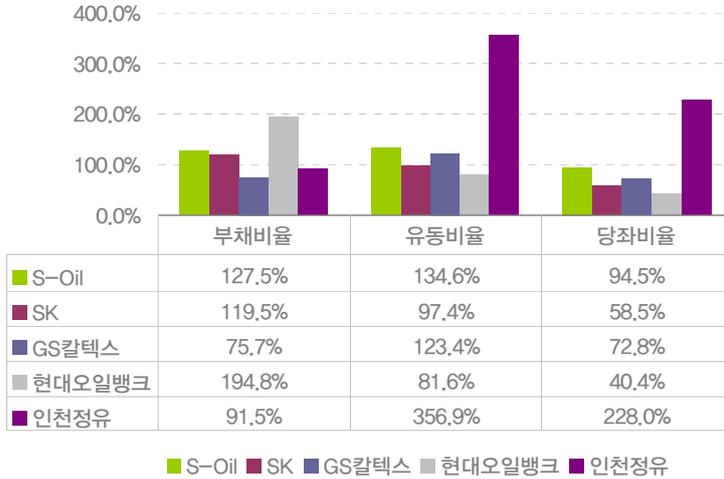


S-Oil은 2001년을 기점으로 영업현금흐름이 (+)로 돌아서면서, 이후 안정적인 현금흐름을 보이고 있으며, 가까운 시일 내에 대규모 설비투자는 없을 것으로 보여, 현금흐름 상의 Risk 요인은 없을 것으로 보입니다.

4. 안정성 분석

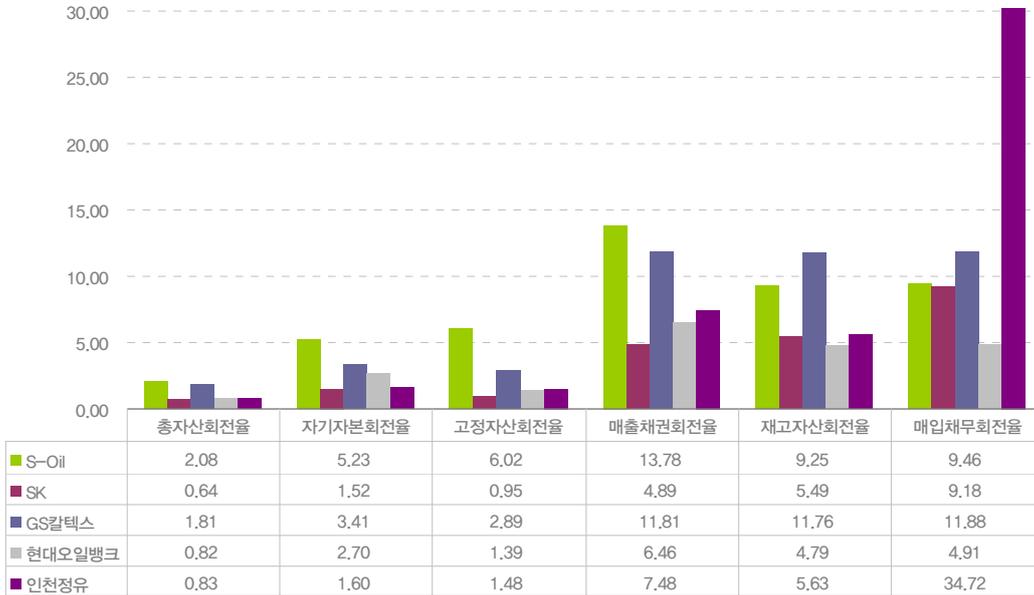


부채비율은 몇 년간 지속적으로 낮아져 현재 130% 정도이며, 유동비율도 지속적으로 높아져 130% 정도를 유지하고 있습니다. 매력적인 수치라고 볼 수는 없지만 산업의 특성상 동종산업의 타기업들과 비교해 보겠습니다.



왼쪽의 차트를 살펴보면 경쟁사들과 비교할 때 평균적인 부채비율과 유동비율을 보여주고 있습니다. 하지만 SK가 향후 인천정유 유상증자와 울산공장 증설에 따른 대규모 현금지출이 예상되고 있음을 감안하면, 괜찮은 수준이라고 볼 수 있습니다.

5. 활동성 분석



전체적인 수치를 살펴볼 때 S-Oil은 자산의 활동성이 동종산업 내에서 높은 편임을 알 수 있습니다.

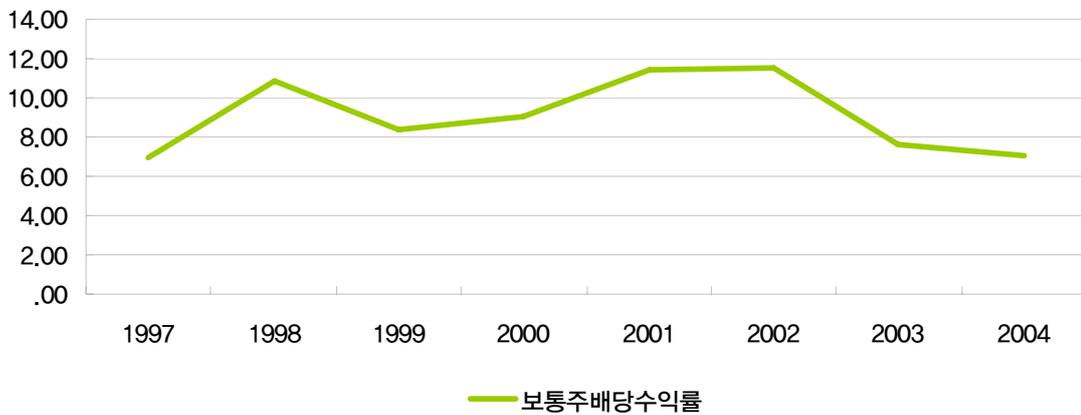
7. 배당 분석

S-Oil은 주당배당금을 2003년 2,150원에서 2004년에 4,750원으로 크게 늘렸는데, 2005년에는 5,000원으로 높아질 것으로 전망되고 있습니다. (Analyst Report 참고하였음) 또한 동사는 2000년부터 중간배당을 해왔는데, 금년부터는 분기배당을 실시할 예정입니다. 이를 위해 2분기에 주

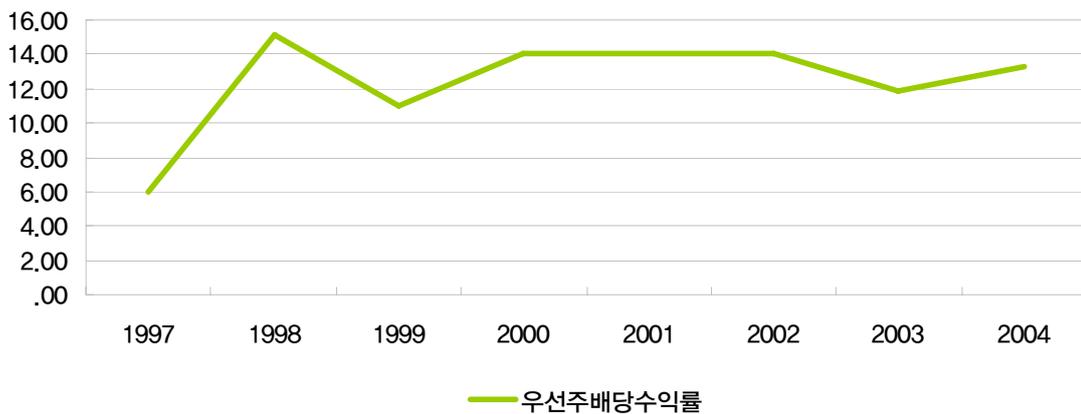
당 1,500원의 배당을 실시하였으며, 3분기에도 배당을 지급하기 위해 9/13일에 9월 말일자로 주주명부를 폐쇄한다고 공시한 바 있습니다.

이처럼 분기별로 배당을 지급할 수 있고, 연간으로 높은 배당금을 지급할 수 있는 것은 첫째, 2005년 6월말 현재 현금예금을 1.23조원(순차입금 2,222억원) 보유하고 있는데, 대형 투자가 없어 현금잉여가 계속 증가할 것으로 전망되고, 둘째, 2009년말 이후 소각될 가능성이 높은 자사주 28.41%를 제외할 경우 2005~07년 평균 EPS가 9,444원에 달하여 5,000원 배당에 무리가 없을 것으로 판단되며, 셋째, 무엇보다 대주주인 아람코가 배당을 통해 투자수익 실현을 선호하고 있는 것으로 보이기 때문입니다.

보통주배당수익률



우선주배당수익률



위의 그래프에서 볼 수 있듯이 S-Oil의 배당수익률은 보통주의 경우 7% 이상 수준을, 우선주의 경우 13% 이상 수준을 형성하고 있음을 볼 때, S-Oil의 가장 큰 매력은 역시 배당수준에 있다고 할 수 있습니다.

Part V. Stock Price

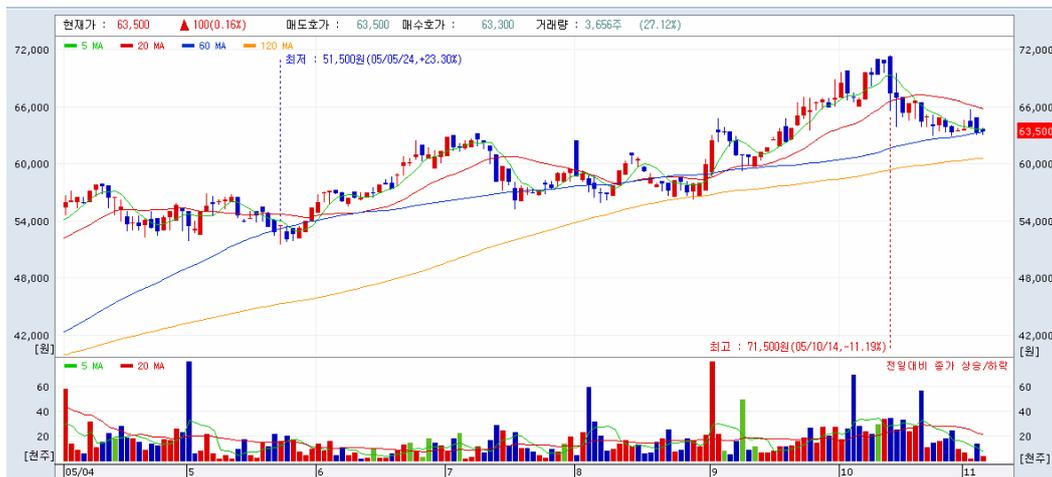
1. S-Oil



2. SK



3. S-Oil 우선주



Part VI. Valuation

1. 2005년 예상 EPS

EPS를 추정함에 있어서 가장 중요한 Factor라고 생각되는 정제마진을 고려하여 2005년말 EPS를 추정해보았습니다. 향후 유가가 급락할 가능성은 거의 없지만, 2004년의 배럴당 \$12의 정제마진에서 2005년에는 배럴당 \$8 정도 예상되기 때문에 이 비율대로 2004년 EPS ₩11,144를 할인하였습니다. 석유 제품 수요가 경기변동을 타기 때문에 GDP 성장률을 rough하게 적용하여 4% 성장을 적용해 봤습니다.

$$2005년\ 예상EPS = 11,144 \times 2/3 \times (1 + 0.04) = 7,727원$$

2. 목표주가 산정

$$목표주가 = 7,727 \times 10.06 = 77,734원$$

※ 예상 EPS와 PER 변화에 따른 목표주가 변화는 다음 표와 같습니다.

		예상 EPS											
		4000	4500	5000	5500	6000	6500	7000	7500	7727	8000	8500	9000
P E R	7.0	28000	31500	35000	38500	42000	45500	49000	52500	54089	56000	59500	63000
	8.0	32000	36000	40000	44000	48000	52000	56000	60000	61816	64000	68000	72000
	9.0	36000	40500	45000	49500	54000	58500	63000	67500	69543	72000	76500	81000
	10.06	40240	45270	50300	55330	60360	65390	70420	75450	77734	80480	85510	90540
	11.0	44000	49500	55000	60500	66000	71500	77000	82500	84997	88000	93500	99000
	12.0	48000	54000	60000	66000	72000	78000	84000	90000	92724	96000	102000	108000
	13.0	52000	58500	65000	71500	78000	84500	91000	97500	100451	104000	110500	117000