



화학/정유 Analyst 정경희 caychung09@kiwoom.com
RA 신대현 shin8d@kiwoom.com

GS, 자산건전성 돋보여

주유소 자산 유동화는 정유산업 트렌드

◎ GS칼텍스, 실적 부진에 현금 자산 감소로 주유소 매각으로 유동성 우려 과도

>> GS칼텍스, 전년 현금 자산 YoY 54% 감소로 재무건전성 우려 일각에서 제기

- 상대적으로 저렴한 WTI의 자국내 Sourcing으로 높은 정제마진을 향유하는 미국 정유사의 재무건전성 우수
- 국내 정유사는 대체로 100% 이상의 부채비율 수준이지만 평균적으로 미국 정유사와 크게 상이하지 않으며 이 중 GS칼텍스(의 모회사인 GS에너지)의 지주사인 GS는 '23년 연말 기준 96%로 평균 150%를 상회하는 경쟁사들 대비 상대적으로 가장 우수한 수준임
- MFC 투자 완료에 따라 GS칼텍스(별도) 부채비율 '23년도말 183%로 '20년 이후 견조한 정제마진 감안시 Downstream 투자, 배터리 투자 등 상대적으로 대규모 투자 project 추진 중인 경쟁사들 대비 별도기준 재무건전성 개선 속도 더 빠를 수 있음
- 참고로 GS칼텍스와 더불어 주요 자회사 중 하나인 GS EPS의 신용 등급은 4월 11일 나이스신용평가에서 'AA-(긍정적)'에서 'AA(안정적)'으로 상향되었음

미국 주요 정유사 부채 비율

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
Marathon Petroleum	부채비율(%)	78.2	90.6	149.1	102.7	100.7	116.8
	순차입금비율(%)	57.3	67.6	108.1	47.8	46.0	58.2
Phillips 66	부채비율(%)	168.9	197.6	198.2	169.0	115.5	63.1
	순차입금비율(%)	167.5	193.1	192.7	156.4	103.2	6.4
Valero	부채비율(%)	42.0	50.3	84.3	82.1	54.0	48.0
	순차입금비율(%)	27.0	37.2	63.8	55.5	30.9	25.3
Delek Holdings	부채비율(%)	109.2	135.1	251.4	271.1	341.9	327.1
	순차입금비율(%)	38.9	70.6	154.9	154.6	222.9	202.5

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한국 정유 4사 부채 비율

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
S-Oil	부채비율(%)	146.6	151.4	176.1	167.5	131.2	138.7
	순차입금비율(%)	87.8	94.3	87.5	55.4	43.9	42.5
SK이노베이션	부채비율(%)	87.0	117.1	149.0	152.5	189.2	169.3
	순차입금비율(%)	17.7	42.0	62.9	50.8	68.9	56.7
GS	부채비율(%)	115.0	124.5	127.6	119.6	105.7	95.5
	순차입금비율(%)	71.9	84.6	81.6	69.6	56.9	50.2
HD현대	부채비율(%)	121.2	116.4	139.3	201.9	181.9	192.6
	순차입금비율(%)	61.0	48.1	74.6	98.5	55.1	55.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◎ 주유소 자산 유동화는 정유산업 트렌드

>> 주유소 자산 대부분 도심지 혹은 도로변 위치, 부동산 가치 증가로 자산유동화는 트렌드

Compliance Notice

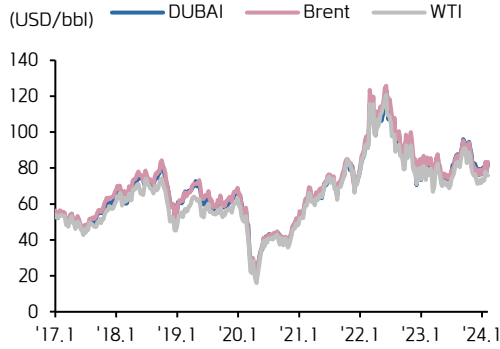
- 당사는 4월 15일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

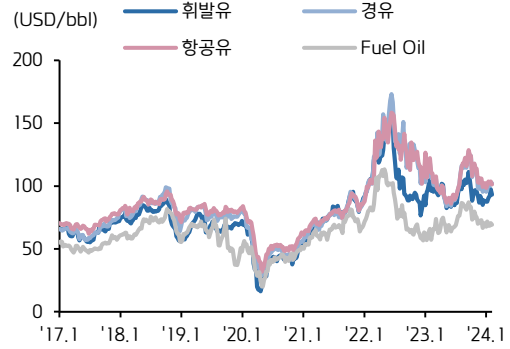
- '20년 SK네트웍스 직영 주유소 HD현대에너지영업양수, HD현대 일부 직영 주유소 코람코 에너지리츠에 Sale & Leaseback 등
- 따라서 GS칼텍스 주유소 매각을 유동성 위기로 해석하는 것은 주의할 필요

주요 유가 추이



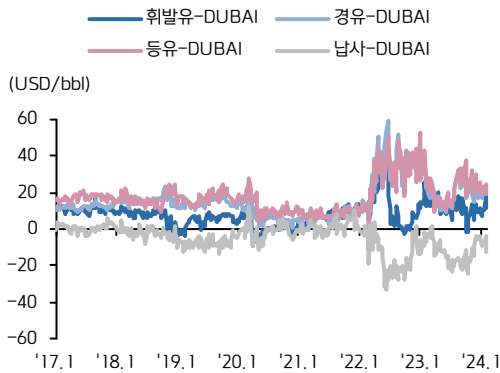
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

주요 석유제품 가격 추이



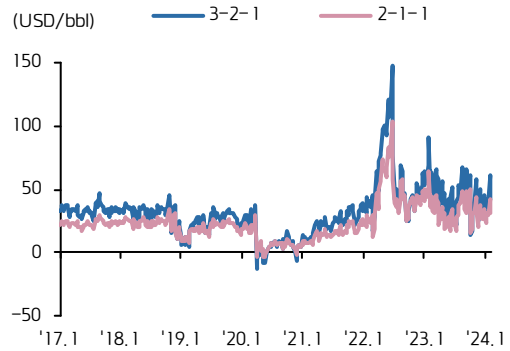
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

주요 석유제품 마진 추이



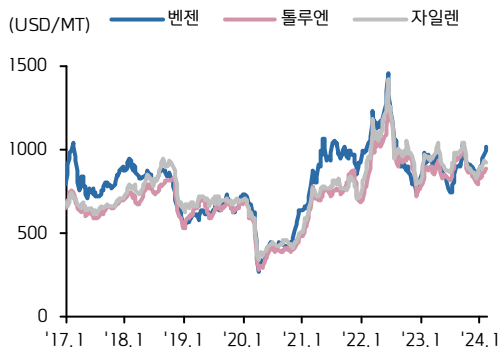
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

주요 정제마진 추이



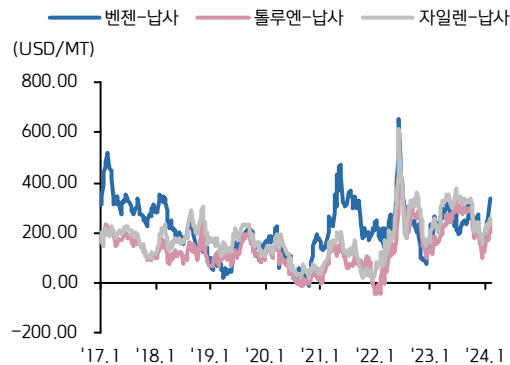
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

아로마틱스 가격 추이



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치

아로마틱스 마진 추이



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치