

정유

SK이노베이션·GS칼텍스·S-OIL·현대오일뱅크

김유진 기업평가2실 전문연구원
02.6966.2452 / 032kyj@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 석유제품의 수요가 증가하는 가운데 비정유계열의 사업기반 확대에 힘입어 성장세 지속 예상
- **변동성(→):** 유가 및 석유정제마진 등락에 따른 영업이익 변동성 내재
- **경쟁강도(↑):** 역내 정제설비 신증설에 따른 공급증가로 정유업계 내 경쟁강도는 심화될 것으로 전망
- **수익성(↓):** 정제마진 및 주요 석유화학제품 스프레드 하락으로 2017년 대비 약화될 수 있으나, 하락폭은 크지 않을 것으로 전망
- **레버리지(→) 및 커버리지(→):** 대규모 신규 투자를 진행 혹은 검토하고 있으나, 투자에 따른 재무부담은 자체적으로 통제할 수 있는 수준

Monitoring Factor

변동성 완화를 위해 지속적으로 추진하고 있는 **사업다각화가 각 사의 본원적인 현금창출력에 미치는 영향과 이에 따른 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로** 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 사업다각화를 통한 정유산업 경기변동성 완충 여부
- 2) 대규모 투자의 진행상황, 투자기간의 현금흐름, 투자성과 등에 따른 재무구조 변화
- 3) 정유 등 외생변수가 실적에 미치는 영향

[Peer to Peer]

- **비정유부문의 경쟁력 강화를 통해 확대된 사업변동성에 대응하고 있으며, SK이노베이션이 가장 우위**
 - SK 이노베이션은 업계 최고수준의 다각화 역량 구축
 - GS칼텍스와 S-OIL은 비정유부문의 적극적인 사업확장을 통해 대응력 제고
 - 현대오일뱅크는 경쟁사대비 늦은 대응으로 현재 다각화 수준은 가장 낮은 수준
- **설비투자가 확대되는 가운데 SK·GS는 재무구조 개선세, S-OIL·현대는 투자성과에 따른 재무변동성 존재**
 - SK 이노베이션은 CAPEX를 상회하는 현금창출력을 바탕으로 재무부담 감소세
 - GS칼텍스는 보수적인 투자기조를 바탕으로 우수한 재무구조 유지
 - S-OIL은 적극적인 투자정책으로 유일하게 최근 커버리지 지표 상승
 - 현대오일뱅크는 지속적으로 투자규모를 확대하였으나, 현재 부담되는 수준은 아님

[Peer to Peer – SK이노베이션 對 GS칼텍스 對 S-OIL 對 현대오일뱅크]

■ 비정유부문으로의 사업확대가 진행중에 있으며, 현 시점에서 다각화 수준은 SK이노베이션이 가장 우위

정유업은 유가 흐름에 연동되는 높은 실적가변성이 여전히 한계점으로 존재한다. 이를 보완하기 위해 국내 정유업체들은 주요 연관산업인 석유화학 및 윤활기유 사업을 중심으로 비정유부문을 확대하고 있다. 석유화학 부문은 원유정제 과정에서 생산되는 나프타가 기초원료로 사용되고, 윤활기유의 경우도 고도화설비에서 산출되는 미전환유(UCO)를 기초원료로 하고 있어 연관 다각화가 용이하다.

현 시점에서 국내 정유업체들의 비정유 부문 매출은 전사매출의 25~30%를 구성하고 있으며, 업체간 사업다각화 차이는 크지 않다. 다만, 정유업체들은 비정유 부문을 지속적으로 확대하면서 산업의 본원적인 변동성에 대응할 것으로 보이며, 장기적으로 다각화 정도가 업체간 사업안정성을 차별화하는 주요 요인이 될 것으로 판단된다.

SK이노베이션은 최고수준의 사업다각화 역량을 구축하고 있다. SK이노베이션은 자체 사업으로 영위하는 석유개발(E&P) 및 전자소재 부문뿐 아니라 정제(SK에너지), 석유화학(SK종합화학), 윤활유(SK루브리컨츠) 등을 자회사를 통해 영위하고 있어 경쟁업체 대비 가장 폭 넓은 석유사업기반을 보유하고 있다.

석유화학 부문은 국내 정유사 중 유일하게 NCC를 상업가동하고 있으며, 방향족 제품을 주력으로 생산하고 있다. 윤활유 부문은 국내 1위의 생산설비를 갖추고 있으며, 고부가가치 제품 위주로 선진국 내 상위권의 시장지위를 유지하고 있다. 그밖에 석유개발과 전자소재 부문은 아직까지 실적에 미치는 영향은 미미한 것으로 파악된다.

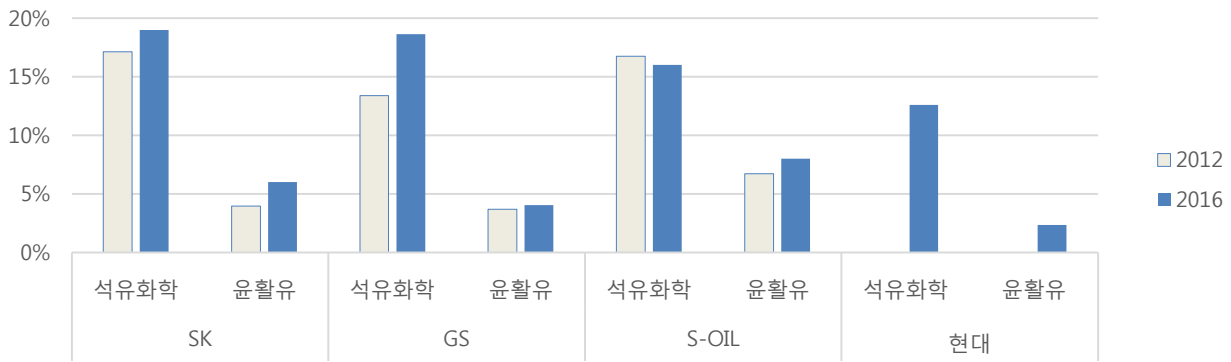
GS칼텍스와 S-OIL은 SK이노베이션 대비 다각화 수준이 높지 않으나, 최근 비정유부문의 경쟁력을 강화하고 있다. GS칼텍스와 S-OIL은 정유 외에 석유화학과 윤활유 부문으로 다각화된 사업포트폴리오를 구축하고 있다.

석유화학 부문은 양사 모두 방향족 위주의 제품기반을 보유하고 있는 가운데, GS칼텍스는 단일생산기준 글로벌 1위의 생산능력으로 방향족 대부분의 제품(벤젠, 파라자일렌, 폴리프로필렌 등)을 생산하고 있으며 S-OIL은 방향족 중 파라자일렌에서 경쟁력을 확보하고 있다. 최근 GS칼텍스는 국내 NCC 설비투자를 고려 중에 있고 S-OIL 역시 올레핀 다운스트림 설비 증설을 진행중에 있어 향후 다각화 수준은 다소 보완될 것으로 판단된다.

윤활유 부문에서 GS칼텍스와 S-OIL은 모두 수급요건이 양호한 고급윤활기유(Group II, III)를 생산하고 있는 점은 동일하나, 양사 수요처는 차별화되어 있는 것으로 파악된다. GS칼텍스는 범용제품에 속하는 산업·선박용 제품의 시장점유율이 높아 아시아 신흥국 중심에서 수요가 발생하고 있다. 반면, S-Oil은 상대적으로 고부가가치 제품인 자동차용 위주의 고급기유를 생산하고 있어 대부분 선진국 중심으로 제품수요가 발생하고 있으며, 이에 정유사 중 윤활사업 부문의 이익기여도가 가장 높은 것으로 파악된다.

현대오일뱅크의 다각화 수준은 상대적으로 열위하다. 현대오일뱅크는 경쟁사 대비 다각화 시기가 지연된 상황으로, 2010년(경쟁사 90년대 후반) 이후 종속회사 및 합작회사를 통해 석유화학·운할유 부문 등으로 사업다각화를 진행하고 있다. 2013년 현대코스모(일본 코스모석유와의 합작회사)의 BTX 설비, 2014년 현대셀베이스오일의 운할기유 공장, 2016년 현대케미칼(롯데케미칼과의 합작법인)의 혼합자일렌(MX) 설비 등을 통해 비정유부문 사업기반을 강화하고 있으나, 다각화 수준은 여전히 경쟁사 대비 미흡한 수준이다.

[각 기업별 비정유 부문 매출비중]



자료: 각 사 감사보고서

주: 현대오일뱅크의 석유화학부문은 관련설비(현대케미칼)의 상업가동이 본격화된 2017.9월 매출액 기준

■ 투자확대가 예상되는 가운데, S-OIL과 현대오일뱅크 재무안정성 추이 점검에 집중

2014년 큰 폭의 실적 부진 이후 제한된 범위 내에서 투자를 진행하며 재무역량 강화에 주력했던 국내 정유업체들은 최근 우호적인 영업여건과 더불어 현금창출력 개선을 바탕으로 대규모 투자를 진행하거나 검토하고 있다.

투자의 대부분은 석유화학부문의 사업다각화를 위한 것으로, 개별 업체들의 투자정책과 투자기간 동안의 현금흐름에 따라 재무구조의 변화가 나타날 수 있으며 투자완료 이후 투자성과 등에 따라 재무적 대응력이 차별화 될 것으로 전망된다.

SK이노베이션은 CAPEX 규모를 상회하는 현금창출력을 바탕으로 재무안정성 지표가 개선세에 있다. SK이노베이션은 과거 확대된 투자가 대부분 일단락되고 증가된 현금창출력을 바탕으로 순차입금이 감소세에 있다. 최근 계획된 대규모 투자계획(2020년 10조원)에 따라 재무위험이 확대될 가능성이 있으나, 우호적인 영업환경에 기반한 현금창출력을 통해 현 수준의 재무안정성이 유지될 것으로 판단된다.

한편, 2018년 완전 자회사인 SK루브리컨츠의 IPO(기업공개)를 추진할 예정으로, 이를 통해 신규 투자에 대한 재무부담이 완충될 것으로 판단된다.

GS칼텍스는 경쟁사 대비 보수적인 투자기조를 유지하며 가장 우수한 재무안정성을 보유하고 있다. GS칼텍스는 2012년부터 자체적인 현금창출력과 더불어 경쟁사 대비 보수적인 투자기조를 유지하면서 실질적인 재무부담이 경감되었다.

최근 NCC 및 석유화학 다운스트림 신규 투자를 검토중에 있어 대규모 투자에 따른 재무위

힘의 변동가능성이 존재하나, 양호한 영업성과와 과거대비 축소된 투자규모를 바탕으로 풍부한 재무완충력을 보유하고 있어 추가적인 재무부담 확대는 크지 않을 것으로 전망된다.

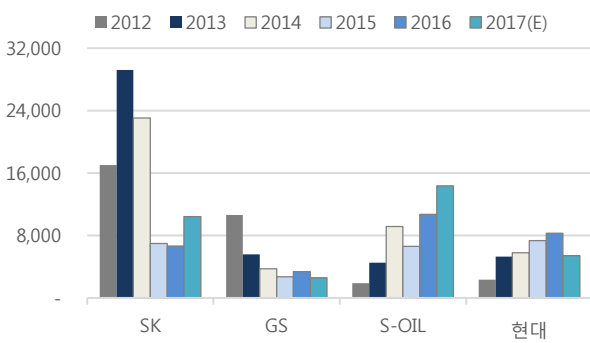
S-OIL은 최근 이어진 적극적인 투자로 재무부담이 확대되었다. S-OIL은 2015년 이후 양호한 영업성과가 이어지고 있으나, 비정유부문 투자가 이어지면서 차입금의 절대규모는 과중한 수준이다. 이는 경쟁사 대비 낮은 고도화 설비 및 사업다각화로 관련 설비 확대를 위한 필수적인 부분이며, 총 4.8조원의 대규모 투자를 진행하고 있어 확대된 현금창출규모에도 재무부담이 상존한다.

현대오일뱅크는 지속적인 투자가 진행 중에 있으나 부담되는 수준은 아니다. 다각화 수준을 보완하기 위해 2013년 이후 적극적인 투자정책을 지속하면서 경쟁사 대비 커버리지 지표가 높게 나타나고 있다. 다만, 신규 투자와 영업환경 개선으로 현금창출력이 확대되면서 순차입금/EBITDA 지표가 최근 3개년 2배 내외 수준을 유지하고 있어 차입금 상환 부담은 크지 않은 것으로 판단된다.

한편, 계열 주력사인 현대중공업에 대한 지원부담이 상존하나, 2018년 현대오일뱅크의 IPO가 계획되어 있어 재무완충력이 강화될 것으로 전망된다.

[경상투자(CAPEX)]

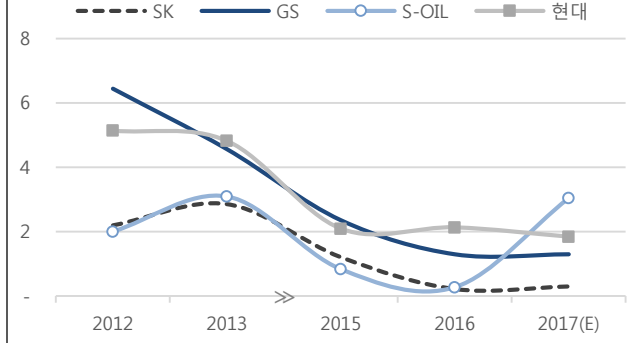
(단위: 십억원)



자료: 각 사 감사보고서

[차입금커버리지(순차입금/EBITDA)]

(단위: 배)



자료: 각 사 감사보고서

주: 2014년은 특이치로 인식하여 제외함