

SK이노베이션
(096770)

3분기 실적 선방, 설비증설에 따른 영업이익의 성장성 양호



안상희 769.3095
sanghee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

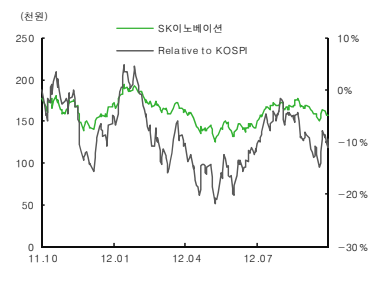
정유업종

현재가 157,500

목표주가 (유지) 200,000

KOSPI	1891.43
시가총액	14,624 십억원
시가총액비중	1.3%
자본금(보통주)	469 십억원
52주 최고/최저	194,000 원 / 125,500 원
120일 평균거래대금	543 억원
외국인지분율	36.5%
주요주주	SK 외 1 인 33.4%
	Templeton Asset Management Ltd
	외 15 인 13.4%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-4.5	-5.1	10.1	-6.8
상대수익률	-1.9	-0.7	3.8	-6.7



투자포인트

- 3분기 영업이익 6,486억원(흑자전환 qoq, -24.7% yoy)으로 영업실적 선방
- 윤활기유 등 주요 제품의 설비증설은 향후 영업이익 성장성에 긍정적
- 동사의 2012~2013년 PER(10.8배, 9배)는 Valuation에서 긍정적

Comment

투자자의견 매수(Buy), 목표주가 20만원 유지

동사에 대한 투자자의견 매수(Buy)와 목표주가 20만원을 유지한다. 향후 국제유가 변동성이 동사를 포함한 정유주가 방향성에 큰 영향을 미칠 전망이다. 당분간 유가변동성이 제한적일 것이라는 전망에도 불구하고 매수의견을 유지하는 배경은 1) 윤활기유(+13,300b/d, 총 26,000b/d), BTX 증설(합작 등) 등 주요 제품의 설비증설에 따른 영업이익 성장성이 견조, 2) 2012~2013년 기준 Valuation PER(10.8배, 9배) 측면에서 여전히 긍정적인 점이다.

동사의 2012년 3분기 매출액 및 영업이익은 각각 18조 5,067억원(-2% qoq, +7.5% yoy), 6,486억원(흑전, -23.5%)로 컨센서스 대비 소폭 하회하였으나 견조한 실적으로 판단된다. 국제유가 상승과 정제마진 개선, 재고자산 변동에 따른 평가이익 등이 실적개선의 주 배경이다.

2012년 3분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치		QoQ	직전추정치	컨센서스	대신증권 추정치		
	3Q11	2Q12	3Q12(A)	YoY				3Q12	3Q12	4Q12
매출액	17,210	18,878	18,507	7.5	-2.0	18,507	18,827	18,736	10.7	1.2
영업이익	848	-103	649	-23.5	흑전	657	705	585	73.8	-9.8
-에너지	254	-460	214	-15.7	흑전			206	17.7	-3.7
-종합화학	306	164	250	-18.3	52.4			185	101	-26.0
-이노베이션	100	103	78	-22.0	-24.3			81	흑전	3.8
-윤활유	198	87	106	-46.5	21.8			113	24.2	6.6
순이익	1,818	-239	485	-73.3	흑전	501	508	456	213.6	-5.9

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	53,722	68,371	74,955	76,515	77,267
영업이익	1,891	2,842	2,058	2,412	2,894
세전순이익	1,502	4,309	1,717	2,057	2,533
총당기순이익	1,149	3,176	1,288	1,543	1,900
지배지분순이익	1,139	3,169	1,352	1,620	1,900
EPS	12,286	34,234	14,589	17,484	20,511
PER	15.8	4.1	10.8	9.0	7.7
BPS	122,196	155,551	167,294	181,900	199,498
PBR	1.6	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	11.9	24.4	8.9	9.9	10.6

주: 영업이익은 회사별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 자료: SK이노베이션 대신증권 리서치센터

지난 2분기 -1,028억원 적자에서 3분기 6,487억원의 흑자전환의 주된 역할은 정유부분이 전분기 -4,597억원에서 2,143억원으로 흑자전환된 점이 큰 영향을 미쳤다. 월 평균 국제유가는 지난 6월 배럴당 94달러에서 9월에 111달러로 17달러 상승하였다. 따라서 3분기중 가솔린 및 경유 정제마진도 각각 19.3\$, 26.1\$로 전분기 대비 각각 +3.4\$, +5.3\$로 크게 개선되었다. 또한 유가상승 영향으로 재고변동에 따른 이익 약 900억원도 영업실적 개선에 기여하였다. 다만 정유부분 개선 폭이 기대보다 다소 낮았던 것은 9월 중순 이후 국제유가 급락과 8월 중 No.2 중질유 탈황설비 정기보수(30일) 영향 때문으로 파악된다.

5월 중순 이후 가동이 정상화된 LBO3의 윤활기유 부분의 실적개선이 당초 예상보다는 적은 것은 윤활기유 물량증가에도 불구하고 국제유가 상승에 따른 원재료 가격상승이 제품가격으로 전가되지 못했기 때문이다. 즉 역내권 윤활기유 수요회복이 다소 지연되고 있는 점이 큰 폭의 실적개선에 부담으로 작용한 것으로 판단된다.

4분기 추정 영업이익은 5,851억원으로 전분기 대비 감소는 불가피하지만 여전히 견조한 실적은 유지할 것으로 전망된다. 지난 5월 중순 이후 정상 가동되고 있는 윤활기유 증설효과(+13,000b/d)와 하반기로 예상된 글로벌 경기를 감안하면 실적개선은 2013년 하반기 이후 본격화될 전망이다.

투자전략 측면에서 긍정적인 것은 윤활기유 증설을 포함한 중기적으로 아로마틱 시설확장 등의 영업이익의 성장성이 견조한 점이다. 또한 2013년 상반기로 예정된 연결자회사 SK루브리컨츠의 기업공개 역시 동사 주가에 긍정적이다.

더욱이 중기적 관점에서 동사의 아로마틱 설비증설도 긍정적이다. 즉 동사는 SK종합화학과 싱가포르 주류 아로마틱 JV 건, 일본 JX에너지와 진행 중인 PX(No.3, 2014년 2분 기 가동) 투자, 인천공장에 대한 PX 추가 투자 건(2014년 2분기 가동 목표) 등 세 건이다.

■ 1. SK이노베이션 부문별 영업실적 전망 (단위: 억원, 달러/배럴, 달러/톤)

	2011				2012F				Annual		
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2011	2012F	2013F
매출액	170,684	171,621	172,096	169,311	188,343	188,781	185,067	187,362	683,712	749,553	765,148
정제마진(Diesel/B-C)	28.5	29.8	24.2	22.4	21.3	20.8	26.1	24.5	26.2	23.1	24.3
스프레드(PX-납사)	712	516	662	569	570	511	517	545	614	535	555
영업이익	11,920	4,659	8,478	3,366	9,269	-1,028	6,487	5,851	28,423	20,579	24,117
- SK 에너지	7,154	974	2,541	1,747	5,748	-4,597	2,143	2,058	12,416	5,352	8,945
- SK 종합화학	2,429	1,329	3,063	922	1,819	1,642	2,499	1,855	7,743	7,815	6,438
- SK 이노베이션	1,482	943	997	-183	690	1,028	780	805	3,239	3,303	3,526
(석유개발)	1,601	1,314	1,204	824	1,261	1,443	1,058	908	4,943	4,670	4,872
-SK 루브리컨츠	890	1,306	1,985	913	1,000	873	1,065	1,133	5,094	4,071	15,608

■ 2. 연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	75,537	76,815	74,955	76,515	-0.77	-0.39
영업이익	2,185	2,603	2,058	2,412	-5.81	-7.33
지배지분순이익	1,467	1,812	1,352	1,620	-7.83	-10.59
EPS(지배지분순이익)	15,830	19,557	14,589	17,484	-7.83	-10.59

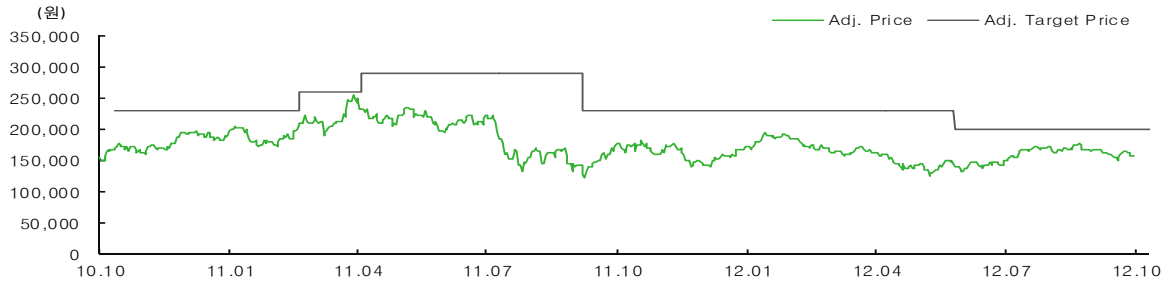
자료: SK이노베이션, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 안상희)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.10.29	12.09.16	12.09.10	12.08.26	12.08.11	12.07.29	12.06.22	12.04.29	12.04.12	12.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	230,000	230,000	230,000
제시일자	12.03.20	12.03.12	12.02.22	12.02.06	11.11.21	11.11.20	11.11.14	11.10.30	11.10.17	11.10.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
제시일자	11.08.01	11.05.18	11.05.01	11.03.18	11.03.13	11.03.08	11.02.22	11.01.20	11.01.11	10.12.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	260,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상