



회학업제이 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

SK이노베이션 (096770)

2013년 상반기 Top Pick : 3번째 주가재평가 시기 진입



Why This Report

2013년 1월 하순부터 SK이노베이션주에 대한 문의가 많이졌습니다. PX시황이 너무 좋다고 하는데, 정말 계속될까요? 정제마진이 좋아지고 있다는데 믿을 수 있나요? 2012년 4분기 영업실적은 엉망이라는데, 2013년 1분기에는 회복될까요? 저는 이렇게 대답합니다. '2013년 실적은 개선되지만 생각보다 크지 않을 수 있습니다. 그래도 주식을 더 사야 합니다. 2013년은 3년만에 돌아오는 SK이노베이션주 주가 재평가 시기이기 때문입니다' 왜?!!!!!!

투자의견: BUY (Maintain)

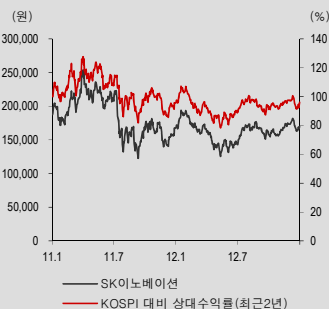
목표주가: 220,000원 (Up)

정유

주가	169,500원
자본금	4,686억원
시가총액	157,334억원
주당순자산	165,404원
부채비율	128.10%
총발행주식수	93,713,990주
60일 평균 거래대금	513억원
60일 평균 거래량	305,976주
52주 고	194,000원
52주 저	125,500원
외인지분율	36.14%
주요주주	SK 외 1인 33.40%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(2.3)	7.6	0.9
상대	(1.8)	1.2	(0.3)
절대(달러환산)	(1.8)	10.6	6.3



자료: Datastream

Investment Point

주가 재평가 진입 배경 1. WTI-Dubai 스프레드 개선

▶ 2011 ~ 2012년간 高 품질의 WTI가 低 품질의 Dubai 가격 보다 15 ~ 20\$ 정도 싸게 형성되는 미스터리 한 일이 벌어졌음. 하지만, WTI가격이 오르면서 2013년 1월부터 정상화 단계에 진입했음. WTI가격의 회복은 동사 자원개발 가치를 높일 뿐만 아니라, 미국산 석유제품의 수출을 억제하면서 아시아 정제마진을 개선시키는 작용을 할 수 있음

주가 재평가 진입 배경 2. 자회사별 성장전략 효과 가시화

▶ 자회사별로 진행하고 있는 생산능력 확대 성과가 2013년 ~ 2014년 점차 가시화될 전망. SK에너지주의 인천공장 PX 130만톤 증설, SK종합화학주의 울산공장 PX 100만톤 증설, SK루브리컨츠주의 윤활기유 증설 및 상향추진, SK이노베이션주의 자원개발 생산광구 확대 등이 예정되어 있음

주가 재평가 진입 배경 3. 정부 규제 리스크 축소 가능성

▶ 2013년 원화 가치 상승(원/달러 환율 하락)으로, 한국 정부의 정유사에 대한 내수 판매가격 압박이 완화될 것으로 예상됨. 리터당 2,000원이 넘었던 국내 휘발유 가격은 원화가치 상승에 힘입어 1,900원 수준으로 안정화되고 있기 때문

투자의견 BUY, 목표주가 220,000원으로 상향

- 2013년 주가 재평가 시기 진입을 고려해, 목표주가를 기존 20만원에서 22만원으로 상향
- 생산능력 확대(PX/윤활기유/원유 확보) 및 자회사 상장(SK루브리컨츠주) 등의 구조변화 주목

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	537,064	683,712	750,662	723,300	853,807
매출액증가율	22.4	27.3	9.8	-3.6	18.0
영업이익	22,315	29,596	17,284	22,204	24,783
영업이익률	4.2	4.3	2.3	3.1	2.9
지배주주귀속 순이익	11,812	31,690	11,541	14,626	17,057
지배주주 귀속 EPS	12,746	34,234	12,443	15,780	18,409
증가율	76.8	168.6	-63.7	26.8	16.7
PER	10.2	5.5	13.6	10.7	9.2
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.8	6.1	9.0	7.3	7.0
ROA	4.4	9.9	3.3	4.1	4.5
ROE	12.8	25.0	7.7	9.1	9.8

자료: 동양증권

I. 결론 : 2013년 상반기 20만원 허들 극복 가능

2013년은 주가 재평가(Re-rating) 시기

2006 ~ 2007년, 지주회사 재편에 의한 주가 재평가

2009 ~ 2010년, 물적분할에 의한 주가 재평가

2013 ~ 2014년, 각사 투자 성과 가시화에 의한 주가 재평가 기대

2013년 상반기, SK 이노베이션(096770) 주가는 '재평가(Re-rating) 시기에 진입' 할 것으로 예상된다. 최근 10년간 주가 재평가 시기를 나누어 보면 쉽게 이해할 수 있다.[표1]

1번째 주가 재평가는 2006 ~ 2007년에 이루어졌다. 주가/순자산 배율(PBR)이 2005년 1.2배에서 2007년 3.1배까지 치솟았다. 영업실적 개선(1.2조원 → 1.4조원) 보다 지주회사 재편이 부각되었기 때문이다. 소유구조 합리화를 통해, 기업경영의 불확실성을 낮출 것으로 기대되었다.

2번째 주가 재평가 시기는 2009 ~ 2010년이었다. 주가/순자산 배율(PBR)이 2008년 1.3배에서 2010년 1.6배로 높아졌다. 정유, 석유화학, 윤활유, 자원개발 등 사업부문별로 별도회사를 설립하면서, 균형발전 가능성이 주가에 반영된 결과였다.

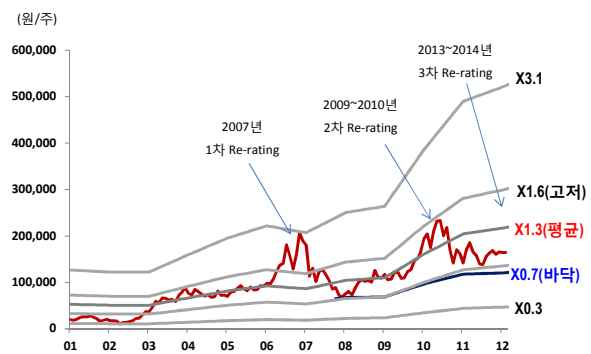
3번째 주가 재평가 시기는 2013년에 시작될 전망이다. 2009년에 분사되었던 각사는 투자 및 생산 효율화를 진행해왔다. 그 성과가 2013년부터 가시화된다. 2012년 PBR 0.9배에서 2013년 1.3 ~ 1.6배로 충분히 높아질 수 있을 것이다. 이를 반영해 **목표주가를 22만원으로 높이며, 매수 비중을 늘릴 것을 권고한다.** [그림1/표2]

표 1. SK 이노베이션(주) 최근 10년간 Re-rating 시기와 특징

구 분	시 기	PBR 지표	Re-rating배경
1차 Re-rating	2006 ~ 2007년	1.2배 → 3.1배	▶지주회사 재편으로, 소유구조합리화 ▶해외자원개발 진출 활발 ▶국재유가 50\$ → 70\$ ▶영업이익 1.2조원 → 1.4조원
2차 Re-rating	2009 ~ 2010년	1.3배 → 1.6배	▶사업부문별 물적분할, 사업부문별 성장전략 추진 가능 ▶국재유가 62\$ → 76\$ ▶영업이익 1조원 → 1.7조원
3차 Re-rating	2013 ~ 2014년	0.9배 → 1.3 ~ 1.6배(?)	▶구조조정 효과 가시화(PX, 윤활기유, 자원개발 확보 등 사업부문별 투자 성과 가시화) ▶국재유가 94\$ → 100\$ ▶영업이익 1.7조원 → 2.1조원

자료: 동양증권 리서치센터

그림 1. SK 이노베이션(주) PBR 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

표 2. SK 이노베이션(주) 적정주가 구성 내역 : 목표주가 22만원으로 상향(2013 ~ 2014년 PX 등 증설 반영)

구 분	변경전 (2013.01.07)	변경후 (2013.01.28)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	21조6,407억원	22조7,491억원	부문별 사업가치	증설반영 영업이익(억원)	증설반영 감가상각비(억원)	증설반영 EBITDA(억원)	적정배율 (배)	적정사업가치 (억원)
			▶ 석유정제부문	5,479	2,751	8,230	6.0x	4조9,379
			▶ 석유화학부문	9,060	2,910	1조1,970	6.5x	7조7,804
			▶ 윤활유부문	4,620	681	5,301	7.2x	3조8,166
			▶ 해외자원개발	5,382	0	5,382	11.6x	6조2,242
			합 계	2조2,735	7,024	2조9,759	7.6x	22조7,591
(+) 투자자산가치	1조2,972억원	2조32억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR	적정가치	비 고
			송유관공사	41%	2,637	1.0X	2,637	원유 육상수송 사업
			SK이케팅엔컴퍼니	50.0%	1,095	1.0X	1,095	OK Cash Back등
			JX Holdings		942	1.0X	942	일본 정유업체
			기타 유가증권	1%	1조5,368	0.5x	1조751	
			전력비축유 원유제고		482백만배럴	100\$	5,604	
			합 계		2조32	1.0X	2조1,028	
			(-) 순차입금	4조4,855억원	4조4,531억원			
총차입금	9조3,129억원	9조2,805억원						
현금성자산	4조8,274억원	4조8,274억원						
보통주 주주가치(A)	18조4,524억원	20조4,088억원						
발행주식수(B)	9,246.6만주	9,246.6만주						
주당 주주가치(A/B)	200,000원	220,000원						

자료 : 동양증권 리서치센터

II. 2013년 예상 실적 : 예상 영업이익 2조 2,204억원으로 전년 대비 28% 성장

2013년 예상 실적,
매출액 72.3조원,
영업이익 2.2조원
(전년 1.7조원),
지배주주 순이익 1.5조원

정유부문 영업이익
2012년 2,618억원 →
2013년 6,825억원

석유부문 영업이익
2012년 7,461억원 →
2013년 6,921억원

자원개발/유회유부문 영업이익
2012년 8,886억원 →
2013년 1조 112억원

2013년 실적에 대한 예상 특징을 ‘안정적인 수요회복과 기저 효과에 의한 실적 개선’으로 요약할 수 있다. 2013년 실적 추정치(IFRS 연결 재무제표 적용)를 살펴보면 예상 매출액 72조 3,300억원(2012년 추정치 75조 662억원), 영업이익 2조 2,204억원(2012년 추정치 1조 7,284억원), 지배주주 순이익 1조 4,626억원(2012년 추정치 1조 1,541억원) 등이다. 2013년 영업이익 및 지배주주 순이익 예상치는 전년 대비 각각 28%와 26% 증가하는 수치이다.[표3]

정유부문 예상 영업이익 규모는 6,825억원으로, 2012년 2,618억원 대비 큰 폭의 개선이 기대된다. 글로벌 경기 회복 여파로, 1배럴당 복합정제마진은 2012년 8.7\$에서 2013년 9.2\$로 안정적인 개선이 기대된다. 특히, 2012년 2분기 국제유가 급락으로 4,597억원 영업적자를 기록했던 영향에서 벗어나는 것도 정유부문 실적 회복의 배경으로 작용할 것이다.

석유화학 예상 영업이익 규모는 6,921억원으로, 전년 예상치 7,461억원 대비 약세가 예상된다. BTX 마진 강세에도 불구하고, PE/PP 약세가 이어지기 때문이다. 특히, 2012년 3분기에 저가 나프타 투입 효과로 영업이익이 2,499억원으로 이상 급등했던 부문이 소멸될 것이다.

유회유 및 자원개발 부문 예상 영업이익 규모는 1조 112억원으로, 전년 예상치 8,886억원으로 개선이 기대된다. 유회유는 증설 압박이 완화되면서 2분기부터 분기당 1,000억원 이상의 실적 달성이 가능할 것이다. 자원개발 부문은 생산광구 인수가 가시화되면 일평균 생산량이 2012년 6.2만배럴에서 2013년 하반기 8.5만배럴로 확대되는 효과를 기대할 수 있다.

표 3. SK 이노베이션(주) 실적 : 2013년 예상 영업이익 2조 2,204억원 (전년 예상치 1조 7,284억원, 시장 컨센서스 2조 5,817억원)

구분	2012년(K-IFRS 연결 기준)				2013년(K-IFRS 연결 기준)				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2011년	2012년(e)	2013년(e)	2014년(e)
[생산 Capa]												
석유정제(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5
석유화학 PX(만톤)	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	76.0	76.0	76.0	240.8
PE(만톤)	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	25.5	78.8	78.8	84.6	102.0
유회유(만배럴/일)	3.3	5.1	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	3.3	5.1	5.9	6.5
자원개발(만배럴/일)	6.3	5.8	6.3	6.5	6.5	6.5	7.5	8.5	6.5	6.2	8.5	8.5
매출액(억원)												
	188,343	188,781	184,580	188,958	186,236	174,975	177,320	184,769	683,712	750,662	723,300	853,807
석유정제	143,797	145,628	143,667	146,292	144,261	133,754	135,056	142,237	494,009	579,384	555,308	628,135
석유화학	34,415	31,990	30,768	32,573	31,251	30,241	30,525	29,807	150,552	129,746	121,823	171,073
자원개발	2,514	2,591	2,208	2,471	2,404	2,249	3,139	4,292	10,307	9,781	12,084	14,691
유회유	7,374	7,880	7,058	6,747	7,422	7,865	7,795	7,765	27,091	29,059	30,847	37,795
기타	243	692	882	759	898	861	806	749	1,753	2,576	3,319	2,113
영업이익(억원)												
	7,380	-1,325	8,835	2,394	5,871	3,630	5,719	6,868	29,596	17,284	22,204	24,783
석유정제	5,748	△4,597	2,143	△688	2,485	214	1,772	2,354	12,416	2,618	6,825	4,137
석유화학	1,819	1,642	2,499	1,501	1,753	1,555	1,779	1,834	7,443	7,461	6,921	9,124
자원개발	1,266	1,443	1,230	1,151	1,201	1,095	1,502	1,999	4,955	5,090	5,797	7,521
유회유	1,000	873	1,065	879	880	1,199	1,139	1,097	5,077	3,796	4,315	4,924
기타	△2453	△686	1,898	△449	△448	△433	△473	△426	△295	△1,690	△1,654	△923
자산처분이익												
지배주주순이익(억원)	6,500	△2,390	5,112	2,357	3,636	2,420	4,047	4,437	31,680	11,541	14,626	17,057
주당순이익(원/주)									34,234			
▶전기차 배터리 협력 ▶2차전지 분리막6~7호기 완공 ▶CDU 4호기(24만b/d) 정기보수(3/20~4/25일) ▶유회유1.2호기(24만b/d) 정기보수(3~4월) ▶유회유1.2호기												
▶6월에 완공된 유회유2.6만b/d 공정 정기보수(10/8~11/7) ▶고도화 전단계 설비(R-HDS)30일 간 정기보수 ▶PX 34만톤 ▶CDU 2호기 정기보수(11만b/d) ▶SK루브리컨트주 상장 ▶NOC1호기 19만톤 정기보수 ▶자원개발업체 인수 ▶차세대 PE 24만톤 증설 ▶한국형 국제회계기준 적용(연결재무제표 작성) ▶2차전지 분리막6~7호기 완공 ▶미쓰비시후스메이차 전지 납품 시작 ▶우한석화 80만톤 완공 ▶유회유2.6만b/d 완공												
▶PX 100만톤(물산) 완공 ▶PX 130만톤(인천) 완공 ▶2015년 초 유회유1.2만배럴/일 스페인 완공												

자료 : 동양증권 리서치센터

III. 2013년 투자 포인트 : 3가지 Re-rating(재평가) 진행

2013년 상반기부터 진행될 수 있는 주가 재평가(Re-valuation) 모멘텀에 주목해야 한다. 구체적으로, 1) WTI-Dubai 스프레드 축소 효과, 2) 설비증설 확대에 국내 경쟁사 대비 경쟁력 회복, 3) 한국 정부의 규제 리스크 완화에 따른 할인요소 완화 등이다.

(1) WTI-Dubai 스프레드 축소에 따른 재평가

2013년 국제 원유시장의 가장 큰 특징은 ‘WTI와 Dubai 원유가격 역전현상 해소 시작’이다. 동사와 같은 아시아 정유업체는 미국지역 정제설비 대비 원료사용에 대한 경쟁력을 다시 회복하는 계기로 작용하게 된다.

2013년 WTI와 Dubai 원유 가격
역전현상 해소 시작 예상

2013년1월부터 WTI와 Dubai의 비정상적인 가격 역전현상 해소가 목격되고 있다. WTI-Dubai 원유가격 차이는 2012년 12월 초 19\$에서 2013년 1월 14일 14\$로, 약 5\$ 정도 축소되었다. WTI-Dubai 스프레드 변화에 중대한 영향을 미치는 미국 파이프라인 수송능력에 변화가 시작되었기 때문이다. 특히, ‘미국 텍사스와 걸프만을 연결하는 Seaway(시웨이) 원유수송관 증설’이 그것이다. 2013년 1월 2주에 원유수송능력이 하루 15만배럴에서 40만배럴로 확장하는 공사가 마무리되었다.

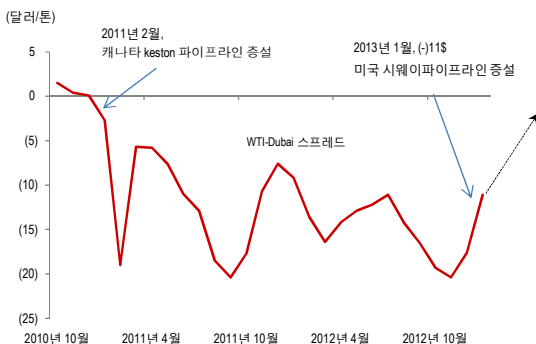
어떤 경로로 Seaway 파이프라인 증설이 WTI와 Dubai 가격 차이를 축소하게 하는 것인가?

그 답을 얻기 위해서는 WTI 가격이 결정되는 과정을 먼저 이해해야 한다. 미국 중남부 Cushing 지역의 원유 수급에 의해 결정되는 유종 가격이 WTI(West Texas Intermediate)이다. 주로, 원유 공급은 캐나다 앨버타와 미국 걸프만으로부터 파이프라인 통해 이루어지며, 쿠싱지역의 정유설비에서 소비된다.

2011년 1분기, 캐나다의
Keystone 파이프라인
40만배럴/일 증설

그런데, 2011년1분기에 캐나다에서 쿠싱으로 공급되는 Keystone(키스톤) 파이프라인이 40만 b/d 규모의 증설이 이루어졌다. 쿠싱지역의 정제설비는 변화가 없는 가운데, 원유 공급이 증가하면서 쿠싱지역 원유재고가 쌓이는 부작용을 낳았다. [그림3]에 나타나듯이, 미국 쿠싱지역 원유재고는 2011년 초 3,737.6만배럴에서 2013년 1월 5,008.2만배럴로, 34% 정도로 증가했다. 이로 인해, WTI 가격이 품질이 낮은 중동산 Dubai 원유나 유럽산 Brent 원유보다 낮아지게 된 것이다.

그림 2. WTI-Dubai 스프레드 추이 : 2013년 1분기 축소 시작



자료 : 동양증권 리서치센터

그림 3. 미국의 쿠싱지역 원유재고 동향



자료 : bloomberg

미국 쿠싱지역에 원유재고가 계속 쌓이는 비효율적인 상황을 개선하기 위한 시도가 2012년 2분기 부터 시작된다. 이때 등장하는 것이 Seaway 파이프라인이다. [그림4]에 나타나듯이, 원래 Seaway 파이프라인은 텍사스지역 걸프만에서 미국 쿠싱지역으로 원유를 하루 15만배럴 정도 수송하는 역할을 해왔다. 2012년 2분기에 원유 수송방향을 거꾸로 전환한다. 미국 쿠싱지역에서 걸프만지역으로 원유를 옮기게 된 것이다. 캐나다 Keystone 파이프라인을 통해 쿠싱지역으로 유입된 원유 가운데, 소비되지 못한 잉여 원유를 미국 전역으로 분배할 수 있게 된 것이다. 다만, Seaway 파이프라인의 수송능력(하루 16만 배럴)이 증설된 Keystone 파이프라인(하루 40만 배럴) 보다 작아서, 병목현상을 해소하기에는 역부족이었다.

Seaway 파이프라인 생산능력
확대 = 쿠싱지역 과잉재고 문제
해소 = WTI 국제원유가격 상승

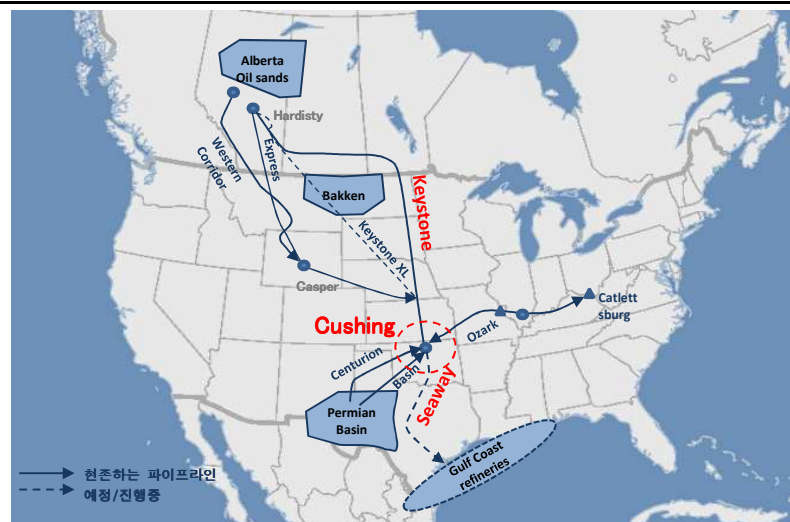
2013년 1월에 Seaway 파이프라인의 수송능력이 하루 15만 배럴에서 40만배럴로 높아지게 된다. 파이프라인은 압력으로 원유를 목표지점까지 보내는데, 이번에는 펌프 설비를 확충하면서 수송 속도를 높이는 방법으로 원유 수송능력을 개선했다. 쿠싱지역의 과잉 원유재고 문제가 완화되기 시작하게 되며, 이는 WTI 유가를 상대적으로 높이게 된다. 그 결과로 WTI-Dubai 가격 차이는 줄어들게 된다.

2014년 2분기, Seaway
파이프라인 생산능력
40만 b/d에서 85만 b/d로 추가
개선

2014년 중반에는 Seaway 파이프라인이 추가로 하나 더 만들어진다. 수송능력이 하루 40만배럴에서 85만배럴로 확대된다. 추가라인이 완공되면, 2011년에 완성된 Keystone 파이프라인을 통해 캐나다에서 쿠싱지역으로 유입되는 원유량보다 쿠싱지역에서 걸프만 지역으로 빠져나가는 원유량이 더 커지게 된다. 2011년 이후 30% 이상 증가했던 미국 쿠싱지역 원유의 과잉재고는 정상수준으로 회복하게 될 전망이다.

결국, 2013년부터 WTI 가격은 상대적으로 강세를 보이면서, 글로벌 대표 유종으로서의 위치를 찾아갈 것이다. **WTI-Dubai 원유가격 스프레드는 '2011년 $\Delta 11\$$ → 2012년 $\Delta 15\$$ → 2013년 $\Delta 5\$$ → 2014년 (+) 회복'** 등의 흐름이 기대된다.

그림 4. 미국 쿠싱지역(Cushing) 원유 수송관 흐름



자료: Petronet, 동양증권 리서치센터

미국 Seaway 파이프라인 수송능력 확대로 WTI-Dubai 원유가격 스프레드가 축소되면, 동사에는 2가지 경로로 수혜가 예상된다. 자원개발 가치 상승과 상대적인 정제마진 우위가 그것이다.

WTI 가격 상승에 따른 스프레드 축소 = SK 이노베이션주의 해외자원개발 광구 가치 상승

첫째, WTI 가격 상승은 해외자원개발(E&P) 가치를 높이는 계기가 된다. 2012년 말 기준, 동사의 해외자원 개발 광구의 가채 매장량은 5.6억배럴 규모이다. 하루 생산량 6.3만배럴을 고려하면, 25년간 생산할 수 있는 규모이다. 자원개발 광구는 베트남, 리비아, 페루, 브라질, 예멘 등 해안을 통해 수출입이 가능한 지역에 포진되어 있다. 수출되는 원유 가격의 대표적인 벤치마크는 역시 WTI 가격이다. 'WTI 가격 상승 = 자원개발 판매 이익증가 = 가채 매장량에 대한 가치 상승' 으로 직결된다.

[표5]는 WTI 국제유가에 따른 자원개발광구 가치(미래 현금흐름을 현재가치로 환산한 금액)를 비교했다. WTI 유가가 90\$ 정도가 유지될 경우 1배럴당 수익가치(=판매가격 - 생산비 - 세금)는 7.9\$ 수준으로, 가채매장량 5.6억배럴로 환산하면 4.8조원 규모의 사업가치를 가진다. WTI 유가가 100\$로 높아지면 동사의 자원개발가치는 5.3조원으로, 주식 1주당 가치는 5.7만원에 해당한다.

WTI-Dubai 스프레드 축소 = 미국산 정유제품 수출축소로 아시아 정유업체 정제마진 개선에 도움

둘째, WTI - Dubai 스프레드 축소는 미국 정유사 대비 아시아 정유사의 정제마진에 도움을 준다. 2012년과 2013년 휘발유 마진을 비교해 보면 쉽게 이해할 수 있다. Brent 원유를 사용하는 영국 소재 정유업체는 111\$에 원유를 구매/정제 후 휘발유를 128\$에 판매하게 된다. 휘발유 Spread는 1배럴당 17\$ 수준이었다. 중동산 Dubai를 주로 사용하는 한국 정유업체는 108\$에 원유를 구매해서, 128\$에 휘발유를 판매했다. 휘발유 Spread는 20\$로 계산된다. 반면, 미국 쿠싱지역의 정유업체는 96\$에 WTI를 구매해서, 휘발유를 128\$에 판매하면서 Spread는 32\$에 이르렀다. 미국 쿠싱지역 정유업체가 세계에서 가장 유리한 정제원가 구조를 가졌었다.

반면, WTI-Dubai 스프레드가 축소되는 2013년에는 정제마진 매력에 차이가 발생될 수 밖에 없다. 2013년 원유가격 전망치는 Brent 103\$, Dubai 100\$, WTI 94\$ 수준이며, 휘발유는 118\$ 정도이다. 이를 적용해 지역별 정제마진을 계산하면, **영국 지역 정유업체 15\$ < 한국 정유업체 18\$ < 미국 쿠싱지역 24\$** 등이다. 여전히 미국 쿠싱지역 정제마진이 가장 높지만, 쿠싱지역 정유업체의 실적 감소폭은 가장 클 것으로 예상된다. 전년대비 하락폭이 가장 크기 때문이다. **2013년의 지역별 정제마진 변화율을 2012년 대비 계산하면, 한국지역 정유사 △10% < 영국 지역 정유사 △12% < 미국 쿠싱지역 정유사 △25% 등이다.** 이런 결과가 발생하는 가장 큰 이유를 WTI-Dubai 스프레드 축소에서 찾을 수 있다.

표 4. 2012년 및 2013년 지역별 휘발유 정제마진 변화

구 분		정유사 위치		
		영국 (Brent 사용)	미국 쿠싱지역 (WTI 사용)	한국 (Dubai 사용)
2012년	휘발유(\$/배럴)	128	128	128
	도입원유(\$/배럴)	111	96	108
	Spread	+17	+32	+20
2013년(e)	휘발유(\$/배럴)	118	118	118
	도입원유(\$/배럴)	103	94	100
	Spread	+15	+24	+18
	전년대비 증감율	△12%	△25%	△10%

자료: 동양증권 리서치센터

표 5. WTI 국제 원유가격에 따른 SK에너지(주) 자원개발 광구가치 변화

기준 유가 (\$/배럴)	1배럴당 가치 (\$/배럴)	가채매장량 (P1) (억배럴)	E&P사업가치 (억원)	SK이노베이션(주) 주당가치 (원/주)
80	7.1	5.55	43,346	47,000
90	7.9	5.55	48,230	52,000
100	8.6	5.55	52,503	57,000
110	9.4	5.55	57,387	62,000
120	10.1	5.55	61,661	67,000
130	10.9	5.55	66,545	72,000
140	11.6	5.55	70,818	77,000

자료: 동양증권 리서치센터

(2) 생산능력 확대에 따른 재평가

2013년은 국내 경쟁사 대비
약화되었던 설비 확대 능력을
확충하기 시기

2013 ~ 2014년은 최근 10년간 진행된 사업구조조정의 결실을 맺는 해가 될 것이다. 최근 10년간 국내 다른 정유 및 NCC 업체는 고도화설비, PX 설비, NCC 등에 대한 적극적인 설비 증설이 진행되어 왔다. 자원개발 등에 집중했던 동사는 Down Stream의 규모의 경쟁이 뒤쳐졌던 이유였다. 이런 문제점 해결이 2011년부터 시작되었고 2014년에는 생산능력 확대를 눈으로 확인할 수 있게 된다. 2013년에는 국내 설비 경쟁력 제고에 의한 기업가치 재평가(Re-rating)가 미리 진행될 것으로 보인다.

최근 10년간 구조조정과정을 3단계로 나누어 볼 수 있다. [그림5/표6]

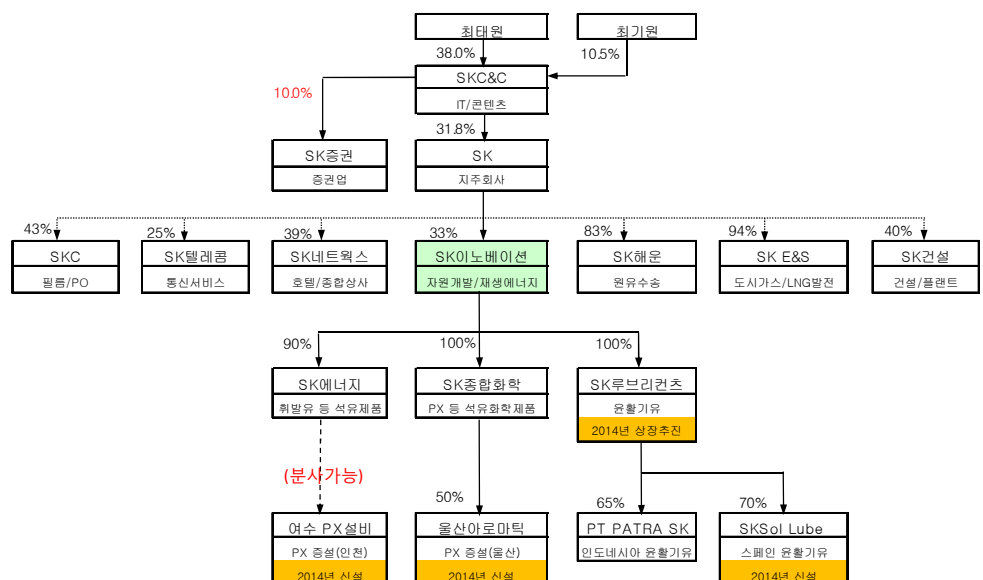
2006 ~ 2007년 구조조정
1단계 : 지주회사 체제 변환으로
복합한 지분 구조 단순화

1단계 구조조정은 2006 ~ 2007년에 진행되었다. 2007년 7월에 기존의 SK(주)를 지주회사 형태로 바꾸었다. 구조조정 전까지 SK(주)는 정유사업을 영위하면서, SK 텔레콤(주), SK 네트워크(주), SK 해운(주), SK E&S(주), SKC(주) 등 SK 그룹 주요 핵심 자회사를 동시에 거느리고 있었다. 2007년 7월에는 지주회사인 SK 홀딩스(주)를 새롭게 만들면서, 정유/에너지 사업을 따로 떼어내어 SK 에너지(주)를 별도로 설립했다.

2009년 구조조정 2단계 : 정유,
석유화학, 윤활유, 자원개발 사업
회사 분할로, 특정사업에
투자가 집중되던 폐해 개선

2단계 구조조정은 2009년에 이루어졌다. 2007년 ~ 2009년 10월까지 존속했던 SK 에너지(주)는 정유, 석유화학, 윤활유, 자원개발, 신재생에너지 사업을 한꺼번에 영위했다. 그러나, 정유/석유화학/윤활유에서 확보한 현금이 자원개발부문에 집중 투자하면서, 사업부문 성장에 불균형이 발생하는 문제가 대두되었다. 이런 한계를 극복하기 위해, 2009년 10월에 기존 SK 에너지(주)를 사업부문별로 나누어서 100% 자회사로 만들었다. 정유부문을 담당하는 SK 에너지(주), 석유화학의 SK 종합화학(주), 윤활유를 생산하는 SK 루브리컨츠(주) 등이 그것이다. 3개 자회사를 지배하는 동시에 자원개발 및 재생에너지를 담당하는 중간 지주회사를 만들었고, 그 회사가 지금의 SK 이노베이션(주)이다.

그림 5. SK 이노베이션(주) 지배구조



자료: 동양증권 리서치센터

2013 ~ 2014년 구조조정
3단계 : 분할된 자회사의 성장
가시화

SK 에너지(주) : 인천공장 PX
130만톤 증설로 효율화 진행

SK 종합화학(주) : 울산공장 PX
100만톤 증설로 규모의 경제
추진

2014년 글로벌 PX 시장 붕괴
우려의 기우(杞憂)

SK 루브리컨츠(주) : 공격적인
증설로, 글로벌 가격 경쟁력 확보
추진

SK 이노베이션(주) : 2조원 현금을
사용해 자원개발 광구 확보 추진

3단계는 그동안 진행된 구조조정의 성과가 기업가치 증가로 연결되는 시기이다. 2009년 SK에너지(주), SK종합화학(주), SK루브리컨츠(주)으로 분사한 이후 각사별로 성장전력이 구체화되었기 때문이다. [표7]

먼저, 인천 및 울산에서 휘발유 등 석유제품을 생산하는 SK에너지(주)는 설비 가동률이 40% 수준에 머물러 있는 인천공장 효율화에 나섰다. 인천공장에서 생산되는 톨루엔(Toluene) 재처리를 통해 석화제품인 PX(Para Xylene, 2012년 말 기준 76만톤) 130만톤을 생산하는 설비를 2014년 말에 완공할 계획이다. 이를 위해, 2012년 12월에 금융투자자(신한-스톤브릿지 페트로 사모펀드)부터 8,000억원을 출자 받았다. 증설완료 시기에는 SK종합화학(주)에 합병하는 형태로 진행될 가능성이 높다.

울산에서 석유화학제품을 생산하고 있는 SK종합화학(주)은 잉여부지에 PX 100만톤(2012년 말 기준 76만톤) 설비를 확대하고 있다. 이를 위해 울산아로마틱(주)이라는 자회사를 세웠으며, 지분 50%를 확보하고 있다. 나머지 지분은 일본 JX에너지(주)가 확보하고 있다. 2014년 2분기에 PX 100만톤 설비가 한국 울산에서 진행하고, 대부분은 JX에너지(주)가 일본에서 판매하게 될 전망이다.

[표8]은 글로벌 PX설비 증설 계획이다. 2014년 동사의 PX 설비가 230만톤 확대되는 등 글로벌 전체로 713만톤 규모의 신규증설이 집중되어 있다. 물량 소화 우려감이 자연히 대두될 수 있다. 그러나, PX를 사용하는 TPA 제품 증설이 2012 ~ 2013년에 집중되었다는 점을 고려하면, PX 시장 붕괴우려의 기우(杞憂)로 판단된다. 2012년 ~ 2013년에 완공된 TPA 설비가 본격 가동시작 하면서, 2014년에 증설된 PX를 충분히 흡수할 수 있기 때문이다.

윤활기유(Base oil) 생산업체인 SK루브리컨츠(주)는 증설이 진행되고 있다. 2012년 초 일일 생산능력을 3.3만배럴이었던 윤활기유 생산능력은 2012년 울산 3공장 완공으로 일일 5.9만배럴로 확대했다. 2012년 말 현재, 안정적인 설비 가동이 진행되고 있다. 2014년 말에는 스페인 Repsol(주)과의 제휴로 설립된 SKSol Lube Oil(주)이 하루1.2만배럴 규모의 윤활기유 공장을 추가로 완공하게 된다.

자원개발을 담당하고 있는 SK이노베이션(주)은 해외자원개발 광구 확보 성과를 달성할 전망이다. 2011년 말, 브라질 심해 탐사광구(양산되기 전의 탐사 단계 광구) 지분 매각으로 2조원이 넘는 현금을 확보한 상황이다. 2012년에 미국 원유 및 천연가스 생산업체인 샤페렐(주) 인수를 추진했지만, 중도에 무산되었다. 현재 생산되고 있지 않은 Shale Gas광구에 대해 샤페렐(주) 측이 높은 가치를 추가할 것을 요청한 것이 원인이었다. 2013년에는 일생산 규모 2.0만배럴 규모 이상의 생산광구를 확보할 계획이다. 보유현금을 고려할 때 성사 가능성이 높은 것으로 판단된다.

표 6. SK 이노베이션(주) 구조조정 전개 과정

구조조정	시 기	내 용
1단계	2007년7월	▶ 기존 SK(주)를 SK홀딩스(주)와 SK에너지(주)로 분할 ▶ 효과 : 지주회사 체제로 소유구조 효율화 달성
2단계	2009년10월	▶ SK에너지(주)를 SK이노베이션(주)로 사명을 바꾸고, 동시에 정유, 석유화학, 윤활유사업부를 물적분할 ▶ 각사별 독립된 사업확장 정책 추진 가능
3단계	2013년 ~ 2014년	▶ 분할된 각사별로 기업가치 제고노력 성과 시작 ① SK이노베이션 : 자원개발 광구 인수 추진 ② SK에너지(정유) : 인천공장 PX 공장 증설 추진 ③ SK종합화학(석화) : 울산공장 PX 공장 증설 진행 ④ SK루브리컨츠(윤활유) : 상장 추진 + 해외증설

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

표 7. SK 이노베이션(주) 자회사 생산능력 성장

시 기	제 품			생산능력 변화 내용
	PX (만톤/년)	윤활기유 (만배럴/일)	자원개발 (만배럴/일)	
2011년	76	3.3	6.4	
2012년	76	5.9	6.3	▶ 윤활기유 울산2.6만b/d 증설
2013년	76	5.9	6.5	▶ SK루브리컨츠(주) 상장 ▶ 자원개발, 생산광구2만b/d인수
2014년	176	5.9	8.5	▶ PX 울산공장 100만톤 증설
2015년	206	7.1	8.5	▶ 윤활기유 스페인1.2만b/d 증설 ▶ PX 인천공장 130만톤 증설

자료: 동양증권 리서치센터

표 8. 글로벌 PX 증설 계획

국가명	기업	생산능력(만톤)	신규증설(만톤)						생산능력(만톤)
		2010년 말	2011년	2012	2013	2014	2015	2016	2016년 말
북미	BP(미)	232							232
	Exxon Mobil(미)	106							106
	Flint Hills Resource(미)	71							71
	Chevron Phillips chemical(미)	45							45
	Equistar Chemical(미)	18							18
	Costal Petchem(캐나다)	35							35
중남미	Pemex(멕시코)	48							48
유럽	BP(벨기에)	60							60
	BP(독일)	19							19
	Exxon Mobil(네덜란드)	58							58
	Omsk(러시아)	19							19
	Ufaneftskhi(러시아)	18							18
	Shell(독일)	14							14
	Galp Chemical(포르투갈)	14							14
	Total(프랑스)	14							14
	Petkim(터키)	14							14
	Polimeri(이탈리)	10							10
	CEPSA(스페인)	10							10
	기타	61							61
아시아									
일본	Nippon Oil	135							135
	Idemitsu Kosan	48							48
	Kashima Oil	59							59
	Kashima Aromatics	42							42
	Japan Energy	100							100
한국	GS칼텍스	135					100		235
	S-Oil	80	90						170
	KP케미칼	74							74
	SK이노베이션	75				100	130		305
	삼성토탈	87				100			187
	현대Oilbank	36			80				116
중국	Zhenhai R&C	65				160			225
	Jilin PC	60							60
	Yangzi Petrochemical	80							80
	Tianjin Petchem	41							41
	Qingdao Lidong	70				63			133
	Shanghai PC	100							100
	Liaoyang Petchem	75			90				165
	Luoyang Petchem	22							22
	CNOOC	90							90
	Fujian Dauha	80		70					150
	Exxon Mobil/Sinopec/Aramco	70							70
	Urumqi PC		100						100
	Dragon Aromatics			160					160
	Petrochina Sichuan				68				68
	Sinopec Hainan				60		60		120
	Sinopec Zhangzhou					150			150
	기타	14							14
타이완	FCFC	155							155
	CPC	70							70
태국	PTT	117							117
	Tai PX	49							49
말레이시아	Petronas	55							55
싱가폴	Exxon Mobil	87		8					95
	Jurong Aromatics					80			80
인도	IOC	36						37	73
	Reliance	205					180		385
	ONGC				92				92
인도네시아	TPPI	55	60						115
	Pertamina	27							27
중동	NPC(이란)	138							138
	Sabir(사우디)	39							39
	Aramco Total Refinery(사우디)				70				70
	Kuwait Aromatics(쿠웨이트)	82							82
	Aromatics Oman(오만)	82							82
기타아시아	Exxon Mobil(스리랑카)	50							50
	Nghi son Refinery(베트남)				48				48
	Atyrau Refinery(카자흐스탄)				50				50
	Zhejiang Hengyi(브루나이)						150		150
세계 생산능력		3,748	250	238	558	713	560	37	6,104
수요처인 TPA 글로벌 생산능력		4,893	340	1,291	905	240	655	75	8,256

자료: 동양증권 리서치센터

(3) 한국정부의 규제 완화에 대한 재평가

2013년 원화강세(원/달러 환율 하락)가 지속될 경우, 정부의 정유사 규제 리스크 완화 예상

2011 ~ 2012년, 정유사
담합과징금, 알뜰 주유소 도입,
석유제품 전자상거래 활성화 등은
정유사에 대한 규제 리스크로
작용

원화강세 → 원유도입 가격 하락
→ 국내 휘발유 판매가격 하락
→ 정부의 인위적인 개입 축소

2011 ~ 2012년 한국 내에서는 정부 주도하에 정유업종에 대한 경쟁 체제 도입을 진행해왔다. 판매 경쟁 도입을 통해, 휘발유 등 국내 석유제품에 대한 가격은 안정화시키겠다는 취지였다. 정유업체 입장에서는 정부 규제 위험(Regulation Risk)로 해석되었다. 그러나, **2013년 원/달러 환율 하락을 계기로, 국내 정유업체에 대한 규제 압박은 점차 완화될 것으로 예상된다.**

[표9]에 정리한 것처럼, 2011 ~ 2012년에는 국내 석유제품 유통과정 경쟁 도입을 위한 정부의 개입이 다양하게 나타났다. 우선, 정유사에 대해 직접적인 체제로는 2011년 2분기 휘발유 및 경유 소매판매가격을 리터당 100원 인하하는 강제조치였다. 뿐만 아니라, 2011년 4분기에는 원격지 주유소에 대한 담합혐의로 과징금을 부과했다. 유통구조의 경쟁체제 구축을 위해서, 국내외에서 대량으로 석유제품을 직접 구매해 국내 주유소 보다 저렴하게 판매하는 ‘알뜰 주유소’ 제도를 도입했다. 전자상거래를 통해, 석유제품을 거래하면 석유수입 할당관세 3%를 면제해 주고 있다. 석유수입 확대 및 국내 판매경쟁을 통해, 국내 휘발유 등 석유제품 가격을 안정화시키려는 의도였다.

2013년 원/달러 환율 하락이 추세로 접어들게 되면, 정부의 국내 석유제품 인하 요구도 자연스레 줄어들 전망이다. 원/달러 환율이 2012년 1,130원에서 2013년 1,020원 수준으로 낮아지게 되면, 원유도입 비용이 10% 정도 절감된다. 2012년 리터당 2,000원을 상회했던 휘발유 내수 판매가격이 1,800 ~ 1,900원 수준으로 낮아질 수 있다는 뜻이다. 정부 개입 감소의 단초가 될 것이다.

[그림6]에 나타나듯이, 비슷한 경험이 2003년에 있었다. 1,300원/달러 수준이었던 2000 ~ 2001년에는 유가 안정화를 위해, 주유소거리제한 폐지, 복수폴/무폴 주유소 도입, 석유제품 전문 수입업체 지원 등으로 국내 석유 유통시장에 경쟁체제를 도입했다. 그 결과, 석유수입사는 2012년 18개까지 늘어나며, 점유율도 10% 정도를 넘어서었다. 국내 정유사 입장에서는 시장의 잠식이었다.

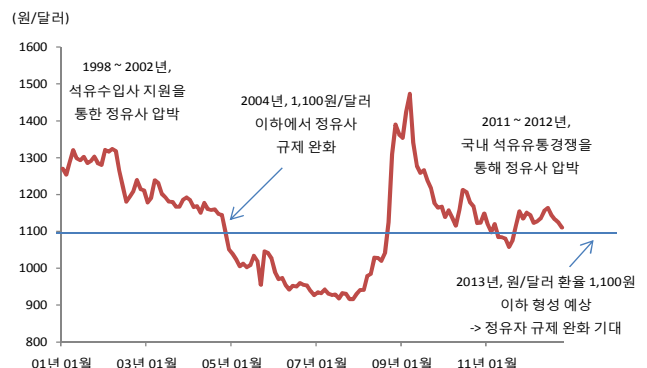
2003년 하반기 환율이 1,150원/달러로 안정화되면서 반대로 석유수입사에 대한 규제가 강화되었다. 우선, 원유도입 관세 인하(5%→3%)를 통해 정유사의 원가 부담을 경감시켰다. 뿐만 아니라, 석유수입사 등록요건 및 석유제품 품질 규제 강화를 통해, 국내 정유사 소속 주유소의 판매를 촉진하게 되었다. 2006년에는 원/달러 환율이 950원까지 하락하면서, 국내 휘발유 가격 안정화 속에 정유업체의 수익기반이 회복되었다.

표 9. 2011 ~ 2012년, 한국 정유업체 규제 리스크

구 분	주요 내용	영 향
휘발유 판가 인하	2011년 2분기, 휘발유 및 경유 내수 판매가격을 리터당 100원씩 인하하도록 유도	정유사 실적 감소
담합에 대한 과징금	담합을 통해, 자영주유소가 풀사인 변경을 어렵게 한 관행에 대해 과징금 징구	정유사 실적 감소
가격 공개 유도	정유사와 거래처의 가격 정보 공개	주유소간 가격경쟁 유도
전자상거래 유도	전자상거래를 통해, 석유제품을 거래하는 경우, 석유수입세 3% 할당관세 면제	석유제품 수입업체 활성화
알뜰주유소 도입	석유제품을 대량구매해, 일반 경쟁주유소 보다 낮은 가격으로 판매하는 제도	정유사의 내수 판매 경쟁 유도

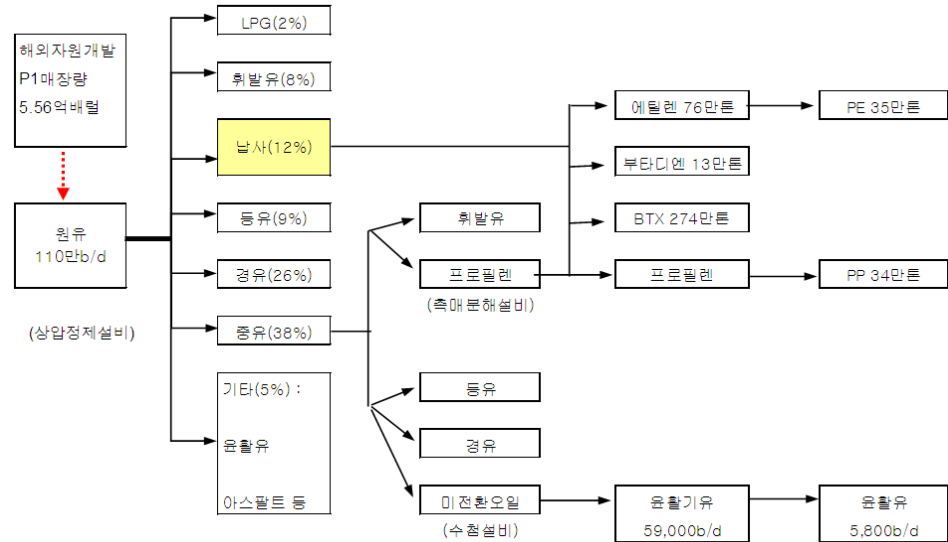
자료 : Petronet, 언론

그림 6. 원/달러 환율과 정유사 규제



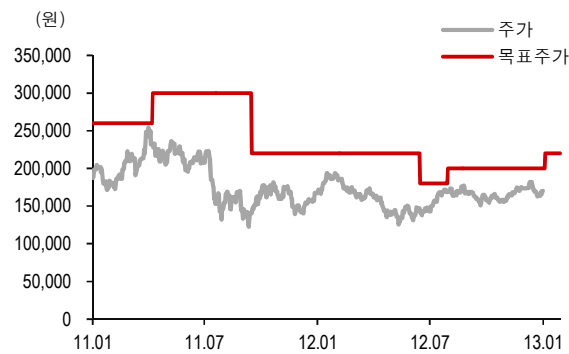
자료 : datastream

별첨. SK 이노베이션주 및 자회사의 생산 프로세스



자료: 동양증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2013-01-28	BUY	220,000
2013-01-15	BUY	200,000
2013-01-07	BUY	200,000
2012-11-06	BUY	200,000
2012-10-29	BUY	200,000
2012-10-08	BUY	200,000
2012-08-23	BUY	200,000
2012-08-02	BUY	180,000
2012-07-30	BUY	180,000
2012-07-09	BUY	180,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 SK 이노베이션중목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년2월19일부터 당사 투자등급이 기존5단계(Strong Buy, Buy, Market Perform, Under Perform, Sell)에서3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크2단계(High, Low)로 변경
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SK 이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	537,064	683,712	750,662	723,300	853,807
매출원가	498,309	635,514	710,900	676,739	800,133
매출총이익	38,755	48,198	39,762	46,561	53,674
판매비	16,440	18,602	22,477	24,570	28,891
영업이익	22,315	29,596	17,284	21,991	24,783
EBITDA	29,334	35,651	23,662	29,495	32,481
영업외손익	-6,945	13,491	-842	-2,974	-2,346
외환관련손익	696	1,203	1,930	-747	138
이자손익	-3,580	-2,824	-2,505	-2,710	-2,951
관계기업관련손익	62	0	66	483	467
기타	-4,124	15,111	-334	0	0
법인세비용차감전순손익	15,370	43,086	16,442	19,230	22,436
법인세비용	3,836	11,328	4,884	4,604	5,379
계속사업순손익	11,534	31,758	11,558	14,626	17,057
중단사업순손익	564	0	0	0	0
당기순이익	12,098	31,758	11,558	14,626	17,057
지배지분순이익	11,812	31,690	11,541	14,626	17,057
포괄순이익	12,098	33,421	10,246	14,626	17,057
지배지분포괄이익	12,098	33,230	10,793	14,626	17,057

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	143,743	198,869	194,232	184,886	200,654
현금및현금성자산	29,379	43,802	41,409	35,170	27,413
매출채권 및 기타채권	47,923	67,553	70,454	68,892	80,718
재고자산	54,633	74,818	69,696	68,151	79,849
비유동자산	148,535	151,399	162,493	180,184	194,552
유형자산	118,470	113,769	125,299	143,333	158,007
관계기업등 지분관련자산	7,090	16,171	16,254	16,736	17,203
기타투자자산	8,734	7,357	5,928	5,928	5,928
자산총계	292,279	350,269	356,725	365,070	395,206
유동부채	115,203	143,055	153,067	148,960	163,701
매입채무 및 기타채무	63,489	99,343	88,595	87,201	97,758
단기차입금	33,614	27,817	39,136	37,912	39,119
유동성장기부채	16,429	11,015	21,260	19,770	22,748
비유동부채	64,142	58,898	47,269	47,618	48,378
장기차입금	16,851	13,007	10,328	12,686	11,452
사채	38,994	36,694	28,311	26,303	28,297
부채총계	179,346	201,953	200,336	196,578	212,079
지배지분	107,567	145,773	154,144	166,160	180,608
자본금	4,686	4,686	4,686	4,686	4,686
자본잉여금	4,736	154	154	154	자본잉여금
이익잉여금	36,847	51,883	56,496	62,173	이익잉여금
비지배지분	5,323	6,952	7,512	8,243	비지배지분
자산총계	49,866	61,578	66,561	72,969	자산총계
순차입금	4,186	468	-900	557	순차입금
총차입금	16,214	18,595	17,095	17,979	총차입금

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-746	27,221	7,914	27,684	16,498
당기순이익	12,098	31,758	11,558	14,626	17,057
감가상각비	5,523	5,214	5,523	6,467	6,926
외환손익	-671	608	-1,800	534	-138
총속, 관계기업 관련손익	-62	0	-66	-483	-467
자산부채의 증감	-21,149	-127	-9,340	1,593	-12,066
기타현금흐름	3,516	-10,231	2,040	4,947	5,185
투자활동 현금흐름	-8,984	8,137	-20,689	-24,500	-21,600
투자자산	-906	-2,233	-1,910	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,473	-11,922	-17,596	-24,500	-21,600
유형자산 감소	1,278	865	163	0	0
기타현금흐름	-4,884	21,426	-1,345	0	0
재무활동 현금흐름	11,383	-20,848	8,736	-4,969	2,341
단기차입금	8,900	-4,914	11,847	-1,223	1,207
사채 및 장기차입금	4,653	-13,888	-495	-1,141	3,738
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,953	-1,986	-2,667	-2,667	-2,667
기타현금흐름	-217	-59	51	62	64
연결범위변동 등 기타	499	-37	1,488	-4,455	-4,996
현금의 증감	2,153	14,473	-2,550	-6,239	-7,756
기초 현금	27,226	29,486	43,959	41,409	35,170
기말 현금	29,379	43,959	41,409	35,170	27,413
NOPLAT	22,315	29,596	17,284	22,204	24,783
FCF	-1,856	15,821	-8,408	1,273	-7,127

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	12,746	34,234	12,443	15,780	18,409
BPS	116,234	157,089	165,936	178,758	194,174
EBITDAPS	31,301	38,042	25,249	31,474	34,659
SPS	573,088	729,573	801,014	771,816	911,077
DPS	2,100	2,800	2,800	2,800	2,800
PER	10.2	5.5	13.6	10.7	9.2
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.8	6.1	9.0	7.3	7.0
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	22.4	27.3	9.8	-3.6	18.0
영업이익 증가율 (%)	82.1	32.6	-41.6	28.5	11.6
지배순이익 증가율 (%)	76.5	168.3	-63.6	26.7	16.6
매출총이익률 (%)	7.2	7.0	5.3	6.4	6.3
영업이익률 (%)	4.2	4.3	2.3	3.1	2.9
지배순이익률 (%)	2.2	4.6	1.5	2.0	2.0
EBITDA 마진 (%)	5.5	5.2	3.2	4.1	3.8
ROIC	11.2	12.4	6.6	8.3	8.4
ROA	4.4	9.9	3.3	4.1	4.5
ROE	12.8	25.0	7.7	9.1	9.8
부채비율 (%)	158.8	136.2	128.1	116.7	115.8
순차입금/자기자본 (%)	68.6	28.0	34.1	34.0	38.3
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.6	4.8	5.9	6.6