



Buy(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(3/26): 160,000원

시가총액: 148,645억원

화학/정유

Analyst 민경혁

02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/26)		1983.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	182,000원	125,500원
등락률	-12.09%	27.49%
수익률	절대	상대
1M	-9.6%	-8.9%
6M	-3.6%	-3.8%
1Y	-3.3%	-1.6%

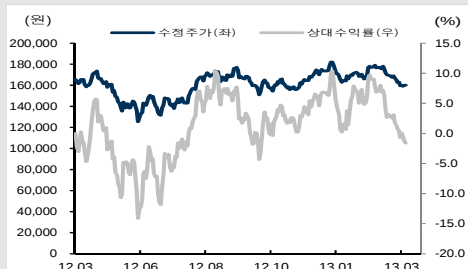
Company Data

발행주식수	93,714천주
일평균 거래량(3M)	310천주
외국인 지분율	35.48%
배당수익률(13E)	2.00%
BPS(13E)	179,100원
주요 주주	SK 33.80%
	국민연금 8.59%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	683,712	733,300	699,783	732,534
보고영업이익	29,595	16,994	22,780	27,714
핵심영업이익	29,595	16,994	22,780	27,714
EBITDA	35,650	23,231	28,741	34,436
세전이익	43,086	16,887	21,877	26,847
순이익	31,758	11,824	16,977	20,833
지배주주지분순이익	31,690	11,854	16,949	20,810
EPS(원)	33,816	12,649	18,086	22,333
증감률(%YoY)	178.3	-62.6	43.0	23.5
PER(배)	4.2	13.8	8.8	7.2
PBR(배)	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.8	8.7	6.7	5.5
보고영업이익률(%)	4.3	2.3	3.3	3.8
핵심영업이익률(%)	4.3	2.3	3.3	3.8
ROE(%)	24.1	7.6	10.0	11.2
순부채비율(%)	27.4	25.0	24.1	21.9

Price Trend



SK이노베이션 (096770)

중장기 그림은 변하지 않았다.



최근 동사 주가는 전고점 대비 11%가량 하락했습니다. 1분기 호실적에도 불구하고, 2월 중순 이후 유가, 정제마진 하락, PX, 벤젠 등 주요 석유화학 제품 스프레드 하락으로 2분기 실적 둔화에 대한 우려가 커졌기 때문입니다. 결론적으로 2분기 실적 둔화는 제한적일 것으로 판단되며 비정유부문이 견인하는 동사의 실적 개선 스토리는 변함이 없다고 판단합니다. 정유 업종내 Top pick의견 유지합니다.

>>> 1분기 호실적 불구 2분기 실적 둔화 우려로 최근 주가 조정

1Q13 실적은 6,164억원(YoY -33.2%, QoQ +206.0%)의 견조한 실적을 기록할 것으로 추정. 1,2월 정제마진 강세, PX, 벤젠 스프레드 강세로 전분기 대비 큰 폭의 실적 개선 예상. 다만 2월 중순 이후부터 계절적 성수기 종료에 따른 등/경유 마진 하락, 1,2월 중 급등했던 휘발유 가격의 안정화로 정제마진은 약세를 시현했고 PX, 벤젠 또한 춘절 이후 수요 관망세로 스프레드 약화(복합정제마진은 2월초 배럴당 \$13.8에서 현재 \$8.9, 벤젠 스프레드는 지난 12월초 톤당 \$536에서 현재 \$362, PX 스프레드는 1월초 \$705에서 \$552로 하락. 동사 주요 제품 수익성 지표들의 약화로 최근 주가도 전고점 대비 11% 하락). 이에 따른 2Q13 실적 둔화에 대한 우려로 최근 주가는 조정을 받은 것으로 판단.

>>> 2분기 실적 둔화는 제한적일 것으로 예상

2분기는 최근 정제마진, PX, 벤젠 스프레드 조정 및 동사의 정기보수(No.3 CDU, RFCC 등)로 실적 둔화가 불가피해 보이지만 하락폭은 제한적일 전망. 2Q13 영업이익은 4,899억원(YoY 흑전, QoQ -20.5%) 예상. 3분기말까지 글로벌 정제설비 증설 물량 가동이 제한적이고 연간 정제설비 증설은 78만b/d, 수요증가는 80만b/d로 공급 균형이 예상되기 때문. PX, 벤젠 스프레드는 4월부터 회복세 전망. 근거는 성수기 진입 및 벤젠의 경우 현재 스프레드 약세는 다운스트림 제품인 SM의 정기보수 집중에 따른 일시적 수요 둔화라고 판단하기 때문. 윤활기유는 2분기 아시아 전체 생산능력의 22% 가량의 설비들이 정기보수가 계획되어 있어 점진적 스프레드 개선 예상.

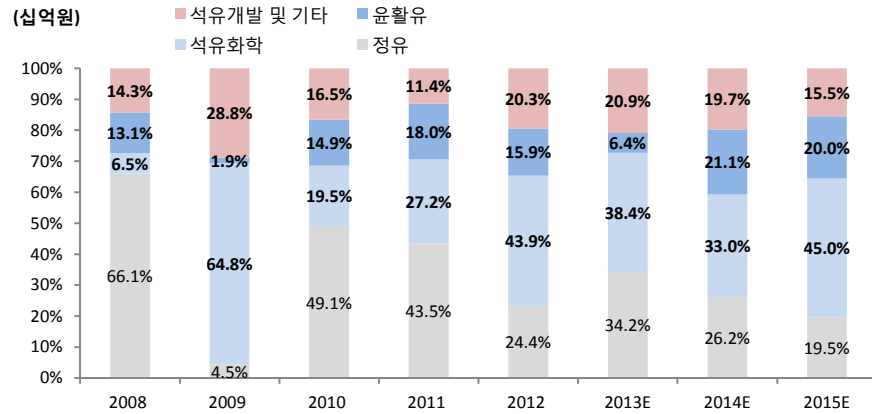
>>> 중장기 그림은 변하지 않았다. 업종 내 Top pick의견 유지

투자의견 'Buy(매수)', 목표주가 22만원 유지. 2013년 기준 P/E 8.8배, P/B 0.9배로 밸류에이션 매력 높음.(최근 5년 평균 각각 11.4배, 1.2배) 향후 비정유부문(석유화학, E&P, 윤활기유) 증설에 따른 가치 부각으로 재평가가 이루어질 가능성 높다는 중장기 그림은 변하지 않았음. 비정유부문 영업이익 기여도는 2013년 65.8% 수준에서 2014년, 2015년 각각 73.8%, 80.5%로 확대될 전망. 실적 안정성, 마진 높은 비정유 부문 실적 기여도 확대로 전사 영업이익률은 2012년을 바탕으로 개선 예상. 특히 3Q13 인천정유 PX 130만톤 설비 가동으로 기존 CDU 가동률은 40%대 수준에서 70~80%로 높아질 것으로 보여 수익성 개선에 기여할 것.

비정유부문 실적 기여도 확대 예상

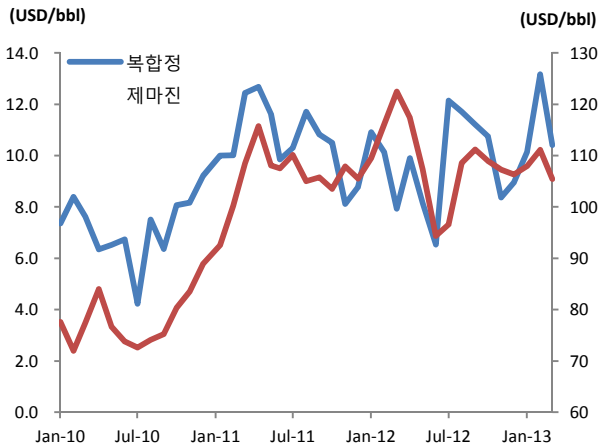
비정유부문(석유화학, 윤활기유, E&P 및 기타) 영업이익 기여도는 2013년 65.8% 수준에서 2014년, 2015년 각각 73.8%, 80.5%로 확대될 것으로 전망. 2012년 하반기 윤활기유 No.3 플랜트 증설 물량의 가동률 상승, 2013년 하반기 E&P 자산의 인수가 능성 높아 이에 따른 원유 생산량 증가, 2014년 하반기 인천정유의 PX 130만톤 설비 증설 및 울산(일본 JX Energy와 JV) PX 설비 100만톤 증설, 2014년 스페인 램솔사와 윤활기유 1,3만 b/d 증설 때문.

비정유 부문 영업이익 기여도 확대 예상



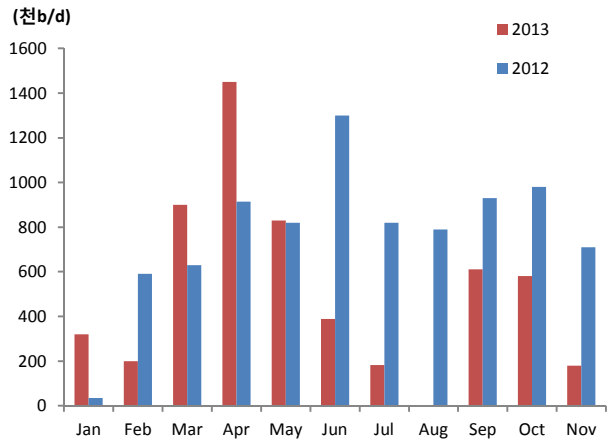
자료: 씨스کم, 키움증권

복합정제마진 및 유가 추이



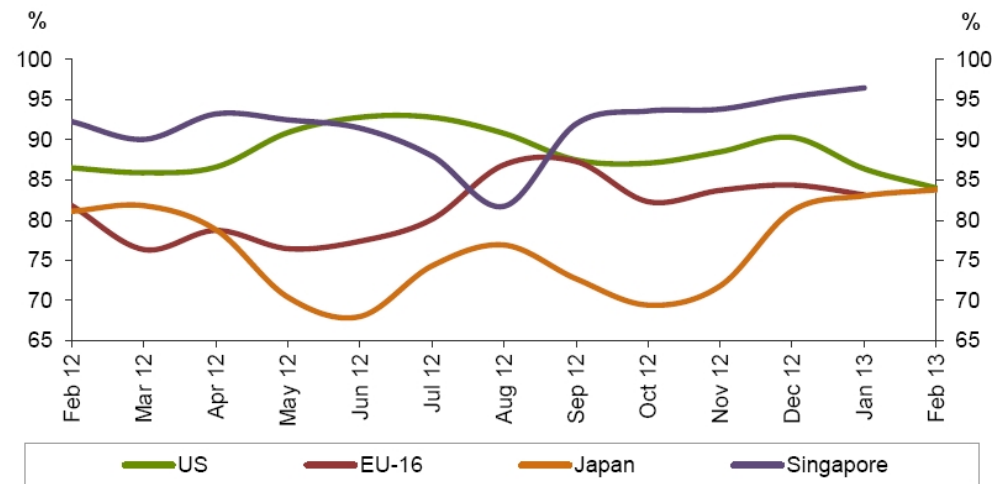
자료: Petronet, 키움증권

아시아 역내 월별 정기보수 계획



자료: 산업자료, 키움증권

지역별 정제설비 가동률 추이



자료: OPEC, 키움증권

SK이노베이션, 사업 부문별 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2011				2012				2013			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액												
전체(연결)	17,084	17,178	17,210	16,935	18,851	18,877	18,507	17,160	17,661	17,230	17,485	17,603
SK 에너지(정유)	12,242	12,013	12,590	12,556	14,380	14,563	14,367	13,280	13,437	13,087	13,104	13,174
SK 종합화학(석유화학)	3,891	4,186	3,621	3,356	3,442	3,199	3,077	2,854	3,199	3,091	3,145	3,093
SK 루브리컨츠(윤활유)	611	673	694	735	737	788	772	669	636	674	781	869
SK 이노베이션(석유개발 & 기타)	339	306	304	288	293	328	292	357	389	378	454	466
영업이익												
전체(연결)	1,193	451	862	343	926	(105)	649	276	616	490	619	553
SK 에너지(정유)	713	97	254	175	575	(460)	214	79	272	162	173	173
SK 종합화학(석유화학)	243	129	310	92	182	164	250	137	260	205	244	166
SK 루브리컨츠(윤활유)	89	131	199	95	100	87	107	(29)	(16)	29	64	69
SK 이노베이션(석유개발 & 기타)	148	94	100	(18)	69	103	78	89	100	94	138	145
영업이익률												
전체(연결)	7.0	2.6	5.0	2.0	4.9	(0.6)	3.5	1.2	3.5	2.8	3.5	3.1
SK 에너지(정유)	5.8	0.8	2.0	1.4	4.0	(3.2)	1.5	0.6	2.0	1.2	1.3	1.3
SK 종합화학(석유화학)	6.2	3.1	8.6	2.7	5.3	5.1	8.1	4.8	8.1	6.6	7.7	5.4
SK 루브리컨츠(윤활유)	14.6	19.4	28.6	12.9	13.6	11.1	13.8	(4.3)	(2.5)	4.3	8.2	7.9
SK 이노베이션(석유개발 & 기타)	43.7	30.8	32.8	(6.4)	23.6	31.4	26.8	25.0	25.7	24.8	30.5	31.1

자료: 키움증권, 주: 영업이익은 분기 실적 비교를 위해 '재무제표 표시 관련' K-IFRS 개정 사항 미 반영 수치 사용

SK이노베이션, 목표주가 산출(단위:십억원, 배)

		EBITDA	Multiple	
영업가치	SK 에너지(정유)	1,112	6.0	6,670
	SK 종합화학(석유화학)	970	8.2	7,920
	SK 루브리컨츠(윤활유)	167	8.0	1,336
	SK 이노베이션(자원개발)	577	11.5	6,633
영업가치 합계		2,825	8.0	22,559
관계기업 투자자산				1,603
순차입금				4,080
우선주 시가총액				70
목표 시가총액				20,012
보통주식수(주)				92,465,564
자기주식수(주)				521,165
조정주식수(주)				91,944,399
주당가치(원)				217,653
목표주가(원)				220,000
Target Multiple		2013 P/E		9.9
		2013 P/B		1.1
현재주가				160,000
Upside/Downside				37.5%

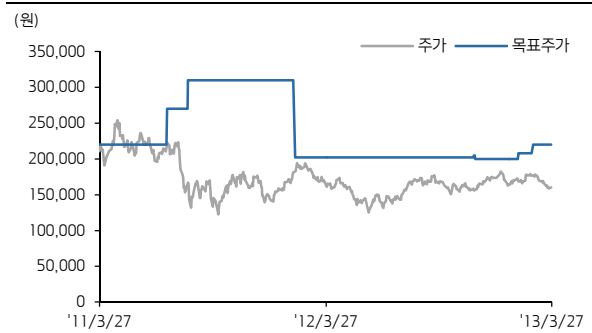
자료: 키움증권

- 당사는 3월 26일 현재 'SK이노베이션' 발행주식을 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.

투자의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자의견	목표주가
SK이노베이션(096770)	2009/07/27	BUY(Maintain)	130,000원
	2009/11/23	BUY(Maintain)	157,000원
	2010/01/27	Outperform(Downgrade)	112,000원
	2010/04/26	Outperform(Maintain)	126,000원
	2010/05/26	Outperform(Maintain)	110,000원
	2010/07/26	Outperform(Maintain)	111,000원
	2010/09/10	Outperform(Maintain)	160,000원
	2010/11/17	BUY(Upgrade)	220,000원
	2011/03/23	BUY(Maintain)	270,000원
	2011/07/14	BUY(Maintain)	310,000원
	2011/08/17	BUY(Maintain)	310,000원
	2012/02/06	Outperform(Downgrade)	202,000원
	2012/11/26	Buy(Reinitiate)	200,000원
	2013/02/04	Buy(Maintain)	208,000원
담당자 변경	2013/02/26	Buy(Maintain)	220,000원
	2013/03/27	Buy(Maintain)	220,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상