

SK이노베이션 (096770)



현실경제의 불독(Bull-Dog)
항재원입니다.

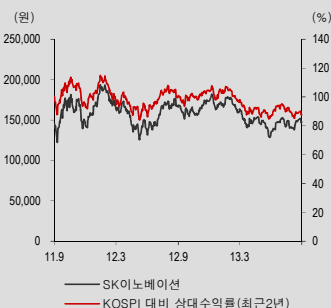
(02)3770-3564
kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

투자 의견: BUY (M)
목표주가: 220,000원 (M)

주가	148,500원
자본금	4,686억원
시가총액	138,145억원
주당순자산	178,583원
부채비율	110.55%
총발행주식수	93,713,990주
60일 평균 거래대금	481억원
60일 평균 거래량	331,743주
52주 고	182,000원
52주 저	128,500원
외인지분율	34.69%
주요주주	SK 외 1인 33.40%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	4.9	11.7	(11.9)
상대	(1.6)	1.8	(12.9)
절대(달러환산)	9.0	19.4	(8.5)



자료: Datastream

주가 모멘텀 발생 시기는 4분기 말부터...

[탐방 이슈 1] 2013년 3분기 예상 실적은?

2013년 3분기 추정 실적을 살펴보면, 매출액 17조 3,679억원(전분기 16조 8,526억원), 영업이익 4,393억원(전분기 3,955억원), 지배주주 순이익 4,829억원(전분기 2,528억원) 등이다. 영업이익 시장 컨센서스는 5,503억원(2013년 9월 27일 기준)으로, 향후 하향조정이 불가피해 보인다.

정유부문, 석유화학부문, 윤활유 부문 소폭 개선이 기대되지만, 자원개발부문은 감익이 불가피하다.

(1) 정유부문 추정 영업이익은 740억원으로, 약세를 보인 전분기 387억원에 비해 소폭 개선될 전망이다. 복합정제마진은 2분기 7.9\$에서 3분기 8.6\$로 소폭 개선되었다.[그림1] 그러나, 8월 촉매분해 고도화설비 정기보수로 인해, 400 ~ 500억원 규모의 유지보수 비용이 발생되었다. 국제유가 상승(2분기 평균 100\$ → 3분기 평균 106\$)로 인해, 약 600억원 내외의 재고자산 평가이익 기대된다.

(2) 석유화학부문 추정 영업이익은 2,485억원(전분기 2,236억원)으로 전분기에 이어 강세를 이어갈 전망이다. PE/PP/SM 강세로 제품 1톤당 Cash마진이 501\$(전분기 491\$)로 강세를 보였다.[그림2]

(3) 윤활유부문 추정 영업이익은 591억원으로 전분기 292억원 대비 소폭 개선이 예상되지만 여전히 부진하다. 설비가동률은 2분기 55%에서 3분기 70%로 높아졌다. 그러나, Group III 과잉공급 영향으로 실적 개선이 뚜렷하지 못하다.

(4) 해외자원개발 부문 추정 영업이익은 1,221억원으로, 전분기 1,639억원 대비 감소할 전망이다. 하루 7.0만배럴 규모를 생산 및 판매를 유지하고 있다. 2분기에 발생되었던 상각매출채권 환입 등 일회성 이익 300억원이 줄어들게 된다.

[탐방 이슈 2] 4분기에 실적 개선을 기대할 수 있는가?

계절적인 정유제품 성수기에 진입함에도 불구하고, 전체 영업이익 예상치는 3,600억원 정도로 약세 흐름이 이어질 전망이다. 정제마진 약세 압력과 인천공장 정기보수(10월) 때문이다. 특히, 인도네시아 수요 약세에 따른 휘발유 마진 부진, 중국의 수출재개에 따른 디젤마진 추가하락, 11월 사우디 STORP(아람코(주)와 토탈(주)) 40만b/d 대규모 신규정유설비 가동이 정유부문 회복을 지연시킬 것으로 보인다.

[결론] 주식 매수 타이밍 = 4분기 말

2013년 9월 말 PBR은 0.8배로 바닥권 수준이다. 본격적인 주가 회복 시작 시기는 2013년 말로 보고 있다. 2014년 펀더멘탈 개선 기대감 때문이다. 2014년 2분기 일본 정유설비 60만b/d 폐쇄로 정제마진 회복을 기대할 수 있을 뿐만 아니라, 울산 PX 100만톤 증설 설비가 가동된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	683,712	733,300	699,431	740,434	832,849
영업이익	29,595	16,994	18,906	21,882	23,628
영업이익률	4.3	2.3	2.7	3.0	2.8
지배주주귀속 순이익	31,690	11,854	12,668	18,872	20,031
지배주주 귀속 EPS	34,234	12,776	13,657	20,366	21,620
(증가율)	168.6	-62.7	6.9	49.1	6.2
PER	5.5	12.6	10.9	7.3	6.9
PBR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE	25.0	7.9	7.9	10.8	10.5

자료: 동양증권

표 1. SK 이노베이션주의 실적 추정치 : 2013년 3분기 예상 영업이익 4,393억원(전분기 3,955억원, 시장 컨센서스 5,503억원)

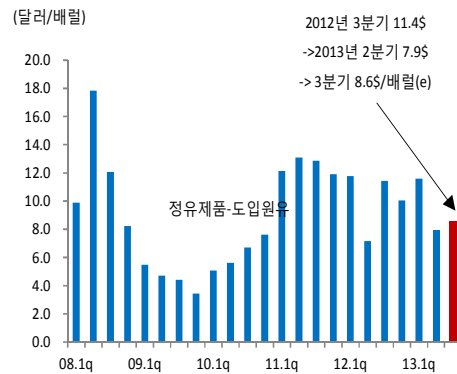
		2012				2013				2014				연간실적			
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2011	2012	2013	2014
생산 Capa																	
석유정제	(만배럴/일)		111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5
석유화학 PX	(만톤)		19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	44.0	44.0	76.5	76.0	76.0	76.0	183.5
석유화학 PE	(만톤)		19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	78.8	78.8	84.6	102.0
자원개발	(배럴/일)		6.3	5.8	6.3	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	8.5	8.5	6.5	6.2	6.5	7.5
운할기유	(배럴/일)		3.3	5.1	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	7.1	3.3	5.1	5.9	6.2
수출액																	
정유사업	억원	180,343	188,781	184,580	171,595	181,082	168,526	173,679	176,144	172,582	176,158	184,072	207,642	683,712	733,300	699,432	740,434
휘발유	\$/bbl	143,797	145,628	143,667	132,735	136,943	127,203	130,251	134,659	131,657	124,077	126,180	134,752	493,593	555,889	530,955	516,666
경유	\$/bbl	133.0	123.4	125.5	123.5	128.8	118.3	119.0	115.0	118.0	125.0	126.0	122.0	123.4	126.4	120.3	122.8
등유	\$/bbl	132.0	121.3	126.3	126.8	128.5	117.5	124.0	120.0	123.0	121.0	119.0	123.0	126.3	126.6	122.5	121.5
디젤유	\$/bbl	132.0	122.0	125.4	125.1	128.5	116.0	123.0	120.0	123.0	119.0	119.0	123.0	126.3	126.1	121.9	121.0
B/C유	\$/bbl	115.0	104.8	103.8	98.6	100.7	97.1	93.0	92.0	100.7	99.0	99.0	97.0	103.3	105.6	95.7	98.9
두바이유(원재료)	\$/bbl	117.0	106.0	104.0	107.2	107.3	100.8	106.0	101.0	103.0	105.0	104.0	105.0	106.6	108.6	103.8	104.3
석화사업	억원	34,415	31,390	30,768	28,542	32,946	31,373	32,663	30,422	29,944	40,393	44,785	57,066	150,551	125,715	127,305	172,091
에틸렌	\$/MT	1,272	1,122	1,166	1,212	1,258	1,157	1,226	1,162	1,205	1,259	1,301	1,298	1,163	1,193	1,201	1,266
PX	\$/MT	1,590	1,380	1,440	1,595	1,647	1,418	1,492	1,445	1,434	1,435	1,433	1,435	1,538	1,494	1,498	1,494
SM	\$/MT	1,433	1,351	1,424	1,359	1,691	1,654	1,780	1,453	1,453	1,492	1,511	1,537	1,396	1,454	1,640	1,498
합성수지	\$/MT	1,394	1,340	1,322	1,365	1,413	1,390	1,480	1,425	1,345	1,357	1,383	1,393	1,470	1,348	1,427	1,367
벤젠	\$/MT	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,280	1,179	1,203	1,240	1,272	1,266	1,107	1,207	1,282	1,245
자일렌	\$/MT	1,194	1,087	1,119	1,221	1,225	1,089	1,140	1,115	1,110	1,114	1,117	1,118	1,118	1,155	1,142	1,115
프로필렌	\$/MT	1,365	1,306	1,303	1,261	1,284	1,283	1,370	1,256	1,237	1,246	1,264	1,247	1,416	1,339	1,298	1,249
니프터(원재료)	\$/MT	1,030	898	926	943	968	870	920	931	950	980	959	952	942	949	922	955
운할사업	억원	7,374	7,880	7,058	6,691	6,284	6,818	7,457	7,909	7,927	8,349	8,921	11,341	27,518	29,003	28,498	36,537
운할기유	\$/bbl	163	183	157	151	141	142	144	144	142	143	146	148	177	163	149	145
EOP사업	억원	2,514	2,591	2,205	2,432	2,479	2,627	2,692	2,571	2,592	2,564	3,327	3,365	10,307	9,742	10,360	11,840
두바이유	\$/bbl	117.0	106.0	104.0	107.2	107.3	100.8	106.0	101.0	103.0	105.0	104.0	105.0	106.6	108.6	103.8	104.3
기타사업	억원	243	692	892	1,135	630	505	626	584	572	775	859	1,035	1,754	2,932	2,345	3,301
영업이익																	
정유사업	억원	7,380	-1,325	8,835	2,104	6,959	3,955	4,383	3,605	5,540	4,126	6,114	6,101	29,585	16,994	18,911	21,882
정제마진	\$/bbl	3,653	-4,799	4,361	-424	3,940	387	740	1,101	2,499	787	1,459	1,515	12,767	2,791	6,067	6,280
석화사업	억원	1,915	1,630	2,417	1,549	2,438	2,236	2,485	1,482	1,876	1,811	2,806	2,705	7,681	7,511	8,642	9,197
Cash마진	\$/MT	330	365	445	465	511	491	501	407	380	412	419	445	451	409	476	414
운할사업	억원	1,100	771	1,241	23	77	232	591	335	499	831	751	742	5,036	3,135	1,235	2,794
Cash마진	원/bbl	49.0	69.0	49.0	50.0	40.0	45.0	51.0	51.1	58.7	58.4	58.3	62.4	75.3	54.3	46.8	58.7
EOP사업	억원	1,266	1,443	1,230	1,315	1,196	1,639	1,221	1,339	1,344	1,353	1,751	1,798	4,955	5,254	5,385	6,246
기타사업	억원	-554	-570	-414	-335	-392	-330	-645	-632	-648	-636	-632	-635	-1,466	-1,697	-2,498	-2,615
연계주주 손익																	
EPS	원/주	6,500	-2,390	5,074	2,670	2,577	2,528	4,829	2,735	4,938	3,807	5,110	5,018	31,690	11,854	12,668	18,872
SPS	원/주													34,234	12,776	13,657	20,365
ROE														157,089	105,386	178,595	195,539
														21.8%	7.7%	7.8%	10.4%

fundamental 변화

- ▶ 2012년 4분기 : 영업이익 2,104억원, 일회성 손실 2,607억원(재고평가손실 1300억원 + 환율리스크에 따른 영업이익 감소 700억원 + PX 평가보수에 따른 기회손실 600억원)
- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 6,959억원, 지배주주 손익 2,722억원, 정유/석화/운할, 자원개발 생산량 확대, 재고평가이익 300억원, 자원개발 공구상환차리 407억원
- (1) 석유정제부문 영업이익은 3,840억원(전분기 △42억원 적자)으로 추가 전환 가능 예상. 휘발유 호조에 힘입어, 14월당 북합성재 마진은 2012년 4분기 11.6로 호조세 시현, 재고평가이익 300억원 발생
 - (2) 석유화학부문 영업이익은 2,409억원(전분기 1,589억원)은 전분기 대비 강세 기대. 벤젠, PX 등의 가격 강세로 주요 석유화학제품 1톤당 Cash마진은 전분기 463에서 2013년 1분기 515로 개선되었기 때문. NOCI호기 3월 평가보수 완료
 - (3) 운할유부문 영업이익은 77억원(전분기 29억원)으로 약세 지속 예상. 자동차 운할유 수요 약세로 인해, 운할기유 배럴당 가격은 전분기 155에서 2013년 1분기 143로 하락함.
 - (4) 자원개발부문 영업이익은 1,196억원(전분기 1,315억원)으로 안정적인 강세 흐름 지속. 이집트 자파라나 광구 매출채권 상각 손실 일부 발생
 - (5) 원/달러 환율 하락(4분기 말 1071원/달러 → 2013년 1분기 말 1113원/달러)로, 외환평가손실 1,389억원 발생. 콜롬비아 SSJN 탐사광구 489억원 손실 처리
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 3,955억원(전분기 6,959억원, 전년 동기 -1299억원), 정유부문 약세, 석화 보합, 운할유 약세, 자원개발 증가
- (1) 석유정제부문 영업이익 3,840억원(전분기 3,840억원)으로, 전분기 대비 급감. 북합성재마진은 1분기 11.6에서 2분기 7.0으로 하락. 삼합정제설비 3분기, 4분기 평가보수로 판매물량은 6.4% 감소함
 - (2) 석유화학부문 영업이익은 2,236억원(전분기 2,409억원)으로, 전분기 대비 급감. 북합성재마진은 1분기 11.6에서 2분기 7.0으로 하락. 삼합정제설비 3분기, 4분기 평가보수로 판매물량은 6.4% 감소함
 - (3) 운할유부문 영업이익은 2,236억원(전분기 709억원)으로, 소폭개선. 운할기유 평가보수가 진행됨. 수요는 여전히 약하지만, 4~5월 운할기유 가격 일부 반등으로 운할유 스프레드는 1분기 405 → 538로 개선
 - (4) 자원개발부문 영업이익은 1,639억원(전분기 1,196억원)으로, 큰폭으로 개선. 일선 7.1만배럴 규모의 원유 상당량 생산 판매됨. 이집트 자파라나 광구에서 기존에 대손처리했던 매출채권이 회수로, 200억원 규모의 일회성 이익 환입효과 발생
 - (5) 원/달러 환율 상승(1분기 말 1113원/달러 → 2분기 말 1145원/달러)로, 2분기 말 100원 가점)에 예상됨에 따라, 순외화차입금 289달러에 대한 외환이익 150억원 발생 추정
- ▶ 2013년 3분기 : 예상 영업이익 4,393억원(전분기 3,955억원, 전년 동기 8,835억원)으로 회복 예상. 정유부문 회복, 석화 개선, 운할유 소폭 개선, 자원개발 감소 전망
- (1) 석유정제부문 예상 영업이익은 3,840억원(전분기 3,840억원)으로, 전분기 대비 소폭 개선. 북합성재마진은 1분기 11.6에서 2분기 7.0으로 하락. 삼합정제설비 2분기 평가보수로 비용발생, 재고평가이익 600억원 정도 반영할 수 있음
 - (2) 석유화학부문 예상 영업이익은 2,465억원(전분기 2,236억원)으로, 전분기 대비 강세 지속. 평가보수 완료로, 판매량 2% 정도 회복 가능. PX 마진 조정에도 불구하고, SM, PPI/PE 호조세로 Spread는 400 수준에 강세를 보임
 - (3) 운할유부문 예상 영업이익은 590억원(전분기 292억원)으로, 추가 개선 기대. 운할기유 스프레드는 2분기 458에서 538로 소폭 개선. 설비 가동률은 70%로 개선(전분기 55%)。1월부터 양산을 시작한 Group 1 6,000b/d 설비 가동 효과 발생
 - (4) 자원개발부문 예상 영업이익은 1,227억원(전분기 1,196억원)으로, 전분기 대비 감소 추정. 일선 7.1만배럴 규모의 원유 상당량 판매는 지속되는 가운데, 2분기 발생한 일회성 영업이익 200억원이 소멸되기 때문
 - (5) 원/달러 환율 하락(1분기 말 1113원/달러 → 2분기 말 1145원/달러)로, 2분기 말 100원 가점)에 예상됨에 따라, 순외화차입금 289달러에 대한 외환이익 150억원 발생 추정
- ▶ 2013년 : 연전전정유 PX 투자전환(7월 분사), 울산 PX증설 100만톤(2014년 1분기), 연전정유 PX증설 13만톤(2014년 하반기), 미국 자원개발 업체 인수 추진(2014년으로 연기), SK에너지의 주주增持 추진(2014년으로 연기)

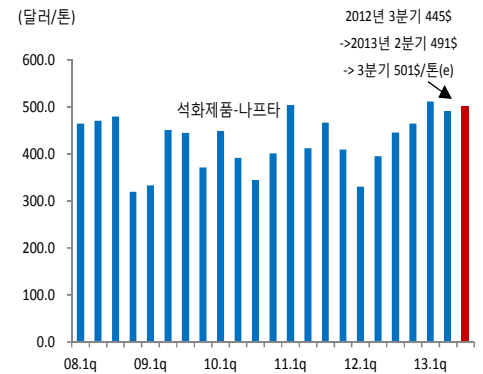
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 1. SK 에너지주의 1 배럴당 복합 정제마진



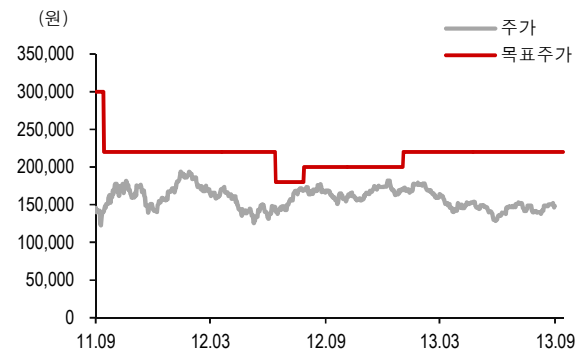
자료: 동양증권 리서치센터

그림 2. SK 종합화학주의 1 톤당 석화마진



자료: 동양증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 SK 이노베이션종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(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 투자사결정은 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.