

SK(034730)

매수(유지)

목표주가: 325,000원(유지)

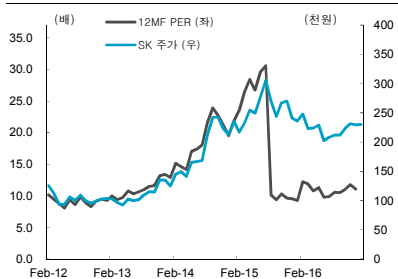
Stock Data

KOSPI(2/27)	2,086
주가(2/27)	216,000
시가총액(십억원)	15,198
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저가(원)	249,500/200,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,778
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.4/24.5
주요주주(%)	최태원 외 4인 30.9
	국민연금 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.4)	1.4	(13.4)
상대주가(%p)	(1.5)	(0.9)	(22.0)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

순자산가치 대비 할인폭 과도, 주가 저평가

4분기 영업이익은 전년동기 대비 53.5% 증가

SK지주회사가 2월 27일 주주총회 소집을 위해 연결, 별도기준 손익을 발표했다. SK는 2월 9일 손익구조 변경 공시(연간 영업이익 15% 이상 변경)를 통해 연결 매출액, 영업이익, 순이익 등 3개 수치만을 발표한 바 있다. 4분기 연결 매출액은 21조 7,489억원으로 우리의 추정치를 2.8% 하회했으나 연결 영업이익은 1조 1,822억원으로 추정치(1조 1,747억원)를 0.6% 상회했다. 매출액은 전년동기대비 5% 감소했으나 영업이익은 SK이노베이션 손익 호전으로 53.5% 늘었다. 순이익이 전분기대비 77.4%, 전년동기대비 15% 감소한 것은 SK이노베이션과 SK해운이 각각 5천억원, 4천억원의 일회적인 비용을 반영했기 때문이다.

17년 수익 호조세 지속 전망

16년 순이익은 SK이노베이션 수익 호전으로 15년 단순합산(합병전 기준) 이익 대비 93.5% 증가했으며 17년에도 32% 늘어날 전망이다. SK E&S는 전력설비 용량 확충으로, SK텔레콤은 SK플래닛(에커머스) 적자폭 축소와 SK하이닉스 이익 증가로 수익성이 호전될 것이기 때문이다. SK해운과 SK이노베이션도 기저 효과로 순이익이 증가할 것이다.

제약, 바이오, 반도체 소재 및 모듈의 성장성이 돋보일 전망

SK는 중장기적으로 제약·바이오, LNG, 반도체 소재, 반도체 모듈, ICT 등 5대 신규 포트폴리오에서 성장성을 높여갈 것이다. 제약, 바이오 사업은 성장성이 돋보일 전망이다. 의약품 생산업체인 SK바이오텍은 생산능력을 17년에 16년대비 2배, 20년에 4배로 확충한다. 신약 개발업체인 SK바이오팜은 임상 중인 뇌전증(간질) 치료제를 18년에 출시할 계획이다. 20년 양사의 매출목표는 각각 1.5조원, 1조원이다. 반도체 소재 및 모듈도 성장동력이 될 것이다. 15년에 OCI머티리얼즈(반도체 제조용 특수 가스 제조)를 인수한 데 이어 17년에는 LG실트론(실리콘 웨이퍼 제조)을 인수해 계열사와 시너지를 높일 전망이다.

SK E&S는 발전 용량과 LNG 해외 판매 물량 확대

주력 에너지 자회사인 SK E&S는 유가 및 전력 수급에 따라 수익 변동성이 크다. 16년에 LNG 발전 수급 여건 악화로 수익성이 하락했다. 17년에 파주발전소 가동으로 발전 용량이 2.5배로 늘어날 것이다. 미세먼지 등 환경 이슈로 LNG 판매 및 LNG 발전 수요가 점차 늘어날 전망이다. LNG 직도입을 통해 국내는 전력사업을 강화하는 한편 중국, 동남아 등 해외시장에 가스를 판매할 계획이다. 가스공급 능력을 15년 50만톤에서 20년에 500만톤으로 늘릴 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	2,426	272	127	2,891	(35.0)	329	73.8	34.4	3.3	5.0	0.9
2015A	39,570	1,403	5,346	107,921	NM	3,604	2.2	18.1	1.3	70.6	1.4
2016F	83,617	5,298	932	16,606	NM	9,606	13.8	6.8	1.2	7.3	1.6
2017F	94,281	5,730	1,231	21,919	32.0	10,120	9.9	6.5	1.0	9.2	1.8
2018F	97,176	6,070	1,282	22,818	4.1	10,525	9.5	6.3	1.0	9.0	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인 3276-6153
jiyang@truefriend.com조민영 3276-6169
minyoung@truefriend.com

매수의견과 목표주가 325,000원 유지

SK에 대한 매수의견과 목표주가 325,000원을 유지한다. 목표주가는 SOTP방식으로 산출했다. SK의 기업가치는 22.8조원으로 추정된다. 투자자산 가치(20.9조원), 사업부문의 영업가치(4.3조원), 상표권 가치(2.7조원) 등을 더하고 순차입금(5.5조원)을 제외해 산정했다. 영업가치는 EV/EBITDA 15.1배(과거 3년 평균 24% 할인)를 적용해 산출했다. 배당은 수익 호전과 배당성향 상향(14년 17%, 15년 26%, 16년 30%)으로 14년 2,000원에서 15년 3,400원, 16년 3,700원으로 높아졌다. 17년 배당은 수익 호전으로 3,900원에 달할 전망이다. 수익성 호전 불구 순자산가치(NAV) 대비 할인율이 33.5%로 확대됐다. 주가가 저평가되어 매수를 추천한다.

〈표 1〉 SK 분기 손익 추이

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	22,892	20,674	21,129	20,065	21,749	(5.0)	8.4	22,417
영업이익	770	1,513	1,685	918	1,182	53.5	28.8	1,254
순이익	174	1,063	936	657	148	(15.0)	(77.4)	741
지배주주순이익	84	387	288	210	47	(43.6)	(77.4)	286

자료: SK, 한국투자증권

〈표 2〉 SK C&C와 SK 단순 합산 손익 (비교 분석을 위한 추정)

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F
SK C&C				
매출액	2,426	2,801	3,105	3,390
영업이익	272	329	317	353
순이익	130	913	474	293
지배주주 순이익	127	913	474	293
SK				
매출액	110,606	91,995	80,512	90,891
영업이익	2,369	3,686	4,980	5,377
순이익	342	1,181	1,595	1,722
지배주주 순이익	(533)	291	394	425
합병 SK				
매출액	113,032	94,796	83,617	94,281
영업이익	2,640	4,015	5,298	5,730
순이익	510	1,450	2,804	3,847
지배주주 순이익	(367)	907	932	1,231

주: 합병 전 각 사의 연결 기준 손익 합산, SK C&C의 SK에 대한 지분법 이익은 제외

자료: SK, SK C&C, 한국투자증권

〈표 3〉 주요 자회사 수익 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F
SK 텔레콤				
매출액	17,164	17,137	17,092	17,402
영업이익	1,825	1,708	1,536	1,773
순이익	1,801	1,519	1,676	2,032
SK 이노베이션				
매출액	65,865	48,356	39,521	47,522
영업이익	(231)	1,980	3,229	3,126
순이익	(589)	815	1,671	2,183
SKC				
매출액	2,802	2,565	2,359	2,527
영업이익	152	218	149	214
순이익	43	273	44	137
SK 건설				
매출액	8,477	8,723	8,583	8,498
영업이익	41	74	(36)	25
순이익	(178)	29	(31)	2
SK E&S				
매출액	5,639	4,654	4,045	4,525
영업이익	470	287	155	255
순이익	391	381	181	197
SK 해운				
매출액	2,345	2,010	1,643	1,554
영업이익	100	175	(317)	78
순이익	5	60	(512)	10

주: 2016년 SK 건설, SK 해운의 영업이익은 당사 추정치

자료: SK, WiseFn, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 자회사 분기별 수익 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	QoQ	YoY
SK 텔레콤										
매출액	4,240	4,256	4,261	4,379	4,228	4,267	4,244	4,352	2.6	(0.6)
영업이익	403	413	491	402	402	407	424	302	(28.8)	(24.9)
순이익	444	396	382	296	572	290	325	489	50.4	65.2
SK 이노베이션										
매출액	12,046	12,998	12,447	10,865	9,458	10,280	9,703	10,079	3.9	(7.2)
영업이익	321	988	364	307	845	1,120	415	849	104.7	177.1
순이익	293	572	152	(202)	556	611	360	144	(59.9)	NA
SKC										
매출액	700	633	632	600	566	581	587	625	6.6	4.3
영업이익	61	59	55	43	43	42	18	46	150.3	7.0
순이익	24	25	224	(0)	25	46	(17)	(10)	NA	NA
SK E&S										
매출액	1,859	879	682	1,234	1,600	709	603	1,133	88.0	(8.1)
영업이익	182	67	24	15	106	9	1	38	2,853.0	159.0
순이익	231	97	19	33	82	24	34	41	20.1	23.8

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 5〉 SK 밸류에이션

투자자산 (A, 십억원)	20,852
상장	13,280
비상장	7,572
영업가치 (B, 십억원)	4,337
브랜드 로열티 (C, 십억원)	2,670
유형 자산 (D, 십억원)	555
Enterprise Value (E=A+B+C+D, 십억원)	28,413
순차입금 (F, 십억원)	5,545
NAV (G=E-F, 십억원)	22,868
주식수 (H, 백만주)	70.4
주당 NAV (I=G/H, 원)	325,018
현재가 (J, 원)	216,000
NAV 할인율 (I/J, %)	33.5
목표주가 (원)	325,018

주 1. 상장 자회사는 10%, 비상장 자회사는 20% 할인, SK 바이오팜은 PBR 8배, SK 바이오텍은 PER 23배, 에센코어는 PER 15배 적용

주 2. 영업가치는 2017F EBITDA 에 목표 EV/EBITDA 15.1배 적용

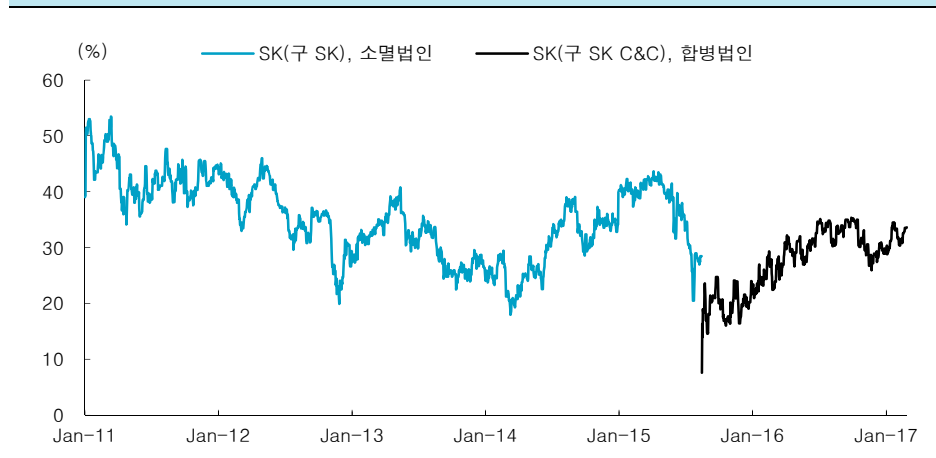
자료: 한국투자증권

〈표 6〉 SK 투자주식 가치

	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	평가가치 (십억원)	장부가 (십억원)	% NAV
상장회사					
SK텔레콤	25.2	4,724	4,252	3,091	18.6
SK이노베이션	33.4	4,741	4,267	3,945	18.7
자사주	20.6	3,140	2,826	1,330	12.4
SK머티리얼즈	49.1	886	797	470	3.5
SK네트웍스	39.1	733	660	1,166	2.9
SKC	42.5	493	444	255	1.9
SK증권	10.0	38	34	29	0.1
소계		14,755	13,280	10,286	58.1
비상장회사					
SK E&S	100.0		2,080	2,600	9.1
SK해운	83.1		266	332	1.2
SK건설	44.5		436	545	1.9
SK바이오팜	100.0		2,630	329	11.5
SK바이오텍	100.0		920	164	4.0
에센코어	100.0		860	26	3.8
인포섹	100.0		35	44	0.2
SK엔카	50.0		11	14	0.0
기타			334	418	1.5
소계			7,572	4,472	33.1
총계			20,852	14,758	91.2

주: 상장 자회사는 10%, 비상장 자회사는 20% 할인, SK 바이오팜은 PBR 8배, SK 바이오텍은 PER 23배, 에센코어는 PER 11배 적용
 자료: SK, 한국투자증권

[그림 1] NAV 할인을 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

SK C&C 는 15년 8월 1일 SK 지주회사와 합병해 합병 SK 지주회사로 거듭났다. 기존 IT 서비스 등 사업을 영위하며 그룹자회사를 지배하는 사업형 지주회사다. 최태원 회장 일가가 합병 SK 지주회사의 지분 30.9%를 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	927	29,765	32,611	35,827	37,899
현금성자산	246	6,995	7,526	8,485	9,718
매출채권및기타채권	459	12,072	12,543	14,142	14,576
재고자산	142	5,643	5,853	6,600	6,802
비유동자산	4,380	66,869	67,766	71,903	72,756
투자자산	3,683	13,715	14,466	16,311	15,354
유형자산	574	39,445	39,345	39,858	41,184
무형자산	102	9,749	9,198	10,371	10,689
자산총계	5,307	96,634	100,376	107,730	110,654
유동부채	641	25,919	27,491	30,060	31,209
매입채무및기타채무	299	14,171	16,723	18,856	19,435
단기차입금및단기사채	64	2,727	3,027	3,027	2,832
유동성장기부채	150	5,493	5,643	5,993	5,993
비유동부채	2,064	30,637	31,009	32,770	31,441
사채	1,376	20,508	20,808	21,358	20,858
장기차입금및금융부채	0	3,141	3,595	3,963	3,003
부채총계	2,705	56,557	58,500	62,830	62,650
지배주주지분	2,585	12,567	13,021	13,837	14,674
자본금	10	15	15	15	15
자본잉여금	81	5,678	5,678	5,678	5,678
기타자본	(636)	(904)	(904)	(904)	(904)
이익잉여금	3,179	7,802	8,528	9,535	10,588
비지배주주지분	17	27,511	28,855	31,064	33,330
자본총계	2,602	40,077	41,876	44,900	48,005

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	185	4,589	8,277	10,739	11,774
당기순이익	130	5,549	2,854	3,847	4,005
유형자산감가상각비	43	1,713	3,848	3,872	3,920
무형자산상각비	14	487	460	519	534
자산부채변동	(118)	1,504	(986)	(81)	774
기타	116	(4,664)	2,101	2,582	2,541
투자활동현금흐름	(101)	(4,033)	(6,917)	(8,408)	(5,934)
유형자산투자	(154)	(2,238)	(3,898)	(4,535)	(5,396)
유형자산매각	1	185	150	150	150
투자자산순증	60	(1,809)	(1,762)	(2,357)	482
무형자산순증	(12)	(210)	92	(1,692)	(853)
기타	4	39	(1,499)	26	(317)
재무활동현금흐름	(98)	(2,225)	(830)	(1,371)	(4,608)
자본의증가	121	0	0	0	0
차입금의순증	(43)	(924)	1,298	1,468	(1,655)
배당금지급	(67)	(165)	(192)	(207)	(223)
기타	(109)	(1,136)	(1,936)	(2,632)	(2,730)
기타현금흐름	0	8,419	0	0	0
현금의증가	(13)	6,749	530	960	1,232

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

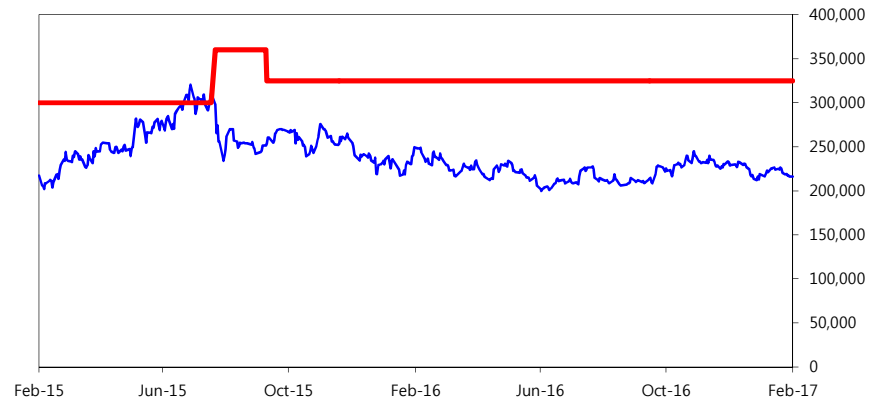
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,426	39,570	83,617	94,281	97,176
매출원가	2,143	35,495	73,016	83,816	85,525
매출총이익	282	4,074	10,601	10,465	11,650
판매관리비	11	2,671	5,303	4,735	5,580
영업이익	272	1,403	5,298	5,730	6,070
금융수익	16	1,742	2,872	2,819	2,839
이자수익	11	80	219	245	264
금융비용	71	2,021	3,490	3,674	3,884
이자비용	66	363	767	748	746
기타영업외손익	9	4,450	(740)	(320)	(260)
관계기업관련손익	(39)	665	(740)	(320)	(260)
세전계속사업이익	187	6,239	4,371	5,130	5,340
법인세비용	57	580	1,517	1,282	1,335
연결당기순이익	130	5,549	2,854	3,847	4,005
지배주주지분순이익	127	5,346	932	1,231	1,282
기타포괄이익	44	(96)	(848)	(600)	(672)
총포괄이익	174	5,453	2,005	3,247	3,333
지배주주지분포괄이익	171	5,363	642	1,039	1,067
EBITDA	329	3,604	9,606	10,120	10,525

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,891	107,921	16,606	21,919	22,818
BPS	64,429	189,929	196,336	207,837	219,647
DPS	2,000	3,400	3,700	3,900	4,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.4	NM	NM	12.8	3.1
영업이익증가율	20.6	NM	NM	8.2	5.9
순이익증가율	(37.1)	NM	NM	32.0	4.1
EPS증가율	(35.0)	NM	NM	32.0	4.1
EBITDA증가율	17.9	NM	NM	5.4	4.0
수익성(%)					
영업이익률	11.2	3.5	6.3	6.1	6.2
순이익률	5.2	13.5	1.1	1.3	1.3
EBITDA Margin	13.5	9.1	11.5	10.7	10.8
ROA	2.5	10.9	2.9	3.7	3.7
ROE	5.0	70.6	7.3	9.2	9.0
배당수익률	0.9	1.4	1.6	1.8	1.9
배당성향	69.1	3.6	22.2	18.1	17.9
안정성					
순차입금(십억원)	1,277	21,485	20,730	20,682	18,110
차입금/자본총계비율(%)	61.1	79.8	79.5	75.5	68.1
Valuation(X)					
PER	73.8	2.2	13.8	9.9	9.5
PBR	3.3	1.3	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	34.4	18.1	6.8	6.5	6.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK(034730)	2015.03.10	매수	300,000 원
	2015.08.17	매수	360,000 원
	2015.10.06	매수	325,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 27일 현재 SK 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.