

SK(034730)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 325,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,291
주가(5/15)	249,000
시가총액(십억원)	17,520
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저가(원)	250,500/200,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,143
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.4/24.4
주요주주(%)	최태원 외 4인 30.9
	국민연금 8.4

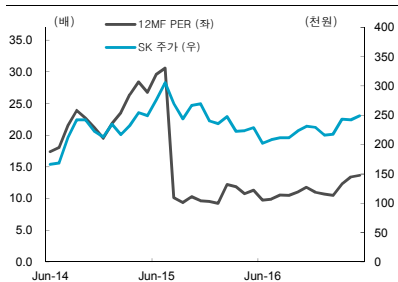
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	8.3	6.3	5.9
PBR(x)	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	6.0	15.7	14.6
DY(%)	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(x)	6.1	5.9	5.8
EPS(원)	27,535	39,396	42,141
BPS(원)	197,625	225,823	256,059

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.5	5.5	10.9
상대주가(%)	1.2	(10.9)	(5.5)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

수익성 호전이 주가에 반영될 것

What's new: 1분기 영업실적은 예상 수준

1분기 영업실적은 우리의 추정치 수준에 부합했다. 매출액은 23,1조원으로 추정치를 1.1% 상회했으며 영업이익도 1조 7,070억원으로 4.5% 웃돌았다. 순이익이 5,935억원으로 추정치를 63.7% 상회한 것은 SK하이닉스 수익 호전으로 지분법 이익이 크게 늘었기 때문이다. SK텔레콤은 추정치를 소폭 하회한 반면 SK이노베이션과 SK E&S는 추정치를 상회했다. 매출액은 전분기대비 6% 증가했으며 영업이익도 44.3% 늘었다. SK이노베이션과 SK E&S가 수익 호전을 주도했다.

Positives: 17년 영업이익, 순이익은 각각 16.5%, 189.2% 증가 예상

16년 영업이익은 SK이노베이션 수익 호전으로 15년 단순합산(합병전 기준) 이익 대비 32% 증가했으며 17년에는 SK E&S 수익 호전으로 16.5% 늘어날 전망이다. 17년 SK E&S 영업이익은 전력설비 용량 확충과 판매가격 상승으로 전년대비 114% 증가할 것이다. 17년 1~5월 중 전력 도매가격인 SMP(계통한계가격)는 16년 평균보다 10% 올랐다. 발전용량은 기존 광양발전소 1.1GW에서 17년 파주발전소 개통으로 2.9GW(1월 0.9GW, 4월 0.9GW 가동)로 늘었다. 더욱이 전기사업법 개정(3월 2일)으로 전력 공급시 환경 영향을 우선 고려하도록 해 LNG발전소에 긍정적인 것이다. 17년 순이익은 SK E&S, SK하이닉스의 수익 호전과 16년에 대규모 일회적 비용을 반영한 SK해운과 SK이노베이션의 기저 효과로 189.2% 늘어날 것이다.

Negatives: 경기에 민감한 사업 구조

주력 자회사인 SK이노베이션과 SK E&S는 유가에 따라 수익 변동성이 크다. 통신은 정부 규제, 반도체는 공급여건에 따라 수익성이 달라진다.

결론: 매수의견과 목표주가 325,000원 유지

SK에 대한 매수의견과 목표주가 325,000원을 유지한다. 목표주가는 SOTP방식으로 산출했다. SK의 기업가치는 22.9조원으로 추정된다. 투자자산 가치(22조원), 사업부문의 영업 가치(3.5조원), 상표권 가치(2.4조원) 등을 더하고 순차입금(5.5조원)을 제외해 산정했다. 영업가치는 EV/EBITDA 10배(과거 2년 평균 17% 할인)를 적용해 산출했다. 배당은 수익 호전으로 16년 3,700원에서 17년 3,900원으로 높아질 것이다. 수익 호전과 18년 신약(간질) 출시와 상장을 추진 중인 SK바이오팜의 가치가 주가에 반영될 것이다. 최근 주가 상승에도 불구하고 순자산가치(NAV) 대비 할인율은 23.5%로 높다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	22,821.5	23,062.5	1.1	23,178.4	6.0	12.5	92,093.8	93,996.7
영업이익	1,633.4	1,707.0	4.5	1,497.0	44.3	11.9	6,174.6	5,747.0
영업이익률	7.2	7.4	0.2	6.5	2.0	0.1	6.7	6.1
세전이익	1,510.5	2,164.8	43.3	1,626.2	227.6	49.6	8,060.7	5,276.9
순이익	362.5	593.5	63.7	350.5	NM	53.3	2,213.9	1,245.0

양종인 3276-6153
jiyang@truefriend.com

조민영 3276-6169
minyoung@truefriend.com

〈표 1〉 SK 분기 손익 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	20,498	21,129	20,065	21,749	23,063	12.5	6.0	23,178
영업이익	1,526	1,685	918	1,183	1,707	11.9	44.3	1,497
순이익	1,063	936	657	166	1,615	52.0	870.4	1,108
지배주주순이익	387	288	210	(119)	594	53.3	NM	351

자료: SK, 한국투자증권

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

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F
SK C&C				
매출액	2,426	2,733	3,167	3,779
영업이익	272	329	275	504
순이익	130	913	433	444
지배주주 순이익	127	913	433	444
SK				
매출액	110,606	92,063	80,451	88,315
영업이익	2,369	3,684	5,024	5,670
순이익	342	1,180	1,609	1,816
지배주주 순이익	(533)	291	397	448
합병 SK				
매출액	113,032	94,796	83,617	92,094
영업이익	2,640	4,012	5,298	6,175
순이익	510	1,449	2,822	6,025
지배주주 순이익	(367)	906	766	2,214

주: 15년 합병 전 각 사의 연결 기준 손익 합산, SK C&C 의 SK 에 대한 지분법 이익은 제외

자료: SK, SK C&C, 한국투자증권

〈표 3〉 주요 연결 자회사 수익 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F
SK 텔레콤				
매출액	17,164	17,137	17,092	17,341
영업이익	1,825	1,708	1,536	1,681
순이익	1,801	1,519	1,676	2,251
SK 이노베이션				
매출액	65,865	48,356	39,521	46,135
영업이익	(231)	1,980	3,229	3,524
순이익	(589)	815	1,671	2,483
SKC				
매출액	2,802	2,565	2,359	2,521
영업이익	152	218	149	189
순이익	43	273	44	119
SK 건설				
매출액	8,477	8,723	7,182	6,923
영업이익	41	74	220	208
순이익	(178)	29	87	133
SK E&S				
매출액	5,639	4,654	4,045	4,673
영업이익	470	287	155	331
순이익	391	381	181	266
SK 해운				
매출액	2,345	2,010	1,643	1,591
영업이익	100	175	(30)	11
순이익	5	60	(512)	(50)

자료: SK, WiseFn, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 자회사 분기별 수익 추이

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	QoQ	YoY
SK 텔레콤										
매출액	4,256	4,261	4,379	4,228	4,267	4,244	4,352	4,234	(2.7)	0.1
영업이익	413	491	402	402	407	424	302	411	36.0	2.1
순이익	396	382	296	572	290	325	489	589	20.5	3.0
SK 이노베이션										
매출액	12,998	12,447	10,865	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	13.0	20.4
영업이익	988	364	307	845	1,120	415	849	1,004	18.2	18.9
순이익	572	152	(202)	556	611	360	144	847	487.2	52.4
SKC										
매출액	633	632	600	566	581	587	625	587	(6.1)	3.6
영업이익	59	55	43	43	42	18	46	38	(17.5)	(12.4)
순이익	25	224	(0)	25	46	(17)	(10)	22	NM	(12.9)
SK E&S										
매출액	879	682	1,234	1,600	709	603	1,133	1,665	47.0	4.1
영업이익	67	24	15	106	9	1	38	163	332.8	53.7
순이익	97	19	33	82	24	34	41	145	251.5	76.0

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 5〉 SK 밸류에이션

투자자산 (A, 십억원)	21,969
상장	14,314
비상장	7,655
영업가치 (B, 십억원)	3,518
브랜드 로열티 (C, 십억원)	2,400
유형 자산 (D, 십억원)	560
Enterprise Value (E=A+B+C+D, 십억원)	28,447
순차입금 (F, 십억원)	5,544
NAV (G=E-F, 십억원)	22,903
주식수 (H, 백만주)	70.4
주당 NAV (I=G/H, 원)	325,510
현재가 (J, 원)	249,000
NAV 할인율 (I/J, %)	23.5
목표주가 (원)	325,510

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

2. 영업가치는 2017F EBITDA 에 목표 EV/EBITDA 10배 적용

자료: 한국투자증권

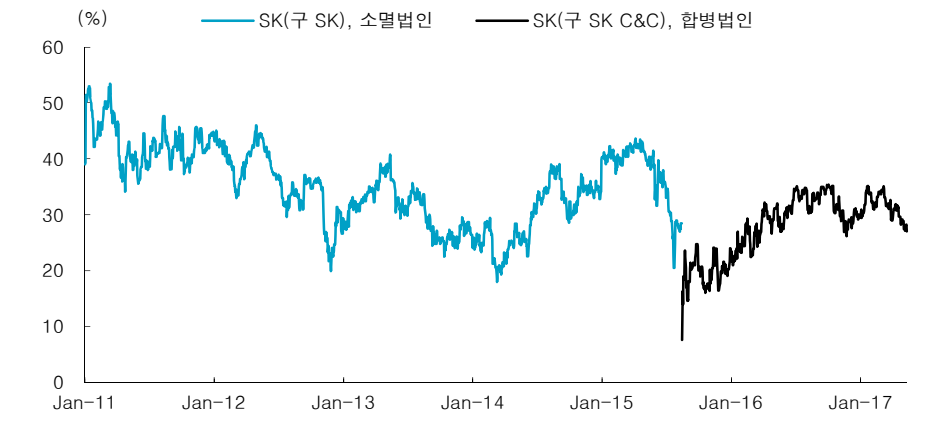
〈표 6〉 SK 투자주식 가치

	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	평가가치 (십억원)	장부가 (십억원)	% NAV (%)
상장회사					
SK텔레콤	25.2	4,806	4,325	3,091	18.9
SK이노베이션	33.4	5,312	4,781	3,945	20.9
자사주	20.6	3,620	3,258	1,330	14.2
SK머티리얼즈	49.1	954	859	470	3.8
SK네트웍스	39.1	722	650	1,166	2.8
SKC	42.5	450	405	255	1.8
SK증권	10.0	41	37	29	0.2
소계		15,905	14,314	10,286	62.5
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		943	26	4.1
인포섹	100.0		35	44	0.2
SK엔카	50.0		11	14	0.0
기타			334	418	1.5
소계			7,655	4,472	33.4
총계			21,969	14,758	95.9

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

자료: SK, 한국투자증권

[그림 1] NAV 할인율 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요

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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	29,765	32,450	36,333	38,492	42,384
현금성자산	6,995	7,087	9,209	8,222	11,981
매출채권및기타채권	12,072	12,443	13,705	15,294	14,857
재고자산	5,643	6,019	6,629	7,398	7,186
비유동자산	66,869	70,597	74,107	78,876	80,595
투자자산	13,715	13,785	15,183	16,610	17,633
유형자산	39,445	41,033	41,546	42,872	44,122
무형자산	9,749	11,772	12,966	14,470	14,056
자산총계	96,634	103,047	110,441	117,369	122,979
유동부채	25,919	28,717	28,687	29,463	29,520
매입채무및기타채무	14,171	16,680	18,371	20,501	19,915
단기차입금및단기사채	2,727	2,614	2,614	2,419	2,419
유동성장기부채	5,493	5,630	5,980	5,980	5,980
비유동부채	30,637	32,004	33,599	33,521	32,717
사채	20,508	19,377	19,927	19,427	19,427
장기차입금및금융부채	3,141	3,820	3,972	3,472	2,972
부채총계	56,557	60,721	62,286	62,984	62,237
지배주주지분	12,567	13,112	15,112	17,257	19,448
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,678	5,646	5,646	5,646	5,646
기타자본	(904)	(904)	(904)	(904)	(904)
이익잉여금	7,802	8,368	10,359	12,498	14,683
비지배주주지분	27,511	29,214	33,042	37,128	41,294
자본총계	40,077	42,327	48,154	54,385	60,742

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,589	9,111	11,675	13,754	15,426
당기순이익	5,549	2,822	6,025	6,445	6,570
유형자산감가상각비	1,713	4,052	4,057	4,108	4,213
무형자산상각비	487	1,161	1,399	1,561	1,517
자산부채변동	1,504	130	(2,005)	(826)	551
기타	(4,664)	946	2,199	2,466	2,575
투자활동현금흐름	4,330	(7,381)	(6,770)	(9,241)	(6,782)
유형자산투자	(2,238)	(4,935)	(4,737)	(5,601)	(5,631)
유형자산매각	185	167	167	167	167
투자자산순증	(1,809)	(1,102)	274	240	562
무형자산순증	(210)	(878)	(2,592)	(3,065)	(1,103)
기타	8,402	(633)	118	(982)	(777)
재무활동현금흐름	(2,225)	(1,622)	(2,782)	(5,501)	(4,885)
자본의증가	0	113	0	0	0
차입금의순증	(924)	(931)	1,252	(1,195)	(500)
배당금지급	(165)	(1,133)	(209)	(223)	(229)
기타	(1,136)	329	(3,825)	(4,083)	(4,156)
기타현금흐름	56	(16)	0	0	0
현금의증가	6,749	92	2,122	(987)	3,759

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

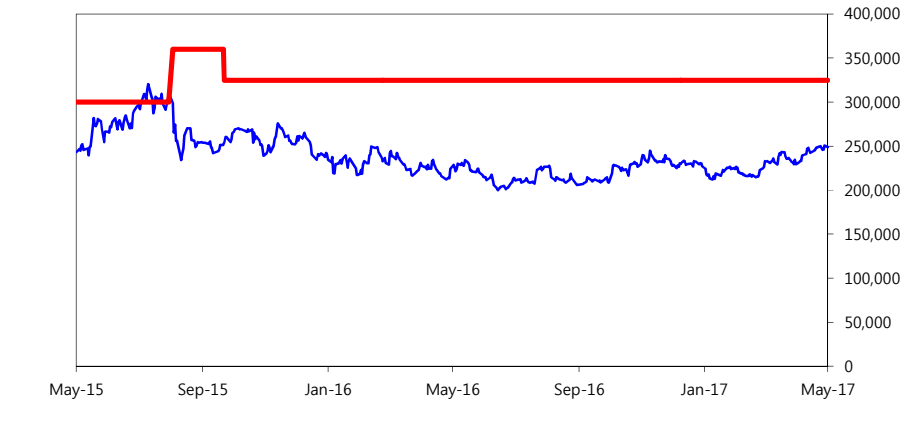
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	39,300	83,617	92,094	102,776	99,838
매출원가	35,383	73,770	81,871	90,454	86,990
매출총이익	3,917	9,848	10,222	12,322	12,848
판매관리비	2,510	4,550	4,048	5,538	5,380
영업이익	1,407	5,298	6,175	6,783	7,468
금융수익	1,741	2,562	5,483	5,498	5,539
이자수익	80	202	232	244	282
금융비용	2,010	3,379	5,506	5,569	5,550
이자비용	354	799	711	712	693
기타영업외손익	4,486	(825)	247	307	367
관계기업관련손익	665	719	1,663	1,663	1,579
세전계속사업이익	6,288	4,376	8,061	8,622	8,789
법인세비용	582	1,354	2,035	2,177	2,219
연결당기순이익	5,549	2,822	6,025	6,445	6,570
지배주주지분순이익	5,346	766	2,214	2,368	2,414
기타포괄이익	(96)	45	26	14	16
총포괄이익	5,453	2,867	6,051	6,460	6,586
지배주주지분포괄이익	5,363	766	2,223	2,373	2,420
EBITDA	3,607	10,511	11,630	12,452	12,584

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	216,771	27,535	39,396	42,141	42,954
BPS	189,929	197,625	225,823	256,059	286,949
DPS	3,400	3,700	3,900	4,000	4,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1,520.0	112.8	10.1	11.6	(2.9)
영업이익증가율	418.1	276.6	16.5	9.9	1.0
순이익증가율	4,099.7	(85.7)	189.2	7.0	1.9
EPS증가율	7,398.1	(87.3)	43.1	7.0	1.9
EBITDA증가율	997.3	191.4	10.6	7.1	1.1
수익성(%)					
영업이익률	3.6	6.3	6.7	6.6	6.9
순이익률	13.6	0.9	2.4	2.3	2.4
EBITDA Margin	9.2	12.6	12.6	12.1	12.6
ROA	10.9	2.8	5.6	5.7	5.5
ROE	70.6	6.0	15.7	14.6	13.2
배당수익률	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
배당성향	3.6	27.3	10.1	9.7	9.5
안정성					
순차입금(십억원)	21,485	19,694	18,678	17,936	12,826
차입금/자본총계비율(%)	79.8	74.9	67.5	57.5	50.7
Valuation(X)					
PER	1.1	8.3	6.3	5.9	5.8
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.0	6.1	5.9	5.8	5.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK(034730)	2015.06.01	매수	300,000 원
	2015.08.17	매수	360,000 원
	2015.10.06	매수	325,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 15일 현재 SK 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.