

SK(034730)

매수(유지)

목표주가: 358,000원(상향)

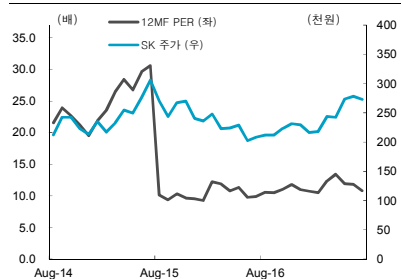
Stock Data

KOSPI(7/18)	2,426
주가(7/18)	273,000
시가총액(십억원)	19,208
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저가(원)	287,500/206,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	36,987
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.4/24.2
주요주주(%)	최태원 외 4인 30.9
	국민연금 8.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.3	26.1	28.8
상대주가(%p)	(1.4)	8.9	8.7

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2Q17 Preview: 발전, 반도체 사업 호조로 순자산가치 증대

매수 유지, 목표주가 358,000원으로 상향

SK에 대한 매수의견을 유지하며 순자산가치(NAV) 증가로 목표주가를 325,000원에서 358,000원으로 높인다. 상장 자회사의 주가 상승과 비상장 자회사인 SK E&S의 실적호전으로 순자산가치가 늘었다. 목표주가는 SOTP방식으로 산출했다. SK의 기업가치는 25.2조원으로 추정된다. 투자자산 가치(24.3조원), 사업부문의 영업가치(3.5조원), 상표권 가치(2.4조원) 등을 더하고 순차입금(5.5조원)을 제외해 산정했다. 영업가치는 EV/EBITDA 9.8배(과거 2년 평균 18% 할인)를 적용해 산출했다. 수익 호전으로 배당은 16년 3,700원에서 17년 4,000원으로 높아질 것이다. 주가는 SK E&S의 수익 호전, 18년 신약(간질) 출시와 상장을 추진 중인 SK바이오팜의 가치를 반영할 것이다. 최근 주가 상승에도 불구하고 순자산가치(NAV) 대비 할인율은 23.8%로 높다.

2분기 실적은 예상 수준, 17년 영업이익은 17.2% 증가 전망

2분기 영업실적은 시장 예상치 수준으로 추정된다. 매출액과 영업이익은 각각 22조 3,824억원, 1조 3,478억원으로 시장 예상치와 비슷할 것으로 보인다. 매출액은 전년동기 대비 5.9% 늘고 지배주주 순이익도 SK E&S와 SK하이닉스 손익 호전으로 24% 증가할 전망이다. 16년 영업이익은 SK이노베이션 수익 호전으로 15년 단순합산(합병전 기준) 이익 대비 32% 증가했으며 17년에는 SK E&S 수익 호전으로 17.2% 늘어날 전망이다.

SK E&S는 발전용량 확대와 가동률 상승으로 이익 급증

SK E&S는 정책적 수혜와 효율적 운영으로 손익이 대폭 호전될 전망이다. 정부의 석탄 및 원자력발전 가동 제한, 미세먼지 대책 등으로 LNG 발전 가동률이 높아지고 전력시장 도매가격인 SMP(계통한계가격)가 상승할 것이기 때문이다. 발전용량은 16년 광양발전소 1.1GW에서 17년 4월에는 파주발전소 개통으로 2.9GW로 늘었다. 17년 SK E&S 영업이익은 전력설비 용량 확충과 판매가격 상승으로 전년대비 175.6% 증가할 전망이다.

제약·바이오, 반도체의 성장성이 돋보일 전망

제약·바이오, 반도체 소재 및 모듈도 성장성이 높다. 의약품 생산업체인 SK바이오텍은 생산능력을 16년 16만 l에서 17년에 32만 l로 늘렸으며 20년에는 80만 l로 확충한다. 신약 개발업체인 SK바이오팜은 임상 중인 뇌전증(간질) 치료제를 18년에 출시할 계획이다. 20년 양사의 매출목표는 각각 1.5조원, 1조원이다. 반도체 소재 및 모듈도 성장 동력이다. SK머티리얼즈(반도체용 특수 가스)에 이어 LG실트론(웨이퍼)을 인수해 SK하이닉스와 시너지를 높일 전망이다. 반도체 모듈업체인 에센코어도 수익이 급증하고 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	39,300	1,407	5,346	107,921	3,633.0	3,607	2.2	18.0	1.3	70.6	1.4
2016A	83,617	5,298	766	13,676	(87.3)	10,511	16.8	6.1	1.2	6.0	1.6
2017F	91,143	6,208	1,811	32,227	135.6	11,649	8.5	6.0	1.2	13.0	1.5
2018F	101,625	6,846	1,842	32,776	1.7	12,497	8.3	5.9	1.1	11.9	1.5
2019F	98,645	7,493	2,000	35,598	8.6	13,092	7.7	5.6	1.0	11.6	1.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

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

〈표 1〉 SK 분기 손익 추이

(단위: 십억원, %)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	21,129	20,065	21,749	23,063	22,382	5.9	(2.9)	22,539
영업이익	1,685	918	1,183	1,707	1,348	(20.0)	(21.0)	1,393
순이익	936	657	166	1,615	1,188	26.9	(26.4)	1,189
지배주주순이익	288	210	(119)	594	357	24.0	(39.9)	372

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	87,364
영업이익	2,369	3,684	5,024	5,704
순이익	342	1,180	1,609	1,827
지배주주 순이익	(533)	291	397	451
합병 SK				
매출액	113,032	94,796	83,617	91,143
영업이익	2,640	4,012	5,298	6,208
순이익	510	1,449	2,822	5,673
지배주주 순이익	(367)	906	766	1,811

주: 14년, 15년은 합병 전 각 사의 연결 기준 손익 합산

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	17,346
영업이익	1,825	1,708	1,536	1,659
순이익	1,801	1,519	1,676	2,452
SK 이노베이션				
매출액	65,865	48,356	39,521	44,283
영업이익	(231)	1,980	3,229	3,207
순이익	(589)	815	1,671	2,309
SKC				
매출액	2,802	2,565	2,359	2,545
영업이익	152	218	149	184
순이익	43	273	44	116
SK E&S				
매출액	5,639	4,654	4,045	4,884
영업이익	470	287	155	426
순이익	391	381	181	376

자료: SK, WiseFn, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 자회사 분기별 수익 추이

(단위: 십억원, %)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	QoQ	YoY
SK 텔레콤										
매출액	4,261	4,379	4,228	4,267	4,244	4,352	4,234	4,317	2.0	1.2
영업이익	491	402	402	407	424	302	411	400	(2.5)	(1.8)
순이익	382	296	572	290	325	489	589	617	4.7	112.6
SK 이노베이션										
매출액	12,447	10,865	9,458	10,280	9,703	10,079	11,387	10,837	(4.8)	5.4
영업이익	364	307	845	1,120	415	849	1,004	605	(39.7)	(45.9)
순이익	152	(202)	556	611	360	144	847	367	(56.7)	(40.0)
SKC										
매출액	632	600	566	581	587	625	587	596	1.6	2.6
영업이익	55	43	43	42	18	46	38	44	16.2	4.0
순이익	224	(0)	25	46	(17)	(10)	22	29	33.2	(35.6)
SK E&S										
매출액	682	1,234	1,600	709	603	1,133	1,665	972	(41.7)	37.0
영업이익	24	15	106	9	1	38	163	92	(43.9)	895.7
순이익	19	33	82	24	34	41	145	82	(43.5)	243.8

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 5〉 SK 밸류에이션

투자자산 (A, 십억원)	24,321
상장	15,062
비상장	9,259
영업가치 (B, 십억원)	3,475
브랜드 로열티 (C, 십억원)	2,400
유형 자산 (D, 십억원)	560
Enterprise Value (E=A+B+C+D, 십억원)	30,756
순차입금 (F, 십억원)	5,544
NAV (G=E-F, 십억원)	25,212
주식수 (H, 백만주)	70.4
주당 NAV (I=G/H, 원)	358,328
현재가 (J, 원)	273,000
NAV 할인율 (I/J, %)	23.8
목표주가 (원)	358,328

주 1. 상장 자회사는 10%, 비상장 자회사는 20% 할인, SK 바이오팜은 PBR 8배, SK 바이오텍은 PER 23배, 에센코어는 PER 18배, SK E&S는 PER 8.5배 적용

2. 영업가치는 2017F EBITDA에 목표 EV/EBITDA 9.8배 적용

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 SK 투자주식 가치

	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	평가가치 (십억원)	장부가 (십억원)	% NAV (%)
상장회사					
SK텔레콤	25.2	5,315	4,783	5,081	19.0
SK이노베이션	33.4	5,204	4,684	3,073	18.6
자사주	20.6	3,969	3,572	2,536	14.2
SK머티리얼즈	49.1	1,005	904	473	3.6
SK네트웍스	39.1	605	545	706	2.2
SKC	41.0	590	531	549	2.1
SK증권	10.0	48	43	29	0.2
소계		16,735	15,062	12,447	59.7
비상장회사					
SK E&S	100.0		3,393	2,600	13.5
SK해운	83.1		266	332	1.1
SK건설	44.5		436	545	1.7
SK바이오팜	100.0		2,630	329	10.4
SK바이오텍	100.0		920	164	3.6
에센코어	100.0		1,131	39	4.5
인포섹	100.0		35	44	0.1
SK엔카	50.0		11	14	0.0
기타			436	545	1.7
소계			9,259	4,613	36.7
총계			24,321	17,060	96.5

주: 상장 자회사는 10%, 비상장 자회사는 20% 할인, SK 바이오팜은 PBR 8배, SK 바이오텍은 PER 23배, 에센코어는 PER 18배, SK E&S는 PER 8.5배 적용

자료: SK, 한국투자증권

[그림 1] NAV 할인율 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요

SK C&C는 15년 8월 SK 지주회사와 합병해 합병 SK 지주회사로 거듭났다. IT 서비스 등 사업을 영위하며 그룹 자회사를 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	35,958	38,061	41,877
현금성자산	6,995	7,087	9,114	8,130	11,837
매출채권및기타채권	12,072	12,443	13,563	15,123	14,680
재고자산	5,643	6,019	6,561	7,315	7,101
비유동자산	66,869	70,597	73,771	78,473	80,159
투자자산	13,715	13,785	15,026	16,424	17,422
유형자산	39,445	41,033	41,546	42,872	44,122
무형자산	9,749	11,772	12,832	14,308	13,888
자산총계	96,634	103,047	109,729	116,534	122,036
유동부채	25,919	28,717	28,428	29,790	29,645
매입채무및기타채무	14,171	16,680	18,181	20,272	19,677
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	33,499	33,402	32,594
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	61,927	63,192	62,239
지배주주지분	12,567	13,112	14,708	16,321	18,225
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	9,956	11,564	13,463
비지배주주지분	27,511	29,214	33,094	37,022	41,572
자본총계	40,077	42,327	47,802	53,343	59,797

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,589	9,111	10,925	13,371	15,322
당기순이익	5,549	2,822	5,673	5,755	6,667
유형자산감가상각비	1,713	4,052	4,057	4,108	4,213
무형자산상각비	487	1,161	1,385	1,544	1,499
자산부채변동	1,504	130	(2,104)	(206)	356
기타	(4,664)	946	1,914	2,170	2,587
투자활동현금흐름	4,330	(7,381)	(6,064)	(9,013)	(6,347)
유형자산투자	(2,238)	(4,935)	(4,737)	(5,601)	(5,631)
유형자산매각	185	167	167	167	167
투자자산순증	(1,809)	(1,102)	763	405	959
무형자산순증	(210)	(878)	(2,444)	(3,020)	(1,079)
기타	8,402	(633)	187	(964)	(763)
재무활동현금흐름	(2,225)	(1,622)	(2,834)	(5,342)	(5,268)
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	(3,877)	(3,924)	(4,539)
기타현금흐름	56	(16)	0	0	0
현금의증가	6,749	92	2,027	(984)	3,707

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

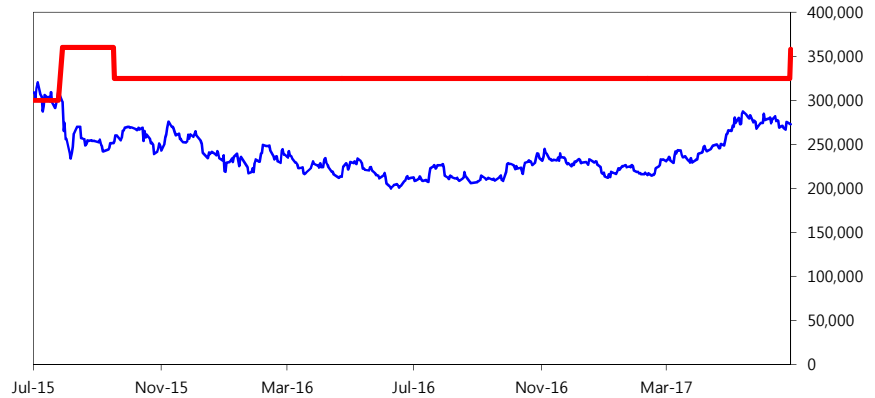
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	39,300	83,617	91,143	101,625	98,645
매출원가	35,383	73,770	79,174	87,397	83,986
매출총이익	3,917	9,848	11,969	14,228	14,659
판매관리비	2,510	4,550	5,761	7,382	7,166
영업이익	1,407	5,298	6,208	6,846	7,493
금융수익	1,741	2,562	4,563	4,575	4,613
이자수익	80	202	231	242	278
금융비용	2,010	3,379	5,414	5,399	5,380
이자비용	354	799	711	712	693
기타영업외손익	4,486	(825)	247	307	367
관계기업관련손익	665	719	1,995	1,799	1,951
세전계속사업이익	6,288	4,376	7,599	7,708	8,930
법인세비용	582	1,354	1,926	1,953	2,263
연결당기순이익	5,549	2,822	5,673	5,755	6,667
지배주주지분순이익	5,346	766	1,811	1,842	2,000
기타포괄이익	(96)	45	26	14	16
총포괄이익	5,453	2,867	5,699	5,769	6,683
지배주주지분포괄이익	5,363	766	1,819	1,841	2,133
EBITDA	3,607	10,511	11,649	12,497	13,092

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	107,921	13,676	32,227	32,776	35,598
BPS	189,929	197,625	220,121	242,858	269,709
DPS	3,400	3,700	4,000	4,100	4,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1,520.0	112.8	9.0	11.5	(2.9)
영업이익증가율	418.1	276.6	17.2	10.3	7.8
순이익증가율	4,099.7	(85.7)	136.5	1.7	8.6
EPS증가율	3,633.0	(87.3)	135.6	1.7	8.6
EBITDA증가율	997.3	191.4	10.8	7.3	4.8
수익성(%)					
영업이익률	3.6	6.3	6.8	6.7	7.5
순이익률	13.6	0.9	2.0	1.8	2.0
EBITDA Margin	9.2	12.6	12.8	12.3	13.3
ROA	10.9	2.8	5.3	5.1	5.6
ROE	70.6	6.0	13.0	11.9	11.6
배당수익률	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
배당성향	3.6	27.3	12.3	12.4	11.4
안정성					
순차입금(십억원)	21,485	19,694	18,821	18,086	13,041
차입금/자본총계비율(%)	79.8	74.9	68.0	58.7	51.5
Valuation(X)					
PER	2.2	16.8	8.5	8.3	7.7
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.0	6.1	6.0	5.9	5.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK(034730)	2015.08.17	매수	360,000 원
	2015.10.06	매수	325,000 원
	2017.07.18	매수	358,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 18일 현재 SK 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	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.