

2012. 11. 30

Analysts

이상원 02) 3777-8097
sangwon.lee@kbsec.co.kr강선아 02) 3777-8182
sakang@kbsec.co.kr

SK (003600)

Earnings Review

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **210,000 (원)**

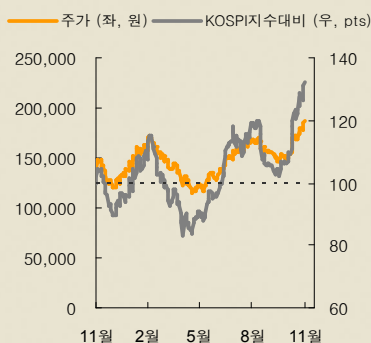
Upside / Downside (%)	16.0
현재가 (11/29, 원)	181,000
Consensus target price (원)	210,000
Difference from consensus (%)	0.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	111,218	119,683	122,834	128,213
영업이익 (십억원)	8,346	6,455	7,008	7,217
순이익 (십억원)	5,103	3,866	5,056	5,090
EPS (원)	16,482	33,075	35,409	35,651
증감률 (%)	17.5	100.7	7.1	0.7
PER (X)	7.3	5.5	5.1	5.1
EV/EBITDA (X)	1.7	2.0	1.9	1.7
PBR (X)	3.7	0.7	0.6	0.4
ROE (%)	61.8	26.8	24.0	20.6

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.9	7.1	46.0	32.1
KOSPI대비 상대수익률	19.6	6.8	41.4	27.9



Trading Data

시가총액 (십억원)	8,500
유통주식수 (백만주)	26
Free Float (%)	55.8
52주 최고/최저 (원)	186,500 / 115,000
거래대금 (3M, 십억원)	31
외국인 소유지분율 (%)	32.0
주요주주 지분율 (%)	SK C&C(주)외 4인 31.9

자료: Fnguide, KB투자증권

3Q12 Review: 예상치 상회한 SK E&S 실적

SK의 hidden value인 SK E&S의 발전부문 3Q실적은 9월이 비성수기임에도 불구하고 7,8월로 인해 1) 2Q 175원/KWh 수준의 높은 판매단가 유지와, 2) 가동률 역시 65.0% (2Q 68.9%)를 기록하며 견조함을 나타냈다. 4Q도 SK E&S 모멘텀은 유효할 것으로 판단되는데, 1) 최근 언론에서 원전의 '위조부품' 사용을 보도하면서 원전에 대한 위험성과 추가적인 가동중단을 우려하고 있으며, 2) 11월 현재까지 전년대비 기온하락에 따른 전력사용 증가와 영광 3,5,6호기 원전 가동중단으로 인해 1Q수준의 가동률 (1Q 87.9%)을 기대하고, 3) 현재 SK E&S의 적정가치를 5.8조원 (현 SK시총의 63.0%)로 측정하고 있지만, 향후 SK E&S의 실적상향 검토 및 94.1%소유의 비상장자회사임을 감안하면 SK 순자산 (NAV) 증가에 긍정적인 기여를 기대하기 때문이다.

3Q 영업이익 전분기 대비 상승

3Q IFRS 연결기준 매출액은 29조 7,605억원 (-2.3% QoQ, +8.8% YoY)으로 전분기대비 하락했으나 영업이익은 1조 3,891억원 (+108.4% QoQ, -62.2% YoY)으로 전분기대비 크게 상승했다. 영업이익률은 전분기대비 2.5%p 상승한 4.7%를 기록했는데, 이는 주력자회사인 SK이노베이션의 2Q대비 기저효과 때문이다. IFRS 연결기준으로 SK의 영업이익에서 SK이노베이션, SK텔레콤, SK E&S는 각각 38.5%, 27.7%, 12.8%의 비중을 차지하고 있다.

예상치 상회한 SK E&S 실적

SK의 hidden value인 SK E&S의 발전부문 3Q실적은 매출액 2,780억원 (2Q 2,740억원), 영업이익 1,710억원 (2Q 1,830억원)을 기록했다. 9월이 비성수기임에도 불구하고 7,8월 성수기로 인해 1) 2Q 175원/KWh 수준의 판매단가 유지와, 2) 가동률 역시 65.0% (2Q 68.9%)를 나타냈기 때문이다. 다만 원가면에서 LNG 직수입 물량비중 감소와 원화절상으로 인해 2Q 대비 17.6% 상승하며, 영업이익률은 2Q 66.8%에서 63.1%로 감소했다.

SK E&S 모멘텀 4Q에도 여전히 유효

최근 언론에서는 원전의 위조부품 사용을 보도하면서, 원전에 대한 위험성과 추가적인 가동중단을 우려하고 있다. SK E&S의 4Q실적은 11월 전년대비 기온하락에 따른 전력사용 증가와 영광 3,5,6호기 가동중단으로 인해 1Q수준의 가동률 (1Q 87.9%)을 기대한다. 현재 SK E&S의 적정가치를 5.8조원 (현 SK시총의 63.0%)으로 측정하고 있는데, 향후 2013년 실적상향 검토 및 94.1%소유의 비상장자회사임을 감안하면 SK 순자산 (NAV) 증가에 긍정적인 기여를 할 것으로 판단된다.

표 1. 3Q12 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)	3Q12P	3Q11	증감률 (YoY %)	2Q12	증감률 (QoQ %)	컨센서스	증감률 (%)
매출액	29,761	27,349	8.8	30,472	(2.3)	29,632	0.4
영업이익	1,389	3,674	(62.2)	667	108.4	1,752	(20.7)
순이익	713	2,226	(68.0)	29	2,353.2	1,075	(33.6)
영업이익률 (%)	4.7	13.4	(8.8)	2.2	2.5	5.9	(1.2)
순이익률 (%)	2.4	8.1	(5.7)	0.1	2.3	3.6	(1.2)

자료: SK, Fnguide, KB투자증권

Appendices: 동종업체 비교

표 2. 동종업체 valuation 비교

	LG	SK	CJ	두산	한화	평균
현재 주가 (11/29, 원)	64,800	181,000	104,000	127,500	31,500	
시가총액 (십억원)	11,182	8,500	3,016	2,659	2,361	
절대수익률 (%)						
1M	4.3	24.7	(2.4)	0.0	(0.8)	5.2
3M	5.0	11.7	24.7	(7.4)	(1.3)	6.5
12M	20.2	52.9	31.2	(4.2)	10.3	22.1
1Y	13.0	41.4	28.9	(7.5)	(10.0)	13.2
초과수익률 (%)						
1M	4.2	24.6	(2.5)	(0.1)	(0.9)	5.0
3M	4.4	11.0	24.0	(8.1)	(1.9)	5.9
12M	12.0	44.6	22.9	(12.5)	2.1	13.8
1Y	(8.0)	20.5	7.9	(28.4)	(30.9)	(7.8)
PER (X)						
2011	10.6	3.0	5.9	9.2	17.1	9.2
2012C	9.5	6.2	12.2	11.9	6.3	9.2
2013C	7.8	5.1	8.9	8.7	5.5	7.2
PBR (X)						
2011	1.0	0.5	0.7	1.1	0.5	0.8
2012C	1.0	0.8	1.0	1.0	0.5	0.8
2013C	0.9	0.6	0.9	0.9	0.4	0.7
ROE (%)						
2011	10.1	16.9	0.9	9.1	2.9	8.0
2012C	10.8	11.7	9.0	8.5	7.6	9.5
2013C	11.9	12.3	10.5	10.4	8.1	10.7
매출액성장률 (%)						
2011	6.1	22.8	14.3	7.5	(15.8)	7.0
2012C	3.0	8.9	28.2	4.9	1.4	9.3
2013C	10.5	0.9	9.7	10.5	7.5	7.8
영업이익성장률 (%)						
2011	(30.0)	6.9	0.2	(54.8)	(44.9)	(24.5)
2012C	12.1	(8.2)	27.8	4.0	23.4	11.8
2013C	22.0	20.6	18.1	28.9	7.0	19.3
순이익성장률 (%)						
2011	(32.6)	80.9	59.4	(60.3)	(88.3)	(8.2)
2012C	16.9	(20.7)	(16.3)	(10.8)	171.9	28.2
2013C	21.2	20.8	37.1	39.5	14.3	26.6
영업이익률 (%)						
2011	13.4	5.9	6.7	10.1	2.5	7.7
2012C	14.6	4.9	6.7	10.0	3.0	7.9
2013C	16.1	5.9	7.2	11.7	3.0	8.8
순이익률 (%)						
2011	10.2	1.5	2.8	7.6	1.1	4.6
2012C	11.6	1.1	1.8	6.4	3.0	4.8
2013C	12.7	1.3	2.3	8.1	3.1	5.5

자료: Bloomberg, 전일 종가 기준

손익계산서

(십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	90,660	111,218	119,683	122,834	128,213
증감률 (YoY %)	10.3	22.7	7.6	2.6	4.4
매출원가	80,404	99,464	108,375	109,852	114,663
판매 및 일반관리비	5,024	5,238	5,597	5,763	5,997
기타	0	(1,831)	(745)	211	335
영업이익	5,232	8,346	6,455	7,008	7,217
증감률 (YoY %)	40.3	59.5	(22.7)	8.6	3.0
EBITDA	9,232	11,857	10,230	11,150	11,596
증감률 (YoY %)	16.6	28.4	(13.7)	9.0	4.0
이자수익	465	436	461	532	558
이자비용	1,373	1,254	1,375	1,389	1,389
지분법손익	(12)	48	59	15	15
기타	(575)	(142)	(30)	(102)	(103)
세전계속사업손익	3,761	7,339	5,453	6,034	6,268
증감률 (YoY %)	68.4	95.1	(25.7)	10.7	3.9
법인세비용	1,133	2,140	1,676	1,760	1,828
당기순이익	2,716	5,103	3,866	5,056	5,090
증감률 (YoY %)	70.8	87.9	(24.2)	30.8	0.7
순손익의 귀속					
자배주주	659	774	1,554	1,664	1,675
비자배주주	2,057	3,430	2,482	3,392	3,415
이익률 (%)					
영업이익률	5.8	7.5	5.4	5.7	5.6
EBITDA마진	10.2	10.7	8.5	9.1	9.0
세전이익률	4.1	6.6	4.6	4.9	4.9
순이익률	3.0	4.6	3.2	4.1	4.0

현금흐름표

(십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	4,878	9,644	6,717	8,768	9,476
당기순이익	2,716	5,103	3,866	5,056	5,090
자산상각비	4,000	3,510	3,775	4,142	4,379
기타비현금성손익	836	1,897	1,836	109	114
운전자본증감	(2,678)	1,367	(1,408)	(538)	(107)
매출채권감소 (증가)	(1,287)	(618)	(813)	(821)	(190)
재고자산감소 (증가)	(1,091)	(2,157)	(431)	(518)	(120)
매입채무증가 (감소)	7	4,976	(255)	778	180
기타	(305)	(834)	91	23	23
투자현금	(5,263)	(5,685)	(8,670)	(7,302)	(7,602)
단기투자자산감소 (증가)	383	0	(100)	(205)	(214)
장기투자증권감소 (증가)	387	(219)	194	(397)	(414)
설비투자	(4,223)	(5,564)	(5,495)	(6,145)	(6,414)
유무형자산감소 (증가)	486	(633)	(342)	(392)	(392)
재무현금	1,243	(1,420)	8,641	(2,618)	(93)
차입금증가 (감소)	1,997	(964)	3,415	0	0
자본증가 (감소)	(80)	(80)	5,706	(2,618)	(93)
배당금지급	80	80	78	93	93
현금 증감	446	2,633	6,682	(1,152)	1,781
총현금흐름 (Gross CF)	7,552	10,511	9,477	9,306	9,582
(-) 운전자본증가 (감소)	879	(926)	1,215	538	107
(-) 설비투자	4,223	5,564	5,495	6,145	6,414
(+) 자산매각	486	(633)	(342)	(392)	(392)
Free Cash Flow	2,937	5,240	2,426	2,231	2,669
(-) 기타투자	(387)	219	(194)	397	414
잉여현금	3,324	5,021	2,620	1,834	2,255

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

(십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
자산총계	76,954	92,414	105,396	108,811	114,194
유동자산	34,027	41,759	49,781	50,227	52,585
현금성자산	10,889	14,336	21,108	20,161	22,155
매출채권	13,449	15,146	15,943	16,764	16,953
재고자산	7,267	9,656	10,057	10,575	10,695
기타	2,423	2,621	2,673	2,727	2,781
비유동자산	42,927	50,655	55,615	58,584	61,610
투자자산	10,615	10,418	14,144	14,718	15,316
유형자산	26,513	31,013	33,020	35,784	38,548
무형자산	5,799	7,458	8,452	8,083	7,746
부채총계	49,914	58,391	62,440	63,418	63,804
유동부채	29,717	35,607	36,782	37,637	37,894
매입채무	10,098	15,147	15,106	15,884	16,064
유동성이자부채	12,195	12,874	14,014	14,014	14,014
기타	7,425	7,586	7,662	7,739	7,816
비유동부채	20,197	22,785	25,658	25,782	25,910
비유동이자부채	16,170	16,396	19,117	19,117	19,117
기타	4,027	6,389	6,541	6,664	6,793
자본총계	27,040	30,151	42,956	45,393	50,390
자본금	239	239	239	239	239
자본잉여금	6,174	6,134	6,134	6,134	6,134
이익잉여금	1,688	4,951	8,061	13,024	18,021
자본조정	(570)	(573)	5,384	2,858	2,858
지배주주지분	7,531	8,995	19,818	22,255	27,252
순차입금	17,476	14,934	12,024	12,970	10,976
이자지급성부채	28,365	29,270	33,131	33,131	33,131

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.9	7.3	5.5	5.1	5.1
PBR	3.8	3.7	0.7	0.6	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/ EBITDA	2.6	1.7	2.0	1.9	1.7
배당수익률	1.4	1.6	1.1	1.1	1.1
EPS	14,029	16,482	33,075	35,409	35,651
BPS	36,882	32,729	242,022	301,779	415,369
SPS	1,909,758	2,342,819	2,521,139	2,587,513	2,700,829
DPS	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
수익성지표 (%)					
ROA	3.6	6.0	3.9	4.7	4.6
ROE	37.1	61.8	26.8	24.0	20.6
ROIC	9.4	14.9	10.5	10.7	10.4
안정성지표 (% , X)					
부채비율	184.6	193.7	145.4	139.7	126.6
순차입비율	64.6	49.5	28.0	28.6	21.8
유동비율	114.5	117.3	135.3	133.5	138.8
이자보상배율	5.8	10.2	7.1	8.2	8.7
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	6.9	7.8	7.7	7.5	7.6
재고자산회전율	13.3	13.1	12.1	11.9	12.1
자산/자본구조 (%)					
투하자본	64.3	62.0	56.0	57.8	57.3
차입금	51.2	49.3	43.5	42.2	39.7

주: EPS는 원전회석 EPS

Compliance Notice

2012년 11월 30일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 SK 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	SK 주가 및 KB투자증권 목표주가
SK	2011/04/25	BUY	213,000		
	2011/05/06	BUY	275,000		
	2011/05/09	BUY	275,000		
	2011/05/23	BUY	275,000		
	2011/06/06	BUY	275,000		
	2011/06/20	BUY	275,000		
	2011/07/04	BUY	275,000		
	2011/10/04	BUY	275,000		
	2011/10/11	BUY	210,000		
	2011/11/08	BUY	210,000		
	2011/11/29	BUY	210,000		
	2012/04/12	BUY	210,000		
	2012/04/18	BUY	210,000		
	2012/05/07	BUY	210,000		
	2012/05/21	BUY	210,000		
	2012/08/31	BUY	210,000		
	2012/09/06	BUY	210,000		
	2012/11/06	BUY	210,000		
	2012/11/12	BUY	210,000		
	2012/11/30	BUY	210,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.