

2013. 01. 21

Analysts

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

기업 코멘트

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

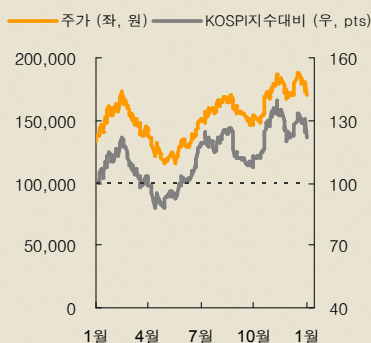
Upside / Downside (%)	23.5
현재가 (1/18, 원)	170,000
Consensus target price (원)	230,000
Difference from consensus (%)	(8.7)

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	5.1	4.8	4.8
EV/EBITDA (X)	1.7	2.0	1.9	1.6
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	0.3	10.7	13.7	29.8
KOSPI대비 상대수익률	0.6	9.3	3.0	24.7



Trading Data

시가총액 (십억원)	7,984
유통주식수 (백만주)	26
Free Float (%)	55.8
52주 최고/최저 (원)	188,500 / 115,000
거래대금 (3M, 십억원)	33
외국인 소유지분율 (%)	31.9
주요주주 지분율 (%)	SK C&C(주)외 4인 31.9

자료: Fnguide, KB투자증권

SK (003600)

최악의 시나리오를 가정해도, 과도한 주가하락

지난 금요일 SK주가는 SMP상한선 도입우려로 인해 6% 급락했다. 개정안 내용을 최악의 시나리오로 가정하여, SMP 가격을 2011년의 수준으로 제한한다고 분석하면, SK E&S 발전부문의 실적 하향조정으로 인해 SK E&S의 가치는 5.4조원에서 4.5조원으로 8,370억원 하락하게 된다. 이는 SK의 전체 NAV 15.8조원에서 5.3% 차지하는 비중임을 감안하면, 지난 금요일 6% 주가하락은 과도하다는 판단이다. 또한 중장기적으로 SK E&S의 성장모멘텀은 올해 오성 발전소를 시작으로 내년 장흥, 문산 발전소 증설 등으로 인해 지속될 것으로 전망한다.

Fact: 한전의 개정안 다시 논란

지난 17일 언론에 따르면, 한전은 전력구매 가격기준인 계통한계가격 (SMP)에 상한선을 두는 내용을 담은 전력시장 운영규칙 개정안을 오는 28일 전력거래소 주최로 열리는 규칙개정 실무협의회에 제출한다고 밝혔다. 이는 작년에 논의되었던 개정안으로써, 주요대상은 SK E&S를 비롯한 민간 발전사들이다. 이로 인해 SK는 향후 민자발전소의 규제강화에 따른 실적우려로 지난 금요일 (18일) -6.1% 주가수익률을 기록했다.

개정안 통과 가능성: 희박하거나 최소한의 규제만 이뤄질 듯

KB투자증권은 한전의 제안서가 도입될 가능성은 적으며, 되더라도 최소한의 규제만 이뤄진다는 전망이다. 이유는 ① 현재 LNG복합화력 민간발전소가 전체 발전용량의 12~15%임을 감안하면 정부가 한전의 입장만을 고려할 수 없으며, ② 곧 발표될 제6차 전력수급기본계획 (2012~2026년)에서 주된 내용이 민자발전의 참여인데, 정부 정책의 일관성 논란이 발생할 것, ③ 2014년부터는 원전, 석탄의 신규 발전소로 인해 전력수급의 균형을 이뤄지기 때문이다.

SK에 미치는 영향: 최악의 시나리오를 가정해도 NAV의 5.3% 감소

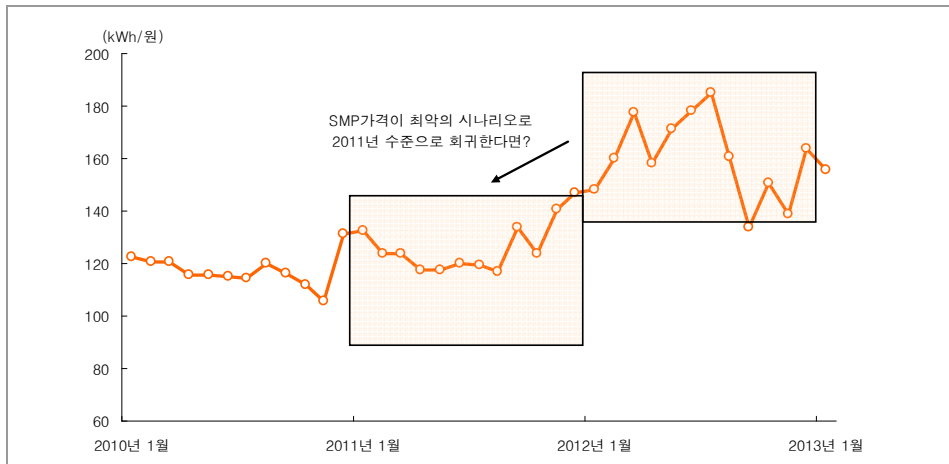
작년 전력부족 현상이 지속되고 원전의 잦은 고장으로 단가가 높은 LNG, 중유 발전기가 SMP를 결정짓는 경우가 많았다. 이로 인해 SMP가격은 2011년 117원/kWh에서 작년 161원/kWh까지 상승했다. 따라서 규제의 강도를 최대 고려하여, SMP가격을 2011년 수준으로 제한한다고 가정하면, SK E&S 발전부문의 실적하향조정으로 인해 SK E&S의 가치는 5.4조원에서 4.5조원으로 8,370억원 하락하게 된다. 이는 SK NAV 15.8조원에서 5.3%차지하는 비중이다.

향후 투자전략: 지나친 주가하락, 중장기적으로 SK E&S의 성장모멘텀은 유효

지난 금요일 SK주가는 SMP상한선 도입우려로 인해 6.1% 하락했다. 그러나 상기 언급한 최악의 시나리오를 가정해도 이는 과도한 하락이라는 판단이다. 또한 중장기적으로 SK E&S는 오성 (800MW)을 비롯하여, 장흥, 문산 발전소 증설로 인해 LNG복합화력의 최대 발전규모가 되며 전체 전력발전시장에서 2.2%비중 (현재 전체발전설비용량 82GW기준에서 오성발전소만 포함)을 차지할 예정이다. 이는 민간발전사 중 가장 큰 비중이며, 따라서 SK E&S의 성장모멘텀은 지속될 것이라는 판단이다.

SMP 가격은
2011년 117원/kWh 에서
작년 161원/kWh 까지 상승

그림 1. 계통한계가격 (SMP) 추이



자료: 전력통계정보시스템, KB투자증권 정리

SK E&S 발전부문의 실적하향
조정으로 SK E&S의 가치는
5.4조원에서 4.5조원으로
8,370억원 하락
이는 SK NAV 15.8조원에서 5.3%
차지하는 비중

표 1. SK E&S의 Fair- Valuation

A) 도시가스 부분 (단위: 주, %, 십억원)

	수량	지분율	시가총액	지분가치	장부가액
코원에너지서비스 (상장)	7,605,468	78.5	351	279	354
부산도시가스 (상장)	4,400,005	40.0	218	87	131
충청에너지서비스 (비상장)	1,000,000	100.0			67
영남에너지서비스 (비상장)	1,651,149	100.0			145
전남도시가스 (비상장)	1,222,734	100.0			40
강원도시가스 (비상장)	400,000	100.0			34
전북에너지서비스 (비상장)	779,332	100.0			59
China Gas Holdings Ltd. (홍콩상장)	193,849,000	4.4			94
기타					180
소계					1,105

적정가치

50% 할인

552

B) 발전 부분

	금액	적정배수	
2012~2013년 순이익 평균	472	8.5X	4,013
SK E&S의 NAV 가치 (A+B)			4,565
기존 추정가치			5,402
감소한 가치			837
SK NAV			15,826
비중			5.3%

자료: SK E&S, KB투자증권 추정,

주: 2011년 GS에너지가 GS칼텍스로부터 GS파워인수 당시 밸류에이션 (11.4X)에서 25%할인

거래 회사별 설비용량을 살펴보면
SK의 경우 현재 1.2%에 해당
설비 증설 이후 비중은
2.2%로 증가할 것

표 2. 거래회사별 설비용량 및 비중

(단위: 대, MW) 발전회사	거래회사별 현재현황			오성 발전소 증설이후 현황	
	발전설비수	설비용량	비중	설비용량	비중
수력원자력	79	26,035	31.6%	26,035	31.3%
남동발전	51	8,199	10.0%	8,199	9.9%
중부발전	54	8,402	10.2%	8,402	10.1%
서부발전	46	8,409	10.2%	8,409	10.1%
남부발전	82	9,240	11.2%	9,240	11.1%
동부발전	45	8,817	10.7%	8,817	10.6%
수자원공사	117	1,331	1.6%	1,331	1.6%
포스코에너지	29	3,220	3.9%	3,220	3.9%
GS 파워	10	905	1.1%	905	1.1%
GS EPS	7	1,036	1.3%	1,036	1.2%
엠펙씨	11	1,002	1.2%	1,002	1.2%
SK E&S	6	989	1.2%	1,789	2.2%
한전	210	194	0.2%	194	0.2%
지역난방공사	17	1,486	1.8%	1,486	1.8%
기타	3,674	3,030	3.7%	3,030	3.6%
합계	4,438	82,296	100%	83,096	100%

자료: 전력통계정보시스템, KB투자증권

SK (003600 / BUY)

표 3. 적정순자산 (NAV)가치

NAV구성	기업명	지분율 (%)	평가액 (십억원)	비중 (%)
상장자회사	SK이노베이션	33.0	5,065	32.0
	SK텔레콤	25.2	3,340	21.1
	SK네트웍스	39.1	803	5.1
	SKC	42.5	599	3.8
비상장자회사	SK건설	40.0	298	1.9
	SK E&S	94.1	5,139	32.5
	SK해운	83.1	608	3.8
	기타		370	2.3
무형자산	DCF (WACC		1,544	9.8
유형자산	역삼동 사옥, 연구소 등			89
자사주			13.8	1,102
순차입금/순현금			3,132	19.8
전체합(NAV)			15,826	100.0
현재시총	7,984	NAV대비할인율		49.6

그림 2. NAV 비중 현황



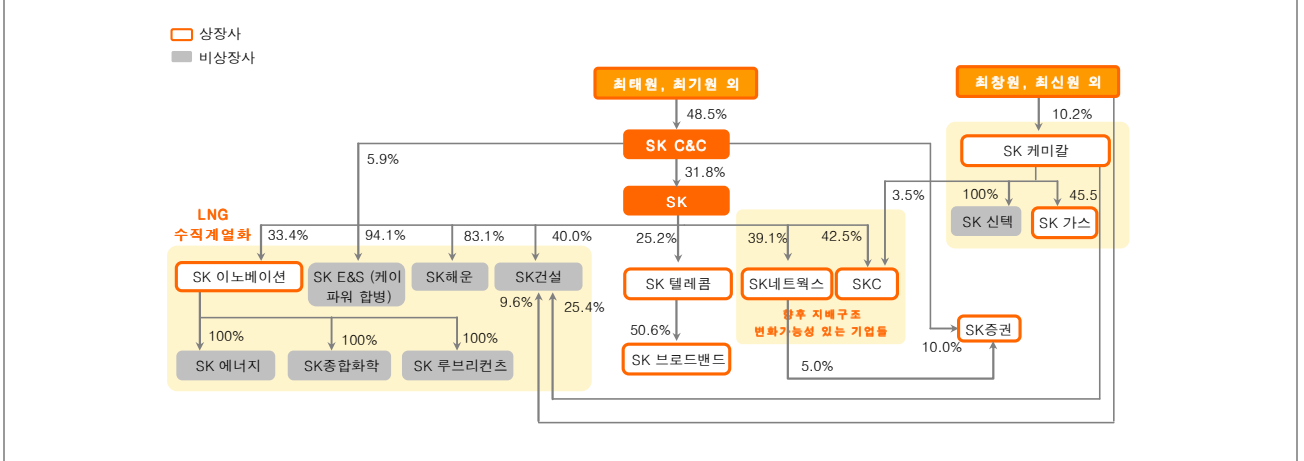
표 4. 기업개요

기업소개			
SK는 순수지주회사로써, 주력회사로 SK이노베이션과 SK텔레콤이 있음			
지주회사 주요수입	2010	2011	2012E
배당금 수익	379	578	725
상표권사용수익	133	143	156
임대수익	33	32	32
주요 핵심 비상장자회사	2010	2011	2012E
SK E&S 매출액	3,664	4,492	5,450
영업이익	136	317	604
순이익	100	176	447
SK 건설 매출액	5,087	7,080	7,789
영업이익	238	127	232
순이익	43	81	89
SK 해운 매출액	2,409	2,445	2,689
영업이익	(20)	67	75
순이익	(85)	12	13

표 5. 시나리오별 NAV대비 할인율

상장 자회사	비상장 자회사	기타 자산가치	순차입금	NAV대비할인율
시나리오1 (십억원)				
시가총액	적정가치부여	유/무형/기타자산가치	순차입금	(%)
9,807	6,415	2,735	3,132	49.6
시나리오2				
시가총액	비상장 장부가	유/무형/기타자산가치	순차입금	
9,807	2,489	2,735	3,132	32.9
시나리오3				
시가총액	비상장 장부가	고려안함	순차입금	
9,807	2,489		3,132	12.9
시나리오4				
장부가	비상장 장부가	유/무형/기타자산가치	순차입금	
8,456	2,489	2,735	3,132	23.7

그림 3. 지배구조

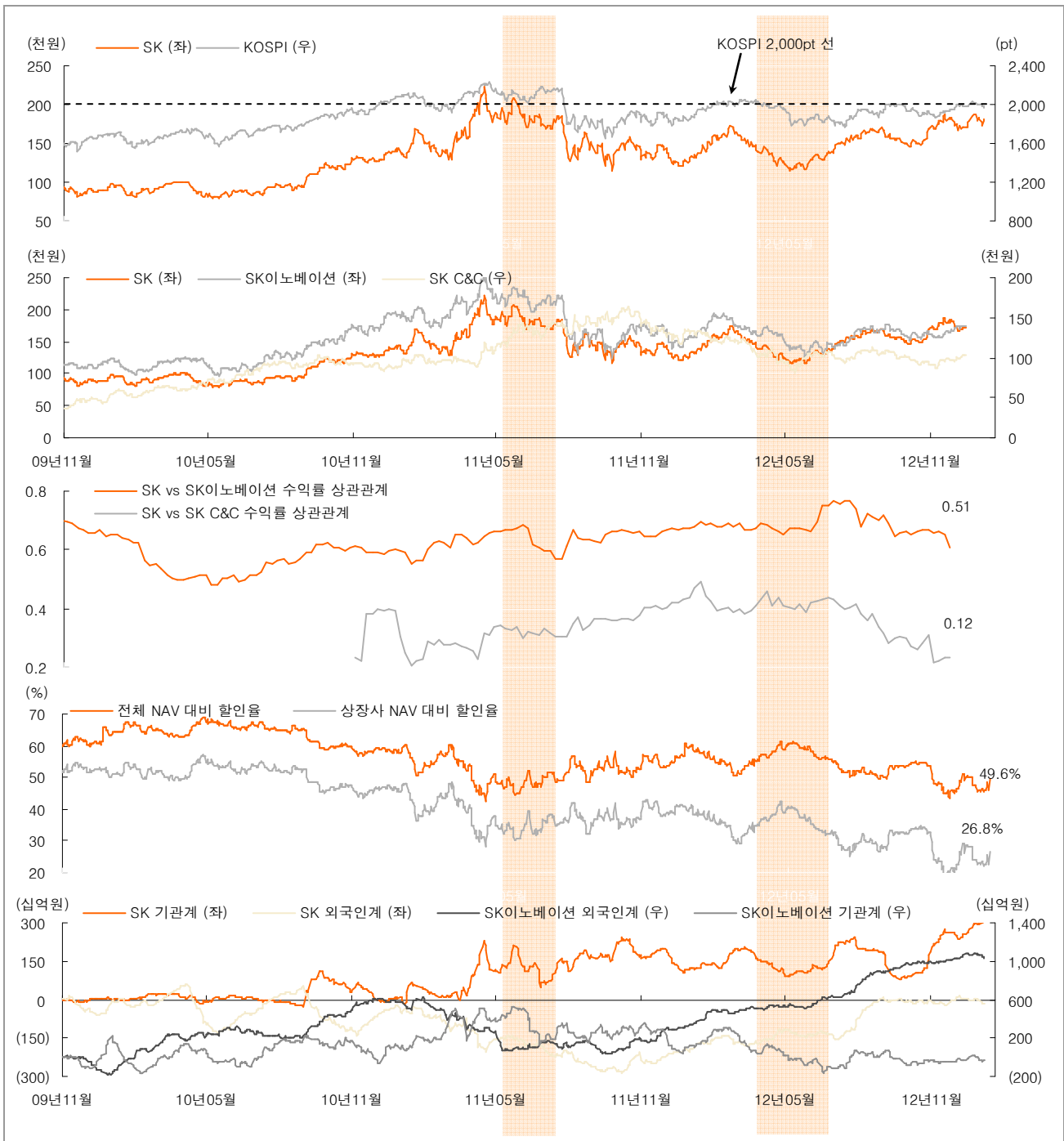


자료: SK, KB투자증권, Enguide 주: 2012년 11월 05일 종가기준, 단위:십억원, SK비상장 자회사는 IFRS 연결기준

SK 투자전략

① KOSPI vs SK: 하락 ② SK그룹 주가수익률: 대부분 상승세, SK 하락 ③ 자회사와 상관관계: SK이노베이션과 0.51 기록, ④ NAV대비 할인율: 49.6%, ⑤ 수급: SK기관 매도

그림 4 SK 투자전략



자료: Fnguide, KB투자증권, 주: SK와 자회사간 상관관계는 1년 rolling, 기간설정 SKC&C상장일 이후로 하였음

Appendices: 동종업체 비교

표 6. 동종업체 valuation 비교

	LG	SK	CJ	두산	한화	평균
현재 주가 (1/18, 원)	64,900	170,000	131,500	129,000	37,000	
시가총액 (십억원)	11,199	7,984	3,815	2,691	4,287	
절대수익률 (%)						
1M	1.2	0.3	12.4	2.8	(1.7)	3.0
3M	2.0	10.7	24.1	(2.4)	(10.4)	4.8
12M	18.0	13.7	75.1	1.5	10.8	23.8
1Y	(3.7)	29.8	70.8	(14.8)	(7.8)	14.8
초과수익률 (%)						
1M	(1.6)	(2.6)	9.5	(0.1)	(4.6)	0.1
3M	(0.5)	8.2	21.5	(5.0)	(13.0)	2.2
12M	8.5	4.2	65.6	(8.0)	1.3	14.3
1Y	(19.9)	13.6	54.6	(31.0)	(24.0)	(1.4)
PER (X)						
2011	10.6	3.0	5.9	9.4	12.7	8.3
2012C	9.6	6.4	14.1	12.3	5.5	9.6
2013C	7.8	5.1	11.2	9.1	13.1	9.3
PBR (X)						
2011	1.0	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
2012C	1.0	0.8	1.2	1.0	0.7	0.9
2013C	0.9	0.7	1.1	0.9	0.7	0.8
ROE (%)						
2011	9.6	16.9	11.9	9.1	6.1	10.7
2012C	10.7	11.7	9.4	8.3	13.5	10.7
2013C	11.9	13.1	10.3	10.1	5.2	10.1
매출액성장률 (%)						
2011	6.1	22.8	14.3	7.5	(11.4)	7.9
2012C	2.8	9.0	29.1	4.1	15.4	12.1
2013C	10.0	1.3	9.6	10.2	(13.9)	3.4
영업이익성장률 (%)						
2011	(30.0)	6.9	0.2	(54.8)	(70.3)	(29.6)
2012C	12.0	(15.7)	26.3	0.7	185.7	41.8
2013C	22.9	23.8	15.7	28.9	(60.5)	6.2
순이익성장률 (%)						
2011	(36.0)	80.9	59.4	(60.3)	(68.8)	(4.9)
2012C	21.3	(29.0)	(25.0)	(12.6)	120.5	15.0
2013C	22.4	25.6	26.7	38.7	(60.4)	10.6
영업이익률 (%)						
2011	13.4	5.9	6.7	10.1	12.4	9.7
2012C	14.6	4.5	6.6	9.8	30.7	13.2
2013C	16.3	5.5	6.9	11.5	14.1	10.9
순이익률 (%)						
2011	9.7	1.5	2.8	7.6	12.1	6.7
2012C	11.5	1.0	1.6	6.3	23.1	8.7
2013C	12.8	1.2	1.9	8.0	10.6	6.9

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	5.1	4.8	4.8
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	1.6
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 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 1월 21일 현재 당사는 상회사와 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	2011/04/22	BUY	213,000		
	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		
	2012/11/28	BUY	210,000		
	2013/01/21	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)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.