

## 지주회사

Company Report  
2013. 4. 23

| (Maintain)        | 매수      |
|-------------------|---------|
| 목표주가 (원, 12M)     | 235,000 |
| 현재주가(11/04/22, 원) | 148,500 |
| 상승여력              | 58%     |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(13F, 십억원)           | 6,072    |
| Consensus 영업이익(13F, 십억원) | 6,562    |
| EPS 성장률(13F, %)          | 26.1     |
| MKT EPS 성장률(13F, %)      | 20.0     |
| P/E(13F, x)              | 5.3      |
| MKT P/E(13F, x)          | 9.2      |
| KOSPI                    | 1,926.31 |
| 시가총액(십억원)                | 6,974    |
| 발행주식수(백만주)               | 47       |
| 유동주식비율(%)                | 54.3     |
| 외국인 보유비중(%)              | 31.3     |
| 배당수익률(11F, %)            | 0.83     |
| 52주 최저가(원)               | 113,000  |
| 52주 최고가(원)               | 190,000  |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -8.1 | -2.3 | 9.2  |
| 상대주가     | -6.9 | -1.5 | 11.6 |



## 지주회사

정대로  
02-768-4160  
daero.jeong@dwsec.com

## SK (003600)

## SK E&amp;S 가치의 재조명

## 2012년 전력난, 상황이 다르지 않은 2013년

2012년 민자발전사들의 실적이 크게 개선된 주요 원인은 효율이 낮은 발전기의 가동으로 LNG가격 상승을 상회하는 전력 계통한계가격(SMP)의 증가가 이루어졌기 때문이다. 그 결과 2010년 평균 117.5원/kWh였던 SMP는 2012년 평균 160.7원/kWh까지 상승했으며, 같은 LNG발전이라도 SK E&S는 인도네시아 탕구 가스전으로부터 장기 공급계약의 체결을 통해 LNG를 직도입함으로써 생산원가가 낮아 더 우수한 실적을 시현할 수 있었다.

2013년 역시 전력수요 증가와 함께 공급측면의 불확실성 확대 지속으로 2012년과 다르지 않은 상황이 예상된다. 따라서 기저발전기들의 예상치 않은 고장/정비 증가, 신규발전기 준공 지연 등의 발생 시 SK E&S는 타 민자발전사들 대비 원가경쟁력을 통해 양호한 가동률과 실적 시현이 가능할 것으로 판단된다. 발전사업은 가장 효율적인 발전소가 가동에 먼저 투입되는 사실을 상기할 필요가 있다. 또한 2분기부터 오성 복합화력발전소의 본격적인 가동으로 SK E&S의 매출 및 수익 창출규모는 증가추세를 유지할 것으로 판단된다.

## 1분기 실적 Preview: 주요 자회사의 실적은 대체로 양호, 컨센서스 부합 예상

동사의 IFRS 연결기준 1분기 매출액과 영업이익은 30조3,853억원(+4.9% QoQ, -1.1% YoY)과 1조4,889억원(+14.3% QoQ, +1.4% YoY)을 기록할 것으로 예상된다.

SK이노베이션이 정제 마진 및 PX 마진 강세로 정유/화학 부문 실적 개선에 힘입어 컨센서스에 부합하는 양호한 1분기 실적(영업이익 6,192억원)이 예상되며, SK텔레콤은 영업정지 기간에도 불구하고 예상치 못한 경쟁 심화로 분기연속 마케팅 비용이 급증(약 9,000억원, +19.4% QoQ)해 소폭 부진한 실적이 예상된다. SK E&S의 1분기 실적도 도시가스 부문의 실적에 힘입어 매출액 2조1,650억원(+6.7% YoY), 영업이익 2,871억원(-1.2% YoY)을 기록하는 양호한 실적이 예상된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 235,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 235,000원을 유지한다. 동사의 주가는 전고점 대비 약 20% 하락하였다. 3월 이후 유가 및 정제마진 급락으로 SK이노베이션의 2분기 실적 둔화가 예상됨에 따라 동사 주가가 SK이노베이션과 동일 수준으로 하락했기 때문이다. 그러나 SK이노베이션의 주가도 이미 P/B 0.9배 수준까지 하락하였고, 하반기 유가 반등시 실적 개선의 가능성도 높기 때문에 SK이노베이션에 따른 추가적 부담은 제한적이라 판단한다.

한편 2012년과 마찬가지로 2013년 하반기에도 국내 전력공급의 어려움이 여전히 지속되는 가운데 원가경쟁력과 신규 증설로 발전설비 용량까지 확보한 자회사 SK E&S 발전사업 부문의 영업가치가 재차 부각되면서 동사가 주목 받을 수 있다는 판단이다.

| 결산기 (12월)  | 12/10  | 12/11   | 12/12   | 12/13F  | 12/14F  | 12/15F  |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 (십억원)  | 90,533 | 110,574 | 119,678 | 122,408 | 129,822 | 135,738 |
| 영업이익 (십억원) | 5,647  | 6,421   | 4,597   | 6,072   | 6,665   | 7,064   |
| 영업이익률 (%)  | 6.2    | 5.8     | 3.8     | 5.0     | 5.1     | 5.2     |
| 순이익 (십억원)  | 925    | 1,673   | 1,049   | 1,322   | 1,461   | 1,586   |
| EPS (원)    | 19,484 | 35,244  | 22,095  | 27,858  | 30,782  | 33,400  |
| ROE (%)    | 11.5   | 17.0    | 9.5     | 11.2    | 11.4    | 11.3    |
| P/E (배)    | 7.2    | 3.4     | 8.1     | 5.3     | 4.8     | 4.5     |
| P/B (배)    | 3.4    | 2.3     | 2.6     | 1.6     | 1.2     | 1.0     |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: SK, KDB대우증권

## SK E&S 가치의 재조명

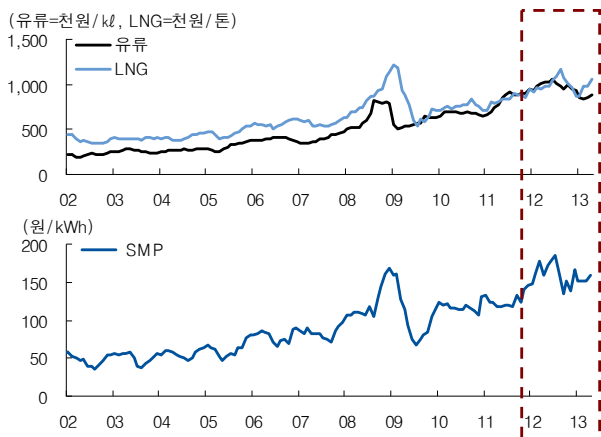
### 2012년 Review: 전력난 심화로 초과 수익 향유

2012년 민자발전사들의 실적이 크게 개선된 주요 원인은 **LNG가격 상승을 상회하는 전력 계통한계가격(SMP, System Marginal Price)의 증가**가 이루어졌기 때문이다. 현재 책정되는 SMP는 매 시간대마다 전력생산에 투입된 발전기 중 변동비가 가장 높은 것을 기준으로 결정된다. 대부분의 경우 LNG발전이 SMP를 결정(2012년 결정비중 87%)하고 있는데, LNG 가격이 상승하면 SMP도 동일한 수준으로 증가하는 경향으로 나타나게 된다.(그림 1)

그런데 2012년에는 이러한 LNG 가격상승으로 인한 SMP 증가 외에도, 전력수요가 지속적으로 증가하는 상황 아래 발전단가가 낮은 기저발전기(원자력, 석탄)들의 예상치 않은 고장/정비 증가(그림2)로 공급 예비력이 부족(그림 3)하게 되면서 민자발전기들은 물론 **효율이 낮은 발전기(노후 LNG발전기, 유류발전기 등)의 가동까지 늘어나(그림 4) 이들이 SMP 상승의 추가 요인으로 작용하였다.**

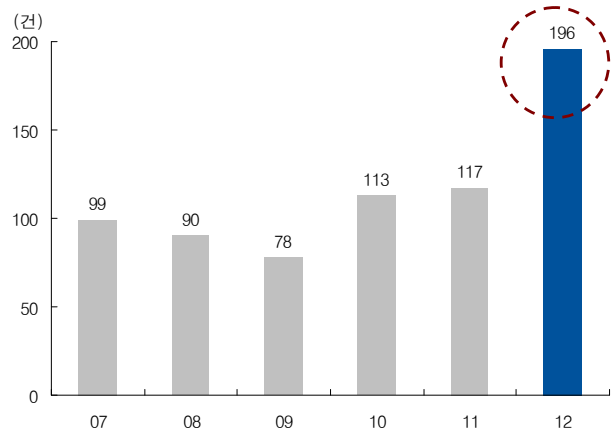
그 결과 2010년 평균 117.5원/kWh였던 SMP는 2012년 평균 160.7원/kWh까지 상승했으며, 특히 인도네시아 탕구(Tangguh) 가스전으로부터 장기 공급계약(2006년~2025년)의 체결을 통해 **SK E&S는 LNG를 직도입함으로써 생산원가가 낮아 같은 LNG발전이라도 더 우수한 실적을 시험할 수 있었다.**

그림 1. 발전 연료와 SMP 추이: 전력 계통한계가격(P)



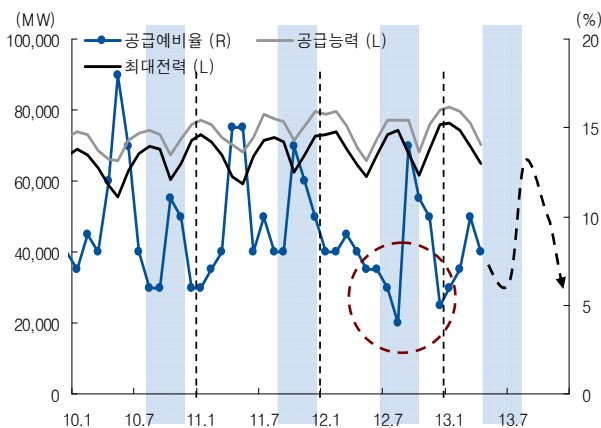
자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국내 발전설비 고장현황



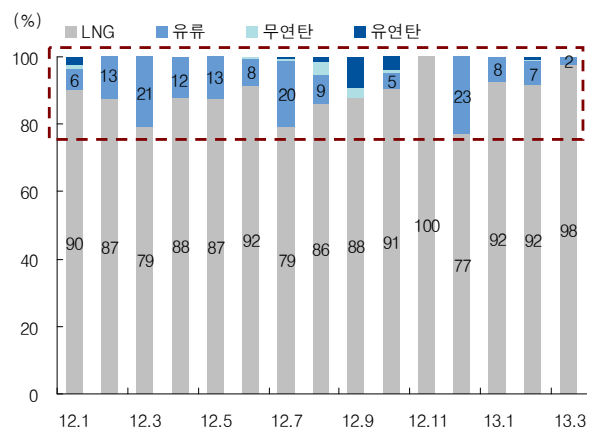
자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 전력 공급예비율 추이: 민자발전 가동률(Q)



자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 발전 연료원별 SMP 결정횟수



자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

## 정산상한가격 도입의 영향

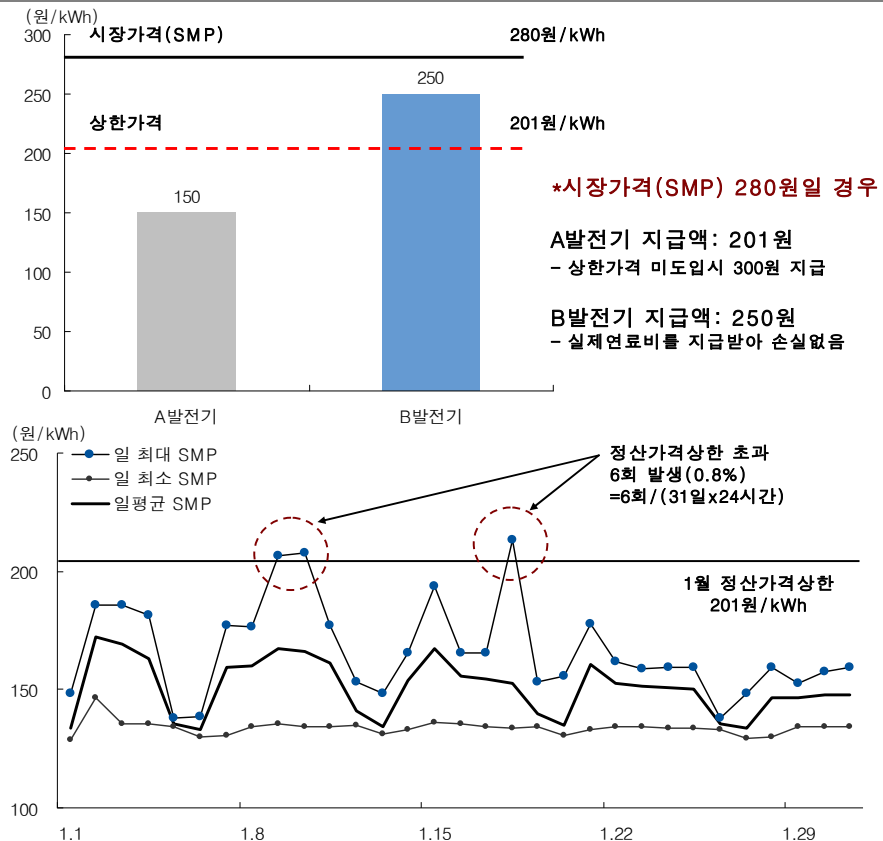
2013년 3월부터 도입이 시작된 정산상한가격 제도란, SMP가 가격상한 이상으로 높아지더라도 연료비가 가격상한 이하인 발전기는 상한가격까지 지급하고, 상한 이상인 발전기는 해당 발전기의 연료비까지만 정산하는 제도(그림 7)이다. 2년간 한시적으로 운영(성과, 문제점을 평가하여 지속 적용 여부 결정)되며, 정산가격상한은 용량가격 기준 발전기(신인천복합 가스터빈 발전기)의 LNG 연료비를 반영하여 매월 비용평가위원회에서 결정될 예정이다.

동 제도의 도입으로 인해 민자발전소들에 미치는 영향은 비정상적인 SMP 급등 시 수익증대 폭이 제한 받게 되었다는 점이다. 그러나 **상한가격 기준이 신인천복합 가스터빈 발전기의 연료비로 결정됨에 따라 실제 상한가격 적용에 따른 영향은 크지 않은 것으로 판단된다.**

신인천복합 발전기는 1997년 가동된 비교적 노후된 발전기로 2013년 1월 기준 연료비가 201원/kWh이며, 2013년 1월 평균 SMP 152원/kWh에 비해 약 32% 높은 수준이기 때문이다. 따라서 **LNG가격이 상승하는 경우에는 상한가격의 기준이 되는 신인천복합 발전기의 변동비도 동일하게 증가하게 되므로 상한제에 따른 영향이 제한적이며, 특히 SMP의 하향안정화가 예상되기 때문에 상한제 적용 가능성은 높지 않을 것으로 판단된다.** 실제 2013년 1월에 상한제 적용시 시간대별 SMP에서 기준 상한금액을 초과하는 경우는 6회로 0.8%(6회/(31일x24시간))에 불과했음을 확인할 수 있다.

한편 정산상한가격 제도 도입을 계기로 민자발전사들에 대한 추가 규제 가능성에 대한 우려가 있다. **과거 사례 및 6차전력수급계획상 정부 정책의 방향성 등을 감안하면 추가적인 민자발전사 규제는 제한적일 것으로 예상된다.** 과거 발전자회사들의 전력판매가격제도 변천을 살펴보면 공기업 위주로 전력시장가격 제도 변경이 이루어졌으며, 민자발전사에 대한 제도변경은 매우 제한적으로 이루어져왔다. 또한 정부가 장기적으로 민자발전사들의 비중확대를 정책적 방향으로 설정하고 있어, 민자발전사의 전력판매제도에 대한 급격한 변경은 없을 것으로 판단된다.

그림 5. 정산상한가격제도와 1월 실제 적용 사례



자료: 지식경제부, 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

## 2013년 전망: 2012년과 다르지 않은 환경

2013년 역시 이상기온, 경기 변동성 확대 등으로 증가하는 전력사용에 대한 수요예측이 쉽지 않으나 일정부분 증가는 자명한 사실이다. 그러나 전체 발전기의 27.1%가 20년 이상 노후 상태로 고장건수가 증가가 예상되며, 발전소 및 송변전설비 건설에 대한 지역민원도 증가하여 공급측면의 불확실성 확대도 지속될 것으로 판단된다. 따라서 2012년과 같이 기저발전기들의 예상치 않은 고장/정비 증가, 신규발전기 준공 지연, 예측대비 높은 전력수요 발생 시 첨두부하 발전을 담당하는 **SK E&S는 타 민자 발전사들 대비 기 확보한 원가경쟁력을 통해 양호한 가동률과 실적 시현이 가능할 것으로 판단된다. 발전에 있어 가장 효율적인 발전소가 가동에 먼저 투입된다는 사실을 상기할 필요가 있다.**

한편 SK E&S가 지분 77.3%를 보유한 자회사 평택에너지서비스가 **오성 LNG 복합화력발전소(833MW)를 완공**, 당초 예정되었던 운전일보다 약 2개월 가량 늦은 지난 3월 22일부터 상업운전을 시작하였다. 오성 LNG 복합화력은 현 광양발전(1,074MW)의 약 80% 수준에 해당한다.

따라서 2분기부터 오성 복합화력발전소의 본격적인 가동으로 SK E&S의 매출 및 수익 창출규모는 증가추세를 유지할 것으로 판단된다. 물론 오성 복합화력발전은 대부분의 민자발전사들과 같이 한국가스공사로부터 LNG를 구매하기 때문에 기존 원가경쟁력을 확보한 광양복합화력발전만을 고려했을 때와는 달리 SK E&S 발전부문 수익성의 소폭 희석은 불가피하다. 그러나 오성 복합화력발전은 신규설비로서 효율성이 좋아 기존 민자발전사들 대비 전력시장에 우선적으로 투입될 가능성이 높기 때문에 양호한 가동률과 실적 시현이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

표 1. SK E&S 발전부문과 타 민자발전사 비교

|           | SK E&S 발전부문                                              | 타 민자 발전사                                                   |
|-----------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| LNG 공급    | 인도네시아 탕구(Tangguh)가스전<br>연 50~60만톤(2006.1.1 ~ 2025.12.31) | 한국가스공사                                                     |
| 전력요금 정산방식 | CBP(Cost Based Pool) 정산방식<br>: 용량요금 + (SMP-변동비)*송전량      | PPA(Power Purchase Agreement) 정산방식<br>: 용량요금 + 연료비 100% 보전 |

자료: KDB대우증권 리서치센터

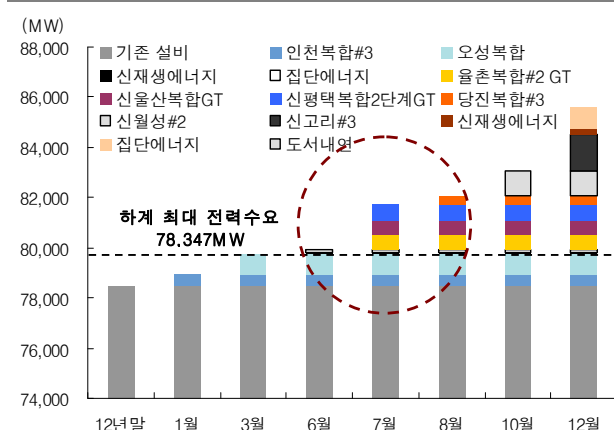
표 2. SK E&S의 분기 실적 추이와 전망

(십억원, %, %p)

|            | 2012    |         |       |         |         | 2013F   |         |         |         |         | 1Q13 증감률 |      |
|------------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|------|
|            | 1Q      | 2Q      | 3Q    | 4Q      | 연간      | 1QF     | 2QF     | 3QF     | 4QF     | 연간      | QoQ      | YoY  |
| 매출액        | 2,029.4 | 1,103.7 | 989.1 | 1,653.5 | 5,775.7 | 2,165.0 | 1,402.4 | 1,184.2 | 1,898.5 | 6,650.0 | 30.9     | 6.7  |
| 영업이익       | 290.6   | 191.8   | 143.2 | 134.5   | 760.1   | 287.1   | 200.2   | 156.4   | 195.8   | 839.5   | 113.5    | -1.2 |
| 영업이익률      | 14.3    | 17.4    | 14.5  | 8.1     | 13.2    | 13.3    | 14.3    | 13.2    | 10.3    | 12.6    | 5.1      | -1.1 |
| 당기순이익      | 223.9   | 160.1   | 122.1 | 103.6   | 609.7   | 221.2   | 167.1   | 133.4   | 150.8   | 672.5   | 113.5    | -1.2 |
| 가동률(%)     | 89.2    | 78.9    | 88.6  | 73.3    | 82.5    | 83.0    | 79.0    | 83.0    | 82.0    | 81.8    | 9.7      | -6.2 |
| SMP(원/kWh) | 161.8   | 169.3   | 160.0 | 151.7   | 160.7   | 151.7   | 158.0   | 154.0   | 152.0   | 153.9   | 0.0      | -6.2 |

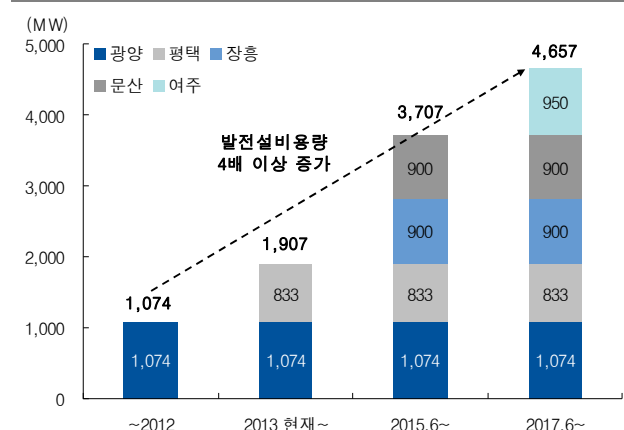
주: 가동률은 가동시간 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 2013년 전력 설비용량 계획과 최대 전력수요 예상



자료: 지식경제부, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. SK E&S의 LNG 발전설비용량 확충 예정



자료: SK, KDB대우증권 리서치센터

## 1분기 실적 Preview

동사의 IFRS 연결기준 1분기 매출액과 영업이익은 각각 30조3,853억원(+4.9% QoQ, -1.1% YoY)과 1조4,889억원(+14.3% QoQ, +1.4% YoY)을 기록, 컨센서스 수준에 부합할 것으로 예상된다.

SK이노베이션이 정제 마진 및 PX 마진 강세로 정유/화학 부문 실적 개선에 힘입어 컨센서스에 부합하는 양호한 1분기 실적(영업이익 6,192억원)이 예상되며, SK텔레콤은 영업정지 기간에도 불구하고 예상치 못한 경쟁 심화로 분기연속 마케팅 비용이 급증(약 9,000억원, +19.4% QoQ)해 소폭 부진한 실적이 예상된다.(표 6)

한편 SK E&S의 1분기 실적도 매출액 2조1,650억원(+6.7% YoY), 영업이익 2,871억원(-1.2% YoY)을 기록하는 양호한 실적이 예상된다. 발전부문은 신규 오성복합화력 발전의 늦은 가동으로 인해 증설효과 반영이 미미하였고, 전년동기대비 유류발전 감소에 따른 SMP 하락(1Q12 161.8원/kWh → 1Q13 151.7원/kWh)으로 실적이 다소 줄어들 것으로 예상되나, 도시가스 부문에서의 겨울철 난방 수요 증가와 2월말 도시가스 요금 인상(평균 4.4%) 효과로 매출증대가 예상되기 때문이다.

표 3. SK 1분기 실적 Preview

(십억원, %, %p)

|       | 1Q12     | 4Q12     | 1Q13      |           | 증가율  |       |
|-------|----------|----------|-----------|-----------|------|-------|
|       |          |          | KDB대우 예상치 | Consensus | QoQ  | YoY   |
| 매출액   | 30,716.0 | 28,961.0 | 30,385.3  | 30,574.8  | 4.9  | -1.1  |
| 영업이익  | 1,467.8  | 1,302.6  | 1,488.9   | 1,474.5   | 14.3 | 1.4   |
| 순이익   | 1,175.2  | 713.2    | 835.5     | 912.1     | 17.2 | -28.9 |
| 영업이익률 | 4.8      | 4.5      | 4.9       | 4.8       | 0.4  | 0.1   |
| 순이익률  | 3.8      | 2.5      | 2.7       | 3.0       | 0.3  | -1.1  |

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. SK 수익예상 변경 요약

(십억원, %, %p)

|       | 수정 전    |         |         | 수정 후    |         |         | 변경률   |       |       | 변경 내역                                           |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------------------------------------------------|
|       | 2013F   | 2014F   | 2015F   | 2013F   | 2014F   | 2015F   | 2013F | 2014F | 2015F |                                                 |
| 매출액   | 122,689 | 128,717 | 135,301 | 122,408 | 129,822 | 135,738 | -0.2  | 0.9   | 0.3   | SK이노베이션, SK텔레콤 등 연결 자회사<br>2013년~2015년 실적 변경 반영 |
| 영업이익  | 5,953   | 7,499   | 7,204   | 6,072   | 6,665   | 7,064   | 2.0   | -11.1 | -1.9  |                                                 |
| 당기순이익 | 3,902   | 4,966   | 4,620   | 3,773   | 4,169   | 4,524   | -3.3  | -16.1 | -2.1  |                                                 |
| 영업이익률 | 4.9     | 5.8     | 5.3     | 5.0     | 5.1     | 5.2     | 0.1   | -0.7  | -0.1  |                                                 |
| 순이익률  | 3.2     | 3.9     | 3.4     | 3.1     | 3.2     | 3.3     | -0.1  | -0.6  | -0.1  |                                                 |

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. SK 분기별 영업실적 추이와 전망

(십억원, %, %p)

| (십억원)     | 2012   |        |        |        |         | 2013F  |        |        |        |         | 1Q13 증감률 |       |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|-------|
|           | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 연간      | 1QF    | 2QF    | 3QF    | 4QF    | 연간      | QoQ      | YoY   |
| 매출액       | 30,716 | 30,240 | 29,761 | 28,961 | 119,678 | 30,385 | 29,758 | 30,418 | 31,847 | 122,408 | 4.9      | -1.1  |
| 매출원가      | 27,951 | 28,228 | 27,060 | 26,527 | 109,766 | 27,559 | 26,901 | 27,619 | 28,853 | 110,933 | 3.9      | -1.4  |
| 매출총이익     | 2,896  | 2,244  | 2,700  | 2,071  | 9,911   | 2,826  | 2,857  | 2,798  | 2,994  | 11,475  | 36.4     | -2.4  |
| 판매비와관리비   | 1,297  | 1,556  | 1,330  | 1,131  | 5,314   | 1,337  | 1,365  | 1,307  | 1,394  | 5,403   | 18.2     | 3.1   |
| 영업이익      | 1,468  | 456    | 1,371  | 1,303  | 4,597   | 1,489  | 1,491  | 1,492  | 1,599  | 6,072   | 14.3     | 1.4   |
| 기타영업외손익   | 187    | 78     | 119    | -151   | 230     | -119   | -4     | 60     | 102    | 38      | 적축       | 적전    |
| 지분법손익     | 22     | 2      | -8     | 66     | 82      | 71     | 83     | 85     | 86     | 324     | 7.5      | 217.0 |
| 금융손익      | -65    | -300   | -450   | -64    | -880    | -271   | -164   | -235   | -222   | -893    | 적확       | 적확    |
| 세전이익      | 1,643  | 368    | 931    | 1,088  | 4,029   | 1,170  | 1,405  | 1,401  | 1,564  | 5,541   | 7.5      | -28.8 |
| 당기순이익     | 1,175  | 29     | 713    | 713    | 2,631   | 835    | 876    | 1,032  | 1,029  | 3,773   | 17.2     | -28.9 |
| 지배주주지분순이익 | 460    | 78     | 250    | 261    | 1,049   | 293    | 307    | 362    | 361    | 1,322   | 12.2     | -36.3 |

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 6. SK 연결대상 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

|             | 2012   |        |        |        |        | 2013F  |        |        |        |        | 1Q13 증감률 |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
|             | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 연간     | 1QF    | 2QF    | 3QF    | 4QF    | 연간     | QoQ      | YoY    |
| SK이노베이션 매출액 | 18,834 | 18,878 | 18,458 | 17,160 | 73,330 | 18,089 | 17,571 | 18,102 | 19,081 | 72,843 | 5.4      | -4.0   |
| 영업이익        | 927    | -103   | 649    | 227    | 1,699  | 563    | 517    | 620    | 585    | 2,284  | 148.2    | -39.2  |
| 영업이익률       | 4.9    | -0.5   | 3.5    | 1.3    | 2.3    | 3.1    | 2.9    | 3.4    | -6.3   | 3.1    | 0.8      | -1.8   |
| 순이익         | 648    | -238   | 510    | 262    | 1,182  | 405    | 404    | 471    | 414    | 1,693  | 54.5     | -37.5  |
| SK텔레콤 매출액   | 3,970  | 4,008  | 4,126  | 4,197  | 16,300 | 4,193  | 4,277  | 4,380  | 4,470  | 17,321 | -0.1     | 5.6    |
| 영업이익        | 452    | 385    | 301    | 623    | 1,760  | 473    | 535    | 551    | 563    | 2,123  | -24      | 4.7    |
| 영업이익률       | 11.4   | 9.6    | 7.3    | 14.8   | 10.8   | 11.3   | 12.5   | 12.6   | 12.6   | 12.3   | -3.5     | -0.1   |
| 순이익         | 300    | 121    | 176    | 519    | 1,116  | 360    | 410    | 433    | 407    | 1,610  | -30.7    | 19.8   |
| SK E&S 매출액  | 2,029  | 1,104  | 989    | 1,653  | 5,776  | 2,165  | 1,402  | 1,184  | 1,898  | 6,650  | 30.9     | 6.7    |
| 영업이익        | 291    | 192    | 143    | 134    | 760    | 287    | 200    | 156    | 196    | 839    | 113.5    | -1.2   |
| 영업이익률       | 14.3   | 17.4   | 14.5   | 8.1    | 13.2   | 13.3   | 14.3   | 13.2   | 10.3   | 12.6   | 5.2      | -1     |
| 순이익         | 224    | 160    | 122    | 104    | 610    | 221    | 167    | 133    | 151    | 672    | 113.5    | -1.2   |
| SKC 매출액     | 598    | 677    | 667    | 687    | 2,629  | 591    | 712    | 733    | 848    | 2,885  | -13.9    | -1.1   |
| 영업이익        | 28     | 47     | 42     | 29     | 145    | 26     | 48     | 56     | 68     | 198    | -11      | -7.9   |
| 영업이익률       | 4.6    | 6.9    | 6.3    | 4.2    | 6      | 4.4    | 6.8    | 7.6    | 8.0    | 6.9    | 0.2      | -0.2   |
| 순이익         | 12     | 23     | 24     | -28    | 32     | 10     | 29     | 35     | 45     | 120    | 흑전       | -13.3  |
| SK하이닉스 매출액  | 2,388  | 2,632  | 2,423  | 2,719  | 10,162 | 2,736  | 3,008  | 3,184  | 3,292  | 12,220 | 0.6      | 14.6   |
| 영업이익        | -260   | 23     | -15    | 25     | -227   | 172    | 370.7  | 520    | 605    | 1,667  | 588      | -166.2 |
| 영업이익률       | -10.9  | 0.9    | -0.6   | 0.9    | -2.2   | 6.3    | 12.3   | 16.3   | 18.4   | 13.6   | 5.4      | 17.2   |
| 순이익         | -271   | -53    | 2      | 163    | -159   | 183    | 363    | 524    | 371    | 1,441  | 12.3     | -167.5 |

자료: FN가이드, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 7. SK 원천별 주요 현금흐름

(십억원)

|                  | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013F      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>경상적 현금유입</b>  | <b>384</b> | <b>555</b> | <b>544</b> | <b>753</b> | <b>734</b> | <b>788</b> |
| 배당금              | 351        | 402        | 379        | 578        | 491        | 524        |
| 상표권사용수익          | 0          | 120        | 133        | 143        | 211        | 231        |
| 임대수익             | 33         | 33         | 32         | 32         | 32         | 33         |
| <b>경상적 현금유출</b>  | <b>423</b> | <b>427</b> | <b>478</b> | <b>435</b> | <b>463</b> | <b>474</b> |
| 관리비(감가상각제외)      | 141        | 165        | 188        | 173        | 182        | 189        |
| 법인세              | 17         | -54        | 3          | 4          | 12         | 13         |
| 배당금지급            | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         |
| 임차료지출            | 33         | 35         | 36         | 36         | 37         | 37         |
| 유무형자산투자          | 39         | 64         | 27         | 8          | 3          | 3          |
| 순금융비용            | 113        | 137        | 144        | 134        | 149        | 152        |
| <b>순경상적 현금유입</b> | <b>-39</b> | <b>128</b> | <b>66</b>  | <b>318</b> | <b>271</b> | <b>314</b> |

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

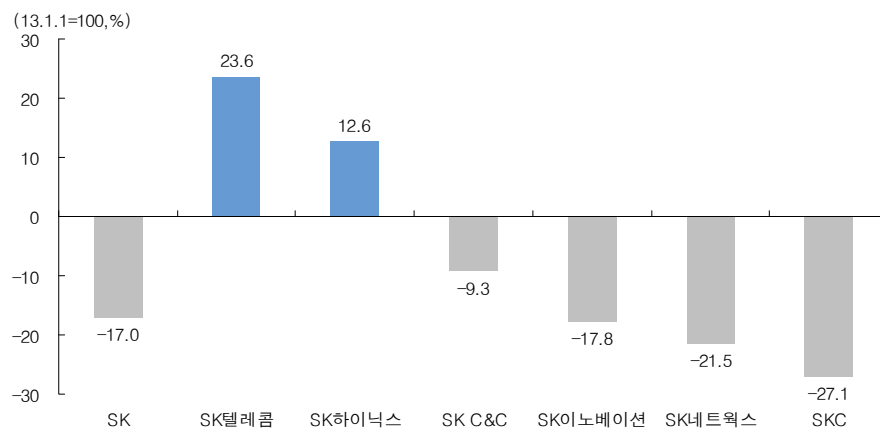
## Valuation 및 투자전략

SK에 대한 투자의견 매수, 목표주가 235,000원을 유지한다. 최근 동사의 주가는 전고점 대비 약 20% 하락하였다. 1월 이후 동사의 주가는 자회사 SK이노베이션의 주가와 상관관계(0.91)가 높게 나타나고 있다. 특히 3월 이후 유가 및 정제마진의 급락으로 SK이노베이션의 2분기 실적둔화가 예상됨에 따라 동사의 주가가 SK이노베이션과 동일한 수준으로 하락하였기 때문이다. 이로써 연초 40% 초반까지 좁혀졌던 동사의 NAV 대비 할인율이 현재 50% 수준까지 확대된 상황이다.

그러나 당사에서는 두바이 유가 90달러 수준 이하로는 떨어질 가능성이 낮으며, SK이노베이션의 주가도 이미 PBR 0.9배 수준까지 하락함으로써 하반기 유가 반등 시 실적 개선과 함께 주가 반등의 가능성도 높아 보기 때문에 **동사 주가에 미치는 SK이노베이션의 추가적 부담은 제한적**이라 판단한다.

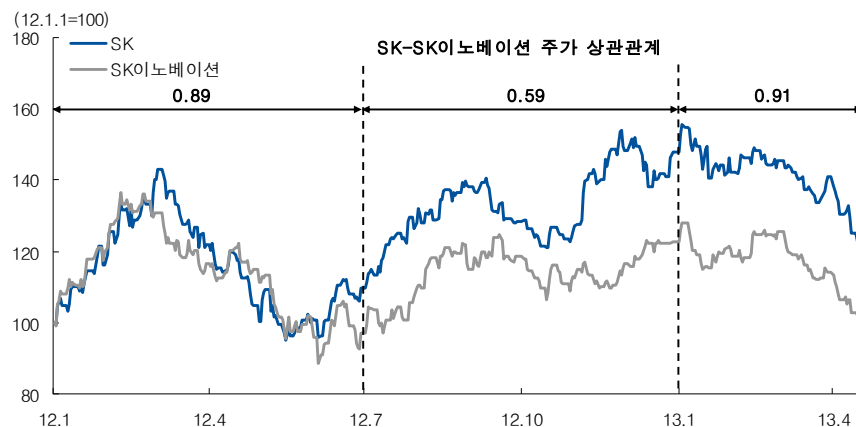
한편 2012년과 마찬가지로 2013년 하반기에도 국내 전력공급의 어려움이 여전히 지속되는 가운데 **원가경쟁력과 신규 증설로 발전설비 용량까지 확보한 자회사 SK E&S 발전사업 부문의 영업가치가 재차 부각**될 수 있다는 판단이다. 이 경우 대안투자로서 지주회사인 동사가 주목을 받을 수 있다.

그림 8. 연초 이후 SK그룹주 주가 상승률 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. SK-SK이노베이션 주가 상관관계: 하반기로 갈수록 SK E&S로 인해 SK-SK이노베이션 상관관계 ↓



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 8. SK의 목표주가 산출 내역

(십억원, 원, %)

|               | 평가액     | 비고                   |
|---------------|---------|----------------------|
| 1. 영업가치       | 1,311   |                      |
| 자체사업          | -       | 순수지주회사               |
| 브랜드수익         | 1,311   | 영구성장률 g=2%, WACC=11% |
| 부동산           |         |                      |
| 2. 투자자산 가치    | 14,839  |                      |
| 상장자회사         | 9,371   |                      |
| 비상장자회사        | 5,468   |                      |
| 3. 총자산가치(1+2) | 16,151  |                      |
| 4. 순차입금(-)    | 3,210   | 2012년 12월말 기준        |
| 자사주 시가총액(+)   | 963     |                      |
| 5. NAV(3+4)   | 13,904  |                      |
| 시가총액          | 6,974   |                      |
| NAV 대비 할인율    | 49.8    |                      |
| 6. 주식수(천주)    | 40,987  | 유통주식수(우선주 포함)        |
| 7. 주당 NAV     | 339,217 |                      |
| 8. 이론적 목표주가   | 237,452 | NAV Discount 30% 적용  |
| 목표주가          | 235,000 |                      |
| 현재주가          | 148,500 | 2013.4.22 종가 기준      |
| 상승여력          | 58.2    |                      |

자료: KDB대우증권 리서치센터

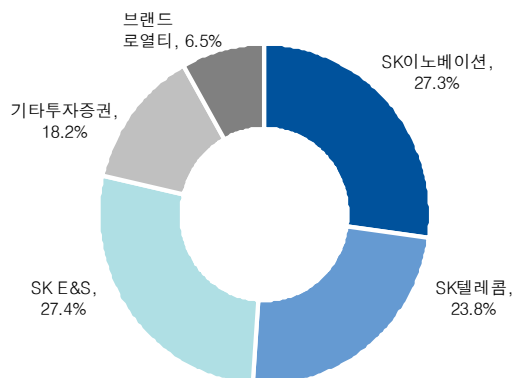
표 9. SK의 투자유가증권 가치 산출 내역

(십억원)

|               | 지분율    | 장부가   | 현재가(원)  | 평가액          | 비고                         |
|---------------|--------|-------|---------|--------------|----------------------------|
| <b>상장자회사</b>  |        |       |         | <b>9,371</b> | 2013.4.22 종가 기준            |
| SK이노베이션       | 33.4%  | -     | 143,000 | 4,416        |                            |
| SK텔레콤         | 25.2%  | -     | 188,500 | 3,839        |                            |
| SK네트웍스        | 39.1%  | -     | 6,630   | 644          |                            |
| SKC           | 42.5%  | -     | 30,700  | 473          |                            |
| <b>비상장자회사</b> |        |       |         | <b>5,468</b> |                            |
| SK건설          | 40.0%  | 485   | -       | 99           |                            |
| SK E&S        | 94.1%  | 1,026 | -       | 4,431        | 2013년 예상 순이익 기준, PER 7배 적용 |
| SK해운          | 100.0% | 608   | -       | 608          |                            |
| SK바이오팜        | 100.0% | 229   | -       | 229          |                            |
| 기타            |        | 102   | -       | 102          |                            |

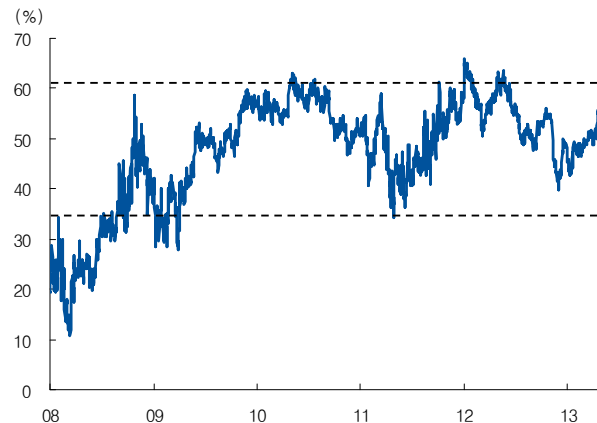
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 10. SK의 NAV 기여도



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 11. SK NAV 대비 할인율 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

## SK (003600)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)          | 12/12          | 12/13F         | 12/14F         | 12/15F         |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>119,678</b> | <b>122,408</b> | <b>129,822</b> | <b>135,738</b> |
| <b>매출원가</b>    | <b>109,766</b> | <b>110,933</b> | <b>117,416</b> | <b>122,677</b> |
| <b>매출총이익</b>   | <b>9,911</b>   | <b>11,475</b>  | <b>12,405</b>  | <b>13,061</b>  |
| <b>판매비와관리비</b> | <b>5,314</b>   | <b>5,403</b>   | <b>5,740</b>   | <b>5,997</b>   |
| <b>조정영업이익</b>  | <b>4,597</b>   | <b>6,072</b>   | <b>6,665</b>   | <b>7,064</b>   |
| <b>발표영업이익</b>  | <b>4,597</b>   | <b>6,072</b>   | <b>6,665</b>   | <b>7,064</b>   |
| <b>비영업손익</b>   | <b>-568</b>    | <b>-531</b>    | <b>-589</b>    | <b>-506</b>    |
| 순금융비용          | 993            | 893            | 794            | 856            |
| 관계기업등 투자손익     | 100            | 324            | 347            | 354            |
| 세전계속사업손익       | 4,029          | 5,541          | 6,076          | 6,558          |
| 계속사업법인세비용      | 1,241          | 1,620          | 1,768          | 1,903          |
| 계속사업이익         | 2,788          | 3,921          | 4,308          | 4,655          |
| 중단사업이익         | -158           | -148           | -139           | -131           |
| <b>당기순이익</b>   | <b>2,631</b>   | <b>3,773</b>   | <b>4,169</b>   | <b>4,524</b>   |
| 지배주주           | 1,049          | 1,322          | 1,461          | 1,586          |
| 비지배주주          | 1,582          | 2,451          | 2,708          | 2,938          |
| <b>총포괄이익</b>   | <b>1,856</b>   | <b>2,998</b>   | <b>3,394</b>   | <b>3,749</b>   |
| 지배주주           | 782            | 1,055          | 1,194          | 1,319          |
| 비지배주주          | 1,074          | 1,943          | 2,200          | 2,430          |
| EBITDA         | 8,295          | 8,687          | 9,065          | 9,270          |
| FCF            | -218           | 6,320          | 6,344          | 6,505          |
| EBITDA마진율(%)   | 6.9            | 7.1            | 7.0            | 6.8            |
| 영업이익률(%)       | 3.8            | 5.0            | 5.1            | 5.2            |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 0.9            | 1.1            | 1.1            | 1.2            |

### 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 12/12         | 12/13F        | 12/14F        | 12/15F        |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>6,269</b>  | <b>6,734</b>  | <b>6,782</b>  | <b>6,927</b>  |
| 당기순이익                 | 2,631         | 3,773         | 4,169         | 4,524         |
| 비현금수익비용가감             | 6,272         | 4,766         | 4,757         | 4,615         |
| 유형자산감가상각비             | 2,943         | 1,908         | 1,738         | 1,584         |
| 무형자산상각비               | 755           | 708           | 661           | 622           |
| 기타                    | -648          | 38            | -142          | -4            |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -1,370        | -186          | -375          | -309          |
| 매출채권 및 기타채권의 (증가)감소   | -600          | -340          | -923          | -736          |
| 재고자산 감소(증가)           | 389           | -209          | -568          | -453          |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | -864          | 313           | 849           | 678           |
| 법인세납부                 | -1,263        | -1,620        | -1,768        | -1,903        |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-9,011</b> | <b>2,769</b>  | <b>2,939</b>  | <b>3,047</b>  |
| 유형자산처분(취득)            | -5,838        | 0             | 0             | 0             |
| 무형자산감소(증가)            | -406          | -406          | -406          | -406          |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | 1             | 0             | 0             | 0             |
| 기타투자활동                | -2,769        | 3,175         | 3,345         | 3,453         |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>551</b>    | <b>-4,171</b> | <b>-4,240</b> | <b>-4,410</b> |
| 장단기금융부채의 감소(증가)       | 1,440         | 0             | 0             | 0             |
| 자본의 증가(감소)            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 배당금의 지급               | -77           | -103          | -101          | -101          |
| 기타재무활동                | -812          | -4,068        | -4,139        | -4,309        |
| <b>현금의증가</b>          | <b>-2,226</b> | <b>5,332</b>  | <b>5,481</b>  | <b>5,564</b>  |
| 기초현금                  | 9,372         | 7,146         | 12,478        | 17,959        |
| 기말현금                  | 7,146         | 12,478        | 17,959        | 23,522        |

자료: SK, KDB대우증권

### 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 12/12         | 12/13F        | 12/14F         | 12/15F         |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>35,546</b> | <b>41,466</b> | <b>48,547</b>  | <b>55,387</b>  |
| 현금 및 현금성자산     | 7,146         | 12,478        | 17,959         | 23,522         |
| 매출채권 및 기타채권    | 14,897        | 15,237        | 16,160         | 16,896         |
| 재고자산           | 9,168         | 9,377         | 9,945          | 10,398         |
| 기타유동자산         | 1,781         | 1,821         | 1,930          | 2,017          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>55,099</b> | <b>53,332</b> | <b>51,784</b>  | <b>50,433</b>  |
| 관계기업투자등        | 7,592         | 7,917         | 8,264          | 8,618          |
| 유형자산           | 33,200        | 31,292        | 29,554         | 27,970         |
| 무형자산           | 8,523         | 8,221         | 7,966          | 7,750          |
| <b>자산총계</b>    | <b>90,645</b> | <b>94,798</b> | <b>100,331</b> | <b>105,820</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>31,331</b> | <b>31,803</b> | <b>33,086</b>  | <b>34,109</b>  |
| 매입채무 및 기타채무    | 13,706        | 14,019        | 14,868         | 15,545         |
| 단기금융부채         | 10,617        | 10,617        | 10,617         | 10,617         |
| 기타유동부채         | 7,008         | 7,167         | 7,601          | 7,947          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>23,899</b> | <b>24,684</b> | <b>25,641</b>  | <b>26,459</b>  |
| 장기금융부채         | 18,088        | 18,088        | 18,088         | 18,088         |
| 기타비유동부채        | 5,507         | 6,292         | 7,250          | 8,067          |
| <b>부채총계</b>    | <b>55,230</b> | <b>56,487</b> | <b>58,727</b>  | <b>60,568</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>11,352</b> | <b>12,305</b> | <b>13,398</b>  | <b>14,615</b>  |
| 자본금            | 239           | 239           | 239            | 239            |
| 자본잉여금          | 6,027         | 6,027         | 6,027          | 6,027          |
| 이익잉여금          | 5,906         | 7,126         | 8,486          | 9,971          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>24,064</b> | <b>26,007</b> | <b>28,207</b>  | <b>30,637</b>  |
| <b>자본총계</b>    | <b>35,416</b> | <b>38,311</b> | <b>41,604</b>  | <b>45,252</b>  |

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                | 12/12  | 12/13F | 12/14F  | 12/15F  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| P/E(x)         | 8.1    | 5.3    | 4.8     | 4.5     |
| P/CF(x)        | 1.8    | 1.8    | 1.8     | 1.9     |
| P/B(x)         | 2.6    | 1.6    | 1.2     | 1.0     |
| EV/EBITDA(x)   | 6.7    | 5.8    | 5.2     | 4.7     |
| EPS(원)         | 22,095 | 27,858 | 30,782  | 33,400  |
| CFPS(원)        | 99,997 | 82,950 | 81,330  | 79,871  |
| BPS(원)         | 68,390 | 94,819 | 123,217 | 153,403 |
| DPS(원)         | 2,500  | 2,500  | 2,500   | 2,500   |
| 배당성향(%)        | 9.8    | 7.7    | 6.9     | 6.4     |
| 배당수익률(%)       | 1.4    | 1.7    | 1.7     | 1.7     |
| 매출액증가율(%)      | 8.2    | 2.3    | 6.1     | 4.6     |
| EBITDA증가율(%)   | -16.4  | 4.7    | 4.4     | 2.3     |
| 조정영업이익증가율(%)   | -28.4  | 32.1   | 9.8     | 6.0     |
| EPS증가율(%)      | -37.3  | 26.1   | 10.5    | 8.5     |
| 매출채권 회전율 (회)   | 9.6    | 9.6    | 9.8     | 9.7     |
| 재고자산 회전율 (회)   | 12.7   | 13.2   | 13.4    | 13.3    |
| 매입채무 회전율 (회)   | 10.7   | 11.3   | 11.5    | 11.4    |
| ROA(%)         | 2.9    | 4.1    | 4.3     | 4.4     |
| ROE(%)         | 9.5    | 11.2   | 11.4    | 11.3    |
| ROIC(%)        | 7.5    | 9.2    | 10.5    | 11.5    |
| 부채비율(%)        | 156.0  | 147.4  | 141.2   | 133.9   |
| 유동비율(%)        | 113.5  | 130.4  | 146.7   | 162.4   |
| 순차입금/자기자본(%)   | 53.7   | 35.7   | 19.7    | 5.8     |
| 조정영업이익/금융비용(x) | 3.4    | 1.5    | 1.6     | 1.6     |

## Compliance Notice

- SK: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. SK: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
  - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

