

2013. 05. 16

Analysts

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

강선아 02) 3777-8182  
sakang@kbsec.co.kr

# SK (003600)

## Earnings Review

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

Upside / Downside (%)	32.1
현재가 (05/15, 원)	159,000
Consensus target price (원)	230,000
Difference from consensus (%)	(8.7)

### Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	119,678	121,015	128,269	134,516
영업이익 (십억원)	4,597	6,364	7,226	7,652
순이익 (십억원)	2,631	4,596	5,020	5,154
EPS (원)	16,482	33,096	35,178	36,120
증감률 (%)	(53.7)	100.8	6.3	2.7
PER (X)	10.9	4.8	4.5	4.4
EV/EBITDA (X)	3.3	1.9	2.1	1.9
PBR (X)	5.5	0.5	0.6	0.4
ROE (%)	26.6	29.6	23.2	21.7

### Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7 (11.4)	(5.9)	35.3	
KOSPI대비 상대수익률	4.1 (10.9)	(11.3)	31.5	



### Trading Data

시가총액 (십억원)	7,467
유통주식수 (백만주)	26
Free Float (%)	55.8
52주 최고/최저 (원)	188,500 / 115,000
거래대금 (3M, 십억원)	21
외국인 소유지분율 (%)	31.2
주요주주 지분율 (%)	SK C&C외 4인 31.9

자료: Fnguide, KB투자증권

## 1Q13 Review: 이제부터 악재보다는 호재에 주목

1Q실적에서 눈에 띄는 것은 SK건설 적자전환이다. SK건설의 2013년 순이익 추정치를 보수적으로 -2,500억원 (기존 150억원, 1Q -1,767억원)으로 하향 조정하였지만, 2013년 SK의 지배주주순이익 1.4조원에서 비중은 7%로써 미치는 악영향은 제한적일 것으로 전망한다. 따라서 향후 1) 1Q 대규모 적자를 바닥으로 2Q부터 회복되는 SK건설 실적, 2) 2Q SMP상승으로 인한 가동률 증가와 신규 오성복합화력 발전소 가동에 따른 실적 증가 모멘텀이 있는 SK E&S을 고려하면, 현재 NAV대비 할인율 55.4%는 과도하다는 판단이다.

### 2,438억원 영업이익 적자를 기록한 SK건설

SK건설 1Q실적은 매출액 1조 5,207억원 (-15.0% YoY), 영업이익 -2,438억원을 기록했다. 이는 1) 사우디 와짓 (Wasit), 석유연구복합단지, UAE 르와이스 (RRE)등 해외 플랜트와 건축 프로젝트의 원가를 상승에 대해 조정 및 코스트 오버런 (cost overrun) 반영을 위한 충당금 설정, 2) 일부 주택사업 관련 대손충당금 때문이다. 와짓 (Wasit) 가스 플랜트 프로젝트는 2011년에 수주했으며, 사우디 국영석유회사 아람코 4개 패키지 중에서 3개 수주했다. (총 19억달러)

### SK E&S는 1Q 가동률 하락과 원가상승으로 인해 영업이익률 하락

SK E&S 1Q실적은 매출액 2조 21억원 (-0.4% YoY), 영업이익 1,990억원 (-33.8% YoY)를 기록했다. 영업이익률은 9.8% (1Q12 14.8%)로 부진했는데, 이는 발전부문에서 1) 가동률 하락 (64.0% 1Q12 87.9%), 2) 인도네시아 탕구 (LNG직수입) 물량감소에 따른 원가상승 때문이다. 향후 2분기에는 최근 SMP가격 상승(4월 163.3 1Q평균 151.7원/KWh), 전략부족에 따른 가동률 상승으로 실적개선이 기대된다.

### SK건설 추정치 대폭 하향 조정해도, SK 지배주주순이익의 7% 감소

2013년 SK건설의 순이익 추정치를 보수적으로 -2,500억원 (기존 150억원, 1Q -1,767억원) 하향 조정했지만, 이는 2013년 지배주주순이익 1.4조원에서 7% 비중으로써 미치는 악영향은 제한적이다. 또한 시장에서 우려하는 유상증자 risk는 현재 최대주주가 SK (40.0%), SK케미칼 (25.4%), 최창원 부회장 (9.6%)임을 감안하면, 향후 가능성이나 규모 (금액) 모두 낮을 것이다.

### 1Q SK건설 적자를 감안해도, 최근 과도한 주가조정

최근 주가는 SK건설의 1Q적자 우려로 인해 과도한 주가하락을 기록했다. 그러나 향후 1) 1Q 대규모 적자를 바닥으로 2Q부터 회복되는 SK건설 실적, 2) 2Q SMP 상승으로 인한 가동률 증가와 신규 오성복합화력 발전소 가동에 따른 실적 증가 모멘텀이 있는 SK E&S을 고려하면, 현재 NAV대비 할인율 55.4%는 과도하다는 판단이다.

표 1. 1Q13 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q13P	1Q12	증감률 (YoY %)	4Q12	증감률 (QoQ %)	컨센서스	증감률 (%)
매출액	29,579	30,847	(4.1)	28,598	3.4	30,666	(3.5)
영업이익	1,066	1,598	(33.3)	940	13.4	1,475	(27.7)
순이익	354	1,175	(69.9)	713	(50.3)	885	(60.0)
영업이익률 (%)	3.6	5.2	(1.6)	3.3	0.3	4.8	(1.2)
순이익률 (%)	1.2	3.8	(2.6)	2.5	(1.3)	2.9	(1.7)

자료: SK, Fnguide, KB투자증권

## Appendices: 동종업체 비교

표 2. 동종업체 valuation 비교

	LG	SK	CJ	두산	한화	평균
현재 주가 (05/15, 원)	68,100	159,000	134,000	135,000	32,300	
시가총액 (십억원)	11,751	7,467	3,888	2,818	2,421	
절대수익률 (%)						
1M	6.9	4.0	(4.6)	4.3	(0.6)	2.0
3M	8.0	(12.7)	6.7	6.0	(2.1)	1.2
12M	(0.4)	(4.9)	33.6	8.5	0.2	7.4
1Y	20.3	34.2	66.6	4.6	15.6	28.3
초과수익률 (%)						
1M	2.9	(0.1)	(8.6)	0.3	(4.7)	(2.1)
3M	(1.1)	(21.8)	(2.4)	(3.0)	(11.2)	(7.9)
12M	(23.5)	(28.0)	10.5	(14.6)	(22.9)	(15.7)
1Y	(5.8)	8.1	40.4	(21.5)	(10.6)	2.1
PER (X)						
2012	12.3	6.7	15.2	121.5	7.7	32.7
2013C	9.0	5.3	9.8	13.1	6.8	8.8
2014C	7.7	4.7	8.4	10.4	5.7	7.4
PBR (X)						
2012	1.0	0.6	1.0	0.7	0.5	0.8
2013C	0.9	0.6	1.1	1.1	0.5	0.8
2014C	0.9	0.5	1.0	1.0	0.4	0.8
ROE (%)						
2012	8.5	9.5	7.1	2.2	6.4	6.7
2013C	10.8	11.1	11.5	8.0	7.2	9.7
2014C	11.0	11.4	12.2	9.5	7.7	10.4
매출액성장률 (%)						
2012	(2.3)	7.6	32.8	(4.9)	(5.6)	5.5
2013C	10.2	1.9	9.3	5.2	7.5	6.8
2014C	8.5	5.5	9.5	9.2	8.2	8.2
영업이익성장률 (%)						
2012	(12.3)	(29.4)	19.0	(49.9)	25.0	(9.5)
2013C	37.4	33.8	23.3	81.9	7.9	36.8
2014C	15.5	12.3	13.9	21.0	12.3	15.0
순이익성장률 (%)						
2012	(4.9)	(37.3)	(40.2)	(72.5)	130.6	(4.9)
2013C	40.5	30.8	86.2	189.3	14.0	72.1
2014C	16.9	11.5	16.6	28.0	20.3	18.7
영업이익률 (%)						
2012	12.0	3.8	6.0	5.3	3.3	6.1
2013C	15.0	5.0	6.8	9.2	3.3	7.9
2014C	16.0	5.4	7.1	10.2	3.5	8.4
순이익률 (%)						
2012	9.5	0.9	1.3	2.2	2.7	3.3
2013C	12.1	1.1	2.1	6.0	2.9	4.8
2014C	13.0	1.2	2.3	7.0	3.2	5.3

자료: Bloomberg, 전일 종가 기준

## 손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	110,574	119,678	121,015	128,269	134,516
증감률 (YoY %)	22.0	8.2	1.1	6.0	4.9
매출원가	99,383	109,766	110,993	117,646	123,376
판매 및 일반관리비	4,770	5,314	5,417	5,701	5,955
기타	0	0	(1,759)	(2,304)	(2,467)
영업이익	6,421	4,597	6,364	7,226	7,652
증감률 (YoY %)	22.7	(28.4)	38.4	13.5	5.9
EBITDA	9,919	8,295	10,417	11,552	12,254
증감률 (YoY %)	7.4	(16.4)	25.6	10.9	6.1
이자수익	393	354	253	307	321
이자비용	1,254	1,346	1,261	1,261	1,261
지분법손익	44	100	235	235	235
기타	1,880	525	307	306	304
세전계속사업손익	7,396	4,029	5,428	6,342	6,780
증감률 (YoY %)	96.7	(45.5)	34.7	16.8	6.9
법인세비용	2,149	1,241	1,672	1,953	2,088
당기순이익	5,103	2,631	4,596	5,020	5,154
증감률 (YoY %)	87.9	(48.4)	74.7	9.2	2.7
순이익의 귀속					
자배주주	1,673	774	1,554	1,652	1,696
비자배주주	3,430	1,582	2,955	3,368	3,458
이익률 (%)					
영업이익률	5.8	3.8	5.3	5.6	5.7
EBITDA마진	9.0	6.9	8.6	9.0	9.1
세전이익률	6.7	3.4	4.5	4.9	5.0
순이익률	4.6	2.2	3.8	3.9	3.8

## 현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	9,822	5,360	7,910	8,696	8,776
당기순이익	5,103	2,631	4,596	5,020	5,154
자산상각비	3,498	3,698	4,053	4,326	4,602
기타비현금성손익	2,163	2,573	380	(129)	(124)
운전자본증감	1,342	(1,370)	(1,119)	(521)	(856)
매출채권감소 (증가)	(387)	(600)	(1,381)	(786)	(1,259)
재고자산감소 (증가)	(2,157)	389	(945)	(488)	(782)
매입채무증가 (감소)	4,671	(864)	1,172	718	1,151
기타	(785)	(295)	34	34	34
투자현금	(5,604)	(9,430)	(6,916)	(7,677)	(8,032)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(104)	(108)	(112)
장기투자증권감소 (증가)	(217)	212	209	(162)	(178)
설비투자	(5,562)	(6,280)	(6,351)	(6,731)	(7,059)
유무형자산감소 (증가)	(635)	37	(530)	(530)	(530)
재무현금	(1,510)	1,880	5,746	(5,848)	0
차입금증가 (감소)	(1,102)	1,440	0	0	0
자본증가 (감소)	(77)	(77)	5,746	(5,848)	0
배당금지급	77	77	102	0	0
현금 증감	2,633	(2,226)	6,740	(4,830)	745
총현금흐름 (Gross CF)	10,765	8,902	9,029	9,217	9,632
(-) 운전자본증가 (감소)	(926)	442	1,119	521	856
(-) 설비투자	5,562	6,280	6,351	6,731	7,059
(+) 자산매각	(635)	37	(530)	(530)	(530)
Free Cash Flow	5,493	2,217	1,030	1,435	1,187
(-) 기타투자	217	(212)	(209)	162	178
잉여현금	5,276	2,429	1,239	1,273	1,009

자료: Fnguide, KB투자증권

## 대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	92,414	90,645	102,687	102,753	109,240
유동자산	41,759	35,546	44,751	41,339	44,274
현금성자산	14,336	9,700	16,544	11,822	12,679
매출채권	15,146	14,897	16,278	17,063	18,322
재고자산	9,656	9,168	10,113	10,601	11,383
기타	2,621	1,781	1,816	1,853	1,890
비유동자산	50,655	55,099	57,936	61,414	64,966
투자자산	10,418	12,864	13,386	13,930	14,495
유형자산	31,013	33,200	36,256	39,400	42,578
무형자산	8,611	7,458	8,294	8,084	7,892
부채총계	58,391	55,230	56,574	57,469	58,802
유동부채	35,607	31,331	32,573	33,362	34,584
매입채무	15,147	13,706	14,878	15,596	16,746
유동성이자부채	12,874	10,617	10,617	10,617	10,617
기타	7,586	7,008	7,078	7,149	7,220
비유동부채	22,785	23,899	24,001	24,107	24,218
비유동이자부채	16,396	18,088	18,088	18,088	18,088
기타	6,389	5,810	5,912	6,019	6,130
자본총계	34,022	30,151	46,113	45,284	50,438
자본금	239	239	239	239	239
자본잉여금	6,134	6,027	6,027	6,027	6,027
이익잉여금	4,951	5,906	10,400	15,419	20,573
자본조정	(573)	(820)	5,384	(464)	(464)
자배주주지분	10,751	8,995	22,049	21,220	26,374
순차입금	14,934	19,006	12,162	16,883	16,026
이자지급성부채	29,270	28,706	28,706	28,706	28,706

## 주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	3.4	10.9	4.8	4.5	4.4
PBR	2.7	5.5	0.5	0.6	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/ EBITDA	2.1	3.3	1.9	2.1	1.9
배당수익률	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	35,626	16,482	33,096	35,178	36,120
BPS	45,569	32,729	292,904	279,716	393,545
SPS	2,329,261	2,521,031	2,549,203	2,701,998	2,833,596
DPS	1,950	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성지표 (%)					
ROA	6.0	2.9	4.8	4.9	4.9
ROE	55.8	26.6	29.6	23.2	21.7
ROIC	11.3	7.5	9.6	10.0	9.8
안정성지표 (% , X)					
부채비율	171.6	183.2	122.7	126.9	116.6
순차입비율	43.9	63.0	26.4	37.3	31.8
유동비율	117.3	113.5	137.4	123.9	128.0
이자보상배율	7.5	4.6	6.3	7.6	8.1
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
매출채권회전율	7.7	8.0	7.8	7.7	7.6
재고자산회전율	13.1	12.7	12.6	12.4	12.2
자산/자본구조 (%)					
투자자본	62.7	65.8	61.8	66.9	67.3
차입금	46.2	48.8	38.4	38.8	36.3

주: EPS는 완전회석 EPS

**Compliance Notice**

2013년 05월 16일 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 05월 16일 현재 SK를 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP회사임을 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	2011/05/09	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		
	2013/05/16	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.