

우려를 뛰어 넘어라

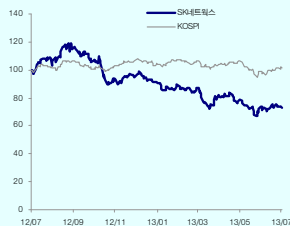
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (8/1)	6,860원
상승여력	32.7%
시가총액	1,613십억원
발행주식수	248,188천주
자본금/액면가	649십억원/2,5천원
52주 최고가/최저가	10,600원/5,960원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	11.13%
주요주주	SK 외 4인 39.72%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.9 -11.0 -19.3
상대주가(%)	-1.7 -8.6 -17.2
당사추정 EPS	-538원
컨센서스 EPS	-348원
컨센서스 목표주가	10,100원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2분기 영업실적, 당초 전망치를 하회하면서 부진했지만
- 하반기 실적, 주력부문의 개선으로 턴어라운드 가능
- 주가는 실적의 그림자, 실적 개선을 통한 주가 재평가 가능
- 기존 매수 의견과 목표주가 9,100원 유지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	27,536	360	146	454	587	-30.6	17.2	0.8	10.3	4.6
2012	27,936	252	48	369	194	-67.0	43.6	0.7	11.5	1.5
2013F	26,859	247	-133	353	-538	적전	-	0.6	11.9	-4.4
2014F	26,596	327	235	439	949	흑전	7.2	0.6	9.3	7.7
2015F	28,453	343	252	454	1,015	7.0	6.8	0.5	8.6	7.7

* K-IFRS 연결 기준

2분기 영업실적, 당초 전망치를 하회하면서 부진했지만

전일 SK네트웍스는 2분기 영업실적을 발표했는데, 당사 및 시장 전망치를 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 영업이익은 당초 예상치를 초과했지만 세전이익과 순이익은 전망치를 크게 하회했다. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기비 11.7%, 8.0% 감소한 6조 3,123억원과 609억원을 기록했다. 패션사업과 위커힐의 호조에도 불구하고 주력사업인 IM(통신마케팅)과 E&C(Energy & Car), T&I(Trading & Investment) 등의 부진 때문이었다. IM은 통신사 보조금 감소와 신규 휴대폰 효과가 미미했고, E&C는 수입산 대비 유류판매 점유율 회복 지연 때문이다. T&I는 글로벌 경기침체에 따른 철강 및 석유화학 제품가격 하락과 전반적인 수출물량 감소 때문이었다. 한편, 세전이익은 190억원의 적자를 기록했는데, 이는 MMX 자본법손실 180억원과 터키 스텔라인레스 가공센터 사업정리에 따른 손실 435억원을 반영했기 때문이다. 하반기에도 해외법인 중 적자사업 정리에 따른 손실 반영과 부실화된 자산의 손상차손 등으로 추가적인 비용 발생 가능성은 상존하고 있다. <표1 참조>

하반기 실적, 주력부문의 개선으로 턴어라운드 가능

상반기까지 부진한 영업실적을 기록했지만 하반기에는 주력사업인 IM과 E&C 부문의 개선으로 실적 턴어라운드가 가능할 전망이다. IM은 LTE-Advance서비스의 시작과 갤럭시 노트3, 아이폰5S 등 신제품 효과가 긍정적으로 작용할 것이다. E&C부문의 지난 5월 바이오디젤 혼합의무 면제 폐지와 6월 할당 관세 폐지 등으로 그동안 하락했던 유류판매 시장점유율이 하반기에는 일정 부분 회복할 전망이다. 또한, 복합주유소 증가(직영점 500개 중 복합주유소 115개)에 따른 수익성 개선도 가능하다.

<표1> SK네트웍스 2013년 2분기 연결 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	2Q12	1Q13	2Q13(P)	(YoY)	(QoQ)	2Q13	대비	2Q13	대비
매출액	7,147.8	6,427.4	6,312.3	-11.7%	-1.8%	6,575.4	-4.0%	6,744.7	-6.4%
영업이익	66.2	24.2	60.9	-8.0%	151.5%	55.1	10.5%	61.1	-0.3%
세전이익	34.3	-167.5	-19.0	-155.3%	-88.7%	19.3	-198.7%	26.5	-171.6%
당기순이익	17.0	-176.5	-26.1	-253.3%	-85.2%	14.6	-278.8%	19.6	-233.2%

자료: SK네트웍스, WISEFn, HMC투자증권

패션사업과 워커힐은 하반기에도 비교적 양호한 성장세가 지속될 전망이다. 패션사업은 국내 패션경기 침체에도 불구하고 비즈니스 캐주얼 시장의 확대와 경쟁사인 폴로와 빈폴의 부진에 따른 반사이익의 영향이다. 이에 따라 영업이익은 3분기부터는 그동안의 지난한 감익 추세에서 벗어날 것이다. 3분기와 4분기 영업이익은 각각 647억원, 969억원으로 전년동기비 29.0%, 14.2% 증가할 전망이다. 연간 영업이익은 전년비 1.9% 감소한 2,467억원으로 수정 전망이다. <표2 참조>

〈표2〉 SK네트웍스 분기별 실적 전망

(억원 %)	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	66,366	71,478	72,730	68,781	64,274	63,123	69,001	72,193	279,355	268,591	265,964
통신마케팅 (IM)	15,876	17,606	21,791	18,207	17,951	14,931	14,632	19,493	73,737	67,007	67,940
Energy & Car(E&C)	30,376	30,269	29,726	29,845	27,235	27,502	32,677	30,285	120,216	117,700	117,596
상사 (T&I)	17,503	20,554	18,830	17,294	16,537	18,044	18,684	18,837	74,181	72,102	68,307
패션	1,299	1,277	1,090	1,716	1,323	1,294	1,102	1,733	5,382	5,452	5,585
워커힐	936	1,097	1,109	1,217	958	1,082	1,132	1,244	4,359	4,416	4,544
매출총이익	4,910	5,245	5,188	4,777	4,275	4,734	4,623	5,079	20,120	18,712	19,235
영업이익	504	662	501	848	242	609	647	969	2,516	2,467	3,265
세전이익	315	343	254	-215	-1,675	-190	273	603	696	-988	2,608
순이익	171	170	161	-382	-1,765	-261	207	457	119	-1,361	2,402
수익성 (%)											
GP	7.4	7.3	7.1	6.9	6.7	7.5	6.7	7.0	7.2	7.0	7.2
OP	0.8	0.9	0.7	1.2	0.4	1.0	0.9	1.3	0.9	0.9	1.2
RP	0.5	0.5	0.3	-0.3	-2.6	-0.3	0.4	0.8	0.2	-0.4	1.0
NP	0.3	0.2	0.2	-0.6	-2.7	-0.4	0.3	0.6	0.0	-0.5	0.9
성장성 (% YoY)											
매출액	5.5	3.6	5.6	-7.8	-3.2	-11.7	-5.1	5.0	1.5	-3.9	-1.0
영업이익	-24.6	-26.5	-36.8	-31.6	-52.0	-8.0	29.0	14.2	-30.1	-1.9	32.4
세전이익	-35.4	-42.4	54.1	-123.0	적전	적전	7.5	흑전	-68.2	적전	흑전
순이익	-55.3	-63.1	269.8	-172.1	적전	적전	28.7	흑전	-91.6	적전	흑전
기본가정											
세계GDP	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0	3.1
WTI	103.1	93.3	92.2	88.2	94.3	94.2	94.0	93.0	94.2	93.6	94.1
원/달러환율 (평균)	1,131.3	1,152.1	1,133.0	1,090.3	1,084.0	1,122.8	1,100.0	1,080.0	1,126.9	1,088.7	1,053.3
원/달러환율 (기말)	1,133.0	1,145.4	1,111.4	1,070.6	1,111.1	1,142.0	1,093.0	1,068.0	1,070.6	1,068.0	1,053.0

자료 : SK네트웍스, HMC투자증권

주가는 실적의 그림자, 실적 개선을 통한 주가 재평가 가능

SK네트웍스 주가는 지난해 9월(9/24, 10,650원) 고점을 형성한 이후 부진한 영업실적으로 인해 지속적인 하락세를 기록한 바 있다. 이제는 SK네트웍스에 대해 긍정적으로 접근할 필요가 있다. 부진한 실적에 따른 주가 반영은 그동안의 가나긴 하락으로 일단락되어 가고 있고, 하반기부터는 주력사업의 영업실적 회복을 통해 주가 재평가가 가능할 것이기 때문이다. 부정적인 매크로 변수(환율, 상품가격, 물동량)로 인해 상사(T&I)부문의 부진과 자원개발(E&P)부문 이익 기여도는 하반기에도 여전히 위축될 것이지만, 주력사업인 통신마케팅(IM)과 에너지마케팅(E&C)을 비롯해 패션과 워커힐 부문의 실적 회복을 통해 전체 영업이익은 3분기부터 증가세로 반전할 전망이다.

기존 매수의견과 목표주가 9,100원 유지

SK네트웍스에 대해 기존 매수의견과 목표주가는 9,100원을 유지한다. 올해와 내년 수익예상 기준 PBR은 각각 0.6배, 0.5배 수준으로 추가적인 주가 하락 리스크는 크지 않다고 판단한다. 가치합산(SOTP)방식에 따른 동사의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 2조 2,781억원이고, 주당 가치는 9,100원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 1조 8,637억원(시장평균 EV/EBITDA multiple 대비 23% 할인한 4.6배 적용), 2) 투자자산가치 1조 451억원(순자산가액 대비 30% 할인을 적용), 3) E&P가치 1조 4,000억원(MMX사 중 Serra A. 광구 제외)에다 4) 조정순차입금(순차입금-무역금) 2조 254억원과 5) 비지배주주지분 53억원을 차감한 것이다. <표3 참조>

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	13F	14F	15F	12M Forward	평가 및 비교
1. 사업가치	16,324	20,289	20,993	18,637	
EBITDA	3,533	4,391	4,544		
EV/EBITDA	4.6	4.6	4.6		시장평균(6.0배) 대비 23% 할인을 적용
2. 투자자산가치	10,206	10,626	11,046	10,451	장부가액 대비 30% 할인을 적용
1) 관계기업지분투자	7,920	8,340	8,760		
2) 장기매도가능금융자산	1,675	1,675	1,675		
3) 기타금융자산	611	611	611		
3. 해외자원개발 가치	14,000	14,000	14,000	14,000	현재가치(할인율 10% 적용)
4. 기업가치 (=1+2+3)	40,530	44,915	46,039	43,088	
5. 조정순차입금	21,015	19,710	17,732	20,254	
6. 비지배주주지분	25	73	125	53	
7. 주주가치 (=4-5-6)	19,490	25,131	28,183	22,781	
발행주식수	248,188	248,188	248,188	248,188	
적정주가	7,853	10,126	11,355	9,179	
현재주가	6,860	6,860	6,860	6,860	
상승여력	14.5	47.6	65.5	33.8	

자료: HMC투자증권

〈표4〉 SK네트웍스의 E&P 가치분석

구 분	생산/개발			소 계
	구 리	철광석	석탄	
E&P 총 가치 24,538억원	중국 북방동업(구리)	브라질, 칠레(MMX)	호주 (석탄)	
지분율	39.0	13.7	20.0	
총투자금액	1,957	8,000	2,366	
매장량(단위)	145만(톤)	93,900만(톤)	15,780만(톤)	
연평균생산량	3만톤	4,600만톤	980만톤	
생산개시	2008(50년)	2011(20년)	2008(19년)	
잔여기간	50	20	16	
가격	7,106(\$/톤)	107(\$/만톤)	96(\$/톤)	
가정 환율	1,000	1,000	1,000	
매출액(연평균, 억원)	1,830	49,220	9,408	60,458
총비용(연평균, 40%)	915	24,610	4,704	30,229
총수익(연평균, 세율 30%)	641	17,227	3,293	21,160
SK네트웍스 총수익(연평균)	250	2,377	659	3,286
할인율	10%	10%	10%	
현재가치 합(억원)	2,726	22,617	5,811	31,154
SK네트웍스 현재가치 합(억원)	769	14,617	3,445	18,831

자료: SK네트웍스, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	27,536	27,936	26,859	26,596	28,453
증가율 (%)	13.7	1.5	-3.9	-1.0	7.0
매출원가	25,647	25,923	24,988	24,673	26,372
매출원가율 (%)	93.1	92.8	93.0	92.8	92.7
매출총이익	1,888	2,012	1,871	1,923	2,081
매출이익률 (%)	6.9	7.2	7.0	7.2	7.3
증가율 (%)	13.5	6.6	-7.0	2.8	8.2
판매관리비	1,528	1,760	1,624	1,597	1,738
판매비율(%)	5.5	6.3	6.0	6.0	6.1
EBITDA	454	369	353	439	454
EBITDA 이익률 (%)	1.6	1.3	1.3	1.7	1.6
증가율 (%)	32.5	-18.6	-4.4	24.3	3.5
영업이익	360	252	247	327	343
영업이익률 (%)	1.3	0.9	0.9	1.2	1.2
증가율 (%)	45.0	-30.1	-1.9	32.4	5.1
영업외손익	-146	-156	-329	-144	-139
금융수익	374	439	241	119	124
금융비용	505	561	398	295	295
기타영업외손익	-14	-34	-171	32	32
종속/관계기업관련손익	4	-26	-17	78	78
세전계속사업이익	219	70	-99	261	282
세전계속사업이익률	0.8	0.2	-0.4	1.0	1.0
증가율 (%)	-26.8	-68.2	적전	흑전	8.2
법인세비용	77	58	37	21	25
계속사업이익	142	12	-136	240	257
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	142	12	-136	240	257
당기순이익률 (%)	0.5	0.0	-0.5	0.9	0.9
증가율 (%)	-32.3	-91.6	적전	흑전	7.0
지배주주지분 순이익	146	48	-133	235	252
비지배주주지분 순이익	-4	-36	-3	5	5
기타포괄이익	-4	-177	96	0	0
총포괄이익	137	-165	-41	240	257

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	291	57	39	250	317
당기순이익	142	12	-136	240	257
유형자산 상각비	79	100	93	102	101
무형자산 상각비	15	18	13	11	10
외환손익	31	-28	29	0	0
운전자본의 감소(증가)	-24	-183	-137	-25	27
기타	48	138	177	-78	-78
투자활동으로인한현금흐름	-371	81	-145	-82	-82
투자자산의 감소(증가)	-237	276	181	18	18
유형자산의 감소	87	116	12	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-181	-141	-107	-100	-100
기타	-40	-171	-231	0	0
재무활동으로인한현금흐름	405	-182	-387	-132	85
장기차입금의 증가(감소)	807	167	-41	-95	23
사채의증가(감소)	253	-248	-101	0	100
자본의 증가	-15	-2	-2	0	0
배당금	-37	-37	-37	-37	-37
기타	-603	-61	-206	0	0
기타현금흐름	-87	0	0	0	0
현금의증가(감소)	237	-45	-493	35	320
기초현금	1,020	1,257	1,212	719	754
기말현금	1,257	1,212	719	754	1,075

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	5,203	5,098	4,620	4,891	5,361
현금성자산	1,257	1,212	719	754	1,075
단기투자자산	52	123	112	112	112
매출채권	2,098	1,897	1,982	2,128	2,211
재고자산	1,332	1,433	1,432	1,521	1,589
기타유동자산	465	434	375	375	375
비유동자산	5,907	5,529	5,554	5,602	5,651
유형자산	3,632	3,579	3,597	3,595	3,594
무형자산	152	162	153	142	132
투자자산	1,953	1,651	1,459	1,519	1,579
기타비유동자산	169	137	345	345	345
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,110	10,627	10,175	10,492	11,012
유동부채	5,652	5,661	5,486	5,597	5,776
단기차입금	1,505	1,565	1,307	1,207	1,207
매입채무	3,431	3,255	3,315	3,521	3,678
유동성장기부채	146	249	349	349	349
기타유동부채	572	592	515	520	542
비유동부채	2,184	1,900	1,738	1,742	1,862
사채	848	600	499	499	599
장기차입금	950	854	766	766	766
장기금융부채 (리스포함)	4	118	187	187	187
기타비유동부채	382	329	286	290	310
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,836	7,561	7,224	7,339	7,638
지배주주지분	3,231	3,064	2,948	3,146	3,361
자본금	649	649	649	649	649
자본잉여금	880	877	875	875	875
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	48	-123	-26	-26	-26
이익잉여금	1,655	1,661	1,451	1,649	1,864
비지배주주지분	42	3	3	7	12
자본총계	3,273	3,066	2,951	3,154	3,374

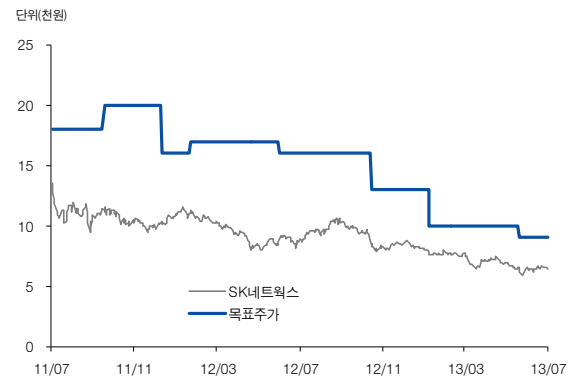
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	571	48	-549	968	1,036
EPS(지배순이익 기준)	587	194	-538	949	1,015
BPS(자본총계 기준)	12,569	11,699	11,268	12,129	13,054
BPS(지배자본 기준)	12,399	11,689	11,257	12,100	13,004
DPS	150	150	150	150	150
PER(당기순이익 기준)	17.7	175.9	-12.5	7.1	6.6
PER(지배순이익 기준)	17.2	43.6	-12.8	7.2	6.8
PBR(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(지배자본 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	10.3	11.5	11.9	9.3	8.6
배당수익률	1.5	1.8	2.2	2.2	2.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-32.3	-91.6	-1,241.8	-276.4	7.0
EPS(지배순이익 기준)	-30.6	-67.0	-377.5	-276.4	7.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.4	0.4	-4.5	7.9	7.9
ROE(지배순이익 기준)	4.6	1.5	-4.4	7.7	7.7
ROA	1.4	0.1	-1.3	2.3	2.4
안정성 (%)					
부채비율	239.4	246.6	244.8	232.7	226.4
순차입금비율	65.5	69.8	88.2	78.4	67.4
이자보상배율	2.6	1.9	2.0	2.8	3.0

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	일 자	투자 의견	목표주가
11/10/17	BUY	20,000	13/02/06	BUY	10,000
11/11/01	BUY	20,000	13/06/19	BUY	9,100
12/01/10	BUY	16,000	13/07/11	BUY	9,100
12/01/20	BUY	16,000	13/08/02	BUY	9,100
12/02/21	BUY	17,000			
12/03/13	BUY	17,000			
12/04/05	BUY	17,000			
12/05/03	BUY	17,000			
12/07/02	BUY	16,000			
12/10/08	BUY	16,000			
12/10/09	BUY	16,000			
12/11/13	BUY	13,000			

▶ 최근 2년간 SK네트웍스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.