

SK네트웍스(001740) INITIATION

리딩투자증권 김호영

Analyst / 금융, 지주담당

2010. 4. 5(월)

☎2009-7083 hykim1@leading.co.kr

1Q10 실적 Preview – Turnaround, 가능성을 넘어 현실로

적정주가	17,000 원
현재가(4/2)	12,050 원
투자의견	STRONG BUY
상장주식수	248,188 (천주)
액면가	2,500 (원)
시가총액	29,907 (억원)
외국인지분	4.78 (%)
52주 최고가	17,400 (원)
52주 최저가	9,090 (원)
거래량(60일 평균)	1,559,868 (주)
거래대금(60일 평균)	177.9 (억원)
KOSPI	1,723.04 (pt)
주가수익률	
1개월	11.06 (%)
6개월	-3.21 (%)

□ FY2010년 top-line 전망 및 1Q10 실적 Preview

2010년은 통신마케팅, 패션-부동산, 워커힐 등의 신규 주력 사업부문이 유선네트워크 부문의 매각으로 발생한 공백을 얼마나 빠르게 보완할 것인지가 관건일 것. 2010년 1분기 매출은 전년대비 8.5% 성장한 4조9,908억원, 영업이익은 -18.4% 하락한 931억원이 예상되며 2분기부터는 유선네트워크 부문 공백의 영향권에서 상당 부분 벗어날 것.

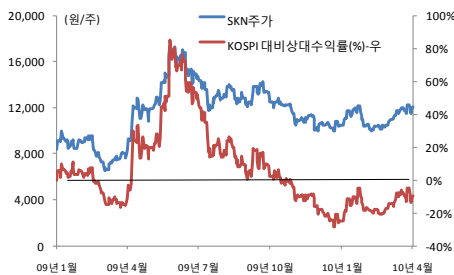
□ 중국 북방동업, 미운 오리새끼에서 황금알 낳는 거위 될 것

중국 북방동업은 조업 정상화로 2010년중 추가 손실은 없을 것으로 전망되며, 구리가격 상승세로 2011년부터는 매년 200억원 이상의 배당금이 유입될 것으로 예상. 올해 하반기 중 SK증권 및 SK해운의 매각까지 진행된다면, 그 동안 수익 불안정성의 주된 요인이었던 지분법 손실이 크게 개선될 것으로 예상. 올해 영업외손익은 작년 -2,660억원에서 -1,258억원 감소한 -1,402억원을 기록할 것으로 전망.

□ 안정된 실적전망에 근거 목표주가 17,000원/ 적극매수 제시

사업 포트폴리오 재조정(유선네트워크 out, 워커힐 in)후에도 안정적인 실적추이가 예상됨에 따라, 당사 커버리지에 포함시키며 Sum-of-the-Parts Valuation에 근거한 목표주가 17,000원(41% 상승여력) 및 적극매수 투자의견을 제시함.

주가 및 상대수익률



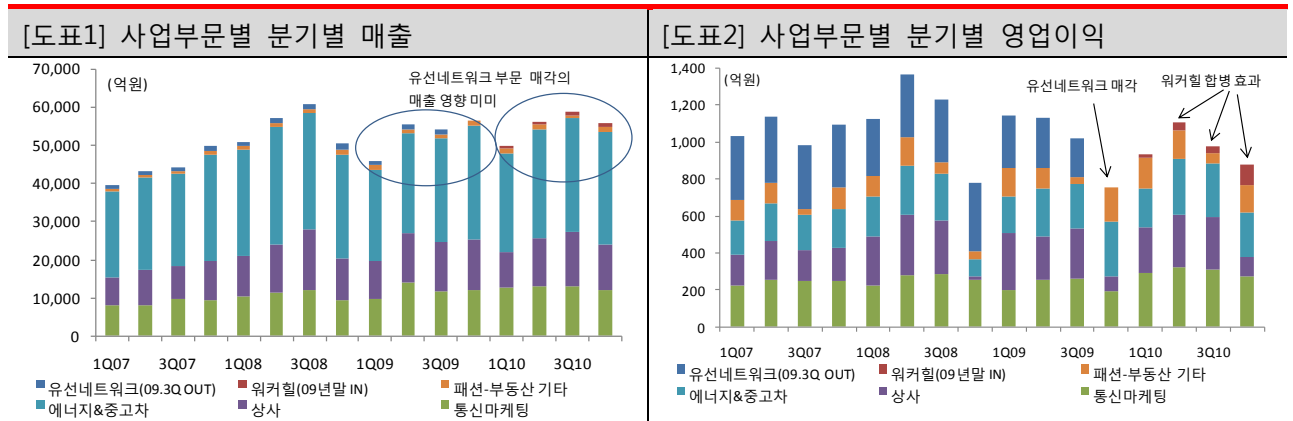
영업실적 및 투자지표 요약

	매출이익*	영업이익	세전계속이익	순이익	EPS	PER	PBR	부채비율	ROE
	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(%)	(%)
2007	13,268	4,250	6,015	5,906	2,460	9.12	3.30	283.2%	36.1%
2008	15,701	4,502	1,692	926	381	22.04	0.87	238.9%	3.9%
2009	15,262	4,018	1,358	587	237	44.39	0.85	151.0%	1.9%
2010(E)	16,599	3,888	2,487	1,940	782	15.42	0.93	138.2%	6.0%
2011(E)	16,899	4,277	3,780	2,948	1,044	11.54	0.88	128.1%	7.6%

출처: 리딩투자증권 리서치센터, 당사는 매출액보다 매출이익이 유의성을 가짐.

□ FY2010년 top-line 전망 및 1Q10 실적 - 유선네트워크 부문의 빈자리 크지 않을 것

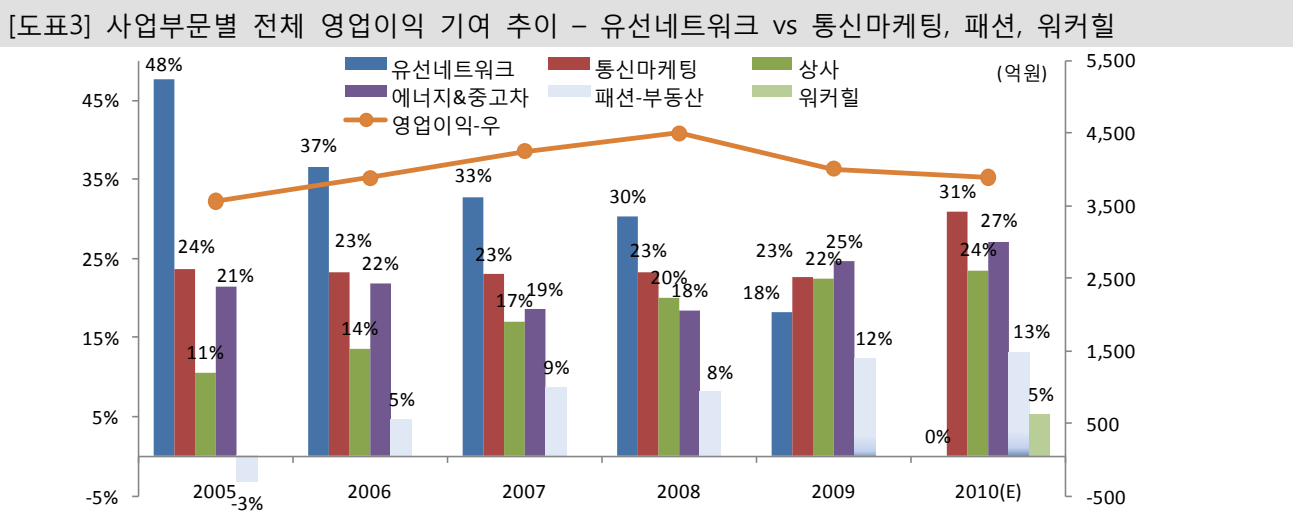
2010 년은 통신마케팅, 패션-부동산, 워커힐 등의 신규 주력 사업부문이 유선네트워크 부문의 매각으로 발생한 공백을 얼마나 빠르게 보완할 것인지가 관건일 것. 2009 년 9 월말 SKT 로 매각된 유선네트워크 부문은 전체 영업이익에서 기여도가 30.3%(FY08) 가장 큰 사업 이었으나, 작년 말 워커힐과의 합병 및 통신마케팅 및 패션-부동산 기타 부문의 선전으로 영업이익 감소의 영향은 최소화 될 것으로 예상함. 올해 매출은 전년대비 4.2% 성장한 22 조 767 억원을 예상하며, 영업이익은 소폭 -3.2% 하락한 3,888 억원을 전망함.



자료 : 회사 데이터, 리딩투자증권 리서치센터

1 분기 매출은 전년대비 8.5% 성장한 4 조 9,908 억원을 기록할 것으로 전망하는데, 이는

1) 안드로이드폰 출시 등 스마트폰 판매가 늘어나고 있어 통신마케팅 부문 매출이 견조한 성장세(6.2% yoy)를 이어갈 것이며, 2) 수입 라이선스 및 Obzee 의 약진을 바탕으로 한 패션 부문의 성장(5.7% yoy), 3) 경기 회복세에 힘입어 워커힐이 안정적인 매출을 지속할 것임에 근거함. 다만, 상사부문이 철강가격 급등세에 따른 매매물량 감소, 경쟁 상사의 공격적인 마케팅 등에 따라 단기적으로 부진한 면이 있으나, 영업이익률이 1.9%로 낮아 전체 손익에 미치는 영향은 제한적일 것.



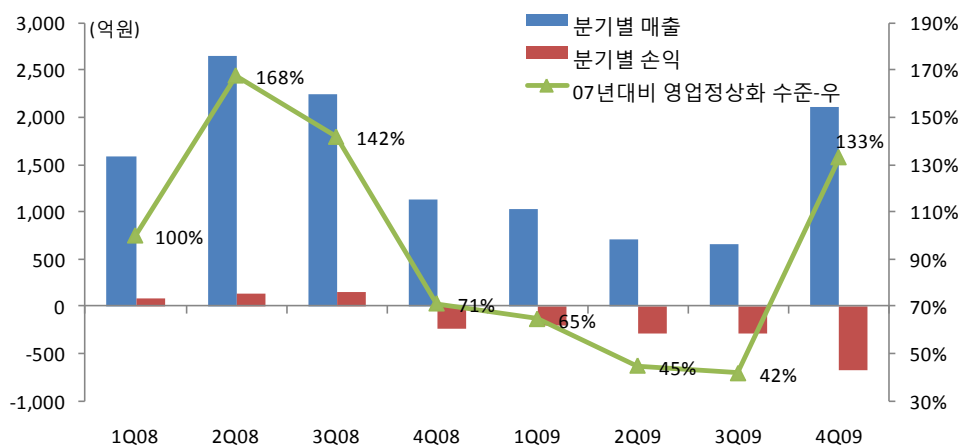
자료 : 회사 데이터, 리딩투자증권 리서치센터

FY2010 년의 매출 성장세 지속에도 불구하고 1 분기 영업이익은 -18.4% yoy 하락하는 모습을 보일 것으로 예상되는데, 기존의 에너지, 패션, 워커히이 여름휴가철, 가을 쇼핑세일, 하반기 호텔 업 행사시즌 등의 계절성으로 2-3 분기에 수익이 집중되는 계절성의 특성을 보이기 때문인 것으로 판단. 2 분기부터는 유선네트워크 부문 공백의 영향권에서 상당 부분 벗어날 것으로 전망함.

□ FY2010 bottom-line 전망 - 중국 북방동업, 미운 오리새끼에서 황금알 낳는 거위 될 것

중국 북방동업(구리광산)에 대한 39% 지분투자는 중국 현지 댐 붕괴로 인한 조업중단의 영향으로 2009 년 570 억원의 지분법 손실을 발생시켰으나, 작년 4 분기부터 조업 정상화가 시작되어 2010 년 중 추가 손실은 없을 것으로 전망. 중국 북방동업이 향후 3 년 내 상장을 계획하고 있고, 중국 정부의 자회사임에 따라 정상화 가능성은 높다고 판단. 글로벌 경기회복세 및 중국 원자재 수요 증가에 힘입은 구리가격 상승으로 올해 소폭 흑자 전환 후 2011 년부터는 매년 200 억원 이상의 배당금이 유입될 것으로 예상.

[도표4] 중국 북방동업 영업현황 및 2007년 대비 분기별 정상화 수준 추이



자료 : 회사 데이터, 리딩투자증권 리서치센터
 영업정상화 수준은 산서성 댐 붕괴 이전인 07년 분기별 평균 매출액 대비 기준

또한 최근 공시(3 월 12 일)된 Harbinger China Dragon Fund 에 대한 40% 지분투자 결정 등 별도의 해외자원개발을 계획하고 있어 올해 중으로 현금배당이 추가적으로 유입될 가능성도 존재. 올해 하반기 중 SK 증권 및 SK 해운의 매각까지 진행된다면, 그 동안 수익 불안정성의 주된 요인이었던 지분법 손실이 크게 개선될 것으로 예상. 중국 북방동업 정상화 및 SK 해운의 손실 감소를 가정할 때 올해 영업외손익은 2009 년 -2,660 억원에서 -1,258 억원 감소한 -1,402 억원을 기록할 것으로 전망.

□ 안정된 1분기 실적을 바탕으로 목표주가 17,000원 및 적극매수 투자 의견 제시

사업 포트폴리오 재조정(유선네트워크 out, 워커힐 in)후에도 안정적인 실적추이가 예상됨에 따라, 당사 커버리지에 포함시키며 Sum-of-the-Parts Valuation에 근거한 목표주가 17,000원(41% 상승여력) 및 적극매수 투자 의견을 제시함.

- 영업가치는 사업부문별 산업평균 PER을 적용했으며 해당사업의 긍정적인 업황 전망에 따라 할인요인은 없는 것으로 판단.
- 투자유가증권에서 가장 큰 비중을 차지하는 중국북방동업은 향후 3년내 상장계획이므로 중국 광산기업 중 홍콩 증시에 상장된 7개사의 평균 PBR을 적용. SK증권 및 SK해운 지분도 올해 하반기 이후 매각될 가능성이 높음에 따라 업종 평균 PBR에 근거해 가치 평가.
- 2010년 중국 북방동업의 영업정상화로 2011년부터 예상되는 200억원 이상의 배당금 수입과 더불어, 보유 중인 수도권 20개 주유소 부지 중 강남 요지의 3개 Site의 개발수익을 각각 10% 현가로 할인하여 가치 산정.

[도표5] SOTP Valuation에 근거한 목표주가 17,000원

SOTP VALUATION		(억원, x)			
I. 영업가치		추정가치	영업이익(10년)	산업평균 PER	추정 근거
통신마케팅	9,512	1,200	7.93	비교 대상 없으나 통신사 업황과 연동됨에 따라 SKT, KT, LGT 적용	
상사	11,551	915	12.63	대우인터, LG상사, 현대상사, GS글로벌 평균 적용	
에너지&중고차	9,267	1,054	8.79	비교 대상 없으나 정유사 업황과 연동됨에 따라 S-Oil, GS 적용	
패션-부동산 기타	3,761	514	7.32	비교 대상 없으나 패션업 업황과 연동됨에 따라 제일모직 등 6개사 적용	
워커힐	2,611	205	12.75	GKL, 호텔신라, 파라다이스 평균 적용	
소계	36,703	3,888	9.44		
II. 투자유가증권가치		추정가치	장부가	산업평균 PBR	
지분법적용투자주식	11,546	8,251			
중국북방동업	4,093	1,529	2.68	3년내 상장계획임에 따라 Jiangxi Copper 등 중국광산주 7개사 평균 적용	
SK증권	1,313	969	1.36	상위 12개 국내증권사 평균 적용	
SK해운	1,156	769	1.50	현대상선, STX팬오션 등 국내 해운주 4개사 평균 적용	
기타	4,985	4,985	-	BV 적용	
장기투자증권	817	817	-	BV 적용	
소계	12,363	9,068			
III. 해외자원개발가치		추정가치	향후3년 배당금	NPV 할인율	
중국북방동업	339	391	10%	가동률 90%+ 회복함에 따라, 2011년부터 매년 200억원+ 배당금 예상	
IV. 부동산개발가치		추정가치	향후3년 수익	NPV 할인율	
강남내 주유소 3개	1,471	1,699	10%	강남 오피스텔 수요 회복세로 10년말부터 차례로 개발될 것으로 예상	
1. 기업가치 (I+II+III+IV)	50,876				
2. 순차입금	9,106				
주주가치 (1-2)	41,770				
발행주식수(천주)	248,188				
12개월 목표주가	17,000				
현재주가	12,050				
상승여력	41.1%				

자료 : Bloomberg, Fnguide, 회사 데이터, 리딩투자증권 리서치센터

[참고1] SK네트웍스 주요 사업부문의 Peer 그룹 Valuation

	Ticker	주가(원)	EPS(10)	BPS(10)	EbitdaPS(10)	PER(10)	PBR(10)	EV/Ebitda(10)
통신마케팅						7.93	1.05	3.64
	SKT A017670	173,000	19,696	145,776	43,809	8.78	1.19	3.95
	KT A030200	45,700	5,424	42,999	13,155	8.43	1.06	3.47
	LGT A032640	7,680	1,169	8,415	2,197	6.57	0.91	3.50
상사						12.63	2.15	9.61
	대우인터 A047050	34,600	1,545	15,253	2,370	22.39	2.27	14.60
	LG상사 A001120	29,450	4,474	21,784	3,313	6.58	1.35	8.89
	현대상사 A011760	24,100	1,767	8,717	2,513	13.64	2.76	9.59
	GS글로벌 A001250	22,200	2,815	10,067	4,131	7.89	2.21	5.37
에너지&중고차						8.79	1.25	8.18
	S-Oil A010950	57,500	5,424	35,148	6,939	10.60	1.64	8.29
	GS A078930	40,300	5,775	47,182	4,986	6.98	0.85	8.08
패션						7.32	1.08	5.59
	제일모직 A001300	66,500	4,599	40,097	8,188	14.46	1.66	8.12
	LG패션 A093050	27,850	3,175	21,218	5,246	8.77	1.31	5.31
	한섬 A020000	13,850	2,250	22,411	3,459	6.16	0.62	4.00
	한세실업 A105630	7,150	1,822	5,333	2,574	3.93	1.34	2.78
	베이직하우스 A084870	8,650	1,279	9,334	858	6.76	0.93	10.08
	신원 A009270	1,745	457	2,722	539	3.82	0.64	3.24
호텔						12.75	2.69	6.86
	GKL A114090	23,400	1,905	3,976	3,021	12.29	5.89	7.75
	호텔신라 A008770	22,400	1,206	14,264	2,309	18.57	1.57	9.70
	파라다이스 A034230	3,135	423	5,172	1,003	7.40	0.61	3.13
해운						(56.66)	1.50	14.02
	현대상선 A011200	30,650	(257)	13,495	2,231	(119.20)	2.27	13.74
	STX팬오션 A028670	13,850	464	12,161	1,148	29.87	1.14	12.06
	한진해운 A117930	32,000	(251)	25,257	3,018	(127.54)	1.27	10.60
	대한해운 A005880	61,500	(6,304)	46,119	3,128	(9.76)	1.33	19.66
중국자원개발주 (HKD)						40.55	2.68	12.62
	Zhaojin Mining 1818 HK	15.62	0.69	3.69	1.30	22.80	4.23	12.04
	Zijin Mining 2899 HK	6.21	0.36	1.51	0.47	17.25	4.11	13.24
	Hunan Mining 2626 HK	3.16	0.02	1.28	0.23	158.00	2.48	13.54
	Xinjiang Mining 3833 HK	4.51	0.17	2.50	0.36	26.53	1.81	12.58
	China Molybdenum 3933 HK	6.83	0.34	3.07	0.71	20.09	2.22	9.64
	Jiangxi Copper 358 HK	17.80	1.29	8.91	1.39	13.82	2.00	12.85
	China Aluminium 2600 HK	8.12	0.32	4.29	0.56	25.38	1.89	14.46
일본 상사 (JPY)						9.00	1.29	10.90
	Mitsubishi 8058 JP	2461	221.17	1,619.03	197.64	11.13	1.52	12.45
	Mitsui 8031 JP	1578	159.36	1,159.70	162.00	9.90	1.36	9.74
	Sumitomo 8053 JP	1077	137.11	1,253.13	94.05	7.86	0.86	11.45
	Itochu 8001 JP	818	105.57	637.45	74.30	7.75	1.28	11.01
	Marubeni 8002 JP	585	70.08	405.22	59.31	8.35	1.44	9.86

자료 : Bloomberg, Fnguide, 회사 데이터, 리딩투자증권 리서치센터

SK네트웍스(001740) 주요 재무지표

손익계산서(억원)	FY07	FY08	FY09	FY10(E)	FY11(E)
매출	176,586	218,880	211,841	220,767	220,377
유선네트웍크	4,177	5,011	3,508	매각	매각
통신마케팅	35,640	43,056	47,564	50,504	49,034
상사	35,380	50,239	48,717	48,484	48,601
에너지&중고차	98,589	116,349	107,625	113,609	110,617
패션-부동산 기타	2,800	4,225	4,427	4,601	8,698
워커힐	합병전	합병전	합병전	3,569	3,427
매출원가	163,318	203,180	196,579	204,160	203,485
매출이익	13,268	15,701	15,262	16,607	16,892
매출이익률	7.5%	7.2%	7.2%	7.5%	7.7%
판관비	9,018	11,198	11,244	12,718	12,614
영업이익	4,250	4,502	4,018	3,888	4,277
유선네트웍크	1,394	1,362	726	매각	매각
통신마케팅	975	1,051	903	1,200	1,165
상사	726	902	895	915	917
에너지&중고차	787	825	984	1,054	1,027
패션-부동산 기타	368	362	497	514	972
워커힐	합병전	합병전	합병전	205	197
영업이익률	2.4%	2.1%	1.9%	1.8%	1.9%
유선네트웍크	33.4%	27.2%	20.7%	0.0%	0.0%
통신마케팅	2.7%	2.4%	1.9%	2.4%	2.4%
상사	2.1%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
에너지&중고차	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
패션-부동산 기타	13.1%	8.6%	11.2%	11.2%	11.2%
워커힐	7.4%	6.8%	5.4%	5.7%	5.7%
영업외손익	1,765	-2,810	-2,660	-1,402	-955
세전이익	6,015	1,692	1,358	2,487	3,322
당기순이익	5,906	926	587	1,940	2,591

성장성 지표	FY07	FY08	FY09	FY10(E)	FY11(E)
매출증가율	11.9%	24.0%	-3.2%	4.2%	-0.2%
매출이익증가율	5.7%	18.3%	-2.8%	8.8%	1.7%
영업이익증가율	9.5%	5.9%	-10.8%	-3.2%	10.0%
순이익증가율	24.6%	-84.3%	-36.6%	230.4%	33.6%

대차대조표(억원)	FY07	FY08	FY09	FY10(E)	FY11(E)
유동자산	24,133	27,116	30,723	29,817	30,192
현금성자산	1,182	3,333	5,288	4,335	4,390
매출채권	13,816	11,069	13,486	13,064	13,228
재고	6,952	8,999	9,134	8,944	9,056
비유동자산	38,507	52,709	46,380	46,989	47,580
투자자산	14,896	16,667	10,099	15,053	15,242
유형자산	21,936	33,811	34,750	29,735	30,109
무형자산	-18	217	-421	145	147
자산총계	62,640	79,825	77,104	76,807	77,772
유동부채	31,405	37,007	34,849	30,394	29,786
매입채무	22,549	22,251	23,410	19,538	19,147
단기차입금	3,649	10,526	2,516	3,988	4,293
유동성장기부채	2,578	1,477	3,976	1,644	1,611
비유동부채	14,888	19,264	11,542	14,169	13,885
사채 및 장기차입금	14,413	16,182	8,130	7,810	7,654
순차입금	19,458	24,852	9,335	9,106	9,168
부채총계	46,294	56,271	46,391	44,563	43,672
납입자본금	6,282	6,357	6,487	6,487	6,487
자본잉여금	355	939	8,956	8,956	8,956
자본조정	-13	-599	0	0	0
기타포괄손익누계	3,010	12,111	10,084	10,257	10,300
이익잉여금	6,712	4,747	5,186	6,544	8,358
자기자본	16,346	23,554	30,713	32,243	34,101

투자지표	FY07	FY08	FY09	FY10(E)	FY11(E)
EPS	2,460	381	237	782	1,044
BPS	6,811	9,693	12,375	12,992	13,740
DPS	0	100	125	234	313
PER	9.12	22.04	44.39	15.42	11.54
PBR	3.30	0.87	0.85	0.93	0.88
ROE	36.1%	3.9%	1.9%	6.0%	7.6%
배당성향	0.0%	26.2%	52.9%	30.0%	30.0%
배당수익률	0.0%	1.2%	1.2%	1.9%	2.6%
부채비율	283.2%	238.9%	151.0%	138.2%	128.1%
순부채비율	119.0%	105.5%	30.4%	28.2%	26.9%

출처: 리딩투자증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변경

일자	의견	적정주가	일자	의견	적정주가
10.4.5	적극 매수	17,000원			



- 기업 분석 투자등급(향후 6개월 기준)
STRONG BUY (적극매수): 시장지수대비 +20% 이상 수익률 기대
BUY (매수): 시장지수대비 +10% ~ +20% 수익률 기대
HOLD (보유): 시장지수대비 -10% ~ +10% 수익률 기대
SELL (매도): 시장지수대비 -10% 이하 수익률 기대

- 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 김호영)
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다