



SK COMPANY ANALYSIS

SK네트웍스(001740KS) 이제 어려운 회사 아니에요

유통/미디어/레저. 손윤경, CFA | 3773-8477, skcase1976@sk.com

연구원. 전영현 | 3773-9181, yj6752@sk.com

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경 CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477



R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

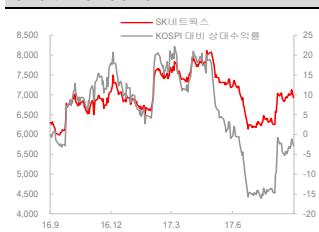
Company Data

자본금	6,487 억원
발행주식수	24,819 만주
자사주	218 만주
액면가	2,500 원
시가총액	17,696 억원
주요주주	
SK(주)	39.12%
최신원	0.65%
외국인지분율	15.60%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(17/09/05)	6,910 원
KOSPI	2326.62 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	8,120 원
52주 최저가	5,990 원
60일 평균 거래대금	106 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.2%	14.3%
6개월	-3.8%	-14.6%
12개월	14.5%	-13%

SK 네트웍스 (001740/KS | 매수(유지) | T.P 9,000 원(유지))

이제 어려운 회사 아니에요

SK 네트웍스는 다양한 사업을 영위하며 투자자들이 이해하기 어려운 회사였음. 그러나 지난 수년간의 사업 포트폴리오 조정으로 현재는 '캐시카우'인 ①휴대폰 단말기 도매 사업과 ②휘발유 소매유통, 성장 동력인 ③렌터카와 ④SK 매직이 대표적인 사업 영역으로 남아 있음. 본 보고서에서는 현재 동사가 영위하고 있는 사업을 구체적으로 살펴보고 주요 사업과 관련한 이슈인 단말기 자급제 논의에 따른 영향을 분석해 봄.

목표주가 9,000 원과 투자의견 매수 유지

SK 네트웍스에 대한 투자의견 매수와 목표주가 9,000 원을 유지. 렌탈 사업을 통해 의미 있는 성장을 시현하여 소비재 업체로의 전환이 가능할 것이라는 기존 전망을 유지. 동사의 성장 동력으로 평가 받는 렌터카와 생활용품 렌탈 사업은 수요가 지속적으로 증가하는 분야이며 자금력 있는 기업들에게 기회가 있는 분야. 동사가 구성하고 있는 사업 포트폴리오는 렌탈 사업을 확대하기에 효과적. 휴대폰 단말기 도매 유통과 주유소 사업 등에서 창출되는 현금을 기반으로 성장 동력인 렌터카와 생활용품 렌탈 시장에서의 점유율을 크게 확대할 수 있기 때문.

정부 주도의 단말기 자급제 논의,

동사의 사업 영역은 통신비 부담 완화를 위해 꼭 필요한 분야

최근 논의가 되고 있는 단말기 자급제 도입과 관련해 향후 동사의 단말기 도매 유통 사업이 어떻게 변화될 것인지에 대한 투자자들의 의문이 많음. 정치권 등에서 논의되고 있는 단말기 자급제와 관련된 논의를 검토해 본 결과, 어떤 형태로 단말기 자급제가 도입이 되더라도 실질적인 통신요금 인하를 위해서는 SK 네트웍스와 같은 대형 도매 사업자의 역할은 필요.

정부가 단말기 자급제를 도입하는 기본 목표는 통신비 인하인데, 궁극적으로 통신비가 인하되기 위해서는 통신서비스 사용 요금의 인하뿐만 아니라 휴대폰 단말기 가격의 인하도 필수적. 통신서비스 가입과 휴대폰 단말기 유통을 분리하여 통신사가 제공하는 통신서비스 요금이 낮아지더라도 통신 단말기 가격의 인하 없이는 소비자가 지불해야 하는 통신비 전체가 감소할 가능성이 높지 않기 때문. 여기에 단말기 소매 판매를 중소 단말기 판매점만 허용할 경우, 중소 소매업체들이 삼성전자와 같은 제조사와 가격 협상을 하는 것은 불가능. 가격 협상이 가능한 대형 도매 사업자가 필요.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	224,081	195,234	184,574	192,763	149,109	158,029
yoY	%	-13.7	-12.9	-5.5	4.4	-22.7	6.0
영업이익	억원	2,013	1,911	1,673	1,703	2,631	3,126
yoY	%	-16.4	-5.1	-12.4	1.8	54.5	18.9
EBITDA	억원	3,241	3,411	3,434	4,226	5,248	5,413
세전이익	억원	373	1,243	501	900	1,911	2,406
순이익(지배주주)	억원	321	735	-817	620	1,490	1,877
영업이익률%	%	0.9	1.0	0.9	0.9	1.8	2.0
EBITDA%	%	1.5	1.8	1.9	2.2	3.5	3.4
순이익률	%	0.1	0.4	-0.4	0.3	1.0	1.2
EPS	원	129	371	115	253	600	756
PER	배	69.2	14.8	60.1	27.4	11.6	9.2
PBR	배	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	12.3	8.9	12.1	8.5	6.0	4.8
ROE	%	1.3	2.9	-3.3	2.6	5.9	7.1
순차입금	억원	17,565	16,763	24,172	18,449	13,698	8,236
부채비율	%	237.7	225.6	258.4	268.0	241.9	234.7

Contents

1. 투자자들의 이해를 높이며 상승할 것	3
(1) 투자의견 매수와 목표주가 9,000 원 유지	
(2) 단순해진 사업 구조	
(3) 3 분기, 사업 포트폴리오 조정 이후 실적 개선 시작	
2. 캐시카우① - 휴대폰 단말기 도매 유통.	6
(1) 휴대폰 단말기 도매 역할, 그러나 SKT 통해 대행 수수료 받는 모델	
(2) 단말기 자급제 논의:	
: SK 네트웍스, 휴대폰 소매 판매점이 필요로 하는 역할을 수행	
[참고] 단말기 자급제 관련 논의 정리	8
3. 캐시카우② - 에너지 마케팅, 주유소 사업	10
(1) 휘발유 도매 사업권 매각으로 주유소 사업에 집중	
4. 성장 동력① - Car-Life, 렌터카가 핵심.	11
(1) 렌터카, 플레이어 중 누적 운행대수 확대가 가장 용이	
(2) 중고차 매매, 아직은 열위	
(3) 경정비: 점포 수는 규제로 확장하기 어렵지만...	
5. 성장 동력② - SK 매직, 생활용품 렌탈	15
(1) 렌탈사업, 매출 성장 탁월	
6. 기타 상사 & 워커힐 호텔	19
(1) 상사: 장기적으로 SK 매직의 해외 진출 기반	
(2) 워커힐 호텔: 리모델링 완료, 안정적인 영업구조	

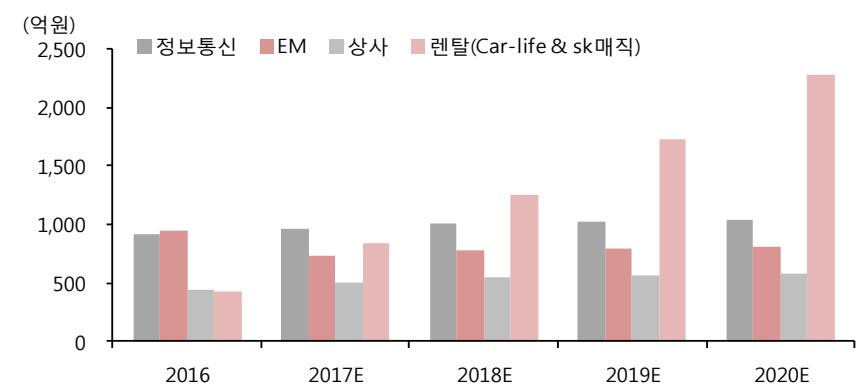
1. 투자자들의 이해를 높이며 상승할 것

(1) 투자의견 매수와 목표주가 9,000 원 유지

SK 네트웍스에 대한 투자의견 매수와 목표주가 9,000 원을 유지한다. 렌탈 사업을 통해 의미 있는 성장을 시현하여 소비재 업체로의 전환이 가능할 것이라는 기존 전망을 유지한다. 동사의 성장 동력으로 평가 받는 렌터카와 생활용품 렌탈은 수요가 지속적으로 증가하는 분야이면서 자금력 있는 기업들에 기회가 있는 사업 분야다. 동사가 구성하고 있는 사업 포트폴리오는 렌탈 사업을 확대하기에 효과적이다. 휴대폰 단말기 도매 유통과 주유소 사업 등에서 창출되는 현금을 기반으로 성장 동력인 렌터카와 생활용품 렌탈 시장에서의 점유율을 크게 확대할 수 있기 때문이다.

렌탈 사업의 비중 확대는 전사 수익성을 이전보다 크게 높일 것으로 전망된다. 기존 동사의 사업들이 상사를 기반으로 하고 있어 ‘캐시카우’ 사업의 영업이익률이 1~2% 수준에 불과한 반면, 렌터카 사업을 영위하는 경쟁사들의 영업이익률은 5% 이상, 생활용품 렌탈 사업 부문 경쟁사들의 영업이익률은 15%를 상회하고 있기 때문이다.

SK 네트웍스 부문별 영업이익 기여 예상



자료: SK 증권

(2) 단순해진 사업 구조

SK 네트웍스는 오랜 기간 신규 성장 동력을 찾기 위해 다양한 투자를 해왔다. 이러한 투자 때문에 동사에 투자하기 위해서는 투자자들이 이해해야 하는 사업 분야가 광범위 했다. 하지만 지난 수년간 동사는 그 동안의 확장 정책에서 선택과 집중 전략을 택하면서, 현재는 이전보다 확연히 단순해진 사업 구조를 형성하였다.

2010년 이후 신성장 동력으로 여겨 많은 투자를 했던 해외자원개발 분야는 대부분 손실 처리를 완료하였다. 자원개발사업 외에도 사업구조조정은 지속되었는데, 이를 통해 사업구조가 크게 단순화되었다. 현재 동사가 영위하고 있는 사업은 캐시카우인 휴대폰 단말기 도매유통과 휘발유 소매유통, 성장 동력인 렌터카와 SK 매직으로 요약할 수 있다. 그 밖에 상사 및 워커힐 호텔 사업이 있는데, 투자를 위해 많은 이해가 필요한 영역은 아닌 것으로 판단된다.

2010년 이후 주요 사업 및 유형자산 인수 현황: 2010년대 자원개발에 대규모 투자, 관련 사업 손실처리 완료

연도	거래상대방	인수대상	매입 금액(억원)	비고
	MMX Mineracao E metalicos S.A.(브라질)	철광석 광산 개발/생산/판매	7,994	2012년 2,000억원 손상처리
				2013년 5,400억원 손상처리
				2016년 매각
2010년	SK에너지	대부도 부지	1,099	
		Harbinger china dragon fund, LP 지분		
	Harbinger china dragon fund, LP	(최초 7.37%를 2262억원에 매입하려 하였으나, 2014년 7월 펀드 청산에 따라 기준까지 인수한 지분인 12.4% (380억원)만 인식)	380	전액손실처리완료
2011년	SK에너지	석탄광물사업관련자산(해외광구지분 포함)	2,366	2017년 1분기 1,046억원
2016년		SK매직 지분 100%	6,100	

자료: SK 네트웍스, SK 증권 정리

2010년 이후 사업 및 지분, 유형자산 매각 현황:

연도	거래상대방	양도대상	매각 금액(억원)	비고
2010년	SK네트웍스서비스	네트워크 장비 유통사업	270	
	SK	SK해운 지분 (17.71%)	454	
2011년	SK이노베이션	대한송유관공사 지분 611,227주	111	
	SK C&C 등	SK증권 지분 매각 - SK C&C(10%), SK증권 우리사주조합(7.7%), 시장 매각(5%)	934	5% 시장 매각 가격 제외
2013년	SK하이닉스, SK종합화학	Sky Property Management Limited 지분 매각 - SK하이닉스(15%), SK종합화학(15%)	2,247	
	SK	SK Industrial Development China Co, Limited	288	
	SK	SK China Company Limited	373	
2014년	피엔에스앤마케팅	휴대폰 단말기 유통 소매사업	1,237	SKT의 자회사로 영업권 양도
	농협은행	대치동 사옥	3,090	
	중조산	북방동업고분유한공사(Northern Copper Industrial) 지분 39%	2,119	
2015년	-	면세사업 종료	-	사업권 취득 실패
	한섬	패션사업부문	3,240	
		LPG 충전소 사업		
2017년	SK가스, 파인스트리트	- SK가스(LPG 사업 영업부문), - 인스트리트(LPG충전소 등 유형자산)	3,040	
	SK에너지	유류제품 도매 사업	3,015	

자료: SK 네트웍스, SK 증권 정리

(3) 3 분기, 사업 포트폴리오 조정 이후 실적 개선 시작

SK 네트웍스의 사업 포트폴리오 조정은 3 분기에도 유류 도매 유통 부문의 매각으로 지속되고 있다. 그러나 3 분기 이후에 단행되는 포트폴리오 조정은 큰 비용을 동반하는 조정은 아니다. 또한 유류 도매 유통 부문 매각이 완료되는 4 분기 이후, 일정부분 영업 이익의 감익 요인이 있으나 렌탈 사업 등의 이익이 크게 증가할 것으로 보여 전사 영업이익 성장을 제한하지 않을 전망이다.

한편, 3 분기는 대규모 비용이 집행된 2 분기 이후 실적 개선이 처음으로 나타나는 분기 가 될 전망으로 현 시점은 적극적인 투자를 하기에 적기로 판단한다.

SK 네트웍스 수익전망(2016년 중단사업 제외한 비교재무제표로 조정)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016년	2017년 E	2018년 E	2019년 E
매출액	43,820	45,162	43,451	52,140	50,578	50,494	45,242	46,448	184,573	192,763	149,109	158,029
정보통신	11,159	10,590	8,176	15,288	10,877	11,911	9,443	15,250	45,213	47,481	49,744	50,895
Energy Marketing(주유소)	18,111	19,077	19,278	18,951	18,899	18,157	18,829	12,453	75,417	68,338	13,798	13,828
Car-Life	1,634	1,691	1,822	1,922	2,022	2,115	2,219	2,486	7,069	8,842	11,137	13,438
렌터카(억원)	1,022	1,098	1,161	1,245	1,385	1,466	1,532	1,781	4,526	6,164	8,353	10,542
경정비(억원)	612	593	661	677	637	649	687	704	2,543	2,678	2,785	2,896
sk매직				456	1,242	1,287	1,347	1,457	456	5,333	6,813	9,301
렌탈					577	623	696	781	1,879	2,677	4,223	6,666
가전					601	598	651	676	2,492	2,526	2,589	2,635
상사	12,217	13,178	13,539	14,889	17,089	16,488	12,862	14,145	53,823	60,584	65,387	68,266
워커힐	477	571	593	630	427	536	542	659	2,271	2,164	2,231	2,301
기타	222	55	43	4	22	0	0	0	324	22	0	0
영업이익	310	389	471	503	297	195	532	679	1,673	1,703	2,631	3,126
정보통신	209	198	176	333	212	213	203	332	916	960	1,006	1,029
Energy Marketing	227	213	325	183	156	193	192	195	948	736	785	800
Car-Life	69	82	114	103	55	114	143	138	368	450	588	735
sk매직				56	74	48	138	125	56	385	662	997
상사	85	86	117	157	129	117	111	149	445	506	540	561
워커힐	-77	-13	-23	43	-63	-4	-5	7	-70	-66	129	138
기타(공통비)	-203	-177	-238	-372	-266	-486	-250	-267	-990	-1,269	-1,080	-1,133
영업이익률	0.7%	0.9%	1.1%	1.0%	0.6%	0.4%	1.2%	1.5%	0.9%	0.9%	1.8%	2.0%
정보통신	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Energy Marketing	1.3%	1.1%	1.7%	1.0%	0.8%	1.1%	1.0%	1.6%	1.3%	1.1%	5.7%	5.8%
Car-Life	4.2%	4.8%	6.3%	5.4%	2.7%	5.4%	6.5%	5.6%	5.2%	5.1%	5.3%	5.5%
sk매직				12.3%	6.0%	3.7%	10.3%	8.6%	12.3%	7.2%	9.7%	10.7%
상사	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
워커힐	-16.1%	-2.3%	-3.9%	6.8%	-14.8%	-0.7%	-1.0%	1.0%	-3.1%	-3.0%	5.8%	6.0%
세전이익	172	163	46	-171	173	-124	352	499	210	900	1,911	2,406
세전이익률	0.4%	0.4%	0.1%	-0.3%	0.3%	-0.2%	0.8%	1.1%	0.1%	0.5%	1.3%	1.5%
계속사업순이익	108	101	-13	90	109	-136	268	379	287	620	1,490	1,877
지배주주순이익	5	100	-15	-817	109	-136	268	379	-726	620	1,490	1,877

자료: SK 네트웍스, SK 증권

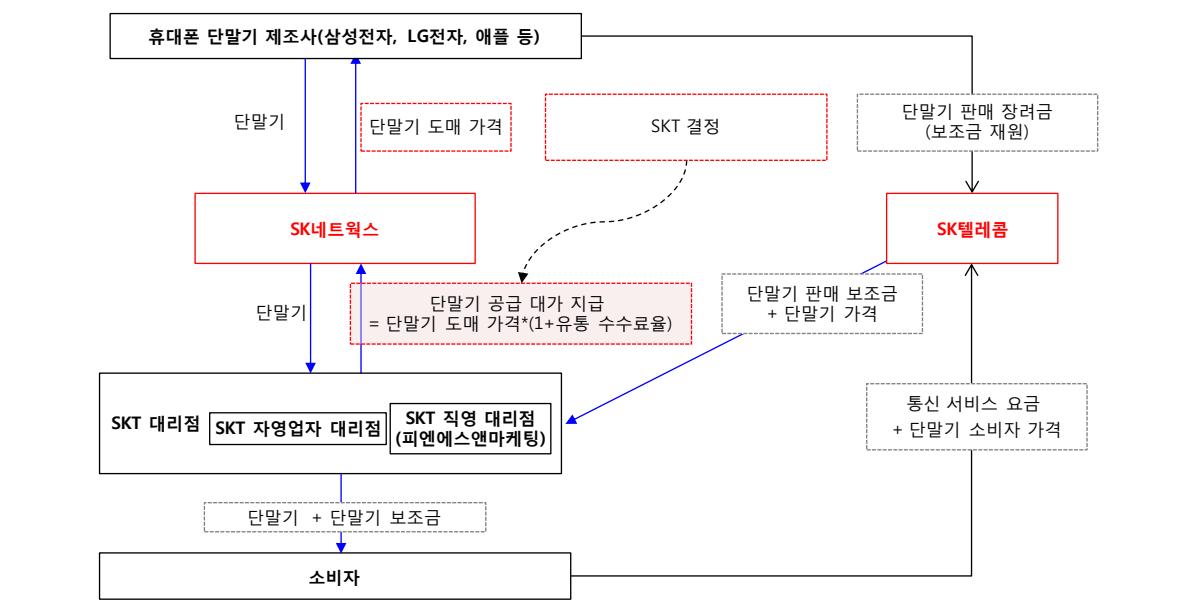
2. 캐시카우① - 휴대폰 단말기 도매 유통

(1) 휴대폰 단말기 도매 역할, 그러나 SKT 통해 대행 수수료 받는 모델

정보통신 분야는 현재 동사의 영업이익 중 가장 큰 규모를 차지하는 분야다. 그만큼, 향후 사업이 어떻게 진행이 될지에 대한 의문이 많은 분야이기도 하다. 특히, 최근 논의가 되고 있는 단말기 자급제 도입과 관련해 향후 사업이 어떻게 변화될 것인지에 대한 투자자들의 의문이 많다. 당사는 현재 정치권 등에서 논의되고 있는 단말기 자급제와 관련된 논의를 검토해 본 결과, 어떤 형태로 단말기 자급제가 도입이 되더라도 소규모 단말기 소매유통업자들의 경쟁력을 지원하기 위한 과정에서 SK 네트웍스의 역할이 강화될 것으로 판단한다.

현재, 동사는 삼성전자/LG 전자 등 휴대폰 단말기 제조 업체들로부터 단말기를 조달하여 SK 텔레콤의 대리점 및 그 밖의 휴대폰 판매처에 공급하는 일종의 도매 사업을 운영하고 있다. 하지만, 도매사업을 영위함에도 불구하고, 제품에 대한 가격 협상권은 SKT가 보유하고 있는 형태로 실제 SK 네트웍스의 사업 모델은 도매 사업자의 역할이 아니라 SKT의 업무 대행을 통해 수수료를 받는 것이다. 즉, 현재 동사의 실질적인 수익모델은 SKT가 관리하기 어려운 제조 업체로부터 단말기를 조달하여 SK 텔레콤의 각 대리점에 공급하는 과정에서 물류 및 재고 관리의 대가로 수수료를 받는 구조다. 참고로, 소비자들이 휴대폰을 개통하는 접점인 대리점 영업은 2014년 SK 텔레콤의 자회사인 ‘피에스앤마케팅’으로 양도하여 현재 SK 네트웍스의 사업 영역은 아니다.

SK 네트웍스 단말기 유통 사업 구조



자료: SK 증권

(2) 단말기 자급제 논의

: SK 네트워스, 휴대폰 소매 판매점이 필요로 하는 역할을 수행

정보통신 사업 분야에 대해 투자자들은 현재 논의되고 있는 '휴대폰 단말기 자급제'가 도입되었을 경우, 사업의 지속성에 대해 우려를 표시하고 있다. 이러한 우려의 기저에는 동사가 휴대폰 소매 유통을 담당하는 직영 대리점을 직접 운영하고 있다는 오해가 있다. 앞서 언급한 바와 같이 동사의 소매 유통 영역은 2014년 SKT의 자회사로 이전되었다. 따라서 현재 논의되고 있는 휴대폰 단말기 자급제 도입 시, 단말기 소매 유통의 영역에 대해 통신사 계열사 및 휴대폰 제조사, 대형유통업체가 판매할 수 없도록 하는 안(제 19 대 국회 전병헌의원 안 등)에 의해 영향을 받을 가능성은 거의 없다.

**정부 주도 단말기 자급제,
통신비 인하가 목표**
: 통신 사용요금뿐만 아니라
휴대폰 단말기 가격 인하도 필요

반대로, 현재 제조사와 통신사와의 거래로 결합되어 있던 유통이 분리되면서 동사의 역할이 구조적으로 더 중요해질 전망이다. 정부가 단말기 자급제를 도입하는 기본 목표는 통신비 인하인데, 궁극적으로 통신비가 인하되기 위해서는 통신서비스 사용 요금의 인하뿐만 아니라 휴대폰 단말기 가격의 인하도 필수적이다. 통신서비스 가입과 휴대폰 단말기 유통을 분리하여 통신사가 제공하는 통신서비스 요금이 낮아지더라도 소비자는 이전에 보조금을 지원받으면서 낮은 가격에 구매했던 단말기를 정가로 구매해야 하기 때문에 소비자의 전체 통신비 지출 규모가 작아질 가능성은 높지 않기 때문이다.

**휴대폰 단말기 가격 인하를 위해선
제조사와 협상할 수 있는
대형사업자가 필요**

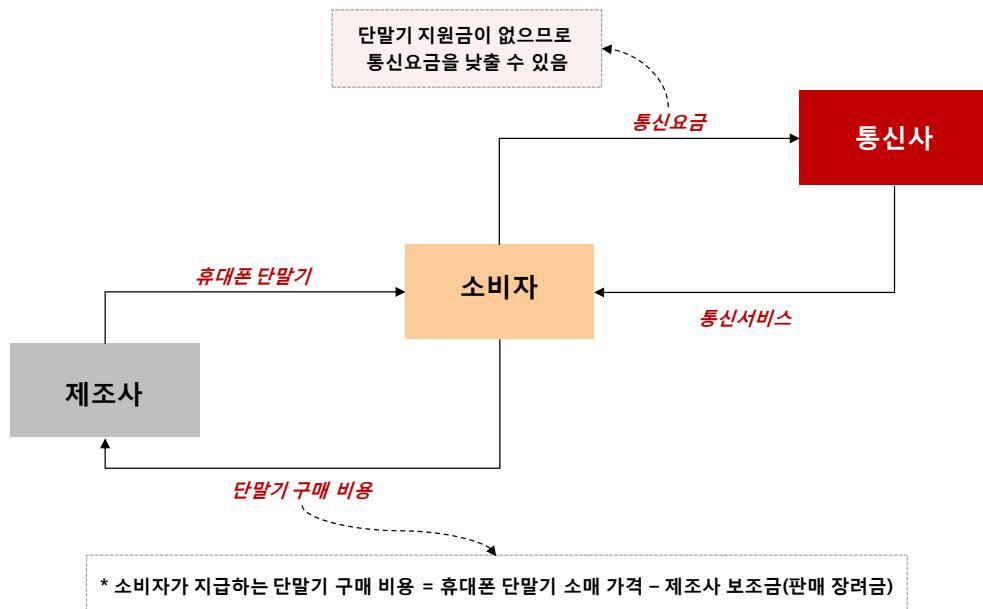
단말기 가격의 인하를 위해서는 휴대폰 단말기 자급제로 독립될 휴대폰 유통 분야에서 제조사와 가격 협상을 할 수 있는 대형 사업자가 필수적 존재다. 그런데 이 경우, 대형 사업자들이 소매 유통까지 장악하며 중소 휴대폰 단말기 소매 사업자들의 생존권이 위협받게 될 수 있다. 이에 따라 최근의 논의는 휴대폰 단말기 "소매 유통"에서 중소사업자를 보호하기 위해 제조사 및 그 계열회사, 통신 계열사, 대형유통업체의 휴대폰 단말기 소매 판매를 제한하는 것으로 확장되고 있는 것이다.

**대형 단말기 유통 사업자,
도매 유통 영역에서 활동할 것**
: SK 네트워스의 사업 영역이 될 것

대형 사업자의 휴대폰 단말기 소매 유통을 제한할 경우, 대형 사업자들의 역할은 도매 유통 분야에서 형성될 것이다. 단말기 가격 인하를 가져올 경쟁 환경 조성이라는 측면에서 대형사업자의 역할은 절대적이다. 영세 사업자들이 국내 시장에서 절대적인 점유율을 확보하고 있는 삼성전자와 직접 가격 협상을 하는 것은 불가능하기 때문이다. 결국, 단말기 자급제 이후 동사의 사업 영역은 통신 단말기 "도매 유통"으로 다시 정의될 수 있을 것이다. 제조업체 기반의 도매 유통 회사가 새롭게 설립될 수도 있을 것이나 소매 채널과 이미 형성해 놓은 물류 시스템 등을 고려했을 때, 동사의 경쟁력은 해당 시장에서 점유율을 확대하는 데 어려움이 없을 것이다.

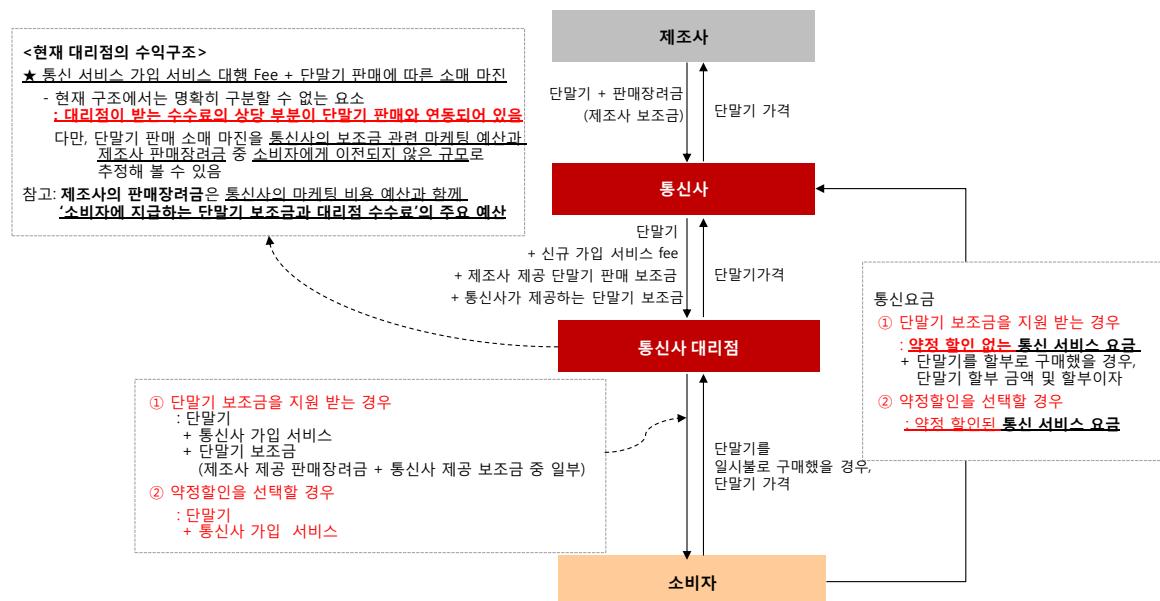
[참고] 단말기 자급제 관련 논의 정리

정부 주도의 단말기 자급제 기본 아이디어: 단말기 지원금을 없애 통신요금을 낮춘다



자료: SK 증권

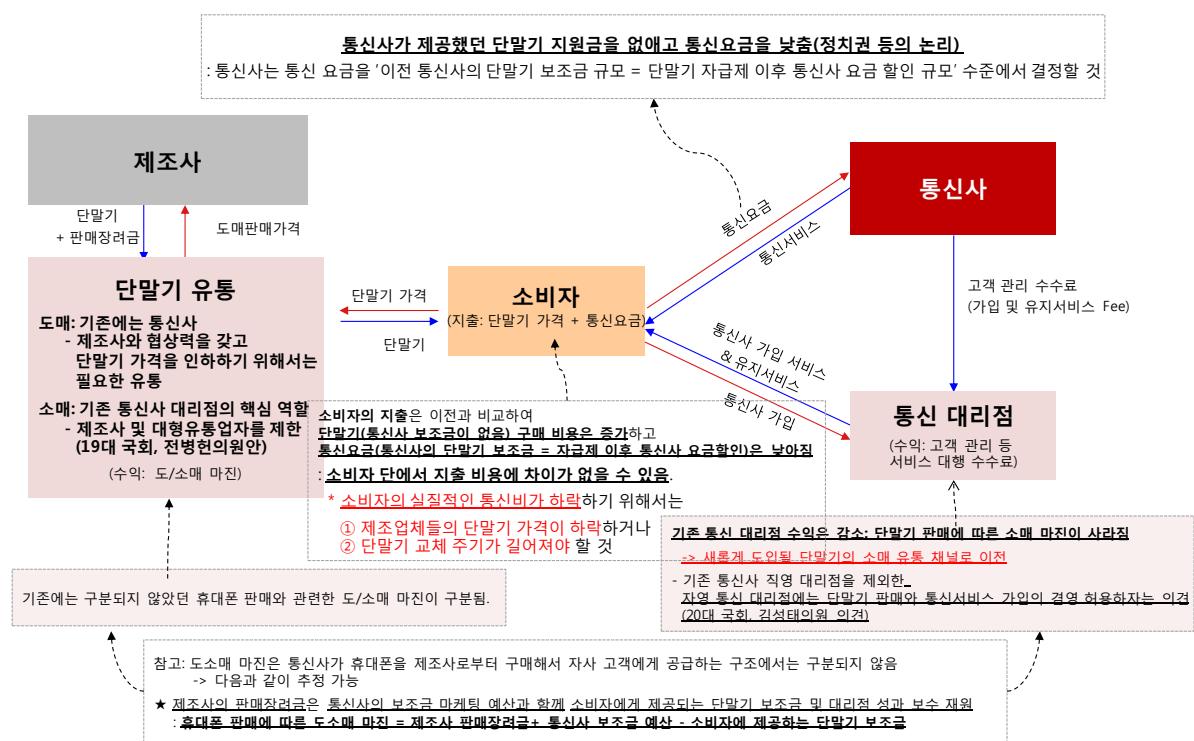
현재 휴대폰 단말기 유통 및 통신 서비스 가입 구조: 통신서비스 가입과 휴대폰 구매가 결합, 휴대폰 유통 마진을 분리할 수 없음



자료: SK 증권

단말기 자급제 이해 관계자들의 수익/비용 정리(제조사 및 대형유통업체의 단말기 소매 판매를 제한할 경우)

- 기존 통신사 대리점은 통신서비스 가입점 혹은 단말기 유통 사업자 중 선택해야 함
(김성태 의원, 언론보도를 통해 중소자영업자들의 경우, 겸영을 허용하자는 의견을 제안한 바 있음)
- 통신사 직영 대리점은 휴대폰 단말기 판매가 금지됨
- 통신사 가입 및 서비스 대행과 관련한 서비스 수수료가 통신 대리점의 주요 수입
- 단말기 유통 소매점은 소매 유통 수수료 수입
- 단말기 도매 사업자로 SK 네트워크와 같은 통신 계열사(이미 물류 시스템이 구축되어 있음) 혹은 제조사 기반의 사업자(새롭게 물류 시스템 등을 구축하면서 진입)가 출연할 가능성 높음
: 단말기 유통 소매점이 직접 제조사와 접촉하여 제품을 조달하는 것은 비효율적, 단말기 유통 소매점을 대신해 제조사와 협상할 대형 사업자가 필요



자료: SK 증권

3. 캐시카우② - 에너지 마케팅, 주유소 사업

(1) 휘발유 도매 사업권 매각으로 주유소 사업에 집중

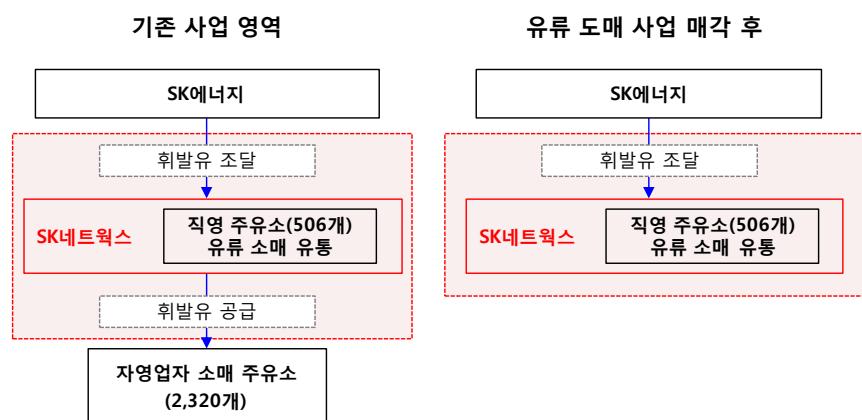
유류 소매 유통(직영 주유소) 사업
: 캐시카우 역할은 지속

다음으로 영업이익 기여가 큰 사업은 에너지 마케팅이다. 에너지 마케팅의 영업이익 규모는 2016년 950억원으로 유류 도매 분야에서 300억원, 유류 소매 유통 분야에서 650억원을 기여했다. 동사는 이 중 유류 도매 사업을 SK 에너지에 3,000억원에 매각하기로 하였다. 산술적으로는 연간 300억원의 영업이익 감소가 불가피하다. 하지만, 유류 소매 유통인 직영 주유소 사업의 효율성이 높아지며 감익 규모는 제한될 전망이다. 가장 큰 유류 소매 사업자로 동사가 가지는 바게닝 파워는 오히려 도매 사업을 매각한 이후 더 부각될 가능성이 높기 때문이다.

당사는 동사의 유류 도매 사업 매각이 동사가 운영하고 있는 주유소 사업을 고도화하는 계기가 될 것으로 판단한다. 그 동안은 유류 도매 유통을 직영 주유소 사업과 함께 운영하며 상대적으로 유류 조달 가격 협상 및 판매 가격 결정 등에서 자율성이 떨어졌다. 그러나 앞으로는 유류 소매 유통만 담당하면서 공격적인 영업전략을 구사할 수 있을 것으로 전망한다.

또한 주유소는 운전자 트래픽이 지속적으로 유입되는 곳으로 향후 동사가 성장 동력으로 확대하고 있는 렌터카/가정용품 렌탈 사업과의 시너지 창출이 가능한 분야로 판단된다.

에너지 마케팅 사업 영역



자료: SK 네트웍스, SK 증권 정리

4. 성장 동력① - Car-Life, 렌터카가 핵심

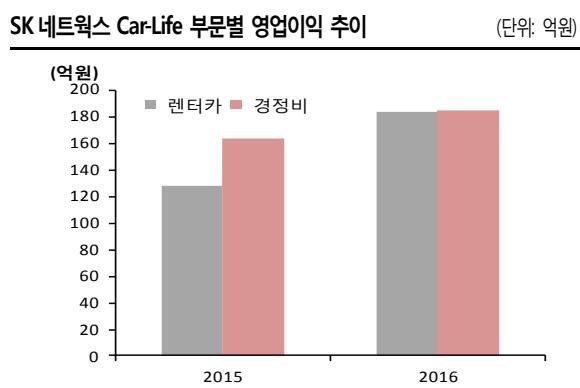
(1) 렌터카, 플레이어 중 누적 운행대수 확대가 가장 용이

다음은 동사 성장 동력으로 평가되는 Car-Life 사업인데, 2016년 영업이익 규모는 400억 원에 미치지 못하는 수준이다. 이 중에서 당사가 핵심 성장 동력이라 판단하는 렌터카 사업의 영업이익 규모는 200억 원에 불과하다. 그럼에도 불구하고 렌터카 사업은 장기적으로 동사 영업이익 성장의 핵심이 될 전망이다. 렌터카에 대한 수요는 지속적으로 증가할 수 밖에 없는데, 이러한 수요를 흡수할 수 있는 기업은 제한적이기 때문이다.

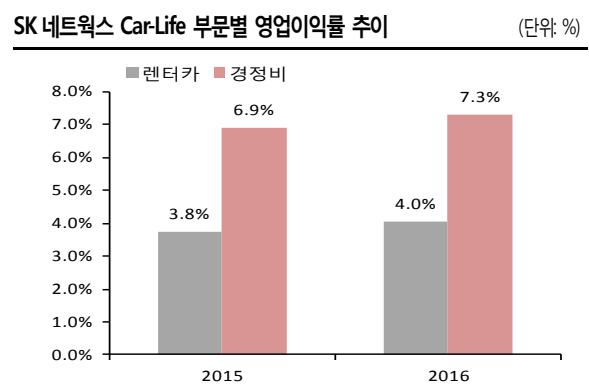
최근 렌터카는 소득 수준보다 더 높아진 차량 소비에 대한 눈높이를 만족시키기에 적절한 선택지로 각광받고 있다. 또한 차량 소비와 관련한 패턴이 소유에서 운행자체로 이전되고 있는 것도 향후 렌터카 시장의 고성장을 전망하게 한다.

그러나 이러한 수요를 흡수할 수 있는 기업은 제한적이다. 단가가 높은 차량을 구매해서 빌려주는 것이 핵심 수익 모델이기 때문에 초기 현금 소요가 절대적으로 많기 때문이다. 동사는 풍부한 현금흐름을 창출하는 사업부분을 보유하고 있어 렌터카 운행대수를 적극적으로 확대할 수 있다.

동사는 캐시카우 사업의 영업현금흐름을 기반으로 누적 운행대수를 확대하는 데 필요한 차량을 구매할 수 있다. 반면, 주요 경쟁사들은 렌터카 사업만을 영위하고 있어 렌터카 운행 대수를 확대하기 위해 필요한 차량을 추가로 구매하려면 추가 외부 자금조달 또한 필요로 한다. 결국, 이의 창출력이 높은 동사가 렌터카 시장에서 절대 경쟁 우위를 누릴 전망이다. 실제로 동사는 후발주자임에도 불구하고 최근 렌터카 시장에서 점유율을 가파르게 높이고 있다.

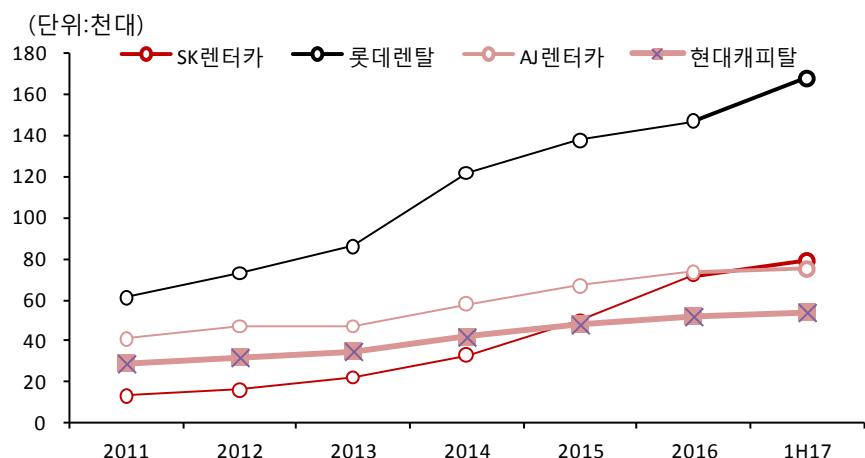


자료: SK 네트웍스



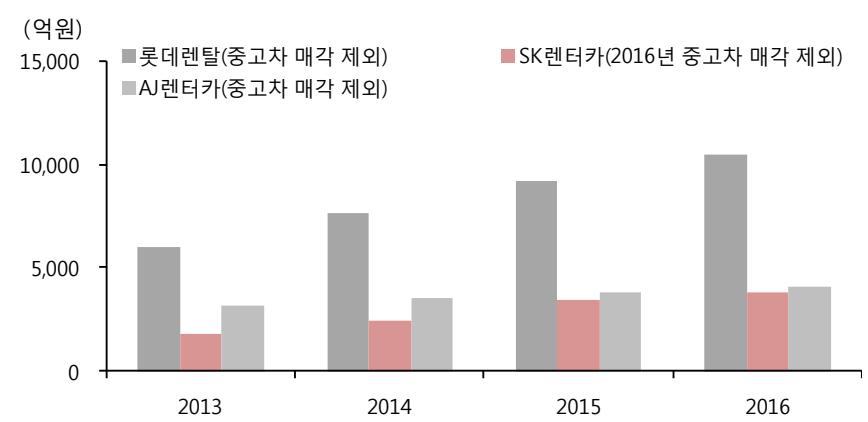
자료: SK 네트웍스

렌터카 상위 업체 운영 대수



자료: SK 네트웍스, 한국렌터카사업조합연합회

롯데렌탈/AJ렌터카 렌탈 매출(연결) 규모



자료: 각 사

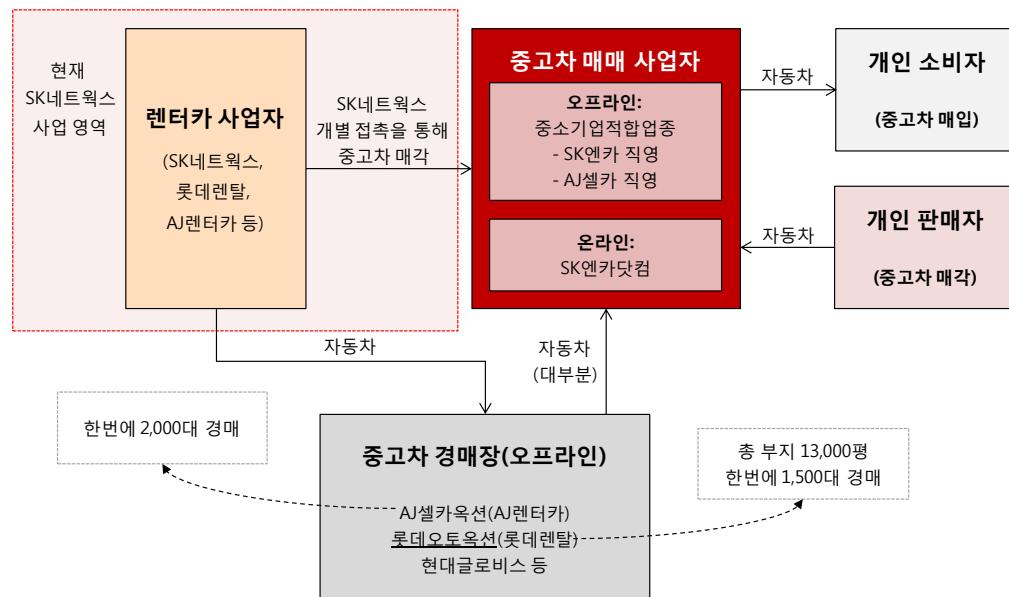
(2) 중고차 매매, 아직은 열위

SK 렌터카는 2016년을 지나며 렌터카 운영대수 기준에서는 롯데렌탈에 이어 2위로 올라섰으나, 렌터카 사업과 관련한 인프라 구축 측면에서 롯데렌탈이나 AJ 렌터카에 비해 열위에 있는 것이 사실이다. 그 중에서도 중고차 매매와 관련한 인프라는 특히 더 부족하다고 할 수 있는데, 경쟁사가 중고차 경매장을 적극적으로 운영하고 있는 것과 달리 동사는 중고차 매매 사업자들과 개별 접촉을 통해 매각을 하고 있다.

동사의 중고차 매매 수요가 아직 롯데렌탈이나 AJ 렌터카에 비해 작은 수준이기 때문에 현재의 시스템이 문제가 되고 있지는 않다. 그러나 렌터카의 계약기간이 3년~5년 사이라는 점을 고려하면, 2016년 6,700 대였던 중고차 매각 차량 수가 금년에는 9,200 대, 2018년에는 10,000 대를 넘어서며 중고차 매각과 관련한 인프라 구축이 필요하다.

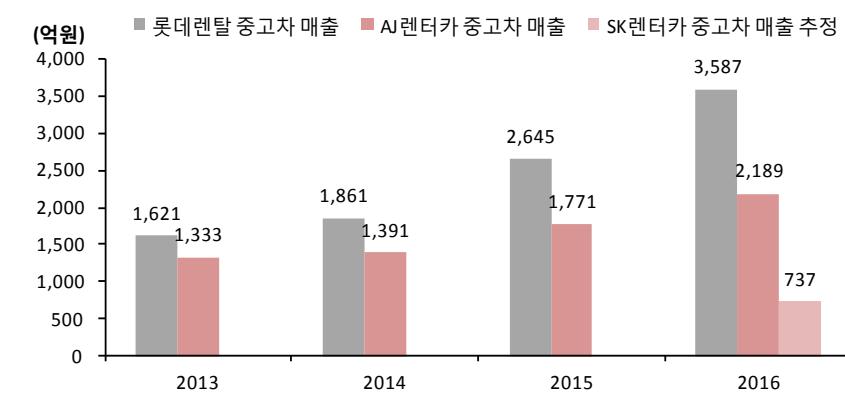
이를 위해 동사는 다양한 M&A 혹은 제휴를 고려 중에 있다. 향후, 보다 효율적인 중고차 매매 시스템을 구축한다면 렌터카 사업의 이익규모는 한 단계 상승할 수 있을 전망이다.

중고차 매매 흐름도



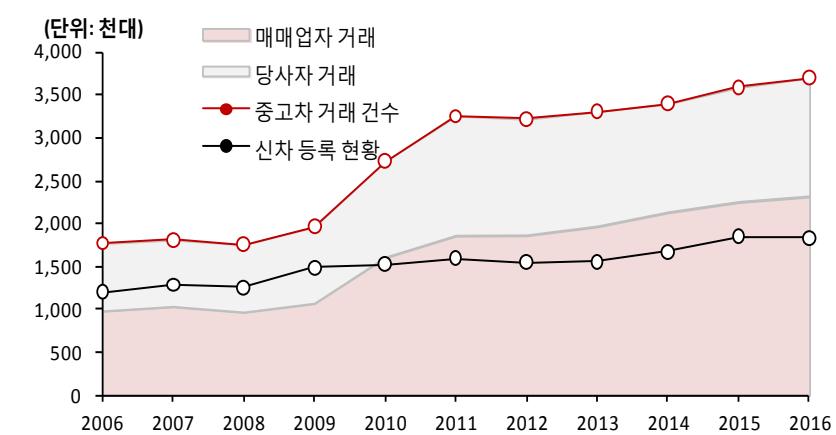
자료: SK 증권

롯데렌탈/AJ 렌터카/SK 렌터카 중고차 매출 규모



자료 각 사

중고차 시장 규모 추이



자료 국토교통부

(3) 경정비: 점포 수는 규제로 확장하기 어렵지만...

경정비 사업은 '스피드메이트'를 운영하는 것으로 Car-Life 사업 내의 비중이 40% 이 하이며 성장성 또한 절대적으로 낮은 수준이다. 또한 자동차 경정비 분야는 중소기업 적합업종으로 지정되어 있어 추가 출점은 어려운 사업이다. 따라서 SK 네트웍스의 향후 성장에 대한 설명력은 낮다. 그러나 현재 700 개의 스피드메이트 점포를 기반으로 정비 서비스뿐만 아니라 자동차 관련 서비스 및 상품 등을 도입하며 성장을 추구할 전망이다. 실제로 최근에는 해외 타이어를 합리적 가격으로 공급함으로써 스피드메이트의 사업 영역을 확대하고 있다.

5. 성장 동력② - SK 매직, 생활용품 렌탈

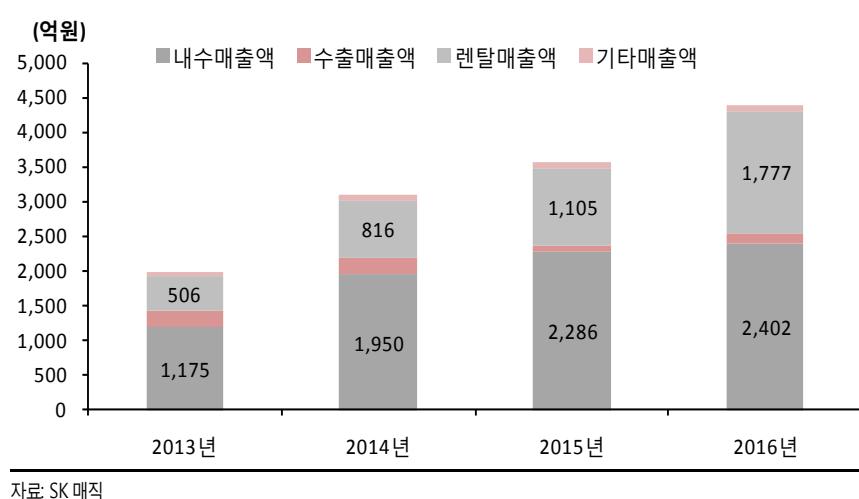
(1) 렌탈사업, 매출 성장 탁월

또 하나 향후 핵심 성장 동력으로 주목 받고 있는 사업은 SK 매직이다. SK 매직은 2016년 동사가 100% 지분을 인수한 회사로 생활가전 제품을 일시불과 렌탈을 통해 판매하는 사업을 하고 있다. 이중 당사가 주목하는 것은 정수기를 중심으로 한 렌탈사업이다. 최근 수년간 가파른 렌탈 계정 증가를 통해 매출이 가파르게 성장하고 있기 때문이다. 또한 누적 계정이 증가함에 따라 동사의 수익성 역시 다른 생활용품 렌탈 사업자들이 누리는 높은 수익성을 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

SK 매직의 부문별 매출을 보면 2016년까지도 렌탈 매출보다는 일시불 판매라 할 수 있는 내수 매출액이 훨씬 큰 비중을 차지하고 있다. 그러나 성장률 측면에서는 렌탈사업의 매출이 가파르게 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 당사는 앞서 언급했던 렌터카 시장과 유사하게 생활용품 분야에서도 렌탈 수요가 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 왜냐하면 자동차 렌탈에 비해 생활용품 렌탈은 위생/건강에 대한 관심이 확대되면서 전문가 서비스를 합리적인 가격에 받고자 하는 소비자의 욕구가 증가하며 더 많은 수요가 창출되고 있기 때문이다.

렌터카 사업과 마찬가지로 SK 매직 역시 생활용품 렌탈 시장에서 후발 주자다. 생활용품 렌탈 시장의 절대 강자라 할 수 있는 코웨이뿐만 아니라 후발 주자로 분류되는 쿠쿠전자/청호나이스 등에 비해서도 사업을 확대하는 시점이 다소 늦었던 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 최근에는 2위권 사업자 중 가장 가파르게 계정을 확대하고 있다.

SK 매직 부문별 매출 추이



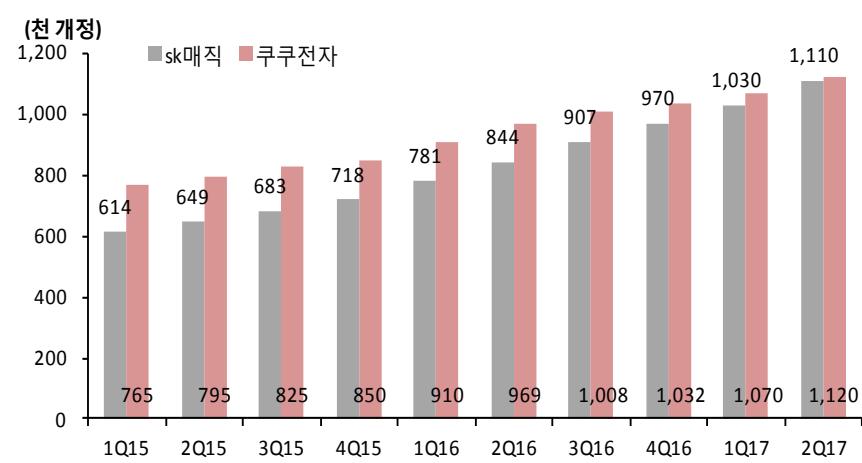
자료 SK 매직

쿠쿠전자와 비교
: SK 매직 렌탈 사업의
높은 성장 속도 확인

2014년 말 57만 9,000 계정에 불과했던 동사의 누계 렌탈 계정수는 2016년 말 97만 계정으로 확대되었고 2017년 상반기 기준 111만 계정에 이르렀다. 이는 쿠쿠전자의 112만 계정과 불과 1만 계정 차이로, 2014년 말 차이였던 16만 계정에서 빠르게 격차를 줄였다.

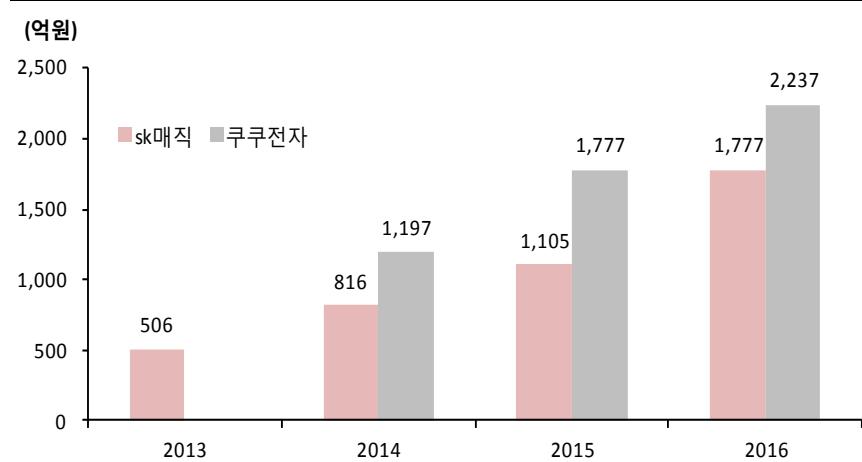
렌탈 계정 수가 빠르게 증가하는 만큼 렌탈 부문 매출 역시 가파르게 확대되고 있다. 이 역시 쿠쿠전자와 비교해 보면 증가 속도를 가늠해 볼 수 있다.

SK 매직 VS 쿠쿠전자 누적 계정 수 추이: SK 매직이 빠르게 추격



자료: SK 매직

SK 매직/쿠쿠전자 렌탈 부문 매출액: SK 매직 계정 증가와 함께 빠르게 차이를 축소

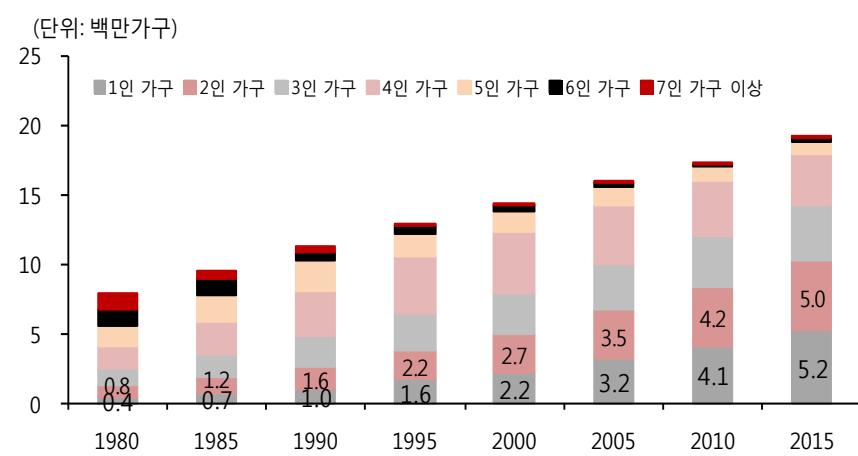


자료: SK 매직/쿠쿠전자

향후, 렌탈 계정 증가는 이전보다 더 속도가 높아질 전망이다. 2016년 말 SK 네트워크에 편입된 이후, 계정증가를 위한 특별한 전략적 마케팅 활동이 없었다. 그러나 2017년 9월부터 SK 매직은 SKT 와의 마케팅 제휴를 통해 T 멤버쉽 포인트 15%를 차감하면 렌탈료를 할인 받을 수 있는 상품을 출시했다. SKT가 통신서비스 시장에서 영위하고 있는 절대적 지위와 상대적으로 중/장년층의 포인트 활용도가 낮았던 점을 고려할 때, 그 파급력은 클 것으로 판단한다.

더욱이, 코웨이와 비교했을 때 낮은 가격대의 렌탈 제품이 주요 모델인 SK 매직과 쿠쿠 전자의 주요 고객은 1~2인 가구로, 상대적으로 월 렌탈료에도 민감할 것으로 추정되는데, 이 점 역시 SK 매직의 계정 증가 속도가 높아질 것을 예상하게 한다. 물론, 두 회사 모두 중저가 렌탈 수요 확대에 따른 수혜가 가능할 전망이다. 3~4인 가구가 주요 수요인 코웨이의 렌탈계정 수가 570만을 초과하는 반면, 1~2인 가구를 주요 수요로 하는 SK 매직과 쿠쿠전자의 계정 수는 230만에 불과하기 때문이다.

가구원수 별 전국 가구 수 추이



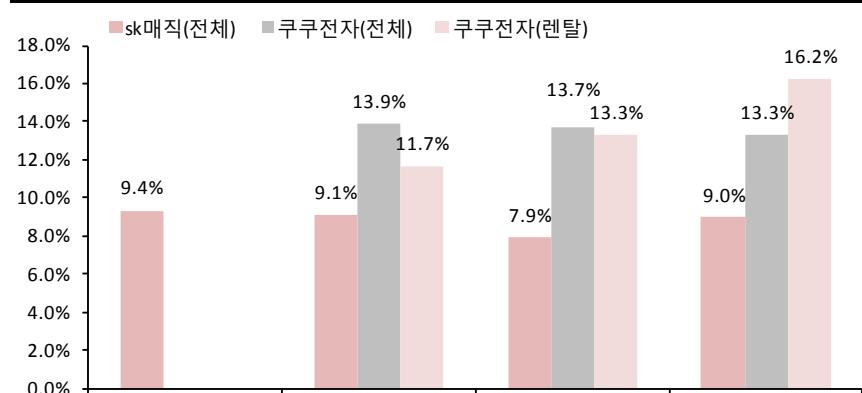
자료: 통계청

한편, SK 매직의 영업이익률은 상대적으로 낮은데, 아직 계정 확대의 도입에 있기 때문에 규모의 경제 효과가 나타나는 초기 국면으로 향후 개선 가능성이 상당히 높을 것이라고 판단한다. SK 매직이 렌탈 계정을 가파르게 확대한 초기인 2014년과 2015년 SK 매직의 영업이익률은 약화되었다. 이후 2016년 영업이익률은 9.0%로 전년 대비 1.1%p 개선되었다.

SK 매직의 영업이익이 사업부문별로 구분되어 공시되지 않아 2016년의 영업이익률 개선이 렌탈 사업부에서 어느 정도 기여한 것인지 정확히 확인하기는 어렵지만, 렌탈 사업이 대부분을 기여했다고 평가하는 것이 적절해 보인다. 가전 판매 부문의 매출이 크게 확대되지 않은 상황에서 수익성만 크게 개선되었다고 보기 어렵기 때문이다.

SK 매직의 수익성 개선은 향후 더 가파르게 나타날 것으로 예상하는데, 생활용품 렌탈 산업의 수익성이 절대적으로 높기 때문이다. 쿠쿠전자의 2016년 렌탈사업 영업이익률이 16.2%에 이르고, 안마의자로 유명한 바디프랜드의 영업이익률은 25%를 상회하는 수준이다. 아직은 낮은 SK 매직의 영업이익률은 추후 높은 개선 가능성을 기대하게 하는 포인트다.

SK 매직/쿠쿠전자 영업이익률 비교: SK 매직의 개선 가능성을 가늠해 볼 수 있음



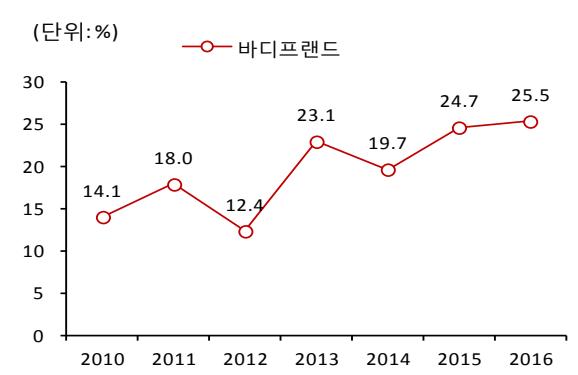
자료: SK 매직/쿠쿠전자

코웨이 별도 기준 영업이익률 추이



자료: 코웨이

바디프랜드 별도 기준 영업이익률 추이



자료: 바디프랜드

6. 기타 상사 & 워커힐 호텔

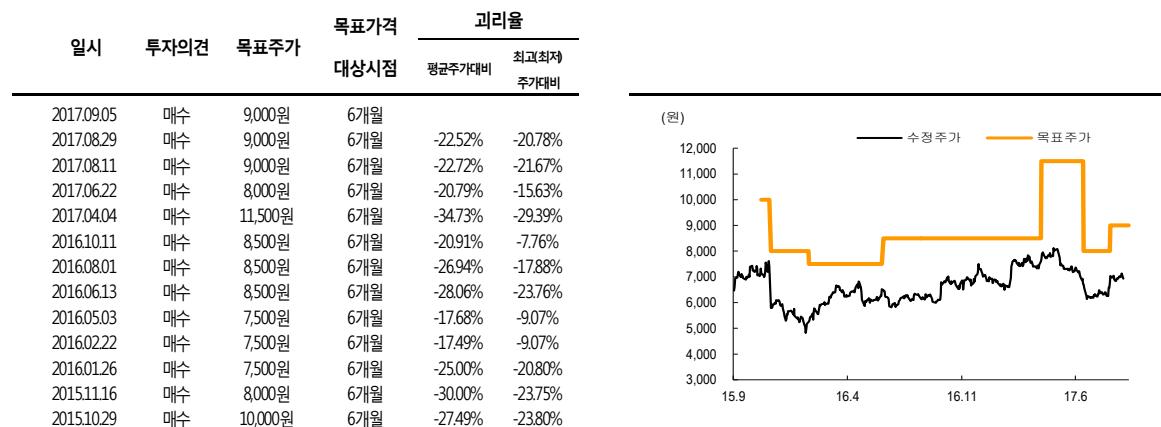
(1) 상사: 장기적으로 SK 매직의 해외 진출 기반

상사 사업은 동사 매출의 절대적인 비중을 차지하지만 영업이익 규모는 연간 400 억원 규모에 불과하다. 현재는 석유화학 산업의 원재료 품목과 철강제품을 국내외 고객들에게 조달해주고 있으며, 자동차 사업은 한국산 중심의 완성차, CKD, 그리고 자동차 시트 등의 부품을 중동지역으로 수출하고 있다.

상사 사업은 그 자체로 확장하여 성장의 동력이 될 것을 기대하지는 않는다. 그러나 향후 SK 매직이 해외 진출을 할 때, 효과적인 진출을 가능하게 할 전망이다.

(2) 워커힐 호텔: 리모델링 완료, 안정적인 영업구조

워커힐 호텔은 당분간 큰 변화 없이 안정적인 영업을 지속할 전망이다. 2015년 면세사업의 특허가 만료되며 현재는 전형적인 호텔사업인 객실 판매와 식음료 서비스 사업을 영위하고 있으며, 파라다이스 카지노 임차를 통해 발생하는 임차 수익을 얻고 있다. 2016년 스타우드 계열과의 제휴를 종료한 이후, '그랜드 워커힐'과 '비스타 워커힐'로 브랜드 교체 작업 및 리모델링을 완료하였다. 리모델링 이후 객실 점유율의 빠른 회복을 기대했으나, 중국인 관광객이 감소하여 호텔 영업에 부담이 되고 있다. 그럼에도 장기적으로 고객 다변화를 통해 호텔 영업은 안정적인 수준을 지속할 수 있을 전망이다.



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 9 월 5 일 현재 SK 네트웍스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 5일 기준)

매수	90.45%	중립	9.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	42,927	39,233	34,187	38,766	39,760
현금및현금성자산	12,918	11,290	6,964	13,669	18,420
매출채권및기타채권	16,238	14,493	15,479	14,469	12,105
재고자산	9,482	11,417	5,501	5,142	4,302
비유동자산	42,121	42,799	52,016	50,299	47,328
장기금융자산	1,410	794	548	541	541
유형자산	35,153	35,189	39,851	35,653	33,782
무형자산	990	948	5,597	8,258	7,561
자산총계	85,047	82,032	86,203	89,065	87,088
유동부채	45,497	42,619	43,578	42,682	38,353
단기금융부채	17,488	14,849	14,537	15,485	15,485
매입채무 및 기타채무	26,280	26,361	26,005	24,308	20,336
단기충당부채	5	7	693	648	542
비유동부채	14,368	14,219	18,570	22,179	23,266
장기금융부채	13,769	13,804	17,202	16,912	16,912
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	256	88	84	78	66
부채총계	59,865	56,838	62,148	64,861	61,619
지배주주지분	25,256	25,278	24,280	24,436	25,711
자본금	6,487	6,487	6,487	6,487	6,487
자본잉여금	8,146	8,147	8,145	8,145	8,145
기타자본구성요소	8	8	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,594	11,082	10,050	10,385	11,875
비자본주주지분	-74	-84	-225	-233	-241
자본총계	25,182	25,194	24,055	24,203	25,470
부채와자본총계	85,047	82,032	86,203	89,065	87,088

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-1,644	1,918	887	3,968	5,065
당기순이익(순실)	316	730	-816	620	1,490
비현금성항목등	3,791	2,602	4,139	3,684	3,758
유형자산감가상각비	1,075	1,353	1,669	2,126	1,871
무형자산상각비	152	147	92	397	747
기타	1,079	-126	1,224	-9	132
운전자본감소(증가)	-5,492	-927	-2,259	-592	-274
매출채권및기타채권의 감소증가)	-1,063	3,019	-1,295	1,152	2,365
재고자산감소(증가)	-367	-1,601	4,226	384	840
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-1,275	134	-859	-1,801	-3,973
기타	-2,786	-2,478	-4,331	-328	493
법인세납부	-259	-488	-177	256	91
투자활동현금흐름	3,606	434	-5,506	2,664	590
금융자산감소(증가)	161	232	-3	4	0
유형자산감소(증가)	-1,352	-587	-844	-164	0
무형자산감소(증가)	46	-46	-28	-50	-50
기타	4,751	835	-4,631	2,874	639
재무활동현금흐름	-2,091	-3,967	326	113	-904
단기금융부채증가(감소)	-4,176	-6,430	-4,734	865	0
장기금융부채증가(감소)	3,607	3,628	6,177	121	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-248	-248	-248	0
기타	-1,522	-917	-868	-873	-904
현금의 증가(감소)	-148	-1,628	-4,326	6,705	4,751
기초현금	13,065	12,918	11,290	6,964	13,669
기말현금	12,918	11,290	6,964	13,669	18,420
FCF	-2,940	1,295	7,247	3,435	4,127

자료 : SK네트워크, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	224,081	195,234	184,574	192,763	149,109
매출원가	206,670	184,276	174,344	182,448	139,403
매출총이익	17,410	10,958	10,230	10,315	9,706
매출총이익률 (%)	7.8	5.6	5.5	5.4	6.5
판매비와관리비	15,397	9,047	8,556	8,612	7,075
영업이익	2,013	1,911	1,673	1,703	2,631
영업이익률 (%)	0.9	1.0	0.9	0.9	1.8
비영업손익	-1,641	-668	-1,172	-803	-720
순금융비용	739	730	662	751	687
외환관련손익	-487	-626	-273	227	117
관계기업투자등 관련손익	-502	-65	-111	-17	-17
세전계속사업이익	373	1,243	501	900	1,911
세전계속사업이익률 (%)	0.2	0.6	0.3	0.5	1.3
계속사업법인세	57	327	214	271	420
계속사업이익	316	916	287	629	1,490
중단사업이익	0	-185	-1,103	-8	0
*법인세효과	0	-56	-335	-3	0
당기순이익	316	730	-816	620	1,490
순이익률 (%)	0.1	0.4	-0.4	0.3	1.0
지배주주	321	735	-817	620	1,490
지배주주기여금 순이익률(%)	0.14	0.38	-0.44	0.32	1
비자매주주	-5	-5	1	0	0
총포괄이익	163	267	-752	396	1,266
지배주주	163	269	-747	405	1,275
비자매주주	0	-2	-5	-8	-8
EBITDA	3,241	3,411	3,434	4,226	5,248

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-13.7	-12.9	-5.5	4.4	-22.7
영업이익	-16.4	-5.1	-12.4	1.8	54.5
세전계속사업이익	흑전	233.4	-59.7	79.7	112.3
EBITDA	-6.5	5.2	0.7	23.1	24.2
EPS(계속사업)	흑전	187.0	적전	흑전	137.0
수익성 (%)					
ROE	1.3	2.9	-3.3	2.6	5.9
ROA	0.4	0.9	-1.0	0.7	1.7
EBITDA마진	1.5	1.8	1.9	2.2	3.5
안정성 (%)					
유동비율	94.4	92.1	78.5	90.8	103.7
부채비율	237.7	225.6	258.4	268.0	241.9
순차입금/자기자본	69.8	66.5	100.5	76.2	53.8
EBITDA/이자비용(배)	3.5	3.8	4.1	4.7	5.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	129	371	115	253	600
BPS	10,172	10,180	9,778	9,841	10,355
CFPS	624	900	380	1,266	1,654
주당 현금배당금	100	100	100	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	87.9	25.5	65.2	32.1	13.5
PER(최저)	56.3	14.3	41.9	24.2	10.2
PBR(최고)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
PCR	14.3	6.1	18.2	5.5	4.2
EV/EBITDA(최고)	14.1	11.8	12.5	9.2	6.6
EV/EBITDA(최저)	11.0	8.8	10.6	8.1	5.6