

SK네트웍스 (001740)

시렌터카 인수 이후 시장변화에 주목

목표주가 7,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지

SK네트웍스 목표주가 7,000원으로 27% 상향하며 투자 의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 2019년 BPS에 PBR 0.7배를 적용했다. 지난 9월 21일 SK네트웍스는 이사회를 통해 AJ 렌터카 지분 42.24%를 3천억원(주당 3.2만원)에 인수하는 안건을 결의했고 연말까지 인수를 마무리할 계획이다. 신규 사업자 진입 불확실성 해소, 렌터카 사업 포트폴리오 강화, 외형성장과 경쟁완화를 동시에 해결한다는 점에서 100%에 가까운 인수 프리미엄은 정당화될 수 있다. 인수대금은 보유 현금과 일부 차입, 비효율/저수익 자산 매각으로 마련한다.

3Q18 영업이익 434억원(YoY -13.0%) 컨센서스 부합 전망

3분기 매출액은 전년대비 0.1% 증가한 3,8조원이 예상된다. 상사 부문의 매출감소는 신규 단말기 출시에 따른 정보통신 부문 외형성장으로 상쇄될 전망이다. 영업이익은 전년대비 13.0% 감소한 434억원이 예상된다. 광고비 감소로 SK매직 실적개선이 가능하나 상사, 주유소 부문은 전년대비 부진이 불가피하기 때문이다. 중동향 매출 감소로 상사 부문 감익은 4분기에도 나타날 전망이다. 다만 최근 단가협상이 완료된 주유소 부문과 광고비 절감에 따른 SK매직의 실적개선으로 4분기 이익은 전년대비 18.0% 개선된 501억원이 예상된다.

결자해지. 마진 개선에 의한 렌터카 부문의 질적 도약 기대

2017년 SK네트웍스의 렌터카 보유대수는 2위에 등극했지만 1위 업체 KT렌탈 대비 여전히 격차가 10만대 수준 이었다. 분기당 3천대 이상의 외형성장 전략이 지속되면서 렌터카 시장 마진이 감소했다. 하지만 이번 인수로 2만대 수준까지 격차가 대폭 축소되었으며 렌터카 시장의 점유율은 24.3%와 21.9%의 양강구도로 개편되었다. 향후 렌터카 시장 전략은 외형확대에서 수익성강화로 전환될 전망이다. SK네트웍스의 고객은 개인과 장기 중심인 반면 AJ렌터카는 법인과 단기로 합병 시너지가 가능하다. 또한 중고차 매각에 관한 운영경험 활용 측면에서 질적 개선이 기대된다. 인수에 따른 이익기여 뿐만 아니라 시장구도 개편과 체질개선에도 주목해야 한다.

Update

BUY

| TP(12M): 7,000원(상향) | CP(9월 21일): 5,210원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,339.17
52주 최고/최저(원)	7,250/4,310
시가총액(십억원)	1,293.1
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	248,187.6
60일 평균 거래량(천주)	919.0
60일 평균 거래대금(십억원)	4.4
18년 배당금(예상, 원)	120
18년 배당수익률(예상, %)	2.30
외국인지분율(%)	11.63
주요주주 지분율(%)	
SK 외 6인	40.33
국민연금	6.17
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.8 (10.9) (24.8)
상대	10.4 (5.4) (22.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	14,715.6	15,254.5
영업이익(십억원)	138.5	184.8
순이익(십억원)	50.3	88.4
EPS(원)	202	353
BPS(원)	9,959	10,211

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	12,904.7	15,202.3	14,275.7	14,986.6	15,318.8
영업이익	십억원	155.4	142.8	139.4	203.8	266.4
세전이익	십억원	70.7	62.8	71.0	138.7	201.2
순이익	십억원	(81.7)	33.4	50.2	105.2	152.5
EPS	원	(329)	135	202	423	614
증감률	%	적전	흑전	49.6	109.4	45.2
PER	배	N/A	49.42	25.75	12.30	8.48
PBR	배	0.71	0.68	0.53	0.51	0.49
EV/EBITDA	배	11.17	9.05	8.65	6.75	5.77
ROE	%	(3.30)	1.39	2.11	4.33	6.03
BPS	원	9,778	9,765	9,854	10,162	10,659
DPS	원	100	120	120	120	120



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

단순 이익증가뿐만 아니라 영업환경 개선을 반영해 목표주가 상향

목표주가 7,000원으로 27% 상향
(2019년 BPS에 PBR 0.7배 적용)
투자 의견 BUY 유지

목표주가를 기존 5,500원에서 7,000원으로 27% 상향하며 투자 의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 2019년 BPS에 PBR 0.7배를 적용했다. 이번 인수는 신규 사업자 진입여부에 대한 불확실성 해소, 렌터카 사업 포트폴리오 강화, 외형성장, 경쟁완화를 동시 해결할 이벤트로 판단된다. 2017년 연간 실적 기준 단순합산 영업이익과 순이익 개선폭은 각각 28.6%, 37.8%로 전사 이익개선 측면에서 유의미하다. 단순 이익증가뿐만 아니라 렌터카 시장 전반의 마진개선에 따른 영업가치 제고 측면에서도 긍정적으로 판단된다.

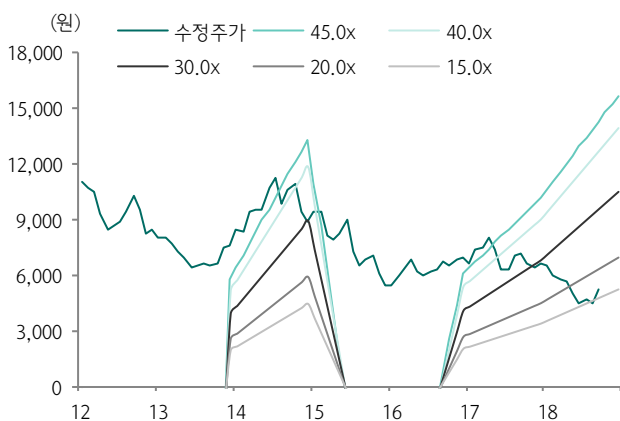
표 1. SK네트웍스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2017				2018F				3Q 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	36,895	37,041	37,836	40,543	34,773	34,324	37,878	35,783	0.1	10.4
정보통신	10,877	11,911	12,904	16,028	12,659	11,516	15,747	14,919	22.0	36.7
Energy Retail	4,792	4,794	4,538	4,311	3,603	3,590	3,560	3,552	(21.6)	(0.8)
Car-Life	2,022	2,115	2,263	2,448	2,444	2,463	2,555	2,675	12.9	3.8
상사	17,031	16,411	16,119	15,331	14,046	14,515	13,591	12,036	(15.7)	(6.4)
워커힐	427	536	583	618	554	624	556	609	(4.7)	(10.9)
SK매직	1,242	1,287	1,427	1,521	1,482	1,615	1,726	1,833	21.0	6.9
기타	504	(13)	2	286	(15)	1	144	158	7,113.3	14,326.7
영업이익	343	144	499	425	245	213	434	501	(13.0)	103.5
정보통신	212	213	238	227	192	172	220	224	(7.4)	27.9
Energy Retail	120	100	84	79	41	37	64	75	(23.7)	73.2
Car-Life	55	114	116	104	72	81	101	110	(13.1)	23.8
상사	131	110	208	100	177	135	136	72	(34.7)	0.4
워커힐	(62)	(4)	(27)	16	(19)	3	(5)	30	적지	적전
SK매직	74	48	81	104	60	69	143	202	76.2	106.8
기타	(187)	(437)	(201)	(205)	(278)	(285)	(225)	(212)	적지	적지
세전이익	173	(124)	262	318	28	33	311	338	18.9	855.0
순이익	109	(138)	188	175	8	2	236	256	25.5	12,579.8
영업이익률	0.9	0.4	1.3	1.0	0.7	0.6	1.1	1.4	-	-
세전이익률	0.5	(0.3)	0.7	0.8	0.1	0.1	0.8	0.9	-	-
순이익률	0.3	(0.4)	0.5	0.4	0.0	0.0	0.6	0.7	-	-

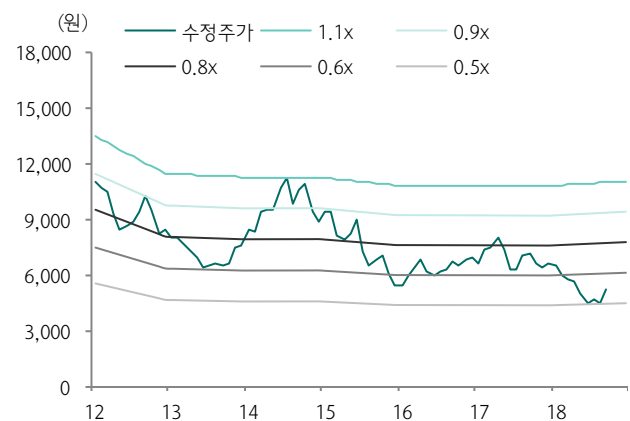
자료: SK네트웍스, 하나금융투자

그림 1. SK네트웍스 12M Fwd PER 추이



자료: SK네트웍스, 하나금융투자

그림 2. SK네트웍스 12M Fwd PBR 추이



자료: SK네트웍스, 하나금융투자

렌터카 시장 양강구도로 개편. 경쟁강도 완화로 수익성 개선 가능

2018년 상반기 렌터카 보유대수
 AJ렌터카 인수 이후 양강구도로 개편

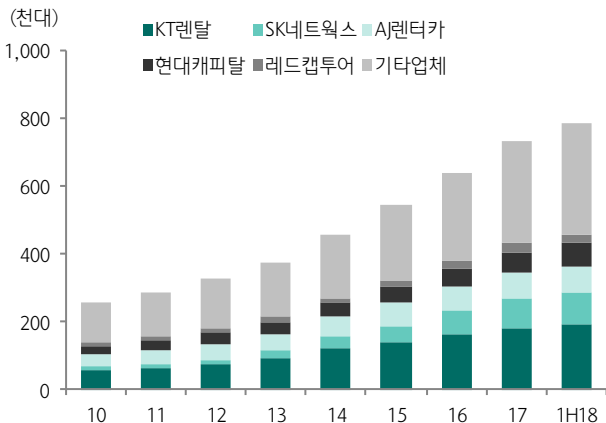
KT렌탈 19.0만대
 SK네트웍스 9.4만대
 AJ렌터카 7.7만대
 (인수 후 17.2만대)

렌터카 상위 2개사 점유율
 기존 34.1%에서 46.1%로 상승

SK네트웍스 렌터카 보유대수는 2014년부터 2017년까지 빠르게 성장하며 2배 이상 증가했다. 분기당 3천대 이상의 외형성장 전략이 지속되면서 렌터카 시장 전반의 영업마진이 감소했다. 2017년 1분기 운영대수 7.6만대를 기점으로 AJ렌터카를 제치고 업계 2위로 등극했지만 1위 업체 KT렌탈 대비 여전히 격차가 10만대 수준으로 컸다. 하지만 이번 인수를 통해 격차가 2만대 수준까지 대폭 축소되었으며 렌터카 시장의 점유율은 KT렌탈 24.3%, SK네트웍스(인수 후) 21.9%의 양강구도로 개편되었다. 따라서 이제 렌터카 시장 메이저 업체들의 전략은 마진을 희생하는 외형성장에서 경쟁강도 완화와 수익성 강화로 전환될 전망이다.

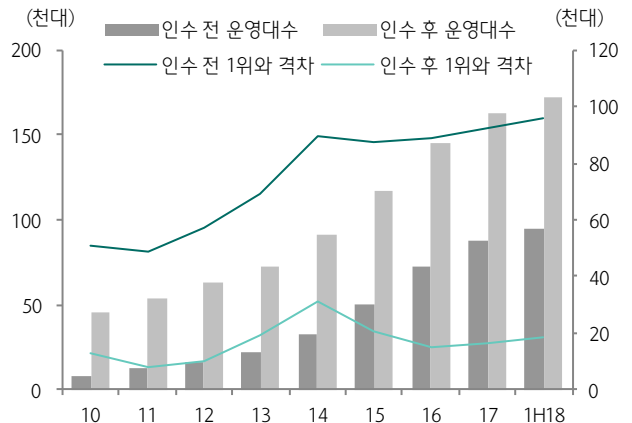
SK네트웍스는 개인과 장기 중심인 반면 AJ렌터카는 법인과 단기 위주이기 때문에 중복되는 부분이 없어 사업 포트폴리오가 강화되는 방향으로 합병 시너지가 가능하다. 또한 앞으로 커질 중고차판매 부문에서 AJ렌터카의 경험을 활용할 수 있다. 가파른 운영대수 증가로 SK네트웍스의 중고차판매 매출 및 이익기여도가 높지 않았던 것으로 추정된다. 현재 KT렌탈과 AJ렌터카의 중고차판매 부문 매출비중은 20% 이상으로 크고 이익률도 한 자리수 후반에서 두 자리수 초반까지 높다. 규모의 경제가 가능한 운영대수와 중고차 판매의 구조적 성장을 바탕으로 렌터카 부문 이익의 질적 개선이 기대된다.

그림 3. 연간 주요 렌터카 사업자별 운영대수 추이



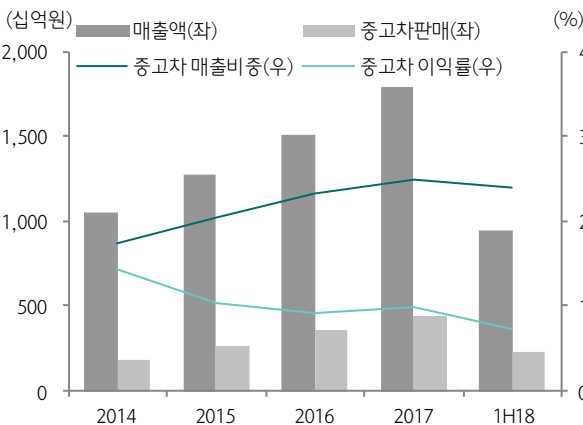
자료: SK네트웍스, 하나금융투자

그림 4. 인수 전/후 운영대수 및 1위 업체와 격차 변화



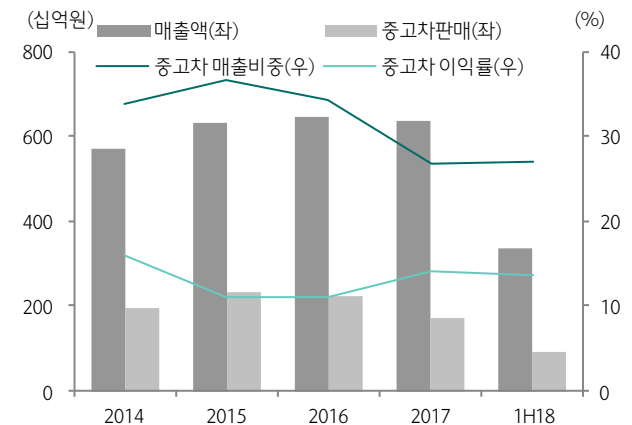
자료: SK네트웍스, 하나금융투자

그림 5. KT렌탈 중고차판매 매출 비중과 영업이익률 추이



자료: KT렌탈, 하나금융투자

그림 6. AJ렌터카 중고차판매 매출 비중과 영업이익률 추이



자료: AJ렌터카, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,904.7	15,202.3	14,275.7	14,986.6	15,318.8
매출원가	11,972.5	14,104.0	13,187.9	13,808.7	14,056.7
매출총이익	932.2	1,098.3	1,087.8	1,177.9	1,262.1
판매비	776.8	955.6	948.4	974.1	995.7
영업이익	155.4	142.8	139.4	203.8	266.4
금융손익	(56.7)	(52.5)	(64.5)	(64.0)	(63.7)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.1	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(27.9)	(27.6)	(3.9)	(1.1)	(1.5)
세전이익	70.7	62.8	71.0	138.7	201.2
법인세	26.4	16.4	14.4	33.6	48.7
계속사업이익	44.3	46.4	56.6	105.2	152.5
중단사업이익	(125.9)	(11.8)	(6.5)	0.0	0.0
당기순이익	(81.6)	34.6	50.1	105.2	152.5
비배주주지분순이익	0.1	1.2	(0.2)	0.0	0.0
지배주주순이익	(81.7)	33.4	50.2	105.2	152.5
지배주주지분포괄이익	(74.7)	21.6	50.7	98.9	143.4
NOPAT	97.4	105.5	111.1	154.5	201.9
EBITDA	331.5	385.7	398.9	494.6	554.1
성장성(%)					
매출액증가율	(33.9)	17.8	(6.1)	5.0	2.2
NOPAT증가율	(30.8)	8.3	5.3	39.1	30.7
EBITDA증가율	(2.8)	16.3	3.4	24.0	12.0
영업이익증가율	(18.7)	(8.1)	(2.4)	46.2	30.7
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	50.3	109.6	45.0
EPS증가율	적전	흑전	49.6	109.4	45.2
수익성(%)					
매출총이익률	7.2	7.2	7.6	7.9	8.2
EBITDA이익률	2.6	2.5	2.8	3.3	3.6
영업이익률	1.2	0.9	1.0	1.4	1.7
계속사업이익률	0.3	0.3	0.4	0.7	1.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(329)	135	202	423	614
BPS	9,778	9,765	9,854	10,162	10,659
CFPS	1,338	1,566	1,627	1,960	2,185
EBITDAPS	1,335	1,553	1,607	1,992	2,232
SPS	51,972	61,225	57,494	60,356	61,694
DPS	100	120	120	120	120
주기지표(배)					
PER	N/A	49.4	25.7	12.3	8.5
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
PCFR	5.2	4.2	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA	11.2	9.1	8.6	6.7	5.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(3.3)	1.4	2.1	4.3	6.0
ROA	(1.0)	0.4	0.7	1.4	2.0
ROIC	2.5	2.6	2.9	4.3	5.6
부채비율	258.4	207.7	219.4	220.3	202.9
순부채비율	83.3	79.1	91.7	84.2	74.6
이자보상배율(배)	2.5	2.3	1.8	2.5	3.3

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,418.7	2,609.4	2,687.3	2,968.3	2,930.4
금융자산	756.7	272.0	577.3	780.2	723.3
현금성자산	696.4	263.4	569.5	772.1	715.1
매출채권 등	1,557.4	1,247.0	1,116.8	1,163.7	1,175.1
재고자산	550.1	635.3	569.0	592.9	598.7
기타유동자산	554.5	455.1	424.2	431.5	433.3
비유동자산	5,201.6	4,618.0	4,884.8	4,869.4	4,855.0
투자자산	182.7	69.9	62.6	65.2	65.8
금융자산	54.8	51.2	45.9	47.8	48.2
유형자산	3,985.1	3,540.1	3,816.9	3,811.2	3,808.1
무형자산	559.7	555.1	556.1	543.8	531.9
기타비유동자산	474.1	452.9	449.2	449.2	449.2
자산총계	8,620.3	7,227.4	7,572.1	7,837.7	7,785.4
유동부채	4,357.8	3,207.1	3,558.1	3,735.8	3,557.1
금융부채	1,197.2	764.3	1,382.1	1,472.6	1,272.7
매입채무 등	2,876.7	2,238.0	2,004.3	2,088.6	2,109.0
기타유동부채	283.9	204.8	171.7	174.6	175.4
비유동부채	1,857.0	1,671.8	1,643.6	1,655.1	1,657.9
금융부채	1,562.5	1,364.4	1,368.2	1,368.2	1,368.2
기타비유동부채	294.5	307.4	275.4	286.9	289.7
부채총계	6,214.8	4,878.9	5,201.6	5,391.0	5,215.1
지배주주지분	2,428.0	2,370.2	2,392.4	2,468.6	2,592.2
자본금	648.7	648.7	648.7	648.7	648.7
자본잉여금	814.5	814.5	814.5	814.5	814.5
자본조정	0.8	(53.7)	(53.6)	(53.6)	(53.6)
기타포괄이익누계액	(41.0)	(51.5)	(42.9)	(42.9)	(42.9)
이익잉여금	1,005.0	1,012.3	1,025.8	1,102.0	1,225.6
비지배주주지분	(22.5)	(21.7)	(21.9)	(21.9)	(21.9)
자본총계	2,405.5	2,348.5	2,370.5	2,446.7	2,570.3
손금유부채	2,003.0	1,856.6	2,173.0	2,060.6	1,917.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

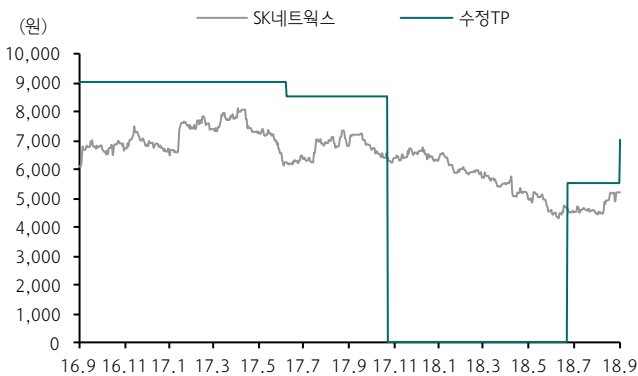
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	14.6	(634.6)	154.4	416.7	445.3
당기순이익	(81.6)	34.6	50.1	105.2	152.5
조정	322.1	284.0	270.7	290.8	287.8
감가상각비	176.1	242.9	259.5	290.9	287.8
외환거래손익	39.1	0.0	15.1	0.0	0.0
지분법손익	11.1	(0.3)	(0.9)	0.0	0.0
기타	95.8	41.4	(3.0)	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(225.9)	(953.2)	(166.4)	20.7	5.0
투자활동 현금흐름	(563.3)	878.0	(444.9)	(275.8)	(273.5)
투자자산감소(증가)	29.5	113.0	7.3	(2.6)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(84.4)	(39.7)	(469.3)	(272.8)	(272.8)
기타	(508.4)	804.7	17.1	(0.4)	(0.1)
재무활동 현금흐름	117.7	(676.1)	595.1	61.7	(228.7)
금융부채증가(감소)	(105.7)	(631.0)	621.7	90.5	(199.9)
자본증가(감소)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	248.4	(20.3)	2.3	0.1	0.1
배당지급	(24.8)	(24.8)	(28.9)	(28.9)	(28.9)
현금의 증감	(432.6)	(433.0)	306.1	202.6	(57.0)
Unlevered CFO	332.3	388.8	404.0	486.7	542.6
Free Cash Flow	(89.6)	(791.4)	(351.7)	143.9	172.5

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK네트웍스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.9.27	BUY	7,000		
18.7.18	BUY	5,500	-14.59%	-5.27%
17.11.17	Analyst Change	0	-	-
17.7.3	BUY	8,500	-21.08%	-13.53%
16.9.28	BUY	9,000	-20.57%	-9.78%
15.11.2	BUY	12,000	-49.23%	-36.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.3%	4.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트()는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트()는 2018년 09월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.