

SK COMPANY Analysis



Analyst
윤혁진

hjyoon2019@sksec.co.kr
02-3773-9025

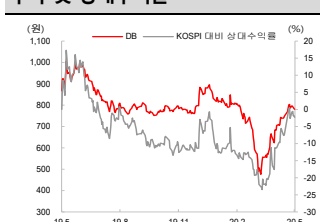
Company Data

자본금	1,006 억원
발행주식수	20,117 만주
자사주	1,014 만주
액면가	500 원
시가총액	1,571 억원
주요주주	
김남호(외14)	43.80%
자사주	5.04%
외국인지분률	2.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/05/15)	781 원
KOSPI	1927.28 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	1,005 원
52주 최저가	476 원
60일 평균 거래대금	6 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.2%	10.0%
6개월	-0.4%	11.8%
12개월	-10.0%	-2.3%

DB (012030/KS | Not Rated))

예상대로 서프라이즈한 1 분기 실적 기록

- 1 분기 매출액 +23%YoY 증가한 648 억원, 영업이익 +35% 증가한 78 억원 기록
- 브랜드 로열티 요율 상승에 따라 브랜드사업부 매출 75 억원(1Q19 55 억원)으로 증가, 무형자산 상각비 9 억원(1Q19 29 억원)으로 감소해 영업이익 큰 폭으로 증가
- 매분기 70~80 억원의 안정적인 영업이익 창출할 수 있는 구조로 본업가치로만 시총 2,000 억원 이상이어야 하지만, 현 시총은 보유한 DB 하이텍 지분가치(1,577 억원)에 불과한 상태

브랜드 로열티 인상과 무형자산 상각비 감소로 1 분기 매출과 이익 큰 폭 증가

DB 1 분기 매출액은 전년 동기대비 23% 증가한 648 억원, 영업이익은 35% 증가한 78 억원을 기록하며, 연간 영업이익 300 억원대의 기틀을 만든 것으로 판단한다. DB는 DB 브랜드의 관리, 광고대행, 인하우스 에이전시 등을 담당하며 DB 브랜드를 사용하는 DB 그룹 계열사에게 브랜드 로열티를 수취하고 있다. 2020 년부터 로열티 사용 요율이 기존 0.10%에서 0.15%로 인상되며, 그에 따라 브랜드 사업부 매출액이 전년동기 55 억원에서 75 억원으로 증가했으며, 영업이익도 45 억원에서 50 억원으로 증가했다. 또한 무형 자산 중 계약가치 상각이 완료됨에 따라 무형자산 상각비가 1Q19 29 억원에서 9 억원으로 감소하며 영업이익 증가를 이끌었다. 2 분기에는 외부 사업비중이 높은 DB inc 의 영업이 코로나 19 로 일부 차질이 있겠지만, FIS 시스템 실적과 브랜드로열티 매출은 영향이 거의 없을 것으로 판단해 매출액 590 억원, 영업이익 70 억원으로 전망한다.

매년 300 억원대의 영업이익 가능해 본업가치로만 시총 2,000 억원 이상이어야.

DB 의 2020 년 영업이익은 브랜드 로열티 인상과 무형자산 상각비 감소 영향으로 2019 년 185 억원에서 대폭 증가한 310 억원으로 전망한다. DB 그룹 내 금융계열사의 전산시스템과 IT 서비스 사업을 담당하는 FIS 시스템의 매출과 이익의 안정성은 매우 높으며, 브랜드 로열티의 근간인 DB 손해보험으로 대표되는 계열사들의 매출액 또한 안정적인기 때문에 2020 년 실적 개선 가능성은 아주 높을 것으로 판단한다. 보유하고 있는 DB 하이텍 지분 가치가 시가 1,577 억원(5/15 기준)으로 현재 DB 의 시가총액 수준이다. 따라서 매년 300 억원 수준의 안정적인 영업이익이 가능한 DB 의 영업가치와 보유 지분 가치에 비해 현재 주가는 극도의 저평가 상태라 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	2,542	2,037	2,048	1,968	2,371	2,385
yoy	%	-42.6	-19.9	0.6	-3.9	20.5	0.6
영업이익	억원	-134	98	109	38	16	185
yoy	%	적전	흑전	11.7	-64.7	-57.9	1,040.9
EBITDA	억원	-73	133	130	58	110	341
세전이익	억원	-1,623	-342	-143	-130	-47	97
순이익(지배주주)	억원	-1,245	132	-207	-10	-40	44
영업이익률%	%	-5.3	4.8	5.3	2.0	0.7	7.8
EBITDA%	%	-2.9	6.6	6.4	2.9	4.6	14.3
순이익률	%	-49.0	6.5	-10.1	-0.5	-1.7	1.9
EPS	원	-707	-131	-113	-5	-20	22
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	39.7
PBR	배	0.3	0.5	0.7	0.7	1.0	0.7
EV/EBITDA	배	N/A	9.3	11.5	20.6	21.3	7.0
ROE	%	-69.9	9.6	-13.1	-0.7	-2.9	2.5
순차입금	억원	1,221	345	162	-32	670	600
부채비율	%	231.8	66.6	41.9	42.0	109.7	72.1

DB 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017년	2018년	2019년	2020년
매출액	36.7	55.9	83.5	61.0	52.8	59.4	58.2	68.1	64.8	199.5	237.1	238.5	240.8
IT	17.3	39.0	33.9	40.5	37.1	40.8	44.1	50.1	46.5	112.2	130.8	172.2	168.7
무역	16.0	13.0	46.2	14.8	8.9	10.0	6.2	9.3	8.6	76.5	90.0	34.4	30.0
브랜드					5.5	6.0	5.9	6.7	7.5			24.0	34.0
기타	3.4	3.8	3.4	5.7	1.3	2.6	2.0	2.0	2.1	10.9	16.3	7.9	8.0
영업이익	0.4	0.0	3.2	-2.1	5.8	4.8	4.5	3.4	7.8	4.1	1.6	18.5	31.0
IT	0.2	3.5	4.8	-2.2	2.5	2.4	2.1	0.7	3.7	8.9	6.2	7.7	14.7
무역	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.3	0.8	-0.1	0.3	0.0
브랜드					4.5	2.6	3.2	3.7	5.0			14.0	20.4
기타	0.4	-3.2	-2.0	0.3	-1.3	-0.3	-0.8	-1.0	-0.7	-5.6	-4.6	-3.5	-4.1
OPM	1.2%	0.1%	3.8%	-3.4%	11.0%	8.0%	7.7%	5.0%	12.0%	2.0%	0.7%	7.8%	12.9%
IT	1.2%	8.9%	14.1%	-5.4%	6.8%	5.8%	4.7%	1.4%	8.1%	8.0%	4.8%	4.5%	8.7%
무역	-0.8%	-1.4%	0.7%	-0.8%	0.4%	1.3%	0.2%	1.1%	-3.1%	1.0%	-0.1%	0.8%	0.0%
브랜드					82.6%	43.5%	54.9%	54.9%	66.9%			58.4%	60.0%

자료: DB, SK 증권

2020 년 브랜드 사용요율 인상에 따른 매출과 이익 증가

DB 는 DB 브랜드의 관리, 광고대행, 인하우스 에이전시 등을 담당하며 DB 브랜드를 사용하는 DB 그룹 계열사에게 브랜드 로열티를 수취하고 있다. DB 브랜드를 사용하는 계열사(DB 손해보험, DB 금융투자, DB 하이텍 등)들로부터 브랜드 사용요율 계약에 따라 2018 년 11 월부터 2019 년 12 월 31 일까지 계열사 매출액의 0.10%, 2020 년 1 월부터 2021 년말까지 0.15%를 수취하고, 2021 년말에는 브랜드 재평가를 통해 0.15~0.20% 사이로 재 계약할 것으로 예상된다.

DB 브랜드 로열티 사용요율		(단위: %)
기간	사용요율	
2018년 11월 1일 ~ 2019년 12월 31일	0.10%	
2020년 1월 1일 ~ 2021년 12월 31일	0.15%	
2022년 1월 1일 이후	재평가 후 재 계약(0.15~0.20% 예상)	

자료: DB, SK 증권

주요 대기업 상표권 사용료 수입현황

기업집단명	수취회사	산정기준
엘지	(주)LG	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
에스케이	SK(주)	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
지에스	(주)GS	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
한화	(주)한화	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
두산	(주)두산	(매출액-매출조정항목) x 0.3%
씨제이	CJ(주)	(매출액-광고선전비) x 0.4%

자료: 언론취합, SK 증권

DB 의 브랜드 로열티는 2019 년 약 200 억원(DB 계열사 매출액 약 20 조원 수준의 사용요율 0.10% 적용)에서 2020 년 약 300 억원(DB 계열사 매출액 약 20 조원 수준의 사용요율 0.15% 적용)으로 상승할 예정이며, 브랜드 로열티를 포함하고 있는 광고 부문의 영업이익도 2019 년 140 억원에서 2020 년 약 200 억원으로 증가할 것으로 전망한다. 브랜드 로열티 매출액은 DB 계열사들의 매출액(DB 손해보험 등)이 안정적이기 때문에 아주 양질의 Cashflow 를 만들어 줄 것으로 전망한다.

DB 주요 계열사 매출액 추이				(단위: 십억원)
	2017년	2018년	2019년	
DB하이텍	979.7	669.3	807.4	
DB저축은행	63.0	75.4	71.5	
DB메탈	472.0	495.0	382.6	
DB손해보험	17,855.3	17,454.5	18,676.1	
DB금융투자	909.9	848.7	992.0	

자료: DB, SK 증권

무형자산 상각비 2020년부터 급감

2010년 8월 동부씨엔아이와 사업결합으로 151억원의 영업권이 발생했으며, 2018년 5월 DB그룹 내 금융계열사의 전산시스템과 IT서비스 사업을 담당하는 FIS시스템 인수로 515억원의 영업권과 계약가치, 고객관계 무형자산 346억원이 발생해, DB의 2018년말 기준 무형자산은 영업권 687억원 포함한 974억원을 기록했다.

DB 무형자산 내역		(단위: 억원)
연결기준	2018년말	2019년말
무형자산 총액	974억원	843억원
영업권	687억원	666억원
계약가치	112억원	-
고객관계	159억원	159억원
기타	17억원	18억원

자료: DB, SK 증권

FIS시스템 인수에 따른 무형자산 중 계약가치에 해당하는 187억원은 2018년 75억원, 2019년 112억원 상각해 상각완료 됐으며, 고객관계에 해당하는 무형자산 159억원은 2020년 1월부터 60개월간 상각할 예정으로 2020년부터 32억원씩 반영될 것으로 전망한다.

결론적으로 DB의 무형자산 상각비는 2018년 80억원, 2019년 116억원에서 2020년부터는 35억 수준으로 급감할 것으로 전망한다.

기간별 무형자산 상각비 추정				(단위: 억원)
구분	2018년	2019년	2020~2024년 비교	
계약가치	-75억원	-112억원		상각 기간(내용연수): 2018.5.2~2019.12.31 (20개월)
고객관계	-	-	-159억원	상각 기간(내용연수): 2020.1.1~2024.12.31 (60개월)
영업권		-		상각 대상이 아니며, 매 기말 평가로 손상 여부 판단

자료: DB, SK 증권

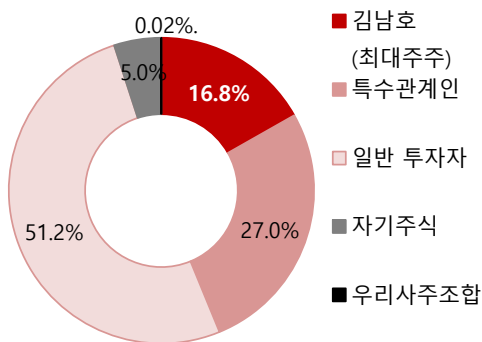
주: 무형자산 대부분은 (주)동부씨엔아이(주) FIS시스템과의 사업결합으로 인하여 발생한 금액

영업가치와 DB 하이텍 지분 가치 고려시 극도의 저평가 상태

브랜드 로열티 인상과 무형자산 상각비 감소로 DB의 2020년 영업이익은 310 억원으로 2019년 185 억원에서 대폭 증가할 것으로 전망한다. DB 그룹 내 금융계열사의 전산시스템과 IT 서비스 사업을 담당하는 FIS 시스템의 매출과 이익은 안정성이 높으며, 브랜드 로열티의 근간인 DB 손해보험으로 대표되는 계열사들의 매출액 또한 안정적이기 때문에 2020년 실적 개선 가능성은 아주 높을 것으로 판단한다.

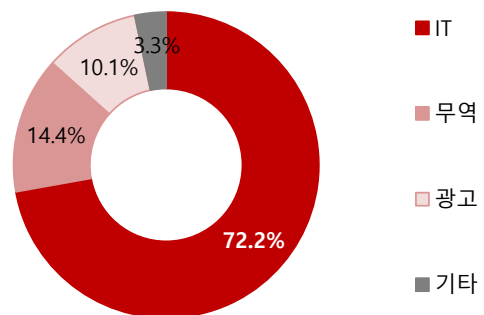
또한 보유하고 있는 DB 하이텍 지분 가치(지분을 12.42%)가 시가 1,577 억원으로 현재 DB의 시가총액 수준이다. 따라서 안정성 높은 DB의 영업가치와 보유 지분 가치에 비해 현재 주가는 극도의 저평가 상태라 판단된다.

주주구성



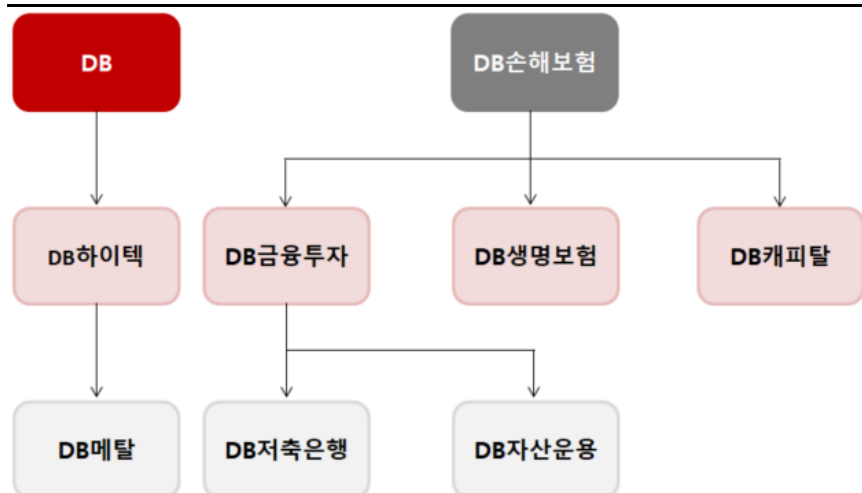
자료 : DB, SK 증권

매출구성 (2019년 기준)



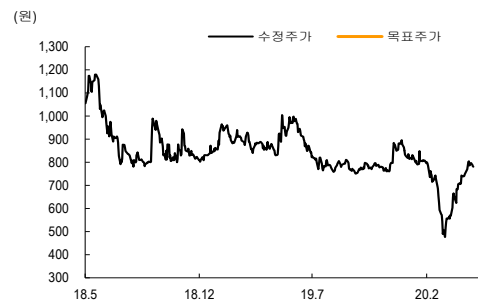
자료 : DB, SK 증권

DB 그룹 지배구조



자료 : DB, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.05.18	Not Rated				
2020.04.06	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 5 월 18 일 기준)

매수	85.61%	중립	14.39%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	1,824	547	646	837	839
현금및현금성자산	89	117	130	279	244
매출채권및기타채권	344	322	354	309	331
재고자산	19	49	54	84	73
비유동자산	938	1,603	1,329	2,048	2,792
장기금융자산	436	1,192	738	697	1,676
유형자산	36	38	51	47	21
무형자산	209	200	198	974	843
자산총계	2,762	2,150	1,975	2,884	3,632
유동부채	654	421	490	605	592
단기금융부채	72	136	137	256	184
매입채무 및 기타채무	557	250	240	203	191
단기충당부채					
비유동부채	450	213	94	903	930
장기금융부채	381	152	22	760	765
장기매입채무 및 기타채무				1	3
장기충당부채					
부채총계	1,104	634	584	1,508	1,522
지배주주지분	1,658	1,515	1,391	1,376	2,110
자본금	911	911	949	1,006	1,006
자본잉여금	1,378	1,378	1,392	1,417	1,417
기타자본구성요소	-286	-286	-286	-286	-286
자기주식	-286	-286	-286	-286	-286
이익잉여금	-809	-1,021	-1,032	436	481
비지배주주지분					
자본총계	1,658	1,515	1,391	1,376	2,110
부채외자본총계	2,762	2,150	1,975	2,884	3,632

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	-137	139	76	65	306
당기순이익(손실)	132	-207	-10	-40	44
비현금성항목등	-48	344	68	179	331
유형자산감가상각비	27	15	15	13	40
무형자산감가상각비	9	6	5	80	116
기타	-84	322	49	85	176
운전자본감소(증가)	-115	-53	37	-35	15
매출채권및기타채권의 감소(증가)	80	90	5	78	-2
재고자산감소(증가)	25	-30	14	-29	11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-150	-78	-5	-44	-15
기타	91	145	33	116	17
법인세납부	-52	-13	0	-17	-41
투자활동현금흐름	1,051	71	18	-848	-88
금융자산감소(증가)	3	86	29	84	-77
유형자산감소(증가)	-17	-17	-7	-4	-6
무형자산감소(증가)	0	0	-3	-4	-6
기타	557	339	2		4
재무활동현금흐름	-863	-183	-80	931	-254
단기금융부채증가(감소)	-1,262	-183	31	-51	42
장기금융부채증가(감소)	399		-111	982	-295
자본의증가(감소)					
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)	52	28	13	149	-36
기초현금	37	89	117	130	279
기말현금	89	117	130	279	244
FCF	275	-46	18	-761	163

자료 : DB, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	2,037	2,048	1,968	2,371	2,385
매출원가	1,807	1,771	1,735	2,021	1,824
매출총이익	230	278	233	350	561
매출총이익률 (%)	11.3	13.6	11.8	14.8	23.5
판매비와관리비	132	168	194	334	376
영업이익	98	109	38	16	185
영업이익률 (%)	4.8	5.3	2.0	0.7	7.8
비영업손익	-440	-252	-169	-63	-88
순금융비용	24	-7	20	46	58
외환관련손익	-2	1	1	2	3
관계기업투자등 관련손익	5				
세전계속사업이익	-342	-143	-130	-47	97
세전계속사업이익률 (%)	-16.8	-7.0	-6.6	-2.0	4.1
계속사업법인세	-103	64	-121	-7	53
계속사업이익	-239	-207	-10	-39	45
중단사업이익	371	-1	0	0	-1
*법인세효과	137	0			
당기순이익	132	-207	-10	-40	44
순이익률 (%)	6.5	-10.1	-0.5	-1.7	1.9
지배주주	132	-207	-10	-40	44
지배주주귀속 순이익률(%)	6.47	-10.11	-0.49	-1.68	1.85
비지배주주					
총포괄이익	556	-143	-175	-99	722
지배주주	556	-143	-175	-99	722
비지배주주					
EBITDA	133	130	58	110	341

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액	-19.9	0.6	-3.9	20.5	0.6
영업이익	흑전	11.7	-64.7	-57.9	1,040.9
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	흑전	-2.5	-55.5	89.8	210.0
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	9.6	-13.1	-0.7	-2.9	2.5
ROA	4.1	-8.4	-0.5	-1.6	1.4
EBITDA마진	6.6	6.4	2.9	4.6	14.3
안정성 (%)					
유동비율	279.0	129.7	131.8	138.3	141.7
부채비율	66.6	41.9	42.0	109.7	72.1
순차입금/자기자본	20.8	10.7	-2.3	48.7	28.5
EBITDA/이자비용(배)	2.8	5.6	2.6	2.1	5.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-131	-113	-5	-20	22
BPS	1,067	989	884	826	1,191
CFPS	92	-102	5	27	99
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	45.3
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	33.9
PBR(최고)	0.7	0.9	1.0	1.5	0.8
PBR(최저)	0.2	0.4	0.7	0.8	0.6
PCR	5.4	-7.2	126.5	31.0	8.9
EV/EBITDA(최고)	13.1	14.1	29.0	28.7	8.1
EV/EBITDA(최저)	6.0	7.4	21.6	18.0	6.6