

SK (034730.KS)

잘 달리는 비상장자회사 三頭馬車, 지배구조 개편 가능성은 덤

SK E&S-SK실트론-SK바이오텍-SK바이오팜으로 이어지는 신성장포트폴리오 중 장기 실적모멘텀으로 이익 및 가치기여 상승할 전망. 지배구조 개편 가능성은 덤. NAV(순자산가치) 대비 40% 할인된 현재 주가는 매력적

목표주가 440,000원 상향. 비상장 4사 가치 13.1조원(NAV 비중 32%)

SK의 목표주가를 400,000원에서 440,000원으로 상향. 지주회사 TopPick 유지. 장부가(총 1.6조원)로 평가하던 SK바이오팜(2.8조원), SK바이오텍(1.7조원), SK실트론(2.4조원) 가치를 실적전망 반영하여 재평가했음

2017년 이후 비상장자회사 실적 모멘텀 주도하는 SK E&S(6.2조원) 포함 신성장포트폴리오(LNG/바이오/반도체 밸류체인)의 가치는 13.1조원으로 전체 NAV의 32% 기여

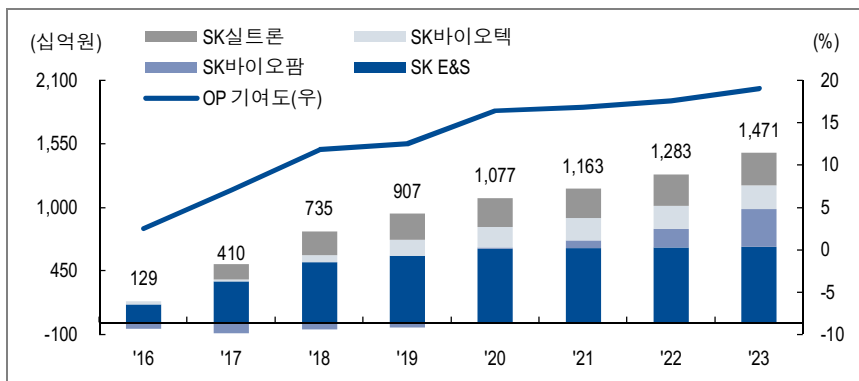
비상장 4사 실적모멘텀은 2017년 SK E&S의 신규발전소 가동, 2018년 SK실트론의 웨이퍼 가격 강세 수혜 및 설비증설, 2019년 SK바이오텍의 비유기적 성장, 2020년 SK바이오팜 신약 매출발생 본격화 등 중장기적으로 이어져, 영업이익 기여도 2016년 2%에서 2023년 19%까지 확대될 전망

지배구조 개편에 따른 밸류에이션 부각 기대

SK그룹은 이미 지주회사 체제. 그러나, 하반기 경제민주화법안 국회 통과 가능성, 이를 대비한 재벌그룹들의 선제적 대응 등을 감안했을 때, 지주회사 요건 강화 시행 여부와 맞물린 SK그룹의 지배구조 개편 가능성 주목

지주회사 요건 강화 시행 시, (1)SK텔레콤 물적분할하면 무선통신사업 일부 유동화로 SK하이닉스 지분취득 재원확보. (2)SK텔레콤 인적분할하면 SK의 SK텔레콤 지분취득 이슈 해소. 어느 경우든, SK-SK텔레콤지주 합병가능성 낮고, 구조개편 따른 밸류에이션 부각, 계열사 배당성향 상향 기대됨

三頭馬車 영업이익 전망



자료: NH투자증권 리서치본부

Company Report | 2018. 4. 20

Buy (유지)

목표주가 440,000원 (상향)

현재가 (18/04/19) 293,000원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,486.1 / 882.73
시가총액(보통주)	20,615.6십억 원
발행주식수(보통주)	70.4백만주
52주 최고가('18/01/29)	328,500원
최저가('17/04/19)	233,000원
평균거래대금(60일)	29,710백만 원
배당수익률(2018E)	1.47%
외국인지분율	24.4%

주요주주	
최태원 외 4 인	30.9%
국민연금	8.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-0.8	-1.2	25.8
상대수익률 (%)	0.5	-1.7	8.2

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	93,296	97,802	102,718	109,587
증감률	12.8	4.8	5.0	6.7
영업이익	5,861	6,246	7,265	6,587
영업이익률	6.3	6.4	7.1	6.0
(지배지분)순이익	1,677	2,090	2,278	2,101
EPS	23,808	29,676	32,337	29,826
증감률	119.4	24.6	9.0	-7.8
PER	11.9	9.9	9.1	9.8
PBR	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.4	6.2	6.1	6.7
ROE	12.5	14.1	13.4	11.1
부채비율	139.9	125.2	114.5	107.4
순차입금	21,743	20,682	19,915	19,034

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 김동양
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

Analyst 도현우
02)768-7417, hydoh@nhqv.com

Analyst 구완성
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

CONTENTS

I. Valuation	3
1. 목표주가 440,000원으로 상향	
II. 신성장 포트폴리오 성장을 주도하는 LNG 사업.....	5
1. SKE&S: 실적 반등은 2018년에도 지속	
2. 입증된 LNG 소싱 능력은 중장기적 사업기회	
III. 성장 가능성이 높아진 제약바이오 사업.....	8
1. SK바이오팜: 뇌 질환 글로벌 신약개발 성과 기대	
2. SK바이오팜: 가치의 핵심인 YKP-3089, 경쟁에도 불구하고 우려할 필요 없다	
3. SK바이오텍: chemical CMO 분야의 새로운 글로벌 강자	
IV. 성공적인 반도체 밸류체인 확장	16
1. SK실트론: 실리콘 웨이퍼 가격 상승의 수혜	
2. 실리콘 웨이퍼 공급 부족 지속 전망	
3. 고부가가치 제품 확대도 웨이퍼 업계에 긍정적	
V. 지배구조 이슈.....	24
1. 지배구조 개편, 조여오는 압박	
2. SK텔레콤 중간지주회사 체제 전환이 해법	

I. Valuation

1. 목표주가 440,000원으로 상향

신성장포트폴리오
가치재평가로 NAV
5.3조원 상승

SK의 목표주가를 400,000원에서 440,000원으로 상향 조정한다. 투자 의견 Buy와 지주회사 TopPick을 유지한다. 목표주가 440,000원은 사업별 가치평가합산 방식(SOTP valuation)을 통해 산출되었다.

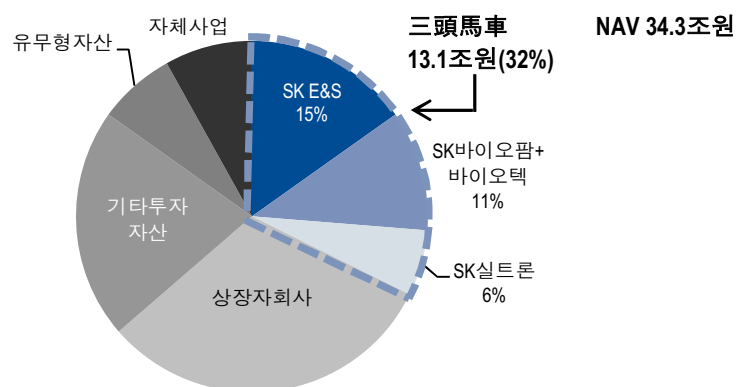
목표주가 상향 이유는 장부가로 평가해오던 신성장포트폴리오에 대한 가치 재평가이다. SK바이오팜(장부가 4,787억원) 가치는 주요 파이프라인 가치를 현가화하여 2조7,960억원(WACC(가중평균자본비용) 8%, 영구성장률 -3%), SK바이오텍(장부가 3,363억원) 가치는 DCF(현금흐름할인)방식으로 1조7,080억원(WACC 8%, 영구성장률 1%), SK실트론(장부가 7,891억원) 가치는 2018년 경쟁사 평균 EV/EBIDTA 12배 적용하여 2조3,827억원(지분 70.6%) 등으로 산정했다. 이를 통해 NAV(순자산가치)가 약 5.3조원 상승하였다.

신성장포트폴리오
비상장 4사 가치
13.1조원
(비중 32%)

자체사업 영업가치 3조4,791억원(8%), 상장자회사 가치 12조6,764억원(31%), SK E&S 6조 1,688억원(지분 90%, China Gas Holdings 지분가치 2조9,243억원 포함) 등 신성장포트폴리오 4사 가치 13조554억원(32%), 기타투자자산가치(21%), 유무형자산가치(7%)를 모두 더한 후 별도기준 순부채 6조4,956억원을 차감해 NAV 34조3,362억원을 산출하였고, 여기에 목표 할인율 10%를 적용했다.

현재 주가의 NAV대비 할인율은 40%로 밸류에이션 매력이 충분하다. 또한, 신성장포트폴리오 실적모멘텀은 2017년 SK E&S의 신규발전소 가동, 2018년 SK실트론의 웨이퍼 가격 강세 수혜 및 설비증설, 2019년 SK바이오텍의 비유키적 성장, 2020년 SK바이오팜의 신약매출 발생 본격화 등 중장기적으로 이어지며 NAV모멘텀에 기여할 것으로 기대된다(영업이익 기여도 2016년 2%→2023년 19%).

그림 1. NAV 구성



자료: NH투자증권 리서치본부

표1. NAV 계산

구분	내역	
영업가치 (A, 십억원)	IT서비스, 2018E EBITDA에 EV/EBITDA 11.9배 적용	3,479.1
투자자산가치 (B, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	34,483.2
- SK이노베이션	33.4%, 시장가 적용	6,130.4
- SK텔레콤	25.2%, 시장가 적용	4,551.2
- SK네트웍스	39.1%, 시장가 적용	524.6
- SKC	42.5%, 시장가 적용	584.1
- SK머티리얼즈	49.1%, 시장가 적용	811.0
- 에스엠코어	26.6%, 시장가 적용	75.1
- SK E&S	90.0%, 2018E EBITDA에 EV/EBITDA 7배 적용	3,244.5
- China Gas Holdings	15.6%, 시장가 적용	2,924.3
- Infosec	100%, 2018E EBITDA에 EV/EBITDA 11.9배 적용	485.4
- SK건설	44.5%, 장부가 적용	545.3
- SK해운	57.2%, 장부가 적용	319.1
- SK China	27.4%, 장부가 적용	557.1
- SK 바이오팜	100.0%, 주요 파이프라인 가치(현가화) 합계(WACC 8%, 영구성장률 -3%)	2,796.0
- SK 바이오텍	100.0%, DFC 방식 적용(WACC8%, 영구성장률1%)	1,708.0
- SK실트론	70.6%, 2018E EBITDA에 EV/EBITDA 12.2배 적용	2,382.7
- Essencore	2018E EBITDA에 EV/EBITDA 10배 적용	1,615.9
- FSK Holdings	30%, 장부가 적용	11.9
- FSK L&S	60%, 장부가 적용	24.2
- 자사주	보통주 20.7%, 우선주 0.3%, 시장가 적용	4,223.0
- 기타	비상장사는 장부가 적용	969.6
유형자산가치 (C, 십억원)	장부가 적용	40.6
무형자산가치 (D, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC7.0%, 영구성장률2.5%)	2,828.8
기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)		40,831.7
순차입금 (F, 십억원)	이자성부채-현금자산 (4Q17말 IFRS별도기준, 중고차사업 처분 및 SK바이오텍 유상증자 금액 반영)	6,495.6
NAV (G=E-F, 십억원)		34,336.2
주식수 (H, 백만주)	보통주와 우선주 합계	70.9
주당 NAV (I=G/H, 원)		484,110
현재주가(원)		290,500
할인율(%)		40.0
목표주가 (원)	주당 NAV에 10%의 할인율 적용	440,000

주: 투자유가증권의 가치는 4월 17일 종가 기준임

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

II. 신성장포트폴리오 성장을 주도하는 LNG사업

1. SK E&S: 실적 반등은 2018년에도 지속

**2018년 영업이익 48%
y-y 성장
전망(5,263억원)**

SK E&S는 도시가스사업과 민자발전사업을 영위한다. 2017년 유가 상승에 후행한 SMP^{주)} 상승(82원/kWh, 6% y-y)과 파주LNG발전소(1.8GW), 위례열병합발전소(0.5GW) 등 LNG직도입 신규발전소 가동개시에 따라 영업이익 3,557억원(130% y-y)으로 의미있는 턴어라운드를 보였다.

2018년 영업이익도 유가 강세, 노후 석탄발전소 5기 일시 가동 중단(2.3GW, 3~6월) 등으로 SMP 환경 우호적인 가운데, 총 3.7GW 발전설비 연간 온기 가동 효과로 전년대비 48% 개선된 5,263억원을 기록할 것으로 전망된다.

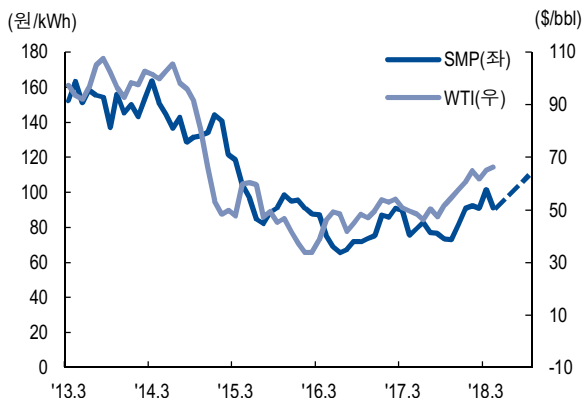
특히, 발전사업은 신규발전소 가동개시에도 불구하고, 2017년 평균가동률 89%(14%p y-y), 영업이익률 11%(3%p y-y)의 호실적을 시현했다(LNG직도입이 아닌 하남열병합발전소(0.4GW, 평균가동률 71%, 영업이익률 3%) 포함). 이는 신규 직도입LNG(호주 Gorgon)의 가격경쟁력 및 충분한 물량, 그리고 신규발전소의 기술적 완성도를 입증하는 것이다.

돌아온 배당 효과

한편, SK E&S는 70% 이상의 높은 배당성향을 바탕으로 지주회사 SK의 주요 배당수입원이 되고 있다. SK E&S는 SK에게 지난 5년간(2013~2017년 연말배당 기준) 연평균 2,641억원의 배당수입을 안겨줬으며, 실적개선으로 향후 연간 3,000억원 이상 지주회사 현금흐름 창출에 기여할 전망이다.

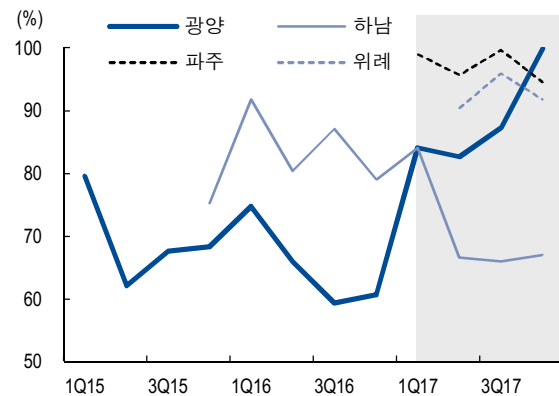
주) SMP: 계통한계가격, 한전이 민간발전사들의 생산전력을 사들이는 기준가격

그림2. SMP는 유가에 약 2분기 후행하여 반등 중



자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 2017년 이후 발전소 Full 가동 상태



주: 하남발전소는 한국가스공사로부터 LNG 도입
자료: NH투자증권 리서치본부

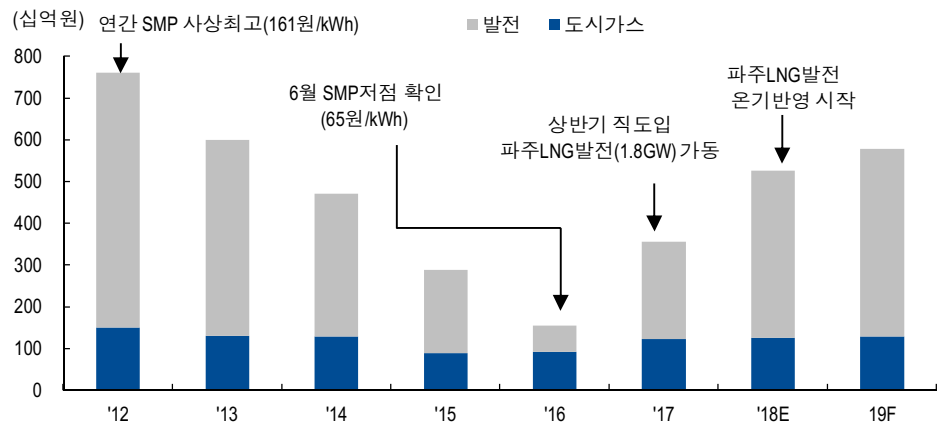
표2. SK E&S 실적 전망

(단위: 십억원, 원, %, Gwh)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018E	2019F
매출액	1,665.4	1,153.8	1,075.3	1,640.7	2,017.5	1,244.6	1,169.2	1,687.9	5,535.2	6,119.2	6,461.3
도시가스	1,280.9	627.8	523.1	1,017.7	1,319.3	646.6	538.8	1,048.2	3,449.5	3,553.0	3,659.6
발전	384.5	526.0	552.2	623.0	698.2	597.9	630.4	639.7	2,085.7	2,566.2	2,801.8
영업이익	163.4	82.0	50.4	59.9	221.1	99.1	93.4	112.6	355.7	526.3	578.3
도시가스	79.1	14.9	5.0	22.4	81.5	15.4	5.2	23.1	121.5	125.1	128.9
발전	84.3	67.0	45.4	37.5	139.6	83.7	88.3	89.6	234.2	401.2	449.4
세전이익	195.7	128.6	38.8	101.1	238.7	133.9	69.5	163.8	464.2	605.9	658.6
순이익	144.7	96.9	28.4	104.3	184.6	104.6	56.6	148.2	374.3	494.1	536.2
SMP	89.8	78.6	75.5	81.7	94.8	86.5	86.8	88.2	81.4	89.1	97.3
생산능력	4,642.0	8,266.0	8,355.0	8,355.0	8,335.2	8,335.2	8,335.2	8,335.2	29,618.0	33,340.8	33,340.8
가동률-광양	84.0	82.6	87.2	99.9	84.0	82.6	87.2	99.9	88.4	88.4	88.4
가동률-하남	84.0	66.5	65.9	67.0	84.0	66.5	65.9	67.0	70.9	70.9	70.9
가동률-파주1	98.9	95.6	99.6	94.5	98.9	95.6	99.6	94.5	97.2	97.2	97.2
가동률-파주2	-	95.6	99.6	94.5	94.5	95.6	99.6	94.5	96.6	96.0	96.0
가동률-위례	-	90.4	95.9	91.7	91.7	90.4	95.9	91.7	92.7	92.4	92.4

자료: NH 투자증권 리서치본부

그림 4. 신사업 선두주자 SK E&S, 2017년부터 의미있는 이익 개선 진행 중



자료: NH 투자증권 리서치본부

2. 입증된 LNG 소싱 능력은 중장기적 사업기회

현재 연간 220만톤 LNG 직도입 중

SK E&S는 도시가스 사업(한국가스공사로부터 LNG 공급받아 지정 권역에서 유통)으로 연간 1,000억원 내외의 안정적인 영업이익을 실현하고 있다. 이에 더해 민자발전사업과 연계하여 특화된 LNG소싱 능력을 바탕으로 향후 해외 도시가스사업에 진출할 것으로 기대된다.

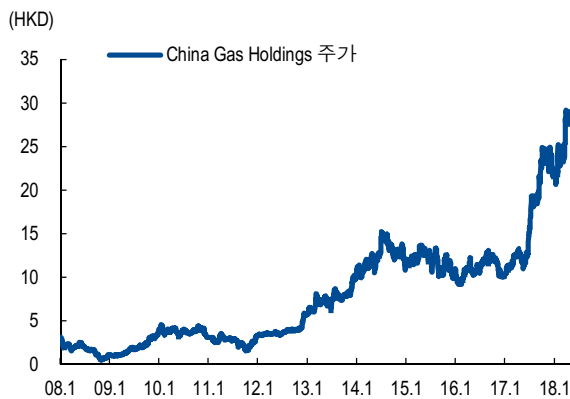
현재 민자발전사업 발전설비 중 하남열병합발전소(0.4GW)를 제외한 3.3GW는 인도네시아 Tanggu(2006~2025년, 연 55만톤), 호주 Gorgon(2017~2021년, 연 85만톤), 스콧(연 80만톤) 등 연 220만톤의 LNG를 직도입하고 있으며, 앞서 살펴본 바와 같이 한국가스공사 도입가격 대비 가격경쟁력을 가지고 있다.

2019년 이후 추가 도입분으로 중국 도시가스사업 진출 기대

추가로 2019년부터 미국 Freeport LNG화 설비로부터 연 220만톤(미국 Woodford세일가스 전 3,800만톤 확보, 지분 49.9%), 2025년부터 호주 Caldita-Barosa로부터 연 140만톤(지분 37.5%)의 LNG를 직도입할 예정이다. 도시가스사업법상 자가소비 이외의 국내유통은 불가능하기 때문에, 일부 기존 도입계약 만료 물량과 추가수요(건설 예정인 여주LNG발전소(1GW) 연 65만톤) 감안하더라도 2019년부터는 해외 도시가스사업 진출이 본격화될 전망이다.

환경이슈로 脫석탄화 진행중인 중국에서의 사업 가능성이 가장 유력한 것으로 보인다. SK E&S는 이미 2008년부터 중국 최대 도시가스사업자인 China Gas Holdings에 전략적 투자를 해왔으며(지분 15.6%), 최근 또 다른 도시가스사업자인 Beijing Gas Blue Sky에 약 250억원 투자하는 등 중국에서 도시가스 사업기회를 모색하고 있다.

그림 5. China Gas Holdings 주가 추이



자료: Bloomberg

그림 6. Beijing Gas Blue Sky의 터미널 전경



자료: Beijing Gas Blue Sky

III. 성장 가시성이 높아진 제약/바이오 사업

1. SK바이오팜: 뇌 질환 글로벌 신약개발 성과 기대

SK바이오팜 적정가치:
2조7,960억원

SK바이오팜은 신약개발 업체이며, 다른 신약개발 바이오벤처의 가치평가 방식과 마찬가지로 신약 가치를 NPV(순현재가치) 방식으로 산출·합산하여 기업가치를 산정했다. SKL-N05(기면증 치료제)와 YKP-3089(뇌전증 치료제), 이 두 파이프라인 가치를 합산한 SK바이오팜의 적정 기업가치는 2조7,960억원이다.

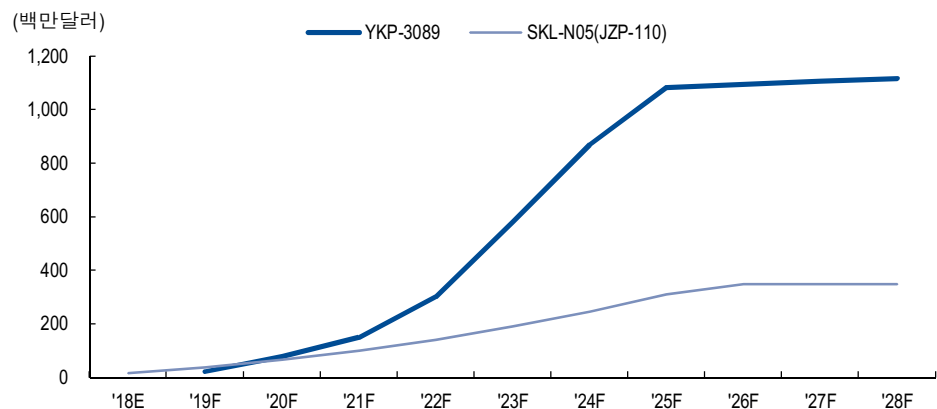
SKL-N05 신약가치
1,420억원으로 추정

R&D 파이프라인 중 상업화가 가장 임박한 파이프라인은 SKL-N05(기면증 치료제)로, '18년 하반기 FDA(식품의약품) 허가, '19년 상반기 미국 출시가 기대된다. 미국 마케팅 파트너는 Jazz Pharmaceuticals社로, SK바이오팜은 파트너사 매출에 대해 로열티(약 8% 가정)를 수취하는 방식으로 수익을 인식한다. Jazz Pharm 관련 외국 증권사 보고서에 따르면, SKL-N05(JZP-110)의 최대 매출은 2억~5억달러로 추정된다. 당사는 SKL-N05의 미국 최대 매출이 '26년 3억4,670만달러에 도달할 것으로 추정하였고, SKL-N05의 NPV는 1,420억원으로 산출(WACC 8.0%, 영구성장률 -3% 적용)하였다.

YKP-3089 신약가치
2조6,540억원으로 추정

기업가치 기여도가 가장 클 것으로 예상되는 파이프라인은 YKP-3089(뇌전증 치료제)이다. '18년 하반기 미국 허가신청 후 '20년 상반기 출시가 기대된다. 현재 임상 3상 진행 중으로 2상에서 약효 검증이 끝났기 때문에, 부작용에 대한 검증만 남은 상황이며, 성공 가능성이 높다. 뇌전증(=간질)의 경우 전 세계에 7천만명의 환자, 미국에만 3백만명 이상의 환자가 있다. 현재 약효가 검증된 부분발작 환자군에서 YKP-3089(Cenobamate)의 최대 침투율을 4%로 가정했으며, 앞으로 임상이 필요한 전신발작 환자군에서는 최대 침투율을 2%로 가정하였다. 미국 시장에서 CSO(Contract Sales Organizations, 의약품영업대행사)를 활용한 판매를 계획 중이며, 직접 제조를 통해 제조마진 또한 확보할 계획이다. '16년 기준 60억달러 규모에 이르는 글로벌 뇌전증 치료제 시장에서 YKP-3089의 최대 매출은 10억8,320만달러('25년 기준)로 추정되며, NPV는 2조6,540억원으로 산출되었다.

그림 7. YKP-3089, SKL-N05 sales forecast 요약



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 3. YKP-3089 신약 가치 Valuation

(단위: 십억달러, %, 백만달러, 십억원)

구 분	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
간질 환자수-US(천명)	3,470	3,512	3,554	3,596	3,640	3,683	3,720	3,757	3,795	3,833	3,871
증감률(% y-y)		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
진단 환자수-RoW(천명, 진단율 84% 가정)	2,915	2,950	2,985	3,021	3,057	3,094	3,125	3,156	3,188	3,220	3,252
부분발작 환자수(천명, 비율 59% 가정)	1,720	1,740	1,761	1,782	1,804	1,825	1,844	1,862	1,881	1,900	1,919
전신발작 환자수(천명, 비율 38% 가정)	1,108	1,121	1,134	1,148	1,162	1,176	1,187	1,199	1,211	1,223	1,236
Patient Share(부분발작)											
Keppra (Levetiracetam)	33%	32%	31%	30%	29%	28%	27%	26%	25%	24%	23%
Lamictal (Lamotrigine)	13%	13%	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%
Topamax (Topiramate)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
Vimpat (Lacosamide)	6%	6%	6%	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
기타	38%	36%	34%	32%	34%	32%	30%	28%	30%	31%	32%
신규 파이프라인											
Cenobamate (YKP3089)		0.1%	0.3%	0.5%	1%	2%	3%	4%	4%	4%	4%
Epidiolex (cannabidiol)		0.2%	0.4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
NRL-1 (intranasal diazepam)		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	8%
USL261 (intranasal midazolam)		1%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	8%
Cenobamate treated patients(천명)		2	6	12	25	48	79	98	99	100	101
Drug price(천달러)		12	12	12	12	12	11	11	11	11	11
매출액(백만달러)		20.9	77.0	148.3	300.1	579.2	869.7	1,083.2	1,094.0	1,105.0	1,116.0
증감률(% y-y)			268.8%	92.5%	102.4%	93.0%	50.2%	24.6%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT (OPM 50% 가정)		10.4	38.5	74.1	150.0	289.6	434.8	541.6	547.0	552.5	558.0
FCF (세율 20% 가정)		8.4	30.8	59.3	120.0	231.7	347.9	433.3	437.6	442.0	446.4
PVIF (WACC 8% 가정)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Present Value	0.0	7.7	26.4	47.1	88.2	157.7	219.2	252.8	236.4	221.1	206.8
A.NPV	1,463										
B.NPV of Terminal value (영구성장률 -3%)	845										
합산수익 (A+B)	2,308										
환산수익 (환율 1,150 원/\$)	2,654										

주: Patient Share(전신발작) 생략; 자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

표 4. SKL-N05 신약 가치 Valuation

(단위: 십억달러, %, 백만달러, 십억원)

구 분	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
기면증 시장규모 (십억달러)	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.2	3.5	3.9	3.9	3.9	3.9
증감률(% y-y)		18.8%	15.8%	11.4%	14.3%	12.5%	11.1%	10.0%	7.0%	5.0%	3.0%
SKL-N05(JZP-110) 점유율(%)	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	9%	9%
매출액(백만달러)	16.0	38.0	66.0	98.0	140.0	189.0	245.0	308.0	346.7	346.9	347.0
증감률(% y-y)		137.5%	73.7%	48.5%	42.9%	35.0%	29.6%	25.7%	12.6%	0.0%	0.0%
개발일정	허가 완료	발매									
로열티 매출(=EBIT, 백만달러) (비율 8% 가정)	1.3	3.0	5.3	7.8	11.2	15.1	19.6	24.6	27.7	27.8	27.8
FCF (세율 20% 가정)	1.0	2.4	4.2	6.3	9.0	12.1	15.7	19.7	22.2	22.2	22.2
PVIF (WACC 8% 가정)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Present Value	1.0	2.3	3.6	5.0	6.6	8.2	9.9	11.5	12.0	11.1	10.3
A.NPV	81.5										
B.NPV of Terminal value (영구성장률 -3%)	42.0										
합산수익 (A+B)	123.5										
환산수익 (환율 1,150 원/\$)	142.0										

자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

표 5. SK 바이오팜 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

구 분	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	86	113	180	265	443	768	1,108	1,359	1,375	1,388	1,400
증감률(% y-y)	1%	30%	60%	47%	67%	73%	44%	23%	1%	1%	1%
제품(약)	0	24	89	171	345	666	1,000	1,246	1,258	1,271	1,283
Cenobamate	0	24	89	171	345	666	1,000	1,246	1,258	1,271	1,283
로열티 매출 (JZP-110)	1	3	6	9	13	17	23	28	32	32	32
기타	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
매출원가	77	80	90	102	128	176	227	263	265	267	269
연구개발비	50	50	40	40	65	113	163	200	201	203	205
판매&관리비	17	23	36	53	89	154	222	272	275	278	280
영업이익	-57	-40	14	70	162	326	497	624	633	640	646
영업이익률(%)	-66%	-36%	8%	26%	36%	42%	45%	46%	46%	46%	46%
영업외 손익	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
세전순이익	-56	-39	15	71	163	327	498	625	634	641	647
법인세	1	1	3	14	33	65	100	125	127	128	129
당기순이익	-57	-40	12	56	130	261	398	500	507	513	518
증감률(% y-y)	n/a	n/a	n/a	373%	131%	101%	52%	26%	1%	1%	1%

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 6. SK 바이오팜 분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	21	22	22	22	27	28	29	28	43	45	47	45
증감률(% y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	30%	30%	30%	30%	60%	60%	60%	60%
영업이익	-14	-15	-15	-13	-10	-10	-11	-9	3	4	4	3
영업이익률(%)	-69%	-69%	-69%	-58%	-37%	-37%	-37%	-31%	8%	8%	8%	7%
세전순이익	-14	-15	-15	-12	-10	-10	-11	-9	4	4	4	3
당기순이익	-14	-15	-15	-13	-10	-10	-11	-9	3	3	3	3
증감률(% y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	-30%	-30%	-30%	-30%	적지/	적지/	적지/	적지/

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2. SK바이오팜 가치의 핵심인 YKP-3089, 경쟁에도 불구하고 우려할 필요 없다

YKP-3089, 기존 치료제 대비 뛰어난 약효가 장점

현재 시판 중인 주요 뇌전증 치료제로는 Keppra(Levetiracetam), Lamictal (Lamotrigine), Vimpat(Lacosamide) 등이 있다. '17년 기준 매출액은 각각 11억6,400만달러, 9억9,300만달러, 10억9,200만달러를 기록하였다. 그러나 뇌전증 환자 중 약 30%가 현존 치료제에 반응하지 않는 것이 문제점으로 부각되고 있다. 따라서 기존약 대비 뛰어난 효능, 적은 부작용을 나타내는 약에 대한 unmet needs(미충족 수요)가 크다. YKP-3089는 2a상과 2b상 결과에서 약효 지표인 seizure free rate(발작이 소실되는 비율)로 각각 placebo 대비 19%, 10% 증가한 28%, 11%를 기록하였다. 동일한 지표에 대해 과거 Keppra와 Vimpat는 최대 8%까지 증가한 임상사례가 있다.

Zebinix의 약효 더 우수하나, 특허만료기간 짧아 단점

YKP-3089는 기존 약 대비 우수한 약효를 나타내는 것으로 보이나, '17년 9월 발표된 카바마제핀 계열인 Zebinix(Eslicarbazepine)의 임상결과 Zebinix의 seizure free rate가 30.6%(3개월 시점)로 근소하게 높았다. 그러나 Zebinix의 특허만료 시기는 '21년으로 매출 전망치는 약 2,000억원에 불과하다.

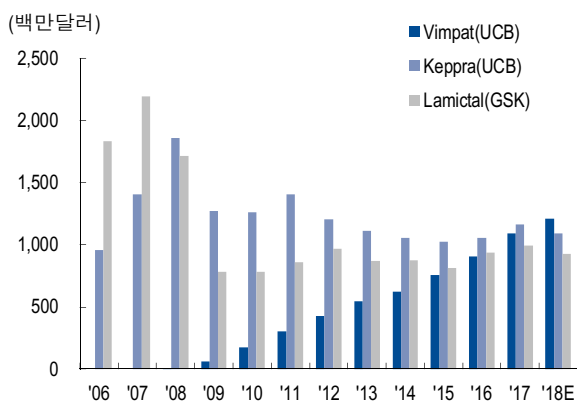
전신발작 환자에서 약효 뛰어난 Epidiolex 최대 매출 18억달러 전망

디아제팜, 미다졸람 등 기존 정신과약을 비강분무제형으로 개발한 신약들(NRL-1, USL261)도 최근 임상 3상에 성공하면서 YKP-3089의 경쟁약으로 부각되고 있으며, '17년 12월 허가 신청을 한 마리화나 추출물 Epidiolex(Cannabidiol)는 fast-track으로 '18년 6월 허가를 취득할 것으로 예상된다. 특히 Epidiolex는 전신발작에서 뛰어난 치료 효과를 보인다. 드라베 증후군과 레녹스가스토 증후군 환자에서 성공적인 임상결과를 나타냈으며, 최대 매출은 약 18억달러로 전망된다.

YKP-3089, 최대 매출 11억달러 전망

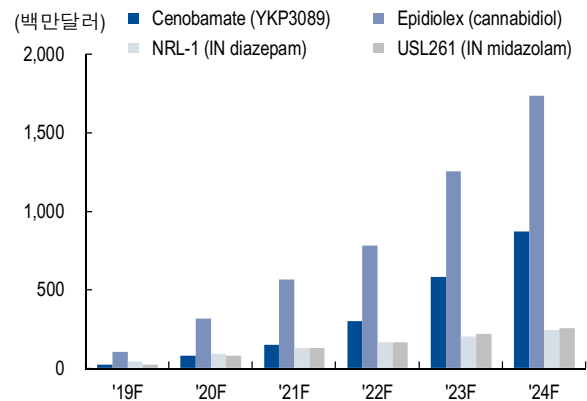
반면, YKP-3089는 이미 부분발작에서 뛰어난 임상 결과를 보유하고 있다. 따라서 부분발작 영역에서 YKP-3089의 최대 침투율은 4%, Epidiolex의 최대 침투율은 1%로 가정하였고, 전신발작에서는 Epidiolex의 최대 침투율은 3%, YKP-3089의 최대 침투율은 2%로 가정하였다. 이러한 가정 하 YKP-3089의 최대 매출은 11억달러로 전망된다.

그림8. 시판 중인 간질 치료제 매출 추이



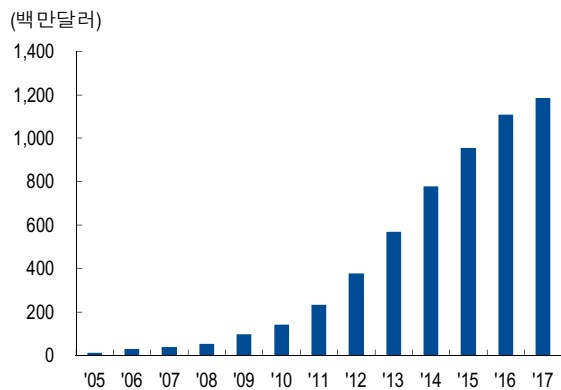
자료: NH투자증권 리서치본부

그림9. 주요 후보물질 매출 전망: YKP-3089 양호한 성장 기대



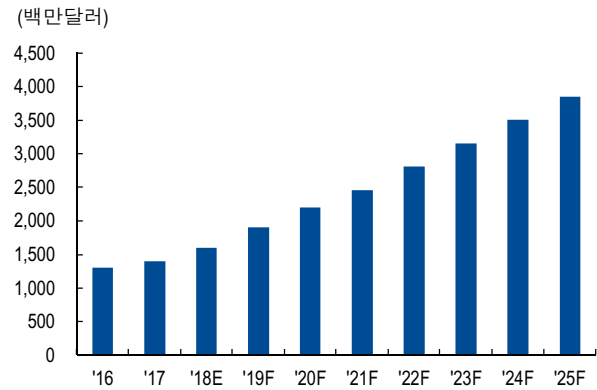
자료: NH투자증권 리서치본부

그림10. 기면증 치료제 Xyrem(Jazz Pham) 매출 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림11. 기면증 치료제 시장 전망



자료: Grand View Research, NH투자증권 리서치본부

표 7. SK 바이오팜 R&D 파이프라인 현황

	파이프라인	적응증	임상단계
Epilepsy	Cenobamate(YKP-3089)	뇌전증(부분 발작)	임상3상
		뇌전증(전신 발작)	임상3상
	Carisbamate	회귀 뇌전증	임상2상
	Discovery	Highly Refractory	Research
Sleep		Disease modification	Research
	SKL-N05(L/O to Jazz)	수면장애	임상3상
		폐쇄성 수면 무호흡증	임상3상
		PD 로 인한 수면장애	임상2상
	SKL13865	집중력장애	임상2상
Next CNS		Mixed MOA	Research
		Novel MOA	Research
	Relenopride	만성변비/과민성대장증후군	임상2상
	YKP10461	파킨슨	임상2상
	SKL20540	조현병/인지장애	임상2상
Cancer	Discovery	Orphan Indications in Epilepsy	Research
	Discovery	뇌종양	Research

자료: SK 바이오팜, NH 투자증권 리서치본부

3. SK바이오텍: Chemical CMO 분야의 새로운 글로벌 강자

**3년간 매출 2.5배
증가하는 유기적 성장
추정**

SK바이오텍은 세종 공장 증설로 CMO(Contract Manufacturing Organizations, 생산대행사) 사업 영역을 확대하고 있다. 국내 공장의 가동률이 원활히 상승한다면 '20년 기준 매출 규모는 지금 보다 2.5배 증가한 2,640억원으로 전망된다. 또한 '17년 6월 BMS의 아일랜드 공장을 인수하는 등 chemical CMO 분야의 글로벌 기업으로 도약하기 위한 비유기적 성장 전략 또한 실현해 나가고 있다.

**M&A 통한 비유기적
성장 지속 계획**

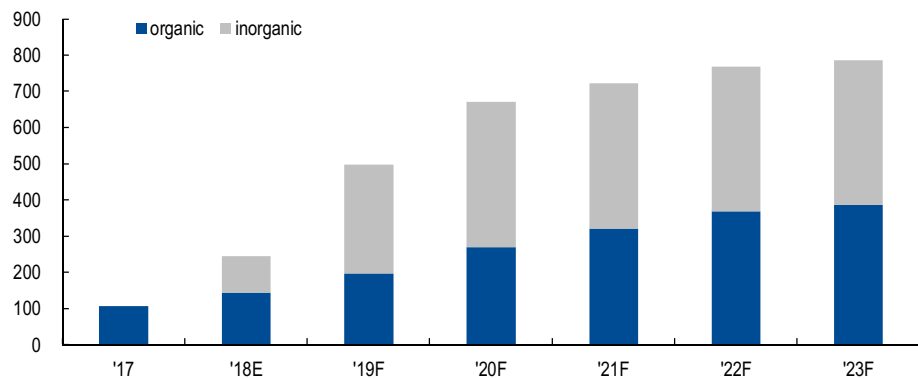
글로벌 제약사는 공장증설과 같은 제조영역에는 투자를 줄이는 반면, M&A, R&D와 같은 좀더 핵심적인 영역에는 투자를 늘리고 있다. 따라서 합성의약품 제조영역에서 이러한 아웃소싱 트렌드는 계속될 것이다. 현재 SK바이오텍은 노바티스, 화이자, 아스트라제네카, BMS 등 다양한 고객사를 확보하고 있다. 단순히 노후 품목의 생산대행뿐만 아니라 신약의 임상시료 생산 또한 진행하고 있어, 실제 상업화 물량 공급 시 매출 규모는 급성장할 것으로 전망된다.

**SK바이오텍 적정가치:
1조7,080억원**

'20년 기준 매출액 6,690억원, 영업이익 1,780억원(영업이익률 27%)으로 추정되며, DCF방식으로 산출(WACC 8.0%, 영구성장률 1%)한 적정 가치는 1조7,080억원이다. 실적이 본격적인 성장 궤도에 오르는 '20년 기준 예상 PER은 11.9배로, 이는 글로벌 CMO 업체인 Cambrex의 2017년 PER 15.5배 대비 보수적인 밸류에이션 수준으로 판단된다.

그림 12. SK 바이오텍 chemical CMO 매출 전망 (organic, inorganic 성장)

(백만달러)



자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

표 8. SK 바이오텍 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

구 분	2017	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	106	244	496	669	721	767	785
증감률(% y-y)	9%	131%	103%	35%	8%	6%	2%
제품(API & 중간체)	102	139	191	264	315	361	379
수출	92	129	181	253	304	349	366
내수	10	10	11	11	12	12	13
용역(R&D용역)	4	5	5	5	5	5	6
수출	4	4	4	4	4	4	5
내수	0	1	1	1	1	1	1
기타(M&A)	n/a	100	300	400	400	400	400
매출원가	64	119	222	310	336	362	372
인건비	37	44	70	105	116	127	131
원재료비	27	75	152	205	220	235	240
영업이익	16	60	140	178	190	198	202
영업이익률(%)	15%	24%	28%	27%	26%	26%	26%
영업외 손익	28	1	1	1	1	1	1
세전이익	43	61	141	179	191	199	203
법인세	3	12	28	36	38	40	41
당기순이익	40	48	113	144	153	159	162
증감률(% y-y)	n/a	n/a	133%	27%	6%	4%	2%

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 9. SK 바이오텍 분기 실적 추정

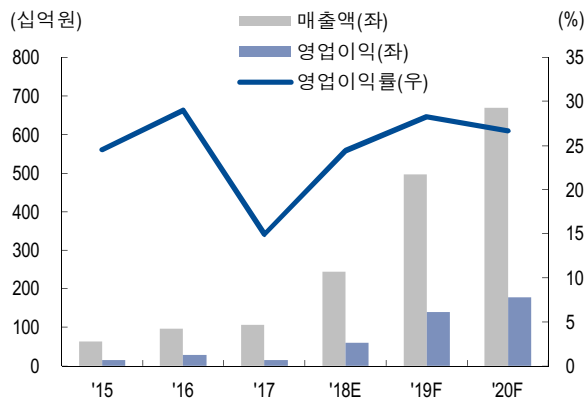
(단위: 십억원, %)

구 분	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	59	61	63	61	119	124	129	124	161	167	174	167
증감률(% y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	103%	103%	103%	103%	35%	35%	35%	35%
영업이익	15	15	16	13	35	36	38	31	45	46	48	39
영업이익률(%)	25%	25%	25%	21%	29%	29%	29%	25%	28%	28%	28%	23%
세전순이익	15	16	16	13	35	37	38	31	45	47	48	39
당기순이익	12	13	13	11	28	29	30	25	36	37	39	32
증감률(% y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	133%	133%	133%	133%	27%	27%	27%	27%

주: IFRS 연결 기준

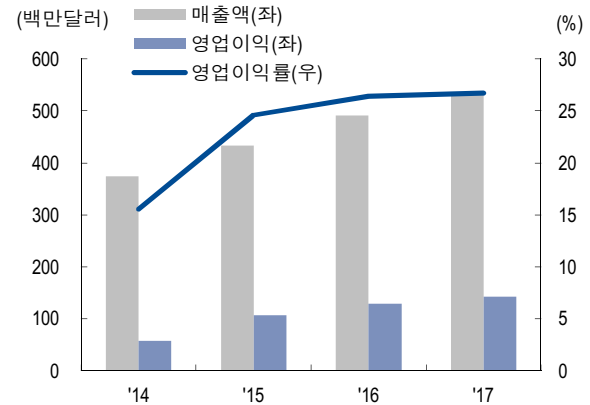
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림 13. SK 바이오텍 실적 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림 14. Cambrex 실적 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표 10. SK 바이오텍 Global Peer table

(단위: 십억원, 백만달러, %)

회사명		SK바이오텍	에스티팜	Cambrex	Agilent	Catalent	Recipharm
주가(원, \$)		-	43,250	55	68	42	103
시가총액		-	756	1,905	22,070	5,585	778
매출액	2017	106	179	534	4,472	2,075	625
	2018E	244	145	535	4,918	2,455	696
	2019F	496	184	563	5,227	2,652	714
영업이익	2017	16	55	143	851	278	25
	2018E	60	34	124	1,107	356	47
	2019F	140	56	128	1,221	405	53
순이익	2017	40	41	104	690	130	2
	2018E	48	26	92	504	82	22
	2019F	113	44	99	886	183	28
EPS (원,\$)	2017	1,431	2	3	2	1	0
	2018E	1,736	1	3	1	1	0
	2019F	4,048	2	3	3	1	0
PER (배)	2017	-	13.6	15.5	32.1	34.1	-
	2018E	-	28.7	19.1	25.4	25.1	23.6
	2019F	-	17.1	17.9	22.9	22.4	22.2
PBR (배)	2017	-	1.8	2.9	4.5	6.1	1.4
	2018E	-	2.2	4.0	4.4	5.1	1.4
	2019F	-	2.0	3.6	4.0	4.4	1.3
EV/EBITDA (배)	2017	-	6.6	8.2	20.0	14.6	13.2
	2018E	-	13.0	N/A	16.8	13.6	11.1
	2019F	-	8.4	N/A	15.0	11.9	10.0
ROE (%)	2017	-	13.9	21.9	15.2	19.1	0.4
	2018E	-	7.9	18.6	17.9	25.5	4.3
	2019F	-	12.1	18.7	18.6	22.2	4.7
절대수익률 (%)	1 day	-	-3.4	0.9	0.4	2.0	0.0
	1 week	-	-7.1	2.2	2.7	4.0	11.2
	1 month	-	-1.8	-0.9	-2.1	0.6	9.8
	3 month	-	-4.9	-1.0	-5.2	-1.2	0.2
	6 month	-	23.9	5.6	3.0	-0.6	5.8
	1 year	-	-5.4	-0.4	29.1	50.7	-20.8

주: 4월 17일 종가 기준; 자료: Bloomberg

IV. 성공적인 반도체 밸류체인 확장

1. SK실트론: 실리콘 웨이퍼 가격 상승 수혜

**2017년 웨이퍼 시장
10% y-y 성장**

SK실트론은 반도체 기초재료인 실리콘 웨이퍼 제조업체이다. 실리콘 웨이퍼는 고순도의 다결정 실리콘을 용융시켜 특정방향으로 성장시킨 단결정 실리콘 잉곳을 얇게 자른 박판으로 반도체 소자 제조의 3대 핵심 원재료이다. 실리콘 웨이퍼 산업은 과거 10년간 연 평균 3.2%의 성장률을 기록했다. 2017년에는 10.0% y-y의 높은 성장을 보이며 산업규모가 사상 최대치를 기록했다. 반도체용 실리콘 웨이퍼 시장은 일본의 섬코와 신에츠가 시장 1, 2위를 차지하고 있고 SK실트론, 대만의 글로벌웨이퍼스 등이 중위권을 형성하고 있다. SK실트론은 LG 계열이었으나 2017년 SK그룹에 인수된 이후 사명을 SK실트론으로 변경하였다.

**2017년 이후
웨이퍼가격 상승으로
수익성 증가**

2016년 이전엔 웨이퍼 업체들의 경쟁 심화로 업체들의 수익성이 부진하였다. 하지만 2016년 이후 경쟁 및 투자 자제로 웨이퍼 가격이 급등하면서 웨이퍼 업체들의 수익성이 급격히 개선되기 시작했다. 2017년 웨이퍼 가격은 전년대비 50% 가까이 급등한 것으로 알려져 있다.

SK실트론의 캐파(생산능력)는 인수 당시 월 76만장 수준이었으나 공정 개선으로 현재 80만장 수준까지 증가했다. 회사는 올해 8천억원을 투자해 장기적으로 100만장까지 캐파를 증가시킬 계획이다. 올해도 웨이퍼 가격은 전년대비 20% 가까이 상승할 것으로 전망된다. 웨이퍼 캐파 증가 및 가격 상승으로 SK실트론의 올해 실적은 매출액 1.21조원(+ 30% y-y), 영업이익 2,065억원(+ 56% y-y)을 기록할 것으로 예상된다.

**SK실트론 적정
기업가치 34조원
(SK 지분가치 24조원)**

당사가 추정한 SK실트론의 적정 기업가치는 3조3,749억원이며, SK가 보유한 70.6%의 지분가치는 2조3,827억원이다. 2018년 예상 EBITDA 3,496억원에 EV/EBITDA 12배를 적용하였다. Target EV/EBITDA 배수는 경쟁사인 일본의 섬코와 신에츠 평균을 사용하였다.

표 11. SK 실트론 EV/EBITDA 밸류에이션

(단위: 십억원, 배)

구분	비고	
2018년 예상 영업이익		206.5
2018년 예상 감가상각비		143.1
2018년 예상 EBITDA		349.6
Target EV/EBITDA	2018년 예상 Sumco, Shin-etsu 평균	12.2
EV		4,265.6
순차입금		890.7
적정 시가총액	Target EV/EBITDA * EBITDA	3,374.9
SK 지분가치	70.6%	2,382.7

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표 12. SK 실트론 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

구 분	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	850.3	780.6	777.4	836.3	933.1	1,213.7	1,385.2	1,495.0
증감률(% y-y)	-18.3%	-8.2%	-0.4%	7.6%	11.6%	30.1%	14.1%	7.9%
매출원가	831.2	781.7	740.5	770.4	765.9	968.3	1,112.3	1,200.3
매출총이익	19.2	-1.1	36.9	65.9	167.1	245.4	272.9	294.7
증감률(% y-y)	-86.9%	적전	흑전	78.5%	153.8%	46.8%	11.2%	8.0%
판매&관리비	37.1	33.8	31.5	31.8	34.4	38.8	44.0	47.9
영업이익	-18.0	-34.8	5.4	34.0	132.7	206.5	228.9	246.8
증감률(% y-y)	적전	적지	흑전	529.6%	290.2%	55.6%	10.8%	7.8%
영업이익률(%)	-2.1%	-4.5%	0.7%	4.1%	14.2%	17.0%	16.5%	16.5%
세전이익	-47.2	-65.9	-22.8	9.1	116.5	180.3	204.4	217.8
증감률(% y-y)	적전	적지	적지	흑전	1185.0%	54.7%	13.4%	6.5%
당기순이익	-166.4	-47.3	-16.4	6.9	94.8	147.9	134.3	180.2
증감률(% y-y)	적전	적지	적지	흑전	1266.4%	56.1%	-9.2%	34.1%

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 13. SK 실트론 분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	263.9	284.6	320.3	344.8	300.8	315.9	368.4	400.0	333.9	334.9	394.2	432.0
증감률(% y-y)	24.0%	25.0%	32.0%	38.0%	14.0%	11.0%	15.0%	16.0%	11.0%	6.0%	7.0%	8.0%
매출총이익	55.4	56.9	64.1	69.0	57.2	66.3	77.4	72.0	63.4	70.3	78.8	82.1
증감률(% y-y)	1.2%	2.7%	12.5%	7.7%	-17.1%	16.1%	16.6%	-6.9%	-11.9%	10.9%	12.1%	4.1%
영업이익	47.0	47.8	53.8	57.9	47.8	55.9	65.9	59.2	52.8	59.9	65.8	68.3
증감률(% y-y)	0.5%	1.8%	12.5%	7.7%	-17.4%	16.9%	17.9%	-10.2%	-10.9%	13.6%	9.8%	3.7%
영업이익률(%)	17.8%	16.8%	16.8%	16.8%	15.9%	17.7%	17.9%	14.8%	15.8%	17.9%	16.7%	15.8%
세전이익	40.9	41.6	46.8	51.0	42.1	49.8	58.7	53.9	47.0	52.2	57.9	60.8
증감률(% y-y)	-9.2%	1.8%	12.5%	8.9%	-17.4%	18.2%	17.9%	-8.2%	-12.8%	11.1%	11.1%	4.9%
당기순이익	33.1	34.1	38.9	41.8	34.9	41.3	48.1	44.2	39.0	43.3	47.5	50.4
증감률(% y-y)	-10.3%	3.1%	13.9%	7.6%	-16.4%	18.2%	16.5%	-8.2%	-11.8%	11.1%	9.7%	6.2%

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2. 실리콘 웨이퍼 공급 부족 지속 전망

**실리콘 웨이퍼
제조업에서는 투자를
통한 규모의 경제
확보가 중요**

실리콘 웨이퍼는 주로 초크랄스키 방식 등으로 만들어진다. 실리콘 웨이퍼를 제조하는데 있어 순도가 중요하긴 하지만 아주 어려운 하이테크 기술은 아니다. 기술보다는 규모의 경제를 통한 원가 절감이 더 중요한 비즈니스다. 그래서 최근까지 여러 웨이퍼 업체들이 캐파를 늘리기 위한 경쟁을 지속했다. 그 결과 웨이퍼 단가가 낮게 형성되었고 웨이퍼 업체들의 수익성도 높지 않았다.

변화의 움직임은 2016년 말 시작되었다. 업체들이 수익성을 위해 캐파 투자를 자제하기 시작했고 대만의 글로벌웨이퍼스와 미국의 선에디슨은 합병을 통해 1개 회사로 재탄생하였다. 이에 비해 머신러닝, 데이터센터 투자 등으로 웨이퍼 수요는 양호해 웨이퍼 공급이 부족해졌다. 2017년 웨이퍼 가격은 전년대비 50% 가까이 상승했고 올해도 전년대비 20% 이상 상승할 것으로 기대된다.

**2016년부터 웨이퍼
업체들의 경쟁이
자제되고 있음**

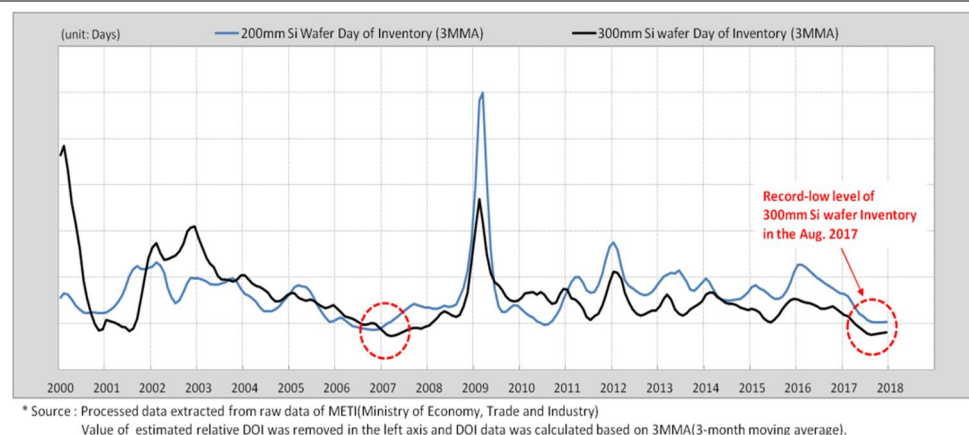
2019년 이후에도 웨이퍼 수급은 양호할 것으로 예상된다. 머신러닝 등의 열풍으로 전세계 반도체 업체들의 팹 투자가 높은 수준을 유지할 것이다. 2018년 삼성전자의 반도체부문 투자규모는 22조원으로 전년 수준을 기록할 것이다. 최근 5개년 간 삼성전자 연간 반도체 투자규모는 15조원 수준이었다. SK하이닉스도 올해 10조원 이상의 투자를 이어갈 것이다.

**2018년 이후 반도체
업체들의 투자 증가로
수요 확대 예상**

더 큰 모멘텀은 중국 메모리 업체들의 투자다. 칭화유니그룹 등 여러 업체들이 3년간의 개발을 끝내고 올해 연말부터 메모리 생산을 시작할 것이다. 올해는 시험 생산 규모에 그치겠지만 내년부터는 본격적인 캐파 투자로 웨이퍼 수요가 크게 늘어날 것으로 예상된다.

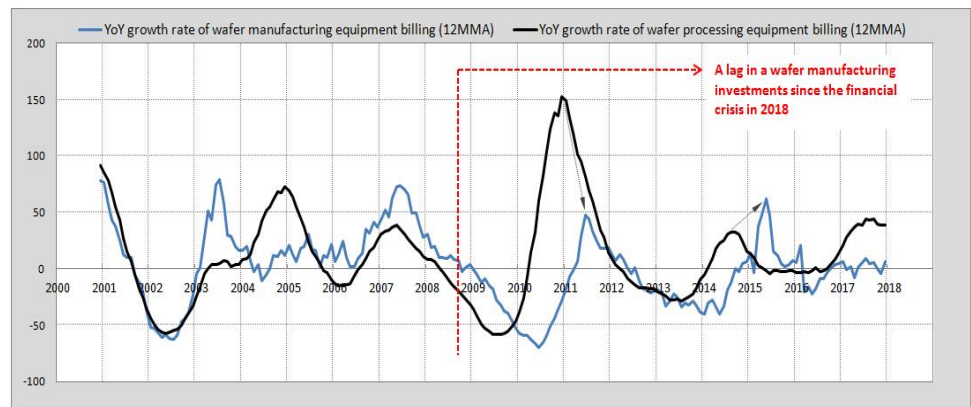
늘어나는 수요에 비해 공급은 여전히 제한적이다. 올해 SK실트론 등 일부 업체들이 증산을 계획 중이지만 본격적인 경쟁을 자제하는 분위기는 지속되고 있다. 중국웨이퍼 업체들이 공격적인 증산 계획을 가지고 있지만 순도 측면에서 고성능 반도체에 사용된다면 시간이 필요한 것으로 보인다.

그림 15. 웨이퍼 재고 수준 (2007년 이후 최저 수준)



자료: METI, NH 투자증권 리서치본부 전망

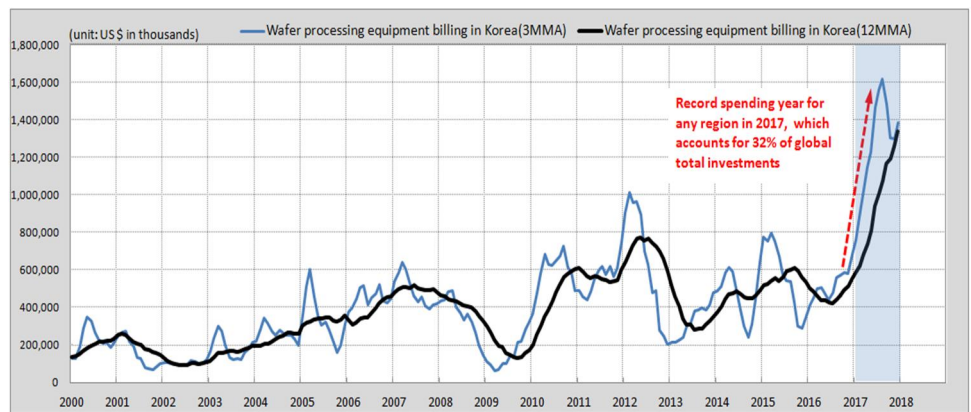
그림 16. 웨이퍼 제조 및 프로세싱 장비 시장 성장률



* Source : Monthly equipments market data by SEMI / Billing data was calculated based on 12MMA(12-month moving average).

자료: SEMI, NH 투자증권 리서치본부 전망

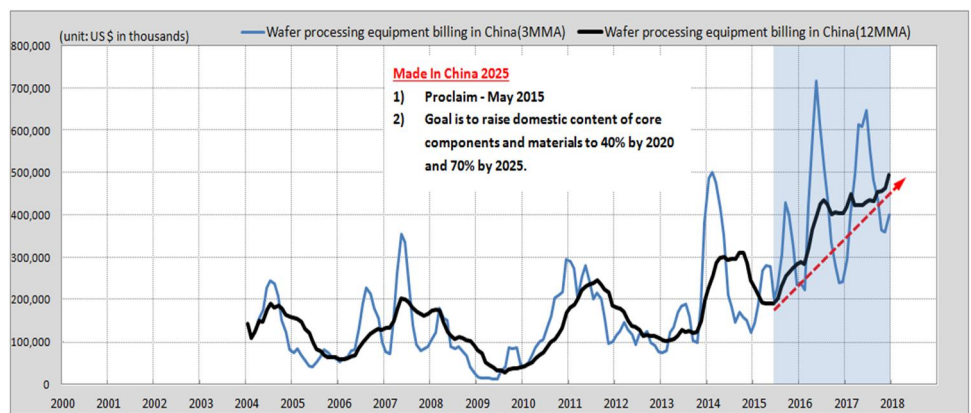
그림 17. 한국의 반도체 투자



* Source : Monthly equipments market data by SEMI / Billing data was calculated based on 3MMA(3-month moving average and 12MMA(12-month moving average).

자료: SEMI, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림 18. 중국의 반도체 투자



* Source : Monthly equipments market data by SEMI / Billing data was calculated based on 3MMA(3-month moving average and 12MMA(12-month moving average).

자료: SEMI, NH 투자증권 리서치본부 전망

3. 고부가가치 제품 확대도 웨이퍼 업계에 긍정적

FD-SOI 등 고부가가치 웨이퍼를 사용하는 공정이 늘고 있음

반도체 미세공정의 어려움으로 FD-SOI(Fully Depleted Silicon On Insulator) 등 고부가가치 웨이퍼를 사용하는 공정이 늘어나는 것도 웨이퍼 업계에는 긍정적이다. FD-SOI란 전통적인 실리콘 웨이퍼 위에 절연 기능이 있는 산화막을 만들고 그 위에 소자를 형성하는 기술이다. 소자 밑에 산화막이 깔려있기 때문에 실리콘 웨이퍼로 새는 전류가 크게 줄어든다. 즉, 누설 전류를 줄일 수 있는 기술이다.

현재 업계에서는 대부분 고성능 칩에 FinFET 기술을 쓰고 있다. FD-SOI는 FinFET의 경쟁 기술이다. FD-SOI는 유럽의 ST 마이크로가 개발했고 프랑스 소이텍 등이 전용 웨이퍼를 생산한다. FD-SOI 전용 웨이퍼는 일반 웨이퍼보다 가격이 5배 이상 비싸다. 즉 FD-SOI 공정이 본격화되면 웨이퍼 업체들이 크게 수혜를 받을 수 있다. SK실트론도 SK하이닉스와 협력해서 FD-SOI 기술을 개발하고 있다.

FD-SOI 공정은 사물인터넷 용 저전력 칩 제조에 유리

FD-SOI는 5년 이전에 크게 각광을 받았으나, 삼성전자, TSMC, 인텔 등이 FinFET을 채택하면서 양산 도입 여부가 불투명해졌다. 하지만, 2017년부터 FD-SOI 공정으로 만든 칩이 사물인터넷, 특히 RF(무선통신) 용으로 적합하다는 의견이 확산되면서 다시 부각되고 있다. 사물인터넷 기기에는 고성능 칩이 필요 없다. 대신 전력을 적게 소모하는 칩이 필요하다. 그래서 FD-SOI가 FinFET 공정보다 유리하다.

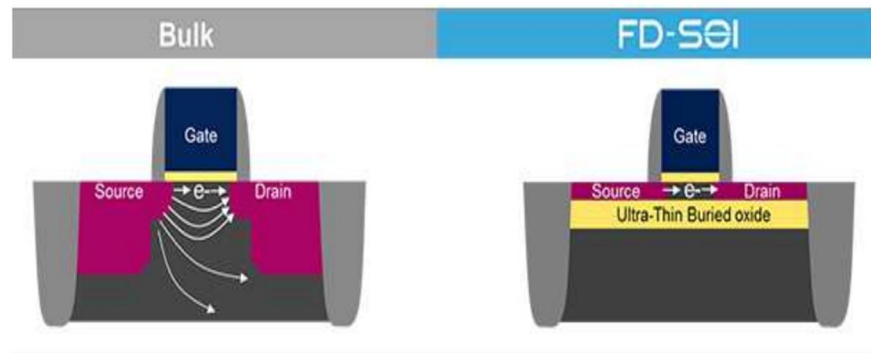
FD-SOI는 FinFET보다 공정이 간단하고 비용이 적게 든다. 벌크 공정은 누설 전류 감소를 위해 깊은 절연 임플란트를 만들어야 하지만 FD-SOI의 경우 트랜지스터 밑에 매립된 산화물 층이 있기 때문에 절연 임플란트가 필요 없다. 채널 도핑도 필요없다. 이러한 장점때문에 삼성전자는 28nm(1nm=10억분의 1m) FD-SOI 공정을 확대 중이고, 글로벌FOUNDRI즈는 22nm FD-SOI 공정 양산을 시작했다. 글로벌FOUNDRI즈의 22nm FD-SOI는 28nm 벌크 실리콘 공정보다 10% 가량 마스크를 덜 사용한다. FD-SOI 공정을 사용하려는 고객사도 늘고 있다. 소니는 향후 이미지센서에 FD-SOI 공정을 적용할 예정이고 NXP 반도체는 자사의 프로세서에 FD-SOI 공정을 이용하기 시작했다.

FD-SOI 전용 웨이퍼의 가격은 일반 웨이퍼의 5배 이상으로 웨이퍼 업체들 수익성에 매우 긍정적

TSMC는 작년에 기존 로드맵에 없던 12nm와 22nm 공정 노드를 추가시켰는데, 이는 삼성전자와 글로벌FOUNDRI즈의 FD-SOI 공정에 대응하기 위한 차원이다. 이는 TSMC가 FD-SOI 공정의 확산력을 높게 평가하기 때문이다. TSMC는 고객들에게, 경쟁사의 FD-SOI 공정을 사용하려면 칩을 다시 디자인 해야 되고 IP(지적 재산권) 생태계가 부족한 문제를 겪을 수 있는데 반해 자사의 업그레이드 공정을 사용했을 경우에는 기존 설계를 이용할 수 있다는 장점이 있다고 강조 중이다. TSMC의 22nm 공정은 28nm 공정과 마스크 수, 디자인 룰, SRAM 비트 셀 등이 같은 것으로 알려져 있다.

FD-SOI 진영의 투자도 늘고 있다. 글로벌FOUNDRI즈는 중국 청두에 22nm FD-SOI 전용 300mm 랩을 짓고 있다. 삼성전자도 투자를 늘리고 있다. 이러한 흐름에 힘입어 고부가가치 FD-SOI 전용 웨이퍼의 수요가 크게 늘 것으로 기대된다. 이는 SK실트론, 프랑스 소이텍 등 웨이퍼 업체들에게 큰 수혜다.

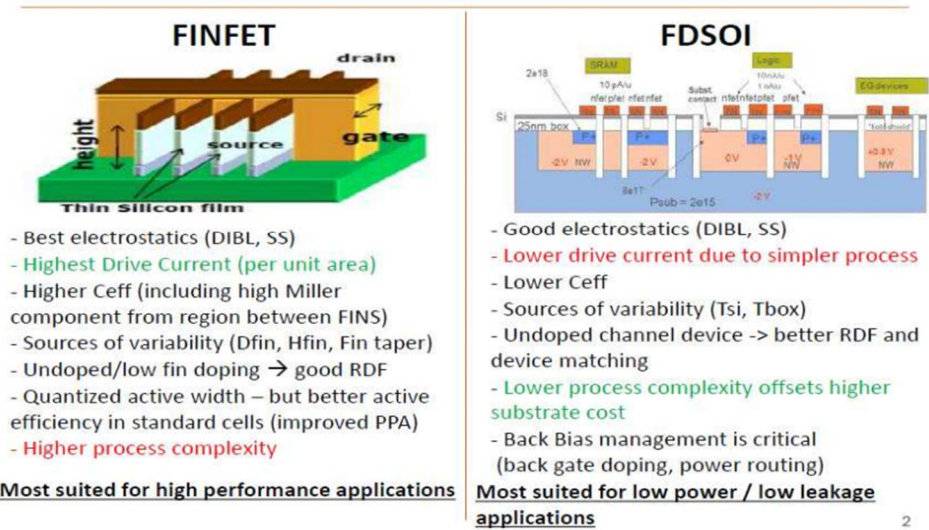
그림 19. FD-SOI 공정



자료: ST Micro, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림 20. FD-SOI 공정은 FinFET 과 경쟁하는 기술

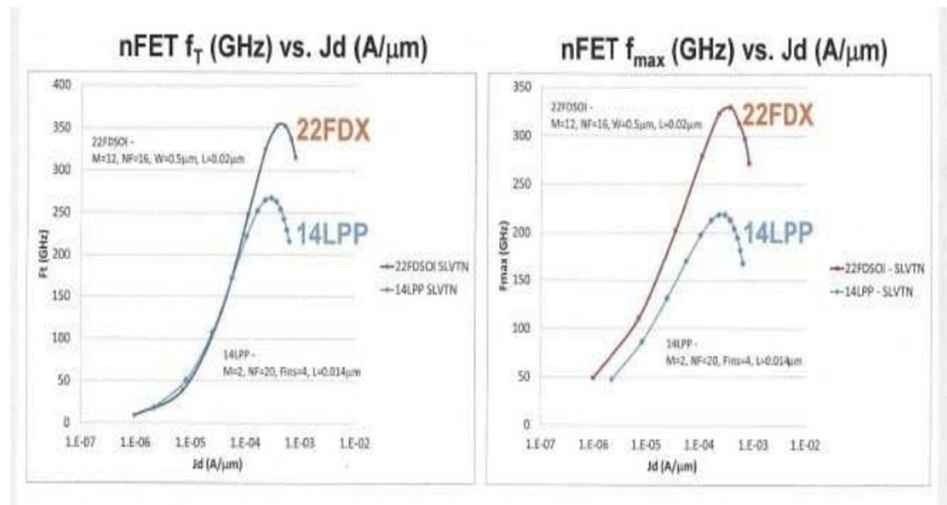
Fully-Depleted Advanced Technology Architectures



2

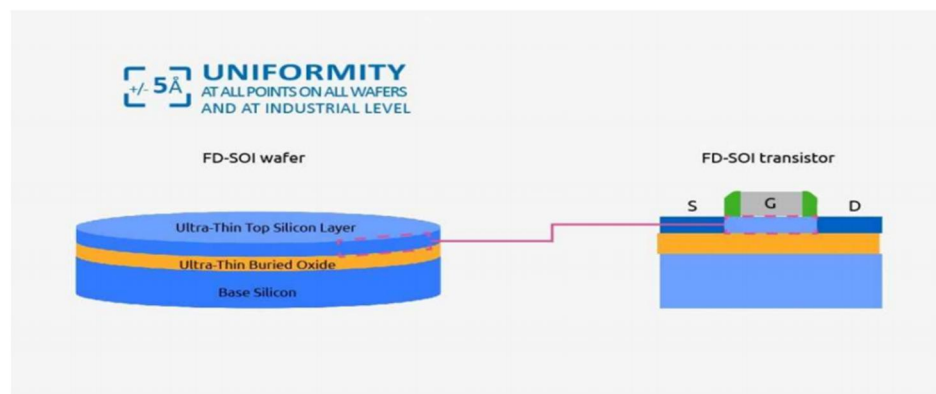
자료: Global Foundries, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림 21. FD-SOI 공정은 저전력 사물인터넷 용 칩 제조에 유리



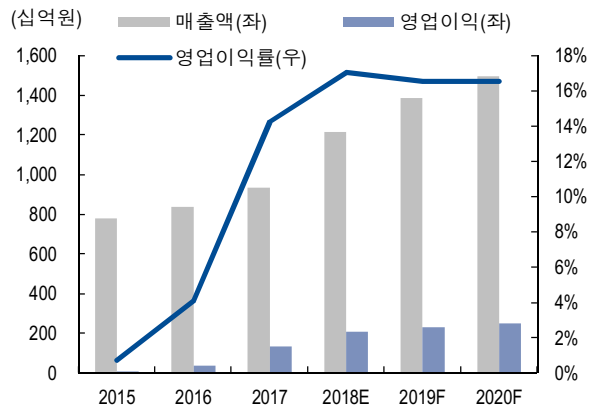
자료: Global Foundries, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림 22. FD-SOI 공정의 핵심은 웨이퍼 위에 산화막을 형성한 특수 웨이퍼



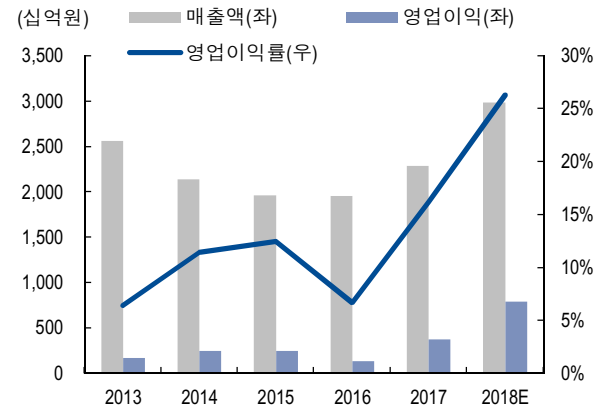
자료: Soitec, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림 23. SK 실트론 실적 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림 24. SUMCO 실적 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표 14. SK 실트론 Global Peer table

(단위: 십억원, 백만달러)

회사명		SK실트론	SHIN-ETSU	SUMCO CORP	GLOBALWAFERS	SILTRONIC
시가총액		-	44,685	7,649	7,745	5,547
매출액	2017	933	11,447	2,325	1,519	1,330
	2018E	1,214	13,428	2,985	-	1,695
	2019F	1,385	14,450	3,398	-	1,920
영업이익	2017	133	2,207	375	260	272
	2018E	207	3,053	784	568	532
	2019F	229	3,548	946	771	590
순이익	2017	95	1,647	241	179	211
	2018E	148	2,231	516	425	427
	2019F	169	2,586	623	595	475
EPS (원,\$)	2017	1,414	3.9	0.8	0.4	7.0
	2018E	2,206	5.2	1.8	1.0	14.4
	2019F	2,515	6.1	2.1	1.4	16.2
PER (배)	2017	-	23.4	31.4	31.3	19.6
	2018E	-	19.9	14.6	18.1	13.1
	2019F	-	17.1	12.0	13.0	11.9
PBR (배)	2017	-	1.9	3.5	5.1	5.7
	2018E	-	2.0	2.9	5.9	4.8
	2019F	-	1.9	2.5	4.8	3.8
EV/EBITDA(배)	2017	-	9.8	14.6	13.6	9.2
	2018E	-	9.0	8.4	11.1	7.6
	2019F	-	7.3	6.2	8.4	6.4
ROE (%)	2017	11.9	8.6	12.0	21.2	34.9
	2018E	-	10.8	21.2	35.4	46.3
	2019F	-	11.7	20.7	41.5	38.3

주: 4월 17일 종가 기준

자료: Bloomberg

V. 지배구조 이슈

1. 지배구조 개편, 조여오는 압박

지주회사 요건 강화에 미리 대응할 것인가?

SK는 2007년 지주회사체제 전환, 2015년 SK-SK C&C 합병을 통해 지배구조를 완성했다. 그러나, 하반기 정기국회에서의 경제민주화법안들 통과 가능성, 이에 대비한 현대차그룹, CJ그룹 등 재벌그룹들의 선제적 대응 등을 감안했을 때, 기존 지주회사 행위제한 규제 강화 시행 여부와 맞물려 SK그룹의 지배구조가 개편될 수 있어 그 가능성에 관심이 모아지고 있다.

관건은 지주회사 행위제한 규제 강화가 시행될 경우, SK가 SK텔레콤 지분 5%(시가 약 0.9조 원), SK텔레콤이 SK하이닉스 지분 10%(시가 약 6.1조원)를 유예기간 이내에 취득해야 하는 부담을 어떻게 해소할 것인가 하는 점이다. 이에 대한 해법으로 예상되는 것은 SK텔레콤의 중간지주회사 체제 전환이다.

표 15. 문재인 정부 100대 국정과제 중 지배구조 이슈 관련

과제	주요 내용	비고
재벌총수일가 전횡 방지 및 소유 지배구조 개선	총수 일가 전횡 방지	- 2018년까지 다중대표소송제 · 전자투표제 도입, 집중투표제 의무화 등 추진 - 상법개정안 기발의(2016.7.4)
	편법적 지배력 강화 차단	- 2017년~2018년 기간 중
		- 지주회사 행위제한 규제 강화
		- 인적분할 시 자사주 의결권 부활 방지
		- 공정거래법 개정안 기발의(2016.11.30) - 법인세법개정안(2016.6.7), 상법개정안(2016.7.12), 공정거래법 개정안(2016.11.24, 2016.12.29) 등 기발의
	사익편취 근절	- 기존 순환출자 단계적 해소 방안 마련 - 공정거래법 개정안 기발의(2016.9.2)
	금산분리	- 2018년까지 금융보험사의 계열사에 대한 의결권 제한 강화, 2018년부터는 금융 그룹 통합감독도 시행

자료: NH투자증권 리서치본부 정리

표 16. 문재인 정부 들어 발표된 재벌들의 자발적 개혁안

재벌	주요 내용
현대차	- 순환출자해소 결의
LG	- LG 상사를 지주회사 체제로 편입
롯데	- 지주회사 전환 중
현대중공업	- 지주회사 전환 중
CJ	- 공동손자회사 CJ대한통운을 단독손자회사로 전환
LS	- 가온전선을 지주회사 체제로 편입
대림	- 일감몰아주기 규제대상 회사 총수지분 처분
효성	- 지주회사 전환 중
한화	- 일감몰아주기 해소방안 발표예상(언론보도)

자료: NH투자증권 리서치본부

2. SK텔레콤 중간지주회사 체제 전환이 해법

SK텔레콤 물적분할시, SK텔레콤 자원확보 용이

SK텔레콤을 물적분할하면 무선통신사업 분할 후 일부 유동화를 통해 SK하이닉스 지분취득 재원을 확보할 수 있다. SK하이닉스(시가 12.3조원) 등 보유지분 가치 감안하면, SK텔레콤(시가총액 18조원)의 영업가치가 저평가돼 있기 때문에 SK텔레콤영업회사 상장 및 유동화의 규모는 상당할 것으로 예상된다.

다만, 지주회사 행위제한 규제 강화(공정거래법개정안)가 하반기 정기국회에서 통과되더라도, 공포후 6개월 경과된 시점부터 시행되기 때문에(그때부터 자회사/손자회사 최소지분확보 유예 기간 최초 2년 부여), 물적분할이 시간에 쫓겨 급하게 진행될 가능성은 높지 않다.

SK텔레콤 인적분할 시, SK의 자원확보이슈 해소

인적분할의 경우, SK텔레콤지주회사의 신주발행 및 SK텔레콤영업회사와의 주식교환을 통해 SK텔레콤의 최대주주인 SK는 비용 없이 SK텔레콤(지주회사)에 대한 지배력을 높일 수 있고(지분취득 이슈 해소), SK텔레콤의 자사주 12.6%도 지배력 강화에 활용 가능하다. SK텔레콤의 비지배주주도 지주회사 전환에 따른 합계시가총액 상승을 향유할 가능성이 있다.

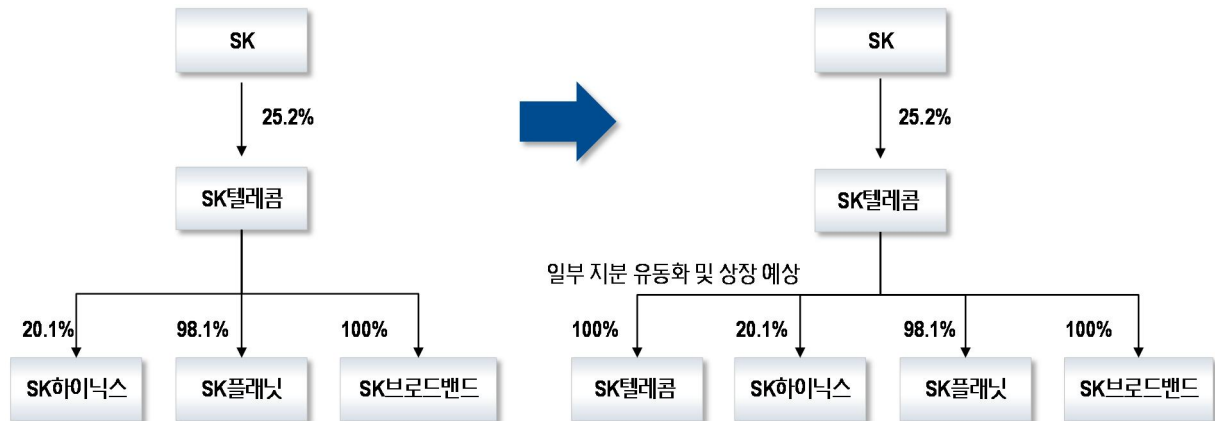
그러나, 현재의 분위기에서 인적분할 시 자사주를 활용하는 것은 부담스러울 수 있다. 또한, 인적분할 시 자사주 의결권 부활방지(상법개정안)가 하반기 정기국회에서 통과될 경우, 공포후 3개월 경과된 시점(2019년 3월경)부터 시행되기 때문에, <분할결의-주주총회-분할등기>절차의 소요기간 약 5개월을 감안하면, 10월 이전에 인적분할 절차를 개시해야 자사주를 활용할 수 있을 전망이다.

어쨌거나, 지배구조 개편은 기회요인

어느 경우든, 향후 SK와 SK텔레콤지주회사간 합병 가능성은 매우 낮기 때문에 이로 인한 논란의 여지도 크지 않을 것이다. 왜냐하면, SK텔레콤 분할의 전제조건이 SK하이닉스 지분을 30%(시가 18조원)까지 늘리기 위함인데, 여기에 SK텔레콤사업회사와 기타자회사들까지 보유한 SK텔레콤지주회사의 시가총액은 할인율이 아무리 높더라도 SK의 시가총액과 차이가 현저하게 벌어지지 않을 것이고, 이는 합병시 회식화를 통해 SK(시가총액 21조원)에 대한 지배주주 지배력(30.6%)을 위험수준까지 떨어트릴 것이기 때문이다.

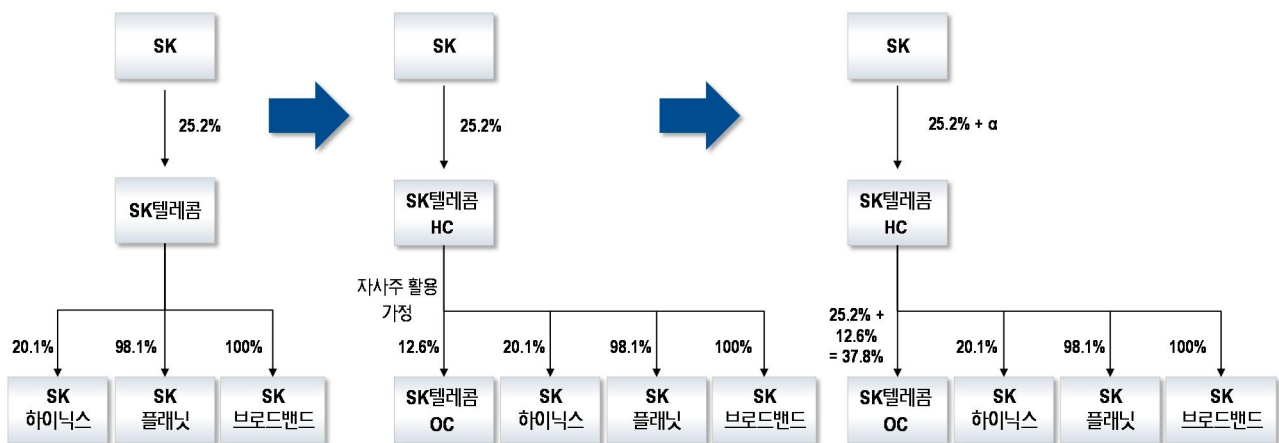
한편, SK텔레콤 중간지주회사 체제 전환 시, 지배구조 개편에 따른 밸류에이션 부각, 지배지분 확대에 따른 향후 계열사들의 배당성향 상향 가능성 등 긍정적인 효과가 기대된다.

그림 25. SK 텔레콤 물적분할 절차



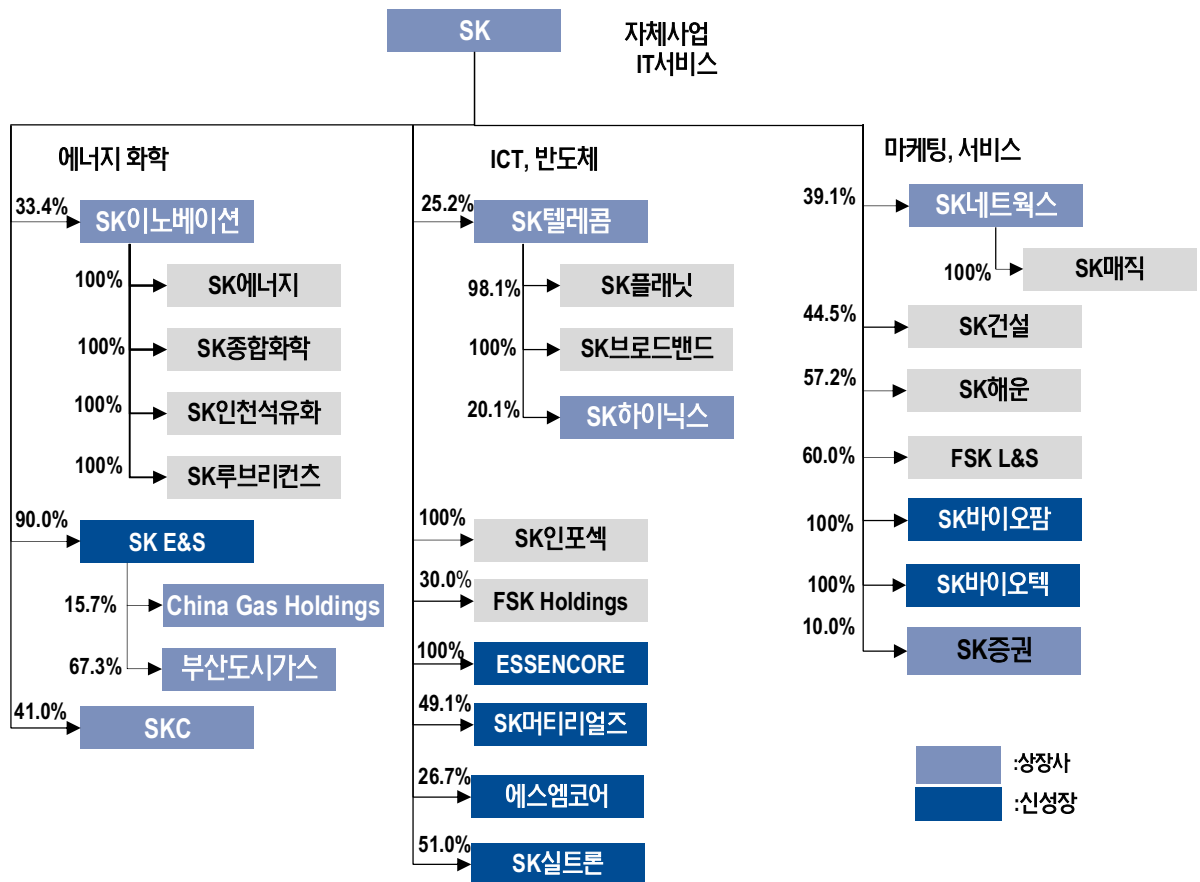
자료: NH 투자증권 리서치본부

그림 26. SK 텔레콤 인적분할 절차



자료: NH 투자증권 리서치본부

그림 27. SK 그룹 지배구조



자료: NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	82,730	93,296	97,802	102,718
증감률 (%)	110.5	12.8	4.8	5.0
매출원가	73,006	82,400	86,262	90,597
매출총이익	9,724	10,897	11,541	12,121
Gross 마진 (%)	11.8	11.7	11.8	11.8
판매비와 일반관리비	4,443	5,036	5,294	4,856
영업이익	5,281	5,861	6,246	7,265
증감률 (%)	275.4	11.0	6.6	16.3
OP 마진 (%)	6.4	6.3	6.4	7.1
EBITDA	10,494	11,503	12,325	13,156
영업외손익	-891.1	1,581.1	1,612.5	1,298.8
금융수익(비용)	-813.6	-432.4	-887.5	-801.2
기타영업외손익	-799.3	-474.3	-500.0	-500.0
종속, 관계기업관련손익	721.8	2,487.8	3,000.0	2,600.0
세전계속사업이익	4,390	7,442	7,859	8,563
법인세비용	1,360	2,261	2,358	2,569
계속사업이익	3,030	5,181	5,501	5,994
당기순이익	2,822.5	5,066.5	5,501.3	5,994.4
증감률 (%)	-49.1	79.5	8.6	9.0
Net 마진 (%)	3.4	5.4	5.6	5.8
지배주주지분 순이익	765.6	1,677.4	2,090.5	2,277.9
비지배주주지분 순이익	2,057	3,389	3,411	3,717
기타포괄이익	44.8	-600.4	-60.3	0.0
총포괄이익	2,867	4,466	5,441	5,994

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	21.2	11.9	9.9	9.1
PBR(X)	1.2	1.5	1.3	1.2
PCR(X)	1.5	1.7	1.8	1.6
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	6.2	6.4	6.2	6.1
EV/EBIT(X)	12.3	12.6	12.3	11.0
EPS(W)	10,851	23,808	29,676	32,337
BPS(W)	184,873	192,595	226,102	254,560
SPS(W)	1,175,803	1,325,980	1,390,023	1,459,886
자기자본이익률(ROE, %)	6.0	12.5	14.1	13.4
총자산이익률(ROA, %)	2.8	4.8	4.9	5.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	7.2	9.2	8.0	9.5
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.5	1.6
배당성장률(%)	27.0	13.3	11.5	11.3
총현금배당금(십억원)	208.7	225.6	242.5	259.4
보통주 주당배당금(W)	3,700	4,000	4,300	4,600
순부채(현금)/자기자본(%)	45.8	47.5	40.1	34.8
총부채/ 자기자본(%)	143.5	139.9	125.2	114.5
이자발생부채	31,698	33,101	33,101	33,101
유동비율(%)	113.0	112.2	111.6	113.8
총발행주식수(mn)	71	71	71	71
액면가(W)	200	200	200	200
주가(W)	229,500	283,000	293,000	293,000
시가총액(십억원)	16,225	20,005	20,705	20,705

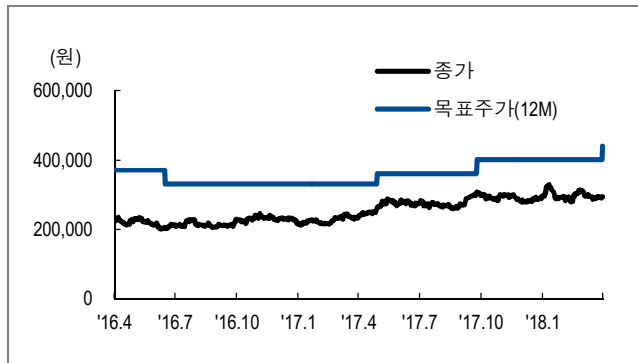
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	7,087	7,146	8,206	8,973
매출채권	10,398	11,538	11,498	12,076
유동자산	32,450	35,199	35,555	37,494
유형자산	41,033	41,286	41,496	41,747
투자자산	13,785	17,088	24,087	29,876
비유동자산	70,597	74,578	80,499	85,396
자산총계	103,047	109,777	116,054	122,890
단기성부채	8,502	9,696	9,696	9,696
매입채무	8,897	9,589	9,689	10,176
유동부채	28,717	31,368	31,858	32,959
장기성부채	23,196	23,405	23,405	23,405
장기충당부채	333.7	424.8	424.8	424.8
비유동부채	32,004	32,652	32,652	32,652
부채총계	60,721	64,021	64,510	65,612
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,646	5,017	5,606	5,606
이익잉여금	8,368	9,838	11,686	13,704
비지배주주지분	29,214	32,096	35,507	39,224
자본총계	42,327	45,756	51,544	57,279

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	9,111	6,930	9,828	9,198
당기순이익	2,822	5,066	5,501	5,994
+ 유/무형자산상각비	5,213	5,642	6,078	5,892
+ 종속, 관계기업관련손익	-527.8	-2,576.2	-3,000.0	-2,600.0
+ 외화환산손실(이익)	70.3	-106.6	71.3	0.0
Gross Cash Flow	10,968	11,647	11,725	12,556
- 운전자본의증가(감소)	130.4	-2,559.8	1,177.3	-88.1
투자활동 현금흐름	-7,381	-6,293	-9,131	-8,188
+ 유형자산 감소	167	276	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-4,935	-4,972	-5,000	-5,000
+ 투자자산의매각(취득)	675	-894	-4,059	-3,188
Free Cash Flow	4,175	1,958	4,828	4,198
Net Cash Flow	1,730	637	697	1,009
재무활동현금흐름	-1,622	-408	363	-242
자기자본 증가	-33	-629	589	0
부채증감	-1,590	221	-226	-242
현금의증가	92	59	1,060	767
기말현금 및 현금성자산	7,087	7,146	8,206	8,973
기말 순부채(순현금)	19,374	21,743	20,682	19,915

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2018.04.19	Buy	440,000원(12개월)	-	-
2017.10.16	Buy	400,000원(12개월)	-26.4%	-17.9%
2017.05.16	Buy	360,000원(12개월)	-24.0%	-14.7%
2016.07.06	Buy	330,000원(12개월)	-32.0%	-24.1%
2016.01.12	Buy	370,000원(12개월)	-38.9%	-32.6%

SK(034730.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자등급 분포는 다음과 같습니다. (2018년 4월 13일기준)

- 투자등급 분포

Buy	Hold	Sell
80.2%	19.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자등급은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자등급 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'SK'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.