

SK (034730)

올 4분기, 리레이팅의 관문에 들어서다

바이오 CDMO IR 및 바이오팜 Cenobamate NDA 신청 임박

10/17일, SK는 바이오 CDMO(Contract Development and Manufacturing Organization) IR을 계획 중이다. SK그룹은 제약/바이오 부문을 신성장 동력으로 육성하는 가운데 CDMO 성장 또한 박차를 가하고 있다. 먼저, SK바이오텍은 '17년 세종공장 16만 리터를 증설하여 총 32만 리터로 생산능력을 확대하고 11월 아일랜드 스위즈(Swords) 공장을 1,725억원에 인수했다. 스위즈 공장은 8.1만 리터로 노바티스, 화이자 등 글로벌 제약사를 주 고객으로 당뇨치료제, 항바이러스제 등 고부가가치 원료의약품을 생산한다. 이어 올 7월 미국 앰팩(AMPAC)을 인수(출자 5,100억원/ 총 인수금액 8,070억원)했다. 앰팩은 60만 리터의 글로벌 CDMO로 항암제와 중추신경계, 심혈관 치료제 등을 생산하며 미국 내 생산시설 3곳과 연구시설 1곳을 갖고 있다. 3개 생산거점을 합산해 총 100만 리터의 생산능력을 확보했으며 '20년까지 160만 리터로 확대 예정이다. 현재 글로벌 1위 사업자는 스위스의 지크프리트(Siegfried)로 155만 리터이다. 11월에는 SK바이오팜의 핵심 파이프라인인 Cenobamate의 NDA 신청이 예상되며 미 Jazz사로 라이선스 아웃한 Soliamfetol은 '19년 로열티 매출 인식이 시작된다. 그간 기대감에 불과했던 제약/바이오 계열사의 본격적인 재평가가 임박했다.

비상장사 상장시 특별배당 지급으로 주주환원 대폭 확대

SK는 30% 이상 배당성향을 천명한 이후 순익 체력의 향상으로 매년 주당배당금은 증가했으나 배당수익률 매력은 높지 않았다. 한편, 사측은 향후 비상장 자회사의 상장 추진 및 투자대금 회수시 특별배당 지급을 언급했는데 '19년 바이오팜, 이후 바이오텍, 실트론 등 다수 비상장사의 상장이 예정되어 있다는 점에 주목할 만 하다. 상장이 임박한 바이오팜의 경우 5조원 이상의 공모가 형성시 20%의 구주매출을 가정하면 약 1조원대 투자대금 회수가 예상되며 특별배당 지급시 현재 대비 약 2배의 배당 수익률이 추정된다.

목표가 45만원 상향. 올 하반기 투자 적기 판단

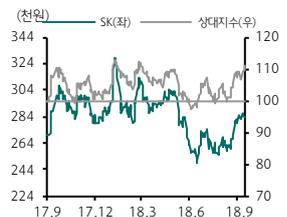
상장 지분까지 상승을 반영해 목표가를 45만원을 상향하고 최선호주로 추천한다. 자회사 합산 실적은 전년 대비 증가 추세를 이어가는 가운데, 올 4분기 제약 계열사의 리레이팅 이슈가 집중될 전망이다. 비중 확대의 적기라 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 450,000원(상향) | CP(10월 4일): 283,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,274.49		
52주 최고/최저(원)	328,500/249,000	매출액(십억원)	100,619.4 105,828.5
시가총액(십억원)	19,912.0	영업이익(십억원)	6,043.5 6,579.3
시가총액비중(%)	1.65	순이익(십억원)	5,794.7 6,068.0
발행주식수(천주)	70,360.3	EPS(원)	29,374 31,807
60일 평균 거래량(천주)	79.8	BPS(원)	283,575 319,186
60일 평균 거래대금(십억원)	21.3		
18년 배당금(예상, 원)	5,000	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	1.77		
18년 외국인지분율(%)	25.70		
주요주주 지분율(%)			
최대원 외 4인	30.88		
국민연금	8.37		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	7.8 (1.0) (1.7)		
상대	9.8 4.8 3.4		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	82,730	93,296	100,014	105,160	105,440
영업이익	십억원	5,281	5,861	6,282	6,437	6,533
세전이익	십억원	4,390	7,442	8,776	9,206	9,347
지배순익	십억원	766	1,677	2,211	2,256	2,318
EPS	원	13,577	29,748	39,212	40,015	41,114
증감율	%	-37.2%	119.1%	31.8%	2.0%	2.7%
PER	배	16.9	9.5	6.5	6.4	6.2
PBR	배	1.0	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE	%	6.04	12.68	15.09	13.57	12.48
BPS	원	226,961	242,249	277,460	312,475	346,588
DPS	원	3,700	4,000	5,000	7,000	8,500



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

4분기 제약 계열사들의 리레이팅 이슈 집중

10월 CDMO IR 및 11월 SK바이오팜 NDA 신청 대기

10/17일 SK
CDMO IR 예정

10/17일(수), SK는 바이오 CDMO(Contract Development and Manufacturing Organization) 산업 IR을 계획 중이다. SK그룹은 제약/바이오 부문을 신성장 동력으로 지목한 가운데 그룹 내 CDMO 성장 또한 박차를 가하고 있다. 먼저, SK바이오텍(SK 지분율 100%)은 '17년 하반기 대전공장 16만 리터에 이어 세종공장 16만 리터를 증설하여 생산능력을 총 32만 리터로 확장하였다. 이후 '17년 11월 아일랜드 스워드(Swords) 공장을 1,725억원에 인수했다.

SK그룹 공격적인
CDMO 사업 확대.
스워드 공장 인수

스워드 공장은 SK가 인수한 글로벌 제약사인 브리스톨마이어스 스콧(BMS)의 원료의약품 공장으로서 생산능력은 8.1만 리터이며 노바티스, 화이자 등 글로벌 제약사들을 주요 고객으로 당뇨치료제, 항바이러스제 등 고부가가치 원료의약품을 생산한다.

올해 7월
미국 AMPAC 인수
3개 생산거점 합산시
100만리터 생산능력 확보

이어 올해 7월 미국 앰팩(AMPAC)을 인수(출자 5,100억원/ 총 인수금액 8,070억원)했다. 앰팩은 60만 리터의 글로벌 CDMO로 항암제와 중추신경계, 심혈관 치료제 등을 생산하며 미국 내 생산시설 3곳과 연구시설 1곳을 갖고 있다. 3개 생산거점을 합산해 총 100만 리터의 생산능력을 확보했으며 '20년까지 160만 리터로 확대 예정이다. 현재 글로벌 1위 사업자는 스위스의 지크프리드(Siegfried)로 155만 리터이다.

글로벌 제약산업 내
CDMO M&A 크게
증가하는 양상.
대형 CDMO 업체들의
성장성과 수익성은
매우 양호

이러한 SK그룹의 CDMO 산업 내 적극적인 M&A는 비단 SK만의 이슈가 아니라, 지난 수년간 지속된 제약/바이오 업종 내 트렌드이다. '12년 이후 CDMO 업체간 M&A는 덩의 규모 및 횟수가 크게 확대되었다. 또하나 재미있는 사실은 이러한 대형 CDMO 업체들의 성장속도는 오히려 대형 제약사보다 빠르고 수익성 또한 뒤지지 않는다는 점이다. API 비중이 높다는 점에서 SK바이오텍과 비교 가능한 Siegfried나 Cambrex의 경우 EBITDA Margin은 20~30%, 지난 5년간 연평균 매출 성장률은 약 15%를 나타냈다.

11월 SK바이오팜의
NDA 신청 예정.
바이오 계열사 본격적인
재평가 임박

CDMO 고성장 이외에도 SK바이오팜의 재평가 또한 임박했다. 올 11월, SK바이오팜의 핵심 파이프라인인 Cenobamate의 NDA 신청이 예상되며 미 Jazz사로 라이선스 아웃한 Soliamfetol은 '19년 로열티 매출 인식이 시작된다. 그간 기대감에 불과했던 제약/바이오 계열사의 본격적인 재평가가 임박했음을 의미한다.

SK바이오팜
'19년 상장 추진.
장부가 대비 10배 이상의
재평가 가능

SK바이오팜은 NDA 신청 이후 '19년 중 상장을 계획하고 있으며 NASDAQ과 국내 상장을 동시 검토 중이다. 국내 상장 추진 가능성이 보다 유력한 가운데, 공모금액은 5조 원을 상회할 것으로 추정된다. 현재 SK의 바이오팜 장부가액(100% 지분율)은 4,787억 원에 불과해 10배 이상의 재평가를 의미한다. 바이오팜 상장시 신주 발행과 더불어 일부 지분의 구주 매출(20%)을 가정하면 1조원대 자금 회수가 가능할 전망이다.

SK, 비상장사의
상장 추진시
특별배당 지급 예정.
배당수익률 2배
증가할 전망

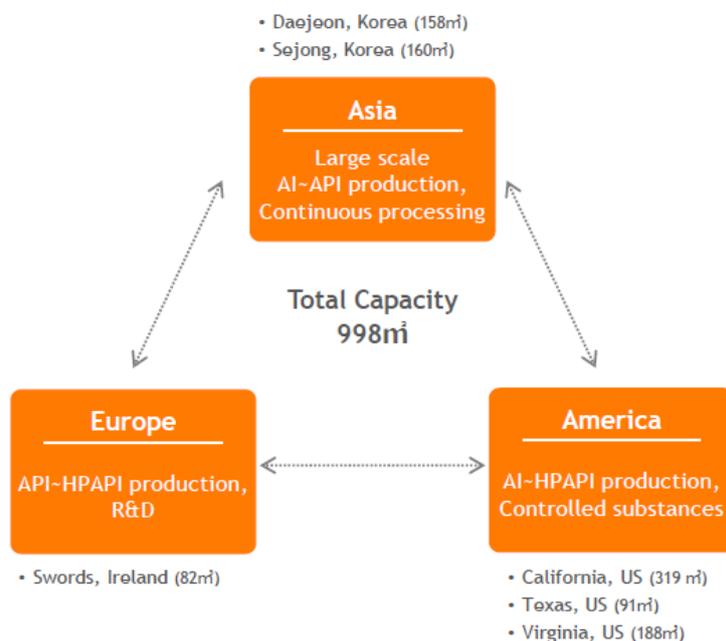
사측은 향후 비상장사의 상장 추진을 통한 투자자금 회수시 특별배당을 추진해, 비상장사의 상장 추진을 주주환원으로 연계시킬 것이라 밝혔다. 특히 '19년 바이오팜, 이후 바이오텍, 실트론 등 다수 비상장사의 상장이 예정된 있다는 점에 주목할 만 하다. 상장이 임박한 바이오팜의 경우 5조원 이상의 공모가 형성시 20%의 구주매출을 가정하면 약 1조원대 투자대금 회수가 예상되며 특별배당 지급시 현재 대비 약 2배의 배당 수익률이 추정된다.

표 1. (주)SK의 바이오/제약 부문 주요 투자 ('16년 이후)

투자목적	시기	투자금액	내용	비고
SK 바이오텍 자회사 편입	16년 2월	1,238 억원	SK 바이오팜에서 SK 바이오텍 지분 100% 취득해 자회사로 편입	-
SK 바이오텍 설비 투자	16년 3월	400 억원	SK 바이오텍 설비 투자 및 사업확장 위해 유상증자 참여	-
BMS 원료의약품 생산공장 인수	17년 11월	1,725 억원	SK 바이오텍의 글로벌 성장 잠재력 확보 위해 유상증자 참여 결정	SK 바이오텍의 브리스톨마이어스쿱(BMS) 원료의약품 생산공장 인수 자금 지원
SK 바이오팜 성장 지원	18년 3월	1,500 억원	SK 바이오팜의 중장기 성장 자금조달 위해 유상증자 참여 결정	-
앰팩 인수	18년 7월	5,100 억원	미국 CDMO 기업 앰팩의 모회사 파인케미컬홀딩스 지분 인수 위해 해외 계열사 알케미 에퀴지션에 출자	알케미 에퀴지션이 8070 억원으로 파인케미컬 홀딩스 지분 100% 취득 예정

자료: SK, 하나금융투자

그림 1. SK그룹 CDMO 거점 요약



자료: SK, 하나금융투자

표 2. 신약개발 관련 밸류체인 요약

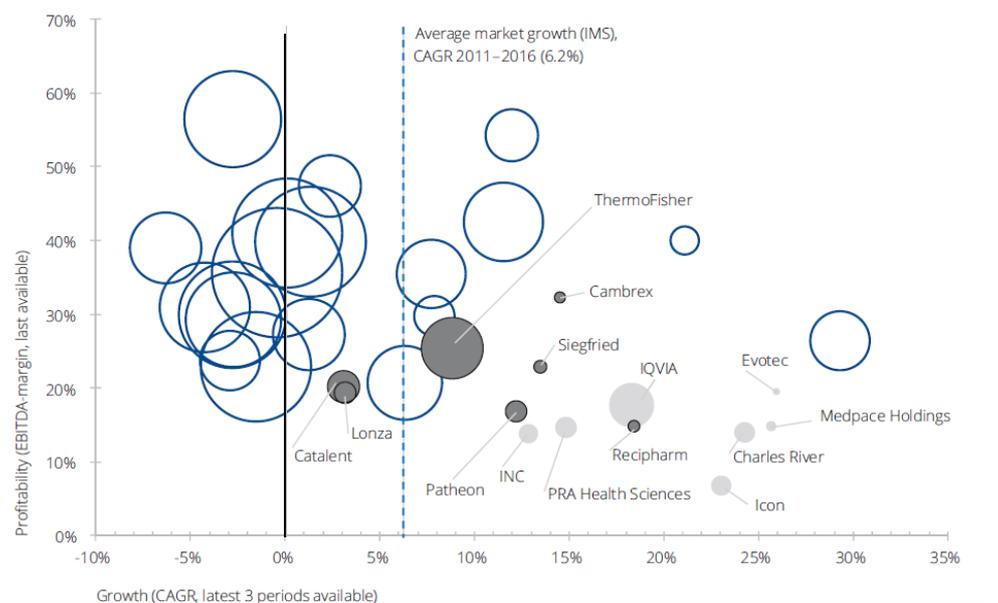
CDMO는
위탁연구개발 및
위탁생산을
동시 하는 형태

	R&D	임상시험	생산	마케팅/영업
CDO (Contract Development Organization)	■			
CRO (Contract Research Organization)		■		
CMO (Contract Manufacturing Organization)			■	
CDMO (Contract Development & Manufacturing Organization)	■	■	■	
CSO (Contract Sales Organization)				■

자료: EY, 하나금융투자

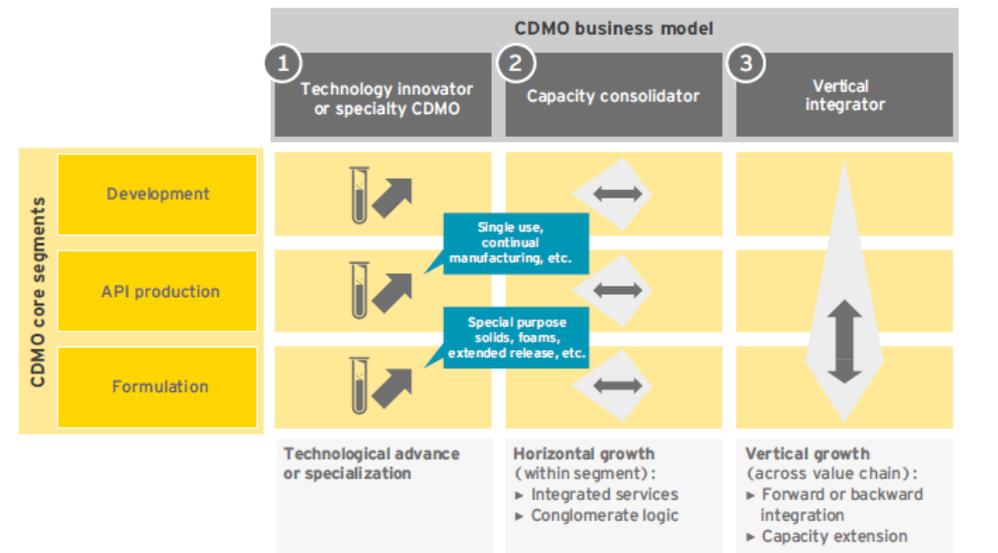
그림 2. 대형 제약사들보다 더 빠른 성장을 나타내고 있는 CDMO

대형 제약사들보다
빠른 성장을 보이고 있는
대형 CDMO 업체들.
수익성 또한
EBITDA Margin 기준
20~30%로 양호



자료: kurmannpartners, 하나금융투자

그림 3. CDMO 비즈니스 모델 요약



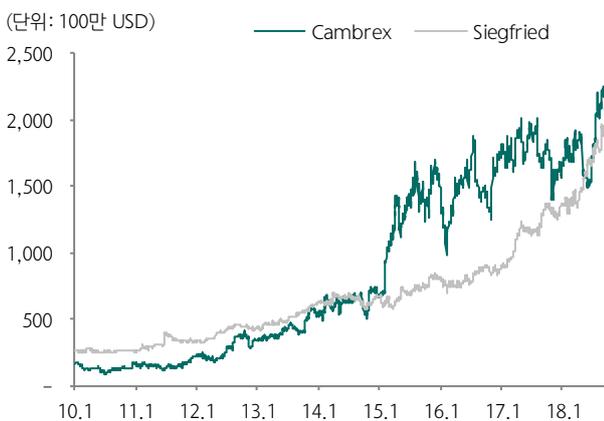
자료: EY

표 3. SK바이오텍 연간 매출추정

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	97	106	300	550	600
YoY(%)		8.8%	184%	83%	9%
이벤트			세종공장 및 스위즈 공장 본격가동	앰팩 실적 반영	추가 증설 및 M&A 반영안한 보수적 수치
영업이익	28	28	60	137	180
영업이익률	29.0%	14.9%	20%	25%	30%
순이익	24	40	48.0	96.3	144.0

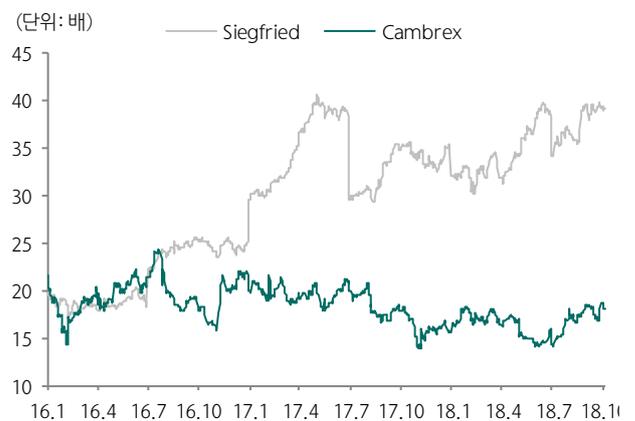
자료: 하나금융투자

그림 4. CDMO Peer group 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. CDMO Peer group Trailing PER 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 4. SIEGFRIED 실적 추이

(단위:백만 달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	367.8	374.9	315.3	480.6	717.7	750.5	809.0	860.7
YoY %	12.1%	2.0%	-15.9%	52.4%	49.3%	4.6%	7.8%	6.4%
영업이익	11.8	37.4	26.9	41.4	54.2	64.5	82.8	103.4
YoY %	16.0%	216.1%	-28.0%	53.8%	30.7%	19.1%	28.4%	25.0%
OPM %	3.2%	10.0%	8.5%	8.6%	7.5%	8.6%	10.2%	12.0%
순이익	20.9	53.9	38.6	39.1	27.9	39.7	64.4	81.0
YoY %	115.5%	158.1%	-28.4%	1.4%	-28.6%	42.4%	62.0%	25.9%
EBITDA	39.3	62.2	51.7	75.1	104.2	113.9	136.3	158.9
EBITDA Margin %	10.7%	16.6%	16.4%	15.6%	14.5%	15.2%	16.8%	18.5%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

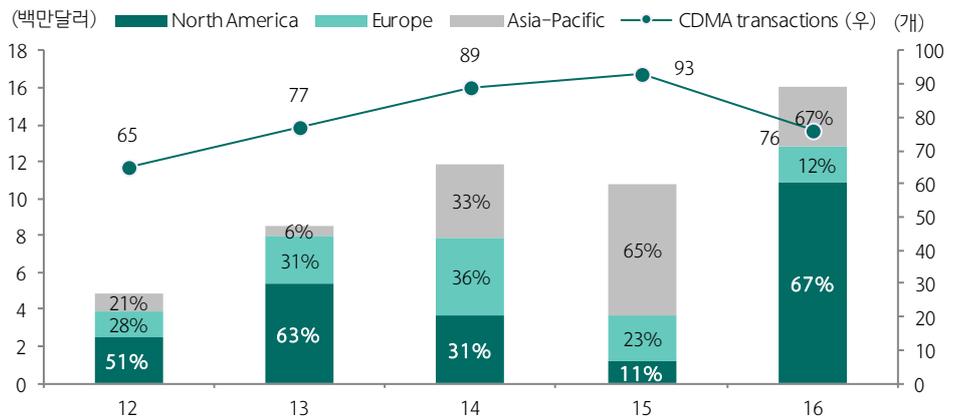
표 5. CAMBREX 실적 추이

(단위:백만 달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	276.5	318.2	374.6	433.3	490.6	534.5	551.0	595.3
YoY %	8.2%	15.1%	17.7%	15.7%	13.2%	8.9%	3.1%	8.0%
영업이익	35.7	44.9	58.2	106.6	129.5	142.7	126.0	132.0
YoY %	49.9%	25.9%	29.6%	83.0%	21.5%	10.2%	-11.7%	4.8%
OPM %	12.9%	14.1%	15.5%	24.6%	26.4%	26.7%	22.9%	22.2%
순이익	62.3	25.9	57.3	57.2	81.7	102.5	101.2	101.4
YoY %	468.0%	-58.4%	121.1%	-0.2%	42.8%	25.4%	-1.2%	0.1%
EBITDA	57.5	67.4	82.1	128.6	154.2	174.6	151.6	173.6
EBITDA Margin %	20.8%	21.2%	21.9%	29.7%	31.4%	32.7%	27.5%	29.2%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. CDMO M&A 추이

급격히 확대되고 있는
CDMO M&A 추이



자료: EY, 하나금융투자

표 6. CDMO 산업 내 최대 인수자 요약(2012-2016)

Company	HQ	Ownership	Revenue (US \$Mil, '16)	EBITDA margin (% '16)	Acquisitions	Sum of Evs (all targets, US \$Mil)
Recipharm	SWE	Public	519	16.2%	10	757
AMRI	USA	Public	571	10.1%	7	792
Patheon	USA	Public	1,867	19.2%	6	683
Aenova	GER	PE	814	12.0%	5	616
Catalent	USA	Public	1,848	20.3%	5	75
Amatsigroup	FRA	PE	-32	15.6%	5	N/A
WuXi PharmaTech	CHN	Private	780	17.0%	4	65
Strides Shasun	IND	Public	476	16.5%	4	342
Piramal	IND	Public	1,016	29.8%	3	107
Siegfried	SWI	Public	707	12.5%	3	424

자료: EY, 하나금융투자

표 7. CDMO M&A 주요사례 요약

Announced Date	Target	Buyer	Geographic Location	Enterprise Value (\$ Mil)	LTM Revenue	LTM EBITDA	EV / LTM Revenue (x)	EV / LTM EBITDA (x)
Sep-17	Cook Pharmica	Catalent	USA	950.0	177.8	N/A	5.3	N/A
Jun-17	AMRI	The Carlyle Group	USA	1,593.5	628.7	71.8	2.5	22.2
May-17	Patheon	Thermo Fisher	USA	7,205.3	1,933.0	351.2	3.7	20.5
Dec-16	CMC Biologics	Asahi Glass Co.	Denmark	514.3	N/A	N/A	N/A	N/A
Dec-16	Capsugel	Lonza Group	USA	5,500.0	1,000.0	344.0	5.5	16.0
Sep-16	PharmaCore	Cambrex Corporation	USA	25.0	17.0	45.4	2.7	12.9
Aug-16	Ash Stevens	Piramal	USA	53.0	18.3	N/A	2.9	N/A
Jul-16	Gland Pharma	Fosun Pharma	India	1,588.6	188.2	N/A	8.4	N/A
May-16	Euticals	AMRI	Italy	353.1	243.1	26.8	1.5	13.2
Apr-16	Kemwell Biopharma	Recipharm	India	120.9	35.0	5.8	3.5	20.9
Jan-15	Coldstream Laboratories	Piramal Healthcare	USA	28.9	13.1	N/A	2.2	N/A
Sep-14	Shasun Pharmaceuticals	Strides Arcolab	India	295.1	213.0	26.3	1.4	11.2

자료: Bourne-Partners, 하나금융투자

표 8. Global peer group들의 Valuation

		LONZA	CATALENT	SIEGFRIED	RECIPHARM	CAMBREX
현재주가(\$)		340.2	46.3	458.0	16.0	65.8
시가총액(M\$)		25,335.7	6,728.8	1,949.7	1,099.2	2,187.1
주가수익률(%)	1W	-0.2	5.0	-0.3	1.2	-0.7
	1M	8.7	11.6	0.6	-3.3	-1.9
	3M	27.2	10.3	14.5	8.9	27.4
	6M	55.2	16.6	44.4	55.5	23.5
	12M	30.2	9.7	40.7	53.8	18.8
매출액	17	5,186.3	2,463.4	762.4	624.9	534.5
	18E	6,237.0	2,564.6	841.7	704.4	551.0
	19E	6,642.7	2,717.4	895.5	806.0	595.3
영업이익	17	734.5	271.1	65.6	-1.0	142.7
	18E	1,278.1	411.8	85.0	61.1	126.0
	19E	1,388.4	459.4	106.2	63.4	132.0
순이익	17	737.6	83.6	40.4	-20.0	102.5
	18E	928.9	254.0	66.6	29.4	92.5
	19E	1,052.6	285.8	84.3	38.3	104.7
EPS	17	10.8	0.6	9.9	-0.3	3.1
	18E	12.5	1.9	16.2	0.5	2.8
	19E	14.0	2.1	20.5	0.6	3.1
영업이익률(%)	17	14.2	11.0	8.6	-0.2	26.7
	18E	20.5	16.1	10.1	8.7	22.9
	19E	20.9	16.9	11.9	7.9	22.2
순이익률(%)	17	14.2	3.4	5.3	-3.2	19.2
	18E	14.9	9.9	7.9	4.2	16.8
	19E	15.8	10.5	9.4	4.7	17.6
P/E(배)	17	28.1	38.3	39.2	#N/A	18.0
	18E	27.7	24.7	28.8	33.9	23.2
	19E	24.7	22.1	22.7	26.1	21.2
P/B(배)	17	4.0	5.7	4.3	1.8	3.5
	18E	3.8	4.4	2.8	1.7	#N/A
	19E	3.4	4.6	2.6	1.7	#N/A
EV/EBITDA(배)	17	18.2	15.1	12.4	17.1	8.2
	18E	18.6	14.8	16.5	12.5	13.6
	19E	16.6	13.5	14.2	11.0	11.8
매출액성장률(%)	17	23.6	18.7	4.6	14.2	8.9
	18E	20.3	4.1	10.4	12.7	3.1
	19E	6.5	6.0	6.4	14.4	8.0
영업이익성장률(%)	17	48.8	24.5	38.2	적자전환	11.2
	18E	74.0	51.9	29.5	흑자전환	-11.7
	19E	8.6	11.6	25.0	3.7	4.8
EPS 성장률(%)	17	101.2	-29.2	38.0	적자전환	23.4
	18E	15.8	197.6	64.1	흑자전환	-7.2
	19E	12.1	11.8	26.6	29.7	9.2

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 9. SK바이오팜의 파이프라인 및 가치평가 요약

(단위: 십억원)

파이프라인	적응증	전임상	1상	2상	3상	출시	가치	비고
SKL-N05/JZP-110	수면장애						776	미국 JAZZ Pharmaceuticals에 기술이전. 2015년 임상 3상 시작 2018년 NDA filing. 2019년 초 시판허가 기대
Cenobamate	뇌전증						3,992	올해 2분기 3상 데이터 취합 완료 올해 말 NDA filing 기대. 2019년 하반기 시판허가 기대
Relenopride	만성변비, 과민성대장증후군						300	만성변비에 대해서 임상 2상 완료 올해 초 글라이식스사와 희귀 신경계질환 치료제 공동개발
Carisbamate	희귀뇌전증							
SKL136865	집중력장애							
SKL20540	조현병/인지장애							2018년 1월 국내 임상 1상 진행 2018년 3월 범부처전주기신약개발사업 과제로 선정
YKP10461	파킨슨							
SKL-PSY/FZ-016	조울증							
SK 바이오팜 기업가치							5,068	

자료: SK바이오팜, 하나금융투자

표 10. SK바이오텍 연간 매출추정

(단위: 십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	97	106	300	550	600
YoY(%)		8.8%	184%	83%	9%
이벤트			세종공장 및 스위즈 공장 본격가동	앰팩 실적 반영	추가 증설 및 M&A 반영안한 보수적 수치
영업이익	28	16	60	137	180
영업이익률	29.0%	14.9%	20%	25%	30%
순이익	24	40	48.0	96.3	144.0
P/E Multiple(배)					15
SK 바이오텍 기업가치					2,160
반영 지분가치(30% 할인)					1,512

자료: 하나금융투자

3분기 SK 지배순익 4,996억원(YoY +10%)으로 컨센서스 상회 전망

3분기 지배순익
4,996억원(YoY +10%)
컨센서스 상회 추정

3분기 SK 지배순익은 4,996억원으로 전년 동기 대비 10% 증가하며 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 컨센서스 대비 실적 호조가 예상되는 이유는 상장사 중 이익 기여도가 높은 SK이노베이션의 실적 추정치가 상향된 영향이 크다.

이노베이션 실적 상향과
실트론 실적 호조 영향

상장사 이외 비상장사를 살펴보면, 실트론은 3분기에도 사상 최대 실적 흐름을 이어갈 것으로 보인다. 디보틀벙킹에 따른 물량 증가 효과로 인해 전년 동기 대비 110% 증가한 912억원의 영업익이 예상된다. 4분기 추정치를 보수적으로 가정하더라도 '18년 영업익은 전년 대비 170% 증가한 3,581억원으로 예상된다.

SK E&S는 계절적 비수기.
전년 동기 대비
영업익 70.6% 증가 추정.
4분기에도 SMP 상승으로
호실적 전망.

SK E&S는 3분기가 계절적 비수기로 전기 대비는 감소하나, 전년 동기 대비해서는 70.6% 증가한 861억원의 영업익을 예상한다. 3분기 SMP 평균은 89.8원/Kwh로 전년 동기 대비 +19.4%, 전분기 대비 +0.6%로 상승해 전년 동기 대비 실적 증가를 견인했다. 전분기 대비 세전익 감소는 발전부문이 아닌 도시가스 부문의 비수기 영향이다. 4분기는 유가 상승에 후행할 SMP 상승으로 인해 전년 동기 대비 82.5% 증가한 1,094억원 영업익이 예상된다. 연간 영업익은 5,531억원으로 전년 대비 55.5% 증가한 수치이다. 현재 SK E&S는 파주에너지서비스의 일부 지분 매각 관련 JP모건을 주관사로 들을 진행중이다. 일부 지분 유동화를 통해 확보할 자금은 여주 LNG 발전소 신규 투자 혹은 중국 LNG 밸류체인 투자 등에 활용될 전망이다.

SK 지배순익
'18년 31.8% 증가한
2.21조원 추정

올해 연간 SK의 지배순익은 2,21조원으로 전년 대비 31.8% 증가 추정된다. 사상 최대 실적 달성은 SK하이닉스 중심의 상장사 실적이 레벨업 되었으며 신규 인수한 실트론의 드라마틱한 실적 턴어라운드, 캐쉬카우에 해당하는 SK E&S 또한 전년 대비 영업익 급증의 영향이다.

중간 주당 배당금
1,000원 지급.
연간 주당 배당금
5,000원 추정.
내년 배당금은
SK바이오팜 상장으로
급증 예상

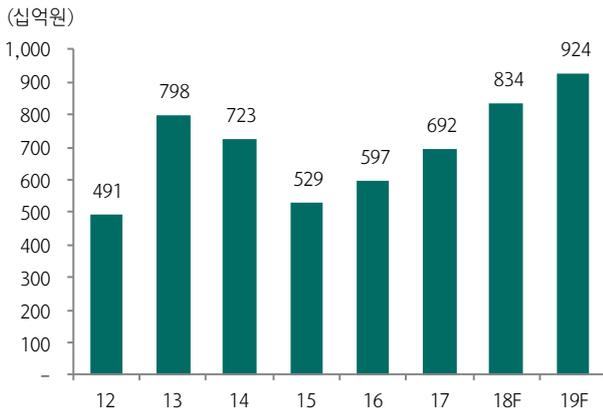
SK는 지난 반기부터 중간 배당 지급을 결정하였는데 중간 배당금은 주당 1,000원을 지급했다. 올해 SK의 별도 순이익은 전년 대비 65.3% 증가한 1,01조원으로 추정되는데 보수적 관점의 배당성향 27.9%를 가정해 연간 DPS 5,000원을 예상한다. '19년에는 별도 순이익의 증가와 더불어 SK바이오팜 상장 추진에 따른 특별배당 또한 지급되므로 4% 전후의 배당수익률이 가능할 것으로 보인다.

표 11. SK 연결 실적 추정

Consolidation											
(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	23,063	21,968	23,763	24,503	24,615	25,232	24,774	25,393	82,730	93,296	100,014
YoY	11.6%	4.0%	18.4%	17.5%	6.7%	14.9%	4.3%	3.6%	-12.7%	12.8%	7.2%
QoQ	10.5%	-4.7%	8.2%	3.1%	0.5%	2.5%	-1.8%	2.5%			
자체사업	878	911	944	931	720	749	802	873	3,168	3,664	3,145
SK이노	11,387	10,561	11,759	13,120	12,166	12,998	14,012	13,735	39,521	46,827	52,911
SK텔레콤	4,234	4,346	4,443	4,497	4,182	4,260	4,242	4,334	17,092	17,520	17,017
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업이익	1,707	1,102	1,619	1,433	1,581	1,634	1,582	1,485	5,281	5,861.0	6,282
YoY	12.8%	-34.6%	76.4%	23.0%	-7.4%	48.3%	-2.3%	3.6%	13.4%	11.0%	7.2%
QoQ	46.5%	-35.4%	46.9%	-11.5%	10.4%	3.3%	-3.2%	-6.1%			
OPM	7.4%	5.0%	6.8%	5.8%	6.4%	6.5%	6.4%	5.8%	6.4%	6.3%	6.3%
자체사업	92	116	120	80	90	105	110	102	291	408	407
SK이노	1,004	421	964	845	712	829	833	758	3,229	3,234	3,131
SK텔레콤	411	423	392	310	326	321	360	322	1,536	1,537	1,329
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
지배순이익	594	407	454	223	661	531	499.6	519	765.6	1,677	2,211
YoY	53.3%	41.6%	116.0%	흑전	11.4%	30.5%	10.0%	133.2%	-37.2%	119.1%	31.8%
QoQ	흑전	-31.4%	11.5%	-51.0%	197.0%	-19.6%	-6.0%	3.9%			
NPM	2.6%	1.9%	1.9%	0.9%	2.7%	2.1%	2.0%	2.0%	0.9%	1.8%	2.2%
SK이노	847	278	683	364	458	499	497	517	1,672	2,173	1,971
SK텔레콤	589	625	796	648	695	917	865	750	1,676	2,658	3,227
구. SK C&C 자체사업											
(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	878	911	944	931	720	749	802	873	3,168	3,664	3,145
YoY	37.0%	10.3%	12.4%	8.2%	-18.0%	-17.8%	-15.0%	-6.2%	18.6%	15.7%	-14.2%
QoQ	2.1%	3.7%	3.6%	-1.3%	-22.7%	4.0%	7.2%	8.9%			
IT서비스	356	397	381	421	337	370	478	555	1,452	1,554	1,740
※ 보안서비스	41	55	51	66	47	58	54	70	200	213	229
기타	481	459	513	444	337	320	271	248	1,515	1,897	1,175
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업이익	92	116	120	80	90	105	110	102	291	408.0	406.9
YoY	83.4%	53.1%	36.4%	3.9%	-2.6%	-8.8%	-8.3%	26.6%	3.0%	40.2%	-0.3%
QoQ	19.0%	25.5%	4.0%	-33.1%	11.6%	17.5%	4.6%	-7.6%			
OPM	10.5%	12.7%	12.7%	8.6%	12.4%	14.1%	13.7%	11.6%	9.2%	11.1%	12.9%
IT서비스	36	54	46	21	28	57	60	56	167	158	200
보안서비스	4	6	6	8	4	6	6	7	21	24	23
기타	52	55	68	52	58	43	45	39	103	227	184
SK E&S											
(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	1,665	1,154	1,075	1,641	2,131	1,301	1,053	1,616	4,045	5,535	6,101
YoY	4.1%	62.7%	78.4%	44.8%	28.0%	12.8%	-2.1%	-1.5%	-13.1%	36.8%	10.2%
QoQ	47.0%	-30.7%	-6.8%	52.6%	29.9%	-38.9%	-19.1%	53.5%			
발전	363	508	530	613	784	652	527	638	748	2,013	2,601
도시가스	1,302	646	546	1,028	1,347	649	526	978	3,296	3,522	3,500
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업이익	163	82	50	60	261	97	86.1	109	154.5	356	553
YoY	53.7%	790.6%	3846.9%	58.8%	59.5%	18.4%	70.6%	82.5%	-46.2%	130.2%	55.5%
QoQ	332.8%	-49.8%	-38.5%	18.8%	334.7%	-62.7%	-11.4%	27.1%			
OPM	9.8%	7.1%	4.7%	3.7%	12.2%	7.5%	8.2%	6.8%	3.8%	6.4%	9.1%
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
지배순이익	145	97	25	84	188	105	65	120	172.1	350	479
YoY	76.0%	307.6%	-5.2%	110.4%	30.2%	8.7%	162.1%	42.7%	-54.8%	103.6%	36.6%
QoQ	263.0%	-33.0%	-74.3%	237.1%	124.7%	-44.1%	-38.1%	83.5%			
NPM	8.7%	8.4%	2.3%	5.1%	8.8%	8.1%	6.2%	7.4%	4.3%	6.3%	7.8%

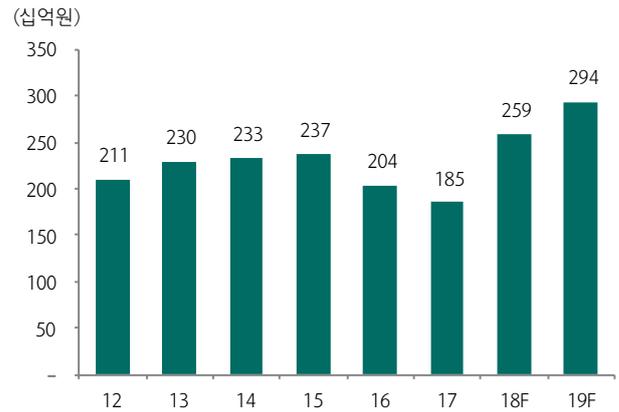
자료: SK, 하나금융투자

그림 7. '18년 사상 최대 배당수입 예상



자료: SK, 하나금융투자

그림 8. '18년 사상 최대 브랜드수익 예상



자료: SK, 하나금융투자

표 12. SK SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		32,822	
상장사		14,769	2018-10-4 종가 기준
SK이노	32.96%	6,887	
SK텔레콤	25.22%	5,692	
SK머티리얼즈	49.10%	924	
기타		1,267	SK네트웍스, SKC, 에스엠코어 등
비상장사		18,053	상장 추진 계획이 있는 E&S, 바이오팜, 바이오텍 Fair value 평가. 기타 장부가 SOTP Valuation 적용(상장 지분가치 30% 할인, 발전부문 P/E 10배 적용)
SK E&S	100%	6,160	12M Forward EPS 대비 15배 적용
SK바이오텍	100%	1,512	SK바이오팜 파이프라인 중 주요 3개 가치 합산 방식(YKP3089, YKP-GI, JZP110)
SK바이오팜	100%	5,068	12M Forward EBITDA 대비 8.1배 적용(Global Peer 밸류에이션)
SK실트론	71%	3,696	SK건설 장부가액(5,453억원) 제외. 기타 비상장사 합산
기타		1,617	2018년 예상 자체사업 세후영업익 대비 10배
영업가치		2,950	2018년 예상 세후 임대료수익 대비 10배
부동산가치		342	무형자산 내 브랜드가치 장부가 반영. '18년 2,500억원대 브랜드수입 예상
브랜드가치		1,975	2분기 별도 순차입금
순차입금		6,559	
총 기업가치		31,529	
상장사 30% 할인을 적용시 기업가치		25,622	
주식수(천주)		56,389	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)		450,000	
현재주가(원)		283,000	2018-10-4 종가 기준
상승여력		59.0%	

자료: SK, 하나금융투자

추정 재무제표

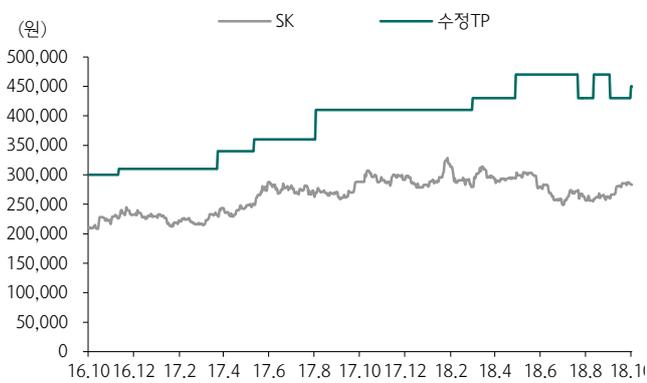
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	82,729.9	93,296.4	100,014.0	105,159.7	105,440.2
매출원가	73,005.6	82,399.7	89,010.2	93,895.1	93,982.6
매출총이익	9,724.3	10,896.7	11,003.8	11,264.6	11,457.6
판매비	4,443.5	5,035.7	4,721.7	4,828.1	4,924.7
영업이익	5,280.8	5,861.0	6,282.1	6,436.5	6,533.0
금융손익	(813.6)	(432.4)	(813.7)	(678.4)	(548.1)
중속/관계기업손익	721.8	2,487.8	668.3	0.0	0.0
기타영업외손익	(799.3)	(474.3)	2,639.3	3,448.0	3,362.5
세전이익	4,389.7	7,442.2	8,776.0	9,206.1	9,347.3
법인세	1,359.6	2,260.8	2,478.7	2,531.7	2,570.5
계속사업이익	3,030.0	5,181.4	6,297.4	6,674.4	6,776.8
중단사업이익	(207.5)	(114.9)	165.1	0.0	0.0
당기순이익	2,822.5	5,066.5	6,462.5	6,674.4	6,776.8
비배주주지분 순이익	2,056.9	3,389.1	4,251.3	4,418.0	4,458.5
지배주주순이익	765.6	1,677.4	2,211.1	2,256.4	2,318.3
지배주주지분포괄이익	766.5	1,395.5	2,728.0	2,803.2	2,846.2
NOPAT	3,645.1	4,080.6	4,507.8	4,666.5	4,736.4
EBITDA	10,494.0	11,502.7	11,741.7	11,169.3	10,636.8
성장성(%)					
매출액증가율	110.5	12.8	7.2	5.1	0.3
NOPAT증가율	185.5	11.9	10.5	3.5	1.5
EBITDA증가율	190.9	9.6	2.1	(4.9)	(4.8)
영업이익증가율	275.4	11.0	7.2	2.5	1.5
(지배주주)순이익증가율	(85.7)	119.1	31.8	2.0	2.7
EPS증가율	(88.5)	119.1	31.8	2.0	2.7
수익성(%)					
매출총이익률	11.8	11.7	11.0	10.7	10.9
EBITDA이익률	12.7	12.3	11.7	10.6	10.1
영업이익률	6.4	6.3	6.3	6.1	6.2
계속사업이익률	3.7	5.6	6.3	6.3	6.4
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,794	23,650	31,175	31,813	32,687
BPS	226,961	242,249	277,460	312,475	346,588
CFPS	154,633	164,215	205,466	206,090	197,378
EBITDAPS	147,956	162,178	165,548	157,477	149,969
SPS	1,166,418	1,315,396	1,410,109	1,482,660	1,486,614
DPS	3,700	4,000	5,000	7,000	8,500
주가지표(배)					
PER	16.9	9.5	6.5	6.4	6.2
PBR	1.0	1.2	0.9	0.8	0.7
PCFR	1.5	1.7	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	6.2	6.4	6.1	6.2	6.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	6.04	12.68	15.09	13.57	12.48
ROA	0.8	1.6	2.0	1.9	1.9
ROIC	6.6	7.1	7.8	8.7	9.4
부채비율	143.5	139.9	127.8	124.2	118.6
순부채비율	46.5	47.9	36.0	27.5	22.9
이자보상배율(배)	6.6	6.4	5.7	6.1	6.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	32,450.0	35,198.9	40,534.3	45,548.9	48,110.8
금융자산	12,003.4	11,163.9	13,863.7	15,914.0	17,762.6
현금성자산	7,087.0	7,145.8	9,243.0	10,600.1	11,651.6
매출채권 등	12,251.2	13,574.4	15,610.6	17,952.2	18,001.9
재고자산	6,018.9	8,177.9	8,586.8	9,016.2	9,467.0
기타유동자산	2,176.5	2,282.7	2,473.2	2,666.5	2,879.3
비유동자산	70,597.3	74,578.0	73,909.7	72,947.7	73,065.3
투자자산	13,785.4	17,088.0	20,204.8	23,975.6	28,197.0
금융자산	2,225.5	2,458.5	2,649.4	2,909.1	2,917.2
유형자산	41,032.5	41,286.4	37,614.6	33,992.6	30,880.5
무형자산	11,772.4	12,350.8	11,242.2	10,131.4	9,139.6
기타비유동자산	4,007.0	3,852.8	4,848.1	4,848.1	4,848.2
자산총계	103,047.3	109,776.9	114,444.0	118,496.7	121,176.1
유동부채	28,716.6	31,368.0	31,861.6	33,889.6	33,954.8
금융부채	8,501.5	9,696.2	9,184.0	9,198.5	9,199.0
매입채무 등	16,679.7	18,182.0	18,842.6	20,616.9	20,673.9
기타유동부채	3,535.4	3,489.8	3,835.0	4,074.2	4,081.9
비유동부채	32,004.0	32,652.5	32,345.9	31,748.3	31,777.3
금융부채	23,196.2	23,405.2	22,762.6	21,262.6	21,262.6
기타비유동부채	8,807.8	9,247.3	9,583.3	10,485.7	10,514.7
부채총계	60,720.6	64,020.5	64,207.5	65,637.8	65,732.1
지배주주지분	13,112.3	13,660.1	16,320.3	18,297.7	20,197.2
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,645.6	5,017.0	5,018.1	5,018.1	5,018.1
자본조정	(904.5)	(904.5)	(904.5)	(904.5)	(904.5)
기타포괄이익누계액	(12.3)	(305.4)	(321.9)	(321.9)	(321.9)
이익잉여금	8,368.1	9,837.6	12,513.3	14,490.5	16,390.2
비지배주주지분	29,214.4	32,096.3	33,916.2	34,561.2	35,246.8
자본총계	42,326.7	45,756.4	50,236.5	52,858.9	55,444.0
순금융부채	19,694.2	21,937.4	18,082.9	14,547.2	12,699.0
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	9,110.7	6,930.1	11,285.6	11,358.6	10,261.1
당기순이익	2,822.5	5,066.5	6,462.5	6,674.4	6,776.8
조정	6,157.8	4,423.4	5,268.3	4,732.8	4,103.8
감가상각비	5,213.2	5,641.7	5,459.6	4,732.8	4,103.8
외환거래손익	70.3	(106.6)	(3.3)	0.0	0.0
지분법손익	(527.8)	(2,576.2)	(805.7)	0.0	0.0
기타	1,402.1	1,464.5	617.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	130.4	(2,559.8)	(445.2)	(48.6)	(619.5)
투자활동 현금흐름	(7,380.5)	(6,292.9)	(7,520.1)	(8,236.9)	(8,791.4)
투자자산감소(증가)	651.7	(814.8)	(2,448.6)	(3,770.8)	(4,221.4)
유형자산감소(증가)	(4,767.9)	(4,696.2)	(1,545.5)	0.0	0.0
기타	(3,264.3)	(781.9)	(3,526.0)	(4,466.1)	(4,570.0)
재무활동 현금흐름	(1,622.4)	(408.0)	(1,681.9)	(1,764.6)	(418.2)
금융부채증가(감소)	(276.2)	1,403.7	(1,154.8)	(1,485.5)	0.5
자본증가(감소)	(32.8)	(628.7)	1.1	0.0	0.0
기타재무활동	(180.8)	173.4	(246.8)	0.0	0.0
배당지급	(1,132.6)	(1,356.4)	(281.4)	(279.1)	(418.7)
현금의 증감	91.7	58.9	2,097.1	1,357.1	1,051.5
Unlevered CFO	10,967.6	11,647.2	14,573.0	14,617.3	13,999.3
Free Cash Flow	4,175.3	1,958.2	9,708.3	11,358.6	10,261.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.4	BUY	450,000	-35.47%	-33.26%
18.9.6	BUY	430,000	-44.16%	-42.87%
18.8.15	BUY	470,000	-39.44%	-37.79%
18.7.25	BUY	430,000	-40.92%	-35.32%
18.5.2	BUY	470,000	-31.02%	-27.09%
18.3.5	BUY	430,000	-30.02%	-19.88%
17.8.6	BUY	410,000	-23.99%	-20.14%
17.5.15	BUY	360,000	-29.58%	-26.32%
17.3.27	BUY	340,000	-26.76%	-20.97%
16.11.14	BUY	310,000	-25.71%	-22.67%
16.10.9	BUY	300,000	-35.08%	-29.09%
16.5.19	BUY	330,000		

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	92.8%	6.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)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 10월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 10월 05일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.