

지주회사

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	420,000원 (M)
현재주가 (2/14)	277,500원
상승여력	51%

시가총액	196,045억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	258억원
60일 평균 거래량	97,104주
52주 고	313,500원
52주 저	245,500원
외인지분율	26.52%
주요주주	최태원 외 27 인 30.36%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.1	3.0	(4.5)
상대	2.1	(4.3)	3.9
절대(달러환산)	9.9	3.8	(8.5)

2개의 Very Good News!

뇌전증 신약 후보물질(세노바메이트), 6,000억원 기술 수출

14일 공시를 통해 뇌전증 신약 후보물질인 세노바메이트의 유럽 상용화를 위해 스위스 아벨 테라퓨틱스와 기술 수출 계약 체결. * 스위스에 본사를 둔 아벨은 중추신경계 질환 신약 개발·판매를 위해 미국 노바퀘스트 캐피탈 매니지먼트(NovaQuest Capital Management)와 유럽 LSP(Life Science Partners) 등 헬스케어 분야 유력 투자사들이 합작설립

SK바이오팜은 이번 계약으로 반환 조건 없는 선 계약금 1억 달러 수취. 목표 달성 시 나머지 금액(4.3억 달러) 수취. 약 판매 개시 후 매출 규모에 따른 로열티 수취. 아벨은 유럽의약품청에 신약 판매 허가를 신청할 예정. 금번 아벨사와의 기술 수출을 통해서 유럽 지역(32개 국가)에 대한 판매 대응. 이미 북미 쪽에서 18년 말 FDA 신약판매허가 단계까지 진행됐기 때문에, 유럽 지역 내 승인은 이번 없이 진행될 것으로 전망. 따라서 금번 기술 수출 총액인 6,000억원 규모에 대한 수취 가능성은 매우 높을 것으로 전망됨

SK 재무제표에 반영된 SK바이오팜의 장부가치는 4,787억원에 불과. 코스피(코스닥) IPO 신청 작업이 즉시 진행될 것으로 전망되며, 수면 장애 최종 판매 허가(3월 예상) 및 뇌전증 기술 수출에 대한 투자 포인트를 기반으로 최소 3조원 이상의 기업 가치 평가 기대됨

SK E&S 6,715억원 배당 공시

E&S는 17년의 배당총액 2,642억원에 비해 2배 이상 커진 6,715억원의 배당 총액 공시함. 지분 90%를 소유한 SK는 6,043억원의 배당금을 수취하게 됨. 파주 에너지 지분 49%(매각가격 9,000억원, 18.11.14일) 매각에 따른 특별 배당이 포함된 것으로 파악됨. *참고로 SK E&S는 전년 대비 25% 증가한 4,478억원 영업이익, 17.3% 증가한 4,390억원의 순이익을 공시했음

SK는 18년 말 배당 정책을 변화 발표함. * (기존) 별도기준 순이익의 30% 수준 → (신규) 자회사로부터 수취한 배당수익의 30% + 특별배당(자회사 IPO, 매각에 따른 투자 회수) 지급

따라서 주당 배당금 5,000원이 지급된 2018년에 비해 약 1,000원 이상 증가한 주당 6,000원 이상의 배당금이 예상됨. 또한 SK바이오팜의 IPO 성공 시에는 추가 배당 지급이 있을 것

목표주가 42만원과 지주업종 내 Top Pick 의견 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	248,834	1.6	-7.1	271,029	-8.2
영업이익	78	-99.5	-99.5	14,975	-99.5
세전계속사업이익	10,668	-41.3	-52.5	18,690	-42.9
지배순이익	3,025	35.9	-39.1	4,649	-34.9
영업이익률 (%)	0.0	-5.8 %pt	-5.5 %pt	5.5	-5.5 %pt
지배순이익률 (%)	1.2	+0.3 %pt	-0.7 %pt	1.7	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	827,299	932,964	1,015,069	1,049,130
영업이익	52,808	58,610	46,892	61,540
지배순이익	7,656	16,774	19,920	20,423
PER	20.6	11.0	9.2	9.6
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.1	6.3	8.4	11.0
ROE	6.0	12.5	13.4	12.1

자료: 유안타증권

SK NAV Valuation				(단위: 억원)
상장사	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	209,535	26.8%	52,803	
SK 이노베이션	170,137	33.0%	56,077	
SK 네트워크	14,991	39.1%	5,861	
SKC	15,389	41.0%	6,310	
SK 머티리얼즈	17,699	49.1%	8,690	
에스엠코어	3,490	26.7%	930	
상장사 합계			130,671	
비상장사	장부가			
SK E&S	26,000	90.0%	56,291	SOTP Valuation CGH 2.2조원 반영
SK 건설	5,453	44.5%	4,405	장외 시총 1조원(2019년 2월 OTC)
SK 바이오팜 & 바이오텍	4,925	100.0%	45,000	
SK 실트론		51.0%	20,400	Forward EBITDA 5,000억원. EBITDA 8X
비상장사 기타			9,850	
비상장사 합계			135,946	
투자자산가치 합계			225,833	30% 할인 적용
자체 사업			45,000	EV/EBITDA 10X
브랜드 로열티			25,858	20bp 기준 / 2,365억원, 30% 원가 반영
부동산 가치			4,566	임대수익 현재 평가, 30% 원가 반영
순차입금			70,437	개별 단순 합산
현금및현금성자산			3,680	
단기차입금			22,536	
장기차입금			51,581	
NAV			230,820	
주식 수(천주)			55,824	자사주 제외
주당 NAV(원)			413,479	

자료: 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	827,299	932,964	1,015,069	1,049,130	1,066,942
매출원가	730,056	823,997	918,437	925,914	941,625
매출총이익	97,243	108,967	96,632	123,216	125,317
판매비	44,435	50,357	49,740	61,676	61,888
영업이익	52,808	58,610	46,892	61,540	63,429
EBITDA	104,940	115,027	93,804	75,044	77,068
영업외손익	-8,911	15,811	28,161	25,616	26,656
외환관련손익	-856	1,793	-2,143	-1,552	-1,558
이자손익	-5,997	-6,968	-9,597	-10,456	-10,868
관계기업관련손익	7,218	24,878	35,877	36,416	36,962
기타	-9,276	-3,892	4,024	1,208	2,121
법인세비용차감전순이익	43,897	74,422	75,053	87,155	90,085
법인세비용	13,596	22,608	16,814	25,090	25,932
계속사업순이익	30,300	51,814	58,240	62,066	64,153
중단사업순이익	-2,075	-1,149	1,752	0	0
당기순이익	28,225	50,665	59,992	62,066	64,153
지배지분순이익	7,656	16,774	19,920	20,423	21,128
포괄순이익	28,673	44,661	61,806	62,066	64,153
지배지분포괄이익	7,665	13,955	21,570	20,423	21,128

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	324,500	351,989	387,101	374,041	362,455
현금및현금성자산	70,870	71,458	101,348	64,301	44,631
매출채권 및 기타채권	122,512	135,744	129,584	141,190	144,332
재고자산	60,189	81,779	86,256	95,854	97,896
비유동자산	705,973	745,780	805,503	849,183	893,501
유형자산	410,325	412,864	413,016	413,016	413,016
관계기업 등 자본관련자산	115,599	146,295	187,851	229,127	270,949
기타투자자산	22,255	24,585	25,807	26,014	26,229
자산총계	1,030,473	1,097,769	1,192,603	1,223,224	1,255,956
유동부채	287,166	313,680	311,297	317,688	323,821
매입채무 및 기타채무	166,797	181,820	180,267	185,830	191,080
단기차입금	26,141	29,990	38,708	38,208	37,708
유동성장기부채	56,296	65,481	59,607	59,607	59,607
비유동부채	320,040	326,525	375,350	381,947	390,210
장기차입금	37,567	51,656	55,349	55,849	57,849
사채	193,768	181,940	216,394	218,394	220,394
부채총계	607,206	640,205	686,646	699,635	714,030
지배지분	131,124	136,601	160,255	177,887	196,224
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	56,456	50,170	50,654	50,654	50,654
이익잉여금	83,681	98,376	120,051	137,683	156,020
비지배지분	292,144	320,963	345,702	345,702	345,702
자본총계	423,267	457,564	505,957	523,589	541,926
순차입금	194,364	217,884	246,231	284,390	306,634
총차입금	314,399	329,523	370,791	372,791	376,291

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	91,107	69,301	71,754	19,990	37,425
당기순이익	28,225	50,665	59,992	62,066	64,153
감가상각비	40,521	43,182	33,541	0	0
외환손익	703	-1,066	840	1,552	1,558
종속, 관계기업 관련손익	-7,193	-24,880	-35,889	-36,416	-36,962
자산부채의 증감	1,304	-25,598	-9,607	-22,596	-6,880
기타현금흐름	27,547	26,999	22,877	15,384	15,555
투자활동 현금흐름	-73,805	-62,929	-53,099	-39,367	-40,055
투자자산	3,525	-12,104	12,052	-4,860	-4,860
유형자산 증가 (CAPEX)	-49,354	-49,719	-43,886	0	0
유형자산 감소	1,675	2,757	1,397	0	0
기타현금흐름	-29,651	-3,862	-22,661	-34,507	-35,195
재무활동 현금흐름	-16,224	-4,080	7,299	-26,064	-23,923
단기차입금	-1,501	2,067	7,287	-500	-500
사채 및 장기차입금	-7,810	4,747	31,454	2,500	4,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-11,326	-13,564	-26,510	-26,482	-26,482
기타현금흐름	4,414	2,670	-4,932	-1,582	-941
연결범위변동 등 기타	-161	-1,703	3,936	8,393	6,884
현금의 증감	917	589	29,890	-37,047	-19,669
기초 현금	69,952	70,870	71,458	101,348	64,301
기말 현금	70,870	71,458	101,348	64,301	44,631
NOPLAT	52,808	58,610	46,892	61,540	63,429
FCF	40,533	21,906	29,806	34,732	51,930

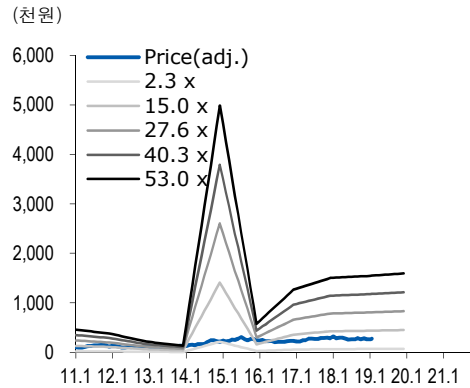
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

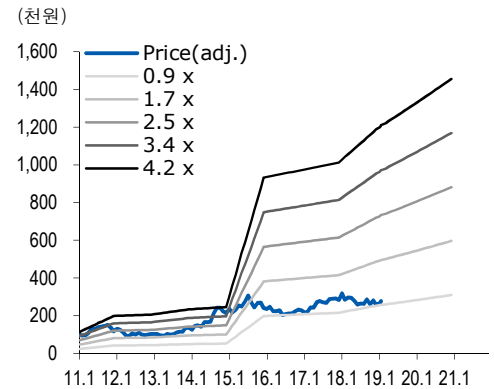
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,851	23,808	28,303	29,027	30,028
BPS	232,535	242,249	284,197	315,466	347,984
EBITDAPS	147,956	162,178	132,255	105,805	108,660
SPS	1,166,418	1,315,396	1,431,158	1,479,181	1,504,293
DPS	3,700	4,000	5,000	5,000	5,000
PER	20.6	11.0	9.2	9.6	9.2
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.1	6.3	8.4	11.0	11.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	110.5	12.8	8.8	3.4	1.7
영업이익 증가율 (%)	275.4	11.0	-20.0	31.2	3.1
지배순이익 증가율 (%)	-85.7	119.1	18.8	2.5	3.4
매출총이익률 (%)	11.8	11.7	9.5	11.7	11.7
영업이익률 (%)	6.4	6.3	4.6	5.9	5.9
지배순이익률 (%)	0.9	1.8	2.0	1.9	2.0
EBITDA 마진 (%)	12.7	12.3	9.2	7.2	7.2
ROIC	7.0	7.5	6.3	7.3	7.4
ROA	0.8	1.6	1.7	1.7	1.7
ROE	6.0	12.5	13.4	12.1	11.3
부채비율 (%)	143.5	139.9	135.7	133.6	131.8
순차입금/자기자본 (%)	148.2	159.5	153.6	159.9	156.3
영업이익/금융비용 (배)	6.6	6.4	3.9	4.9	4.9

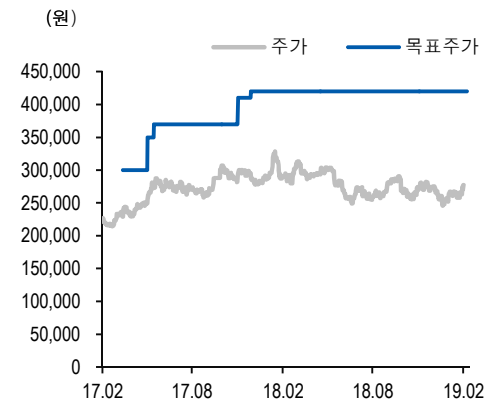
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-14	BUY	420,000	1년		
2018-12-11	1년 경과 이후		1년	-37.50	-34.52
2017-12-11	BUY	420,000	1년	-33.78	-21.79
2017-11-15	BUY	410,000	1년	-31.16	-19.88
2017-05-29	BUY	370,000	1년	-24.95	-17.03
2017-05-16	BUY	350,000	1년	-23.18	-19.86
2016-07-26	BUY	300,000	1년	-24.91	-16.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.