



COMPANY ANALYSIS

SK(034730KS)
매수(유지) / T.P 390,000원

바이오 부문의 차별화된 신뢰성에 대한 가치 현실화

1. 올해 상장이 유력한 SK바이오팜의 기업가치 6조 1,791억원 제시
2. 글로벌 capa 100리터 확보한 SK바이오텍의 기업가치 1조 4,130억원 제시
3. 바이오주에 대한 불확실성 확대에도 차별화된 신뢰성으로 가치 부각될 전망

지주통신. 최관순, 3773-8812
제약바이오. 이달미, 3773-9952

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812



Analyst

이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952

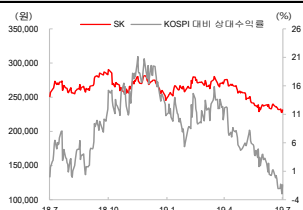
Company Data

자본금	154 억원
발행주식수	7,093 만주
자사주	1,454 만주
액면가	200 원
시가총액	162,884 억원
주요주주	
최태원(외23)	30.07%
SK 자사주	20.65%
외국인지분률	27.70%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(19/07/05)	231,500 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	290,500 원
52주 최저가	227,500 원
60일 평균 거래대금	229 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.3%	-4.2%
6개월	-6.7%	-11.1%
12개월	-7.8%	-1.3%

SK (034730/KS | 매수(유지) | T.P 390,000 원(유지))

바이오 부문의 차별화된 신뢰성에 대한 가치 현실화

하반기 SK 바이오 부문의 가치가 부각될 가능성 높다고 판단

- SK 바이오팜은 유일하게 자력으로 FDA 3 상을 통과하는 등 경쟁사와는 차별화된 신뢰성 확보해 올해 상장으로 기업가치 재평가 전망

- SK 바이오텍은 글로벌 CAPA 100 만리터 확보하며 올해 본격적으로 실적 개선 전망

- SK 바이오팜 가치 6 조 1,791 억원, SK 바이오텍 가치 1 조 4,130 억원 제시

바이오 부문 가치 현실화

SK의 바이오 자회사에 대한 가치를 현실화하였다. SK 바이오팜의 기업가치로 세노바메이트와 솔리암페톨의 가치를 각각 5 조 3,628 억원과 8,164 억원으로 계산하여 산정한 6 조 1,791 억원을 제시한다. 세노바메이트는 2020년 출시, 2024년 매출액 1 조원을 가정하였으며, 솔리암페톨은 로열티 8%를 가정하였다. 특히 세노바메이트가 국내 업체가 개발한 신약 중 유일하게 자력으로 FDA 3 상을 통과하며 최근 바이오주에 대한 불확실성이 커지는 가운데서도 SK 바이오팜의 신뢰성을 타 업체와 차별화시켜 주고 있다. SK 바이오텍은 미국 60 만리터, 아일랜드 10 만리터, 한국 세종과 대전 공장이 총 32 만리터의 생산 CAPA 등, 총 100 만리터에 달하는 생산 CAPA 를 보유하며 본격적인 실적 개선이 예상된다. SK 바이오텍의 기업가치는 예상 12M Forward 순이익 942 억원에 15 배를 적용하여 산정한 1 조 4,130 억원을 제시한다.

투자 의견 매수, 목표주가 390,000 원(유지)

SK에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. SK 바이오팜의 상장 및 SK 바이오텍의 CAPA 확대 등 19년 하반기 바이오 부문의 가치 부각이 예상되기 때문이다. 최근 바이오주에 대한 불확실성이 확대되는 가운데서도 SK 바이오팜의 세노바메이트는 국내에서 유일하게 자력으로 FDA 3 상을 통과하는 등 경쟁사와는 차별적인 신뢰성을 보유하고 있다고 판단한다. 주요 상장 자회사의 주가 하락에도 불구하고 바이오 부문의 가치 현실화로 목표주가는 기존 39 만원을 유지한다. SK의 현 주가는 NAV 대비 절대적 저평가 상태로 하반기 바이오 부문의 가치 부각을 통해 주가반등 가능성이 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	827,299	906,128	1,015,020	1,011,643	1,036,444	1,061,688
yoy	%	110.5	9.5	12.0	-0.3	2.5	2.4
영업이익	억원	52,808	57,450	46,881	49,830	59,924	61,221
yoy	%	275.4	8.8	-18.4	6.3	20.3	2.2
EBITDA	억원	104,940	113,867	105,592	111,651	116,420	108,104
세전이익	억원	43,897	74,431	75,284	74,076	84,993	88,295
순이익(지배주주)	억원	7,656	16,774	22,531	24,724	33,025	35,536
영업이익률%	%	6.4	6.3	4.6	4.9	5.8	5.8
EBITDA%	%	12.7	12.6	10.4	11.0	11.2	10.2
순이익률	%	3.4	5.6	6.1	5.9	6.6	6.7
EPS	원	13,720	25,411	24,050	29,722	41,426	44,966
PER	배	16.7	11.1	10.8	7.8	5.6	5.2
PBR	배	1.2	1.5	1.1	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.7	6.9	7.7	6.9	6.3	6.5
ROE	%	6.0	12.5	14.9	13.7	15.8	14.8
순차입금	억원	196,942	219,374	263,066	220,521	145,399	77,932
부채비율	%	143.5	139.9	134.8	129.3	117.0	107.4

Contents

SK 바이오팜	3
SK 바이오텍	11
상장자회사 주가 및 실적동향	18
SK 실적전망	20

Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7월 8일 현재 SK 외(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 바이오팜

1. SK 바이오팜의 Valuation

SK 바이오팜의 주력 제품은 세노바메이트와 솔리암페톨이다. 당사는 SK 바이오팜 Valuation 을 위해 두 제품의 가치를 각각 산정하여 합산하였다. 뇌전증 신약인 세노바메이트는 2018 년 11 월에 미국 FDA 에 NDA 신청서를 제출하여 2019 년 하반기 중으로 허가가 예상된다. 세노바메이트의 가치는 5 조 3,628 억원으로 산정되었다. 세노바메이트의 경쟁 약물인 UCB 사의 빔펫 (성분명 라코사미드)이 출시 이후 3~4 년 후에 1 조원 매출액을 시현한 점을 감안하여 1) 세노바메이트의 2020 년 출시와 2) 출시 후 4 년째가 되는 2024 년 매출액 1 조원 달성을 가정해 가치를 산정하였다. 또한 기면증 치료제인 솔리암페톨의 로열티를 8%로 가정해 산정한 현재가치는 8,164 억원이며, 세노바메이트와 솔리암페톨의 합산 가치는 6 조 1,791 억원으로 산정되었다.

그림 1. SK 바이오팜의 최종가치

구분	가치
세노바메이트	5,362.8
솔리암페톨	816.4
Total	6,179.1

주: 단위는 십억원
자료: SK 증권 추정치

그림 2. 세노바메이트의 가치산정 Table

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
매출액(십억원)	0.0	50.0	250.0	500.0	800.0	1200.0	1800.0	2070.0	2380.5	2737.6	3148.2	3620.4
미국		50.0	250.0	500.0	800.0	1200.0	1800.0	2070.0	2380.5	2737.6	3148.2	3620.4
영업이익(십억원)	0.0	30.0	150.0	300.0	480.0	720.0	1080.0	1242.0	1428.3	1642.5	1888.9	2172.3
순이익(십억원)	0.0	27.0	135.0	270.0	432.0	648.0	972.0	1117.8	1285.5	1478.3	1700.0	1955.0
할인율	5.0%	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
현재 가치(십억원)	5362.8	0.0	24.5	116.6	222.1	338.5	483.5	690.8	756.6	828.6	907.5	994.0
임상 할인율	0%											
최종 가치(십억원)	5362.8											

주: SK 증권 추정치

그림 3. 슬리암페들의 가치산정 Table

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
매출액(십억원)	0.0	50.0	100.0	200.0	340.0	510.0	765.0	1147.5	1491.8	1939.3	2230.2	2564.7	2949.4
미국		50.0	100.0	200.0	340.0	510.0	765.0	1147.5	1491.8	1939.3	2230.2	2564.7	2949.4
로열티	8.0%	4.0	8.0	16.0	27.2	40.8	61.2	91.8	119.3	155.1	178.4	205.2	236.0
영업이익(십억원)	0.0	4.0	8.0	16.0	27.2	40.8	61.2	91.8	119.3	155.1	178.4	205.2	236.0
순이익(십억원)	0.0	3.6	7.2	14.4	24.5	36.7	55.1	82.6	107.4	139.6	160.6	184.7	212.4
할인율	0.0%	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
현재 가치(십억원)	816.4	0.0	3.6	7.2	14.4	24.5	36.7	55.1	82.6	107.4	139.6	160.6	184.7
임상 할인율	0%												
최종 가치(십억원)	816.4												

주: SK 증권 추정치

2. 미국 FDA 허가가 기대되는 세노바메이트

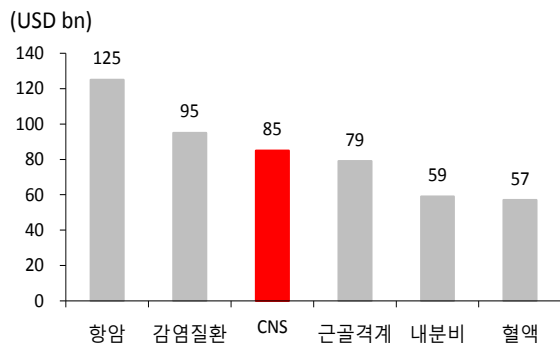
뇌전증은 신체적 이상이 없음에도 불구하고 신경세포 이상에 의한 발작이 반복적으로 발생하는 질환이다. 어떠한 이유에서 신경세포가 과도하게 흥분되면서 뇌의 특정 부분을 통제하지 못하는 증상을 나타낸다. 이러한 발작 증상은 과도한 신경흥분이 뇌에 퍼지는 정도에 따라 부분발작과 전신발작으로 나뉜다.

전세계적으로 뇌전증 환자수는 약 6,500 만명에 달하며 미국에만 약 340 만명의 환자가 있다. 이 중에서 33%는 기존 의약품으로 치료가 어려워 발작 현상이 계속 나타나고 있으며 일부 환자들은 현재 시판되고 있는 의약품을 통해 발작 진도나 정도를 감소시키고 있다. 하지만 뇌전증의 발작 증세 자체가 완치되지는 않는다.

동사의 세노바메이트는 뇌전증 발작 증상을 완화해 줄 수 있는 항경련제이다. 현재 뇌전증 치료제는 1 세대, 2 세대, 3 세대 의약품으로 나뉘어지는데 부작용을 개선한 3 세대 의약품에는 에스리카바제핀, 애조가빈, 라코사미드, 페람파넬, 프레가발린, 루피나미드 등이 대표적이다.

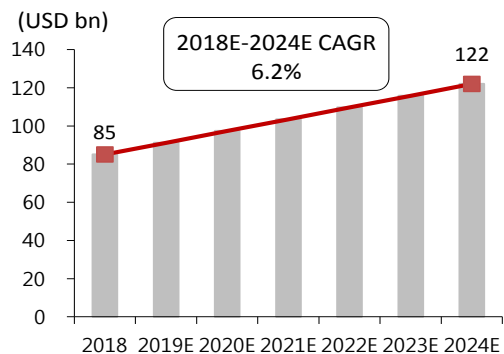
2022 년까지 글로벌 뇌전증 치료제 시장 규모는 7 조원을 형성할 것으로 전망되는데 세노바메이트가 허가를 받아 출시된다면 UCB 제약의 ‘빔펫(라코사미드)’과 경쟁해야 한다. 현재 빔펫은 연간 매출액 1 조원이 넘어 뇌전증 치료제 중에서 가장 많이 처방되고 있다.

그림 4. 글로벌 제약시장에서 3 위 규모 질환시장



자료: SK 홀딩스, SK 증권

그림 5. 신약개발성공시 블록버스터급 매출 포텐셜이 존재

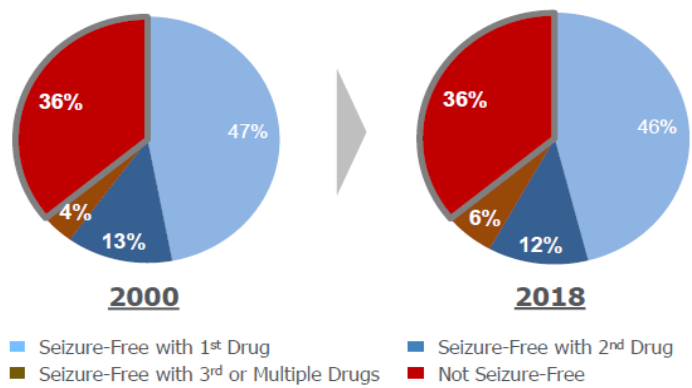


자료: SK 홀딩스, SK 증권

그림 6. 신약 처방에 따른 Seizure Free(%)

최근 20여년 동안 12개 신약이 출시되었으나, 여전히 발작이 지속되는 30 ~ 50%의 환자 존재

신약 처방에 따른 Seizure Free(%)



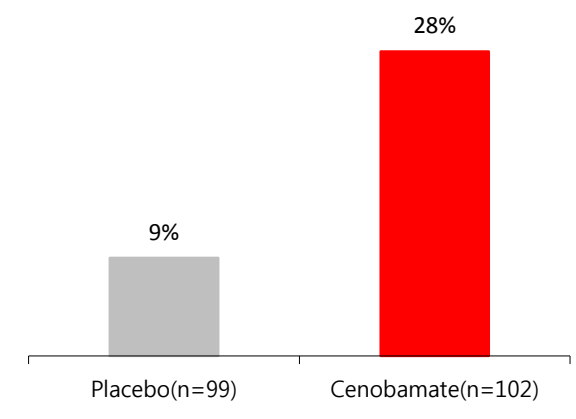
자료: SK 홀딩스, SK 증권

세노바메이트는 동사가 2001년 후보물질 탐색을 시작으로 미국에서 임상 3상까지 마친 뒤 2018년 말 미국 FDA에 판매허가를 신청하였다. 동사는 미국과 유럽 등 외국 시장에 독자적으로 진출하기 위해 개발하였으나, 유럽 판권은 올해 초 스위스 아벨 테라퓨틱스에 선계약금 1,000억원을 포함하여 총 6,000억원에 기술수출 하였다. 반면 미국 시장의 경우 여전히 직접 진출을 계획 중이다.

세노바메이트는 뇌전증 신약 후보물질 중에서 세계 최초로 임상 3상에서 약효시험 평가를 면제받았다. 지난 2016년 미국 FDA로부터 임상 2상에서 우수한 효능 및 안전성 결과를 인정받아 임상 3상에서 추가적인 안전성만 확인되면 NDA 신청이 가능하다는 것을 공식적으로 확인 받고 임상 3상을 진행하였다.

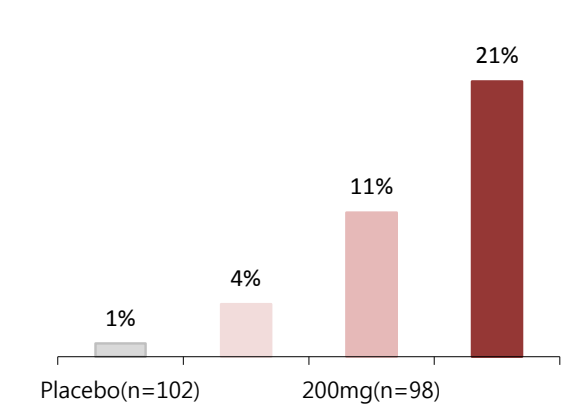
2018년 12월 AAN 학회(미국신경학회)에서 임상 3상 결과를 발표하였는데 전세계 17개국 125 사이트에서 환자 1,200명을 대상으로 6개월간 안전성을 시험하였다. 세노바메이트를 사용한 결과 모든 용량에서 플라시보 대비 전반적인 발작(seizure) 빈도가 감소했다. 세노바메이트 200mg, 400mg을 경구 복용한 환자는 다양한 유형의 부분 발작 증상이 55~91%까지 감소하였다. 또한 전체적인 이상 반응은 어지러움과 졸림증으로 심각한 부작용이 관찰되지 않는 등 우수한 효능 및 안전성 결과를 발표하였다. 이렇게 임상 2상 단계서부터 그 효능이 입증되었기 때문에 2019년 하반기 세노바메이트의 FDA 허가는 충분히 가능하다 판단된다.

그림 7. 세노바메이트 2상 전기, 6주 데이터



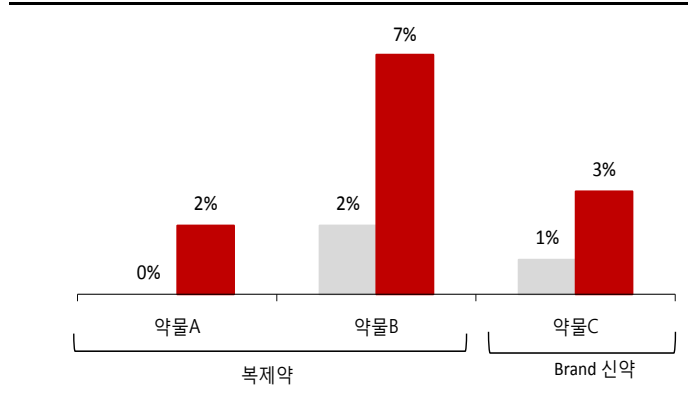
자료: SK 홀딩스, SK 증권

그림 8. 세노바메이트 2상 후기, 12주 데이터



자료: SK 홀딩스, SK 증권

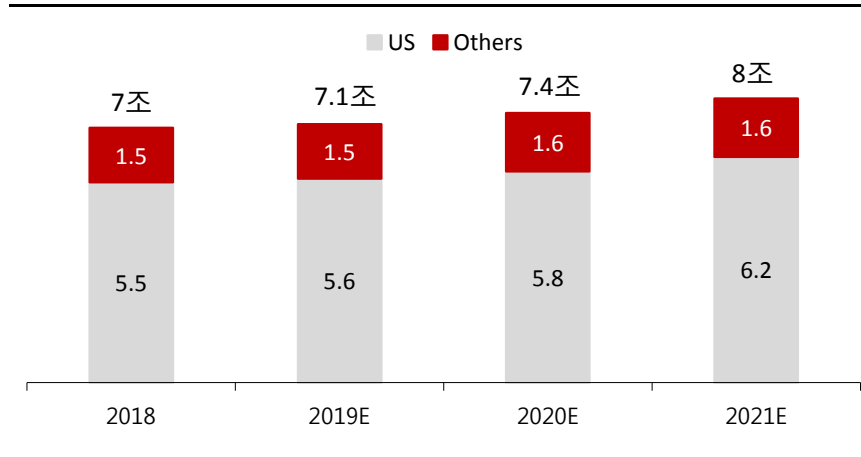
그림 9. 기존 뇌전증 약물



자료 SK 홀딩스 SK 증권

동사는 2019 년 말 세노바메이트 허가 이후 2020 년부터 본격적인 매출 발생이 예상, 미국 현지 법인인 SK Life Science 를 통해 직접 마케팅할 계획이다. 글로벌 뇌전증 시장 중에서 78%가 미국이 차지하고 있는데 미국의 뇌전증 치료제는 소수의 의사가 대부분의 처방을 하기 때문에 영업망 구축이 용이하다는 장점이 있다. 현재 미국의 신경 질환/뇌전증 전문의는 1.2 ~ 1.4 만명으로 동사는 이들을 대상으로 마케팅을 실시할 예정인데 총 100~150 명 수준의 영업사원으로 미국 지역 커버가 가능한 상황이다.

그림 10. 미국시장은 뇌전증 전체 시장의 78%를 차지



주: 미국, 유럽 5 개국, 일본 기준
 자료 Global Data, SK 증권

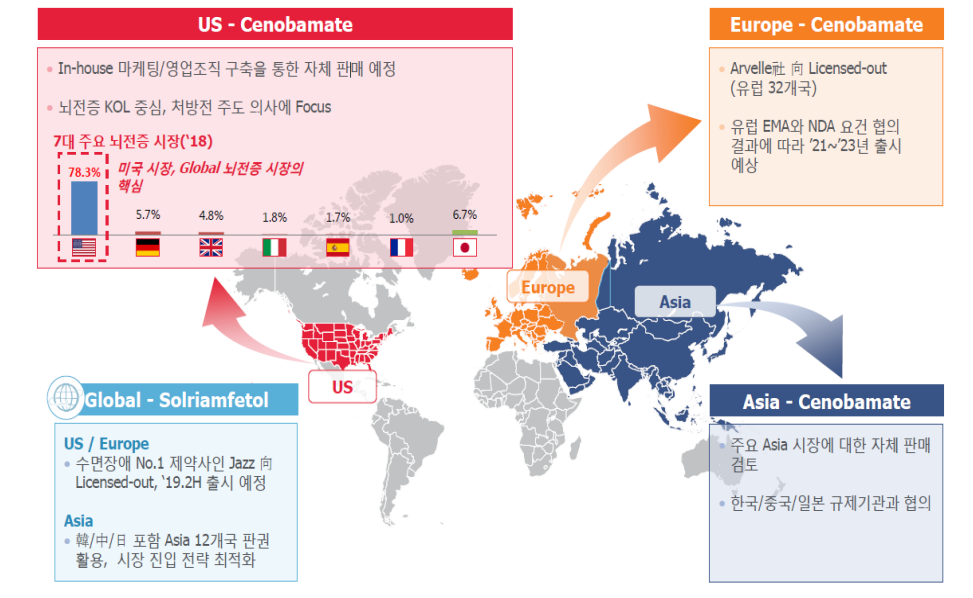
3. 2019년 7월 미국 출시 예정인 솔리암페톨 (제품명 Sunosi)

SK 바이오팜의 솔리암페톨은 2011년 임상 1상을 마치고 글로벌 권권이 수면장애 질환 글로벌 1위인 미국 재즈 파마슈티컬로 기술수출 되었으며 임상 3상을 완료한 이후 2017년 12월에 신약허가를 신청해 2019년 3월 미국 FDA로부터 최종 신약 승인을 허가 받았다. 솔리암페톨(제품명 Sunosi)은 기면증과 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증을 가진 성인 환자에게 각성 효과가 개선되도록 승인된 이중작용 도파민과 노르에피네프린 재흡수 저해제이다.

재즈 사는 미국과 유럽의 권권을 보유하고 있으며, 기존에 기면증 치료제인 자이렘(Xyrem)을 판매 중이지만 특히 만료를 앞두고 후속 물질인 솔리암페톨을 시장에 출시할 예정이다. 2018년 11월에 유럽 EMA에 솔리암페톨의 허가를 신청했으며 2019년 하반기 중으로 허가 여부가 결정될 것으로 판단된다. 동사는 한국, 중국, 일본을 포함한 아시아 12개국에서 솔리암페톨 권권을 보유하고 있다.

재즈사는 연간 1조원에 육박하는 매출을 올린 자이렘을 통해 수면장애 시장에서 독보적인 입지를 구축하고 있기 때문에, 현 유통 파트너사를 통해 대형 병원과 네트워킹하고 판매 채널을 구축하는 시간을 단축시킬 수 있다. 따라서 2019년 7월 솔리암페톨의 출시 이후 매출 증대가 기대되며, SK 바이오팜은 매출액 대비 한 자릿수 후반의 로열티를 받게 될 예정이다.

그림 11. 글로벌 시장 진출 계획



자료: SK 홀딩스, SK 증권

그림 12. 경쟁력 있는 임상 Pipeline 보유

임상 물질	질환 영역	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA	승인	글로벌 파트너
Cenobamate	부분발작	[Progressing]				PDUFA('11/21)	Arvelle Therapeutics (Europe)
	전신발작	[Progressing]					
Solriamfetol (Jazz社 대상 기술 수출)	기면증	[Progressing]					Jazz Pharmaceuticals (Asia+ Global)
	수면무호흡증	[Progressing]					
	파킨슨 수면장애	[Progressing]					
Carisbamate	소아 희귀발작	[Progressing]					--
Relenopride	희귀 신경질환	[Progressing]					Kinisi Therapeutics (Global)
SKL13865	집중력장애	[Progressing]					--
SKL20540	조현병	[Progressing]					--
YKP10461	파킨슨병	[Progressing]					--
SKL-PSY	조울증	[Progressing]					北大医药 (China)

자료: SK 홀딩스, SK 증권

SK 바이오텍

1. SK 바이오텍 Valuation

동사는 SK 홀딩스의 CMO 자회사로 2017년 BMS 공장을 인수하였고, 이후 2018년에는 SK 홀딩스가 미국 CMO 회사인 앰팩을 인수하면서 CMO 회사를 넘어서 CDMO 회사로 거듭나고 있는 중이다. 동사의 가치는 앰팩의 가치를 포함하여 산정하였으며, 12개월 Forward 순이익에 중소형 CMO 업체들의 평균 multiple 인 15 배를 적용한 1 조 4,130 억원으로 산정되었다.

그림 13. SK 바이오텍의 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	942.0	앰팩을 포함한 SK바이오텍의 12개월 Forward 예상 순이익
적용PER(배)	15.0	중소형 CMO업체들의 평균 multiple
최종가치(억원)	14,130.0	

자료: SK 증권 추정치

2. SK 바이오텍의 사업 현황

동사는 API 의약품과 완제품을 만들어 공급하는 사업을 영위하다가 API 사업을 더 강화시키기 위해 SK 바이오팜에서 2015 년에 분사, 2016 년에 직접 자회사로 전환하였다. 2017 년 세종 공장 1 차 증설을 완료하고 BMA 사의 아일랜드 공장을 인수했는데, 2018 년에는 모회사인 SK 홀딩스가 미국의 API 사업자인 엠팩을 인수하면서 CMO 사업에 더욱 박차를 가하게 되었다.

최근 글로벌 대형 제약사들은 신약 개발에 집중하기 위해 생산 외주화 확대 중에 있다. J&J가 벨기에 공장을 매각하였고 노바티스도 공장을 매각하고 신약 개발에 더욱 집중하며 생산은 외주로 돌리고 있는 상황이다. 또한 생산 설비가 없는 신생 제약사들의 생산 수주는 CMO 사업 기회의 증대로 볼 수 있다. 특히 SK 그룹 내에서 바이오텍의 CMO 사업은 단순히 상업 API 에 집중되어 있었으나, 향후에는 development 와 drug product 를 더욱 강화시켜 CDMO 사업으로 도약해 나갈 예정이다. 2018 년 엠팩 인수는 이와 같은 목적을 가지고 이뤄진 것이다.

2017 년 아일랜드의 BMS Swords 공장을 인수도 성공적이었다고 판단한다. 아일랜드는 법인세 감면효과가 있는 세계 3 대 바이오 클러스터 중 하나이기 때문이다. 생산 CAPA 는 10 만리터로 대형 2 개와 소형 4 개, 총 6 개의 생산동을 보유하고 있다. 기존 세종 공장 대비 CAPA 는 작지만 고부가 제품을 생산하고 있으며, Swords 공장은 BMS 사의 까다로운 퀄리티로 지어져 대형 고객사의 제품을 수주할 수가 있을 것으로 판단된다. 따라서 이 공장을 통해 대형 제약사 고객 유치에 유리한 유럽에서의 presence 를 확보했다 할 수 있다.

그림 14. SK 바이오텍의 글로벌 보유 공장 현황

	구분	Capa(m ³)	비고
미국	Rancho Cordova (CA)	319	HPAPI, ESP, SMB, CS
	La Porte (TX)	91	-
	Petersburg (VA)	188	HPAPI, ESP, CS
유럽	Swords	96	HPAPI
한국	세종	160	연속공정
	대전	158	연속공정
SK CMO 총계		1,012	

주: HPAPI: High Potent API, ESP: Energetic & Specialty Chemistry, SMB: Simulated Moving Bed, CS: Controlled Substances

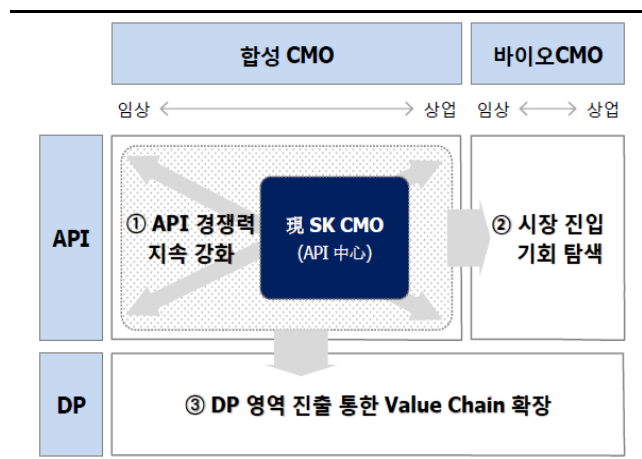
자료: SK 홀딩스, SK 증권

동사는 Swords 공장 인수 이후에도 내부의 역량과 인프라를 강화시키기 위해 CDMO 사업을 더욱 확대시키려 했고, 이를 위해서는 새로운 M&A 가 필요하였다. 이에 따라 1982 년도에 설립된 미국의 앰팩을 인수하게 되었다. 앰팩은 미국의 캘리포니아에 위치해 있으며 주로 API 생산에 집중하고 있지만 신규 사업도 활발히 진행 중이다. 매출액은 연평균 10% 이상 성장하며 EBITDA 기준으로 2017 년에 23%를 기록하였다. 또한 캘리포니아에 있으면서 신생 제약사와의 네트워크도 좋다. 이 공장은 전임상 단계부터 상업화 임상까지 다 생산이 가능한데, 이러한 경쟁력을 바탕으로 길리어드, 머크, UCB 등의 회사와 15 년 이상의 관계가 형성되어 있다. 앰팩은 텍사스와 버지니아에도 각각 공장을 보유하고 있다.

각 공장의 생산 CAPA 는 미국 60 만리터, 유럽 아일랜드 Swords 공장 10 만리터, 한국 세종, 대전 공장 32 만리터로 이를 합친 SK 바이오텍의 총 생산 CAPA 는 100 만리터에 달한다.

동사는 공장 인수를 통해 2019 년 제품포트폴리오를 기존 38 개에서 169 개로, 장기계약 비중을 37%에서 63%로, 고객 수는 기존 18 개사에서 98 개사로 확대할 예정이다. 또한 글로벌 Top tier CMO 회사로 거듭나기 위해 지속적인 M&A 추진을 통해 API 를 차별화시키고, drug product 확장, 바이오 CMO 진출 등 다양한 사업 다각화를 모색하고 있다.

그림 15. SK 바이오텍의 중장기적인 Vision



자료 SK 홀딩스 SK 증권

Valuation

SK 에 대한 목표주가 390,000 원을 유지한다. 목표주가는 자회사 지분가치와 브랜드 가치, 자체사업 가치에 순차입금을 차감하여 산정하였다. 직전 목표주가 제시 시점 대비 자회사 주가 하락에 따른 NAV 감소 요인이 있었으나, 바이오 부문(SK 바이오팜, SK 바이오텍)의 가치를 현실화하면서 목표주가는 전과 동일하게 유지하였다.

구분	내용	비고
자회사 지분가치	228,639	
브랜드 가치	23,843	19년 예상 브랜드 수수료의 10배
자체사업 가치	33,731	19년 예상 세후 영업이익의 Target 멀티플 22.7배 적용
순차입금	69,489	1Q19 별도 기준
우선주 가치(차감)	798	
적정 시가총액	215,926	
발행주식수	55,824,347	자사주 제외
적정주가	386,795	
목표주가	390,000	

자료 SK 증권

목표주가 390,000 원 유지는 결국 바이오 부문 가치 현실화에 기인한다. SK 바이오팜의 솔리암페톨(Solriamfetol: 수면장애치료제) 미국 시판이 7 월 8 일부터 시작되고, 연내 상장가능성이 높아짐에 따라 SK 바이오팜에 대한 가치 현실화가 필요한 시점이다. 특히 에이치엘비, 한미약품 사태 등으로 바이오주에 대한 불확실성이 확대되고 있음에도 불구하고 SK 바이오팜의 세노바메이트(Cenobamate: 뇌전증치료제)는 국내 업체가 개발한 신약 중 유일하게 자력으로 FDA 3 상을 통과했다는 점에서 기존 바이오 업체와의 확실한 차별화가 가능할 전망이다. SK 바이오텍의 경우 글로벌 CAPA 를 100 만리터 확보하면서 2019 년부터 본격적인 실적 개선이 기대되며, SK 바이오팜과의 시너지 발생도 기대된다.

특히 SK 바이오팜이 연내 상장을 앞두고 있고, SK 바이오텍도 2019 년부터 정상적인 이익이 창출될 것으로 예상되어 가치 현실화는 타당하다. 단 바이오 부문의 가치 현실화와 함께 기존 지분가치 산정에서 적용했던 할인율 10%를 타 지주사와 동일하게 30% 로 조정했다.

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	SK이노베이션	158,578	33.4%	30,729	52,966
	SK텔레콤	211,554	26.8%	54,160	56,655
	SK네트웍스	12,831	39.1%	7,062	5,022
	SKC	14,695	41.0%	5,487	6,025
	SK머티리얼즈	16,423	49.1%	4,733	8,063
	에스엠코어	2,244	26.6%	394	597
비상장사	SK E&S		90.0%	26,000	61,000
	SK실트론		51.0%	6,226	22,488
	SK건설		44.5%	5,453	5,453
	SK바이오팜		100.0%	4,787	61,791
	SK바이오텍		100.0%	3,363	14,130
	기타			32,437	32,437
	합계			180,832	326,628
할인율					30%
자회사 지분가치					228,639

자료: SK 증권

구분	내용
SK E&S 유상증자 주당 가격	146,066
SK 보유 SK E&S 주식 수	41,761,791
SK 보유 SK E&S 가치	61,000

자료: SK E&S

구분	내용
직전 4개 분기 EBITDA	5,692
Target EV/EBITDA	8.3
순차입금	3,150
Firm Value	44,095
SK의 SK실트론 지분율	51%
SK의 SK실트론 보유 가치	22,488

자료: SK 증권

주: Target EV/EBITDA 는 Shin Etsu 의 멀티플 적용

SK 바이오팜 가치산정

(단위: 십억원)

구분	가치
세노바메이트	5,362.8
솔리암페톨	816.4
Total	6,179.1

자료: SK 증권 추정치

SK 바이오텍 가치산정

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	942.0	앰팩을 포함한 SK바이오텍의 12개월 Forward 예상 순이익
적용PER(배)	15.0	중소형 CMO업체들의 평균 multiple
최종가치(억원)	14,130.0	

자료: SK 증권

SK 자체사업 가치산정

(단위: 억원 배)

구분	내용
삼성SDS 19년 예상영업이익	9,660
삼성SDS 법인세율	24.2%
삼성SDS 세후 영업이익	7,322
삼성SDS 시가총액	166,362
삼성SDS 멀티플	22.7
SK 자체사업 영업이익(19년)	1,959
SK 자체사업 세후 영업이익	1,485
Target Multiple	22.7
자체사업 가치	33,731

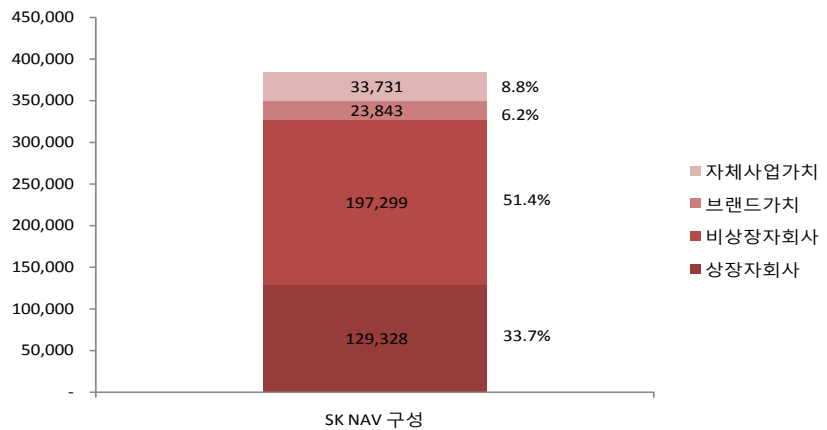
자료: SK 증권

상장 자회사 증가 및 실적 동향

SK의 NAV 중 순차입금을 제외한 상장 자회사의 비중은 33.7%로 타 지주사 대비 낮은 편이다. 상장 자회사 중 SK 텔레콤의 비중이 14.7%로 가장 높는데, 하반기로 갈수록 5G 가입자 확대에 따른 실적 개선이 예상되어 주가 상승 가능성이 높다. 비중이 13.8%인 SK 이노베이션의 실적 개선 시기는 유가 하락 및 정제마진 약세로 인해 지연될 가능성이 높다. 결론적으로 하반기에는 SK 텔레콤과 SK 이노베이션의 긍정과 부정적 요인이 상쇄되며 상장사 주가가 SK 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

SK NAV 구성

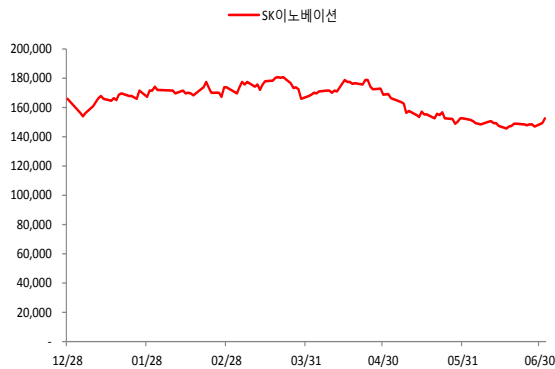
(단위: 억원)



자료: SK 증권

SK 이노베이션 시가총액: YTD -8.1%

(단위: 억원)



자료: Quattrwise

SK 텔레콤 시가총액: YTD -3.3%

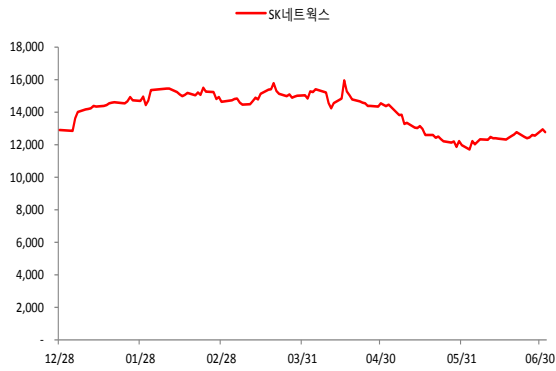
(단위: 억원)



자료: Quattrwise

SK 네트워크 시가총액: YTD -1.0%

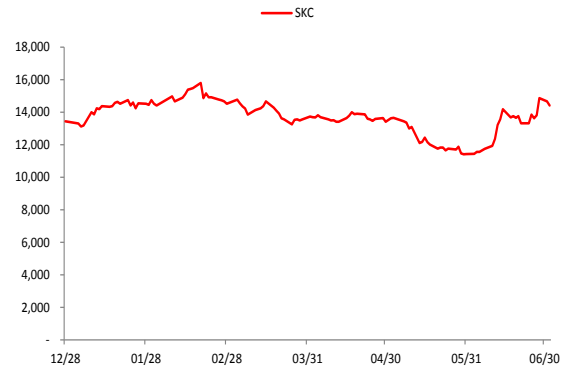
(단위: 억원)



자료: Quatnwise

SKC 시가총액: YTD +7.3%

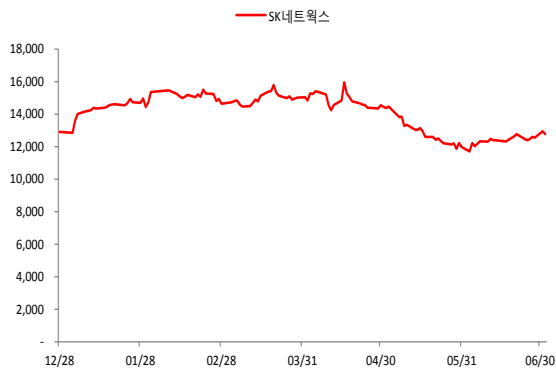
(단위: 억원)



자료: Quatnwise

SK 머티리얼즈 시가총액: YTD +0.7%

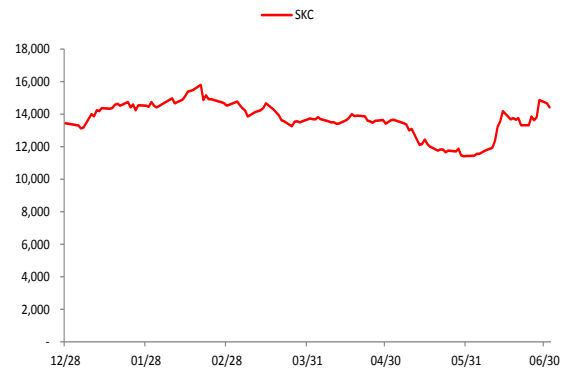
(단위: 억원)



자료: Quatnwise

에스엠코어 시가총액: YTD +27.0%

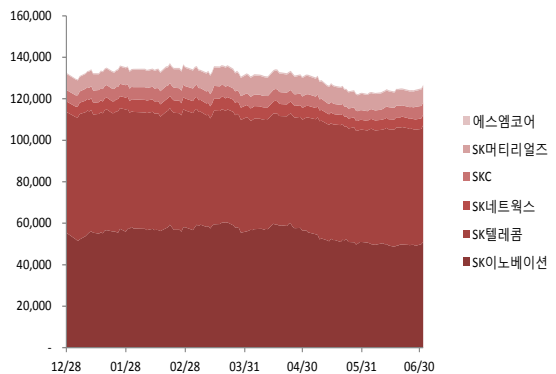
(단위: 억원)



자료: Quatnwise

SK 상장 자회사 NAV 추이: YTD -4.4%

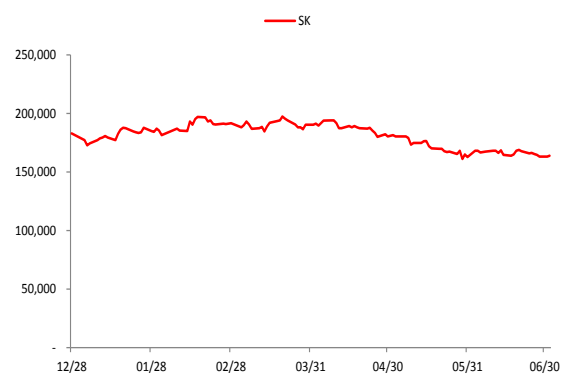
(단위: 억원)



자료: Quatnwise

SK 시가총액: YTD -10.4%

(단위: 억원)



자료: Quatnwise

SK 이노베이션 제외 상장 자회사
2019년 영업이익은 전년 대비
증가할 것으로 예상됨

SK 주요 상장 자회사 19년 이익전망

(단위: 억원)

	영업이익			지배주주 순이익		
	2018A	2019F	yoy	2018A	2019F	yoy
SK이노베이션	21,176	18,279	-13.7%	16,515	11,917	-27.8%
SK텔레콤	12,018	13,045	8.5%	31,279	15,294	-51.1%
SK네트웍스	1,379	2,092	51.8%	73	508	601.0%
SKC	2,011	2,025	0.7%	1,206	1,200	-0.5%
SK머티리얼즈	1,829	2,290	25.2%	1,127	1,436	27.5%
합계	38,412	37,732	-1.8%	50,199	30,355	-39.5%

자료: Quantivise

SK 실적 전망

SK 2분기 실적은 매출액 24조 8,435 억원(-1.5% yoy), 영업이익 1조 1,915 억원(-27.1% yoy, OPM: 4.8%)으로 예상된다. 영업이익이 전년 동기 대비 4,400 억원 가량 감소할 것으로 예상하는데 이는 대부분 SK 이노베이션의 영업이익 하락에 기인한다. 이미 하락한 SK 이노베이션 주가에 이 같은 실적 부진은 상당 부분 반영되어 있으며, 4.6%의 배당수익률을 고려하면 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적이라 판단한다.

SK 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	240,093	252,321	267,763	254,843	255,493	248,435	249,790	257,925	1,015,020	1,011,643	1,036,444
매출원가	213,497	223,816	240,770	240,430	231,091	224,336	224,061	231,875	918,512	911,363	925,700
매출총이익	26,596	28,505	26,993	14,413	24,402	24,098	25,728	26,050	96,508	100,279	110,743
판매비	11,158	12,167	12,331	13,971	11,548	12,183	13,364	13,354	49,627	50,449	50,820
영업이익	15,439	16,338	14,662	442	12,854	11,915	12,365	12,696	46,881	49,830	59,924
영업이익률	6.4%	6.5%	5.5%	0.2%	5.0%	4.8%	5.0%	4.9%	4.6%	4.9%	5.8%

자료: SK증권

SK 별도기준 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
매출액	11,542	4,526	5,452	5,204	15,028	4,592	5,504	5,254
지주부문	7,056	800	1,392	676	11,136	579	1,295	650
사업부문	4,486	3,727	4,060	4,528	3,891	4,013	4,209	4,604
영업이익	8,032	805	1,316	457	11,195	776	1,369	485
지주부문	6,663	245	852	65	10,780	202	817	66
사업부문	1,369	560	464	392	414	574	551	419
영업이익률	69.6%	17.8%	24.1%	8.8%	74.5%	16.9%	24.9%	9.2%
지주부문	94.4%	30.6%	61.2%	9.6%	96.8%	34.9%	63.1%	10.1%
사업부문	30.5%	15.0%	11.4%	8.7%	10.7%	14.3%	13.1%	9.1%

자료: SK, SK증권

SK 주요 자회사 분기별 실적전망

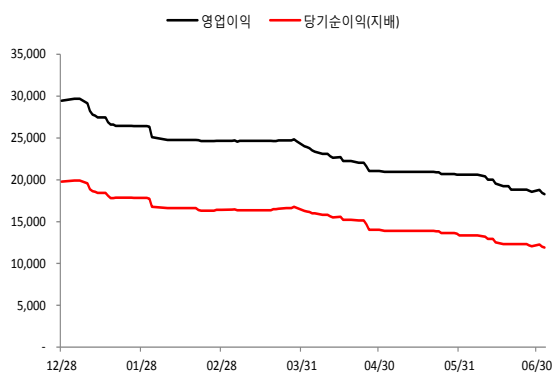
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
SK이노베이션								
매출액	121,661	134,380	149,587	139,481	128,486	132,141	136,726	133,142
영업이익	7,116	8,516	8,358	-2,815	3,311	4,542	5,012	5,362
순이익	4,727	5,126	4,594	2,652	2,115	3,143	3,254	3,686
SK텔레콤								
매출액	41,815	41,543	41,864	43,517	43,349	43,902	44,472	45,563
영업이익	3,255	3,469	3,041	2,253	3,226	3,304	3,328	3,172
순이익	6,934	9,143	10,498	4,745	3,736	3,437	3,907	3,891
SK네트웍스								
매출액	34,773	34,324	35,300	35,468	32,842	32,968	34,293	36,377
영업이익	245	213	413	507	351	452	552	687
순이익	2	6	-66	134	-53	125	222	299
SKC								
매출액	6,387	7,260	6,894	7,137	6,040	6,920	7,033	7,465
영업이익	412	531	540	528	362	479	580	619
순이익	455	441	435	79	230	344	456	489
SK건설								
매출액	15,068	17,954	14,512	16,823	17,132	20,412	16,500	19,127
영업이익	583	989	26	-731	626	681	574	650
순이익	500	437	234	-477	538	548	477	531
SK E&S								
매출액	21,309	13,013	11,595	18,758	22,116	13,506	12,034	19,468
영업이익	2,606	971	256	645	2,902	985	873	1,585
순이익	1,985	1,117	315	974	2,275	965	826	1,477

자료: SK, SK 증권

SK 이노베이션 19년 이익전망치 추이

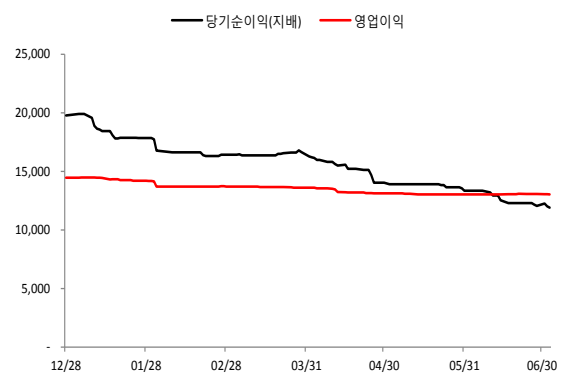
(단위: 억원)



자료: Quatntwise

SK 텔레콤 19년 이익전망치 추이

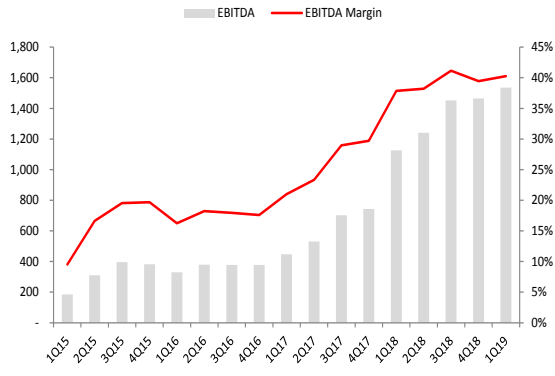
(단위: 억원)



자료: Quatntwise

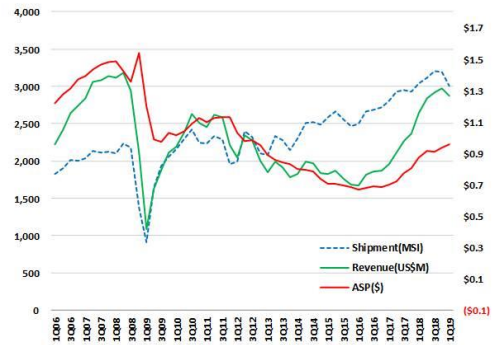
SK 실트론 분기별 실적 추이

(단위: 억원)



자료: SK 실트론

웨이퍼 가격추이

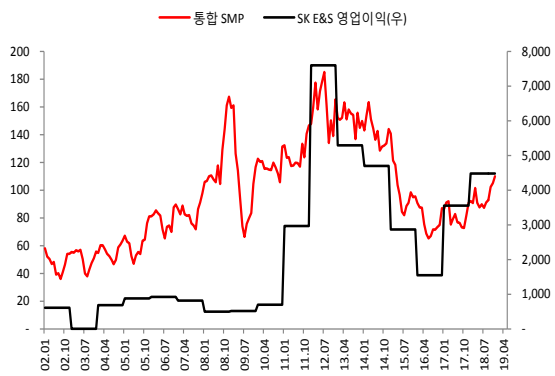


자료: SEMI, Market Updates, April 2019. SK 실트론 재인용

주: Shipment, Revenue: 좌축, ASP: 우축

SMP 와 SK E&S 영업이익 추이

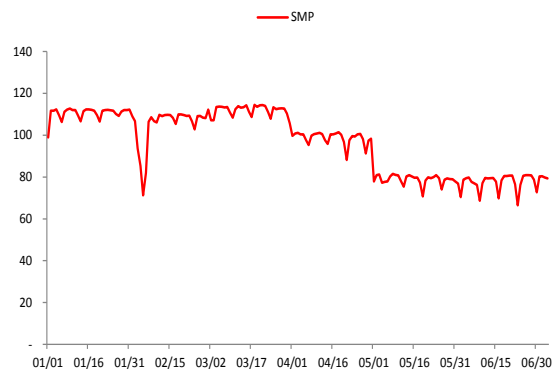
(단위: 원 억원)



자료: SK 증권

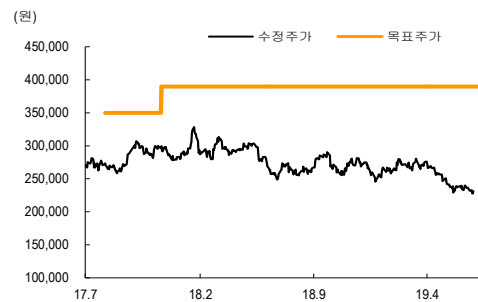
2019년 SMP 가격 추이

(단위: 원)



자료: 전력거래소

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.08	매수	390,000원	6개월		
2019.01.31	매수	390,000원	6개월	-30.01%	-15.77%
2018.12.13	매수	390,000원	6개월	-28.47%	-15.77%
2018.08.29	매수	390,000원	6개월	-27.91%	-15.77%
2018.06.18	매수	390,000원	6개월	-26.93%	-15.77%
2018.05.29	매수	390,000원	6개월	-24.65%	-15.77%
2017.11.29	매수	390,000원	6개월	-24.28%	-15.77%
2017.08.16	매수	350,000원	6개월	-19.26%	-12.29%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 7월 8일 현재 SK와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	351,999	371,284	482,705	564,139	644,427
현금및현금성자산	71,458	67,830	167,020	242,142	309,609
매출채권및기타채권	127,194	121,642	123,113	126,131	132,262
재고자산	81,789	89,927	91,015	93,246	97,779
비유동자산	745,835	823,286	836,440	826,400	825,094
장기금융자산	26,729	28,355	30,402	30,402	30,402
유형자산	412,955	397,159	376,235	334,261	301,361
무형자산	123,314	161,907	158,886	153,807	149,266
자산총계	1,097,835	1,194,570	1,319,145	1,390,539	1,469,521
유동부채	313,681	300,078	331,062	336,355	347,106
단기금융부채	96,962	85,249	113,677	113,677	113,677
매입채무 및 기타채무	131,992	124,969	126,480	129,581	135,879
단기충당부채	2,468	3,522	3,617	3,693	3,846
비유동부채	326,590	385,613	412,709	413,417	413,743
장기금융부채	234,052	291,851	329,129	329,129	329,129
장기매입채무 및 기타채무	37,469	20,114	676	676	676
장기충당부채	1,670	2,769	2,921	3,023	3,070
부채총계	640,270	685,691	743,772	749,772	760,849
지배주주지분	136,601	166,275	193,518	224,312	257,618
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	50,170	55,364	59,146	59,146	59,146
기타자본구성요소	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
자기주식	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
이익잉여금	98,376	122,173	143,690	172,808	204,436
비지배주주지분	320,963	342,604	381,855	416,455	451,054
자본총계	457,564	508,879	575,373	640,767	708,672
부채외자본총계	1,097,835	1,194,570	1,319,145	1,390,539	1,469,521

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	76,273	85,270	126,321	97,758	88,098
당기순이익(손실)	50,665	61,511	59,973	68,274	70,785
비현금성항목등	65,807	56,253	54,130	51,790	40,962
유형자산감가상각비	43,182	45,383	46,537	41,974	32,899
무형자산감가상각비	13,235	13,328	15,285	14,522	13,983
기타	7,572	11,149	-4,772	-3,678	-3,678
운전자본감소(증가)	-25,598	-17,362	20,253	-1,943	-2,496
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16,257	4,639	6,134	-3,018	-6,131
재고자산감소(증가)	-21,844	-10,709	1,108	-2,231	-4,532
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13,440	-5,665	-12,551	3,101	6,299
기타	-937	-5,627	25,562	206	1,869
법인세납부	-14,601	-15,132	-8,035	-20,362	-21,153
투자활동현금흐름	-58,615	-96,417	-37,931	-2,563	-558
금융자산감소(증가)	6,558	-7,046	-10,484	0	0
유형자산감소(증가)	-46,962	-57,559	-15,286	0	0
무형자산감소(증가)	-3,591	-9,131	-9,443	-9,443	-9,443
기타	-14,620	-22,682	-2,718	6,880	8,885
재무활동현금흐름	-15,365	7,191	10,272	-20,073	-20,073
단기금융부채증가(감소)	2,067	7,373	2,849	0	0
장기금융부채증가(감소)	4,747	40,389	21,882	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-13,564	-15,111	-3,378	-3,908	-3,908
기타	-8,615	-25,460	-13,159	-16,165	-16,165
현금의 증가(감소)	589	-3,628	99,189	75,122	67,467
기초현금	70,870	71,458	67,830	167,020	242,142
기말현금	71,458	67,830	167,020	242,142	309,609
FCF	26,087	-752	74,270	90,678	81,498

자료 : SK, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	906,128	1,015,020	1,011,643	1,036,444	1,061,688
매출원가	799,189	918,512	911,363	925,700	949,227
매출총이익	106,940	96,508	100,279	110,743	112,461
매출총이익률 (%)	11.8	9.5	9.9	10.7	10.6
판매비와관리비	49,489	49,627	50,449	50,820	51,240
영업이익	57,450	46,881	49,830	59,924	61,221
영업이익률 (%)	6.3	4.6	4.9	5.8	5.8
비영업손익	16,981	28,403	24,247	25,069	27,074
순금융비용	5,749	8,341	10,237	9,285	7,280
외환관련손익	1,788	-1,911	-1,843	-1,843	-1,843
관계기업투자등 관련손익	25,732	37,020	32,657	32,519	32,519
세전계속사업이익	74,431	75,284	74,076	84,993	88,295
세전계속사업이익률 (%)	8.2	7.4	7.3	8.2	8.3
계속사업법인세	22,518	19,246	17,747	20,362	21,153
계속사업이익	51,914	56,038	56,329	64,630	67,142
중단사업이익	-1,249	5,473	3,643	3,643	3,643
*법인세효과	-722	1,682	-3	0	0
당기순이익	50,665	61,511	59,973	68,274	70,785
순이익률 (%)	5.6	6.1	5.9	6.6	6.7
지배주주	16,774	22,531	24,724	33,025	35,536
지배주주귀속 순이익률(%)	1.85	2.22	2.44	3.19	3.35
비지배주주	33,891	38,980	35,249	35,249	35,249
총포괄이익	44,661	60,303	61,000	69,301	71,813
지배주주	13,955	23,001	26,401	34,702	37,213
비지배주주	30,706	37,302	34,600	34,600	34,600
EBITDA	113,867	105,592	111,651	116,420	108,104

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	9.5	12.0	-0.3	2.5	2.4
영업이익	8.8	-18.4	6.3	20.3	2.2
세전계속사업이익	69.6	1.2	-1.6	14.7	3.9
EBITDA	8.5	-7.3	5.7	4.3	-7.1
EPS(계속사업)	85.2	-5.4	23.6	39.4	8.6
수익성 (%)					
ROE	12.5	14.9	13.7	15.8	14.8
ROA	4.8	5.4	4.8	5.0	5.0
EBITDA마진	12.6	10.4	11.0	11.2	10.2
안정성 (%)					
유동비율	112.2	123.7	145.8	167.7	185.7
부채비율	139.9	134.8	129.3	117.0	107.4
순차입금/자기자본	47.9	51.7	38.3	22.7	11.0
EBITDA/이자비용(배)	14.5	9.9	8.1	7.2	6.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	25,411	24,050	29,722	41,426	44,966
BPS	192,595	234,433	272,844	316,261	363,218
CFPS	103,193	114,545	122,022	126,218	116,203
주당 현금배당금	4,000	5,000	6,000	7,000	6,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.1	13.7	9.4	6.8	6.2
PER(최저)	8.3	10.4	7.7	5.5	5.1
PBR(최고)	1.6	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	1.1	1.1	0.8	0.7	0.6
PCR	2.7	2.3	1.9	1.8	2.0
EV/EBITDA(최고)	7.0	8.2	7.2	6.6	6.8
EV/EBITDA(최저)	6.4	7.6	6.9	6.3	6.5