

# SK (034730)

지주회사



최남곤

02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>320,000원 (D)</b>
현재주가 (5/15)	<b>182,000원</b>
상승여력	<b>76%</b>

시가총액	129,168억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	448억원
60일 평균 거래량	269,024주
52주 고	275,000원
52주 저	107,000원
외인지분율	23.33%
주요주주	최태원 외 28 인 29.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.5	(21.6)	(27.5)
상대	(1.2)	(8.7)	(21.3)
절대(달러환산)	1.6	(24.4)	(29.8)

## 1Q20 Review : 이노베이션 빼고 다 좋음

### 1Q20 영업이익 적자전환. 이노베이션 부진에 따른 영향

연결 매출액(23.7조원, -7.1% YoY)는 컨센서스(23조원)를 3.1% 상회했으나, 영업이익(-9,227억원, 적전)은 컨센서스(4,826억원)를 크게 하회했다. 영업이익의 컨센 하회는 [그림 1]에 표현된 대로 SK이노베이션의 -1.78조원 적자에 기인한다. 이노베이션 외 나머지 주요 종속회사 실적은 무난했다.

2Q에도 저유가가 지속되고 있기에, SK 연결 영업이익에 대한 낙관적 전망을 펼치기는 어렵다. 당장 증권사의 이노베이션에 대한 영업이익 컨센서스는 -3,689억원으로 전망되는 상황이다. 하지만 분명한 것은 SK의 핵심 밸류로 볼 수 있는 주요 비상장법인의 실적이 양호하다는 점이다.

E&S의 영업이익은 2,377억원(-18.1%)을 기록했다. 저유가에 따른 SMP 하락(1Q19 : 109.5원 → 1Q20 : 83.0원/kWh) 영향을 받았다. 하지만 발전량 증가를 통해 SMP 하락을 어느 정도 방어할 수 있었다. 또한 지난 4월 17일에는 차이나가스 홀딩스 잔여 지분(10.25%)을 전량 매각(\*2Q20 반영)하여 1.7조원 규모의 현금을 확보했다.

실트론의 영업이익은 531억원(+4.6% QoQ)을 기록했다. ASP는 소폭 하락했으나, 판매량 확대로 QoQ, YoY 기준 매출 증가를 시현했다. 특히 20년까지 장기공급계약 기반으로 매출액은 4~5%의 성장, EBITDA는 5,000억원 이상을 안정적으로 달성할 전망이다.

가장 좋아진 자회사는 SK팜테코였다. 매출액은 전년 동기 대비 54.7% 증가한 1,145억원, 영업이익은 48억원(흑자전환)을 기록했다. EBITDA 마진은 19년 10.7% → 1Q20 21.1%로 급등했다. 작년 4분기부터 편입된 북미 AMPAC의 공정 안정화가 진행된 까닭이다. 연간 매출액은 6,890억원(+12%), EBITDA는 1,300억원을 넘길 것으로 전망된다. 다만 코로나19로 인해 M&A를 통한 성장 전략은 당분간 접을 것으로 전망된다.

IT서비스의 영업이익은 330억원으로 전년 동기 대비 19.5% 감소했으나, 3년간의 그룹 클라우드 물량 발주가 시작되면서 하반기 이후 실적이 급증할 것으로 전망된다. IT서비스의 연간 성장률 목표는 10% 이상이다.

### 6월 SK바이오팜 상장 + 2020년 배당 유지 확인

5월 중 SK바이오팜 증권신고서 제출이 이뤄질 것으로 보이며, 6월에는 상장 절차가 마무리될 것으로 전망된다. 당사는 상장 이후 SK바이오팜 주가가 5조원 이상에서 거래될 것으로 전망하고 있다. 바이오팜의 상장으로 주식시장에서 공식적으로 바이오 부문의 가치를 인정 받게 된다는 점에서, 당사가 전망하는 수준까지 주가가 상승한다면 SK의 주가에도 좋은 영향을 미칠 것이다.

1Q 적자에도 불구하고, 20년 SK의 배당금은 최소한 전년 수준(5,000원)을 유지할 전망이다. 이미 19년 배당수입(9,905억원) 중 이노베이션의 배당 기여(920억원)는 크지 않았다. 이노베이션의 20년 배당은 기대하기 어렵겠지만, 자산매각을 통해 1.7조원의 현금을 확보한 E&S를 통해 충분히 보상받을 수 있을 것이다. 배당에 대한 우려로 하락한 레벨만큼은 반등해줄 것으로 기대된다. 자회사 주가 하락을 반영하여 목표주가는 32만원으로 하향 조정한다.

[표 1] SK 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

(연결)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	25,549.3	25,147.6	24,957.9	23,609.8	23,726.1	-7.1%	0.5%	23,008.2	3.1%
영업이익	1,285.4	1,164.8	1,004.9	494.7	-922.7	적전	적전	482.6	적전
지배순이익	460.4	117.4	454.3	-314.9	-187.4	적전	적지	68.6	적전
IT 서비스	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ		
매출	389.0	406.0	430.0	496.0	386.0	-0.8%	-22.2%		
영업이익	41.0	30.0	47.0	34.0	33.0	-19.5%	-2.9%		
세전이익	40.0	27.0	43.0	16.0	30.0	-25.0%	87.5%		
에센코어 OP	30	20	22	8	34	13.3%	325.0%		

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

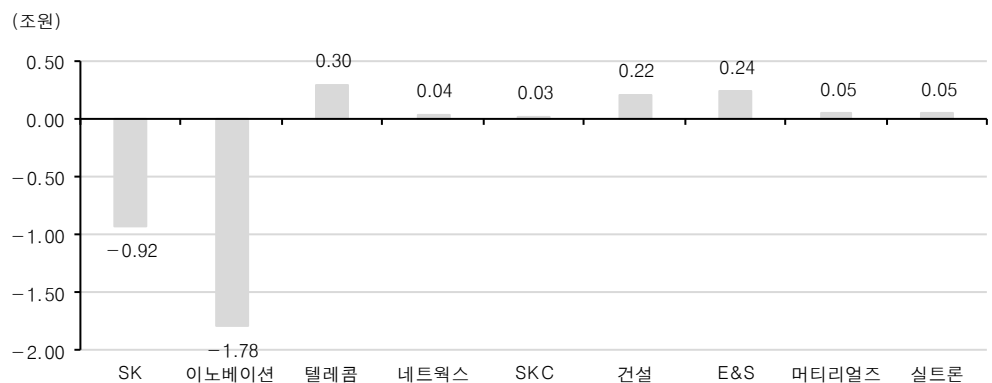
[표 2] 주요 비상장 자회사 실적 요약

(단위: 십억원)

매출액	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ
SK E&S	2,211.5	1,319.9	1,225.0	1,805.3	2,019.6	-8.7%	11.9%
SK 건설	1,713.1	1,900.9	1,933.5	2,296.4	1,825.3	6.5%	-20.5%
SK 실트론	381.5	389.6	407.1	364.7	407.7	6.9%	11.8%
SK 팜테코	74.0	75.5	82.8	288.1	114.5	54.7%	-60.3%
영업이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ
SK E&S	290.2	79.2	91.3	65.3	237.7	-18.1%	264.0%
SK 건설	62.6	65.9	40.7	101.8	125.6	100.6%	23.3%
SK 실트론	101.3	89.0	90.5	50.8	53.1	-47.6%	4.6%
SK 팜테코	-3.0	6.1	14.1	-35.1	4.8	흑전	흑전
순이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ
SK E&S	227.5	103.2	443.9	-77.4	212.5	-6.6%	흑전
SK 건설	53.8	53.5	28.9	56.6	46.4	-13.8%	-18.2%
SK 실트론	75.4	61.3	63.3	14.8	46.6	-38.2%	214.3%

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SK 연결 영업이익에 자회사들이 미친 영향 - SK 이노베이션의 적자에 기인



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

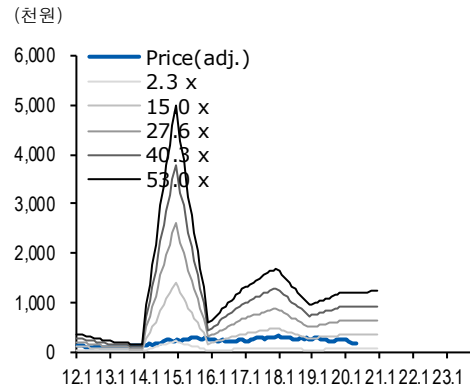
[표 3] SK NAV

(단위: 억원)

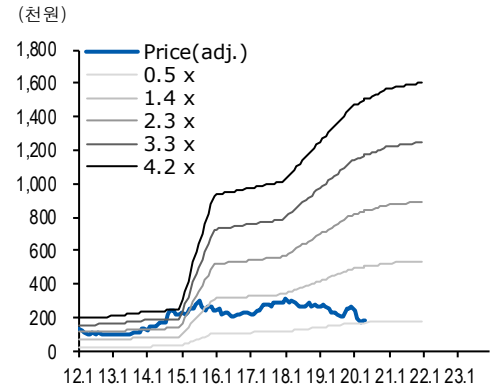
투자자산	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	167,144	26.8%	44,761	최근 시가 기준
SK 이노베이션	86,548	33.0%	28,526	최근 시가 기준
SK 네트워크	12,099	39.1%	4,733	최근 시가 기준
SKC	18,805	41.0%	7,710	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	17,615	49.1%	8,649	최근 시가 기준
에스애플코어	3,490	26.7%	930	최근 시가 기준
ESR	73,350	11.1%	8,127	최근 시가 기준
SK E&S	26,000	90.0%	64,915	CGH 지분 전량 매각. 1.7조원 현금 유입
SK 건설	5,453	44.5%	3,292	장외 시총 6,000억원(2020년 5월 OTC)
SK 바이오팜	4,787	100.0%	50,000	A 사 3.6조원/B 사 4.8조원/C 사 4.87조원/D 사 5조원 평가
SK 팜테코	8,752	100.0%	15,000	경쟁사 수준 Value 적용 시 2조원
SK 실트론	6,226	51.0%	16,840	EBITDA 5,282억원. EBITDA 8X
비상장사 기타			9,850	
투자자산가치 합계			216,312	투자자산 30% 할인 적용
자체 사업			19,120	EBITDA 8X (IT 서비스 & 에센코어)
브랜드 로열티			27,868	20bp 기준 / 2,745억원, 35% 원가 반영
투자부동산			78	
자사주			32,499	
순차입금			72,310	개별 단순 합산
NAV			221,877	
주식 수(천주)			70,360	
주당 NAV			315,346	

자료: 유안타증권 리서치센터

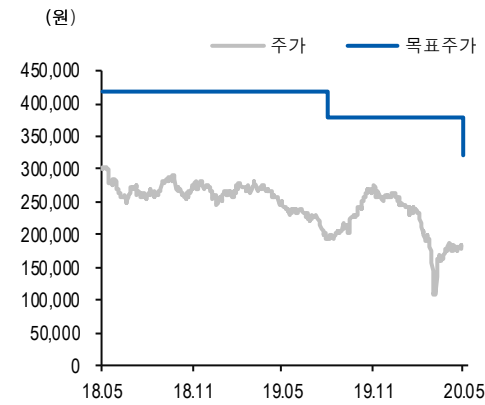
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-18	BUY	320,000	1년		
2019-08-16	BUY	380,000	1년	-42.61	-27.63
2018-12-11	1년 경과 이후		1년	-40.24	-33.21
2017-12-11	BUY	420,000	1년	-36.04	-21.79

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)	0.6
Buy(매수)	88.3
Hold(중립)	11.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-13

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 선정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남근)
- 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.