



▲ 은행/지주

Analyst 은경완
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

RA 오형근

02. 6454-4885
hg.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 260,000 원

현재주가 (5.18) 202,000 원

상승여력 28.7%

KOSPI	1,937.11pt
시가총액	142,128억원
발행주식수	7,036만주
유동주식비율	44.76%
외국인비중	23.27%
52주 최고/최저가	275,000원/107,000원
평균거래대금	462.5억원

주요주주(%)

최태원 외 28인	29.55
국민연금공단	8.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	-26.5	-16.5
상대주가	5.9	-18.1	-11.4

주가그래프

SK 034730

상장 자회사 부진 vs. 바이오파m 상장

- ✓ SK이노베이션 등 자회사 실적 부진으로 1분기 실적 부진
- ✓ 바이오파m 6월내 상장 추진 → 보유 지분 가치 현실화 및 특별 배당 지급 기대
- ✓ 상장 과정에서 NAV 하락 리스크 존재하나 구주 매출 최소화 등으로 대응 예상
- ✓ 자회사 지분가치 하락 및 지주회사 할인율 확대로 적정주가는 260,000원으로 하향
- ✓ 다만 E&S 매각의 및 바이오파m 상장차익 등 배당금 유지 가능해 투자의견은 유지

SK이노베이션 대규모 적자로 실적 부진

(주)SK의 연결 1분기 매출액과 영업이익은 각각 23.7조원(-7.1% YoY), -9,227억원(적자전환 YoY)으로 부진한 실적을 기록했다. 유가 급락에 따른 SK이노베이션의 대규모 재고 평가손실이 반영된 영향이다. 반면 주요 비상장 자회사인 SK E&S와 SK실트론 등은 비교적 무난한 실적을 시현했다.

바이오파m 상장 가시화

언론 보도에 따르면 SK바이오파m(지분율 100%)이 빠르면 내달 중 상장될 예정이다. 시장에서 논의되는 가치는 약 4~6조원대로 현재 (주)SK NAV의 30% 이상을 차지한다. 최근 (주)SK의 주가가 주력 상장 자회사인 SK이노베이션, SK텔레콤이 아닌 바이오 업종에 연동되서 움직이는 것도 같은 맥락으로 해석할 수 있다.

상장 과정에서의 매각 차익 일부를 특별 배당 형태로 지급하겠다고 약속했던 만큼 바이오파m 상장은 (주)SK 주가에 긍정적 이벤트다. 그러나 동시에 보유 지분 처분에 따른 NAV 하락 리스크도 배제하기 어렵다. 우리는 이에 대해 사측이 구주 매출 물량 최소화 등으로 관련 부담을 경감시킬 것으로 전망하고 있다. 보유 지분 가치 현실화에 따른 긍정적 효과에 좀 더 집중할 필요가 있다는 판단이다.

투자의견 Buy, 적정주가 260,000원으로 하향

적정주가를 260,000원으로 하향한다. 1) SK이노베이션 등 상장 자회사 지분가치 하락과 2) 코로나19 이후 자회사 리스크 확대에 따른 지주사 전반적인 할인율(20% → 30%)이 상승한 점을 반영했다. 자회사 실적 부진에 따른 배당금 감소 우려는 SK E&S 자산 매각 이익 및 SK바이오파m 상장 차익 등으로 충분히 상쇄 가능하다. 전년(5,000원) 수준 이상의 배당은 유지될 것으로 전망하며 투자의견을 유지한다.

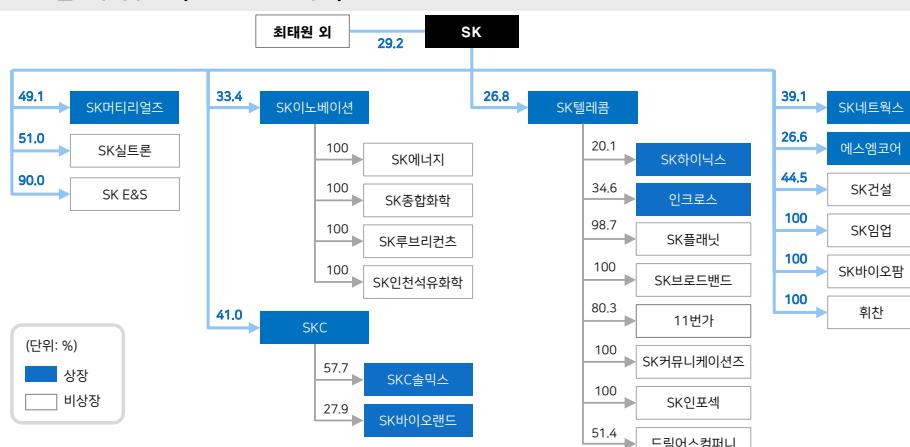
(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	100,161.7	4,683.8	2,253.1	31,982	21.4	234,433	8.1	1.1	7.5	14.9	134.7
2019	99,264.6	3,949.9	717.3	10,154	-73.9	235,255	25.8	1.1	7.9	4.3	153.0
2020E	78,667.2	545.5	24.4	346	-115.7	231,542	583.1	0.9	8.3	0.1	144.2
2021E	94,278.9	3,785.9	744.7	10,584	-889.9	237,617	19.1	0.9	6.5	4.5	145.5
2022E	99,355.0	4,203.8	837.9	11,908	14.0	244,637	17.0	0.8	6.3	4.9	142.3

표1 NAV Valuation Table

(심의원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 상장사 지분가치				9,645	5월 18일 종가기준
SK이노베이션	33.4	8,950.7	2,990		
SK텔레콤	26.8	16,593.2	4,447		
SK네트웍스	39.1	1,237.2	484		
SK마티리얼즈	49.1	1,753.0	861		
SKC	41.0	1,996.8	819		
에스엠코어	26.6	167.5	45		
2) 비상장사 지분가치				13,254	
SK E&S	90.0	2,600.0	2,340	20년 3월말 기준	
SK실트론	51.0		1,590	20년 예상 순이익 PER 10배 적용	
SK건설	44.5	610.7	272	장외주가 준용	
SK바이오팜	100.0		5,000	시장 컨센서스 준용	
기타			4,052	20년 3월말 기준	
3) 영업가치				3,906	
자체사업			1,585	20년 예상 EBITDA 10배 적용	
브랜드로열티			2,302	영구성장률 0%, WACC 10% 가정	
임대수익			19	영구성장률 0%, WACC 10% 가정	
4) 순차입금				7,231	1Q20 별도기준
5) NAV				19,574	
6) 할인율 (%)			30%	30% 할인율 적용	
7) Target NAV				13,702	
8) 유통주식수 (주)	52,304,347				보통주 기준
9) 주당 NAV				261,961	
10) 적정주가 (원)				260,000	
11) 현재주가 (원)				202,000	5월 18일 종가기준
12) 상승여력 (%)				28.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK그룹 지배구조 ('20.03.31 기준)



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표2 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	FY19	FY20E	FY21E
매출액	25,549	25,148	24,958	23,610	23,726	19,650	21,422	13,869	99,265	78,667	94,279
상장 자회사	21,072	21,543	21,444	19,156	19,149	15,385	17,093	9,634	83,214	61,261	76,068
% of Sales	82.5%	85.7%	85.9%	81.1%	80.7%	78.3%	79.8%	69.5%	83.8%	77.9%	80.7%
SK이노베이션	12,849	13,104	12,373	11,552	11,163	7,224	8,461	919	49,877	27,767	40,580
SK텔레콤	4,335	4,437	4,561	4,411	4,450	4,575	4,699	4,738	17,744	18,463	19,274
SK네트웍스	3,284	3,363	3,874	2,533	2,875	2,882	3,193	3,192	13,054	12,142	12,946
SKC	604	639	637	660	661	703	740	785	2,540	2,889	3,268
비상장 및 기타	4,859	3,994	3,921	4,819	4,985	4,677	4,745	4,655	17,593	19,061	19,933
매출원가	23,109	22,763	22,653	21,680	23,271	17,979	19,451	12,593	90,206	73,295	85,417
매출총이익	2,440	2,384	2,304	1,930	455	1,670	1,971	1,276	9,058	5,372	8,862
GP Margin	9.6%	9.5%	9.2%	8.2%	1.9%	8.5%	9.2%	9.2%	9.1%	6.8%	9.4%
판관비	1,155	1,219	1,300	1,435	1,378	1,140	1,200	1,110	5,109	4,827	5,076
% YoY	1.9%	0.2%	5.4%	17.5%	19.3%	-6.5%	-7.7%	-22.7%	6.3%	-5.5%	5.2%
영업이익	1,285	1,165	1,005	495	-923	531	771	166	3,950	545	3,786
OP Margin	5.0%	4.6%	4.0%	2.1%	-3.9%	2.7%	3.6%	1.2%	4.0%	0.7%	4.0%
상장 자회사	725	921	756	242	-1,405	38	797	732	2,644	162	3,352
% of Sales	56.4%	79.0%	75.2%	49.0%	152.2%	7.2%	103.4%	439.8%	66.9%	29.8%	88.5%
SK이노베이션	331	498	330	111	-1,775	-369	344	360	1,269	-1,440	1,430
SK텔레콤	323	323	302	162	302	317	328	251	1,110	1,197	1,361
SK네트웍스	35	52	83	-61	41	39	63	57	109	200	265
SKC	36	48	41	30	27	50	63	65	155	205	296
비상장 및 기타	561	244	249	253	482	0	0	0	1,306	482	0
영업외손익	11	-291	142	-1,036	-200	-127	-294	-285	-1,173	-905	-1,133
세전이익	1,297	874	1,147	-541	-1,123	403	478	-118	2,777	-360	2,653
법인세비용	311	390	287	88	-299	101	119	-30	1,076	-108	663
당기순이익	981	485	861	-720	-832	303	358	-89	1,607	-260	1,990
지배주주	460	117	454	-315	-187	112	134	-33	717	25	745
% YoY	-30.4%	-77.9%	-8.6%	적전	적전	-4.8%	-70.5%	적지	-68.2%	-96.5%	2856.2%
NP Margin	1.8%	0.5%	1.8%	-1.3%	-0.8%	0.6%	0.6%	-0.2%	0.7%	0.0%	0.8%
비지배주주	521	368	407	-405	-645	191	224	-56	890	-286	1,245

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK (034730)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	100,161.7	99,264.6	78,667.2	94,278.9	99,355.0
매출액증가율 (%)	10.5	-0.9	-20.8	19.8	5.4
매출원가	90,673.4	90,206.2	73,294.9	85,416.7	89,866.6
매출총이익	9,488.3	9,058.4	5,372.2	8,862.2	9,488.4
판매비와관리비	4,804.5	5,108.5	4,826.8	5,076.3	5,284.6
영업이익	4,683.8	3,949.9	545.5	3,785.9	4,203.8
영업이익률 (%)	4.7	4.0	0.7	4.0	4.2
금융수익	-583.5	-1,375.3	-1,367.5	-1,387.6	-1,304.3
종속/관계기업관련손익	3,665.5	596.0	669.7	602.3	521.2
기타영업외손익	-207.6	-394.0	-207.6	-347.9	-395.3
세전계속사업이익	7,558.1	2,776.6	-359.9	2,652.8	3,025.4
법인세비용	1,931.8	1,075.6	-108.0	663.2	756.4
당기순이익	6,151.1	1,607.3	-251.9	1,989.6	2,269.1
지배주주지분 순이익	2,253.1	717.3	24.4	744.7	837.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	7,856.5	7,978.8	10,106.3	10,308.7	11,494.5
당기순이익(손실)	6,151.1	1,607.3	-251.9	1,989.6	2,269.1
유형자산감가상각비	4,538.3	5,981.3	7,818.8	7,844.9	7,895.0
무형자산상각비	1,332.8	1,532.5	1,235.0	1,193.8	1,147.1
운전자본의 증감	-1,736.2	-1,406.7	1,304.4	-719.6	183.4
투자활동 현금흐름	-10,181.8	-10,686.5	-2,247.0	-12,964.3	-10,153.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,275.6	-7,825.0	-8,351.0	-9,210.0	-9,530.0
투자자산의 감소(증가)	-1,268.5	-3,095.5	4,752.4	-3,602.0	-1,171.2
재무활동 현금흐름	1,929.7	3,868.5	-1,167.8	-877.4	-926.9
차입금증감	4,608.6	10,958.2	-904.0	-589.7	-613.1
자본의증가	519.5	349.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-362.8	1,198.7	6,755.9	-3,533.0	414.4
기초현금	7,145.8	6,783.0	7,981.8	14,737.7	11,204.6
기말현금	6,783.0	7,981.8	14,737.7	11,204.6	11,619.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	37,128.4	40,029.2	40,173.6	41,651.7	43,695.4
현금및현금성자산	6,783.0	7,981.8	14,737.7	11,204.6	11,619.0
매출채권	10,231.8	9,827.9	7,788.6	9,334.3	9,836.9
재고자산	8,992.7	9,138.4	7,242.2	8,679.4	9,146.7
비유동자산	82,328.6	91,991.5	85,940.0	89,244.3	90,153.5
유형자산	39,715.9	42,846.4	41,866.6	41,962.7	42,147.7
무형자산	16,190.7	14,666.3	14,411.3	14,017.4	13,570.4
투자자산	22,021.9	25,713.4	20,961.0	24,563.1	25,734.3
자산총계	119,457.0	132,020.7	126,113.6	130,896.0	133,848.9
유동부채	30,007.8	35,563.1	32,478.0	34,847.9	36,050.1
매입채무	9,028.5	8,809.9	8,986.1	9,165.8	9,659.3
단기차입금	3,426.3	5,888.4	5,905.4	5,892.4	5,922.4
유동성장기부채	5,024.9	6,029.7	5,829.7	5,699.7	5,619.7
비유동부채	38,561.3	44,274.9	41,992.5	42,729.2	42,550.9
사채	21,930.6	25,137.1	24,885.7	24,388.0	23,900.2
장기차입금	6,959.9	7,237.1	7,020.0	6,879.6	6,742.0
부채총계	68,569.1	79,838.0	74,470.5	77,577.2	78,601.0
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,536.5	5,886.2	5,886.2	5,886.2	5,886.2
기타포괄이익누계액	-237.1	37.6	37.6	37.6	37.6
이익잉여금	12,217.3	12,558.6	12,295.3	12,726.1	13,224.0
비지배주주지분	34,260.4	35,496.9	35,220.6	36,465.5	37,896.7
자본총계	50,887.9	52,182.6	51,643.1	53,318.8	55,247.9

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	1,423,554	1,410,804	1,118,062	1,339,945	1,412,089
EPS(지배주주)	31,982	10,154	346	10,584	11,908
CFPS	167,373	163,446	140,578	182,351	187,793
EBITDAPS	150,012	162,927	136,430	182,270	188,258
BPS	234,433	235,255	231,542	237,617	244,637
DPS	5,000	5,000	5,500	6,000	6,500
배당수익률(%)	1.9	1.9	2.7	3.0	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	25.8	583.1	19.1	17.0
PCR	1.6	1.6	1.4	1.1	1.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDA	10,554.9	11,463.6	9,599.3	12,824.6	13,245.9
EV/EBITDA	7.5	7.9	8.3	6.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	4.3	0.1	4.5	4.9
EBITDA 이익률	10.5	11.5	12.2	13.6	13.3
부채비율	134.7	153.0	144.2	145.5	142.3
금융비용부담률	1.0	1.4	2.0	1.6	1.5
이자보상배율(X)	4.6	2.9	0.4	2.5	2.8
매출채권회전율(X)	9.6	9.9	8.9	11.0	10.4
재고자산회전율(X)	11.7	10.9	9.6	11.8	11.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK (034730) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.12	산업분석	Buy	370,000	은경완	-27.9	-21.5	
2018.11.27	산업분석	Buy	360,000	은경완	-31.5	-21.8	(원)
2019.11.27		1년 경과			-41.6	-27.1	450,000 SK 적정주가

