2020년 6월 11일 I Equity Research

SK(034730)

지주회사에 투자하는 근원적 물음에 해답이 되는 회사

지주 체제 성숙기. 지속적 NAV 확장이 가능한 회사에 주목

지주회사에 투자하는 것은 하나의 거대한 사업포트폴리오에 투자하는 것과 동일하며 포트폴리오 효과의 안정성 때문에 지주회사를 선호하는 시각도 있지만 동시에 대규모 할인 요인으로 작용해 온 것이 현실. 이미 정해져 있는 포트폴리오는 소액투자자가 원하는 포트폴리오와 다를 수 있고, 향후 지분율 변화 또한 마음대로 변경하기가 불가능하기 때문. 그럼에도 불구하고 지주회사에 투자하는 다양한 이유가 존재. 각종 이벤트 소진으로 지주 체제의 성숙기에 접어든 지금은 포트폴리오 믹스 최적화와 포트폴리오 관리 역량을 통한 지속적인 NAV 확장이 가능한 지주회사에 주목할 필요

지주회사 중 가장 매력적인 회사는 SK

SK 투자포인트는 1) 명확한 원칙과 철학이 있는 포트폴리오 믹스와 이러한 점에 입각한 포트폴리오 확장 2) 상장 자회사 못지 않은 비상장 자회사 라인업으로 높은 기업가치 상승 가능성 3) 수면 아래로 가라앉아 있는 SK하이닉스 자회사 이전시 추가적인 NAV 확대 기대감 등임. 상장이 예정된 SK바이오팜은 보유 중인 파이프라인 반영시 기업가치가 최소 6.1조원에 달할 전망. SK바이오팜에 이어 SK실트론, SK 팜테코로 이어지는 IPO 모멘텀 또한 계속 부각 예상. 일부 자회사의 이익 부진에도 불구하고 지주로 유입되는 연간 현금흐름은 증가할 것으로 예상되어 배당 기대감도 적지 않은 편

투자의견 매수와 목표주가 320,000원으로 커버리지 재개

SK에 대한 투자의견 매수와 목표주가 320,000원을 제시하며 커버리지를 재개. 목표 시가총액(NAV)은 영업가치 4.0조원, 상장자회사가치 7.7조원, 비상장자회사가치 13.8조원, 자사주가치 4.6조원에 순차입금 7.2조원을 차감한 SOTP valuation 방식을 적용해 산출. 최근 SK바이오팜 상장이 가시화되면서 SK 주가가 다소 급등했지만 여전히 적정 NAV 대비 약 25% 가량 할인되어 있는 상태. SK이노베이션을 포함한 상장 자회사들의 영업이익은 2분기에 1분기 대비 소폭 개선되고 하반기부터는 상당폭의 실적 개선을 기대. 게다가 현 주가는 상장 자회사를 제외한 비상장 자회사 지분가치와 영업가치 정도도 반영하지 못하고 있는 수준

Initiation

BUY

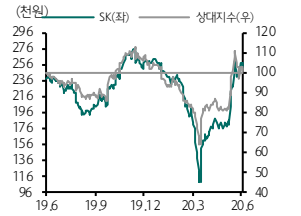
I TP(12M): 320,000원(신규) I CP(6월10일): 257,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,195.69
52주 최고/최저(원)	275,000/107,000
시가총액(십억원)	18,082.6
시가총액비중(%)	1.50
발행주식수(천주)	70,360.3
60일 평균 거래량(천주)	405.6
60일 평균 거래대금(십억원)	79.9
20년 배당금(예상,원)	5,500
20년 배당수익률(예상,%)	2.14
외국인지분율(%)	22.08
주요주주 지분율(%)	
최태원 외 28 인	29.59
국민연금공단	8.46

주가상승률	1M	6M	12M
절대	40.8	(1.5)	7.5
상대	24.8	(5.9)	2.8

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	87,478.9	93,496.5
영업이익(십억원)	1,622.2	4,281.2
순이익(십억원)	1,310.0	2,753.9
EPS(원)	11,283	17,907
BPS(원)	325,856	344,419

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	100,161.6	99,264.6	81,281.8	81,609.7	87,414.1
영업이익	십억원	4,683.8	3,949.9	903.3	3,868.4	4,638.7
세전이익	십억원	7,558.1	2,776.6	999.3	3,457.9	4,368.4
순이익	십억원	2,253.1	717.3	546.9	1,730.8	2,196.7
EPS	원	31,767	10,113	7,711	24,403	30,972
증감률	%	34.3	(68.2)	(23.8)	216.5	26.9
PER	배	8.18	25.91	33.33	10.53	8.30
PBR	배	1.05	1.00	0.93	0.87	0.80
EV/EBITDA	배	7.48	7.90	10.34	7.85	7.42
ROE	%	14.88	4.31	3.18	9.39	10.92
BPS	원	247,186	260,803	275,342	295,689	322,605
DPS	원	5,000	5,000	5,500	5,500	6,000

Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 투자자들이 지주회사에 투자하는 이유 2

1) 지주회사 할인 요인의 배경 2

2) 각종 이벤트 소진으로 최근 지주회사들의 주가 흐름은 부진 4

3) 포트폴리오 믹스 및 포트폴리오 관리 역량이 뛰어난 지주회사를 찾자 9

2. 가장 매력적인 지주회사는 SK 10

1) 투자포인트 ① : 명확한 원칙과 철학이 있는 포트폴리오 믹스 10

2) 투자포인트 ② : 상장 자회사 못지 않은 비상장 자회사 라인업 14

3) 투자포인트 ③ : 하이닉스 자회사 이전에 따른 추가적인 NAV 확대 기대감 22

4) Valuation 27

5) 2분기 및 향후 실적 전망 28

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

1. 투자자들이 지주회사에 투자하는 이유

1) 지주회사 할인 요인의 배경

지주회사에 투자하는 것은 하나의 거대한 사업 포트폴리오에 투자하는 것과 동일

지주회사는 여러 사업회사들의 지분을 보유하거나 자회사로 삼아 이들의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사를 의미한다. 지주산업이라고 함은 이러한 지주회사들을 모아 놓은 산업이지만 사실 특별한 산업적인 특성을 지니고 있지는 않다. 대표적으로 언급되는 지주회사 설립 요건 및 규제 사항은 '자회사 주식가액의 합계가 총자산의 50% 이상일 것', '비상장 자회사 지분의 40%, 상장 자회사 지분의 20% 이상을 보유할 것' 등으로 지주산업의 특성을 감안시 지주회사는 포트폴리오 차원에서 이해하는 것이 가장 바람직하다. 즉 지주회사를 하나의 거대한 사업 포트폴리오 관점에서 접근해야 한다는 것이다.

그림 1. 지주회사 설립 요건 및 규제

1. 지주회사의 정의

- "지주회사"라 함은 주식의 소유를 통하여 **국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사**를 말한다. (공정거래법 제2조 1항)

2. 지주회사의 설립 요건

- 현재의 대차대조표상의 자산총액이 5천억원 이상이어야 한다. (공정거래법 시행령 제2조 1항·2항)
- 회사가 소유하고 있는 **자회사의 주식가액의 합계액이 해당 회사 자산총액의 100분의 50이상**이어야 한다. (공정거래법 시행령 제2조 1항)

3. 지주회사에 대한 규제

- 지주회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 해서는 아니된다 (공정거래법 제8조의2)
  - 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위
  - **자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의 40미만으로 소유**하는 행위 (**상장자회사**, 공동출자법인, 벤처지주회사의 자회사인 경우 **100분의 20**)
  - 계열회사가 아닌 국내회사의 주식을 당해 회사 발행주식총수의 100분의 5를 초과하여 소유하는 행위 또는 자회사 외의 국내계열회사의 주식을 소유하는 행위
  - 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내회사의 주식을 소유하는 행위

자료: 국가법령정보센터, 하나금융투자

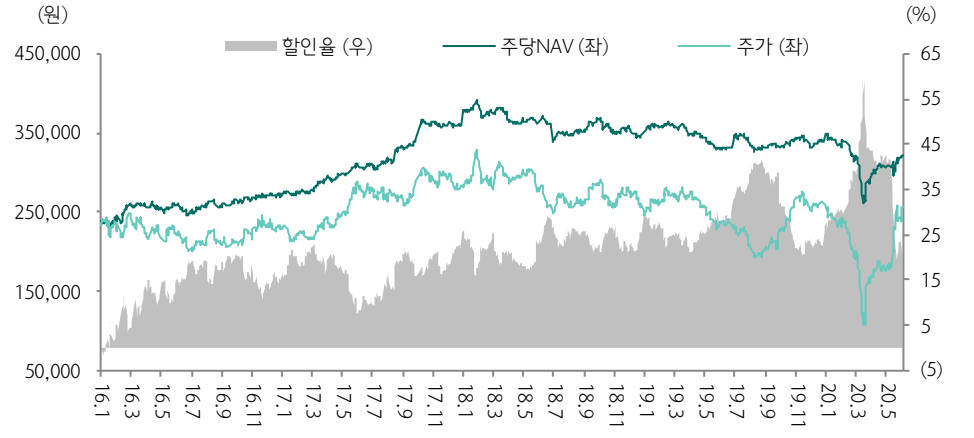
포트폴리오 효과의 안정성 때문에 시장 불확실성 극대화 시기에는 지주회사를 선호하는 시각도 존재

지주회사에 투자하는 이유도 보통은 이러한 포트폴리오 효과가 주는 안정성 때문이다. 개별 기업 한 곳이 부진하더라도 이를 상쇄할 수 있는 여타 자회사가 존재할 수 있는데다 자회사로부터 수취하는 배당과 로열티 등이 안정적인 Cash Cow의 역할까지 해주기 때문이다. 이러한 이유로 시장의 불확실성이 극대화되는 시기에는 개별 사업 자회사에 직접 투자하기보다는 상대적으로 지주회사가 안정성이 높아 지주회사 투자를 오히려 선호할 것이라고 보는 시각도 다수 존재한다.

하지만 동시에 포트폴리오 효과는 지주회사를 가치평가하는 과정에서 대규모 할인 요인으로 작용하는 것이 현실

하지만 동시에 이러한 요인은 지주회사를 가치평가하는 과정에서 현실적으로 대규모 할인 요인으로 작용해 왔다. 사업 포트폴리오가 이미 정해져 있기 때문에 최대주주가 아닌 소액투자자들의 경우 자신들이 원하는 포트폴리오(예를 들면 자회사 지분율)와 다를 수 있고, 향후의 지분율 변화 또한 소액투자자 마음대로 변경하기가 불가능하기 때문이다. 만약 비상장 자회사가 없는 경우라면 소액주주 입장에서는 지주회사에 투자하는 것보다 지분율을 자신들이 원할 때 조절할 수 있는 지주회사 소유 상장 자회사들을 직접 보유하는 것이 더 유리할 것이다(지주사에 대한 유동성 할인). 만약 대주주 판단에 따라 부실 자회사 지원 등 적절하지 못하게 자원을 배분할 가능성이 커질 경우에는 이러한 할인 폭이 더욱 커질 수 있다. 따라서 지주회사의 목표주가(NAV)를 산정하는 과정에서 상장 자회사의 지분가치는 대체로 관습적으로 할인되어 왔으며 이는 결국 지주회사의 실제 NAV와 목표주가의 상당한 괴리로 귀결되어 왔다.

그림 2. SK NAV와 실제 주가 및 할인율 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

할인 요인에도 불구하고 투자자들이 지주회사에 투자하는 이유

그럼에도 불구하고 투자자들이 지주회사에 투자하는 이유는 1) SK를 비롯해 주요 12개 지주회사들의 KOSPI 시가총액 비중만 약 5.2%에 달해 벤치마크 플레이를 하는 공모펀드를 운용하는 경우 펀드 포트폴리오에서 지주회사를 아예 외면하기가 어렵고, 2) 역사적 또는 상대적으로도 NAV 대비 할인율이 매우 높게 형성되어 있는 지주사는 저평가 메리트가 부각될 수 있는데다 3) 과거에는 일감몰아주기 및 지배구조 개편 등의 이벤트가 발생하는 과정에서 수익률을 높일 수 있는 투자 아이디어들이 존재했으며, 4) Hidden Value 등으로 불리는 우량 비상장 자회사들의 IPO 진행 및 이에 따른 가치 부각 과정에서의 대규모 투자금 회수에 따른 배당 확대 기대감 등 때문으로 추정된다. 5) 중장기적으로는 컨트롤타워 측면에서 그룹 최고경영진들의 경영 능력이 매우 뛰어날 경우 지주회사의 NAV가 지속적으로 확장될 수 있다는 기대감도 지주회사에 투자하는 주요 투자포인트가 될 수 있다.

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

2) 각종 이벤트 소진으로 최근 지주회사들의 주가 흐름은 부진

2007년 정부의 지주회사 요건 완화로 지주회사 수가 큰폭 증가

2007년 정부의 지주회사 요건 완화(부채비율 100%→200%, 자회사 및 손자회사 지분율 상장 30%→20%, 비상장 50%→40%, 자회사-손자회사간 사업관련성 요건 폐지, 100% 증손회사의 제한적 허용 등)로 지주회사 전환이 유행처럼 번지기 시작하면서 2006년 당시 33개에 불과했던 지주회사 수는 2007년 48개, 2008년 65개로 2년여만에 두 배 가까이 증가했다.

그림 3. 지주회사 설립 요건 및 규제 완화

'86.12.31	지주회사 체제를 이용한 경제력 집중 우려로 지주회사 설립·전환 금지
'99.2.5	지주회사 설립·전환 자체는 허용하되, 과도한 지배력 확장을 억제하기 위해 행위제한 규정 마련 • 2단계(지주회사-자회사-손자회사) 이상 출자 금지 • 자회사 지분율 요건 (비상장사 50%, 상장사 30%) • 자회사-손자회사간 사업관련성 요건 • 부채비율 100% 제한 • **금융·비금융 동시 소유 금지** 등
'99.3.31	지주회사 기준 도입 • 자산총액 100억 이상 • 자회사 주식가액 합액이 당해 회사 자산총액의 100분의 50 이상인 회사
'01.3.27	지주회사 자산총액 요건 변경: 100억원 이상 → 300억원 이상
'02.3.30	지주회사 자산총액 요건 변경: 300억원 이상 → 1,000억원 이상
'04.12.31	지주회사 체제의 투명성은 제고하되, 지주회사 설립·전환을 용이하게 할 수 있도록 제도 변경 • 자회사간 출자 금지 및 지주회사의 비계열회사를 통한 영향력 확대 방지를 위해 **비계열사 주식 5% 초과 소유 금지** 규정신설 • 자회사의 사업관련 손자회사에 대한 최소지분율 요건 신설: 상장사 30%, 비상장사 50% • 지주회사 행위제한 규정에 대한 각종 유예기간 부여
'07.4.13	지주회사 설립·전환을 촉진하기 위해 행위제한 요건 완화 • **부채비율 제한 상향: 100% → 200%** • **자회사·손자회사 지분율 요건 완화: 상장사 30% → 20%, 비상장사 50% → 40%**
'07.11.4	행위제한 요건의 추가 완화 • 자회사-손자회사간 사업관련성 요건 폐지 • **100% 증손회사의 제한적 허용** 등
'17.7.1	**지주회사 자산총액 요건 변경: 1,00억원 이상 → 5,000억원 이상**
'19.12.24	기업집단 현황 공시 규정 개정 • 지주회사와 자·손자·증손회사 간 **경영컨설팅 및 부동산임대차 거래현황을 공시 의무 사항**으로 명확하게 규정
'19.10.23 입법예고	지주회사 관련 일부 제도 정비 • 손자회사에 대한 공동출자 금지 명확화 • 공시대상기업집단 소속 지주회사의 대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시 강화 • 공시의무 위반행위에 대한 과태료 부과기준 개선 • 자산총액 기준에 미달하는 지주회사의 지위 상실 규정 정비

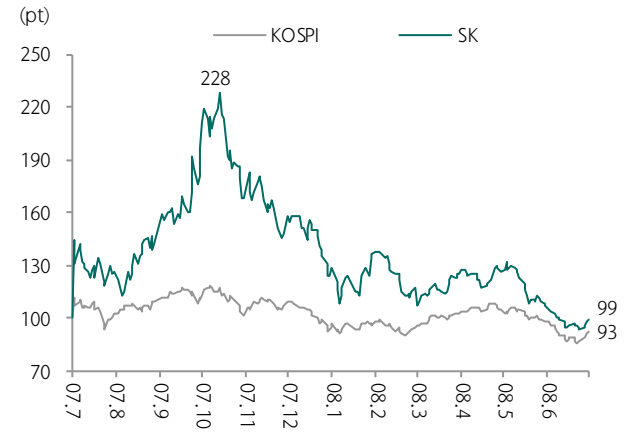
자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

지주회사 전환 초기 지주회사 전환에 따른 장점이 부각되며 지주회사 전환 직후 주가는 시장대비 초과상승

특히 SK, CJ, LS, 두산 등 굵직한 대기업집단들의 지주회사 전환이 이어지던 가운데 지배구조 투명화, 순환출자 해소, 자사주 매입 등 지주회사 전환에 따른 장점이 부각되며 지주회사들의 주가 역시 상승세를 보였다. 이로 인해 당장 지주회사로 전환할 계획이 없음에도 불구하고 향후 지주회사로 전환할 것이라는 기대감에 주가가 상승하는 기업들도 있었는데, 특히 삼성그룹의 지주회사 전환 기대감까지 수면 위로 떠오르며 소위 '지주회사 테마주'가 만들어지기도 했다. 실제로 2003년에서 2008년 사이에 지주회사로 전환했거나 전환을 선언했던 대기업집단들의 지주회사 전환 직후 1년간의 주가 흐름을 살펴보면 CJ와 GS를 제외한 대부분 지주회사들의 주가는 KOSPI 대비 초과상승했다.

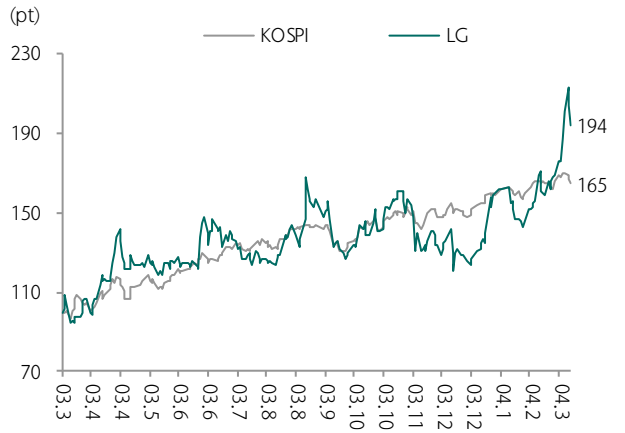
Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

그림 4. SK 지주회사 전환 후 1년간 주가 추이



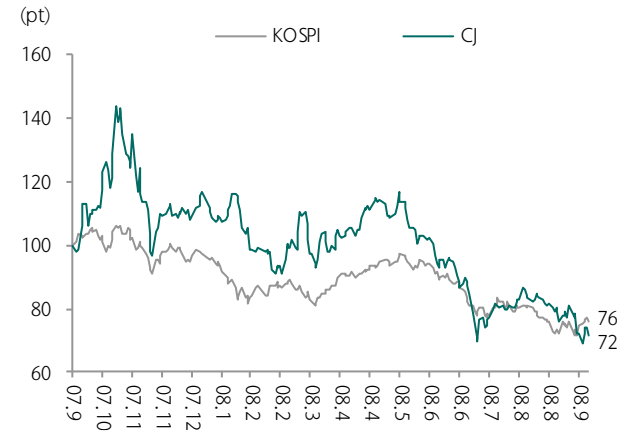
주: 지주회사 전환후 재상장일(7/25) 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 5. LG 지주회사 전환 후 1년간 주가 추이



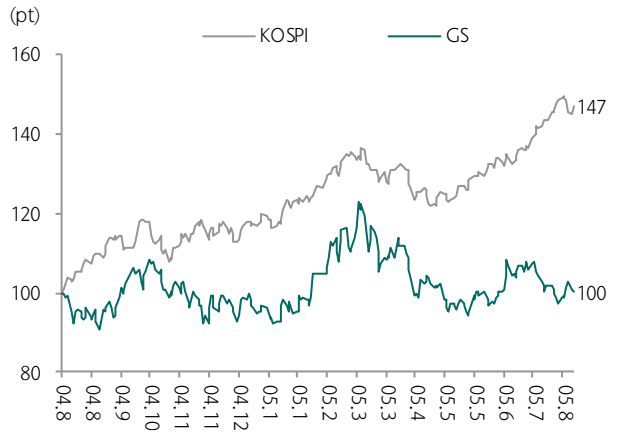
주: 통합지주회사 전환후 재상장일(2003/3/11) 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 6. CJ 지주회사 전환 후 1년간 주가 추이



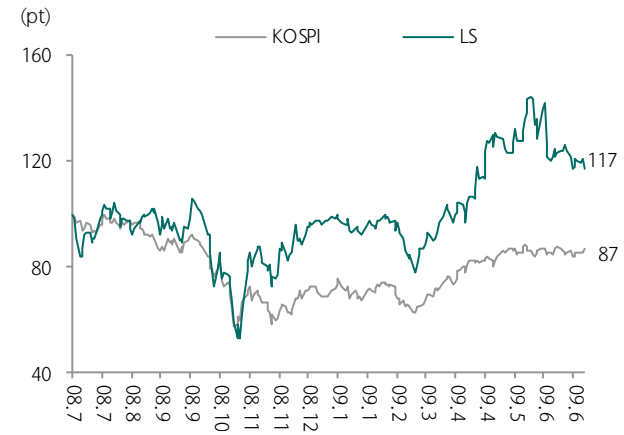
주: 지주회사 전환후 재상장일(2004/9/27) 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 7. GS 지주회사 전환 후 1년간 주가 추이



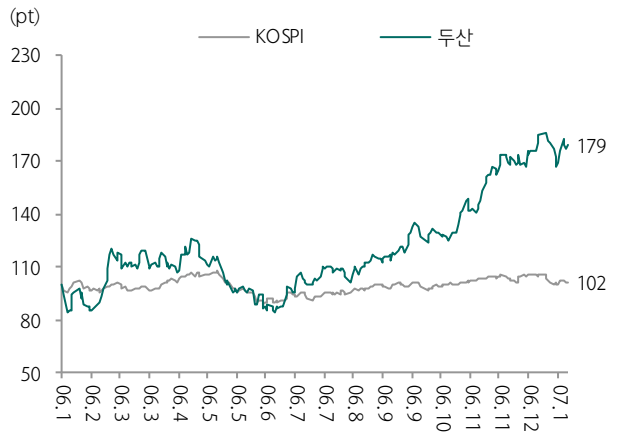
주: 지주회사 전환후 재상장일(2004/8/10) 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 8. LS 지주회사 전환 후 1년간 주가 추이



주: 지주회사 전환후 재상장일(2008/7/2) 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 9. 두산 지주회사 전환 후 1년간 주가 추이



주: 지주회사 전환 선언일(2006/1/19) 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

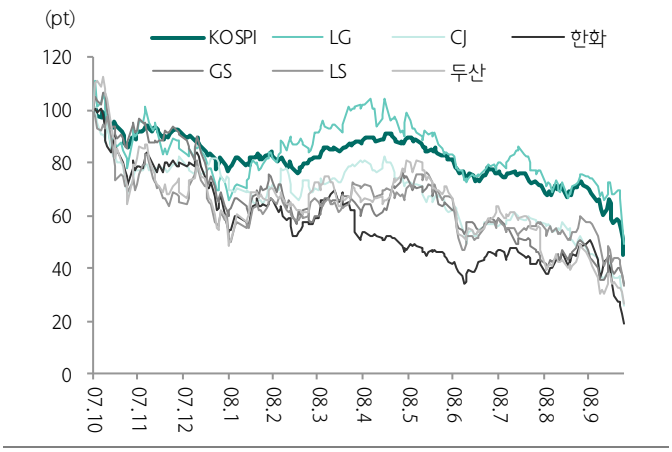
과거 지주회사 전환이 활발히 이루어졌던 기간 동안 지주회사 투자 전략은 지분율 요건 충족과 인적분할 이슈와 관련

과거 지주회사 전환이 활발히 이루어졌던 기간 동안 시장에 팽배해 있던 지주회사에 대한 투자 전략들은 대부분 대기업집단에서 지주회사로 전환하는 과정에서 불거지게 되는 각종 규제들과 관련이 있었다. 특히 지주회사의 자회사 및 손자회사 지분율 요건을 충족시키기 위해 자회사 지분을 매입함으로써 지분율 확대에 따른 지주회사 NAV가 확대될 것이라는 기대감이 크게 작용했던 것으로 보인다. 뿐만 아니라 지주회사 전환시 대주주의 지배력을 강화하기 위한 수단으로 통상 인적분할 방식을 사용하게 되는데 인적분할 이후 대주주가 보유하게 되는 사업자회사 지분을 지주회사에 현물출자하는 과정을 통한 지주회사의 시가총액 상승 효과(기존 지주회사 시가총액+대주주의 사업 자회사 현물출자분)를 이용한 투자전략 역시 흔히 거론되던 논리였다. 인적분할 이벤트가 투자자들 사이에서 꽤나 주효한 투자전략이었던 또다른 배경은 분할 이후 합병 과정에서 사업자회사에 대한 지주회사의 지분율을 극대화하기 위해 자사주 매입도 병행되었기 때문이다.

당시 지주회사 주가는 고베타적인 특성을 보임

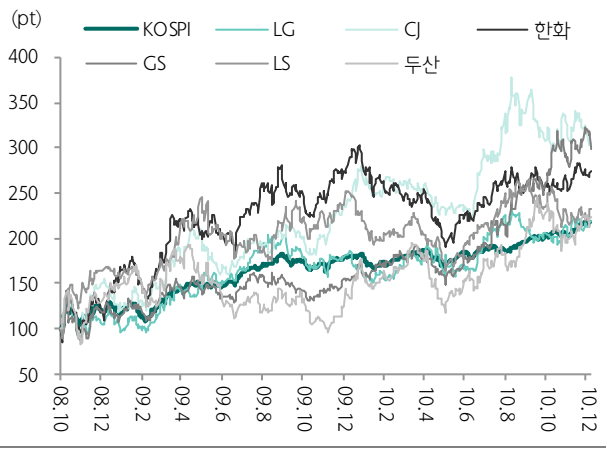
당시의 투자 전략이 지분율 요건을 충족시킴과 동시에 대주주의 지분율을 극대화하기 위한 '지배구조 개편'이라는 이벤트에 초점이 맞춰져 있던 만큼 지주회사의 주가는 시장 상승기에는 지수보다 초과상승하고, 시장 하락기에는 지수보다 초과하락하는 고베타적인 특성을 보였다. 실제로 2007년 10월말부터 2008년 10월말까지 KOSPI가 약 55% 하락하는 동안 지주회사 주가는 평균 64% 하락해 KOSPI 대비 약 10%p 초과하락했으며, 이후 KOSPI가 2010년말까지 120% 가까이 상승해 전고점 수준까지 회복하는 동안 지주회사 주가는 약 173% 상승해 KOSPI 대비 55%p에 육박하는 초과상승률을 보였다.

그림 10. KOSPI 하락기 지주회사 주가 추이



주: 2007년 10월 31일 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 11. KOSPI 상승기 지주회사 주가 추이



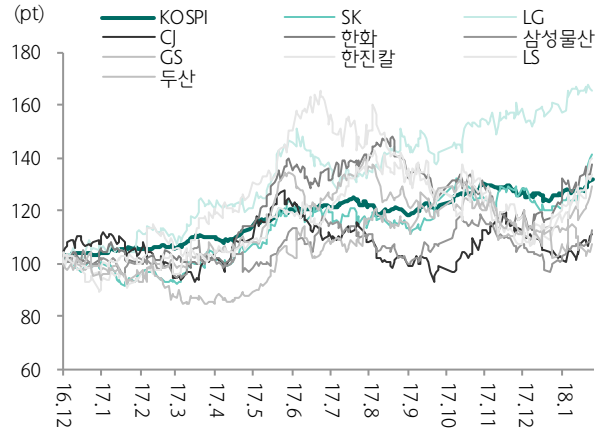
주: 2008년 10월 24일 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

각종 이벤트 소멸로 2016년 이후 지주회사들은 투자자들에게 외면

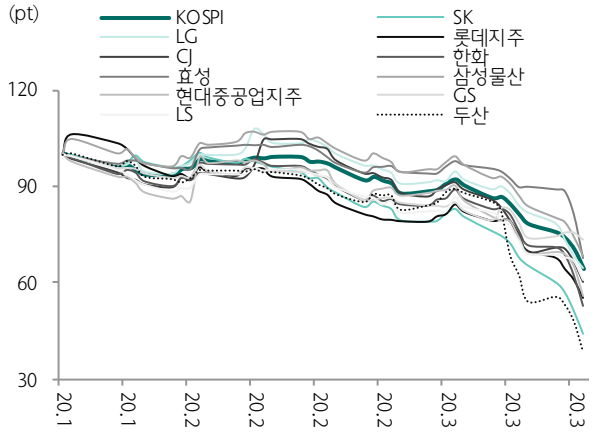
그러나 최근 4~5년간 지주회사는 투자자들에게 다소 외면을 받아왔는데 2016년말부터 2018년초까지의 KOSPI 지수 상승 랠리 시기에도 주요 지주회사들의 주가는 시장대비 큰폭 초과하락했고, 2018년 이후의 지수 하락기에도 지주회사 주가는 계속 초과하락하는 모습을 보이고 있다. 이는 2007~2010년 사이에 대부분의 굵직한 대기업집단들이 지주회사 전환을 마무리했고, 기존에 있던 지주회사들 또한 2년간의 유예기간을 거치면서 공정거래법이 요구하는 지주회사 요건을 모두 충족했기 때문에 새롭게 발생할 만한 이벤트가 사실상 전무했기 때문이다. 2019년말 현재 34개 대기업집단 중 23개의 기업이 이미 지주회사 체제에 있다는 점이 이를 반증한다. 그동안 주가를 견인했던 주요 동인이 사라진 만큼 지주회사에 대한 투자매력이 반감된 것은 어떻게 보면 당연한 현상일 수 있다.

그림 12. KOSPI 상승기 지주회사 주가 추이



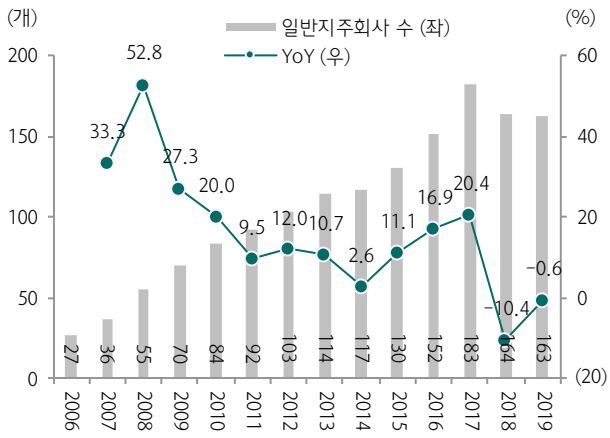
주: 2016년 12월 5일 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 13. KOSPI 하락기 지주회사 주가 추이



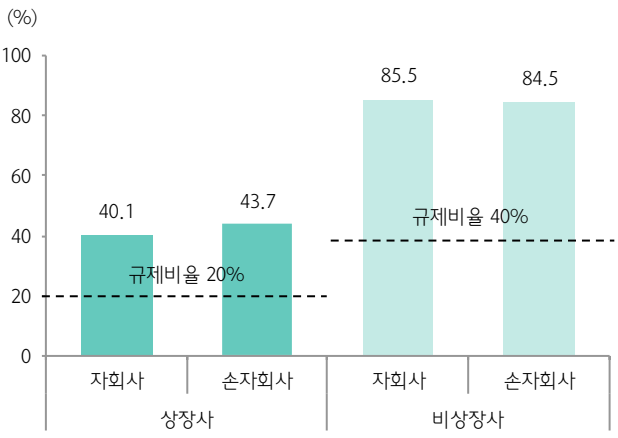
주: 2020년 1월 22일 주가를 100으로 인덱스화
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 14. 지주회사 수와 증감 추이



주: 금융지주회사를 제외한 일반지주회사 기준
자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

그림 15. 지주회사의 자회사 및 손자회사 지분율 현황



주: 금융지주회사를 제외한 일반지주회사 기준, 2019년 기준
자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

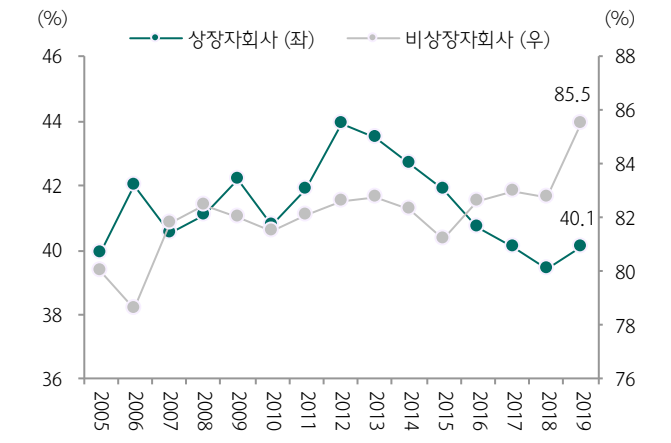
표 1. 대기업집단 현황

(단위: 개, 조원)

기업집단명	동일인	소속회사 수	자산총액
삼성	이재용	62	414.5
현대자동차	정몽구	53	223.5
SK	최태원	111	218
LG	구광모	75	129.6
롯데	신동빈	95	115.3
포스코	(주)포스코	35	78.3
한화	김승연	75	65.6
GS	허창수	64	62.9
농협	농협협동조합중앙회	44	59.2
현대중공업	정몽준	31	54.8
신세계	이명희	40	36.4
KT	(주)케이티	43	34
한진	조원태	32	31.7
CJ	이재현	75	31.1
두산	박정원	23	28.5
부영	이중근	23	22.8
LS	구자홍	53	22.6
대림	이준용	26	18
미래에셋	박현주	38	16.9
에쓰-오일	에쓰-오일(주)	3	16.3
현대백화점	정지선	28	15.3
효성	조석래	57	13.5
한국투자금융	김남구	30	13.3
대우조선해양	대우조선해양(주)	5	13
영풍	장형진	24	12
하림	김홍국	53	11.9
교보생명보험	신창재	14	11.7
금호아시아나	박삼구	27	11.4
케이티앤지	(주)케이티앤지	11	11.2
코오롱	이웅열	41	10.7
오씨아이	이우현	19	10.7
카카오	김범수	71	10.6
HDC	정몽규	24	10.6
KCC	정몽진	15	10.4

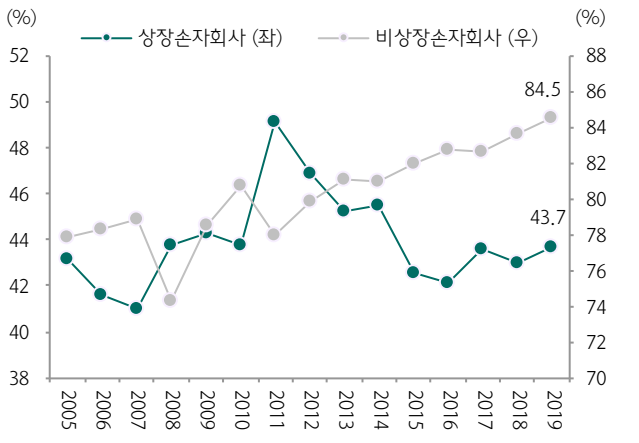
주: 2019년 기준 상호출자제한 기업집단(자산총액 10조원 이상), 연두색 행은 일반지주회사, 초록색 행은 금융지주회사를 의미
자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

그림 16. 지주회사의 자회사 지분율 추이



주: 금융지주회사를 제외한 일반지주회사 기준

그림 17. 지주회사의 손자회사 지분율 추이



주: 금융지주회사를 제외한 일반지주회사 기준

3) 포트폴리오 믹스 및 포트폴리오 관리 역량이 뛰어난 지주회사를 찾자

지주 체제의 성숙기에 접어든 지금은 이벤트를 통한 일시적 NAV 확장보다는 NAV 확장의 지속성이라는 본질적 특징에 주목할 필요

예나 지금이나 NAV는 지주회사의 Value를 측정하는 가장 보편적인 방식이다. 다만 앞서 언급했듯이 과거에는 지분율 요건 충족과 인적분할 이벤트 과정에서의 일시적이고 급격한 NAV 확장을 염두에 둔 투자전략을 운용했었다면 지주 체제의 성숙기에 접어든 지금은 지주회사를 복잡한 여러 계열사들을 잘 아우르는 컨트롤 타워 관점에서 바라보아야 한다. 포트폴리오 믹스의 최적화를 통한 '지속적인' NAV 확장이라는 보다 본질적인 특징에 주목할 필요가 있다.

가장 투자 매력이 높은 지주회사는 현재 양호한 포트폴리오 믹스를 보유하고 있고 포트폴리오를 성장시킬 수 있는 관리 역량도 뛰어난 회사

따라서 1) 현재의 포트폴리오 믹스가 NAV 할인율을 최소화하는 방향으로 구성되어 있고, 2) 미래에 NAV의 지속적인 확장이 기대되는 지주회사에 투자할 것을 제안한다. 상장 자회사의 NAV 할인은 불가피하지만 NAV 할인율의 최소화는 비상장 자회사의 가치 재평가가 상장 자회사의 할인분을 상쇄할 수 있을 만큼 유의미할 때 이루어진다. 또한 NAV를 지속적으로 확장시키기 위해서는 적절한 포트폴리오 믹스 재조정이 끊임없이 필요하고, 포트폴리오내 시너지 극대화를 통해 기존 포트폴리오 믹스를 성장시킬 수 있는 능력이 요구된다. 그것은 바로 '포트폴리오 관리 역량'이다. 즉 중장기적으로 가장 투자매력이 높은 지주회사는 현재 양호한 포트폴리오 믹스를 가지고 있고, 향후 포트폴리오를 성장시킬 수 있는 관리 역량도 뛰어난 지주회사여야 한다는 것이다.

표 2. 2014년 이후 주요 지주회사 M&A 현황

(단위: 십억원)

지주회사	법인명	최초취득일자	최초취득금액	현재장부가액
SK	SK바이오팜	2015년 8월	328.7	478.7
	SK머티리얼즈	2016년 2월	470.8	473.3
	쏘카	2016년 1월	58.9	91.8
	Saturn Agriculture Investment Co.	2016년 12월		67.1
	에스엠코어	2017년 1월	39.4	39.4
	9352-7281 Quebec	2017년 2월	30.1	31.6
	Socar Mobility Malaysia	2017년 5월		14.2
	Turo	2017년 7월	39.6	39.7
	ESR Cayman	2017년 8월	374.4	493.6
	SK실트론	2017년 8월	620.0	622.6
	PLUTUS CAPITAL NY	2017년 9월	117.2	587.5
	Plutus Fashion NY	2017년 10월	34.2	74.1
	GRAB Holdings	2018년 3월	81.0	96.4
	SK Pharmteco	2018년 8월	11.2	875.2
	SES Holdings	2018년 11월	28.5	28.8
	Otonomo Technologies	2018년 12월	11.2	11.6
	Golden Pearl EV Solutions	2018년 12월	0.7	281.4
	휘찬	2019년 9월	19.1	28.5
	Belstar Superfreeze Holdings	2020년 3월	25.0	25.2
	기타 18개 법인		73.7	74.9
	계		2,437.2	4,510.6
LG	실리콘웍스	2014년 6월	145.0	145.0
	ZKW Holding	2018년 8월	404.7	404.7
	ZKW Austria Immobilien Holding	2018년 8월	15.3	15.3
	계		565.0	565.0
한화	한화에어로스페이스	2015년 6월	825.2	825.2
	H PROPERTIES TMK	2020년 3월	13.2	13.2
	기타 5개 법인		3.7	2.3
	계		842.1	840.7

주: 현재 장부가액은 2020년 3월말 기준
자료: 하나금융투자

2. 가장 매력적인 지주회사는 SK

1) 투자포인트 ① : 명확한 원칙과 철학이 있는 포트폴리오 믹스

2007년 지주회사로 전환한 SK는 2015년 SK C&C와의 합병을 통해 완전한 지주회사 체제를 갖추게 됨

SK는 2007년 SK㈜를 SK㈜와 SK에너지로 인적분할하면서 지주회사 체제로 전환했다. 전환 초기에는 SK C&C가 SK㈜ 지분을 약 25.4% 보유함으로써 사실상 SK C&C가 SK㈜를 지배하는 옥상옥의 불완전한 지배구조 형태를 띠고 있었던데다 SK C&C→SK㈜→SK네트웍스→SK C&C, SK C&C→SK㈜→SK텔레콤→SKC&C로 이어지는 두개의 순환출자 고리도 해결되지 않은 상태였다. 하지만 2010년 SK C&C의 상장 과정에서 SK네트웍스와 SK텔레콤이 각각 보유 중이던 SK C&C 지분 15.0%와 21.0%를 구주매출방식으로 매각하기로 결정하면서 SK C&C로 이어지는 순환출자구조를 일부 해소했다. 또한 SK텔레콤이 보유중이던 SK C&C 잔여지분 9.0% 중 4.9%를 쿠웨이트정부에 매각하고, 4.1%를 국민은행과 지분교환 방식으로 매각함에 따라 남아있던 순환출자 구조도 모두 해소되었다. 이후 2015년 SK C&C와 SK㈜가 합병해 사업형 지주회사로 새롭게 출범하면서 이중지배구조의 일원화를 통해 비로소 완전한 지주회사 체제를 갖추게 되었다.

표 3. SK그룹의 지주회사 설립 과정

단계		내용
1단계	SK㈜ 자사주 획득	2006년 10월부터 2007년 1월까지 자사주 약 10% 취득
2단계	SK㈜ 분할 실시	SK㈜를 SK㈜(지주회사)와 SK에너지(사업자회사)로 인적분할
3단계	SK이노베이션 주식과 SK㈜ 신주 교환	SK C&C 보유하던 SK이노베이션 주식을 신주와 교환함에 따라 SK C&C와 SK㈜에 대한 지분을 확대
4단계	SK C&C 상장 추진 및 지배력 확대	SK텔레콤과 SK네트웍스가 소유하고 있던 SK C&C 지분에 대한 구주매출(각각 21.0%, 15.0%)을 통해 순환출자구조 일부 해소 및 지배력 확대
5단계	지주회사 완성	2010년 SK C&C에 대한 SK텔레콤 보유지분 모두 해소
6단계	사업형 지주회사 출범	2015년 SK C&C와 SK㈜ 합병을 통한 옥상옥 구조 해소 및 사업형 지주회사로의 전환

자료: 하나금융투자

SK는 투자형 지주회사를 표방

SK C&C와 합병 이후 SK는 'Deep Change'의 경영 철학을 바탕으로 기존에 구축해 놓은 포트폴리오를 유지·관리하는 데 그치는 전통적인 지주회사의 역할에 안주하지 않고 기존 사업과 시너지를 낼 수 있거나 상호보완이 가능한 사업에 적극적으로 투자하는 투자형 지주회사를 표방하고 있다. 우리가 NAV의 지속적인 확장 가능성을 포괄하는 '포트폴리오 관리 역량'의 측면에서 SK를 긍정적으로 평가하는 첫번째 이유는 동사의 명확한 포트폴리오 관리 원칙 때문이다.

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

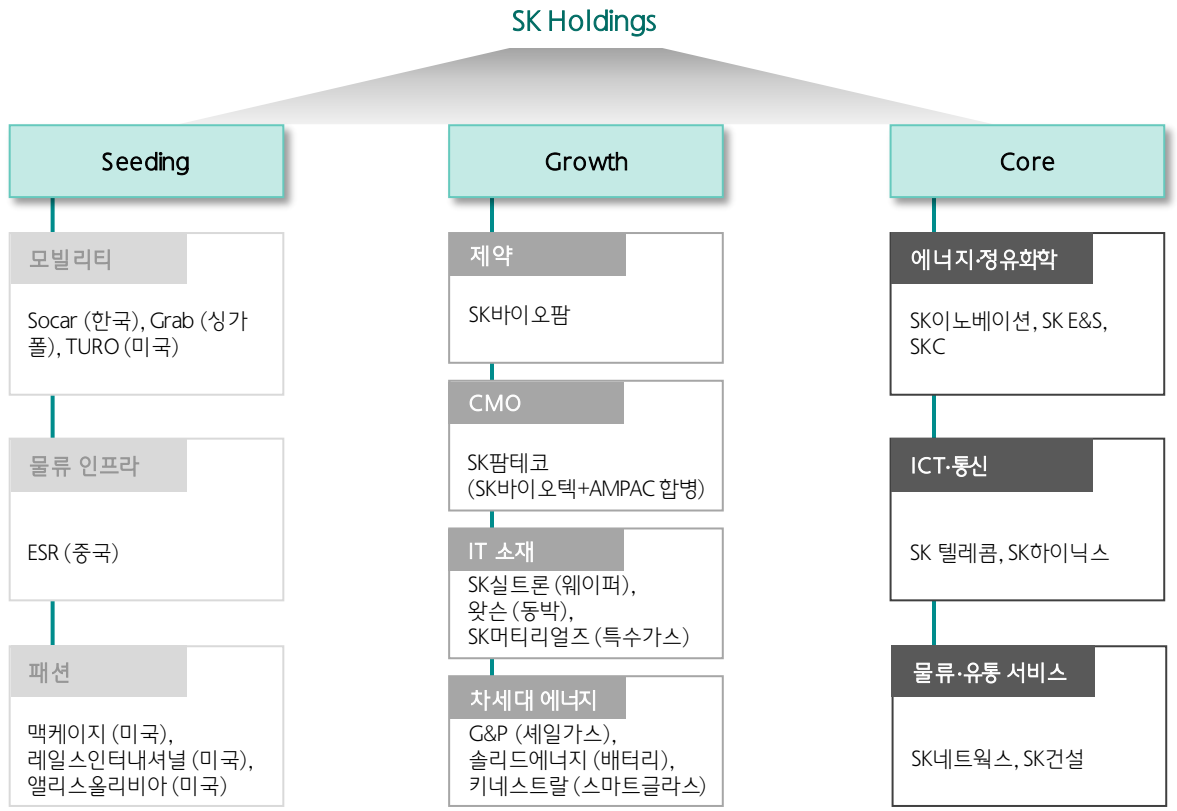
SK의 포트폴리오 믹스는 Seeding, Growth, Core의 세 가지로 구분

SK의 포트폴리오 믹스는 Seeding, Growth, Core의 세 가지로 구분된다. 먼저 Seeding 포트폴리오는 성장 가능성이 보이는 산업의 동향을 파악하기 위해 선제적이고 주도적인 투자를 단행하며 주로 모빌리티, 물류인프라, 패션산업 등이 이에 해당한다. 초기 투자 이후 산업의 성장성과 그룹내 여타 계열사와의 시너지를 고려해 추가적인 투자를 이어가거나 과감히 매각하기도 한다. Growth 포트폴리오는 Seeding보다 더욱 검증되고 명확한 성장 가능성이 있는 산업으로 구성된다. Growth 포트폴리오내 산업들에 대한 주요 투자 목표는 사업의 크기와 범위를 확장해 Core 포트폴리오에 편입시키는 것이다. Growth 포트폴리오에 속하는 산업군으로는 제약, CMO, IT소재, 차세대에너지 등이 있다. 마지막으로 Core 포트폴리오는 에너지 · 정유화학, ICT, 통신, 물류 · 유통 서비스 등 비교적 우량한 산업군으로 구성되며 꾸준한 배당을 통해 지주회사의 안정적인 cash flow에 일조하는 SK의 주력 계열사들이 이에 속한다.

SK의 포트폴리오 믹스는 Seeding →Growth→Core의 연속적인 3단계 프로세스로 이해하는 것이 바람직

동사의 포트폴리오 믹스는 Seeding/Growth/Core의 3분할로 해석하기보다는 Seeding→Growth→Core의 연속적인 3단계 프로세스로 이해하는 것이 더욱 바람직하다. 1) 성장 가능성이 있다고 판단되는 산업에 Seeding 투자를 단행해 성장동력을 불어 넣어 2) 신성장산업(Growth)으로 발전시키고 3) 지주 차원에서의 지속적인 투자를 통해 안정적인 cash flow를 창출해낼 수 있는 우량기업(Core)으로 성장시키는 것이다. SK 포트폴리오 믹스의 방점인 Core 부문에 속한 자회사들은 SK의 주요 수익 창출원인 배당수익에 일조하는데 이렇게 지주로 흘러들어오는 현금은 새로운 Seeding 투자의 근간으로 작용하면서 포트폴리오 확장을 돕는다.

그림 18. SK의 포트폴리오 믹스 구성 요소



자료: SK, 하나금융투자

그림 19. SK의 포트폴리오 믹스 구성 전략

자료: SK, 하나금융투자

2016년 이후 SK가 단행했던 주요 종속회사의 매각은 상기 포트폴리오 믹스 원칙과 상당히 부합하는 모습

2016년 SK C&C와의 합병 이후 투자형 지주회사로서의 변모를 본격적으로 공언한 이래로 SK가 단행했던 주요 종속회사의 매각은 상기 포트폴리오 믹스 원칙과 상당히 부합하는 모습을 보인다. 특히 중고차매매업을 영위하는 SK엔카의 사례가 대표적이다. 2018년 SK는 중고차매매 중개사이트를 운영하는 SK엔카닷컴과 SK엔카의 직영사업부 지분 전액을 각각 호주의 Carsales Holdings와 한앤컴퍼니에 매각했다. 매각 사유로는 2013년 중고차판매업이 중소기업적합업종으로 지정됨에 따라 성장 동력이 줄어든 측면도 있었을 것이다. 하지만 SK가 쏘카, 튜로 등 국내외 카셰어링업체에 잇달아 투자를 단행한 것을 고려했을때 자동차사업에서 중고차보다는 차량공유, 즉 모빌리티산업과 같은 미래사업에 집중하겠다는 포석으로도 해석이 가능하다. SK증권 지분을 매각하고 SK해운 경영권을 이전한 것과 FSK L&S, 인포섹 지분을 SK텔레콤으로 양도한 것 역시 금산분리 및 일감몰아주기 규제 강화 기조 등 정부 규제의 영향도 있었겠지만 계열사를 재편하는 양상은 대체적으로 SK의 포트폴리오 믹스 원칙과 그 흐름을 함께한다. 이처럼 상기의 포트폴리오 믹스에 속하지 못한 자산에 대한 선제적인 매각을 통해 2016년 이후 SK가 확보한 자금은 약 8,264억원으로 추정되는데 SK는 이렇게 확보한 자금을 동사의 포트폴리오 믹스에 부합하는 신사업에 재투자하는 등 포트폴리오를 지속적으로 조정하고 확장해 나가고 있다.

표 4. 2016년 이후 SK의 주요 종속회사 매각 현황

(단위: 십억원)

회사	업종	매각액	매각 사유	비고
SK엔카닷컴	중고차 매매업	205.0	- 자율주행, 차량공유 등 미래형 자동차 산업 투자 확대 - 중고차 판매업이 중소기업 적합업종으로 지정됨에 따른 성장성 제한	
SK엔카직영		200.0		
SK증권	증권금융업	51.5	- 정부의 금산분리 규제 강화 - 초대형 IB 유행으로 상대적으로 규모 작은 SK증권의 상대적 경쟁력 약화	
FSK L&S	물류서비스업	18.0	- SKT가 보유하고 있는 ICT 기술 접목을 통한 계열사간 시너지 확대	SKT에 지분 60% 매각
인포섹	정보보안업	351.8	- SKT의 융합보안사업 시너지 확대	SKT와 주식교환 (SKT주식 126만주 취득)
SK해운	수상운송업	경영권 이전	- 정부의 일감몰아주기 규제 회피 - 해운업 불황 장기화에 따른 SK해운의 차입 부담 장기화	한앤컴퍼니의 1.5조원 투자 유치
계		826.4		

자료: SK, 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

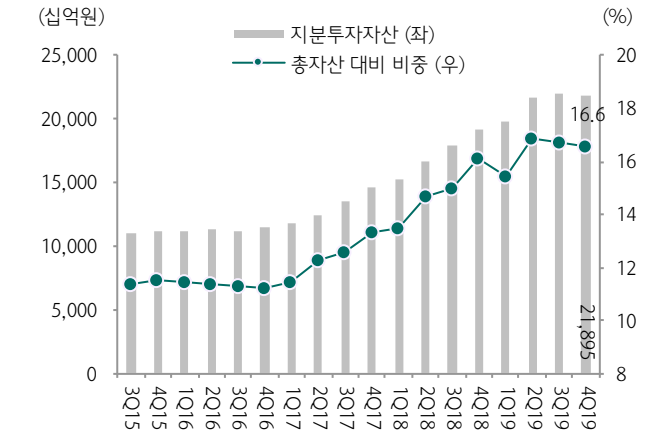
주요 언론에 SK그룹의 에어아시아 지분 10% 투자 보도. 미래 성장동력을 위한 모빌리티 기반 확보로 이해해야

최근 주요 언론에 따르면 SK그룹이 SK동남아투자법인을 통해 아시아 최대 저비용항공사인 에어아시아 지분 10% 인수를 검토하고 있는 것으로 보도되고 있다. 이는 항공업 자체보다는 모빌리티 등 항공과 관련한 미래사업의 성장 가능성에 무게를 둔 행보로 판단된다. 에어아시아 지분 인수를 통해 SK가 추구하는 바는 통신과 반도체, 배터리와 소재의 수직계열화로 전기차를 넘어 열차와 항공기까지 모빌리티 사업을 확장하겠다는 의도로 추정되기 때문이다. SK그룹이 말레이시아에 먼저 투자한 차량공유서비스업체 그랩도 역시 모빌리티 관련 업체인데 말레이시아가 스마트시티를 모토로 하는 국가라는 점도 에어아시아 투자 유인으로 작용했을 공산이 크다. 에어아시아 투자는 그랩과 마찬가지로 성장 가능성 있는 산업에 대해 선제적이고 주도적인 투자를 단행하는 Seeding 포트폴리오로 볼 수 있다.

SK는 포트폴리오 믹스에 대한 명확한 원칙과 철학을 바탕으로 지난 4년간 포트폴리오를 공격적으로 확장

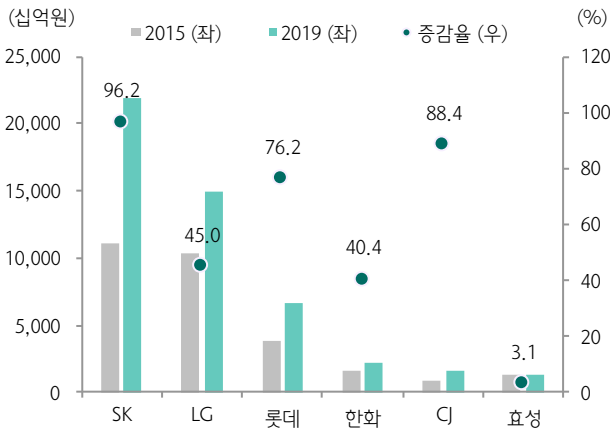
이와 같이 SK는 포트폴리오 믹스에 대한 명확한 원칙과 철학을 바탕으로 2016년 이후 포트폴리오를 공격적으로 확장해 온 지주회사 가운데 하나이다. SK의 지분투자에 해당하는 관계기업 및 공동기업 투자자산은 2015년말부터 2019년말까지 4년동안 약 96.2% 증가하며 주요 지주 4개사(2015년 이후 지주회사 체제로 전환한 롯데지주와 효성은 제외) 평균 지분투자자산 증가율인 약 70.1%를 큰폭 상회하고 있는데 이는 연평균 증가율로 환산해도 20%에 육박하는 수준이다. 게다가 동기간 동안 총자산이 약 35.4조원 가량 증가한 가운데 관계기업 및 공동기업 투자자산이 약 10.7조원 증가한 것을 감안하면 사실상 4년간 총자산 증가분의 약 1/3 가량이 지분투자 증가분에 해당한다고 할 수 있다. 이처럼 공격적인 포트폴리오 확장에 힘입어 총자산대비 지분투자자산 비중은 2015년말 11.5%에서 2019년말 16.6%로 4년 동안 5%p 이상 상승해 왔다.

그림 20. SK 지분투자자산 및 총자산 대비 지분투자자산 비중 추이



자료: 하나금융투자

그림 21. 주요 지주회사별 2015년 대비 지분투자자산 증감율



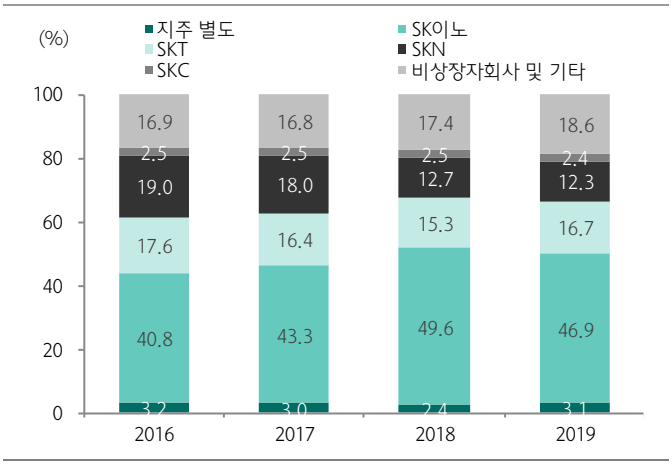
주: 롯데지주와 효성은 각각 지주사 전환년도인 2017년말과 2018년말 대비 증감율
자료: 하나금융투자

2) 투자포인트 ② : 상장 자회사 못지 않은 비상장 자회사 라인업

주요 4개 상장 자회사의 NAV 비중은 45.1%, 매출액 비중은 71.5%

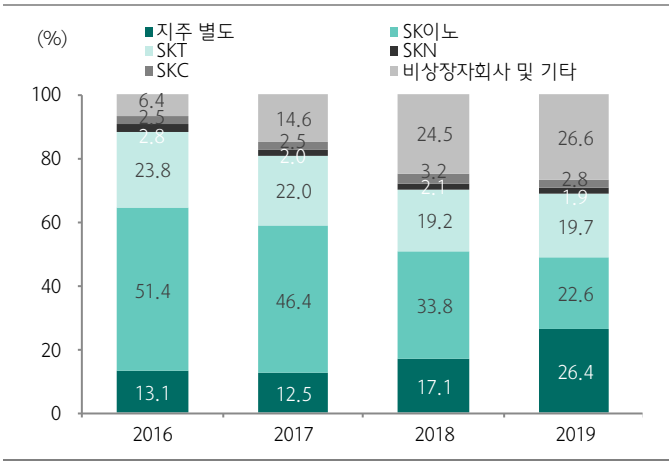
SK의 NAV 가운데 비교적 큰 비중을 차지하는 주요 상장 자회사는 앞서 서술한 포트폴리오 믹스의 세가지 구성요소 중 주로 Core 포트폴리오와 Growth 포트폴리오에 속하는 자회사로서, SK텔레콤(NAV 비중 21.1%)과 SK이노베이션(16.9%), SKC(4.1%), SK머티리얼즈(3.9%) 등이 이에 해당한다. 이들 4개 상장 자회사의 합산 NAV는 지주 전체 NAV의 약 46.1%를 차지하고 있고, 2019년말 기준 4개사 합산 매출액은 지주 전체 매출액의 약 71.5%에 해당하는 수준이다.

그림 22. SK 매출액 비중 추이



주: 지주 연결 기준, 연결조정은 감안하지 않음
자료: 하나금융투자

그림 23. SK 영업이익 비중 추이



주: 지주 연결 기준
자료: SK, 하나금융투자

SK텔레콤은 안정적인 수익성 보유. SKC, SK네트웍스도 상대적으로 견조한 실적 시현 중. 반면 SK이노베이션은 업황 부진으로 최근 매우 저조한 실적

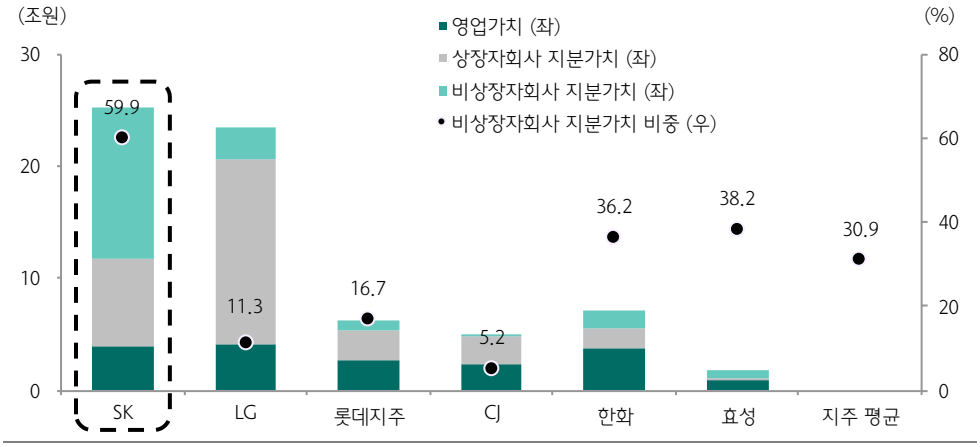
SK텔레콤은 2019년말 기준 지주회사 전체 매출액의 16.7%, 영업이익의 19.7%를 차지하고 있고, SK의 NAV 비중이 가장 큰 주력 자회사이다. 최근 5G 관련 비용이 증가함에 따라 영업이익 비중이 소폭 감소했지만 그럼에도 불구하고 상대적으로 안정적인 수익성을 지니고 있으며 연간 2,000억원을 상회하는 배당금을 꾸준히 지급해오고 있다는 점에서 지주회사 입장에서는 주요 Cash Cow 중 하나이다. 이외에 SKC, SK네트웍스 등 지주회사 NAV의 2~4% 내외를 차지하는 자회사들도 상대적으로 견조한 실적을 시현하고 있다. 반면 SK이노베이션은 최근 업황 부진으로 인해 매우 저조한 실적이 지속되고 있으며 1분기에는 영업이익이 적자전환했다. 적자 폭은 줄어들겠지만 2분기에도 영업적자가 지속될 것으로 전망된다. 2016년말 당시 50%를 상회했던 지주회사내 SK이노베이션의 영업이익 비중은 이미 2019년말 20%대까지 하락한 상황인데 정유·화학업황이 최악을 지나고 있어 하반기부터는 나름 양호한 실적을 시현할 수 있을 것으로 예상된다.

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

SK는 NAV 중 비상장회사 지분가치 비중이 지주회사 평균을 크게 상회

SK의 경우 상장 자회사 외에도 상장 자회사 못지 않은 비상장 자회사 라인업을 보유하고 있다는 점은 또다른 투자 매력으로서 주목할 만하다. 최근 4년동안 비상장 자회사들의 매출액과 영업이익 비중은 계속 증가하고 있는 추세이며 지주회사 합산 NAV에서 비상장 자회사의 지분가치가 차지하는 비중이 59.9%에 달해 일반지주회사 평균인 30.9%를 크게 상회하고 있다. 지주회사의 NAV를 계산하는 과정에서 대부분 상장 자회사의 NAV가 할인되는 측면을 고려한다면 할인받지 않는 비상장 자회사의 지분가치 비중이 높은 점은 긍정적인 요인으로 볼 수 있다. 상장 자회사 가치의 할인분을 비상장 자회사의 가치로 상쇄할 수 있을 뿐만 아니라 향후 비상장 자회사의 IPO를 통한 투자금 회수까지 기대할 수 있기 때문이다.

그림 24. 지주회사별 NAV 구성요소



주: 2020년 6월 9일 종가 기준

SK바이오팜의 성장세와 함께 CMO 통합법인의 출범으로 제약·바이오 산업에서 실질적인 성과 가시화

2016년 이후 공격적으로 포트폴리오를 확장해 왔던 SK에게 올해는 투자가 결실을 맺는 원년이 될 수 있을 전망이다. 2019년 SK는 Growth 포트폴리오의 대표적인 두 축에 해당하는 제약산업과 CMO산업에서 실질적인 성과를 이뤄낸 바 있다. SK바이오팜은 독자적으로 개발한 뇌전증 신약인 세노바메이트의 기술수출을 통해 2019년 매출액이 1,239억원을 기록하면서 출범이래 최초로 매출액 1,000억원을 돌파하는 등 출범 8년만에 매출액이 3배이상 성장했고, SK바이오텍과 AMPAC 등 기존에 있었던 CMO산업 계열사들을 통합해 SK팜테코를 출범시키며 CMO산업에서의 경쟁우위를 도모하고 있다.

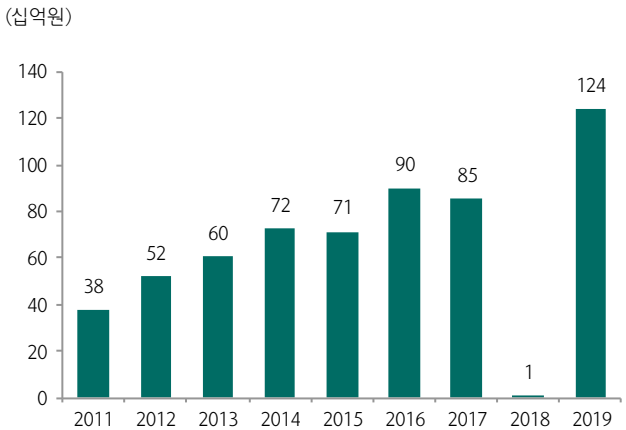
SK팜테코 미국 생산법인 AMPAC은 미국 정부의 필수의약품 확보 사업의 핵심 공급처로 선정

또한 최근 미국 정부가 향후 10년간 최대 약 8.1억달러(약 1조원) 규모의 예산을 지원하는 필수의약품 확보 사업의 핵심 공급처로서 SK팜테코의 미국내 원료의약품 생산법인인 AMPAC이 선정되며 우수한 품질과 안정적인 공급 능력을 인정받기도 했다. 미국의 필수의약품 확보 사업은 금번 COVID-19 팬데믹 사태처럼 대유행 전염병이 창궐할 경우 발생할 수 있는 의약품 공급 부족 현상에 대응하기 위해 미국 보건복지부가 발주한 사업으로 미 보건복지부는 4년간 약 3.5억달러(약 4,254억원)을 지원하고 이후 사업의 장기적인 지속가능성 여부에 따라 약 4.6억달러(약 5,501억원)를 추가 지원할 방침이다. 이 사업에서 SK팜테코의 AMPAC은 미국의 비영리 의약품 생산업체인 Phlow가 구성한 컨소시엄(총 4개 업체)에 참여해 Phlow에 원료의약품을 공급한다. 컨소시엄을 구성한 4개 업체들이 수익을 분배하는 방식 등에 대해서는 아직까지 결정된 것은 없다. 만약 4개 업체가 동일하게 수익을 분배한다고 가정하면 SK팜테코가 수취하게 되는 수익은 4년간 약 0.9억달러(약 1,062억원) 수준으로 규모가 그리 크지는 않을 것으로 추정된다. 다만 SK팜테코의 우수한 생산 능력을 인정받았다는 점에서 그 의미가 크다.

신약개발부터 의약품생산까지 SK만의 독자적인 제약·바이오 밸류체인은 보다 견고해질 전망

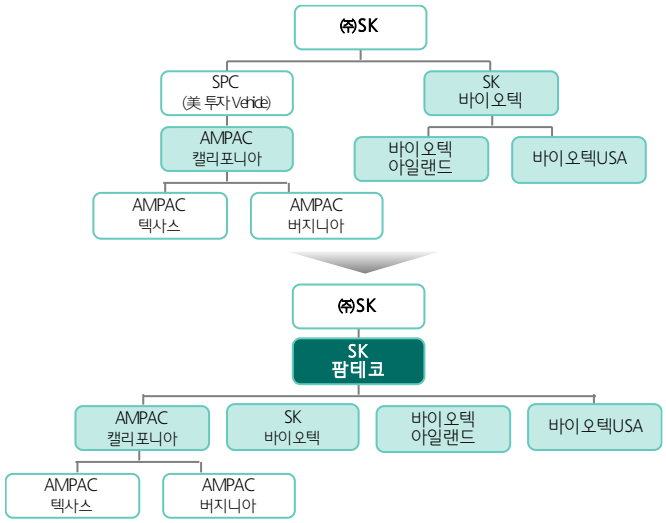
이처럼 SK바이오팜과 SK팜테코의 성장세가 지속됨에 따라 향후 신약개발(SK바이오팜)부터 의약품생산(SK팜테코)까지 이어지는 SK만의 독자적인 제약 · 바이오 밸류체인은 보다 견고해질 수 있을 것으로 전망된다.

그림 25. SK바이오팜 매출액 추이



주: 연결 기준
자료: SK바이오팜, 하나금융투자

그림 26. SK CMO 사업부 재편



주: 바이오텍USA는 SK바이오텍의 마케팅 법인
자료: SK, 하나금융투자

SK바이오팜은 최근 증권신고서를 제출.
7월 2일 상장 예정

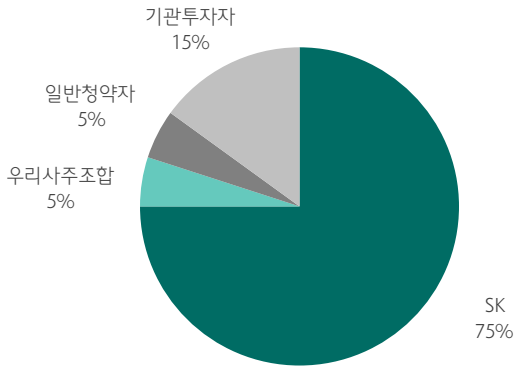
특히 SK바이오팜은 오는 7월 2일 상장을 앞두고 있다. 지난해 10월에 제출한 상장예비심사 청구서는 연말에 이미 승인되었으며 5/19일 증권신고서를 제출한데다 경영진의 상장 의사도 명확하기 때문에 상장 진행에는 무리가 없을 전망이다. SK바이오팜은 기존 발행주식수 65,000,000주에 13,313,250주를 신주발행할 예정으로 신주발행분과 SK의 구주매출분 6,265,060주를 감안하면 상장 이후 SK 지분은 75.0%로 줄어들게 된다. 이외에 총발행주식수의 5.0%가 우리사주조합에 우선배정될 예정이기 때문에 최종적으로 배정되는 일반공모주식은 총발행주식수의 20.0% 수준이다.

표 5. SK바이오팜 상장 개요 (단위: 주, %)

기존 발행주식수 (기존 SK 보유지분 100%)	65,000,000
신규 발행주식수	13,313,250
총발행주식수	**78,313,250**
SK 구주매출분	6,265,060
상장 후 SK 보유주식수	58,734,940
① SK 지분	**75.0%**
우리사주조합 우선배정주식수	3,915,662
② 우리사주조합 지분	**5.0%**
일반공모주식수	15,662,648
③ 일반공모주식 지분	**20.0%**
일반청약자 배정주식수	3,915,662
③-1. 일반청약자 지분	5.0%
기관투자자 배정주식수	11,746,986
③-2. 기관투자자 지분	15.0%

자료: SK바이오팜, 하나금융투자

그림 27. SK바이오팜 상장 후 지분율



자료: SK바이오팜, 하나금융투자

SK바이오팜은 적정 기업가치로 2.8조원~3.8조원 수준 제시

SK바이오팜은 공모가액 밴드로 36,000원~49,000원을 제시했다. 이를 통해 추정한 SK바이오팜의 기업가치는 약 2.8조원~3.8조원 가량으로 시장에서 기대한 기업가치인 4조원~6조원을 크게 하회하는 수준이다. 공모가액 밴드는 EV/Pipeline 배수를 적용해 산출되었는데 파이프라인 가치 산출시 SK바이오팜이 보유하고 있는 전체 8개 파이프라인 중에서 임상 2상 미만의 파이프라인은 배제했으며 유의미한 수준의 매출(2,000만달러)을 시현하지 못하거나 글로벌 조사기관 등에서 시장의 크기가 산출되지 않은 파이프라인도 제외했다. 상기의 조건을 충족하는 파이프라인인 뇌전증치료제 세노바메이트(Cenobamate), 수면장애치료제 솔리암페톨(Solriamfetol), 희귀 뇌전증치료제 카리스마메이트(Carisbamate) 등 3개 파이프라인만의 가치를 합산한 SK바이오팜의 기업가치는 주당 약 59,792원(적정시총 4.7조원)으로 SK바이오팜측은 여기에 18.0%~39.8% 내외의 할인율을 적용해 공모가액 밴드를 책정했다.

표 6. EV / Pipeline 배수를 적용한 SK바이오팜 희망공모가액 산출 내역

(단위: 백만원, 수, 배, 주. 원, %)

구분	SK바이오팜		
파이프라인	Cenobamate	Solriamfetol	Carisbamate
적응증	뇌전증	기면증 / OSA	레녹스가스토 증후군
임상 단계	출시	출시	P2
시장규모 (백만원)	6,001,931	2,011,964	933,733
시판 중인 신약 (수)	13	1	4
상업화 확률	100%	100%	33.30%
기대 시장규모 (백만원)	461,687	120,718	77,733
기대 시장규모 합계 (백만원)	660,138		
적용 EV / Pipeline배수(x)	7.21474		
기업가치 (백만원)	4,762,727		
순차입금 (백만원)	80,201		
적정시가총액 (백만원)	4,682,526		
적용 주식수 (주)	78,313,250		
비교가치 주당 평가가액	59,792원		
평가액 대비 할인율	18.05% ~39.79%		
공모희망가액 밴드	**36,000원 ~ 49,000원**		

주: Carisbamate는 임상1/2상 진행중이며, 임상종료 후 임상3상 진행 예정으로 임상2상의 성공확률로 적용
자료: SK바이오팜, 하나금융투자

하나금투 추정 SK바이오팜의 기업가치는 최소 약 6.1조원으로 회사측이 제시한 기업가치를 크게 상회

다만 우리는 SK바이오팜의 기업가치가 최소 약 6.1조원으로 회사측이 제시한 공모가액 밴드보다 크게 높을 것으로 추정한다. 이는 SK바이오팜이 파이프라인 가치 산정 과정에 반영된 3개 파이프라인인 세노바메이트와 솔리암페톨, 카리스바메이트의 가치만 재산정한 것으로 아직 구체적인 임상 결과가 나오지는 않았지만 향후 임상 결과들이 발표되면 블록버스터급 신약으로 발전할 수 있는 만성변비치료제 렐레노프라이드(Relenopride) 등의 파이프라인의 가치는 반영하지 않은 것이다. 2019년말 기준 SK바이오팜의 장부가액은 약 4,787억원에 불과한 반면 우리가 평가하는 SK바이오팜의 기업가치는 약 6.1조원에 이르기 때문에 상장 이후 SK바이오팜이 하나금투 추정 적정가치에 도달할 경우 약 5.7조원 수준의 대규모 평가차익이 발생할 것으로 기대된다. 설령 SK바이오팜의 기업가치가 회사측이 제시한 공모가액 밴드인 2.8조원~3.8조원 수준내에서 그친다고 하더라도 평가차익 규모는 약 2.3조원에서 3.4조원에 달한다.

표 7. SK바이오팜의 파이프라인과 기업가치

(단위: 십억원)

파이프라인	적응증	전임상	1상	2상	3상	출시	가치	비고
Cenobamate	뇌전증						5,532	2019년 11월 미 FDA로부터 시판허가 획득 2020년 2분기 미국시장 런칭
Solriamfetol /JZP-110	수면장애						467	미국 JAZZ Pharmaceuticals에 기술이전. 2015년 임상 3상 시작 2019년 3월 미 FDA로부터 시판허가 획득
Carisbamate	희귀뇌전증						141	
Relenopride	만성변비, 과민성대장증후군						?	만성변비에 대해서 임상 2상 완료 2018년초 글라이식스사와 희귀 신경계질환 치료제 공동개발
SKL136865	집중력장애							
SKL20540	조현병/인지장애							2018년 1월 국내 임상 1상 진행 2018년 3월 범부처전주기신약개발사업 과제로 선정
SKL-PSY	조울증							
SKL24741	뇌전증							
SK 바이오팜 기업가치							6,140	

자료: 하나금융투자

표 8. 세노바메이트 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
예상매출액(백만달러)		3.0	66.0	198.0	396.0	594.0	831.6	1,122.7	1,459.5	1,824.3	2,189.2	2,627.0	3,099.9	3,564.9
YoY			2100%	200%	100%	50%	40%	35%	30%	25%	20%	20%	18%	15%
개발단계	NDA승인	시판												
영업이익률		10%	15%	18%	20%	25%	30%	35%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
영업이익(백만달러)		0.3	9.9	35.6	79.2	148.5	249.5	392.9	583.8	729.7	875.7	1,050.8	1,240.0	1,425.9
원화환산수익(1$=1,200)		0.5	12.1	43.0	95.3	178.5	299.7	471.9	701.0	876.2	1,051.3	1,261.5	1,488.4	1,711.6
세후이익(법인세율 20%)		0.4	9.6	34.4	76.2	142.8	239.8	377.5	560.8	700.9	841.0	1,009.2	1,190.7	1,369.3
할인율(10%)		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산		0.4	8.8	28.4	57.3	97.5	148.9	213.1	287.8	327.0	356.7	389.1	417.3	436.3
NPV	5,532													
Terminal Value(성장률 -5%)	2,763													
적정가치 **100%**	**5,532**													

주: 예상매출액은 Vimpat 매출추이 반영하여 추정
자료: 하나금융투자

표 9. 솔리암페톨 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
예상매출액(백만달러)			3.0	50.0	113.0	226.0	406.8	610.2	732.2	864.0	993.6	1,122.8	1,235.1	1,333.9	1,427.3	1,512.9
YoY				1567%	126%	100%	80%	50%	20%	18%	15%	13%	10%	8%	7%	6%
개발단계		NDA filing	승인 시판													
로열티(6%)			0.2	3.0	6.8	13.6	24.4	36.6	43.9	51.8	59.6	67.4	74.1	80.0	85.6	90.8
원화환산수익(1$=1,200)			0.2	3.6	8.1	16.3	29.3	43.9	52.7	62.2	71.5	80.8	88.9	96.0	102.8	108.9
세후이익(법인세율 20%)			0.2	2.9	6.5	13.0	23.4	35.1	42.2	49.8	57.2	64.7	71.1	76.8	82.2	87.1
할인율(10%)				1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산			0.0	2.9	5.9	10.8	17.6	24.0	26.2	28.1	29.4	30.2	30.2	29.6	28.8	27.8
NPV	467															
Terminal Value(성장률 -5%)	176															
적정가치 **100.0%**	**467**															

주: 예상매출액은 Xyrem 매출추이를 반영하여 추정
자료: 하나금융투자

표 10. 카리스바메이트 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
예상매출액(백만달러)						80.0	160.0	288.0	432.0	518.4	611.7	703.5	787.9
YoY(%)							100%	80%	50%	20%	18%	15%	12%
개발단계	임상 2상		임상 3상		NDA 제출	시판							
영업이익률	-	-	-	-	-	10%	15%	18%	20%	25%	30%	35%	40%
영업이익(백만달러)						8.0	24.0	51.8	86.4	129.6	183.5	246.2	315.2
원화환산수익(1$=1,200)						9.6	28.8	62.2	103.7	155.5	220.2	295.5	378.2
세후이익(법인세율 20%)						7.7	23.0	49.8	82.9	124.4	176.2	236.4	302.5
할인율(10%)	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)						4.8	13.0	25.5	38.7	52.8	67.9	82.8	96.4
NPV	992												
Terminal Value(성장률 -5%)	611												
적정가치 **14.2%**	**141**												

주: 예상매출액은 Epidiolex와 Fenfluamine 매출추이를 반영하여 추정
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

SK바이오팜 상장시 실제 유통되는 물량은 발행주식수의 20%에 불과. 유통주식수 적고, KOSPI 200 및 MSCI 등 주요 지수에 편입시 우리가 추정하는 적정 기업가치 6.1조원에 빠르게 도달할 수도 있음

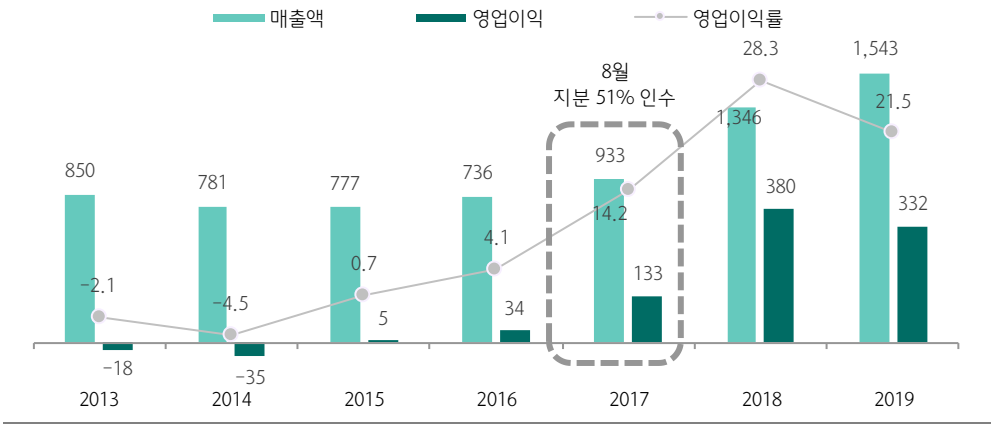
최근 COVID-19 등의 이슈로 인해 시장 불확실성이 확대되면서 회사측이 공모가액 밴드를 다소 보수적으로 잡았지만 SK지분(75.0%)과 우리사주조합 우선배정분(5.0%)을 제외하면 상장시 실질적으로 유통되는 물량은 약 1,566만주로 총발행주식수의 20.0% 수준에 불과한 상황이다. 시장참여자들의 많은 관심에 비해 유통주식수가 적고, KOSPI 200 및 MSCI 등 주요 지수에 조기 편입될 경우 수급이 일시에 몰리면서 SK바이오팜의 주가는 할인율 적용전 회사측이 제시한 적정시가총액 4.7조원을 상회하고, 우리가 추정하는 적정 기업가치 6.1조원에 빠르게 도달할 가능성도 있다.

SK실트론은 인수 이후 3년만에 기업가치가 약 2배 이상 증가

SK바이오팜 상장을 성공적으로 완료한 이후의 다음 IPO 후보로 거론되는 SK의 주요 비상장 자회사는 SK실트론이다. SK실트론은 Growth 포트폴리오내 IT소재 산업 부문에 해당하는 반도체 웨이퍼 제조업체이다. ㈜LG 계열사 시절 실트론은 만년 적자에 시달렸지만 2017년 8월 SK가 지분 51%을 6,200억원에 인수해 SK 계열사로 편입된 이후 SK내 반도체 계열사들과의 수직계열화를 통한 시너지가 극대화되면서 매출액과 영업이익이 대폭 개선되었다. 이로 인해 2017년 SK가 인수할 당시 100% 지분 기준 약 1.0조원(잔여지분 49%를 SK(19.6%)와 최태원회장(29.4%)이 TRS계약 방식으로 4,255억원에 인수)이었던 SK실트론의 기업가치는 현재 2~3조원대 수준까지 평가받으며 3년만에 기업가치가 약 2배 이상 성장했다. 이처럼 계열사간 시너지를 통해 기업가치를 상승시켜 투자회수를 성공적으로 이루어낼 경우 SK바이오팜에서 SK실트론, SK팜테코(미국내 상장 추진)로 이어지는 IPO 모멘텀 역시 부각될 수 있을 것이다.

그림 28. SK실트론 매출액과 영업이익 추이

(단위: 십억원, %)

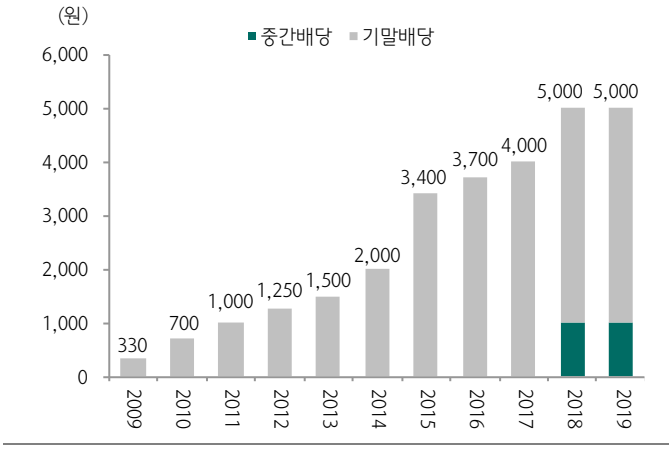


주: 연결 기준

투자 회수는 특별배당 등 주주환원극대화 측면에서도 긍정적

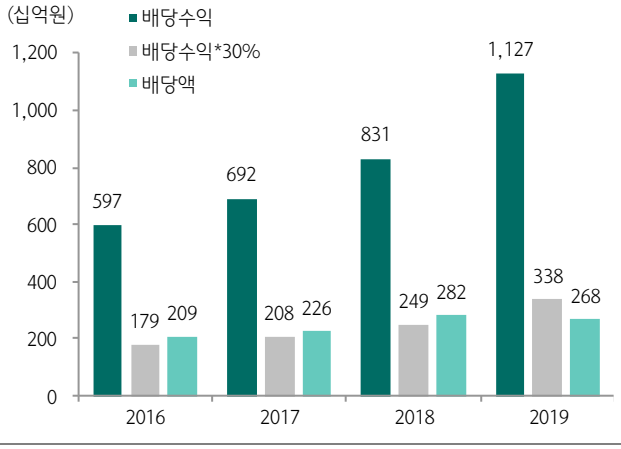
비상장 자회사의 IPO 등을 통한 잇따른 투자 회수는 포트폴리오 확장뿐만 아니라 주주 환원 극대화 측면에서도 긍정적이다. SK는 2009년 이후 주당배당금을 점진적으로 상향해 왔으며 2018년부터는 중간배당도 실시하고 있다. 이처럼 DPS의 우상향 기조를 유지하는 가운데 IPO를 통한 투자 회수와 평가차익이 발생할 경우 DPS가 일부 상승할 가능성이 있다. SK는 기본적으로 Core 포트폴리오내 자회사로부터 유입되는 지주 배당수익의 30% 이상을 배당금으로 지급하는 일관된 배당정책을 시행하고 있는데 이외에도 Seeding과 Growth 포트폴리오내의 계열사로부터 회수하게 되는 투자금의 경우에는 특별배당으로서 주주들에게 환원하겠다고 공언한 바가 있기 때문이다.

그림 29. SK 주당배당금 추이



주: 보통주배당금 기준
자료: 하나금융투자

그림 30. SK 배당수익과 전체 지급 배당액 추이



주: 배당액은 보통주와 우선주배당액 합산, 배당수익은 별도 기준
자료: SK, 하나금융투자

SK바이오팜 상장에 따른 특별배당 기대

특히 SK바이오팜이 연내 상장하기로 예정되어 있는 만큼 올해 혹은 내년 중에 특별배당이 진행될 가능성도 배제할 수 없다. SK는 SK바이오팜 상장에 약 626.5만주(총발행주식수의 8.0%)를 구주매출할 계획이기 때문에 실질적인 현금 유입이 예정되어 있을 뿐만 아니라 상장 흥행 여부에 따라 최소 2조원 이상의 대규모 평가차익도 기대되기 때문이다. 구주매출에 따른 투자회수금 대비 특별배당의 비중을 SK의 통상적인 배당정책과 동일한 30%로 가정했을 때 SK바이오팜 주가가 회사측이 제시한 공모가액 밴드 수준에서만 형성된다면 주당 특별배당예상액은 약 875원에서 1,190원에 달한다. 게다가 SK바이오팜의 증권신고서상 공모가액 밴드는 다소 보수적으로 책정된 것으로 판단되기 때문에 실제 공모가액은 이보다 높게 형성될 가능성이 높다. 따라서 실제 주당 특별배당액은 1,200원을 상회할 여지도 있다. 다만 특별배당의 경우 수년간 분산지급하는 형태를 띠면서 주주들에게 환원될 것이라고 밝힌 만큼 연간 지급되는 특별배당의 규모는 이보다는 적을 것으로 예상된다. 지주회사 배당수익의 1/3 가량을 차지하는 SK이노베이션 등 주요 자회사의 배당금 축소에 따른 배당재원 감소가 예상되는 상황에서 SK바이오팜 상장에 따른 특별배당은 이를 일부 상쇄해줄 수 있는 것은 물론이고 큰폭은 아니지만 추가적인 DPS 상승까지 기대해볼 수 있다는 점에서 분명 긍정적인 요인으로 판단된다.

표 10. SK바이오팜 기업가치별 및 특별배당 비중별 주당배당액

(단위: 원)

특별배당 비중	기업가치 2.8조원	기업가치 3조원	기업가치 3.8조원	기업가치 4조원	기업가치 5조원	기업가치 6.1조원
5%	145	155	198	207	258	317
10%	291	310	397	414	517	635
15%	437	465	596	621	776	953
20%	583	621	794	828	1,035	1,271
25%	729	776	993	1,035	1,294	1,589
30%	**875**	**931**	**1,192**	**1,242**	**1,553**	**1,907**

주: 3개년 평균 법인세율 적용 기준, 보통주 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

3) 투자포인트 ③ : 하이닉스 자회사 이전에 따른 추가적인 NAV 확대 기대감

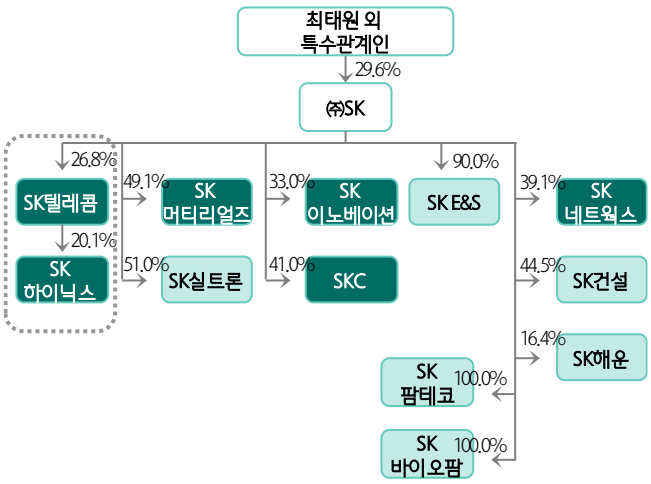
SK하이닉스의 자회사 이전 이슈는 수면 아래로 가라앉아 있지만 장기적으로 지배구조 개편 가능성 상존

SK의 포트폴리오를 매력적으로 평가하는 세번째 이유는 SK하이닉스의 자회사 이전 가능성 때문이다. 지난 수년간 SK의 주가보다 SK하이닉스 주가가 더 큰폭으로 상승해 최대주주 지분율 희석 우려가 커지면서 SK하이닉스의 자회사 이전 이슈가 수면 아래로 가라앉아 있지만 1) 인적분할시 자사주 분할 신주 배정을 금지한 경제민주화 관련 상법 개정안이 지지부진한 상황이고, 2) SK바이오팜을 필두로 비상장 자회사들의 IPO가 현실화될 경우 궁극적으로 SK의 가치 상승이 가능하다는 점을 감안할 경우 중장기적으로 지배구조 개편 가능성은 언제든지 다시 부각될 수 있는 이슈이다.

SK하이닉스 자회사 이전시 NAV 추가 확대 가능성 높음

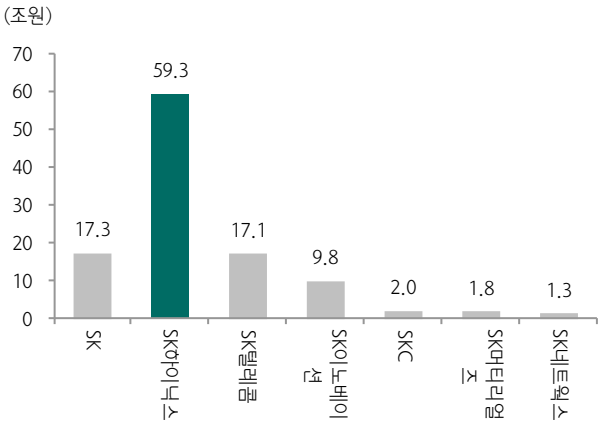
현재 SK텔레콤의 자회사로 있는 SK하이닉스가 지주회사의 자회사로 이전될 경우 NAV가 추가적으로 큰폭 확대될 가능성이 높다고 판단된다. SK하이닉스는 지주회사의 손자회사로서 공정거래법상 상장 자회사/손자회사는 20% 이상 지분율을 보유해야 하는 반면 증손회사는 지분을 100% 보유해야 하는 규제로 인해 M&A에 있어서 비교적 소극적인 태도를 취해 왔다. SK의 주력 포트폴리오 중 하나인 반도체산업의 중심 축을 맡고 있는 KOSPI 시가총액 2위 대기업이 규제에 가로막혀 M&A를 통한 적극적인 사업확장에 어려움을 겪고 있는 것이다. 증손회사 지분율 요건의 경우 해외법인에 대해서는 적용되지 않기 때문에 해외 M&A에는 제약이 크지 않지만 해외 M&A는 대부분 규모가 커 자본부담이 클 뿐만 아니라 당국의 간섭 또한 빈번하기 때문에 걸림돌이 상당히 많다. 따라서 이러한 규제 요인을 제거하기 위해서라도 장기적으로는 SK텔레콤과 SK하이닉스를 중심으로 한 지배구조 개편 발생 가능성이 높은 상황이다.

그림 31. SK 주요 계열사 지배구조 현황



자료: 하나금융투자

그림 32. SK 주요 상장 자회사 시가총액 현황



주: 2020년 6월 9일 종가 기준

지배구조 개편안 세 가지

SK텔레콤과 SK하이닉스를 중심으로 한 지배구조 개편안은 크게 1) 기존 SK텔레콤을 중간지주회사로 유지하고 사업회사를 물적분할해 중간지주회사를 유지하는 방안과 2) 물적분할 후 중간지주회사와 지주회사를 합병하는 방안, 3) SK텔레콤을 사업회사와 중간지주회사로 인적분할 후 중간지주회사를 지주회사와 합병하는 방안 등의 세 가지로 추정된다.

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

첫번째 방안은 SK하이닉스가 여전히 손자회사로 남으며, 두번째 방안은 최대주주의 지분율 희석이 9.5%p로 크다는 점에서 부담스러운 편

첫번째 방안의 경우 최대주주의 지분율 희석은 없지만 SK하이닉스가 지주회사의 손자회사로 남아 증손회사 요건을 충족시켜야 한다는 부담은 여전히 존재한다. 다만 경영권에 영향을 미치지 않는 수준내에서 SK텔레콤 지분 일부를 매각해 그 자금으로 SK하이닉스 지분율을 상승시킬 여지는 있다. 두번째 방안은 중간지주회사가 SK텔레콤 사업회사 지분 100%와 SK하이닉스 지분을 함께 가지고 있는 다소 비대한 형태로써 SK가 SK텔레콤 중간지주회사와 합병시 합병비율 산정에서 SK에 매우 불리한 방안으로 판단된다. 2020년 6월 9일 종가를 기준으로 SK와 SK텔레콤의 주식교환비율을 1:0.8718으로 가정할 경우 현재 보유하고 있는 자사주 약 1,800만주(합병전 총발행주식수의 25.7%)를 모두 활용한다고 가정하더라도 최대주주의 지분율은 현재의 29.5%에서 합병후 20.0%로 약 9.5%p나 하락하게 된다. 최근 최태원 회장의 이혼 소송이 불거지면서 최대주주 지분이 분산될 가능성이 어느정도 있는 상황에서 비교적 최대주주 지분 희석률이 높은 두번째 방안을 시행할 가능성은 매우 낮다고 판단된다.

최대주주의 지분율 희석 최소화 관점에서 SK텔레콤을 인적분할 후 중간지주회사와 지주회사를 합병하는 방안이 유력. 최대주주 지분율 희석은 5.7%p에 그쳐

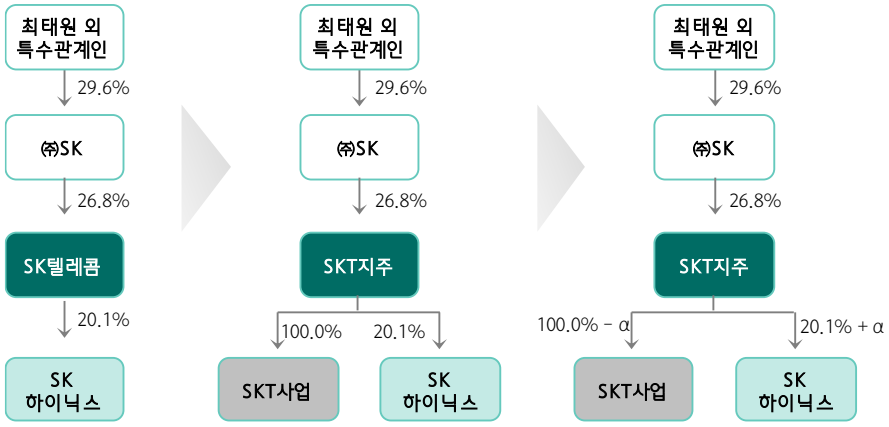
따라서 지주회사 최대주주의 지분율 희석을 최소화시킨다는 관점에서 그나마 유력한 방안은 세번째 방안으로 볼 수 있다. 세번째 방안의 경우 최대주주의 지분 희석률은 SK텔레콤 사업회사와 SK텔레콤 중간지주회사의 분할비율에 따라 다소 달라질 것이다. 우리는 SK텔레콤 분할비율 산정시 SK텔레콤이 보유하고 있는 자사주 1.7조원과 SK텔레콤이 보유하고 있는 SK하이닉스 지분 약 20.1%에 대한 가치 13.3조원만 SK텔레콤 중간지주회사 순자산으로 가정하고, 기존 SK텔레콤 순차입금 5.8조원을 SK텔레콤 중간지주회사와 SK텔레콤 사업회사에 각각 50%씩 배분한다고 가정했을때 이에 따른 분할비율을 계산하면 SK텔레콤 중간지주회사와 SK텔레콤 사업회사가 68:32 수준일 것으로 예상된다. 여기서 주식교환비율을 1:0.8718으로 가정해 합병후 지분율을 추정한 결과 SK의 대주주 지분율은 23.8%로 5.7%p 하락할 것으로 분석된다. 최근 몇년간 하이닉스 주가가 큰폭 상승함에 따라 SK텔레콤 중간지주회사와 SK간 합병시 이전보다 지주회사에 다소 불리해진 것은 사실이지만 그럼에도 불구하고 최대주주의 지분 희석률은 5.6%p에 그쳐 물적분할 후 합병하는 두번째 방안의 지분 희석률 9.5%p보다는 크게 줄어들게 된다.

SK 주가가 우리 목표가인 32만원에 도달할 경우 교환비율 개선에 따라 추가적인 최대주주 지분 희석율 완화도 기대 가능. 이 경우 최대주주 지분율 희석은 3.5%p

뿐만 아니라 최근 SK바이오팜 상장이 본격적으로 가시화되면서 SK바이오팜의 가치가 부각되고, 향후 SK의 주가가 양호한 흐름을 보일 경우 주식교환비율이 지금보다 더욱 개선될 가능성도 배제할 수 없다. SK텔레콤과 SK하이닉스의 주가가 현 수준을 유지하고, SK 주가가 우리의 목표가인 32만원에 도달할 경우 SK텔레콤 중간지주회사와의 주식교환비율은 1:0.6906으로 낮아지게 된다. 따라서 SK텔레콤 중간지주회사와 SK텔레콤 사업회사의 분할비율을 68:32으로 동일하게 가정시 최대주주 지분 희석율은 현 주가 기준 주식교환시의 5.6%p에서 약 3.5%p 수준까지 낮아질 수 있다.

그림 33. 지배구조 개편안 시나리오 1) SK텔레콤 물적분할 후 중간지주회사 방안

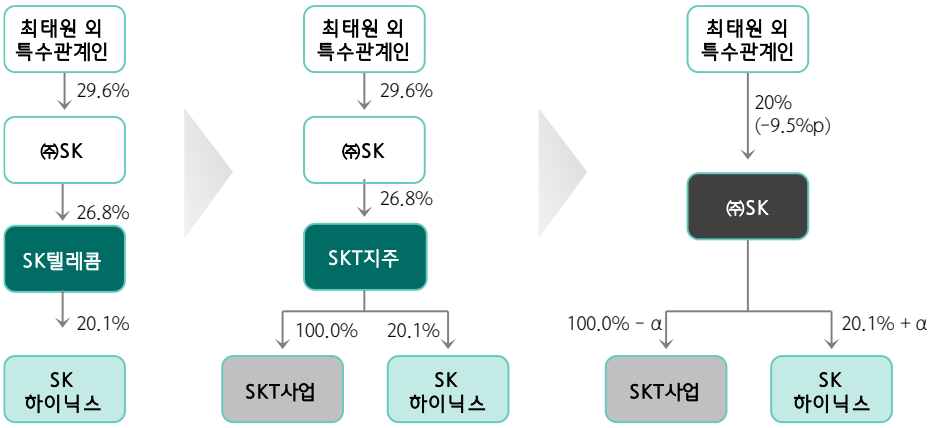
SK텔레콤 물적분할 후
중간지주회사 방안은
최대주주의 지분율 희석 없음.
SKT 사업회사 일부 매각 후
SK하이닉스 지분율 확대 가능.
다만 SK하이닉스는
여전히 지주사의 손자회사



주: SK와 SK텔레콤의 주식교환비율은 6월 9일 종가 기준 1:0.8718 가정
자료: 하나금융투자

그림 34. 지배구조 개편안 시나리오 2) SK텔레콤 물적분할 후 중간지주회사와 지주회사 합병

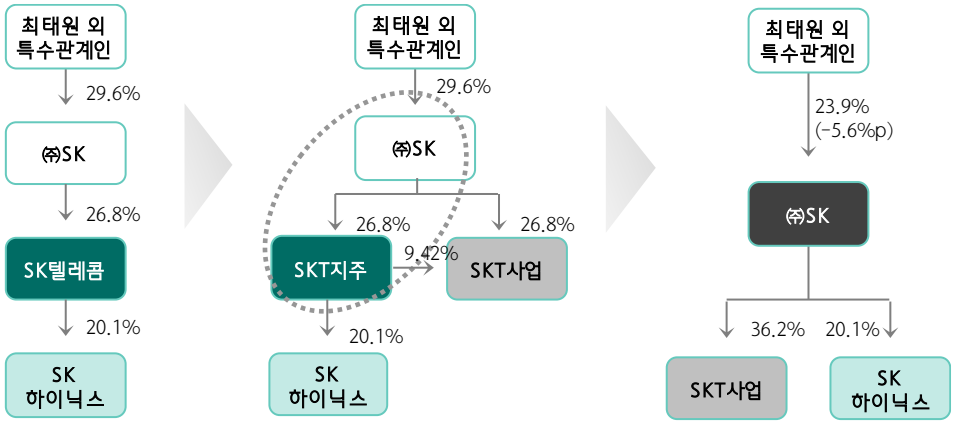
SK텔레콤 물적분할 후
중간지주회사와 지주회사 합병방안은
중간지주회사와 지주회사 합병비율
산정시 지주회사에 불리.
최대주주 지분 희석 부담이 큰 방안



주: SK와 SK텔레콤의 주식교환비율은 6월 9일 종가 기준 1:0.8718 가정
자료: 하나금융투자

그림 35. 지배구조 개편안 시나리오 3) SK텔레콤 인적분할 후 중간지주회사와 지주회사 합병

SK텔레콤 인적분할 후 중간지주회사와
지주회사 합병방안은 주식교환비율에
따라 최대주주 지분 희석
최소화 가능



주: SKT지주와 SKT사업 분할비율은 SK하이닉스 6월 9일 종가와 SKT 보유 자사주를 반영해 68:32로 가정, SK와 SK텔레콤의 주식교환비율은 6월 9일 종가 기준 1:0.8718 가정
자료: 하나금융투자

표 11. SK와 SK텔레콤 지분율 현황 (단위: 주, %)

	주식수				지분율		
	발행주식수	자사주	SK	최태원 외	자사주	SK	최태원 외
SK	70,360,297	18,055,950		20,743,064	25.66		29.48
SK텔레콤	80,745,711	7,609,263	21,624,120		9.42	26.78	

주: 2020년 3월말 기준, 주식수는 보통주 기준
자료: 하나금융투자

표 12. 지배구조 개편안 시나리오 2) SK텔레콤 물적분할 후 중간지주회사와 지주회사 합병시 최대주주 지분율 변화 (단위: 원, 주, %)

① 교환비율 산정 (원)		
SK 주가	253,500	
SKT지주 주가	221,000	
교환비율 (SK: SKT지주)	1: 0.8718	
② 신규발행 주식수 (주)		
SKT지주 기존 발행주식수	80,745,711	
SK 기존 보유지분	21,624,120	
SK 잔여지분	59,121,591	
이전대상주식수	51,541,900	
(자사주 차감)	(18,055,950)	
신규발행 주식수	33,485,950	
③ 흡수합병 후		
	주식수 (주)	지분율 (%)
발행주식수	103,846,247	
자사주	6,633,716	6.39
최태원 외	20,743,064	19.97

주: 주가는 6월 9일 종가 기준, 합병후 존속법인은 SK, 소멸법인은 SKT지주
자료: 하나금융투자

표 13. 지배구조 개편안 시나리오 3) SK텔레콤 인적분할 후 중간지주회사와 지주회사 합병시 최대주주 지분율 변화 (단위: 조원, 원, 주, %)

① 분할비율 산정 (조원)		
자사주	1.7	
SK하이닉스 지분가치	13.3	
순차입금	2.9	
SKT지주 순자산	12.1	
분할비율 (SKT지주: SKT사업)	67.6: 32.4	
② 교환비율 산정 (원)		
교환비율 (SK: SKT지주)	1:0.8718	
③ 신규발행 주식수 (주)		
SKT지주 기존 발행주식수	54,618,875	
SK 기존 보유지분	14,627,218	
SK 잔여지분	39,991,657	
이전대상주식수	34,864,521	
(자사주 차감)	18,055,950	
신주발행수	16,808,571	
④ 흡수합병 후		
	주식수 (주)	지분율 (%)
발행주식수	87,168,868	
자사주	4,487,249	5.15
최태원 외	20,743,064	23.80

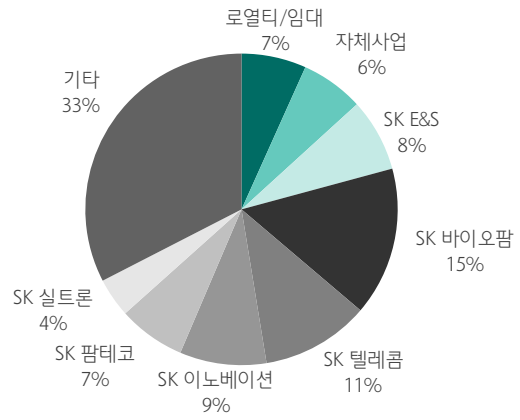
주: SK하이닉스 지분가치는 6월 9일 종가에 지분율 감안, 합병후 존속법인은 SK, 소멸법인은 SKT지주, 순차입금 50% 배분 가정
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

SK하이닉스의 자회사 이전시 7~8조원 이상의 NAV 상승 효과. 배당금도 상승해 주가에 긍정적인 이벤트

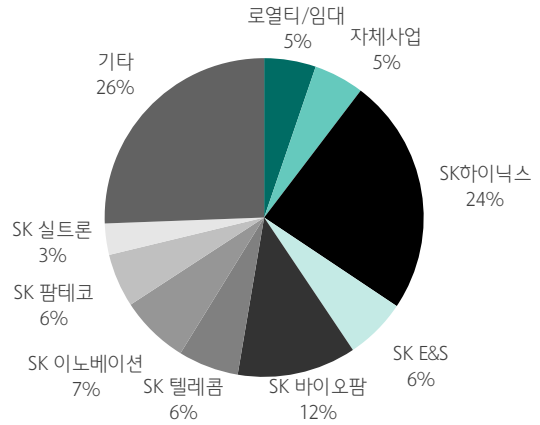
SK텔레콤이 중간지주회사와 사업회사로 분할되고, 중간지주회사와 지주회사가 합병해 현재 손자회사인 SK하이닉스가 자회사로 이전될 경우에는 SK텔레콤(SKT 분할후 사업회사)의 가치 축소분을 감안해도 현 시가총액 기준 7~8조원 이상의 NAV 상승 효과가 있는 것으로 분석된다. 게다가 기존에 SK하이닉스가 SK텔레콤에 지급해 왔던 배당수익이 지주회사에 직접 유입됨에 따라 배당재원도 증가하게 되는 효과가 있다(2019년말 SK하이닉스는 SK텔레콤에 약 2,192억원의 배당금을 지급). 연간 2,200억원에 육박하는 수준의 배당금이 SK텔레콤을 거치지 않고 지주회사로 바로 유입된다면 Core 포트폴리오내 자회사로부터 유입되는 배당수익의 30% 이상을 주주에게 환원하는 동사의 배당정책을 고려할 경우 SK의 주당배당금은 약 1,240원 가량 상승할 수 있을 전망이다. 따라서 NAV 확대와 DPS 상승 여력의 두가지 측면을 모두 고려했을 때 SK하이닉스의 자회사 이전 여부는 지주회사 주주 입장에서는 매우 긍정적인 이벤트가 될 것이다.

그림 36. 현재 SK NAV 비중



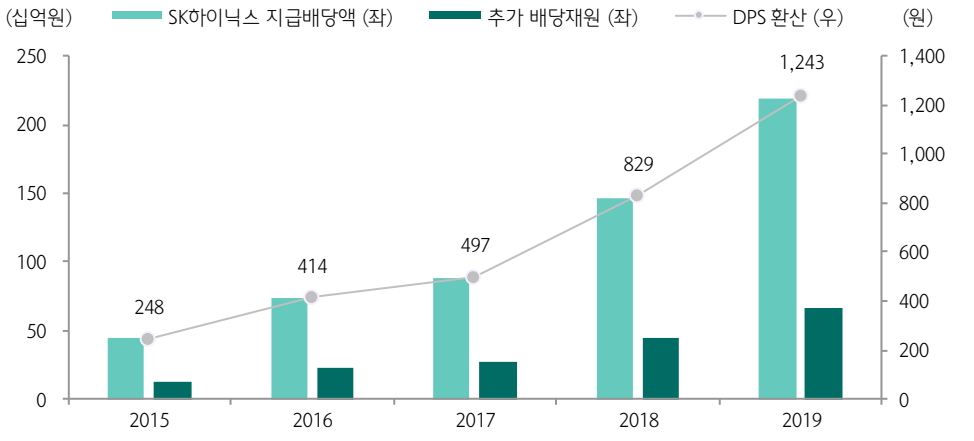
주: 2020년 6월 9일 종가 기준
자료: 하나금융투자

그림 37. SK하이닉스 자회사 이전 가정시 SK NAV 비중



주: 2020년 6월 9일 종가 기준
자료: 하나금융투자

그림 38. SK하이닉스 자회사 가정시 추가 배당재원 및 DPS 추이



주: 보통주 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

4) Valuation

투자의견 매수,
목표주가 320,000원 제시

SK에 대해 투자의견 매수와 목표주가 320,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 SOTP Valuation 방식을 적용해 산출한 목표 NAV 22.8조원을 기준으로 한 1주당 가치이다.

목표 NAV 22.8조원은 영업가치 4.0조원, 상장 자회사 가치 7.7조원, 비상장 자회사 가치 13.8조원, 자사주 가치 4.6조원에 순차입금 7.2조원을 차감해 산출

목표 NAV 22.8조원은 영업가치 4.0조원, 상장 자회사 가치 7.7조원, 비상장 자회사 가치 13.8조원, 자사주 가치 4.6조원에 2020년 3월말 별도 기준 순차입금 7.2조원을 차감해 산출했다. 영업가치는 SK 자체사업인 IT서비스 사업부문의 사업가치 2.0조원에 로열티수익과 임대료수익 2.0조원을 합산했으며, 상장 자회사 가치는 SK텔레콤, SK이노베이션 등 SK의 주요 상장 자회사 시가총액의 합산가액을 30% 할인 적용했다. 비상장 자회사 중 SK바이오팜은 파이프라인 가치에 상장 후 SK 지분율인 75.0%를 감안한 4.6조원, SK E&S은 EV/EBITDA 7.0배를 적용한 2.4조원, SK팜테코는 EV/EBITDA 21.5배를 적용한 2.1조원, SK실트론은 PER 12.8배를 적용한 1.2조원, SK건설은 K-OTC 시가총액 7,359억원에 SK㈜ 지분율 44.5%을 반영한 0.3조원의 기업가치를 적용했다. 그 외 나머지 비상장 자회사에 대해서는 장부가액을 적용했다.

표 14. SK SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분			지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
영업가치		자체사업 (IT)			1,983	8.7	
		로열티			1,951	8.6	
		임대료			18	0.1	
		소계			**3,952**	**17.3**	
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**	**Value**	**NAV 비중**	**비고**
		SK 텔레콤	26.8	17,118.1	3,345	14.7	상장 자회사 가치 30% 할인 적용
		SK 이노베이션	33.4	9,801	2,677	11.7	
		SK 네트웍스	39.1	1,268	368	1.6	
		SKC	41.0	2,049	651	2.9	
		SK 머티리얼즈	49.1	1,814	614	2.7	
		에스엠코어	26.6	168.7	31	0.1	
		소계			**7,687**	**33.7**	
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**장부가액**	**Value**	**NAV 비중**	**비고**
		SK E&S	90.0	842	2,380	10.4	12M Forward EV/EBITDA 7.0배 적용
		SK 건설	44.5	545	273	1.2	K-OTC 시가총액 7,359억원 적용
		SK 바이오팜	100.0	479	4,605	20.2	주요 파이프라인 3개 가치에 상장후 SK 지분율 적용
		SK 실트론	51.0	623	1,214	5.3	SUMCO, Siltronic, Globalwafers 평균 PER 12.8배 적용
		SK 팜테코	100.0	875	2,077	9.1	Cambrex, Siegfried 평균 EV/EBITDA 21.5배 적용
		기타		2,064	3,202	14.0	
		소계			**13,750**	**60.3**	
	지분가치 합계				**21,437**	**94.0**	
자기주식					4,641	20.4	시가 적용
순차입금(별도)					7,231	-31.7	
Target NAV					**22,799**	**100.0**	
발행주식수					70,360,297		
목표주가					**320,000**		
현재가 (6/10)					**257,000**		
Upside Potential					24.5		

주: 상장 자회사 시가총액은 6월 9일 종가 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

5) 2분기 및 향후 실적 전망

SK 2분기 매출액 18.6조원, 영업이익 1,275억원으로 추정

일부 연결자회사들의 실적 부진 현상이 2분기에도 이어질 것으로 예상되는 가운데 지난해 연간 영업이익의 약 32.1%를 차지했던 SK이노베이션의 대규모 영업 적자가 1분기에 이어 2분기까지 지속될 것으로 예상됨에 따라 SK의 2분기 매출액은 전년동기대비 25.9% 감소한 18.6조원, 영업이익은 전년동기대비 90.1% 감소한 1,153억원으로 추정된다. 다만 적자전환했던 1분기에 비해서는 다소 개선되는 모습을 보일 전망이다. 주요 계열사들의 실적 부진에 따른 로열티수익 감소로 2분기 별도 기준 매출액은 5,954억원으로 전년동기대비 소폭 감소할 것으로 예상된다.

SK텔레콤 실적은 하반기부터 개선 전망

지주회사의 NAV 기여도가 가장 높은 SK텔레콤의 경우 1분기 중 5G 가입자 순증 폭이 둔화됨에 따라 이동전화매출액 성장세가 다소 정체되었고, 2019년도 5G 관련 CAPEX 급증으로 인해 감가상각비가 증가했으며 마케팅비용 또한 증가함에 따라 1분기 실적은 비교적 부진한 모습을 보였다. 2분기까지는 실적 부진이 이어질 가능성이 높지만 하반기부터는 갤럭시 S20 재고 밀어내기, 대리점 방문 고객 수 증가 등으로 이동전화매출액이 개선될 공산이 크다. 게다가 SKB/티브로드 합병 법인, ADT 캡스, 11번가 상장 추진 등 지배구조 개편 작업이 성공적으로 이루어진다면 자회사 가치 부각에 따라 배당금이 증가할 가능성 또한 높다.

표 15. SK텔레콤 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450	4,487	4,544	4,609	4,635	4,732	4,783	4,850
영업이익	302	300	320	236	310	339	367	362
(영업이익률)	6.8	6.7	7.0	5.1	6.6	7.4	7.4	6.8
세전이익	370	453	500	418	452	535	650	671
지배주주순이익	309	350	386	324	349	413	502	519
(순이익률)	7.0	7.8	8.5	7.0	7.5	8.7	10.5	10.7

주: 연결 기준

SK이노베이션은 석유사업 부진으로 2분기까지 영업적자 기조 지속될 것

SK이노베이션은 석유사업 부문 마진이 부진한 흐름을 보였고, 화학사업도 주요 제품 마진 약세가 지속되는 등 석유 · 화학사업 부진이 이어지며 1분기에 영업적자 -1.8조원을 시현했다. 유가와 정제마진이 현 수준으로 지속된다고 가정할 경우 석유사업 부진은 2분기에도 계속될 공산이 크다. 이에 따라 SK이노베이션의 경우 2분기에도 영업적자 기조를 이어갈 것으로 예상된다. 다만 영업적자 폭은 1분기에 비해 다소 크게 줄어들 전망이다.

표 16. SK이노베이션 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	11,163	6,857	6,811	6,626	6,714	6,812	6,964	7,048
영업이익	-1,775	-661	160	175	183	187	217	227
(영업이익률)	-15.9	-9.6	2.4	2.6	2.7	2.7	3.1	3.2
세전이익	-2,047	-782	39	46	40	44	74	84
지배주주순이익	-1,558	-597	30	32	30	32	55	62
(순이익률)	-14.0	-8.7	0.4	0.5	0.4	0.5	0.8	0.9

주: 연결 기준

SK머티리얼즈는 신규 아이템 매출 기여도 증가에 따라 연간 매출액 9,000억원 달성 전망

반면 SK머티리얼즈는 1분기 중 매출액 2,123억원, 영업이익은 531억원을 시현해 시장 컨센서스를 상회했는데 이는 SK머티리얼즈의 연결자회사 실적이 상당히 양호한 수준을 달성했기 때문이다. 1분기의 호실적과 더불어 SK머티리얼즈의 연결자회사인 한유케미칼의 드라이아이스, 이산화탄소 등 신규 아이템의 매출 기여도 증가가 예상됨에 따라 연간 매출액은 9,000억원에 달할 수 있을 것으로 전망된다.

표 17. SK머티리얼즈 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	212	224	238	236	242	249	260	257
영업이익	53	53	58	61	64	65	68	70
(영업이익률)	25.0	23.7	24.4	25.6	26.3	26.1	26.2	27.1
세전이익	46	46	50	52	55	56	58	60
당기순이익	36	36	39	41	43	44	46	47
(순이익률)	17.0	15.9	16.4	17.3	17.8	17.5	17.5	18.2

주: 연결 기준, 당기순이익은 비지배지분 포함
자료: 하나금융투자

SKC는 일회성 비용 영향으로 1분기 실적은 기대치 하회했으나 2분기 실적은 대폭 개선 예상

SKC는 1분기 매출액과 영업이익이 각각 6,611억원과 274억에 그쳐 시장컨센서스를 하회했지만 SK넥실리스 인수 및 화학사업 분할에 따른 300억원 가량의 일회성 비용 요인을 감안할 경우 비교적 양호한 수준의 실적을 시현했다. COVID-19로 인해 위생제품 수요가 증가하고 원가 또한 하락하면서 2분기 실적은 큰폭 개선될 수 있을 것으로 전망된다. 뿐만 아니라 SKC가 올해초 인수한 동박 제조업체인 SK넥실리스(구 KCFT)는 Capa 확장을 통해 중장기 이익기여도를 지속적으로 상승시킬 수 있을 것으로 기대된다.

표 18. SKC 실적 전망

(단위: 십억원, %)

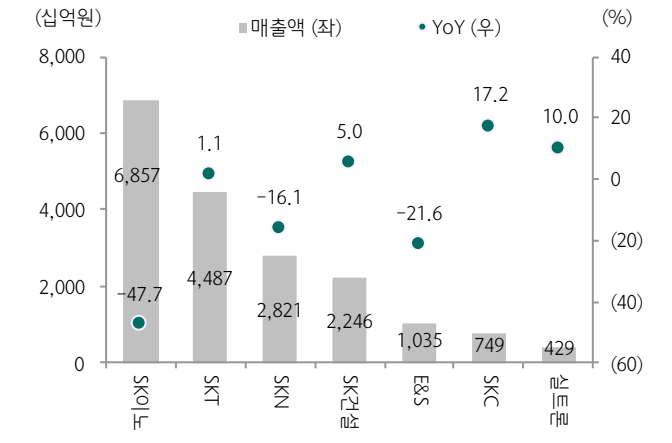
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	661	749	770	829	752	795	863	934
영업이익	27	56	65	63	56	66	76	76
(영업이익률)	4.1	7.4	8.5	7.5	7.4	8.2	8.8	8.1
세전이익	141	51	60	58	39	49	59	59
지배주주순이익	79	35	41	42	24	30	36	36
(순이익률)	12.0	4.6	5.3	5.1	3.2	3.7	4.2	3.9

주: 연결 기준
자료: 하나금융투자

연간 매출액 및 영업이익 하락은 불가피할 전망.
다만 연간 현금흐름은 평년과 비슷하거나 소폭 상승 예상

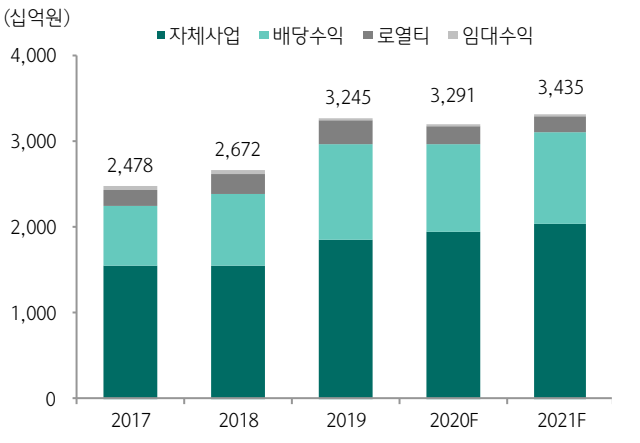
정유 · 화학업종 부진으로 인한 자회사 이익추정치 하향이 예상됨에 따라 2020년 연간 매출액 및 영업이익 하락은 불가피할 것으로 예상되지만 지주로 유입되는 연간 현금흐름은 평년과 비슷한 수준을 유지하거나 오히려 소폭 상승할 수 있을 것으로 전망된다. 그 이유는 1) SK E&S의 차이나가스홀딩스 지분 10.3% 매각대금 1.8조원이 2분기 중 유입되어 특별배당의 형태로 지주회사에 유입될 가능성이 높기 때문이다. SK E&S는 2018년 파주에너지서비스 매각대금 8,852억원(지분 49.0%)과 2019년 차이나가스홀딩스 매각대금 7,968억원(지분 3.3%)을 활용해 특별배당을 지급해온 바 있다. 뿐만 아니라 2) SK바이오팜 상장시 발생할 평가차익 및 구주매출 활용에 따라 직접적인 현금 유입도 기대된다. SK바이오팜의 기업가치를 약 6.1조원으로 가정할 경우 2020년 3월말 장부가 기준 약 5.7조원에 이르는 평가차익이 예상되는데다 기존 SK 보유 지분 중 일부를 구주매출하기 때문에 예상 공모가액 밴드내에서 공모가액이 형성될 경우 세후 약 463억원에서 630억원에 이르는 배당 재원을 확보할 수 있다.

그림 39. 주요 자회사 2분기 매출액 및 증감율 전망



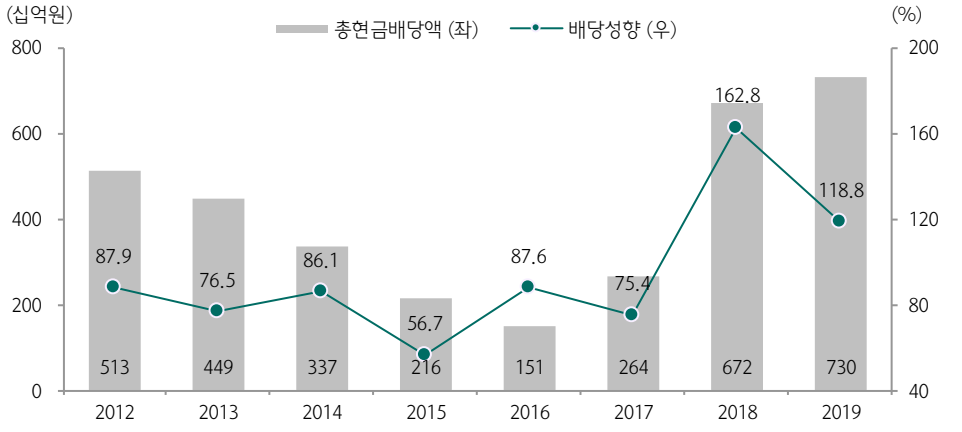
자료: 하나금융투자

그림 40. SK 별도 기준 매출액 구성 및 추이



자료: 하나금융투자

그림 41. SK E&S 배당총액 및 배당성향 추이



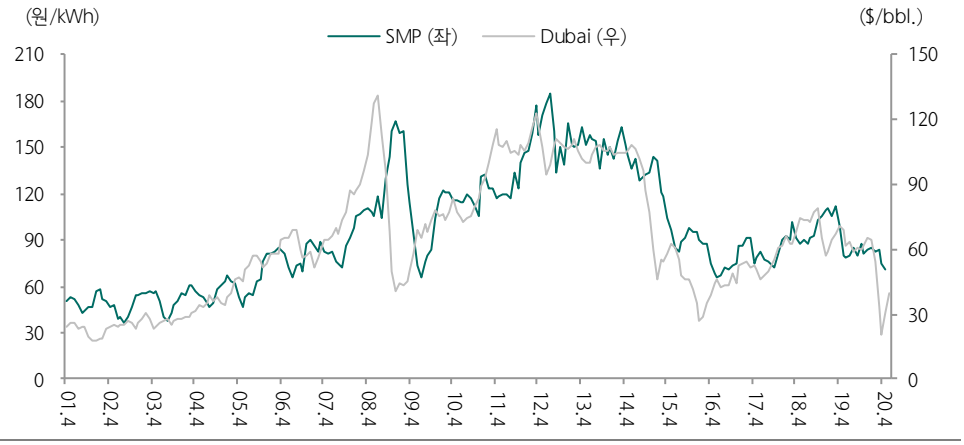
주: 연결 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

현 주가는 상장 자회사를 제외한 비상장 자회사 지분가치와 영업가치 정도도 반영하지 못하고 있는 수준

코로나 우려가 한창이던 3월경에 10만원대 초반까지 하락했던 SK 주가는 최근 SK바이오팜 상장이 가시화되면서 다시 급등했지만 여전히 적정 NAV 대비 약 25% 가량 할인되어 있는 상태이다. 이는 유가 급락에 따른 정유·화학 업종에 대한 시장의 우려가 지주회사 주가에 상당부분 반영되고 있기 때문이다. 또한 SMP는 유가와 큰 연동성을 보이는데 유가 급락이 SK의 주요 비상장 자회사인 SK E&S의 실적에도 부정적인 영향을 미칠 것이라는 우려도 크게 작용한 것으로 판단된다. 하지만 최근 유가가 다시 상승세를 보이고 있는데다 일부 자회사들의 실적 부진 가능성에도 불구하고 SK E&S의 특별배당과 SK바이오팜 관련 평가차익 등은 지주회사의 안정적인 현금흐름에 크게 기여할 수 있을 것이다. 이러한 현금흐름을 바탕으로 한 DPS의 점진적인 우상향 기조와 여기에 SK바이오팜→SK실트론→SK팜테코로 이어지는 IPO 모멘텀까지 고려한다면 상장 자회사를 제외한 비상장 자회사 지분가치와 영업가치 정도도 반영하지 못하고 있는 현 주가 수준은 저평가되어 있는 것이 분명하다고 판단된다.

그림 42. 유가와 SMP 추이



자료: 전력통계정보시스템, Petronet, 하나금융투자

표 19. SK E&S 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	**2,020**	**1,108**	**1,089**	**1,693**	**2,082**	**1,446**	**1,418**	**2,248**
Change(% yoy)	-8.7	-16.0	-11.1	-6.2	3.1	30.4	30.2	32.7
매출원가	1,640	944	918	1,483	1,714	1,203	1,195	1,962
% of 매출액	81.2	85.2	84.3	87.6	82.3	83.2	84.3	87.3
판관비	142	109	117	147	129	142	152	196
영업이익	**238**	**55**	**54**	**63**	**239**	**101**	**71**	**90**
OPM	11.8	5.0	5.0	3.7	11.5	7.0	5.0	4.0
Change(% yoy)	-18.1	-30.1	-40.4	-3.9	0.7	82.6	30.2	43.5

주: 연결 기준

자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

표 20. SK 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	**23,726**	**18,634**	**18,904**	**20,018**	**20,645**	**19,447**	**19,952**	**21,565**
Change(% yoy)	-7.1	-25.9	-24.3	-15.2	-13.0	4.4	5.5	7.7
매출원가	23,271	17,617	17,201	17,998	18,558	17,601	18,054	19,316
% of 매출액	98.1	94.5	91.0	89.9	89.9	90.5	90.5	89.6
Change(% yoy)	0.7	-22.6	-24.1	-17.0	-20.3	-0.1	5.0	7.3
매출총이익	455	1,016	1,704	2,019	2,087	1,846	1,899	2,249
GPM	1.9	5.5	9.0	10.1	10.1	9.5	9.5	10.4
Change(% yoy)	-81.3	-57.4	-26.1	4.7	358.5	81.6	11.4	11.3
판관비	1,378	901	895	1,118	1,066	942	957	1,247
% of 매출액	5.8	4.8	4.7	5.6	5.2	4.8	4.8	5.8
Change(% yoy)	19.3	-26.1	-31.1	-22.1	-22.6	4.5	7.0	11.6
영업이익	**-923**	**115**	**809**	**902**	**1,021**	**905**	**941**	**1,002**
OPM	-3.9	0.6	4.3	4.5	4.9	4.7	4.7	4.6
Change(% yoy)	-171.8	-90.1	-19.5	82.3	-210.6	684.2	16.4	11.1
I. 부문별 매출액								
1. SK(별도) 1. IT서비스	423	552	451	522	444	580	474	548
1. SK(별도) 2. 배당	953	0	75	0	991	0	77	0
1. SK(별도) 3. 상표권	69	43	44	47	45	45	46	50
1. SK(별도) 4. 임대	0	1	0	1	0	1	0	1
1. SK(별도) 소계	1,445	595	570	569	1,481	625	597	599
2. SK이노베이션	11,163	6,857	6,811	6,626	6,714	6,812	6,964	7,048
3. SK텔레콤	4,450	4,487	4,544	4,609	4,635	4,732	4,783	4,850
4. SK네트웍스	2,875	2,821	3,036	3,091	2,948	2,876	3,110	3,161
5. SKC	661	749	770	829	752	795	863	934
6. SK건설	2,257	2,246	2,291	2,926	2,370	2,359	2,405	3,072
7. SK E&S	2,020	1,108	1,089	1,693	2,082	1,446	1,418	2,248
8. SK실트론	408	429	448	401	448	471	493	441
9.기타	677	703	726	736	724	753	777	787
단순합계	25,955	19,995	20,286	21,480	22,154	20,869	21,410	23,141
연결조정	-2,229	-1,362	-1,381	-1,463	-1,509	-1,421	-1,458	-1,576
연결매출액	**23,726**	**18,634**	**18,904**	**20,018**	**20,645**	**19,447**	**19,952**	**21,565**
II. 부문별 영업이익								
1. SK(별도)	1,052	141	140	290	1,091	166	148	174
2. SK이노베이션	-1,776	-661	160	175	183	187	217	227
3. SK텔레콤	301	300	320	236	310	339	367	362
4. SK네트웍스	41	29	51	53	56	47	65	64
5. SKC	27	56	65	63	56	66	76	76
6. SK건설	223	102	101	144	110	108	111	150
7. SK E&S	238	55	54	63	239	101	71	90
8. SK실트론	53	104	107	93	102	105	109	98
9.기타	19	20	20	21	21	22	23	23
단순합계	178	145	1,019	1,136	2,169	1,140	1,186	1,263
연결조정	-1,101	-30	-210	-235	-1,148	-235	-245	-261
연결영업이익	**-923**	**115**	**809**	**902**	**1,021**	**905**	**941**	**1,002**

자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**100,161.6**	**99,264.6**	**81,281.8**	**81,609.7**	**87,414.1**
매출원가	90,673.3	90,206.2	77,525.8	76,331.7	82,717.4
매출총이익	9,488.3	9,058.4	3,756.0	5,278.0	4,696.7
판관비	4,804.5	5,108.5	2,852.6	1,409.5	58.0
영업이익	**4,683.8**	**3,949.9**	**903.3**	**3,868.4**	**4,638.7**
금융손익	(583.5)	(1,375.3)	(1,174.7)	(1,008.1)	(888.4)
종속/관계기업손익	3,665.5	596.0	1,150.6	504.7	525.2
기타영업외손익	(207.6)	(394.0)	120.1	92.8	92.8
세전이익	**7,558.1**	**2,776.6**	**999.3**	**3,457.9**	**4,368.4**
법인세	1,931.8	1,075.6	(12.6)	573.1	707.2
계속사업이익	5,626.4	1,700.9	1,011.9	2,884.7	3,661.2
중단사업이익	524.8	(93.7)	(8.5)	0.0	0.0
당기순이익	**6,151.1**	**1,607.2**	**1,003.4**	**2,884.7**	**3,661.2**
비지배주주지분 순이익	3,898.0	890.0	456.6	1,153.9	1,464.5
지배주주순이익	**2,253.1**	**717.3**	**546.9**	**1,730.8**	**2,196.7**
지배주주지분포괄이익	2,300.1	927.3	(52,528.5)	(82,953.7)	(105,281.4)
NOPAT	3,486.7	2,419.7	914.7	3,227.2	3,887.8
EBITDA	10,554.9	11,463.6	8,043.3	9,813.9	9,594.3
성장성(%)					
매출액증가율	10.5	(0.9)	(18.1)	0.4	7.1
NOPAT증가율	(13.0)	(30.6)	(62.2)	252.8	20.5
EBITDA증가율	(7.3)	8.6	(29.8)	22.0	(2.2)
영업이익증가율	(18.5)	(15.7)	(77.1)	328.3	19.9
(지배주주)순익증가율	34.3	(68.2)	(23.8)	216.5	26.9
EPS증가율	34.3	(68.2)	(23.8)	216.5	26.9
수익성(%)					
매출총이익률	9.5	9.1	4.6	6.5	5.4
EBITDA이익률	10.5	11.5	9.9	12.0	11.0
영업이익률	4.7	4.0	1.1	4.7	5.3
계속사업이익률	5.6	1.7	1.2	3.5	4.2

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**37,128.4**	**40,029.1**	**49,654.0**	**58,755.7**	**67,585.5**
금융자산	11,403.4	12,117.1	25,707.4	33,131.2	40,458.9
현금성자산	6,783.0	7,981.8	22,207.1	29,372.1	36,468.1
매출채권 등	12,276.7	11,857.5	10,053.4	10,830.4	11,526.0
재고자산	8,992.7	9,138.4	7,748.0	8,346.8	8,882.9
기타유동자산	4,455.6	6,916.1	6,145.2	6,447.3	6,717.7
비유동자산	**82,328.6**	**91,991.5**	**85,399.0**	**80,954.4**	**77,342.4**
투자자산	22,021.9	25,713.4	22,243.1	23,743.9	25,087.5
금융자산	586.2	1,008.3	854.9	920.9	980.1
유형자산	39,715.9	42,846.4	39,211.2	34,566.8	30,761.3
무형자산	**16,190.7**	**14,666.3**	**15,102.8**	**13,801.7**	**12,651.5**
기타비유동자산	**4,400.1**	**8,765.4**	**8,841.9**	**8,842.0**	**8,842.1**
자산총계	**119,457.0**	**132,020.7**	**135,053.0**	**139,710.1**	**144,927.9**
유동부채	**30,007.8**	**35,563.1**	**36,910.6**	**38,397.8**	**39,729.2**
금융부채	8,524.9	13,135.1	17,674.5	17,754.2	17,825.6
매입채무 등	17,812.9	18,470.8	15,660.5	16,870.9	17,954.5
기타유동부채	3,670.0	3,957.2	3,575.6	3,772.7	3,949.1
비유동부채	**38,561.3**	**44,274.9**	**45,048.1**	**45,620.9**	**46,133.8**
금융부채	**29,185.1**	**35,533.0**	**37,636.3**	**37,636.3**	**37,636.3**
기타비유동부채	9,376.2	8,741.9	7,411.8	7,984.6	8,497.5
부채총계	**68,569.1**	**79,838.0**	**81,958.7**	**84,018.7**	**85,863.0**
지배주주지분	**16,627.5**	**16,685.7**	**17,717.0**	**19,160.1**	**21,069.2**
자본금	**15.4**	**15.4**	**15.4**	**15.4**	**15.4**
자본잉여금	5,536.4	5,886.2	6,233.8	6,233.8	6,233.8
자본조정	(904.5)	(1,812.0)	(1,812.0)	(1,812.0)	(1,812.0)
기타포괄이익누계액	(237.1)	37.6	507.8	507.8	507.8
이익잉여금	12,217.3	12,558.6	12,772.1	14,215.3	16,124.3
비지배주주지분	**34,260.4**	**35,496.9**	**35,377.4**	**36,531.3**	**37,995.8**
자본총계	**50,887.9**	**52,182.6**	**53,094.4**	**55,691.4**	**59,065.0**
순금융부채	26,306.6	36,551.0	29,603.4	22,259.3	15,003.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	31,767	10,113	7,711	24,403	30,972
BPS	247,186	260,803	275,342	295,689	322,605
CFPS	166,037	162,141	139,623	145,483	142,677
EBITDAPS	148,815	161,627	113,403	138,367	135,272
SPS	1,412,191	1,399,543	1,146,001	1,150,624	1,232,462
DPS	5,000	5,000	5,500	5,500	6,000
주가지표(배)					
PER	8.2	25.9	33.3	10.5	8.3
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
PCFR	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	7.5	7.9	10.3	7.8	7.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	14.9	4.3	3.2	9.4	10.9
ROA	2.0	0.6	0.4	1.3	1.5
ROIC	5.6	3.6	1.4	5.7	7.6
부채비율	134.7	153.0	154.4	150.9	145.4
순부채비율	51.7	70.0	55.8	40.0	25.4
이자보상배율(배)	4.6	2.9	0.6	2.6	3.1

현금흐름표

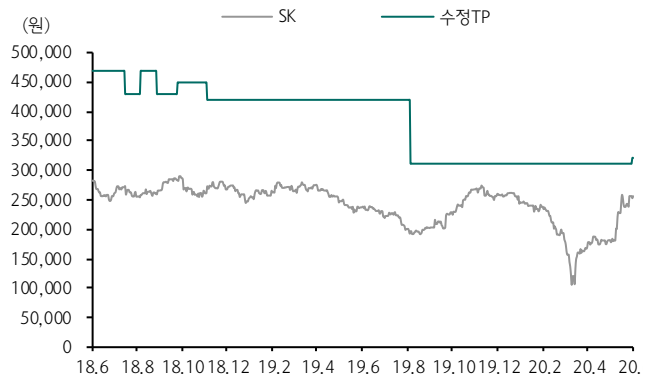
(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**7,856.5**	**7,978.8**	**7,642.3**	**9,039.8**	**8,794.8**
당기순이익	6,151.1	1,607.2	1,003.4	2,884.7	3,661.2
조정	3,441.6	7,778.3	7,146.0	5,852.6	4,862.8
감가상각비	5,871.1	7,513.7	7,140.0	5,945.4	4,955.6
외환거래손익	7.4	34.4	147.8	0.0	0.0
지분법손익	(4,424.9)	(862.0)	(367.3)	0.0	0.0
기타	1,988.0	1,092.2	225.5	(92.8)	(92.8)
영업활동 자산부채 변동	(1,736.2)	(1,406.7)	(507.1)	302.5	270.8
투자활동 현금흐름	**(10,181.8)**	**(10,686.5)**	**1,023.6**	**(1,759.7)**	**(1,575.4)**
투자자산감소(증가)	(1,268.5)	(3,095.5)	3,594.6	(1,500.8)	(1,343.6)
유형자산감소(증가)	(5,755.9)	(7,654.2)	(2,211.6)	0.0	0.0
기타	(3,157.4)	63.2	(359.4)	(258.9)	(231.8)
재무활동 현금흐름	**1,929.7**	**3,868.5**	**5,245.3**	**(207.9)**	**(216.3)**
금융부채증가(감소)	4,608.6	10,958.2	6,642.7	79.8	71.4
자본증가(감소)	519.5	349.8	347.5	0.0	0.0
기타재무활동	(1,687.3)	(5,623.2)	(1,481.1)	0.0	(0.0)
배당지급	(1,511.1)	(1,816.3)	(263.8)	(287.7)	(287.7)
현금의 증감	**(362.8)**	**1,198.7**	**14,225.3**	**7,165.0**	**7,095.9**
Unlevered CFO	11,776.4	11,500.1	9,903.0	10,318.6	10,119.6
Free Cash Flow	1,580.9	153.9	5,405.5	9,039.8	8,794.8

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.11	BUY	320,000		
	담당자변경			
19.8.15	BUY	310,000	-29.13%	-11.29%
18.11.13	BUY	420,000	-39.54%	-32.98%
18.10.4	BUY	450,000	-40.62%	-35.44%
18.9.6	BUY	430,000	-35.47%	-33.26%
18.8.15	BUY	470,000	-44.16%	-42.87%
18.7.25	BUY	430,000	-39.44%	-37.79%
18.7.15	BUY	470,000	-42.50%	-42.02%
18.3.5	BUY	430,000	-33.31%	-27.09%

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	91.0%	9.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 6월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 6월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2020년 6월 11일 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.