

SK(034730)

삼성바이오 상장 이후의 학습 효과. SK바이오팜 수급 효과 전이 예상

과거 지주사 비상장 자회사들 상장시의 수급 흐름과는 다를 것

SK에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 320,000원을 유지. 대부분의 경우 지주회사의 우량 비상장자회사 상장시에는 지주회사 매도, 상장하는 자회사 매수 등에 따른 수급 이슈로 지주회사 주가가 일시적이거나 약세를 보이는 것이 일반적인 현상. SK바이오팜에 대한 기대가 큰 만큼 SK바이오팜 상장시에도 이러한 논리가 작용할 경우 SK에 대한センチ멘트를 위축시킬 수 있다는 우려가 있을 수 있음. 그러나 삼성바이오로직스 상장 이후의 학습 효과를 감안시 금번 SK바이오팜 상장은 SK에게 상당한 수급 개선의 기회로 작용할 것으로 판단

삼성바이오로직스 상장 당시의 현상을 복기(復讐)해 보면...

삼성바이오는 2016년 11월 상장 직후 6개월간은 주가가 큰 변화가 없다가 2017년 5월 이후 주가가 급등. 1년반만에 주가가 3배 이상 상승하며 고평가, 고평가 현상으로 그당시 투자자들 사이에서 엄청난 고평가 논란을 불러왔던 주식. 삼성바이오 상장 당시에 금번 SK바이오팜과 마찬가지로 유통주식수가 20%에 불과해 상당히 적었을 뿐만 아니라 고평가 논란에 따라 국내외 기관들의 보유 비중이 상당히 적었던 편. Valuation 부담이 적은 삼성물산(지주회사)을 대체재로 매수하기도 했었음

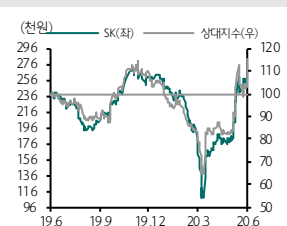
SK바이오팜 수급 효과가 SK로 전이될 수 밖에 없을 전망

SK바이오팜은 중추신경계 질환을 타겟으로 한 신약개발전문기업으로 이미 FDA로부터 승인받은 신약을 2개나 보유. 세노바메이트 사례에서 보듯이 후기 임상시험까지 독자적으로 수행했으며, 미국 등 글로벌 시장에서 독자 마케팅까지 자체 보유하는 전략으로 신약개발, 생산, 마케팅까지 모든 value chain을 보유한 글로벌 종합제약사로 도약 가능. SK바이오팜 기업가치는 최소 6.1조원 이상으로 추정되며 공모가액밴드 기준 기업가치는 2.8~3.8조원 수준에 불과. 국내외 기관투자자들의 관심이 매우 클 것으로 예상되는데 기관투자자 배정주식수는 15% 수준이고(삼성바이오 상장 당시와 동일), 물량 배정시 보호예수 가능성 높아 상장 초기에는 유통주식수가 5%에 불과할 수도 있음. 따라서 SK바이오팜 수급 효과가 SK바이오팜을 보유하고 있는 SK에게도 전이될 수 밖에 없는 환경임. SK바이오팜 상장 이후 주가가 어느정도 적정 value 수준으로 상승할 때까지 SK에 대한 투자심리는 계속 개선될 수 있을 것으로 전망

Update

BUY

| TP(12M): 320,000원 | CP(6월12일): 279,000원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	2,132.30			
52주 최고/최저(원)	279,000/107,000	매출액(십억원)	85,444.3	90,932.3
시가총액(십억원)	19,630.5	영업이익(십억원)	1,284.1	4,186.0
시가총액비중(%)	1.63	순이익(십억원)	1,166.1	2,763.1
발행주식수(천주)	70,360.3	EPS(원)	10,221	18,416
60일 평균 거래량(천주)	424.5	BPS(원)	325,137	344,469
60일 평균 거래대금(십억원)	86.2	Stock Price		
20년 배당금(예상, 원)	5,500			
20년 배당수익률(예상, %)	1.97			
외국인지분율(%)	21.98			
주요주주 지분율(%)				
최대원 외 28인	29.59			
국민연금공단	8.46			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	54.1 7.5 18.0			
상대	39.0 7.8 16.7			

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	36.18	11.43	9.01
PBR	배	1.05	1.00	1.01	0.94	0.86
EV/EBITDA	배	7.48	7.90	10.54	8.01	7.59
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

표 1. 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

표 2. 삼성바이오로직스 상장 개요

(단위: 주, %)

기존 발행주식수	55,137,442
신규 발행주식수	11,027,558
총발행주식수	66,165,000
① 삼성물산 지분	43.4%
삼성전자 구주매출분	5,513,744
상장 후 삼성전자 보유주식수	20,836,832
② 삼성전자 지분	31.5%
우리사주조합 우선배정주식수	3,308,261
③ 우리사주조합 지분	5.0%
일반공모주식수	13,233,041
④ 일반공모주식 지분	20.0%
일반청약자 배정주식수	3,308,261
④-1. 일반청약자 지분	5.0%
기관투자자 배정주식수	9,924,780
④-2. 기관투자자 지분	15.0%

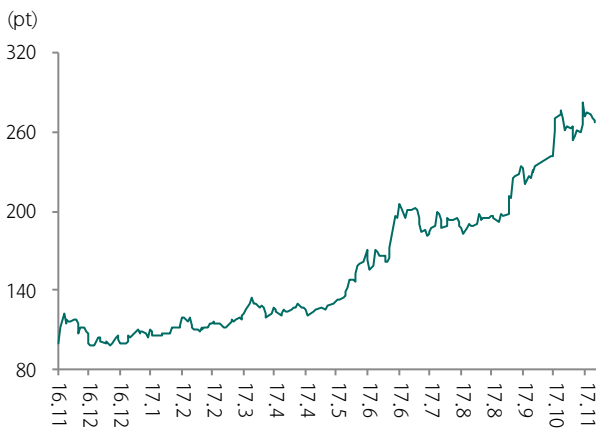
표 3. SK바이오팜의 파이프라인과 추정 기업가치

(단위: 십억원)

파이프라인	적용증	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	회귀뇌전증						141	
Relenopride	만성변비, 과민성대장증후군						?	만성변비에 대해서 임상 2상 완료 2018년초 글라이식스사와 회귀 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	

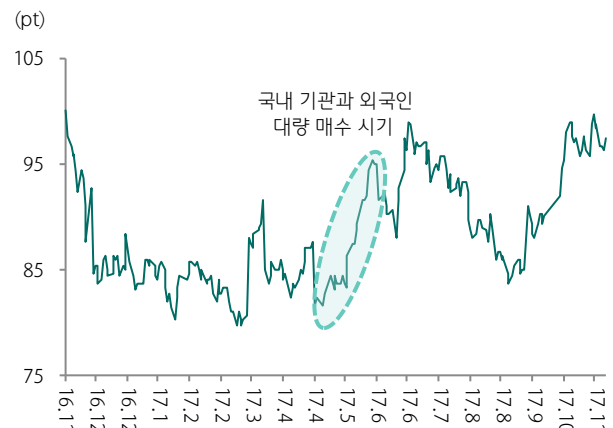
자료: 하나금융투자

그림 1. 삼성바이오로직스 상장 직후 1년간 주가 현황



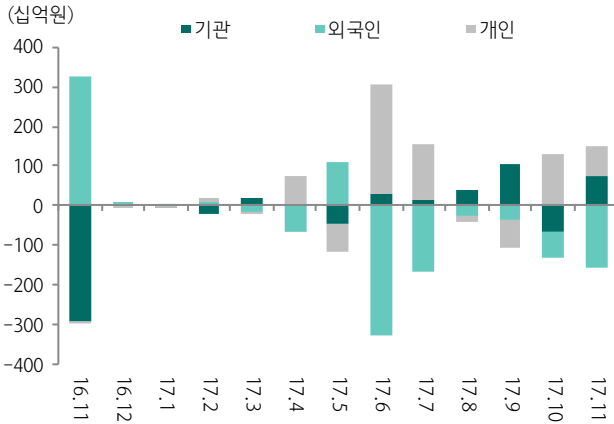
자료: 하나금융투자

그림 2. 삼성바이오로직스 상장 직후 1년간 삼성물산 주가 현황



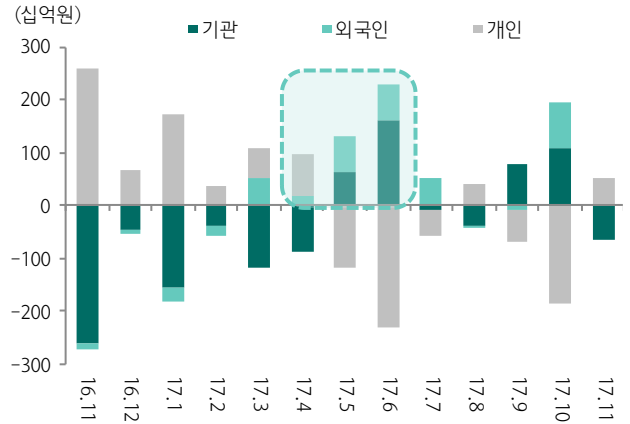
주: 2020년 6월 9일 종가 기준

그림 3. 삼성바이오로직스 상장 직후 1년간 투자자별 순매수 현황



자료: 하나금융투자

그림 4. 삼성바이오 상장 직후 1년간 삼성물산 투자자별 순매수 현황



주: 2020년 6월 9일 종가 기준

표 5. 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	17.4			
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		SK 텔레콤	26.8	17,118.1	3,156	13.9	
		SK 이노베이션	33.4	9,801	2,453	10.8	
		SK 네트워크	39.1	1,268	345	1.5	
		SKC	41.0	2,049	627	2.8	상장 자회사 가치 30% 할인 적용
		SK 머티리얼즈	49.1	1,814	601	2.6	
		에스엠코어	26.6	168.7	29	0.1	
	소계			7,212	31.7		
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
		SK E&S	90.0	842	2,380	10.5	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	20.3	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	14.1		
소계			13,750	60.5			
지분가치 합계				20,962	92.3		
자기주식			5,038	22.2	시가 적용		
순차입금(별도)			7,231	-31.8			
Target NAV			22,721	100.0			
발행주식수			70,360,297				
목표주가			320,000				
현재가 (6/12)			279,000				
Upside Potential			14.7				

주: 상장 자회사 시가총액은 6월 12일 종가 기준
 자료: 하나금융투자

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
판매비	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)
중속/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)순이익증가율	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

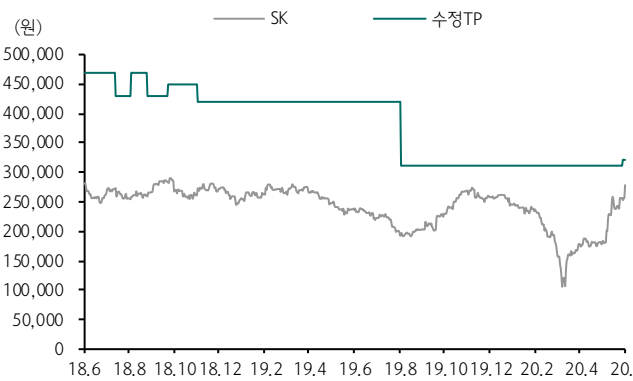
투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	31,767	10,113	7,711	24,403	30,972
BPS	247,186	260,803	275,342	295,689	322,605
CFPS	166,037	162,141	139,623	145,483	142,677
EBITDAPS	148,815	161,627	113,403	138,367	135,272
SPS	1,412,191	1,399,543	1,146,001	1,150,624	1,232,462
DPS	5,000	5,000	5,500	5,500	6,000
주기지표(배)					
PER	8.2	25.9	36.2	11.4	9.0
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
PCFR	1.6	1.6	2.0	1.9	2.0
EV/EBITDA	7.5	7.9	10.5	8.0	7.6
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

자료: 하나금융투자

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

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	91.6%	8.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 6월 12일

Compliance Notice

- 당사는 하나금융지주의 계열사입니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 6월 15일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2020년 6월 15일 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.