

SK (034730)

지주회사

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	380,000원 (U)
현재주가 (7/3)	272,000원
상승여력	40%

시가총액	192,926억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	1,975억원
60일 평균 거래량	742,080주
52주 고	318,000원
52주 저	107,000원
외인지분율	21.35%
주요주주	최태원 외 28인 29.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.2	65.9	19.3
상대	11.9	33.0	16.2
절대(달러환산)	13.7	70.1	16.4

바이오팜으로 끝이 아니다

SK바이오팜 상장 이후에도 (주)SK가 매력적인 이유

SK바이오팜의 성공적 IPO 데뷔에도 불구하고, SK 주가는 SK바이오팜 상장 이후 -8%의 조정을 받았다. 투자자와의 소통을 통해 잠정적으로 내린 결론은 ①바이오팜 상장 후 모멘텀 소멸, ②SK Valuation 부담 등이 SK 주가 조정의 발미를 제공한 것으로 판단된다. 이에 우리는 투자자들이 많이 묻는 질문을 추려서, 문답 형태로 정리해보았다.

SK바이오팜 상장은 SK에게 악재인가? 악재가 아니다. SK NAV 산출 시, SK바이오팜의 가치는 약 5조원 내외로 반영되어 있었다. 3일 종가인 16.5만원은 시가총액 기준 12.9조원이다. 구주 매출 이후 잔여 지분 75%의 가치는 시가 기준 9.7조원에 달한다. 추가로 SK바이오팜의 주가 상승 시, SK의 Valuation 매력은 높아지는 구조이다.

SK바이오팜 지분의 추가 매각 가능성이 있는가? 매각 가능성이 있다. 최대주주 지분의 보호 예수(6개월) 기간 이후 일부 지분 매각 가능성이 높을 것으로 전망한다. 우리는 SK의 SK바이오팜 지분이 장기적으로 50% 수준까지 낮아질 것으로 전망한다. 만약 SK바이오팜의 시가총액이 현 수준(12.9조원)을 유지한다면, 추가 지분 매각을 통해 SK는 3.22조원의 현금을 확보할 수 있게 된다. 따라서 SK바이오팜의 주가 상승은 분명히 SK 주주에게 호재가 될 수 있다.

SK바이오팜 상장 이후 추가 모멘텀이 있는가? 모멘텀이 존재한다. ①SK는 SK바이오팜 구주 매출을 통해 세전 기준 3,070억원의 현금을 확보했다. 재원의 일부는 투자자에게 특별배당(500원~1,000원)으로 활용될 예정이며, 대부분은 향후 바이오팜으로 L.O를 진행할 수 있는 초기 바이오 파이프라인에 투자 재원으로 활용될 것이다. 일례로 SK는 싱가포르벤처기업인 허밍버드 바이오사이언스의 시리즈B 투자에 참여했다. ②SK의 차기 IPO 후보회사는 SK실트론, SK팜테코 등을 꼽을 수 있다. SK바이오팜 IPO의 성공은 SK 경영진을 자극시켰으며, 이에 따라 SK실트론, SK팜테코 IPO 시기를 앞당길 것으로 전망된다. SK실트론과 SK팜테코의 예상 시가총액은 각각 3조원, 2조원에 달한다. ③모빌리티 분야에서도 M&A를 통해 플랫폼 사업 기회를 엿볼 것으로 전망된다. 카카오톡 형태의 사업 모델을 검토하는 것으로 알려져 있으며, 관련하여 회사의 움직임을 주시해야 한다.

목표주가 38만원 상향 조정

SK바이오팜 상장 이후의 가치를 반영하여, SK 목표주가를 기존 32만원 → 38만원으로 상향 조정한다. 바이오팜 상장은 (주)SK의 Valuation 부담을 낮추는 기회를 제공했다. 지주회사 내 최선호 의견을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	193,259	-23.1	-18.5	192,471	0.4
영업이익	1,296	-88.9	흑전	3,101	-58.2
세전계속사업이익	2,372	-72.9	흑전	11,425	-79.2
지배순이익	318	-72.9	흑전	6,783	-95.3
영업이익률 (%)	0.7	-3.9 %pt	흑전	1.6	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	0.2	-0.3 %pt	흑전	3.5	-3.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	1,001,616	992,646	877,081	895,350
영업이익	46,838	39,499	11,229	43,825
지배순이익	22,531	7,173	5,064	13,515
PER	8.8	24.2	37.8	14.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.6	7.7	10.4	7.3
ROE	14.9	4.3	2.7	6.1

자료: 유안타증권

[표 1] SK NAV

(단위: 억원)

투자자산	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	181,678	26.8%	48,653	최근 시가 기준
SK 이노베이션	121,592	33.0%	40,077	최근 시가 기준
SK 네트워크스	12,099	39.1%	4,733	최근 시가 기준
SKC	23,384	41.0%	9,587	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	21,507	49.1%	10,560	최근 시가 기준
에스엠코어	3,490	26.7%	930	최근 시가 기준
SK 바이오팜	129,216	75.0%	96,912	최근 시가 기준
ESR	82,350	11.1%	9,124	최근 시가 기준
SK E&S	26,000	90.0%	40,534	CGH 지분 전량 매각. 1.7조원 현금 유입
SK 건설	5,453	44.5%	3,203	장외 시총 7,200억원(2020년 7월 OTC)
SK 팜데코	8,752	100.0%	20,000	경쟁사 수준 Value 적용 시 2조원
SK 실트론	6,226	51.0%	16,840	EBITDA 5,282억원. EBITDA 8X
투자자산 기타			9,850	
투자자산가치 합계			217,703	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	
순차입금			69,241	개별 단순 합산
NAV			195,528	
주식 수(천주)			52,304	
주당 NAV			373,830	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] SK 바이오팜 시가총액 변화에 따른 SK 주당 NAV 변화

SK 바이오팜 시가총액 (억원)	SK 주당 NAV (원)
100,000	344,505
129,216	373,830
167,981	412,740

자료: 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,001,616	992,646	877,081	895,350	913,257
매출원가	906,733	902,062	774,591	790,686	806,500
매출총이익	94,883	90,584	102,490	104,664	106,757
판매비	48,045	51,085	91,261	60,838	62,055
영업이익	46,838	39,499	11,229	43,825	44,702
EBITDA	105,549	114,636	85,663	120,808	124,332
영업외손익	28,743	-11,733	-4,190	-1,191	744
외환관련손익	-1,911	-1,727	-6,415	-5,985	-6,009
이자손익	-7,871	-11,123	-11,969	-12,118	-12,267
관계기업관련손익	36,655	5,960	15,846	18,563	20,420
기타	1,871	-4,843	-1,652	-1,652	-1,400
법인세비용차감전순손익	75,581	27,766	7,039	42,634	45,446
법인세비용	19,318	10,756	829	11,068	11,613
계속사업순손익	56,264	17,009	6,210	31,566	33,833
중단사업순손익	5,248	-937	-85	0	0
당기순이익	61,511	16,072	6,125	31,566	33,833
지배지분순이익	22,531	7,173	5,064	13,515	14,491
포괄순이익	60,303	18,878	39,055	64,496	66,763
지배지분포괄이익	23,001	9,273	19,501	-206,073	-172,288

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	78,565	79,788	64,473	92,416	96,276
당기순이익	61,511	16,072	6,125	31,566	33,833
감가상각비	45,383	59,813	58,956	61,350	63,841
외환손익	74	344	6,415	5,985	6,009
중속, 관계기업관련손익	-36,679	-5,278	-15,846	-18,563	-20,420
자산부채의 증감	-17,362	-14,067	-16,376	-14,301	-13,749
기타현금흐름	25,638	22,904	25,198	26,379	26,762
투자활동 현금흐름	-101,818	-106,865	-83,130	-85,082	-87,714
투자자산	-14,193	-24,911	-8,424	-8,424	-8,424
유형자산 증가 (CAPEX)	-62,756	-78,250	-60,135	-62,577	-65,118
유형자산 감소	5,197	1,708	0	0	0
기타현금흐름	-30,066	-5,412	-14,571	-14,081	-14,172
재무활동 현금흐름	19,297	38,685	-30,316	-32,987	-34,019
단기차입금	7,373	24,133	-500	-500	-500
사채 및 장기차입금	40,389	35,720	4,000	4,000	4,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-15,111	-18,163	-17,981	-17,958	-18,481
기타현금흐름	-13,354	-3,005	-15,835	-18,529	-19,037
연결범위변동 등 기타	327	379	63,224	35,382	41,560
현금의 증감	-3,628	11,987	14,251	9,728	16,103
기초 현금	71,458	67,830	79,818	94,069	103,797
기말 현금	67,830	79,818	94,069	103,797	119,900
NOPLAT	46,838	39,499	11,229	43,825	44,702
FCF	13,460	7,018	7,829	32,553	34,043

자료: 유안타증권

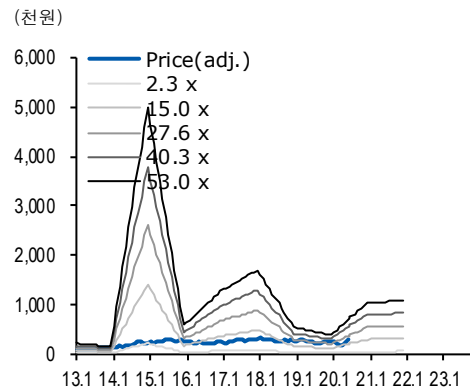
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	371,284	400,291	410,877	429,939	455,223	
현금및현금성자산	67,830	79,818	94,069	103,797	119,900	
매출채권 및 기타채권	122,767	118,575	120,763	123,997	126,904	
재고자산	89,927	91,384	86,944	88,689	90,431	
비유동자산	823,286	919,915	948,865	981,048	1,015,292	
유형자산	397,159	428,464	429,643	430,870	432,147	
관계기업등 지분관련자산	192,183	218,947	243,218	270,205	299,049	
기타투자자산	28,036	38,187	38,596	39,022	39,465	
자산총계	1,194,570	1,320,207	1,359,742	1,410,987	1,470,515	
유동부채	300,078	355,631	352,724	360,093	367,650	
매입채무 및 기타채무	178,129	184,708	182,682	188,466	194,353	
단기차입금	34,263	58,884	58,384	57,884	57,384	
유동성장기부채	50,249	60,297	60,297	60,297	60,297	
비유동부채	385,613	442,749	449,836	457,383	465,072	
장기차입금	69,599	72,371	74,371	76,371	78,371	
사채	219,306	251,370	253,370	255,370	257,370	
부채총계	685,691	798,380	802,560	817,476	832,722	
지배지분	166,275	166,858	202,213	238,542	282,824	
자본금	154	154	154	154	154	
자본잉여금	55,364	58,862	58,862	58,862	58,862	
이익잉여금	122,173	125,586	128,012	131,411	142,764	
비지배지분	342,604	354,969	354,969	354,969	354,969	
자본총계	508,879	521,826	557,182	593,511	637,793	
순차입금	262,329	353,340	340,985	333,088	318,748	
총차입금	376,363	474,511	478,011	481,511	485,011	

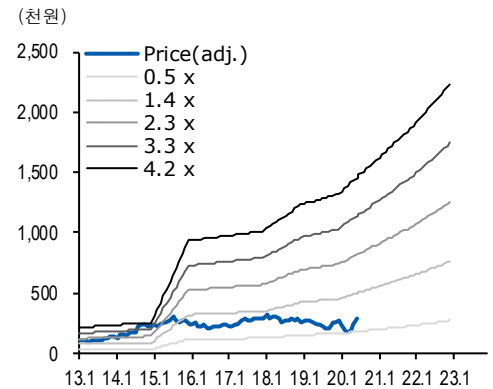
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	31,982	10,154	7,197	19,208	20,595	
BPS	294,873	315,608	382,482	451,198	534,956	
EBITDAPS	148,815	161,627	120,777	170,329	175,297	
SPS	1,412,191	1,399,543	1,236,606	1,262,364	1,287,612	
DPS	5,000	5,000	5,000	6,000	6,000	
PER	8.8	24.2	37.8	14.2	13.2	
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	
EV/EBITDA	7.6	7.7	10.4	7.3	7.0	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	10.5	-0.9	-11.6	2.1	2.0	
영업이익 증가율 (%)	-18.5	-15.7	-71.6	290.3	2.0	
지배순이익 증가율 (%)	34.3	-68.2	-29.4	166.9	7.2	
매출총이익률 (%)	9.5	9.1	11.7	11.7	11.7	
영업이익률 (%)	4.7	4.0	1.3	4.9	4.9	
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	0.6	1.5	1.6	
EBITDA 마진 (%)	10.5	11.5	9.8	13.5	13.6	
ROIC	6.1	4.0	1.6	5.2	5.3	
ROA	2.0	0.6	0.4	1.0	1.0	
ROE	14.9	4.3	2.7	6.1	5.6	
부채비율 (%)	134.7	153.0	144.0	137.7	130.6	
순차입금/자기자본 (%)	157.8	211.8	168.6	139.6	112.7	
영업이익/금융비용 (배)	4.6	2.9	0.8	3.0	3.0	

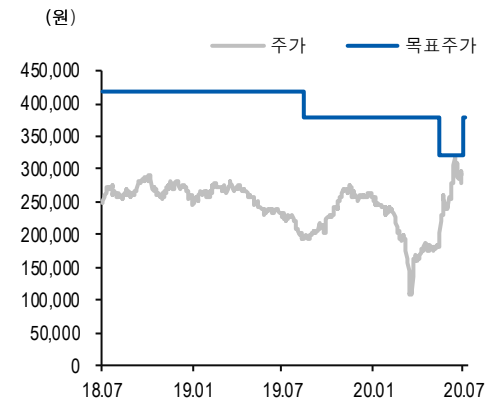
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-06	BUY	380,000	1년		
2020-05-18	BUY	320,000	1년	-16.50	-0.63
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		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)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-07-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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.