

SK(034730)

다시 커진 주가 매력도. SK바이오팜과의 괴리 현상 오래가지 않을 것

SK바이오팜과 주가 차별화가 발생하는 배경

SK에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 320,000원을 유지. SK 바이오팜은 상장 이후 주가가 공모가 대비 320% 상승한 반면 지분 75%를 보유하고 있는 SK는 18%나 하락. SK바이오팜 주가 상승으로 SK NAV는 계속 상승할 수 밖에 없어 괴리율이 큰폭 확대 중. 주요 배경은 1) 상장 소식이 알려진 5월 중순 이후 7월초 상장 직전까지 SK 주가는 약 63.2% 상승하면서 기대감을 선반영. 이후 재료 노출에 따른 모멘텀 소멸과 주가가 NAV에 근접하면서 valuation 부담 발생 2) 초기 유통주식 수 부족에 따른 수급 효과로 SK바이오팜이 급등하고 있지만 현 시총 16조원이 장기적으로 지속되기는 어려울 것이라는 시각(결국 NAV 기여도 축소, 방향성 하락 우려) 때문으로 추정

SK바이오팜 가치 상승분이 결국 SK valuation에 반영될 것

당분간 변동성이 심할 수 있어 SK바이오팜 가치를 SK 목표가에 바로 반영하지는 않았지만 SK바이오팜 현 주가 반영시 SK NAV는 385,000원으로 상승하고, 50% 할인율을 적용한다고 해도 NAV는 350,000원으로 상장 이전보다 크게 상승할 수 밖에 없는 상황. 이 경우 주가와 NAV와의 괴리율은 30.4~37.8%로 확대. 최근 몇년간 괴리율이 30%를 상회한 적은 2019년 하반기와 3월중순 코로나 발생 당시 밖에 없으며 평균 괴리율은 22.5%로 낮았던 편. SK에 대한 저평가매력이 다시 부각될 수 밖에 없는 상태. 더구나 유통주식수가 13%에 불과해(기관 보호예수 해소는 주로 10월 이후) SK바이오팜 주가가 당분간 높게 유지될 가능성이 있다는 점에서 시장에서 바이오팜 가치 상승분을 점차 SK valuation에 인정해줄 것으로 판단

SK바이오팜 외에 SK에 남아 있는 추가적인 기대 요인은...

1) SK바이오팜 외에 SK실트론과 SK팜테코 IPO 가능성이 높은데다 2) 에어아시아지분 인수 협상 등을 비롯 모빌리티 기반 확보를 위한 신규 투자도 예상되며 3) 투자금 회수에 따라 실적과 별개로 DPS가 계속 상승할 것이라는 점은 추가 반등을 기대할 수 있는 요인. 4) 중장기적으로는 SK하이닉스 자회사 이전에 따른 NAV 확대 기대감도 상존. 5) 만약 SK바이오팜이 KOSPI 200 등의 주요 지수에 조기 편입시 SK바이오팜 수급 효과가 SK로 전이되는 상황은 더욱 명확히 나타날 것. 지분을 충분히 확보하지 못해 tracking error 발생이 예상될 경우 패시브펀드들은 가장 근접한 대체주를 찾으려 할 것이기 때문

Update

BUY

| TP(12M): 320,000원 | CP(7월 9일): 243,500원

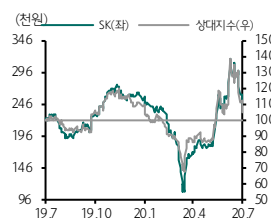
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,167.90
52주 최고/최저(원)	318,000/107,000
시가총액(십억원)	17,132.7
시가총액비중(%)	1.42
발행주식수(천주)	70,360.3
60일 평균 거래량(천주)	803.5
60일 평균 거래대금(십억원)	214.7
20년 배당금(예상, 원)	5,500
20년 배당수익률(예상, %)	2.26
외국인지분율(%)	21.87
주요주주 지분율(%)	
최대원 외 28 인	29.55
국민연금공단	8.46
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.9) (1.4) 9.2
상대	(3.0) (0.6) 3.4

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	85,192.1	90,955.9
영업이익(십억원)	1,130.7	4,229.2
순이익(십억원)	843.4	2,707.3
EPS(원)	8,187	19,375
BPS(원)	331,864	358,939

Stock Price



Financial Data

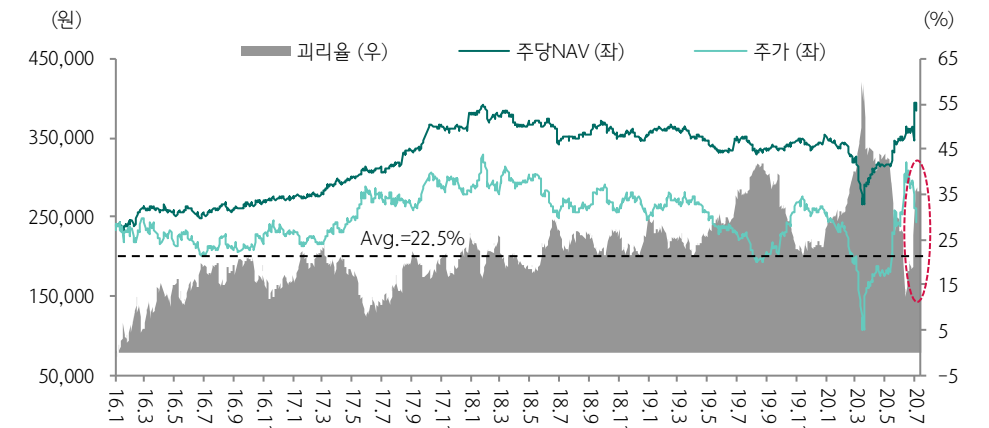
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	100,161.6	99,264.6	81,281.8	81,609.7	87,414.1
영업이익	십억원	4,683.8	3,949.9	903.3	3,868.4	4,638.7
세전이익	십억원	7,558.1	2,776.6	999.3	3,457.9	4,368.4
순이익	십억원	2,253.1	717.3	546.9	1,730.8	2,196.7
EPS	원	31,767	10,113	7,711	24,403	30,972
증감률	%	34.3	(68.2)	(23.8)	216.5	26.9
PER	배	8.18	25.91	31.58	9.98	7.86
PBR	배	1.05	1.00	0.88	0.82	0.75
EV/EBITDA	배	7.48	7.90	10.23	7.75	7.33
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

그림 1. SK NAV와 실제 주가 및 괴리율 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

표 1. SK바이오팜 현 주가 반영시의 SK Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		지분율		시가총액	Value	NAV	비중	비고
영업가치		자체사업 (IT)			1,999		7.4	
		로열티			1,925		7.1	
		임대료			18		0.1	
		소계			3,942		14.6	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV	비중	비고
		SK 텔레콤	26.8	17,603	3,300	12.2		상장 자회사 가치 30% 할인 적용
		SK 이노베이션	33.0	12,437	2,869	10.6		
		SK 바이오팜	75.0	16,093	12,070	44.6		
		SK 네트워크	39.1	1,212	332	1.2		
		SKC	41.0	2,612	750	2.8		
		SK 머티리얼즈	49.1	2,110	725	2.7		
		에스엠코어	26.6	167	31	0.1		
		소계			20,077		74.1	
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV	비중	비고
		SK E&S	90.0	896	2,498	9.2		12M Forward EV/EBITDA 7.0배 적용
		SK 건설	44.5	545	273	1.0		K-OTC 시가총액 6,971억원 적용
		SK 실트론	51.0	623	1,478	5.5		SUMCO, Siltronic, Globalwafers 평균 PER 15.6배 적용
		SK 팜테코	100.0	875	2,077	7.7		Cambrex, Siegfried 평균 EV/EBITDA 21.5배 적용
		기타		3,202	3,202	11.8		
		소계			9,528		35.2	
지분가치 합계				29,605		109.3		
자기주식				4,397		16.2	시가 적용	
순차입금(별도)				7,231		-26.7		
Target NAV				27,092		100.0		
발행주식수				70,360,297				
주당 NAV				385,000				
현재가 (7/9)				243,500				
괴리율(%)				36.8				
주당 NAV				350,000			SK바이오팜 지분 가치 50% 할인 적용시	
현재가 (7/9)				243,500				
괴리율(%)				30.4				

주: 상장 자회사 시가총액은 7월 9일 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 손익	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

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	31.6	10.0	7.9
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
PCFR	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	7.5	7.9	10.2	7.8	7.3
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

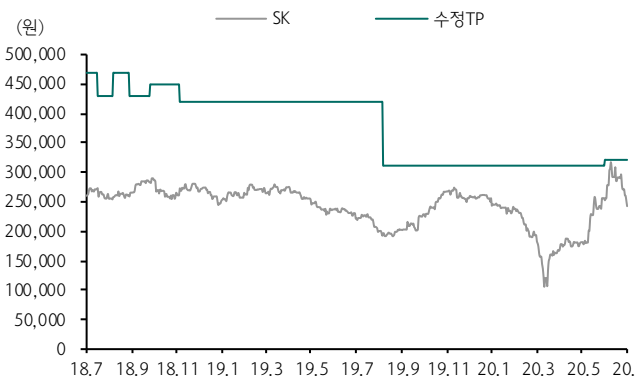
자료: 하나금융투자

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

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)
영업활동자산부채 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

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자 의견	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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 9일

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 7월 10일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2020년 7월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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.