

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 (M)
현재주가 (8/14)	233,500원
상승여력	63%

시가총액	165,591억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	2,288억원
60일 평균 거래량	841,575주
52주 고	318,000원
52주 저	107,000원
외인지분율	22.39%
주요주주	최태원 외 28 인 29.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	29.0	18.2
상대	(8.5)	3.1	(4.8)
절대(달러환산)	2.7	33.7	21.0

2Q20 Review : 차기 IPO 주자의 실적 선전

2Q20 영업이익 흑자전환. 이노베이션 적자 축소에 기인

연결 매출액(18.78조원, -25.3% YoY)은 컨센서스(19.2조원)를 -2.4% 하회했고, 영업이익(1,890억원, -83.8% YoY)도 컨센서스(2,995억원)를 크게 하회(-36.9%)했다. 영업이익의 컨센 하회는 SK E&S의 부진에 기인한다. 유가 하락과 발전소 정기 보수 작업에 따른 가동 중단 영향으로 E&S 영업이익은 2Q19 792억원 → 2Q20 25억원 수준으로 급감했다.

3Q에는 유가 반등이 강하게 나타나고 있고, 주요 비상장 법인의 실적 또한 양호할 것으로 전망되어 하반기로 갈수록 수익성이 개선되는 모습을 보여줄 것으로 전망된다. 특히 E&S를 제외한 차기 IPO 주자(SK실트론, SK팜테코)의 실적 개선은 매우 고무적이다.

SK E&S의 영업이익은 25억원(-96.8%)을 기록했다. 저유가에 따른 SMP 하락(2Q19 : 85.9 원/kWh → 2Q20 : 71.9원/kWh) 영향을 받았다. 또한 발전량 증가가 나타났던 지난 1Q와 달리 2Q에는 발전소 정기 정비로 인한 발전량 감소(-28% YoY) 영향을 받았다. 평균 기온 상승에 따른 도시가스 판매량 감소(-6.7% YoY)까지 겹치면서 최악의 부진을 기록했다. 다만 차이나가스 홀딩스 잔여 지분 10.25%를 전량 매각(4/17)하면서 매각 이익 1조원, 매각 대금 1.8조원을 확보했다. SMP 하락이 지속되면서 E&S의 실적 부진은 하반기에도 지속될 것으로 보이나, 지주회사 SK에게 E&S의 중요도는 '배당'에 있다는 점에서 차이나가스 홀딩스 지분 매각에 성공(배당 재원 확보)한 2020년의 실적 부진 충격이 완화될 수 있으리라 판단된다.

SK 실트론의 영업이익은 873억원(+64.4% QoQ)을 기록했다. ASP는 소폭 하락했으나, 판매량 확대로 QoQ, YoY 기준 매출 증가를 시현했다. D램 업황 부진에도 불구하고 300mm 제품 비중 증가로 인해 매출액은 4~5%의 성장, EBITDA는 5,000억원 이상을 안정적으로 달성할 전망이다.

1Q에 이어 2Q에도 가장 좋아진 자회사는 SK팜테코였다. 매출액은 전년 동기 대비 147.7% 증가한 1,870억원, 영업이익은 220억원(+290.7% YoY)을 기록했다. EBITDA 마진은 19년 10.7% → 2Q20 22.1%로 급등했다. 지난 1Q20 리부 작성 시 우리는 동사의 연간 매출액을 6,890억원(+12%), EBITDA는 1,300억원을 넘길 것으로 전망했으나, 매출 증가율은 15%~20%에 달할 것으로 전망된다.

차기 IPO 주자의 실적 개선 → 제 2의 바이오팜 이벤트 기대

SK바이오팜 IPO 이후 기대와 달리 동사의 주가 흐름은 약세를 면치 못하고 있다. 그럼에도 불구하고 희망적인 부분은 ①SK바이오팜 상장에 따라 Valuation에 여유가 생기면서, 외국인 투자자의 순매수가 지속되고 있다는 점이다. 7월 1일 이후 외국인투자자의 SK에 대한 순매수 규모는 914억원에 달한다. ②바이오팜 상장에 따른 특별 배당(주당 500원 예상), E&S의 차이나가스 홀딩스 지분 매각에 따른 기본 배당 재원 확보 등으로 21년에 수취할 DPS는 5,500원을 상회할 것으로 전망된다. ③SK팜테코와 SK실트론의 실적 개선은 차기 IPO의 성공으로 이어질 전망이다. 특히 2Q20 들어 전분기 대비로도 63.3%의 매출 성장을 이뤄낸 SK팜테코의 IPO는 SK바이오팜에 버금갈 정도의 흥행성을 보여줄 것으로 예상된다. IPO 논의가 수면위로 드러날 금년 가을 이후 주가는 NAV에 수렴하는 모습을 보여줄 것이다. 목표주가 38만원을 유지한다.

[표 1] SK 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

(연결)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ	컨센서스	(%)
매출액	25,549.3	25,147.6	24,957.9	23,609.8	23,726.1	18,780.9	-25.3%	-20.8%	19,249.6	-2.4%
영업이익	1,285.4	1,164.8	1,004.9	494.7	-922.7	189.0	-83.8%	흑전	299.5	-36.9%
지배순이익	460.4	117.4	454.3	-314.9	-187.4	111.4	-5.1%	흑전	375.4	-70.3%
IT 서비스	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ		
매출	389	406	430	496	386	439	8.1%	13.7%		
영업이익	41	30	47	34	33	35	16.7%	6.1%		
세전이익	40	27	43	16	30	28	3.7%	-6.7%		
에센코어 OP	30	20	22	8	34	13	-35.0%	-61.8%		

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

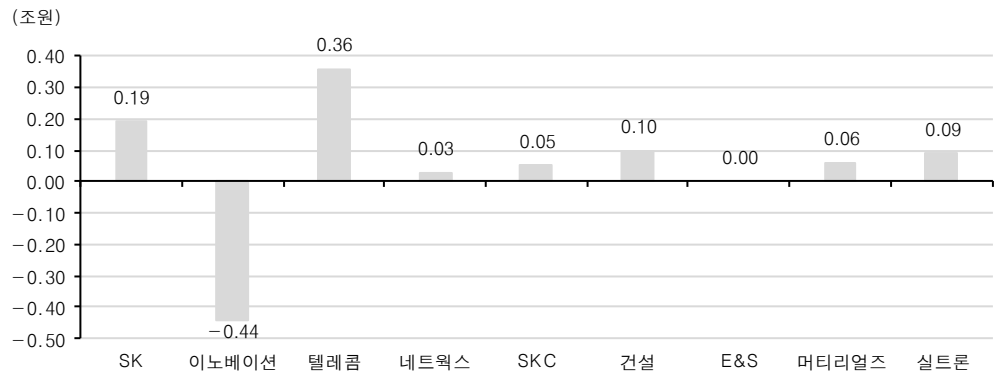
[표 2] 주요 비상장 자회사 실적 요약

(단위: 십억원)

매출액	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ
SK E&S	2,211.5	1,319.9	1,225.0	1,805.3	2,019.6	1,136.9	-13.9%	-43.7%
SK 건설	1,713.1	1,900.9	1,933.5	2,296.4	1,825.3	2,012.8	5.9%	10.3%
SK 실트론	381.5	389.6	407.1	364.7	407.7	425.9	9.3%	4.5%
SK 팜테크	74.0	75.5	82.8	288.1	114.5	187.0	147.7%	63.3%
영업이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ
SK E&S	290.2	79.2	91.3	65.3	237.7	2.5	-96.8%	-98.9%
SK 건설	62.6	65.9	40.7	101.8	125.6	77.9	18.2%	-38.0%
SK 실트론	101.3	89	90.5	50.8	53.1	87.3	-1.9%	64.4%
SK 팜테크	-3	6.1	14.1	-35.1	4.8	22.0	260.7%	358.3%
순이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ
SK E&S	227.5	103.2	443.9	-77.4	212.5	942.7	813.5%	343.6%
SK 건설	53.8	53.5	28.9	56.6	46.4	31.8	-40.6%	-31.5%
SK 실트론	75.4	61.3	63.3	14.8	46.6	55.5	-9.5%	19.1%

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SK 연결 영업이익에 자회사들이 미친 영향 - SK 이노베이션의 적자 축소에 따른 SK 흑자 전환



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

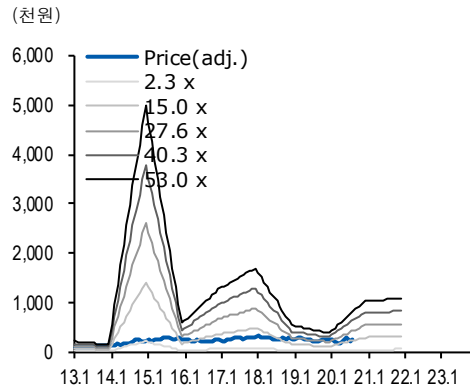
[표 3] SK NAV

(단위: 억원)

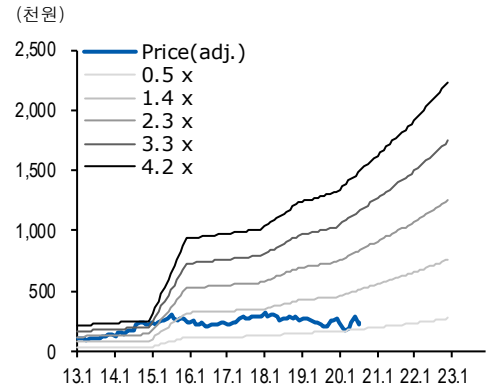
상장사	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	195,405	26.8%	52,329	최근 시가 기준
SK 이노베이션	168,287	33.0%	55,468	최근 시가 기준
SK 네트워크	13,477	39.1%	5,272	최근 시가 기준
SKC	33,593	41.0%	13,773	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	25,177	49.1%	12,362	최근 시가 기준
에스엠코어	3,490	26.7%	930	최근 시가 기준
SK 바이오팜	145,663	75.0%	109,247	최근 시가 기준
ESR	96,300	11.1%	10,670	최근 시가 기준
상장사 합계			260,051	
비상장사	장부가			
SK E&S	26,000	90.0%	40,534	CGH 지분 전량 매각. 1.7조원 현금 유입
SK 건설	5,453	44.5%	3,179	장외 시총 7,148억원(2020년 8월 OTC)
SK 팜테코	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
비상장사 기타			9,850	
비상장사 합계			90,403	
투자자산가치 합계			245,318	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			77	2Q20 별도 기준
순차입금			70,072	개별 단순 합산
NAV			222,312	
주식 수(천주)			52,304	자사주 제외
주당 NAV(원)			425,038	

자료: 유안타증권 리서치센터

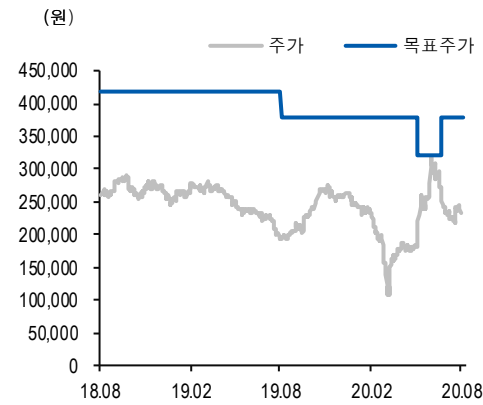
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-18	BUY	380,000	1년		
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	BUY	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)	1.3
Buy(매수)	87.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-12

※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.