SK (034730)

지주회사

최남곤
02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (U)
현재주가 (1/12)	281,500원
상승여력	60%

시가총액	199,548억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	1,007억원
60일 평균 거래량	413,444주
52주 고	318,000원
52주 저	107,000원
외인지분율	21.89%
주요주주	최태원 외 28 인 29.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.3	35.7	14.4
상대	(1.4)	4.3	(19.2)
절대(달러환산)	10.3	41.4	20.8

'프로탁', '유전자 CMO', '수소', 새롭게 정의될 SK

투자포인트 ① SK텔레콤 지배구조 개편 → 지배구조 관련주로 거듭날 SK

공정경제 3법의 국회 통과에 따라 중간지주회사 전환을 추진하는 SK텔레콤의 시계도 빨라질 것으로 예상된다. 이르면 금년 1분기 중 SK텔레콤의 중간지주회사 전환 가능성이 높을 것으로 전망한다. SK텔레콤의 중간지주회사 전환은 기업가치 향상, SK하이닉스에 대한 ㈜SK의 지배력 강화에 목적으로 두고 있다. 이러한 목적에 부합하는 지배구조 개편 방식은 SK텔레콤의 인적분할이다. 만약 유안타증권이 예상하는 대로 SK텔레콤 지배구조 개편 방식이 인적분할이라면, 궁극적으로는 ㈜SK와 SK텔레콤 중간 지주회사간 합병 시나리오가 힘을 얻을 것으로 전망하고 있다. 이 과정에서 합병 후 최대주주의 ㈜SK에 대한 지분율이 희석되지 않기 위한 최소 합병 비율은 SK VS SK텔레콤 중간지주 = 2 : 1 수준이다. 기업가치 확장이라는 목표 달성을 위해 ㈜SK는 신성장 동력 발굴, 신재생기업으로의 변신, ESG 강화 등의 전략을 실행하고 있다. 유안타증권이 주목하는 SK에 대한 투자포인트는 ①글로벌 바이오 사업 기회 확보, ②SK팜테코의 유전자 치료 CDMO 진입, ③E&S의 신재생에너지 기업 변신에 있다.

투자포인트 ② 윤곽을 드러내는 SK 바이오 전략

㈜SK는 기존에 해왔던 방식대로 M&A와 지분 투자를 통해 그룹 바이오 사업의 중추 역할을 담당하게 될 것이다. 동사의 바이오 투자 원칙은 '성장 시장', '글로벌 리딩', 'BM 혁신', '기존 투자 포트폴리오와의 시너지' 가능성 및 기회 창출을 목적으로 하고 있으며, 이를 위해 입증된 파트너사와의 JV 설립, 단계별 지분 확대, 지분 Consolidation 등의 투자를 실행할 계획이다. 동사는 21년 중으로 Roivant社와의 전략적 파트너쉽과 유사한 Deal에 최소 1개 ~ 최대 3개까지 추가 투자할 전망이다. ㈜SK의 바이오 사업 확장 재원은 SK바이오팜에 대한 구주 매출 금액이 될 것이다. SK바이오팜의 시가총액이 현재와 같은 12~15조원 사이를 유지한다면, 추가 지분 매각을 통해 ㈜SK는 약 3조원 내외의 현금을 확보할 수 있게 된다.

투자포인트 ③ '세포' & '유전자' 치료 CDMO 진입

SK팜테코 기업가치 확장의 핵심 변수는 Yposkesi 인수가 될 것이다. Yposkesi 인수는 SK팜테코가 "합성의약품 CMO"라는 기존의 한계를 벗어나서 유전자 치료 CDMO로 진입함을 의미한다. 이는 '21년 2월 내로 인수 관련 협상이 마무리될 가능성이 높다. 합성의약품 CMO의 EBITDA 멀티플은 10배 수준의 한계에 노출된 반면, 유전자 및 세포 관련 CDMO의 EBITDA 멀티플은 50~100배까지도 기대된다. 기업 가치 측면에서 전혀 다른 국면으로의 진입을 의미하며, 인수 후 SK팜테코 IPO 작업이 즉각 착수될 것으로 전망된다. SK팜테코 기업가치가 10조원으로 높아진다면, ㈜SK의 주당 NAV는 약 10만원 높아지게 된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	217,896	-7.7	9.2	206,485	5.5
영업이익	5,155	4.2	11.7	4,084	26.2
세전계속사업이익	-130	적지	적전		
지배순이익	-92	적지	적전	2,220	-104.1
영업이익률 (%)	2.4	+0.3 %pt	+0.1 %pt	2.0	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	0.0	+1.3 %pt	-2.5 %pt	1.1	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	1,001,616	992,646	842,494	912,099
영업이익	46,838	39,499	2,461	26,173
지배순이익	22,531	7,173	3,225	5,995
PER	8.8	24.2	53.4	33.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.8
EV/EBITDA	7.6	7.7	11.3	9.4
ROE	14.9	4.3	1.9	3.3

자료: 유안타증권

IV. 2021년 자회사 가치가 부각될 ㈜SK

㈜SK 주가의 키팩터는 '자회사 가치에 대한 투자자의 관심'에 있다고 판단된다. ①SK바이오팜 IPO(2020년 5월 ~ 6월), ②벨스타 투자(2020년 11월 ~ 12월)가 부각된 시기에 나타난 주가 상승이 이를 입증한다. ①SK바이오팜 IPO 당시에는 증권신고서 제출 이후, IPO 직전까지의 주가 급등, ②기대 이상의 시가총액을 기록한 SK바이오팜의 상장 이후 오히려 ㈜SK 주가가 하락했던 점에서 NAV보다는 NAV를 구성하는 자회사에 대한 투자자의 관심 정도에 따라 주가의 변동성이 나타나고 있음을 알 수 있다.

[그림 27] ㈜SK 2020 년 주가와 이벤트

자료: 유안타증권 리서치센터

㈜SK의 주당 NAV는 45만원으로 계산된다. 상장 자회사는 최근 1개월 시가총액 평균, 비상장 자회사는 기본적으로 장부가 기준, 향후 상장이 예측되는 비상장 자회사(SK E&S, SK팜테코, SK실트론)는 상장 후 예상되는 기업가치를 따로 산출하여 NAV를 계산했다. 비상장자회사에 대한 유안타증권의 가치 측정 원칙은 ①외부 투자 유치 기준, ②현금 흐름 가치 측정, ③상장사와의 비교로 구분할 수 있으나, 핵심 비상장 자회사 중 유일하게 외부 투자 유치를 받은 SK E&S는 최근 차이나가스홀딩스 지분 매각 등 기업 가치에 변화가 큰 것으로 판단하여 현금 흐름 가치 & 상장사 비교를 통해 가치를 측정했다. 자체사업(SI & 에센코어)가치는 1.9조원, 브랜드 로열티 2.43조원, 순차입금 6.4조원으로 측정했고, 자사주는 주식수에서 차감하는 형태로 반영했다.

2020년 상반기 중 SK바이오팜 상장에 따라 전체 NAV 구성 중 상장 자회사 비중이 크게 상승했다. 상장 자회사의 지분 가치는 27.7조원, 비상장사 지분 가치는 8.9조원으로 산출했다. 비상장 핵심 자회사인 SK E&S: 3.6조원, SK팜테코: 2조원, SK실트론: 1.68조원으로 각각의 가치를 측정했다. [표 12]는 주요 비상장 자회사 가치 평가에 대한 타 증권사와 유안타증권의 시각을 비교한 결과 값이다. 유안타증권은 SK E&S에 대해서는 상대적으로 낮은 가치로 평가했고, SK실트론에 대해서는 평균 수준, SK팜테코에 대해서는 좀 더 높은 수준으로 평가했다. 유안타증권은 E&S에 대한 시장의 높은 평가는 '차이나가스홀딩스 매각 → 과도한 규모의 배당 지급'에 따른 현금 흐름 유출을 제대로 반영하지 않은 것에 기인한다고 판단하고 있다. 최근 신재생 분야로 사업 영역을 확장하고 있으나, 이 부분을 가치 평가에 반영하기에는 정보가 부족하다. SK팜테코에 대한 시장의 낮은 평가는 일부 증권사에서 SK팜테코의 장부가치(8,752억원)에도 못 미치는 평가를 한 것에 기인한다고 판단하고 있다. 당사가 측정한 ㈜SK 핵심 비상장 자회사의 가치 평가는 그렇게 공격적이지 않다는 판단이다.

"왜 SK를 사야하는가" 라는 질문에 대한 답으로 NAV 구성 요소, 할인율 등의 다양한 변수를 들어 설명할 수 있을 것이다. 하지만 동사의 투자 철학, 원칙, 레코드를 통해 지금까지 보여준 것만으로도 보다 더 직관적인 답이 될 수 있다고 생각한다. 20년 하반기 이후 보여준 투자 행보만 해도, Protac(로이반트), 수소원천기술(플러그파워)에 투자를 단행했고, 이를 위한 재원은 증자가 아니라 자체 포트폴리오에 대한 매각 등의 조정을 통해 조달했다. 기업 조달 금리 1% 시대에 차입 확대에 대한 부담을 갖지 않고, 적극적인 투자에 나서고 있다는 점도 높게 평가된다. 향후 성장 분야에 대한 명확한 비전과, 해당 산업의 밸류체인에 대한 정확한 이해, 그리고 실행력 등이 조합되지 않으면 불가능했을 투자 성과는 아직까지는 국내에서 ㈜SK만이 보여줄 수 있는 행보라 판단된다.

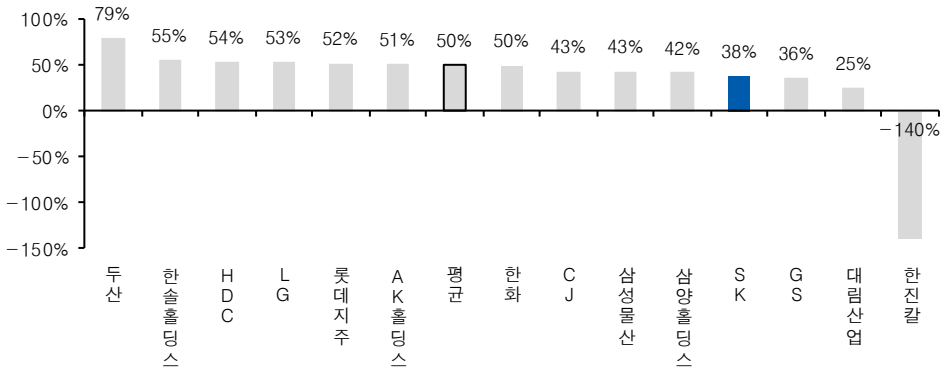
NAV를 활용한 Valuation이 기준이 되긴 하지만 전적으로 의존할 이유는 없다. 예를 들어 20년 상반기 3조원 내외(기업가치)로 측정했던 SK바이오팜은 상장 후 13조원~20조원 사이에서 시가총액이 형성됐다. 하반기 Valuation에 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 변수는 SK팜테코로 판단된다. 프랑스 Yposkesi 인수 이후 유전자 치료 CDMO로 평가가 더해진다면, 상장 후 기대시가총액이 10조원 이상일 수도 있다. 시가총액 10조원은 SK팜테코 EBITDA에 멀티플 50배를 적용한 수준이다. 물론 이에 대해서는 지나치게 과한 평가라는 시각이 있을 수 있다. 하지만 상장 후 SK바이오팜의 시가총액에 대해 정확하게 예상했던 투자자가 있었는가? SK팜테코 가치가 10조원까지 높아진다면, ㈜SK의 주당 NAV는 약 10만원 높아지게 된다.

[표 11] SK NAV (단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	204,690	26.8%	54,816	최근 시가 기준
SK 이노베이션	263,065	33.0%	86,706	최근 시가 기준
SK 네트웍스	12,323	39.1%	4,821	최근 시가 기준
SKC	38,058	41.0%	15,604	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	33,721	49.1%	16,557	최근 시가 기준
에스엠코어	3,490	26.7%	930	최근 시가 기준
SK 바이오팜	120,994	75.0%	90,745	최근 시가 기준
ESR	109,019	6.4%	7,010	최근 시가 기준
상장사 합계			277,189	
비상장사	**장부가**	**지분율**	**가치**	**비고**
SK E&S	26,000	90.0%	36,851	
SK 건설	5,453	44.5%	6,288	장외 시총 1.4조원(2020년 12월 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			89,829	
투자자산가치 합계			256,912	투자자산 30% 할인 적용
자체 사업			19,120	EBITDA 8X (IT 서비스 & 에센코어)
브랜드 로열티			24,366	20bp 기준 / 2,400억원, 35% 원가 반영
투자부동산			77	3Q20 별도 기준
순차입금			64,567	개별 단순 합산
NAV			235,908	
주식 수(천주)			52,306	자사주 제외
주당 NAV(원)			451,016	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 주요 지주회사의 NAV 할인율 비교



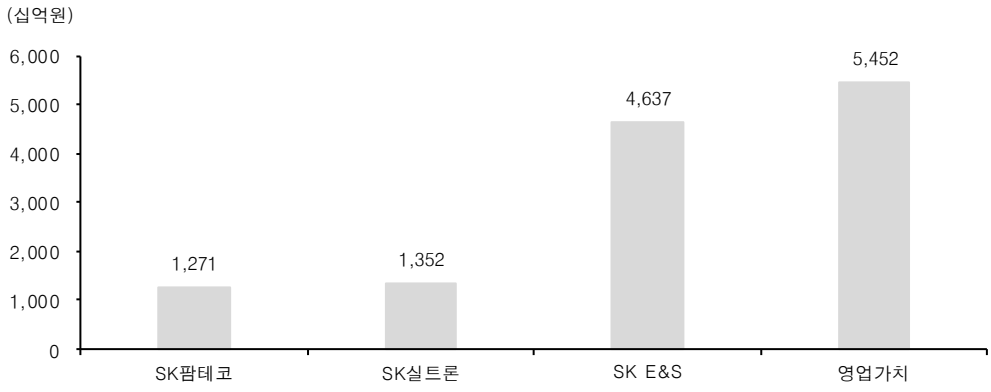
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 12] SK 주요 비상장자회사 가치 평가 비교 (단위: 십억원)

	유안타	마켓(Bear)	마켓(평균)	마켓(Bull)
SK E&S	3,685	2,258	4,637	6,100
SK 실트론	1,684	195	1,352	2,249
SK 팜테코	2,000	336	1,271	2,321

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 29] SK 주요 비상장자회사 가치 평가(컨센서스 기준)



자료: fnguide, 유안타증권 리서치센터

[표 13] SK(주) 주요 투자 내역 (단위: 십억원)

구분	투자대상	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
소재/Battery	SKM		473 ('15.11)					1,479
	SK 실트론			626 ('17.8)				
	Wason					280('18.12)	100	
바이오	SK BioPharm				150			401
	LVIS				3			
	GenEdit				1		2	
	Visible Patient					3		
	스탠다임					9		
	Harbour BioMed					6		
	Hummingbird Bioscience						7	
	Roivant						220	
CMO	SK Biotek		164					862
	Swords			173('17.12)				
	AMPAC				525('18.7)			
Logistics	ESR			378('17.7)	115 ('18.8)			518
	Belstar Superfreeze						25	
G&P	Eureka			120('17.9)				560
	Brazos				270('18.5)			
	Blue Racer					170('19.3)		
데이터센터	Chindata Group						360	360
Smart Glass	Kinestral					120('19.1)		120
Mobility	Socar, Turo, Grab	59		106	81			246
Fashion	Mackage, Alice+Olivia, Rails			68	37			105
Vietnam	Masan, Vin *				56('18.8)	112('19.2)		168
Total		59	637	1,471	1,238	700	714	4,819

자료: SK, 유안타증권 리서치센터. 주)'18 년 8 월, 그룹 내 5 개사가 20%씩 지분 출자하여 만든 SE ASIA Investment 를 통해 Masan Group 지분 9.5% 인수 / '19 년 2 월, 그룹 내 5 개사가 각 1,135 억원씩 SE ASIA Investment 에 증자하여 Vin Group 지분 6.1% 인수

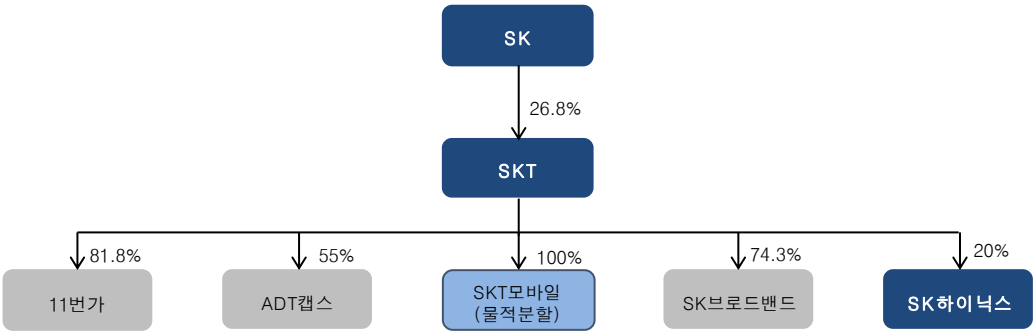
투자포인트 ① SK 텔레콤 지배구조 개편 → SK 와의 연계

공정경제 3법의 국회 통과에 따라 중간지주회사 전환을 추진하는 SK텔레콤의 시계도 빨라질 것으로 예상된다. 대통령의 법 개정 공포 후 1년 후 시행(2022년 초 예상)되며, 중간지주전환 시 SK하이닉스에 대한 지분율을 현재의 20%에서 30% 수준으로 높일 의무가 새롭게 생길 수 있는 SK텔레콤 입장에서는 법이 효력을 갖기 전 중간지주전환 과정을 마무리할 이유가 생긴 것이다.

SK텔레콤의 중간지주회사 전환 방식으로 물적분할과 인적분할 방식이 모두 예상되고 있으나, 유안타증권에서는 물적분할보다는 인적분할 가능성을 높게 전망하고 있다. 이유는 다음과 같다.

물적분할 방식을 선택한다면, 이는 외부투자 유치를 통한 물적분할 대상 법인의 성장을 유도하거나(LG화학, LG전자, SK텔레콤 Mobility 등), 분할 후 IPO 혹은 지분 매각을 통한 지주회사의 현금 확보(소프트뱅크)에 목적이 있을 것이다. 문제는 물적분할 대상 법인으로 간주되는 SK텔레콤 MNO 사업의 경우, "성장을 위한 외부 투자 유치"가 필요하지도 않고, 경쟁사의 낮은 Valuation을 고려할 때 "지분 매각 혹은 IPO 옵션"도 유의미하지 않다.

[그림 30] SK 텔레콤 물적 분할 시나리오



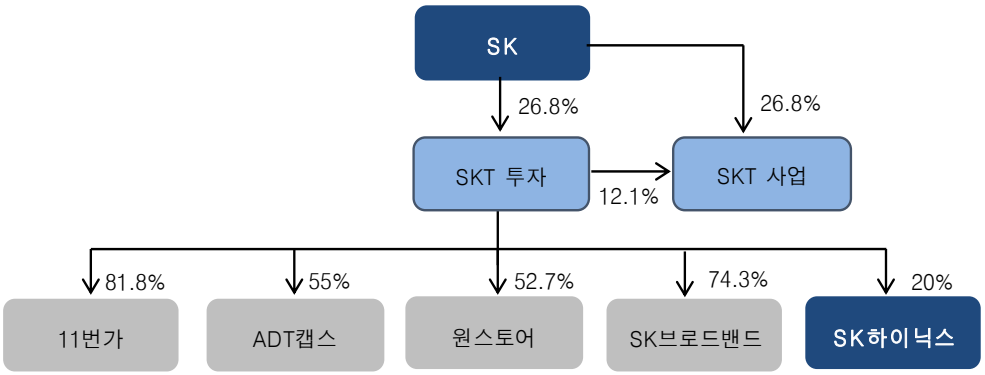
자료: 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤의 중간지주회사 전환은 기업가치 향상, SK하이닉스에 대한 ㈜SK의 지배력 강화에 목적으로 두고 있다. 이러한 목적에 부합하는 지배구조 개편 방식은 SK텔레콤의 인적분할이다.

인적분할 방식에도 여러 시나리오가 있을 수 있다. ①SK텔레콤 투자회사 밑에 SK하이닉스를 포함한 비통신 기업 전부 자회사로 배치하는 방식(시나리오 #1), ②SK텔레콤 투자회사 밑에 SK하이닉스를 제외한 비통신 기업을 자회사로 배치하는 방식(시나리오 #2) 등이 대표적이다.

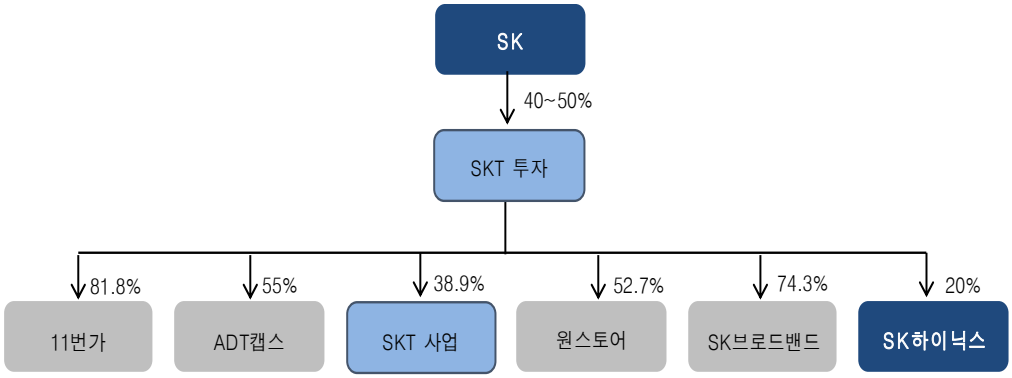
시나리오 ① : 언젠가 ㈜SK와 SK텔레콤 투자회사간 합병은 추진할 수 있겠으나, 대주주입장에서는 합병 시기에 대한 시간적 제약이 없다는 장점이 있다. 즉, 충분히 ㈜SK 기업가치를 키운 이후, 대주주 입장에서 유리한 비율에 도달했을 때 합병을 선택할 수 있을 것이다. 합병을 하지 않는다고 하더라도 현물출자 시, ㈜SK의 SK텔레콤 투자회사에 대한 지분 확대를 통해 SK하이닉스에 대한 간접 지배력을 높일 수 있다는 장점이 있다.

[그림 31] SK 텔레콤 인적분할 시나리오 #1



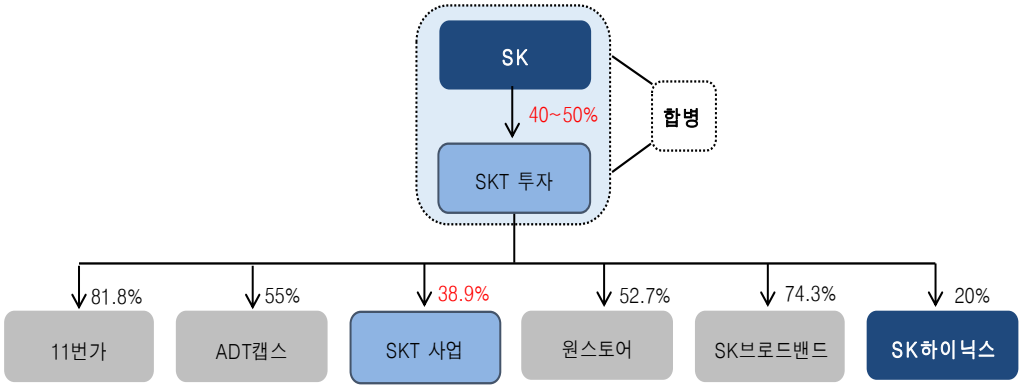
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 32] SK 텔레콤 인적분할 후 현물출자



자료: 유안타증권 리서치센터

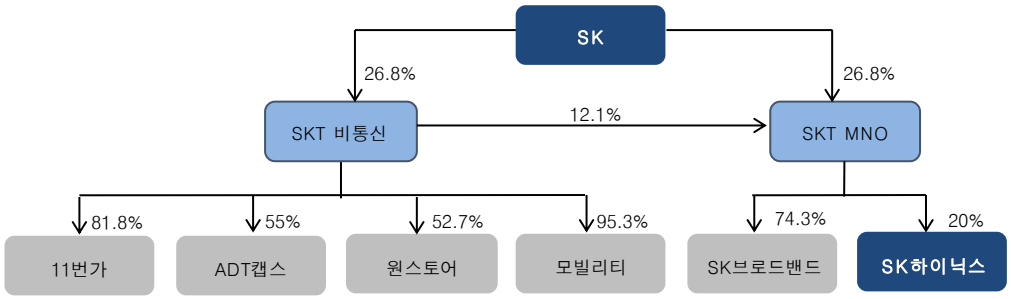
[그림 33] SK - SK 텔레콤 투자회사 합병(시나리오 #1)



자료: 유안타증권 리서치센터

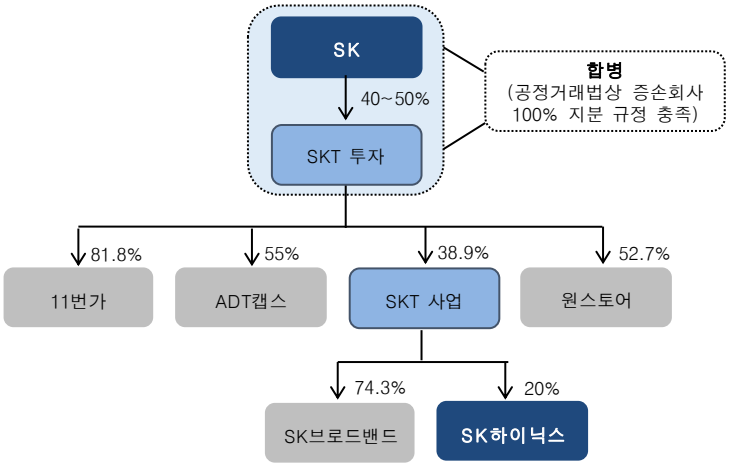
시나리오 ② : 분할 후 중간지주회사 설립이 완료되면 행위제한 규제(증손회사 지분 100% 보유)를 준수하기 위해 2년 이내에 ㈜SK와 SK텔레콤 중간 지주회사간 합병을 완료해야 한다. 시간적 제약이 부담스럽겠지만, 대신 시나리오 #1에 비해 SK텔레콤 투자회사의 시가총액 규모를 줄일 수 있어 합병 시 ㈜SK에 대한 대주주의 지분 희석을 어느 정도 방어할 수 있다는 장점이 존재한다. 이 경우에도 SK하이닉스에 대한 간접 지배력 확대, 기타 SK텔레콤 산하 비통신 자회사에 대한 지배력 확대라는 효과를 기대할 수 있다.

[그림 34] SK 텔레콤 인적분할 시나리오 #2



자료: 유안타증권 리서치센터

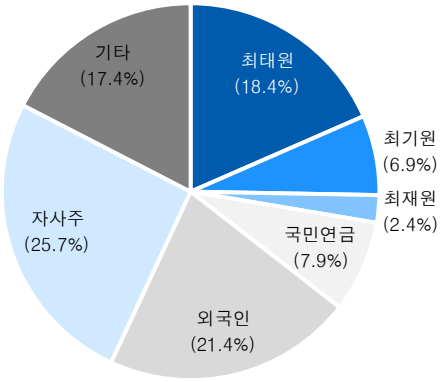
[그림 35] SK - SK 텔레콤 투자회사 합병(시나리오 #2)



자료: 유안타증권 리서치센터

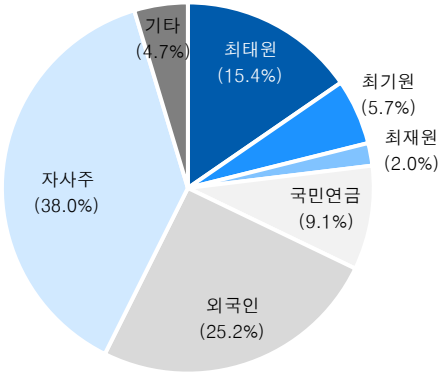
주식 시장에서 지배구조 개편 테마는 Valuation에 확실히 플러스 효과를 제공한다. 일반적으로는 대주주의 편에 서는 것이 수익률 관점에서는 합리적 판단일 수 있다. 최근 현대오토에버와 현대엠엔소프트간 합병 사례가 이러한 통념을 입증하고 있다. 합병 시 대주주 입장에서 가장 중요한 고려 사항은 합병 후의 지분율이다. ㈜SK와 SK텔레콤 투자회사간 합병 시, 최대주주의 지분율이 희석되지 않을 수 있는 시가총액은 [그림 38]에 표시되어 있다. 이 그림이 의미하는 바는 지배구조 관점에서 ㈜SK 주가가 큰 폭으로 상승해야 한다는 것이다. 기업가치 확장을 위해 ㈜SK는 신성장 동력 발굴, 신재생기업으로의 변신, ESG 강화 등의 목표를 세우고 있다. 이 과정에서 유안타증권이 주목하는 단기 포인트는 ①글로벌 바이오 사업 기회 확보, ②SK팜테코의 유전자 치료 CDMO 진입, ③E&S의 신재생에너지 기업 변신에 있다.

[그림 36] SK 지분 구성



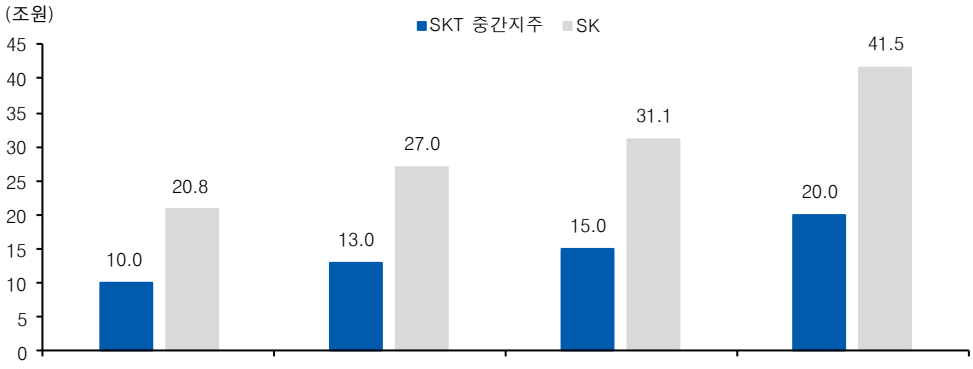
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 37] SK(28 조원 가정) - SKT 투자회사 합병 후 지분 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 합병 시 SK 기존 주주의 지분 희석을 저지할 수 있는 SK VS SKT 중간지주 시가총액



자료: 유안타증권 리서치센터

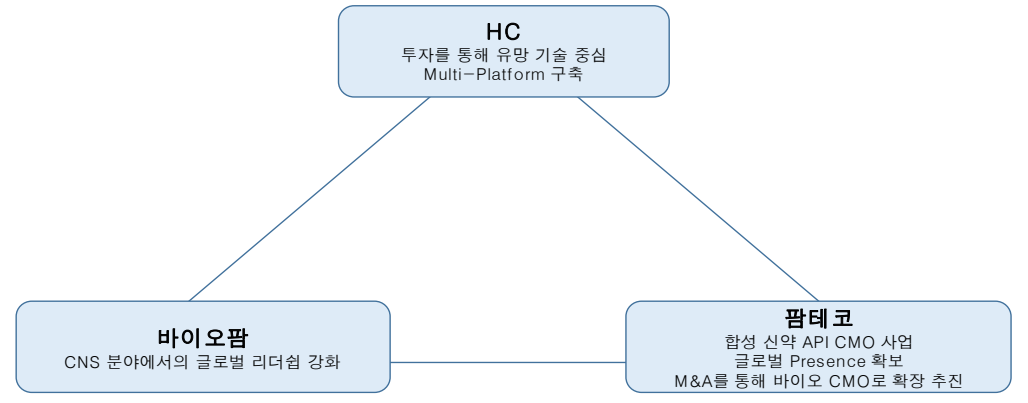
투자포인트 ② 윤곽을 드러내는 SK 바이오 전략

㈜SK의 바이오 사업 확장 재원은 SK바이오팜에 대한 구주 매출을 통해 확보될 것이다. 상장 시 구주 매출을 통해, ㈜SK의 SK바이오팜 보유 지분율은 100% → 75%로 낮아졌다. 유안타증권은 ㈜SK의 SK바이오팜 보유 지분율이 장기적으로 50% 수준까지 낮아질 것으로 전망하고 있다. SK바이오팜의 시가총액이 현재와 같은 12~15조원 사이를 유지한다면, 추가 지분 매각을 통해 ㈜SK는 약 3조원 내외의 현금을 확보할 수 있게 된다.

㈜SK는 기존에 해왔던 방식대로 M&A와 지분 투자를 통해 바이오 사업의 중추 역할을 담당하게 될 것이다. 동사의 바이오 투자 원칙은 '성장 시장', '글로벌 리딩', 'BM 혁신', '기존 투자 포트폴리오와의 시너지' 가능성 및 기회 창출을 목적으로 하고 있으며, 이를 위해 입증된 파트너사와의 JV 설립, 단계별 지분 확대, 지분 Consolidation 등의 투자를 실행하고 있다. 이런 맥락에서 ①하버바이오메드(2019.10), ②허밍버스 사이언스(2020.5), ③ Roivant(2020.12) 등의 투자가 진행됐다. 동사는 지난 7일 북미 Roivant社와 전략적 파트너쉽을 맺으며, 약 2,200억원 규모의 지분투자를 단행했다고 밝혔다. 컨퍼런스콜에서는 정확한 투자 후 지분율을 공개하지는 않았으나, 50%에 못 미치는 2대 주주임을 밝혔다. 21년 중으로 Roivant社와의 전략적 파트너쉽과 유사한 형태의 Deal에 최소 1개 ~ 최대 3개까지 투자할 전망이다. 이르면 금년 상반기 중으로 구체적인 거래 성과를 확인할 수 있을 것이다.

SK바이오팜과는 분업의 형태로 바이오 사업에서의 계열사간 역할이 분담될 것이다. SK바이오팜은 CNS 영역에 집중하면서, 신규 Compound나 물질 중심으로 파이프라인 도입 및 개발 중심 전략을 수행할 계획이다.

[그림 39] SK 바이오의 전략 방향



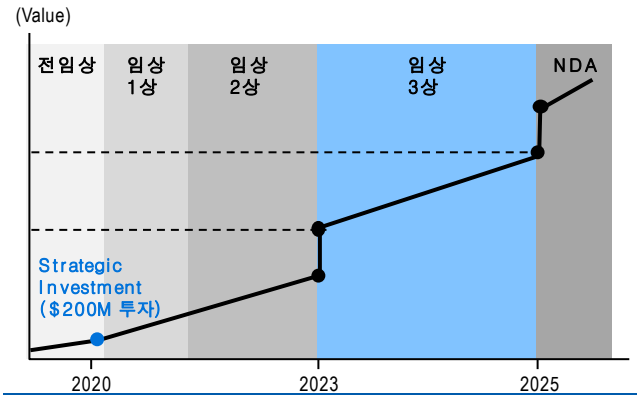
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 14] SK 의 바이오벤처 투자 현황

투자대상	사업모델	투자 규모	지역
엘비스	뇌회로 분석	34억원 투자(2018.11). 지분율 5.88%	한국
비저블페이션트	디지털 가상환자 제작	29억원 투자(2019.05). 지분율 13.51%	프랑스
하버바이오메드	항암과 자가면역질환 치료용 항체의약품	60억원 투자(2019.10). 지분율 1.13%	중국
스탠다임	AI 신약 개발	94억원 투자(2019.11). 지분율 12.94%	한국
허밍버드	항체 신약	74억원 투자(2020.05). 지분율 10.95%	싱가포르
진에딧	유전자 가위	엔젤 투자 단계에서 15억 규모 투자(2018.12). 지분율 8.29% 시리즈 A 에 20~30억 규모 투자(2020.11)	미국
로이반트	단백질 분해 플랫폼	2,200억원 투자(2020.12)	미국

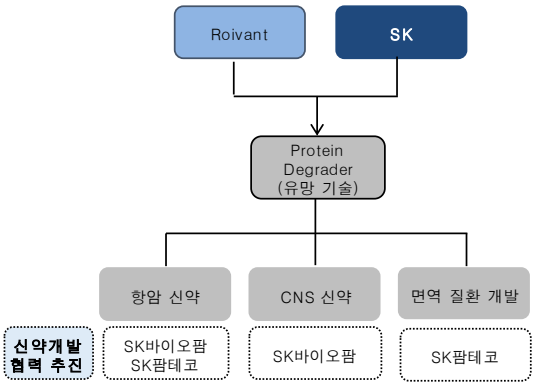
자료: 언론 보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[그림 40] 2025 년 대표 플랫폼 제약사로 성장



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 41] (주)SK 와 로이반트사의 바이오 포트폴리오



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 ③ '세포' & '유전자' 치료 CDMO 진입

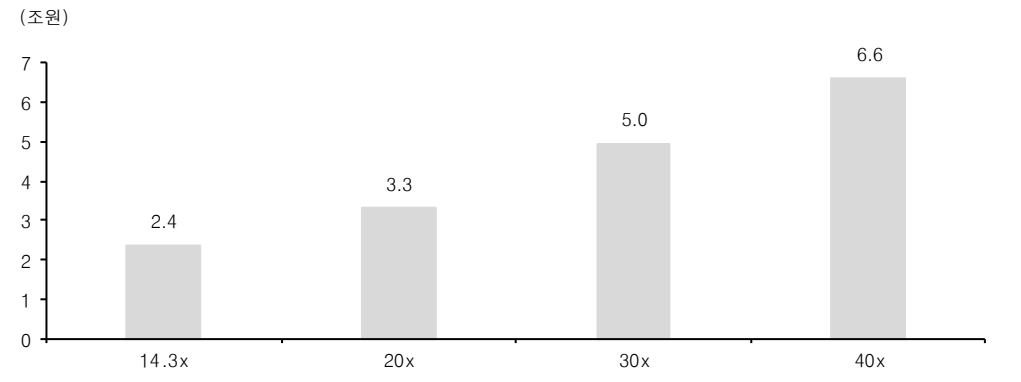
SK팜테코 기업가치 확장의 핵심 변수는 Yposkesi 인수가 될 것이다. Yposkesi 인수는 SK팜테코가 합성의약품 CMO라는 한계를 벗어나서 세포 및 유전자 치료 CDMO 진입을 의미한다. 언론 보도를 종합할 때 21년 2월 내로 인수 관련 협상이 마무리될 가능성이 높아 보인다. Yposkesi의 생산능력은 400㎥ 규모이며, 2023년까지 확장을 통해 1,000㎥ 규모로 생산능력을 확대할 계획이다. 이러한 확장이 완료되면 유럽 최대의 유전자 및 세포 치료제 생산 시설이 된다. 아직까지 Yposkesi의 매출액은 미미한 수준이다. 매출액은 1.5M usd('19년) → 2.1M usd('20년) 수준에 머무르고 있는 상황이다. 인수 금액은 알려지지 않았으나, 5,000억원 ~ 1조원 사이로 추정된다.

Yposkesi 인수의 의미는 SK팜테코의 예상 시가총액 확장으로 귀결된다. 합성의약품 CMO의 EBITDA 멀티플은 10배 수준의 한계에 노출된 반면, 유전자 및 세포 관련 CDMO의 EBITDA 멀티플은 50~100배까지도 기대 가능하기 때문이다. 인수가 마무리되면, SK팜테코 IPO 작업이 즉각 착수될 것으로 전망된다. SK팜테코에 대한 시장의 가치 측정은 약 2조원 내외에서 형성되어 있다. 하지만 유전자 및 세포 치료에 대한 확장성을 기반으로 그 이상의 가치 측정에 대한 기대감을 높일 전망이다.

[그림 42] Value 창출 및 차별화 동시 달성 위한 확장 Option

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 43] SK 팜테코 기업가치 변화(EBITDA 멀티플)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 15] 주요 글로벌 API 사업자와의 비교 (단위: USD million, 십억원)

	Cambrex	Siegfried	SK 팜테코	
	19A	19A	19A	20E
매출액	-	839	520	717
EBITDA	-	109	56	165
Capa	964㎥	1,500㎥	1,012㎥	
시가총액	-	3,265	-	

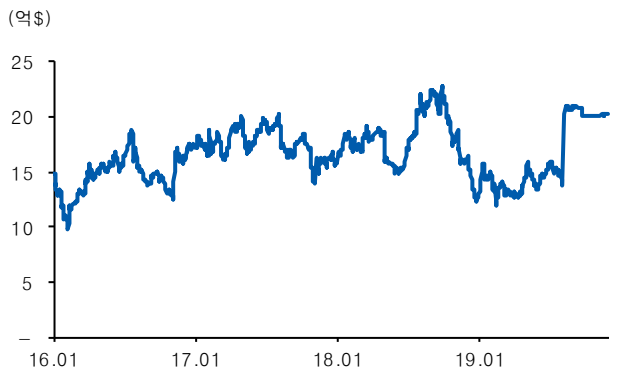
자료: 유안타증권 리서치센터 주) Cambrex 2019 년 12 월 피인수

[표 16] SK 팜테코 매출추이 (단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	304	407	478	607	682	789	1,013	1,094	4,873	6,262	7,176
매출 성장률		*33.9%*	*17.4%*	*27.0%*	*12.4%*	*15.7%*	*28.4%*	*8.0%*	*345.4%*	*28.5%*	*14.6%*
EBITDA	11	(90)	39	83	110	247	334	343	1,021	1,405	1,651
EBITDA Margin	*3.6%*	*-22.1%*	*8.2%*	*13.7%*	*16.1%*	*31.3%*	*33.0%*	*31.4%*	*21.0%*	*22.4%*	*23.0%*

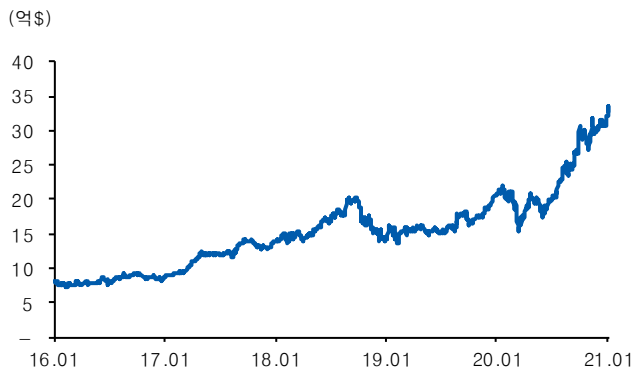
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 44] Cambrex 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주) 2019 년 12 월 피인수

[그림 45] Siegfried 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 17] 글로벌 CMO peer 현황 (단위: 백만USD, 배, %)

		Rechipharm	Cambrex	Siegfried	Lonza	Catalent	평균
	시가총액	2,698	-	3,265	49,046	17,881	18,223
2017	매출액	625	534	762	4,620	2,075	1,724
	영업이익	-1	144	63	684	234	225
	EBITDA	65	176	113	1,101	381	367
	순이익	-20	102	41	718	110	190
	PER	-	15.5	31.5	26.9	34.1	27.0
	PBR	1.4	2.9	2.0	3.2	6.1	3.1
	ROE	-3.7	21.6	6.1	16.7	16.2	11.4
	EV/EBITDA	18.0	8.1	12.7	21.6	16.2	15.3
	PSR	1.2	2.9	1.7	3.9	2.1	2.4
2018	매출액	734	532	812	5,666	2,463	2,042
	영업이익	47	101	78	861	271	272
	EBITDA	115	139	129	1,399	461	449
	순이익	18	92	58	572	84	165
	PER	46.6	12.7	24.9	28.9	34.3	29.5
	PBR	1.4	1.9	2.0	3.0	5.1	2.7
	ROE	3.2	15.4	8.4	9.1	9.2	9.1
	EV/EBITDA	11.5	10.6	11.5	16.5	17.1	13.4
	PSR	1.2	2.4	1.8	3.4	2.2	2.2
2019	매출액	789	-	839	5,958	2,518	2,526
	영업이익	52	-	57	978	274	340
	EBITDA	131	-	109	1,526	503	567
	순이익	36	-	53	649	137	219
	PER	29.4	-	36.5	34.4	49.3	37.4
	PBR	1.8	-	4.4	4.0	4.7	3.7
	ROE	6.2	-	9.5	10.1	9.9	9.0
	EV/EBITDA	11.5	-	21.1	19.5	22.1	18.6
	PSR	1.4	-	2.3	4.4	3.1	2.8
2020E	매출액	1,345	-	949	6,978	3,042	3,079
	영업이익	90	-	97	1,428	553	542
	EBITDA	242	-	160	1,937	737	769
	순이익	36	-	75	1,155	331	399
	PER	50.5	-	43.3	43.5	54.9	48.0
	PBR	2.6	-	4.5	6.1	6.3	4.9
	ROE	4.1	-	10.8	14.1	11.8	10.2
	EV/EBITDA	15.8	-	22.8	27.4	27.9	23.5
	PSR	2.0	-	3.4	7.0	5.9	4.6
2021E	매출액	1,420	-	1,166	7,494	3,725	3,451
	영업이익	130	-	127	1,571	666	624
	EBITDA	274	-	208	2,166	917	891
	순이익	80	-	105	1,306	461	488
	PER	32.5	-	30.8	37.8	42.5	35.9
	PBR	2.4	-	4.4	5.4	5.1	4.3
	ROE	6.8	-	13.9	13.4	12.6	11.7
	EV/EBITDA	13.9	-	17.6	24.5	22.4	19.6
	PSR	1.9	-	2.8	6.5	4.8	4.0
2022E	매출액	1,493	-	1,239	8,192	4,106	3,757
	영업이익	154	-	146	1,933	780	753
	EBITDA	297	-	238	2,481	1,039	1,014
	순이익	101	-	124	1,540	513	569
	PER	26.1	-	25.9	33.8	36.3	30.5
	PBR	2.1	-	3.8	4.8	4.5	3.8
	ROE	7.7	-	14.8	13.6	12.8	12.2
	EV/EBITDA	12.8	-	15.4	21.5	19.8	17.4
	PSR	1.8	-	2.6	6.0	4.4	3.7

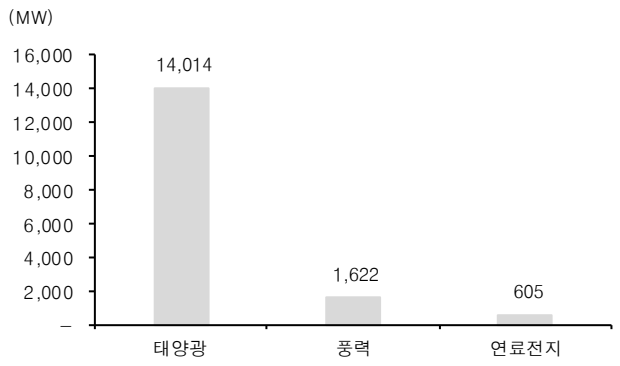
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주) Cambrex 2019 년 12 월 피인수

투자포인트 ④ 재생에너지 기업으로의 변화

㈜SK의 사업 포트폴리오 가운데, 향후 5년간 가장 많은 변화를 가져올 수 있는 자회사는 SK E&S로 판단된다. 우선 그룹의 인사를 보자. 2020년 E&S는 공동대표로 유정준 부회장과 추형욱 사장을 선임한다. 두명 모두 예상 외의 승진이었고, 특히 추형욱 공동대표의 경우에는 그룹의 역대 최연소 사장 승진이었다. 승진의 의미는 E&S의 재생 에너지 기업으로의 전환에 대한 독려가 담겨 있다는 판단이다. 양 대표는 신년사를 통해서도 수소, 재생에너지, 에너지솔루션 사업까지 아우르는 그린 포트폴리오를 완성하겠다고 밝히기도 했다.

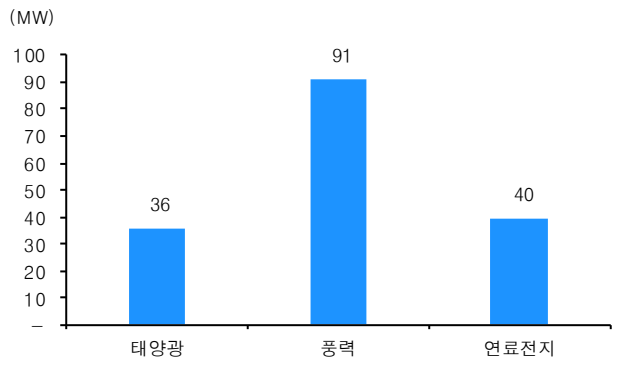
재생 에너지 중에서도 SK 그룹이 가장 공들일 분야는 블루수소 생산이다. 액화수소 설비를 건설(23년 ~) 후 25년 이후로는 연간 25만톤 규모의 블루수소를 생산할 계획이다. 동사는 2014년 계약을 통해 확보한 연간 220만톤의 LNG를 여기에 활용할 것이다. 또한 북미 플러그파워 투자(지분 9.9%)를 통해 수전해 기술 확보, 지게차 연료전지 기술 확보에 성공했다. 플러그파워 지분 투자를 통해 동사는 국내 유일의 수전해 기술 확보에서 우위를 점하게 된 셈이다. 또한 지게차 연료전지 분야에서의 협력은 SK 그룹에게 중국 및 동남아 시장으로의 확장성을 제공하게 될 것이다. 그럼에도 불구하고 여전히 SK 그룹의 신재생 사업에 대한 가치 평가를 하기엔 매우 이른 시점이다. 하지만 LNG 수급, 생산, 유통, 핵심 기술, 공급 등 밸류체인 확보 관련 그룹의 잠재적 역량 관점에서는 시장의 기대 이상으로 청사진을 보여주고 있다는 판단이다. 실적 관점에서도 유가의 하락으로 인해 부진을 겪었던 2Q20~4Q20까지의 기간에서 탈피하여, 유가 반등 → SMP 반등(6개월 시차)에 따른 실적 개선을 1Q21부터 경험할 전망이다.

[그림 46] 국내 신재생에너지 발전 현황



자료: 전력통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 47] SK E&S 신재생에너지 발전 현황



자료: SK E&S, 유안타증권 리서치센터

[표 18] SK E&S 신재생에너지 사업 추진 계획

사업	내용	비고
태양광	새만금 수상 태양광 발전사업 수주	200MW
풍력	전남 신안 해상풍력 사업 추진	96MW
수소	수소사업추진단 설립	'20년
	액화수소 생산설비 건설	3만t('23년~)
	블루수소 생산	25만t('25년~)

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 19] SK E&S 에너지 사업 현황

업스트림	내용	기간	계약물량
Tangguh(인도)	광양천연가스발전소	2006년~2025년	연 50~60만톤
Caldita-Barossa(호주)	E&S 지분 37.5%	2012년 투자. 상업생산(2022년~)	연 140만톤. 해상가스전 지분 37.5%
Woodford Shale Project(북미)	E&S 지분 49.9%	2014년 9월 계약 체결. 상업생산(2020년 하반기 ~)	연 220만톤. 총 3,800만톤(지분 49.9%)
Gorgon(호주)	파주천연가스. 위례열병합발전소	2017년~2022년	연 80만톤
미드스트림	**내용**	**기간**	**계약물량**
Freeport Project(액화)	액화설비 사용 계약	상업운전(2020년~)	연 220만톤 액화설비 사용 계약
보령 LNG(기화)	SK E&S : 50%, GS 에너지 : 50%	상업운전(2017년~)	연 300만톤 → E&S 200만톤 사용권한
광양 LNG(기화)	10만㎘ 저장탱크 2기 / 16.5만㎘ 2기 / 20만㎘ 1기	상업운전(2005년~)	임차
Prism Energy International	싱가포르 위치한 LNG 해외구매 및 판매회사	설립(2011년)	LNG 해외판매/구매법인
다운스트림	**내용**	**기간**	**생산량(MW)**
광양천연가스발전소	전기 생산 및 공급	2006년 2월~	1,126
파주천연가스발전소	전기 생산 및 공급	2017년 2월~	1,823
하남열병합발전소	열, 전기 생산 및 공급(104,000세대)	2015년 10월~	399
위례열병합발전소	열, 전기 생산 및 공급(53,000세대)	2017년 4월~	450
여주에너지발전소	전기 생산 및 공급	2022년 7월~	1,004

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 20] SK E&S 실적 요약 (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	2017	2018	2019	2020E
매출액	2,212	1,320	1,225	1,805	2,020	1,137	1,027	5,535	6,468	6,562	6,170
도시가스	1,321	699	564	1,064	1,313	685	482	3,450	3,564	3,646	3,428
발전	892	622	662	742	707	452	545	2,086	2,904	2,916	2,742
영업이익	290	79	91	65	238	3	-122	356	448	526	451
세전이익	317	159	627	-70	282	1,265	-73	464	558	1,033	1,404
도시가스	97	33	-7	16	92	18	114	160	164	138	240
발전	220	126	634	-86	190	1,247	-187	304	394	895	1,164
순이익	227	103	444	-77	212	943	-77	374	439	697	1,001
SMP	109.5	85.9	81.4	84.7	83.0	71.9	62.9	81.8	95.2	90.7	68.9
생산능력	8,179	8,261	8,355	8,355	8,265	8,264	8,377	29,618	33,150	33,150	33,283
광양	93.5%	94.3%	93.9%	92.1%	91.7%	85.3%	88.6%	88.6%	92.7%	93.4%	88.5%
파주	93.5%	95.0%	95.2%	96.1%	98.1%	97.4%	98.2%	97.0%	96.5%	95.0%	97.9%
하남	59.6%	54.1%	57.3%	62.0%	62.9%	46.3%	51.8%	70.8%	67.7%	58.3%	53.6%
위례	89.4%	93.4%	94.5%	87.2%	97.0%	89.0%	92.7%	92.7%	94.2%	91.1%	92.9%
강동							100.0%				100.0%

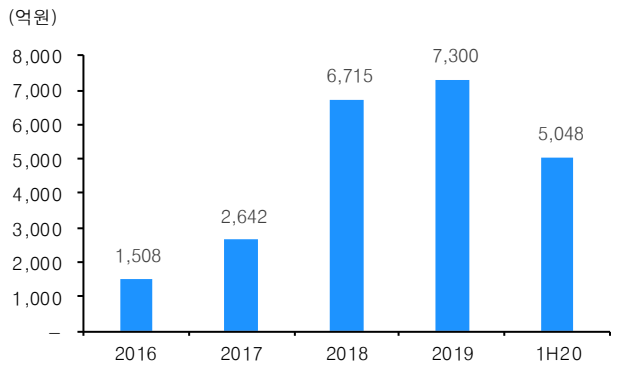
자료: SK E&S, 유안타증권 리서치센터

[표 21] SK E&S 자산 매각 히스토리

처분 대상	내용
파주에너지 지분 49.9% 처분(2019년 1월)	매각대금 8,967억원
CGH 지분 3.3% 처분(2019년 9월)	매각대금 7,868억원
CGH 지분 10.3% 처분(2020년 4월)	매각대금 18,141억원

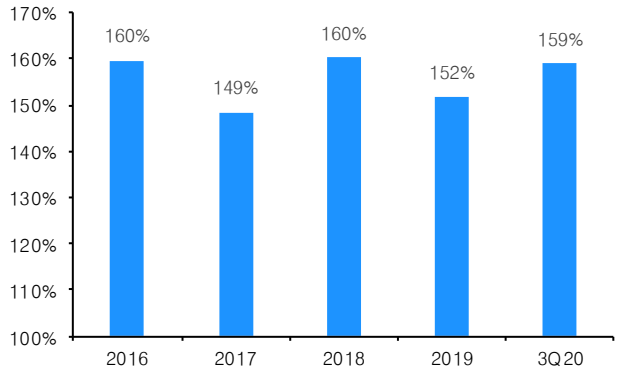
자료: SK E&S, 유안타증권 리서치센터

[그림 48] SK E&S 배당 히스토리



자료: SK E&S, 유안타증권 리서치센터

[그림 49] SK E&S 부채비율



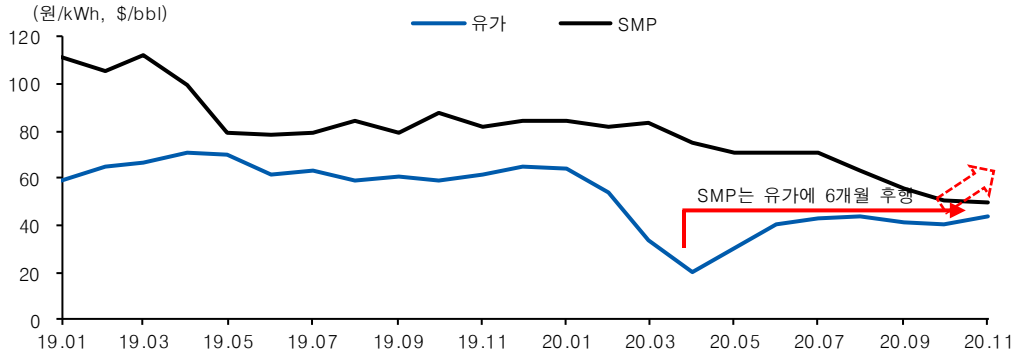
자료: SK E&S, 유안타증권 리서치센터

[표 22] 민자발전사업자 실적 비교 (단위: 억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	2017	2018	2019
SK E&S	매출액	22,116	13,199	12,250	18,052	20,196	11,369	10,273	55,352	64,676	65,617
	영업이익	2,902	793	914	652	2,377	26	-1,217	3,557	4,478	5,260
	순이익	2,275	1,030	4,439	-773	2,125	9,427	-772	3,743	4,390	6,971
	지배주주순익	1,875	951	4,313	-991	1,804	9,073	-982	3,504	4,124	6,148
파주에너지	매출액	3,938	2,786	3,005	3,118	3,256	1,740	2,241	9,069	13,041	12,847
	영업이익	818	129	398	470	699	-81	411	1,055	1,466	1,815
	순이익	677	82	276	382	550	-70	402	1,068	1,164	1,417
	지배주주순익	677	82	276	382	550	-70	402	1,068	1,164	1,417
포스코에너지	매출액	5,456	2,262	4,056	4,166	4,339	2,952	4,120	16,213	14,974	15,940
	영업이익	618	-393	273	310	849	402	868	1,662	-502	807
	순이익	377	36	2,024	891	574	309	584	704	-498	3,328
	지배주주순익	375	34	2,021	887	573	302	580	691	-512	3,317
GS EPS	매출액	2,924	1,967	2,363	2,077	2,127	1,483	2,086	8,828	10,250	9,331
	영업이익	529	276	380	138	336	100	445	1,135	1,274	1,323
	순이익	499	224	285	53	310	60	331	964	1,012	1,061
	지배주주순익	499	224	285	53	310	60	331	964	1,012	1,061
GS 파워	매출액	3,223	1,498	1,364	1,942	2,548	1,413	1,396	6,090	8,791	8,027
	영업이익	785	266	197	386	805	284	326	1,228	1,533	1,635
	순이익	548	165	104	228	563	166	202	892	1,019	1,045
	지배주주순익	548	165	104	228	563	166	202	892	1,019	1,045
씨지앤율촌전력	매출액	-	-	-	-	-	-	-	7,102	9,320	8,515
	영업이익	-	-	-	-	-	-	-	521	906	817
	순이익	-	-	-	-	-	-	-	223	518	460
	지배주주순익	-	-	-	-	-	-	-	223	518	460
포천파워	매출액	1,245	782	1,131	876	1,146	359	1,085	5,164	5,159	4,035
	영업이익	273	-29	280	152	386	-57	245	423	582	676
	순이익	167	-138	158	90	300	-179	120	-86	149	277
	지배주주순익	167	-138	158	90	300	-179	120	-86	149	277
에스파워	매출액	1,943	1,164	1,300	1,359	1,599	791	897	4,890	5,514	5,766
	영업이익	169	-33	76	1	185	-41	55	116	144	213
	순이익	113	-78	28	-41	52	-63	27	-133	-62	18
	지배주주순익	113	-78	28	-41	52	-63	27	-133	-62	18

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 50] 유가에 6 개월 후행하는 SMP



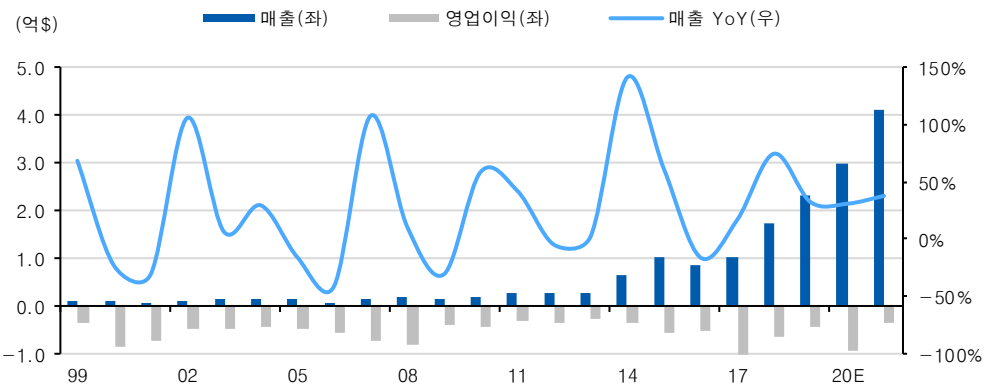
자료: 전력거래소, 유안타증권 리서치센터

[표 23] Plug Power 개요

설립연도	1997년
시가총액	약 16조원(155억 USD)
기업설명	Fuel Cell Technology 업체. 수소밸류체인 수직계열화가 되어있음
주요제품	수소 연료전지(매출 60% 이상; 주로 지게차), 수전해 설비
매출구성 (*19년도 기준)	›연료전지 시스템 판매(Sales of Fuel Cell Systems and Related Infrastructure) 65% ›연료 운송(Fuel Delivered to Customers) 13% ›전력 구매 계약(Power Purchase Agreements) 11% ›연료전지 시스템 서비스(Services Performed on Fuel Cell Systems and Related Infrastructure) 11%
사업/기술	▶수소 기반 모빌리티 사업 역량 보유(수소 지게차와 트럭 등) – 아마존/월마트 등 글로벌 유통 기업에 독점적으로 수소 지게차 공급 Record 존재(미국 전체 수소 지게차 공급시장 사실상 독점 상태) – 최근 중대형 수소 트럭시장 진출 ▶수소 차량용 연료전지(PEMFC), 전해조(수전해(수소 생산기술)의 핵심 설비), 액화수소플랜트, 수소 충전소 건설 기술 보유 – 수소 드론과 항공기, 발전용 등으로 수소 연료전지 활용 다각화 中
2020년 가이던스 향후 실적목표	매출 3.3억 USD 매출 '21년 4.5억 USD → '24년 12억 USD (OP 2억 USD)
장기 성장계획	1) 그린수소 생산공장 '24년까지 5개 건설계획 – 그 중 2개는 '22년 가동 목표. 일간 100톤 생산 가능 규모 2) PEM 기술기반 Giga Factory '21년 중순~하반기 완공 목표 – 연간 1.5GW 세계 최대 규모 연료전지 생산 공장. 연간 MEA 700만개, 500MW 수전해 스텍, 6만개 연료전지 스텍 생산 가능 3) 유럽 시장 사업 확장 추진중 4) 데이터센터의 연료전지 제품 출시 – 탄소제로 수요 드라이브. 1H21에 1.5MW 제품 출하 예정 5) Linde 와의 상업차 연료전지 개발 진행중 6) BP 와 그린수소 프로젝트 진행

자료: Bloomberg, 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 51] Plug Power 장기 실적 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 24] 글로벌 수소 연료전지 업체 Peer Valuation (단위: 백만 USD, 배, %)

		플러그파워(미국)	발라드파워시스템(캐나다)	블룸에너지(미국)	세레스 파워 홀딩스(영국)	두산퓨얼셀(한국)
	시가총액	15,491	6,800	5,056	3,049	3,371
2017	매출액	100	121	376	4	-
	영업이익	-102	-5	-157	-15	-
	순이익	-127	-8	-263	-12	-
	PER	-	-	-	-	-
	PBR	9.3	6.6	-	5.5	-
	ROE	-191.8	-6.6	-	-63.3	-
	EV/EBITDA	-	3,940.9	-	-	-
	PSR	5.1	6.5	-	33.5	-
2018	매출액	175	97	633	9	-
	영업이익	-69	-21	-165	-16	-
	순이익	-78	-27	-274	-13	-
	PER	-	-	-	-	-
	PBR	-	2.0	-	13.4	-
	ROE	-	-13.6	-	-62.0	-
	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
	PSR	1.6	4.6	0.8	24.6	-
2019	매출액	230	106	785	20	190
	영업이익	-50	-27	-233	-10	17
	순이익	-85	-39	-304	-6	10
	PER	-	-	-	-	53.1
	PBR	11.4	6.7	-	3.0	-
	ROE	-	-14.7	-	-10.1	-
	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
	PSR	3.3	15.7	1.1	15.4	2.8
2020E	매출액	300	107	768	20	419
	영업이익	-94	-35	-100	-14	24
	순이익	-106	-46	-82	-10	17
	PER	-	-	-	-	209.0
	PBR	13.9	10.0	130.6	-	21.6
	ROE	-8.1	-	-87.1	-8.4	10.9
	EV/EBITDA	568.6	-	174.3	-	130.8
	PSR	51.6	63.8	6.6	112.1	8.0
2021E	매출액	412	130	972	28	643
	영업이익	-38	-30	-40	-14	39
	순이익	-95	-34	-23	-12	29
	PER	-	-	-	-	128.4
	PBR	14.8	10.5	30.5	-	10.7
	ROE	-3.6	-	3.0	-11.2	11.6
	EV/EBITDA	293.0	-	65.9	-	75.8
	PSR	37.6	52.1	5.2	79.6	5.2
2022E	매출액	568	189	1,202	35	829
	영업이익	-1	-18	23	-10	61
	순이익	-60	-17	46	-9	45
	PER	-	-	108.6	-	81.8
	PBR	14.7	7.8	23.0	-	9.5
	ROE	0.4	-	43.0	-8.8	12.9
	EV/EBITDA	161.3	-	37.2	-	49.7
	PSR	27.3	35.9	4.2	63.6	4.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,001,616**	**992,646**	**842,494**	**912,099**	**930,341**
매출원가	906,733	902,062	787,540	849,859	866,856
매출총이익	94,883	90,584	54,954	62,240	63,484
판관비	48,045	51,085	52,493	36,066	36,788
영업이익	**46,838**	**39,499**	**2,461**	**26,173**	**26,697**
EBITDA	105,549	114,636	81,178	106,650	113,773
영업외손익	28,743	-11,733	-452	1,110	2,700
외환관련손익	-1,911	-1,727	-984	36	37
이자손익	-7,871	-11,123	-12,096	-12,218	-12,288
관계기업관련손익	36,655	5,960	9,996	12,129	13,341
기타	1,871	-4,843	2,632	1,164	1,611
법인세비용차감전순손익	75,581	27,766	2,009	27,284	29,397
법인세비용	19,318	10,756	492	11,744	12,043
계속사업순손익	56,264	17,009	1,517	15,539	17,353
중단사업순손익	5,248	-937	393	-236	-236
당기순이익	61,511	16,072	1,910	15,303	17,117
지배지분순이익	**22,531**	**7,173**	**3,225**	**5,995**	**6,719**
포괄순이익	60,303	18,878	7,521	15,303	17,117
지배지분포괄이익	23,001	9,273	5,469	-71,781	-54,577

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**78,565**	**79,788**	**64,517**	**45,863**	**66,265**
당기순이익	61,511	16,072	1,910	15,303	17,117
감가상각비	45,383	59,813	62,782	64,383	70,821
외환손익	74	344	-215	-36	-37
종속,관계기업관련손익	-36,679	-5,278	-9,996	-12,129	-13,341
자산부채의 증감	-17,362	-14,067	5,922	-28,327	-15,293
기타현금흐름	25,638	22,904	4,114	6,669	6,998
투자활동 현금흐름	**-101,818**	**-106,865**	**-89,170**	**-112,214**	**-111,781**
투자자산	-14,193	-24,911	16,003	-2,506	-2,506
유형자산 증가 (CAPEX)	-62,756	-78,250	-89,901	-89,901	-89,901
유형자산 감소	5,197	1,708	1,274	0	0
기타현금흐름	-30,066	-5,412	-16,546	-19,806	-19,373
재무활동 현금흐름	**19,297**	**38,685**	**19,644**	**-36,209**	**-37,029**
단기차입금	7,373	24,133	9,578	-500	-500
사채 및 장기차입금	40,389	35,720	46,230	4,000	4,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-15,111	-18,163	-27,250	-28,268	-28,268
기타현금흐름	-13,354	-3,005	-8,915	-11,441	-12,261
연결범위변동 등 기타	327	379	29,181	50,805	52,313
현금의 증감	**-3,628**	**11,987**	**24,171**	**-51,754**	**-30,231**
기초 현금	71,458	67,830	79,818	103,989	52,234
기말 현금	67,830	79,818	103,989	52,234	22,003
NOPLAT	**46,838**	**39,499**	**2,461**	**26,173**	**26,697**
FCF	**13,460**	**7,018**	**-3,404**	**-22,844**	**-2,358**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**371,284**	**400,291**	**390,509**	**369,169**	**347,947**
현금및현금성자산	67,830	79,818	103,989	52,234	22,003
매출채권 및 기타채권	122,767	118,575	111,952	126,917	129,824
재고자산	89,927	91,384	76,111	87,614	89,609
비유동자산	823,286	919,915	978,943	1,023,193	1,062,378
유형자산	397,159	428,464	456,522	482,040	501,120
관계기업등 지분관련자산	192,183	218,947	210,970	225,605	241,452
기타투자자산	28,036	38,187	58,797	59,503	60,237
자산총계	**1,194,570**	**1,320,207**	**1,369,452**	**1,392,363**	**1,410,325**
유동부채	300,078	355,631	360,979	377,080	385,050
매입채무 및 기타채무	178,129	184,708	179,343	193,846	200,133
단기차입금	34,263	58,884	69,087	68,587	68,087
유동성장기부채	50,249	60,297	60,875	60,875	60,875
비유동부채	385,613	442,749	475,917	482,738	489,672
장기차입금	69,599	72,371	103,614	105,614	107,614
사채	219,306	251,370	267,346	269,346	271,346
부채총계	**685,691**	**798,380**	**836,896**	**859,818**	**874,723**
지배지분	166,275	166,858	181,145	181,133	184,191
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	55,364	58,862	70,331	70,331	70,331
이익잉여금	122,173	125,586	125,891	125,880	128,938
비지배지분	342,604	354,969	351,411	351,411	351,411
자본총계	**508,879**	**521,826**	**532,556**	**532,545**	**535,603**
순차입금	**262,329**	**353,340**	**393,409**	**447,259**	**479,529**
총차입금	376,363	474,511	533,248	536,748	540,248

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	31,982	10,154	4,576	8,521	9,550
BPS	294,873	315,608	342,631	342,610	348,394
EBITDAPS	148,815	161,627	114,454	150,368	160,410
SPS	1,412,191	1,399,543	1,187,842	1,285,979	1,311,698
DPS	5,000	5,000	7,000	7,000	7,000
PER	**8.8**	**24.2**	**53.4**	**33.0**	**29.5**
PBR	**0.9**	**0.8**	**0.7**	**0.8**	**0.8**
EV/EBITDA	**7.6**	**7.7**	**11.3**	**9.4**	**9.1**
PSR	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**

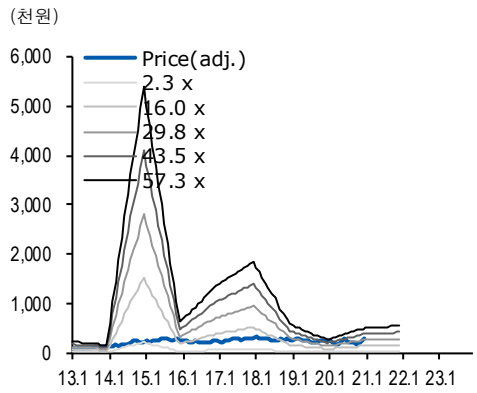
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**10.5**	**-0.9**	**-15.1**	**8.3**	**2.0**
영업이익 증가율 (%)	**-18.5**	**-15.7**	**-93.8**	**963.7**	**2.0**
지배순이익 증가율 (%)	**34.3**	**-68.2**	**-55.0**	**85.9**	**12.1**
매출총이익률 (%)	9.5	9.1	6.5	6.8	6.8
영업이익률 (%)	**4.7**	**4.0**	**0.3**	**2.9**	**2.9**
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	0.4	0.7	0.7
EBITDA 마진 (%)	10.5	11.5	9.6	11.7	12.2
ROIC	6.1	4.0	0.3	2.2	2.2
ROA	2.0	0.6	0.2	0.4	0.5
ROE	**14.9**	**4.3**	**1.9**	**3.3**	**3.7**
부채비율 (%)	134.7	153.0	157.1	161.5	163.3
순차입금/자기자본 (%)	157.8	211.8	217.2	246.9	260.3
영업이익/금융비용 (배)	4.6	2.9	0.2	1.8	1.8

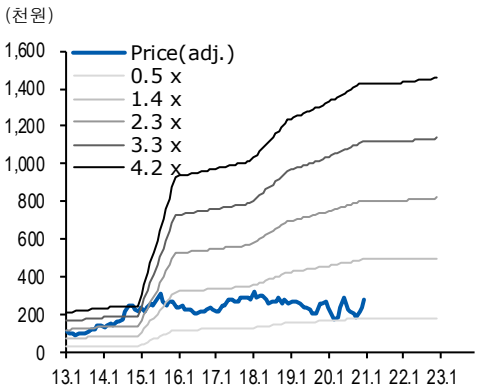
자료: 유안타증권

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

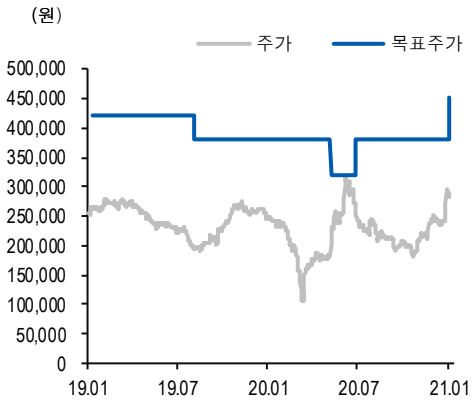
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-13	BUY	450,000	1년		
2020-07-06	BUY	380,000	1년	-41.46	-22.11
2020-05-18	BUY	320,000	1년	-16.50	-0.63
2019-08-16	BUY	380,000	1년	-42.61	-27.63
2019-01-12	1년 경과 이후		1년	-40.58	-33.21
2018-01-12	BUY	420,000	1년	-36.23	-21.79

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	5.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-10

※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: 최남곤)
- 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.