



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	450,000원 (M)
현재주가 (4/2)	284,500원
상승여력	58%

시가총액	201,658억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	1,734억원
60일 평균 거래량	589,357주
52주 고	355,000원
52주 저	164,000원
외인지분율	21.22%
주요주주	최태원 외 28인 28.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	18.3	72.4
상대	1.5	9.2	(4.5)
절대(달러환산)	3.5	14.0	87.8

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	222,116	-6.4	14.7	218,183	1.8
영업이익	9,421	흑전	797.9	8,477	11.1
세전계속사업이익	6,742	흑전	흑전	1,510	346.5
지배순이익	1,832	흑전	흑전	2,240	-18.2
영업이익률 (%)	4.2	흑전	+3.7 %pt	3.9	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	0.8	흑전	흑전	1.0	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

ESG로 140조원 Financial Story를 완성한다

SK그룹의 포트폴리오 관리 철학으로 자리 잡은 ESG 경영

SK 그룹의 ESG 경영은 SUPEX 산하의 사회공헌위원회(2013년 출범. 현재는 소셜밸류위원회로 변화)를 시작으로 '20년에는 환경위원회(기존의 에너지 위원회), 거버넌스위원회 등이 발족되면서 하나의 시스템으로 자리를 잡아 나가고 있다. 환경위원회 출범 이후 SK 그룹은 '20년 차이나가스홀딩스 지분 매각(SK E&S), 신재생에너지 사업 추진(SK E&S), RE100 가입(SK 8개사), '21년 북미 Plug Power 지분 투자(SK, SK E&S), SK종합화학 지분 매각 추진(SK이노베이션), 그린론 조달을 통한 수소 사업 확대(SK E&S) 등 시장의 예상을 크게 뛰어넘는 속도로 친환경 투자를 강화하고 있다. SK(주)는 Deep Change(지속적인 포트폴리오 혁신)를 통해 주주, 구성원, 사회, 고객 등 이해관계자의 행복을 추구하는 투자형 지주회사의 역할을 강조하고 있다. 이를 달성하기 위해 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 추구하는 Double Bottom Line을 시행하며, 재무성과와 더불어 사회적 가치를 측정, 관리하며 포트폴리오 관리에 활용하고 있다. 이는 기업 가치 평가에 있어, 내러티브의 중요성이 부각된 '21년 이후의 주식 시장 흐름과 맥락을 같이 하는 부분이다. SK 그룹에게 있어서의 ESG는 ①포트폴리오 관리 철학(기업가치 10조원 이상의 잠재력 갖춘 신성장 투자회사 육성, 자체 현금 창출을 통한 투자 사이클의 선순환)의 기간, ②자회사의 사업 조정(환경 & 사회적 가치 우선 순위 부여)의 최우선 근거로 활용되고 있는 것이다.

이러한 철학을 인정 받아 외부평가기관의 ESG 평가에서 SK(주)는 항상 상위권에 랭크되고 있다. 높은 ESG 등급은 주식 시장에서 기업 가치 향상이라는 직접 효과를 수반할 것으로 전망된다. ESG ETF 시장 규모가 커질 경우, 수급 측면에서 직접적인 수혜가 예상되는 부분이다.

목표주가 45만원 유지. 4월부터 다양한 투자 포인트 현실화 기대

2월~3월 사이의 주가 약세는 ①SK텔레콤 지배구조 개편 발표 지연, ②SKC 거래 정지 및 압수수색 부담, ③최재원, 최성원 등 특수관계인의 지분 매도, ④플러그 파워 회계 오류, ⑤SK이노베이션 주가 약세에 기인한다. 하지만 오히려 최근의 주가 조정은 SK(주)에 대한 투자 비중을 확대하기에 매우 좋은 기회이다. 주가 약세 요인이 호재로 전환되는 국면을 맞이하기 때문이다. ①SK텔레콤의 지배구조 개편은 현재 진행형이다. 4월~5월 중 공식화 가능성을 높게 판단하고 있다. ② 바이오팜 구주 처분(1.1조원)에 이어, 플러그파워 지분 담보를 통한 유동화(1.1조원)를 통해 약 2.1조원 수준의 현금 조달이 계획되고 있다. 회사는 구사업 조정(16조원), 투자사업 처분(20조원), 투자 유치(10조원)를 통해 46조원을 마련하여 이를 재원으로 첨단 소재, 바이오, 환경, 디지털 분야를 중심으로 투자를 계획하고 있다. ③차기 IPO 후보로 SK팜테코, SK실트론, SK건설이 대기하고 있다. '장부가 + α'에서 최근의 주식 시장 분위기를 반영한 시가로 변화하는 과정에서 SK NAV 확대 → 주가 상승으로 이어질 전망이다.

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		978,115	818,201	912,245	928,251
영업이익		37,359	-1,645	23,949	24,618
지배순이익		7,169	1,894	8,264	8,798
PER		24.2	82.8	24.2	22.8
PBR		0.8	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA		7.8	11.3	9.1	8.9
ROE		4.3	1.1	4.8	5.0

자료: 유안타증권

2013년부터 시작된 SK 그룹의 ESG 경영

외부평가기관의 ESG 평가에서 SK(주)는 항상 상위권에 랭크되고 있다. '20년 한국기업지배구조연구원의 '상장기업 ESG 평가등급'에서 당사는 환경부문 A, 사회부문 A+, 지배구조부문 A+, 통합등급 A+를 받았다. 언론에 표출된 ESG 관련 기사 중에서도 SK 그룹 관련 기사가 압도적으로 많이 노출되고 있다. 그 중심에는 '경제적 가치와 사회적 가치를 함께 추구하는 지속 가능한 기업'이라는 SK 그룹의 경영 철학, 그리고 이러한 경영 철학을 바탕으로 그룹의 주요 의사결정을 내리는 SUPEX 추구 협의회가 자리 잡고 있다.

SK 그룹의 ESG 경영은 SUPEX 산하의 사회공헌위원회(2013년 출범. 현재는 소셜밸류위원회로 변화)를 시작으로 '20년에는 환경위원회(기존의 에너지 위원회), 거버넌스위원회 등이 발족되면서 하나의 시스템으로 자리를 잡아 나가고 있다. 이번에 신설된 환경위원회는 환경을 핵심 키워드로 SK 주요 계열사의 사업 변화 방향을 모색하기 위해 만들어진 기구이다. 환경위원회 출범 이후 SK 그룹은 '20년 차이나가스홀딩스 지분 매각(SK E&S), 신재생에너지 사업 추진(SK E&S), RE100 가입(SK 8개사), '21년 북미 Plug Power 지분 투자(SK, SK E&S), SK 종합화학 지분 매각 추진(SK 이노베이션), 그린론 조달을 통한 수소 사업 확대(SK E&S) 등 시장의 예상을 크게 뛰어넘는 속도로 친환경 투자를 강화하고 있다. 필자가 아는 범위 내에서 한국의 어떤 대기업도 이런 속도의 변화를 추구하고 있지는 않다. 적어도 ESG 관점에서는 SK 보다 더 빠르게 변화하고 있는 기업은 국내에 존재하지 않는다고 생각한다.

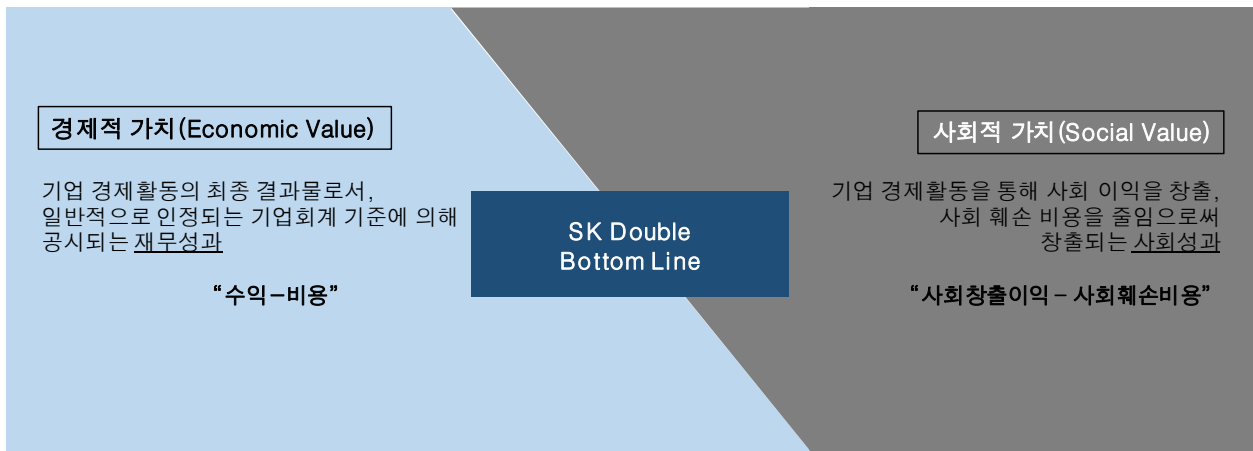
[표 1] SK 그룹 수펙스 산하 ESG 조직 타임라인 및 최태원 회장의 회두

시기	주요 이벤트
2013년 2월	수펙스 출범 수펙스 산하 사회공헌위원회 출범
2017년	최태원 회장, 더블 보텀 라인(double bottom line) 및 사회적 가치 창출 강조
2019년	소셜밸류(SV)위원회로 조직명 변경
2020년 9월	최태원 회장, 구성원에 이메일 보내 ESG 경영 첫 언급
2020년 10월	최태원 회장, CEO 세미나에서 ESG 경영 강조
2020년 12월	수펙스 산하 거버넌스위원회 신설 환경사업위원회 신설

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

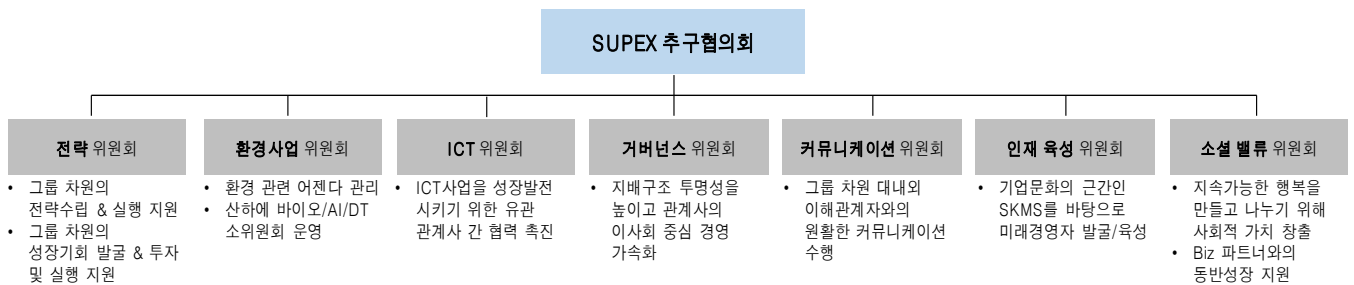
SK(주)에서 내세운 ESG 경영 철학은 'Double Bottom Line(DBL)'으로 정의된다. SK 그룹에서 설명하는 DBL의 정의는 다음과 같다. DBL은 기존 경제적 가치·이윤만 추구하는 Single Bottom Line에서 벗어나 경제적 가치(EV, Economic Value)와 사회적 가치(SV, Social Value)를 동시에 추구하고 관리하는 경영 철학이다. 여기서의 사회적 가치란 ①비즈니스 사회 성과, ②사회공헌 사회성과, ③경제간접 기여성과로 분류된다. 이를 통해 사회 이익을 창출하고, 사회 훼손 비용을 줄이는 결과를 가져올 수 있다. 기업은 사회적 가치를 높이기 위한 방향으로 BM(사업 모델) 혁신을 이뤄내서, 장기적으로 기업가치를 높여 나가는 의사결정의 경험 축적을 목표로 한다. 이를 쉽게 풀이하면 바른 경영 방식을 통해 모든 이해관계자가 함께 잘 먹고 잘 살자는 의미로 볼 수 있다.

[그림 1] SK Double Bottom Line



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 그룹 수펙스추구협의회 산하 기구



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK(주)의 지속 가능한 성장 시스템에 대한 이해

SK(주)는 Deep Change(지속적인 포트폴리오 혁신)를 통해 주주, 구성원, 사회, 고객 등 이해관계자의 행복을 추구하는 투자형 지주회사의 역할을 강조하고 있다. 최태원 회장은 이에 더해 2020년 CEO 세미나를 통해 "매출과 영업이익 등 종전 재무성적을 중심으로 한 기업가치 평가 방식은 더는 유효하지 않다"며 "이제는 매력적인 목표와 구체적 실행 계획이 담긴 파이낸셜 스토리가 시장에서 신뢰를 얻어야 기업가치가 높아지는 시대로 변화하고 있다"고 언급한 바 있다. 조대식 SUPEX 의장은 "비즈니스 포트폴리오를 미래 성장사업 중심으로 변화시키고 있다는 점을 적극적으로 알려 높은 기업가치를 인정받도록 노력해야 한다"고 강조했다.

이는 기업 가치 평가에 있어, 내러티브의 중요성이 부각된 '21년 이후의 주식 시장 흐름과 맥락'을 같이 하는 부분이다. 지난 3월 29일에는 첨단소재, 바이오, 그린, 디지털 등 4대 핵심 사업을 선정하고, 이를 중심으로 2025년까지 시가총액 140조원의 전문가치투자자로 진화하는 파이낸셜 스토리를 공개했다. 특히 이러한 파이낸셜 스토리를 구체화하는 과정에서 ESG는 ①포트폴리오 관리 철학의 근간, ②자회사의 사업 조정의 최우선 근거로 활용되고 있다.

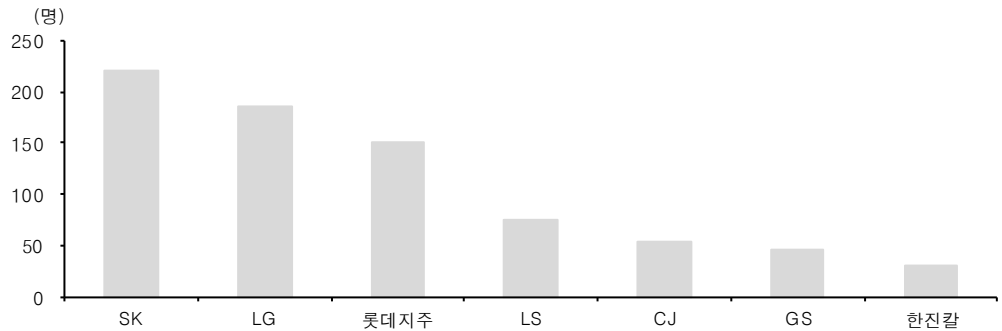
①기업가치 10조원 이상의 잠재력을 갖춘 신성장 투자 회사 육성

국내 유일의 투자형 지주회사를 표방하는 SK(주)에 대한 평가는 철저하게 포트폴리오의 매력에 근거하고 있다. 지주회사의 인적 경쟁력 측면에서도 타 지주회사와 차별성(그림 3)을 보여주는 SK(주)의 포트폴리오 관리 철학은 다음과 같다.

SK(주)는 사업 포트폴리오를 ①Core, ②Growth, ③Seeding 영역으로 구분하고 있다. Core 영역에서는 10조원 이상의 기업가치를 인정 받은 기업 위주로 안정적 Cash flows, 배당 등에 초점을 맞추고 있다. Growth 영역의 포트폴리오(신성장 투자회사)는 주로 Valuation multiple이 높은 산업군으로 기술, BM 혁신 기업 중심으로 구성되어 있다. Seeding 영역은 미래 유망 영역의 선제적 투자 개념의 포트폴리오로 구성되어 있다. Core 영역에는 에너지·화학·ICT·반도체·제약(바이오), Growth 영역에는 CMO·소재·차세대에너지, Seeding 영역에는 Mobility·Fashion 포트폴리오가 포진되어 있다. 제약(바이오) 분야는 Growth 영역으로 분류 됐었으나, SK 바이오팜의 성공적 IPO로 시가총액이 10조원에 육박하면서 Core 영역으로 재분류 했다.

투자 원칙은 ①성장성, 사업역량 내재화 가능성이 검증된 영역(신성장 투자회사)은 Buyout 중심 투자를 통해 장기 보유, ②주력 사업 중 시너지 및 성장 한계가 명확한 자산에 대해서는 사업 조정(Exit)을 통해 Resource를 확충하는 것이다. 여기서 가장 중요한 원칙은 이러한 투자가 ESG 경영 원칙을 철저히 추종하는 방향으로 전개되고 있다는 점이다.

[그림 3] 주요 순수지주회사의 인력 현황 (2020년 4분기 기준)



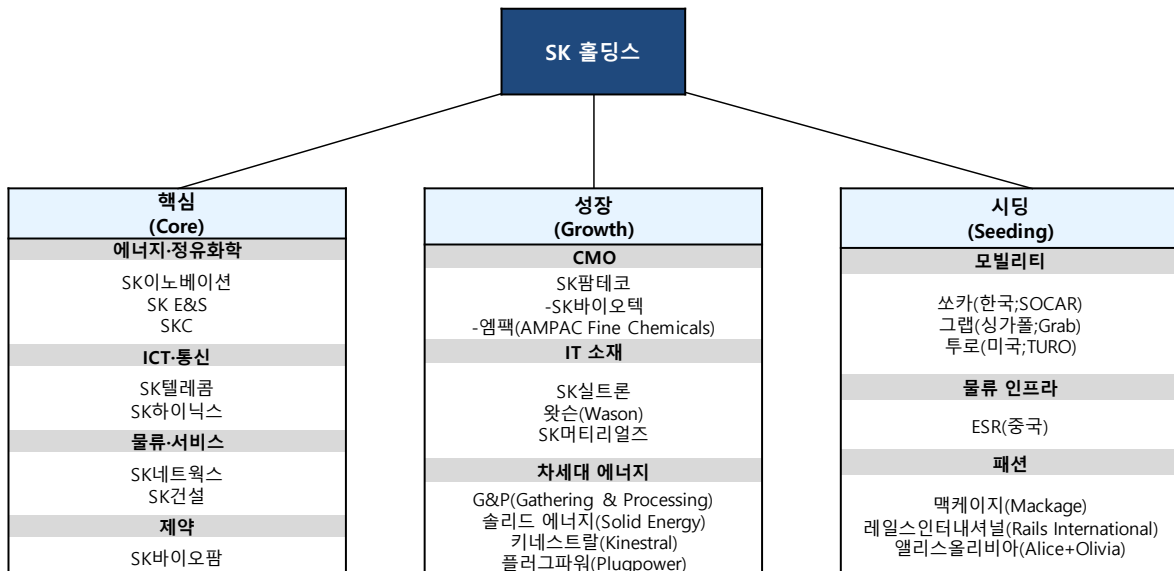
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터 주)SK의 경우 C&C 관련 인력(약 4,000명 가정) 제외

[그림 4] SK(주)의 투자 포트폴리오 운용 철학



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] SK(주) 투자 철학



자료: 유안타증권 리서치센터

②첨단소재, 바이오, 그린, 디지털로 정의된 ESG 투자 철학

SK 그룹의 ESG 철학은 '20년 이후 신재생 분야에서 빠른 속도로 실현되고 있다. 물론 SK 그룹의 신재생 사업에 대한 가치 평가를 하기엔 매우 이른 시점이라는 시각에 대해서 유안타증권 역시 전적으로 동의한다. 하지만 지금 현 시점에서 국내 어떤 기업이 신재생 분야의 펀더멘털로 기업의 적정 가치를 논할 수 있는 상황이겠는가? 대부분의 기업이 사업 초기 상태에 머물러 있기에, 현 시점에서 투자자들이 챙겨 봐야 하는 변수는 ㉠사업 비전, ㉡인적 경쟁력, ㉢재무 체력, ㉣실행 속도라고 판단된다. 이런 기준 하에서 최근에 이뤄진 파격적 인사(E&S의 공동대표로 1974년생 최연소 사장 승진), 핵심 역량을 갖춘 기업(플러그 파워)에 대한 과감한 투자는 왜 SK 그룹이 신재생 분야에서도 성과에 대한 기대를 받을 수 있는지에 대한 단서가 될 수 있다.

SK 그룹은 지난 3월 2일 국무총리 주재로 열린 수소경제위원회에서 앞으로 5년간 국내 수소 사업에 약 18.5조원을 투자해 세계 1위 수소 기업으로 거듭나겠다고 밝혔다.

①SK 그룹은 수소 생산, 유통, 활용까지 밸류체인 전 분야에 걸쳐 2025년까지 18.5조원을 투자할 계획이다. 투자 주체는 E&S가 중심이며, 총 투자비 18.5조원은 ㉠전략적 파트너 유치(10조원), ㉡구조화금융(6.8조원), ㉢E&S의 현금흐름 및 비핵심자산 유동화(1.7조원)를 통해 조달할 계획이다. 투자 대상은 ㉠부생수소(3.1조원), ㉡블루수소(5.3조원), ㉢연료전지(7.3조원), ㉣기타 서비스(2.8조원)이다.

②SK 그룹이 가장 공들이고 있는 분야는 수소 생산이다. 동사는 지난 2월 25일 액화수소 사업을 담당할 신규 법인인 아이지이(850억원 출자)를 E&S의 자회사 형태로 설립했다. 1단계로 5,000억원을 투자해 '23년까지 부생수소 기반의 액화수소 설비(인천)를 완공할 계획이다. 이후 '25년까지 5.3조원을 투자해 LNG 기반의 수소생산 기지(보령)를 완공할 계획이다. 이 계획대로라면 인천과 보령의 생산 기지를 합쳐 연간 28만톤의 수소를 생산하게 된다.

③동사는 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. SK는 플러그파워와의 합작 법인을 '21년 내로 설립할 계획을 밝혔다. 합작 법인은 '23년까지 연료전지, 수전해 설비 등 수소 사업 핵심 설비에 대한 생산 기지를 국내에 건설할 계획이다. 수소 생산, 유통, 핵심 설비 기술 등 핵심 밸류체인 측면에서 현재까지는 국내 기업 중 가장 선두권으로 평가된다.

[표 2] 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
	플러그파워 투자	'21년 1월
	액화수소 생산설비 건설	3만 t('23년~)
	블루수소 생산	25만 t('25년~)

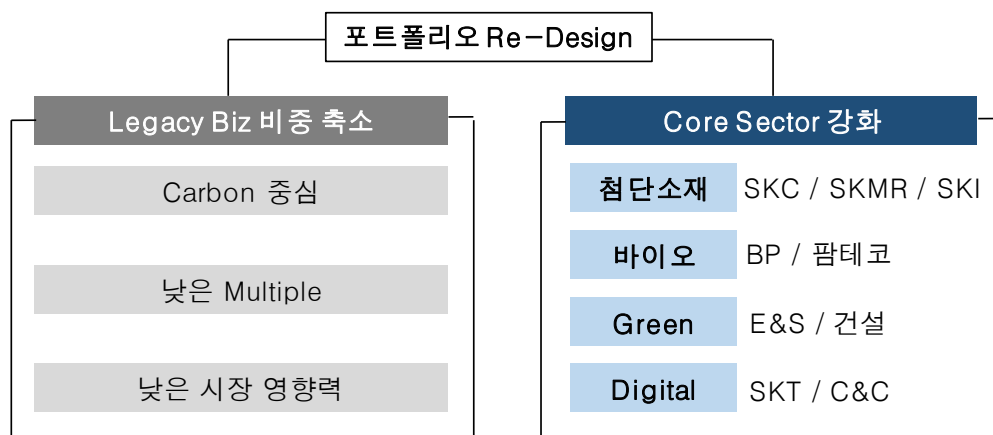
자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 3] Plug Power 개요

설립연도	1997년
시기총액	약 20조원(180억 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
가이던스	Gross Billing '21년 4.8억 USD → '22년 7.5억 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 스택, 6만개 연료전지 스택 생산 가능 3) 21년 내 SK와 아시아 JV 설립 계획(23년까지 연료전지, 수전해 설비 등 대량생산기지를 한국에 건설 예정) 4) 유럽 시장 사업 확장 추진중 - 스페인 에너지 기업 Acciona 20억 유로 규모로 투자해 수소 JV 설립(지분 50%) 확정. 2030년까지 스페인&포르투갈 수소 시장 20% 점유율 목표 - 프랑스 르노그룹과 유럽 내 중소형 수소 상용차 시장 공략 위한 JV 설립(지분 50%) 확정. 유럽 시장 점유율 30% 이상 목표. 5) 데이터센터의 연료전지 제품 출시 - 탄소제로 수요 드라이브. 1H21에 1.5MW 제품 출하 예정 6) Linde와의 상업차 연료전지 개발 진행중 7) BP와 그린수소 프로젝트 진행

자료: Bloomberg, 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] SK 포트폴리오 Re-Design 방향



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

③ 자체 현금 창출을 통한 투자 사이클의 선순환

무엇보다도 '15~'21년의 기간 동안 6.4조원에 달하는 투자를 진행하면서 주주의 편당에 의존 없이 사업 순환을 통해 100% 자체 조달한 점이 높게 평가된다. 기 조달된 투자 재원은 ① 자체 사업(SI / 임대 / 상표권 / 배당)으로부터 창출된 연간 1조원 내외의 현금, ② 차입, ③ 기 투자자 중 일부 Exit 을 통해 마련됐다. 특히 '19년~'21년 사이에는 총 3건의 투자자산 Exit 을 통해 세전 기준 약 4.36조원의 투자재원을 확보한 것으로 추정된다. 3건의 Exit 사례에서 확인된 투자원금 대비 처분 당시 가치는 약 4.8배 높은 수준이다. '21~'22년에도 SK 바이오팜 구주 매출, SK 실트론 IPO, SK 팜테코 IPO 등이 예상된다. 당사는 2025년까지 46조원(구사업 조정 16조원, 투자사업 처분 20조원, 전략적 투자 유치 10조원)을 마련하여 첨단소재, 바이오, 그린, 디지털 분야에 대한 포트폴리오 확대 작업을 꾸준히 추진할 계획이다. 이를 통해 EBITDA 는 '21년 1.5조원에서 '25년 6.4조원까지 성장시킬 계획이다.

[표 4] SK(주) 주요 EXIT 사례('19~'21)

(단위: 십억원)

	투자원금	처분 당시 가치	차익
ESR	494	1,153	275
CGH	443	1,814	1,371
SK 바이오팜	478	5,264	1,894

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] SK(주) 주요 투자 내역

(단위: 십억원)

구분	투자대상	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	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 Pharmteco		164						862
	Swords			173('17.12)					
	AMPAC				525('18.7)				
수소	Plug Power							1,600	1,600
반도체	에스파워테크닉스							27	27
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	1,627	6,446

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

ESG 투자 환경에서의 SK(주) 노력과 기대 효과

통상적으로 기관투자자들이 ESG 를 활용하는 방식은 Negative Screening 에 머물러 있다. ESG 에서 문제가 있는 기업을 아예 투자 대상에서 제외한다는 의미이다. 자신의 신념을 소비 행위를 통해 적극적으로 표현하는 Meaning Out 소비 트렌드로 인해 ESG 는 기업의 실적에도 직접적인 영향을 미치고 있다. 따라서 환경, 사회 관점에서의 내부 통제 원칙이 투자자에게는 그만큼 중요한 의미로 부각될 수 밖에 없다. 시스템 통제를 통해 사고 가능성을 억제할 수 있는가? 이것이 ESG 투자자에게는 가장 우선되어야 할 질문이다. 물론 아직은 ESG 초기 단계이기에 특정 기업의 ESG 관련 지표가 투자자들의 눈높이에는 미진할 수 있다. 따라서 현 시점에서의 ESG 에 대한 평가는 기업의 방향 설정, 실질적인 노력 등의 정성적 변수에 눈길이 쏠릴 수 밖에 없다.

SK(주)는 지속 가능 보고서를 통해 경영활동 전반의 경제적 가치만큼이나 사회적 가치에 무게 중심을 두겠다는 철학을 밝히고 있다. 이를 위해 Social Value 측정 체계를 다음과 같이 공개했으며, 구체적으로는 환경 및 사회 분야에서의 성과 및 목표를 [표 8]의 형태로 제공하고 있다. 제시된 총 9개의 관리 지표 중 고객 만족도를 제외한 8개의 지표에서 목표를 달성했으며(2019년 기준), 2016년 ~ 2019년까지 대부분의 지표가 개선되는 모습을 보여주고 있다.

[표 6] SK(주)의 ESG 관련 실행 계획

분야	계획
E(환경)	탄소 경제 비중 축소. 친환경 솔루션 등 포트폴리오 재편. 현재 포트폴리오 전체 연간 이산화탄소 배출량 3200만톤에서 향후 65% 줄어든 연간 1100만톤 수준으로 감축 계획
S(소셜)	회사 자체 시스템 바꾸어 나갈 것. 2025년까지 글로벌 인력과 여성리더 비중 합쳐 25% 수준으로 확대. 유형자산 뿐 아니라 기술, 브랜드 등 무형 자산 개방하고 공유해 비즈니스 통해 사회적 문제 해결하는 새로운 기업가 정신 실천
G(거버넌스)	이사회 중심 책임 경영 실질적으로 이루어지도록 이사회 기능 강화. 이사회 산하에 경영진 선임, 평가가 이루어질 수 있도록 인사위원회 신설. ESG 경영 프로세스 정착되도록 ESG 위원회 운영 계획.

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 7] Social Value 측정 체계 (비중)

이해관계자 가중치 및 이해관계자 비중		고객	협력회사	사회	구성원	주주
		28%	14%	18%	22%	21%
경제간접기여 성과	고용	17%	22%	10%	20%	17%
	배당	8%	10%	12%	11%	24%
	납세	11%	12%	9%	12%	17%
비즈니스사회성과	환경	12%	10%	9%	9%	10%
	삶의질	12%	10%	7%	11%	5%
	노동	10%	9%	6%	10%	7%
	동반성장	10%	9%	6%	9%	8%
사회공헌 사회성과	사회공헌	7%	6%	9%	6%	4%
	기부	7%	6%	9%	6%	4%
	자원봉사	7%	6%	9%	6%	4%

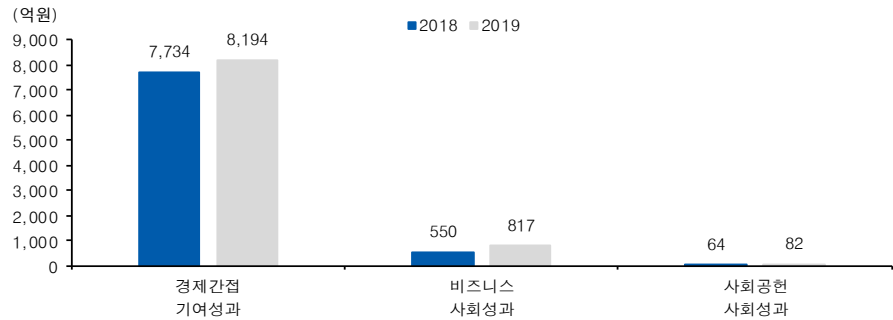
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 8] 환경, 사회 성과 및 목표

구분	관리지표	단위	2016년	2017년	2018년	2019년	2019년 목표	달성 여부	2020년 목표	2025년 목표
사회	New ICT 교육 이수 인원	명	2,327	2,177	1,918	2,598	2,500	●	2,630	2,800
	고객만족도	%	79.6	77.5	75.5	75.7	79	○	77	80
	비즈니스 사회성과의 화폐가치	억원	-	-	559	817	600	●	860	1,100
	임직원 봉사활동 회폐 환산 가치	천원	-	8,700	15,583	54,779	20,000	●	73,158	93,370
	임직원 몰입도	%	-	-	-	76.6	-	-	77	79
	근로손실 재해율	%	0	0	0	0	0	●	0	0
환경	총에너지 소비량(매출 10억원당)	TJ	0.299	0.465	0.549	0.406	0.5	●	0.4	0.4
	온실가스 배출량(매출 10억원당)	tCO2e	-	22	26	20	24	●	19	18
	취수 대비 재활용 용수 사용 비율	%	12	10	11	27	10	●	28	30
	친환경 솔루션 비중(매출 대비)	%	12.2	12.4	12.4	12.9	12.5	●	13	20

자료: SK

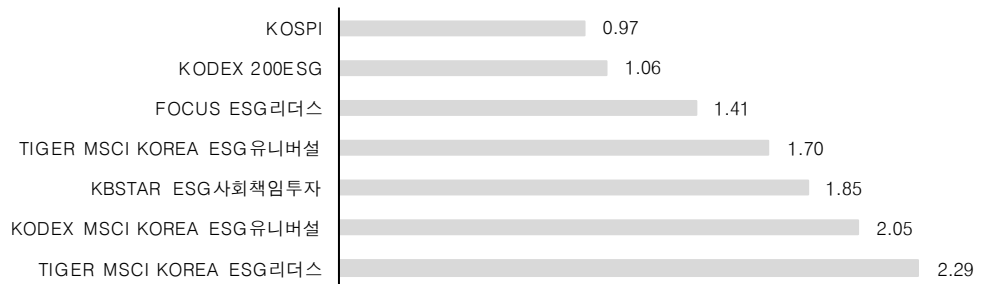
[그림 7] 사회적 가치 측정



자료: SK

기업이 얻게 될 높은 ESG 등급은 주식 시장에서 기업 가치 향상이라는 직접 효과를 수반할 것으로 전망된다. 예를 들면 KOSPI에 상장된 ESG 관련 ETF 내에서 SK는 KOSPI 시가총액 비중 대비 높은 비중으로 편입되어 있다. 아직은 ESG 관련 펀드 시장 규모가 크지 않기 때문에 직접 자금 유입 효과가 유의미한 수준으로 나타나지 않지만, 향후 ESG ETF 시장 규모가 커질 경우, 수급 측면에서 직접적인 수혜가 예상되는 부분이다.

[그림 8] 주요 지수 내 SK 시가총액 비중(%)



자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 45만원 유지. 4월부터 다양한 투자 포인트 현실화 기대

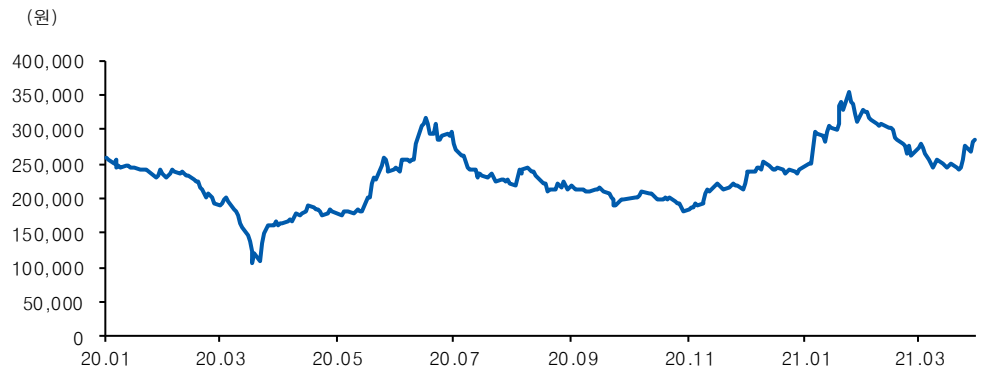
적어도 현 시점에서는 ESG 성과가 양호한 기업에 투자하라는 조언은 투자자의センチメント 측면에서 다소 동떨어진 조언일 수 있다. ESG 초기 단계에서 평가 변수로는 '보여준 성과'보다는 '설정된 비전'이 더 중요하기 때문이다. 따라서 투자자 관점에서의 ESG는 Passive 요소라고 보는 것이 더 어울릴 것이다. 따라서 SK의 선진적인 ESG 철학과 그러한 철학의 실행과는 별도로 명확한 투자포인트가 존재해야 된다.

2월~3월 사이의 주가 약세는 ①SK 텔레콤 지배구조 개편 발표 지연, ②SKC 거래 정지 및 압수 수색 부담, ③최재원, 최성원 등 특수관계인의 지분 매도, ④플러그 파워 회계 오류에 따른 주가 하락에 기인한다.

유안타증권은 ① ~ ④ 중 주가에 유의미한 변수는 없다고 판단한다. ①지배구조 개편 발표는 시기의 문제로 해석하고 있으며, ②SKC 거래 정지 이슈와 SK 지배구조 간 관계는 없는 것으로 파악하고 있다. ③특수 관계인 지분 매도는 증여세 납부를 위한 목적에서 진행됐다. 추가 매각 가능성은 제한적으로 판단한다. ④플러그 파워의 회계 오류 문제 역시 심각한 내용이 아닌 것으로 파악된다. 플러그파워와 KPMG는 R&D 비용 분류와 특정 서비스 계약의 손실 처리 과정에서 회계 오류가 있었던 점을 확인하고, 2018년 이후의 재무제표를 재작성 중이라고 밝혔다. 플러그 파워는 올해 4억7500만달러, 내년 7억5000만달러, 2024년 17억달러 등 종전에 밝혔던 매출 목표 달성엔 차질이 없을 것으로 전망하고 있으며, 플러그파워의 이사회에 참여하고 있는 SK 측에서도 이러한 내용을 컨펌하고 있다. 참고로 SK의 플러그파워 지분 투자 당시 주당 단가는 약 29.1 USD였으며, 4월 1일 기준 종가는 35.26 USD로 아직은 수익권이기도 하다.

오히려 최근의 주가 조정은 SK(주)에 대한 투자 비중을 확대하기에 매우 좋은 기회이다. 3월의 주가 약세 요인이 호재로 전환되는 국면을 맞이하기 때문이다. ①SK 텔레콤의 지배구조 개편은 현재 진행형이다. 4월 ~ 5월 중 공식화 가능성을 높게 판단하고 있다. 이유는 누차 언급한대로 세법, 공정거래법 개정 영향을 회피하기 위해서는 금년 상반기까지 마지노선으로 판단하기 때문이다. ②한동안 잠잠했던 투자 부문에서 성과를 낼 것으로 전망된다. SK 바이오팜 구주 처분(1.1조원)에 이어, 플러그파워 지분 담보를 통한 유동화(1.1조원)를 통해 약 2.2조원 수준의 현금 조달이 계획되고 있다. 이를 재원으로 바이오, 소재, 신재생 분야에서의 추가 M&A에 대한 기대를 높인다. 프랑스 Yposkesi를 시작으로 추가 M&A 뉴스를 기대한다. 글로벌 CMO 중 Top3 Catalent, Thermo Fisher, Lonza만이 유전자 치료제 CDMO 사업 영위하고 있다. SK는 금번 M&A를 통해 유전자 치료제 CDMO 시장에 네번째로 참여하게 되는 것이다. ③차기 IPO 후보로 SK 팜테코, SK 실트론, SK 건설이 대기하고 있다. IPO를 통해 비상장 자회사의 '장부가 + α ' 평가에서 본질 가치가 반영되는 과정을 통해 SK NAV 확대 → 주가 상승이 반복될 전망이다.

[그림 9] SK(주) 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 9] SK NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	223,666	26.8%	59,898	최근 시가 기준
SK 이노베이션	223,304	33.0%	73,601	최근 시가 기준
SK 네트워크스	13,923	39.1%	5,447	최근 시가 기준
SKC	50,554	41.0%	20,727	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	33,510	49.1%	16,453	최근 시가 기준
에스엠코어	3,490	26.7%	930	최근 시가 기준
SK 바이오팜	81,837	75.0%	61,378	최근 시가 기준
ESR	104,279	6.4%	6,705	최근 시가 기준
상장사 합계			245,139	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
SK E&S	26,000	90.0%	36,851	
SK 건설	5,453	44.5%	9,247	장외 시총 2조원(2021년 4월 OTC)
SK 팜테코	8,752	100.0%	20,000	경쟁사 수준 Value 적용 시 4조원
SK 실트론	6,226	51.0%	16,840	EBITDA 5,282억원. EBITDA 8X
비상장사 기타			31,709	장부가 기준
비상장사 합계			114,648	
투자자산가치 합계			251,851	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			230,847	
주식 수(천주)			52,306	자사주 제외
주당 NAV(원)			441,339	

자료: 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	978,115	818,201	912,245	928,251	944,214	
매출원가	890,255	764,771	849,970	864,845	879,626	
매출충이익	87,860	53,430	62,275	63,406	64,588	
판매비	50,501	55,075	38,326	38,788	39,769	
영업이익	37,359	-1,645	23,949	24,618	24,819	
EBITDA	113,348	78,199	105,861	108,657	111,046	
영업외손익	-9,001	1,367	2,302	3,464	4,514	
외환관련손익	-1,784	827	818	810	802	
이자손익	-11,186	-12,098	-12,221	-12,291	-12,495	
관계기업관련손익	5,968	7,997	9,929	10,922	12,014	
기타	-1,998	4,642	3,775	4,022	4,192	
법인세비용차감전순손익	28,358	-278	26,251	28,082	29,333	
법인세비용	10,064	2,604	6,563	7,020	7,333	
계속사업순손익	18,294	-2,882	19,689	21,061	22,000	
중단사업순손익	-2,234	1,798	0	0	0	
당기순이익	16,060	-1,084	19,689	21,061	22,000	
지배지분순이익	7,169	1,894	8,264	8,798	9,279	
포괄순이익	18,866	-4,858	19,689	21,061	22,000	
지배지분포괄이익	9,269	-1,618	-68,990	-61,851	-63,273	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	80,277	96,946	67,909	88,014	90,966	
당기순이익	16,060	-1,084	19,689	21,061	22,000	
감가상각비	60,664	63,498	65,403	67,365	69,386	
외환손익	344	-1,530	-818	-810	-802	
충족, 관계기업관련손익	-5,278	-7,997	-9,929	-10,922	-12,014	
자산부채의 증감	-14,265	35,205	-23,423	-6,858	-6,253	
기타현금흐름	22,751	8,855	16,989	18,177	18,649	
투자활동 현금흐름	-106,856	-104,189	-109,884	-112,232	-86,113	
투자자산	-24,911	12,709	-1,093	-1,093	-1,093	
유형자산 증가 (CAPEX)	-78,250	-92,388	-67,211	-69,212	-42,500	
유형자산 감소	1,708	3,335	0	0	0	
기타현금흐름	-5,403	-27,846	-41,579	-41,927	-42,520	
재무활동 현금흐름	38,186	32,436	-19,146	-20,285	-20,937	
단기차입금	24,133	2,593	-500	-500	-500	
사채 및 장기차입금	35,720	49,514	4,000	4,000	4,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-18,163	-12,120	-13,172	-13,661	-14,184	
기타현금흐름	-3,504	-7,550	-9,474	-10,124	-10,253	
연결범위변동 등 기타	379	-4,041	30,892	37,683	37,709	
현금의 증감	11,987	21,152	-30,228	-6,820	21,625	
기초 현금	67,830	79,818	100,969	70,741	63,921	
기말 현금	79,818	100,969	70,741	63,921	85,546	
NOPLAT	37,359	-17,048	23,949	24,618	24,819	
FCF	2,028	4,559	698	18,801	48,466	

자료: 유안타증권

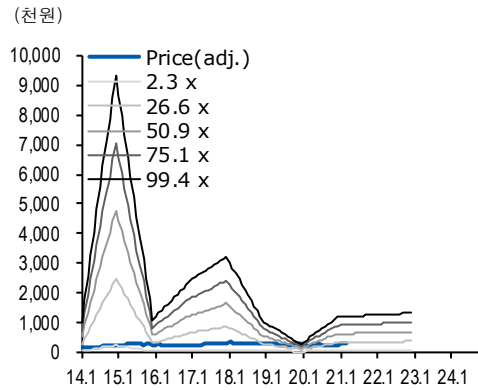
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	400,154	380,523	388,566	389,056	417,151	
현금및현금성자산	79,818	100,969	70,741	63,921	85,546	
매출채권 및 기타채권	124,069	106,583	121,401	123,763	126,242	
재고자산	91,384	61,795	80,231	82,575	84,369	
비유동자산	925,961	995,861	1,012,748	1,031,323	1,022,440	
유형자산	428,283	459,106	460,914	462,762	435,876	
관계기업 등 지분관련 자산	218,947	208,091	219,114	231,129	244,237	
기타투자자산	38,187	53,824	54,241	54,675	55,126	
자산총계	1,326,114	1,376,384	1,401,315	1,420,379	1,439,591	
유동부채	356,271	372,127	391,619	400,688	409,921	
매입채무 및 기타채무	184,704	182,024	202,433	209,343	216,309	
단기차입금	58,884	62,014	61,514	61,014	60,514	
유동성장기부채	60,297	62,168	62,168	62,168	62,168	
비유동부채	448,083	485,658	492,171	497,686	503,231	
장기차입금	72,371	104,439	106,439	108,439	110,439	
사채	251,370	263,996	265,996	267,996	269,996	
부채총계	804,354	857,785	883,790	898,374	913,152	
지배지분	166,838	174,350	173,276	177,756	182,190	
자본금	154	154	154	154	154	
자본잉여금	58,862	70,616	70,616	70,616	70,616	
이익잉여금	125,566	124,967	123,892	128,506	133,078	
비지배지분	354,923	344,249	344,249	344,249	344,249	
자본총계	521,760	518,599	517,525	522,005	526,439	
순차입금	358,467	383,280	415,034	424,312	405,124	
총차입금	479,619	534,391	537,891	541,391	544,891	

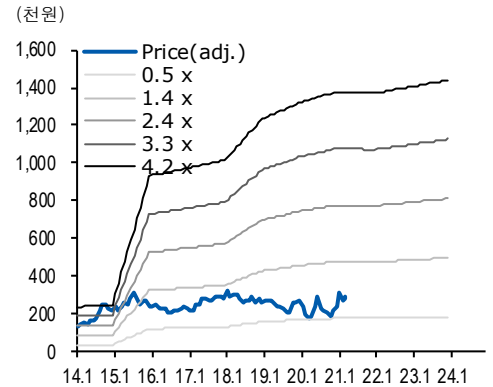
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	10,149	2,635	11,745	12,504	13,188	
BPS	315,570	329,780	327,748	336,223	344,609	
EBITDAPS	159,811	110,254	149,255	153,196	156,565	
SPS	1,379,056	1,153,592	1,286,184	1,308,752	1,331,258	
DPS	5,000	7,000	8,000	9,000	10,000	
PER	24.2	82.8	24.2	22.8	21.6	
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	
EV/EBITDA	7.8	11.3	9.1	8.9	8.6	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-2.3	-16.3	11.5	1.8	1.7	
영업이익 증가율 (%)	-20.2	적전	흑전	2.8	0.8	
지배순이익 증가율 (%)	-68.2	-73.6	336.4	6.5	5.5	
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	6.8	6.8	6.8	
영업이익률 (%)	3.8	-0.2	2.6	2.7	2.6	
지배순이익률 (%)	0.7	0.2	0.9	0.9	1.0	
EBITDA 마진 (%)	11.6	9.6	11.6	11.7	11.8	
ROIC	3.9	-2.7	2.8	2.8	2.9	
ROA	0.6	0.1	0.6	0.6	0.6	
ROE	4.3	1.1	4.8	5.0	5.2	
부채비율 (%)	154.2	165.4	170.8	172.1	173.5	
순차입금/자기자본 (%)	214.9	219.8	239.5	238.7	222.4	
영업이익/금융비용 (배)	2.7	-0.1	1.7	1.7	1.7	

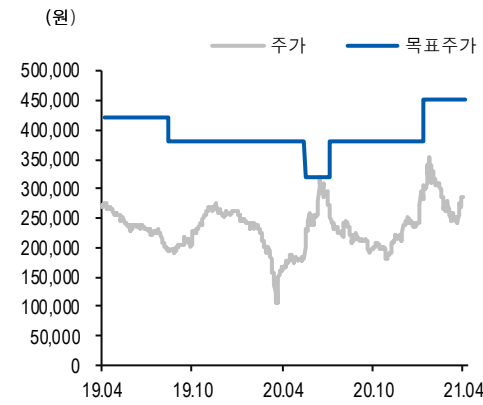
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-05	BUY	450,000	1년		
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
2019-04-06	1년 경과 이후		1년	-43.46	-34.29
2018-04-06	BUY	420,000	1년	-37.49	-27.62

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)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-31

※해의 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 기업의 비재무적 요소인 환경(Environment) · 사회(Social) · 지배구조(Governance)와 관련된 리포트로 친환경 경영, 사회공헌, 공정거래, 주주총회 안건 등 장기적 관점에서의 기업가치와 기업의 지속가능성에 영향을 주는 주제 및 내용에 관련한 자료입니다.

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.