

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**최관순**  
ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812

### Company Data

자본금	196 억원
발행주식수	7,724 만주
자사주	501 만주
액면가	500 원
시가총액	5,098 억원
주요주주	
(주)원익(외13)	26.88%
원익PS 자사주	12.77%
외국인지분률	11.70%
배당수익률	

### Stock Data

주가(16/09/21)	6,600 원
KOSDAQ	666.64 pt
52주 Beta	1.58
52주 최고가	16,224 원
52주 최저가	6,030 원
60일 평균 거래대금	102 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.1%	-11.3%
6개월	-52.4%	-50.4%
12개월	-46.5%	-44.7%

## 원익홀딩스 (030530/KQ | 매수(신규편입) | T.P 9,600 원(신규편입))

### 자체사업 호조와 지주회사 전환 이후의 그룹 시너지 확대

원익홀딩스는 TGS(Total Gas Solution) 사업을 영위하는 원익그룹의 지주회사이다. 자체 사업은 고객사 확대 및 삼성전자 평택공장 매출로 하반기 본격적인 실적개선이 가능할 전망이다. 원익홀딩스는 지주회사 전환 요건을 충족하고 있어 조만간 공식적으로 지주회사로 지정될 예정인데, 지주회사 전환 시 계열사 간 시너지 확대가 예상되며 계열사의 배당금이 개시될 경우 추가적인 기업가치가 상승할 것으로 예상된다.

### 3분기부터 본격적인 자체사업 턴어라운드

원익홀딩스는 3분기부터 본격적인 자체사업 턴어라운드를 예상한다. SK 하이닉스향 매출이 본격화되고 삼성전자 평택공장으로 매출이 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 특히 삼성에 대한 높은 매출의존도가 SK 하이닉스 매출 확대를 통해 완화될 것으로 예상하는데 신규 고객처 확보는 향후 실적의 안정성을 확대시켜 주는 요인이라 판단한다. 2H16 별도기준 매출액은 668 억원으로 상반기 대비 207.0% 증가할 전망이다.

### 지주회사 전환으로 기업가치 레벨업 전망

원익홀딩스는 원익그룹의 지주회사로 지정될 전망이다. 지주회사로 지정되고 향후 자회사 배당이 개시된다면 배당수익의 익금불산입 규정에 따라 추가적인 기업가치 상승이 예상된다. 또한 고객사 공동 대응 및 계열사 간 시너지 확대가 가능할 것으로 예상된다. 현재 자산규모, 지주비율, 부채비율 등 지주회사 전환요건은 충족된 것으로 판단한다. 원익 IPS와 테라세미콘의 합병이 확정될 경우 테라세미콘도 계열회사로 편입될 예정이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 9,600 원(신규편입)

원익홀딩스에 대한 투자의견 매수를 제시한다. 자체사업부문이 3분기부터 호전되면서 하반기 실적 개선에 대한 기대감이 확대되고, 지주회사 전환 이후 계열사 간 시너지 확대 및 안정적인 지배구조를 유지할 수 있기 때문이다. 현 주가의 NAV 대비 할인율은 40% 수준으로 밸류에이션 매력도 충분하다고 판단한다. 목표주가는 사업가치와 지분가치를 합산하여 산정한 9,600 원을 제시한다

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,230	5,572	6,474	2,829	3,670	3,899
yoy	%	21.3	31.7	16.2	-56.3	29.7	6.2
영업이익	억원	551	919	993	409	604	635
yoy	%	108.3	66.7	8.0	-58.8	47.9	5.0
EBITDA	억원	722	1,134	1,239	571	722	737
세전이익	억원	524	768	961	447	667	712
순이익(지배주주)	억원	274	468	618	1,942	433	468
영업이익률%	%	13.0	16.5	15.3	14.4	16.5	16.3
EBITDA%	%	17.1	20.4	19.2	20.2	19.7	18.9
순이익률	%	8.8	10.3	11.3	71.9	14.2	14.2
EPS	원	341	581	768	396	654	708
PER	배	29.6	28.2	17.4	16.7	10.1	9.3
PBR	배	2.5	3.7	2.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	9.1	10.3	7.9	10.2	7.8	7.3
ROE	%	9.3	13.8	15.9	54.9	14.1	13.3
순차입금	억원	-614	-671	-650	-586	-854	-1,145
부채비율	%	46.2	44.6	21.9	19.6	17.0	15.2

## 1. Valuation

목표주가 9,600 원 제시  
SOTP 방식으로 산정

원익홀딩스에 대한 목표주가를 9,600 원으로 제시한다. 목표주가는 사업가치(2,195 억 원)와 지분가치(4,907 억원)를 합산한 Sum of The Parts 방식으로 산정하였다. 현 주가 대비 40% 이상의 상승여력이 있다고 판단한다.

### 원익홀딩스 목표주가 산정

(단위: 억원 원)

구분	내용
사업가치	2,195
지분가치	4,907
투자부동산	263
목표 시가총액	7,365
발행주식수	77,237,981
<b>목표주가</b>	<b>9,535</b>

자료: SK 증권

사업가치: 2,195 억원  
(Target Multiple 14.0 배 적용)

원익홀딩스 사업가치는 분할, 유상증자 등의 지배구조 이슈가 마무리되어 사업 정상화가 예상되는 2017년 세후 영업이익에 14.0 배를 적용하여 산정하였다. 멀티플 14.0 배는 국내 시가총액 3,000 억원 이상 소재 업체의 2016년 평균 PER 이다.

### 원익홀딩스 사업가치

(단위: 억원)

구분	내용
2017년 예상 영업이익	206
세후 영업이익	156
멀티플	14.0
<b>사업가치</b>	<b>2,195</b>

자료: SK 증권

주: 적용 멀티플 14.0 배는 시가총액 3,000 억원 이상 소재업체(솔브레인, 동진세미켐, 원익머트리얼즈, SK 머트리얼즈, 한솔케미칼, 리노공업) 2016년 평균 PER

### 주요 IT 소재업체 Peer Group

(단위: 억원 배)

	시가총액	2015	2016	2017
솔브레인	9,938	8.3	10.1	8.6
동진세미켐	3,908	12.9	12.4	8.0
원익머트리얼즈	4,068	18.7	16.6	12.7
SK 머트리얼즈	15,663	18.6	14.0	11.6
한솔케미칼	9,262	20.5	14.0	11.4
리노공업	6,585	21.9	17.2	15.6
평균		16.8	<b>14.0</b>	11.3

자료: Quantwise

**지분가치: 4,907 억원**  
**(할인율 20% 적용)**

원익홀딩스 지분가치는 상장사의 경우 시가총액, 비상장사의 경우 장부가치를 반영했으며 할인율은 20%를 적용하였다. 원익 IPS, 테라세미콘의 합병이 성공할 경우 반도체 장비와 디스플레이 장비 부문의 경영효율성 증대, 효율적 고객사 대응 등 시너지 발생 가능성이 높은 점을 고려하였다.

**원익홀딩스 지분가치**

(단위: 억원)

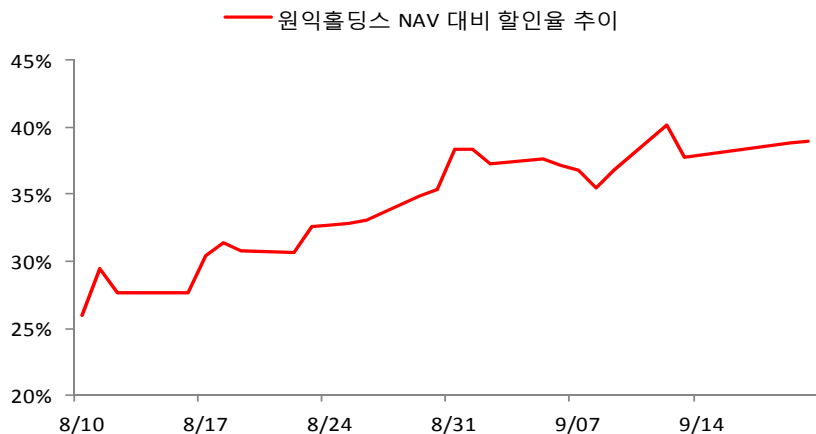
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	원익IPS	9,637	32.8%		3,166
	테라세미콘	2,384	13.0%		309
	원익머트리얼즈	4,068	46.5%		1,892
	자사주	5,098	3.2%		162
비상장사	원익투자파트너스		78.4%	304	304
	원익엘앤디		40.0%	83	83
	국자전자센터제이차(유)		66.7%	180	180
	페타룩스		27.8%	5	5
	원익로보틱스		95.7%	32	32
합계					6,133
할인율					20%
<b>지분가치</b>					<b>4,907</b>

자료: SK 증권

**NAV 대비 40% 할인거래로**  
**밸류에이션 매력 보유**

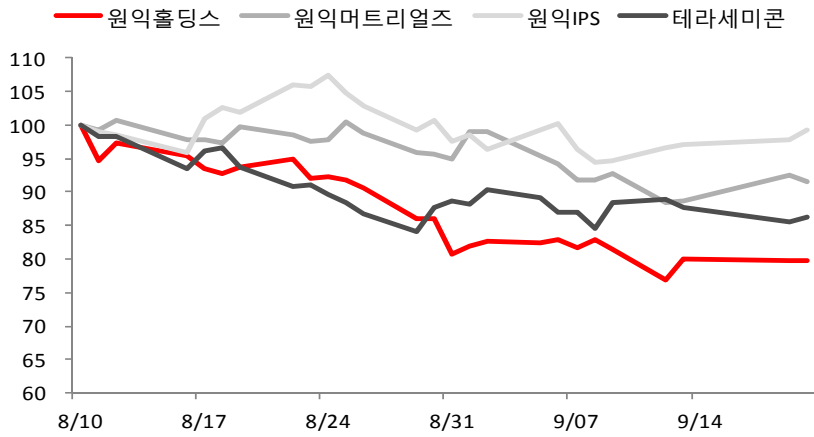
원익홀딩스 현 주가는 NAV 대비 할인율이 40% 수준까지 확대되었다. 자체 TGS 사업의 호조에도 불구하고 자회사 대비 주가 하락폭이 확대되어 현 주가는 밸류에이션 매력을 보유하고 있다는 판단이다

**원익홀딩스 NAV 대비 할인율은 40% 수준으로 저평가 영역**



자료: 원익홀딩스  
 주 8월10일 원익홀딩스 신주상장 이후

원익홀딩스 주가 하락은 자회사 주가 하락 대비 과도한 수준임



자료 : SK 증권

주: 8월 10일 원익홀딩스 신주상장 이후 상대주가 추이

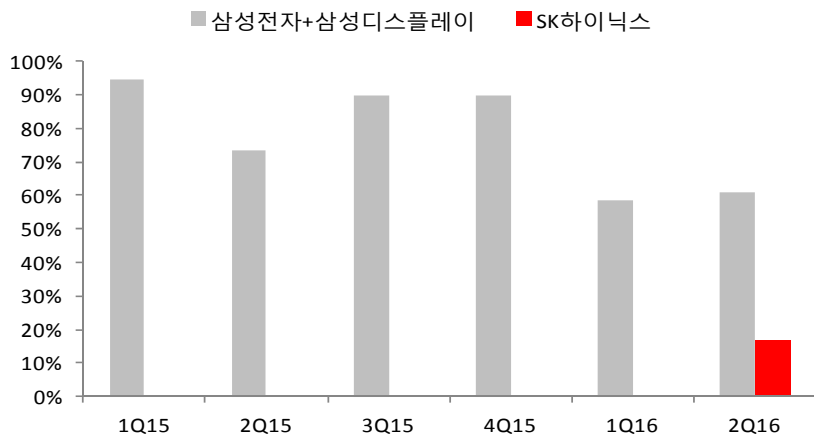
## 2. 실적전망

별도기준 실적은 하반기부터  
뚜렷한 개선세 전망

- 1) 고객사 다변화
- 2) 삼성전자 평택공장 매출 발생

원익홀딩스 하반기 및 2017년 실적 개선을 예상한다. 2분기부터 발생한 SK 하이닉스  
향 매출이 3분기부터 본격화 될 전망이며 4분기에는 삼성전자 평택공장에 본격적으로  
매출이 발생할 것으로 예상하기 때문이다. 특히 미미했던 SK 하이닉스 매출이 확대되  
에 따른 매출처 다변화는 향후 안정적인 실적을 기대하게 하는 요인이다. 2017년 원익  
홀딩스의 연결 매출과 영업이익은 각각 3,670억원, 604억원으로 예상되어 올해 대비  
29.7%, 47.9% 증가하며 높은 성장성과 수익성을 확인할 수 있을 전망이다(2017년 원  
익 IPS 와 테라세미콘 합병에도 불구하고 연결매출이 아닌 지분법 이익으로 인식될 전  
망임). 2016년 하반기 별도기준 매출액과 영업이익도 상반기 대비 각각 207.0%, 흑자  
전환이 예상되어 본격적인 자체사업 턴어라운드가 확인될 것으로 예상된다

### 2Q16 부터 SK 하이닉스 의미있는 매출 발생. 하반기 본격 확대 전망



자료: 원익홀딩스

주: 분기별 별도기준 매출 비중 10% 이상 매출처의 전체 매출 대비 비중임

## 원익홀딩스 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
연결기준											
매출액	599	579	2,256	3,039	586	540	730	973	6,474	2,829	3,670
매출원가	447	401	1,493	1,942	431	382	525	701	4,282	2,039	2,625
매출총이익	152	179	764	1,097	156	157	205	271	2,191	790	1,045
판매비	76	91	329	703	88	102	89	102	1,199	381	440
영업이익	76	88	435	394	68	55	116	170	993	409	604
매출총이익률	25.3%	30.8%	33.8%	36.1%	26.6%	29.1%	28.1%	27.9%	33.9%	27.9%	28.5%
영업이익률	12.7%	15.2%	19.3%	13.0%	11.5%	10.2%	15.9%	17.5%	15.3%	14.4%	16.5%
별도기준											
매출액	216	152	1,739	2,439	120	97	229	439	4,547	886	1,402
매출원가	176	115	1,137	1,485	93	75	176	340	2,914	684	1,079
매출총이익	40	37	602	954	27	23	53	99	1,633	202	323
판매비	23	39	262	639	23	31	18	22	962	93	117
영업이익	18	-2	340	315	4	-8	35	78	671	109	206
매출총이익률	18.6%	24.2%	34.6%	39.1%	22.4%	23.4%	23.2%	22.6%	35.9%	22.8%	23.0%
영업이익률	8.2%	-1.2%	19.5%	12.9%	3.2%	-8.0%	15.4%	17.7%	14.8%	12.3%	14.7%

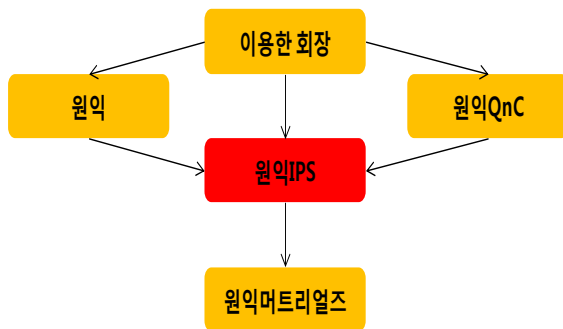
자료: SK 증권 원익홀딩스

### 3. 원익홀딩스 지주회사 전환 히스토리 및 향후 전망

#### 원익홀딩스를 중심으로 지주회사체제 전환

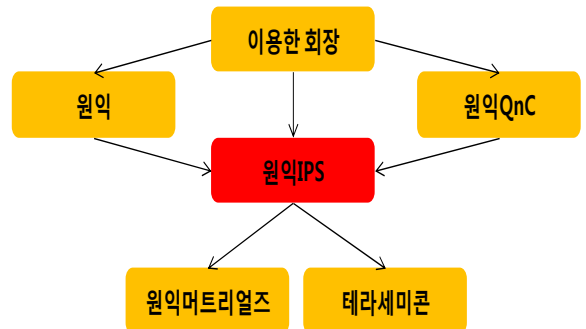
원익그룹은 디스플레이 장비를 주력으로 생산하는 테라세미콘의 지분을 신규 취득한 이후 원익 IPS의 인적분할, 유상증자, 현물출자를 거쳐 사실상 지주회사 요건을 충족하였다. 테라세미콘의 계열회사 편입을 위해 2017년 초 원익 IPS와의 합병이 완료되면 테라세미콘을 포함하여 원익홀딩스를 중심으로 한 지주회사 전환이 완성될 전망이다.

기존 원익그룹 지배구조



자료 : SK 증권

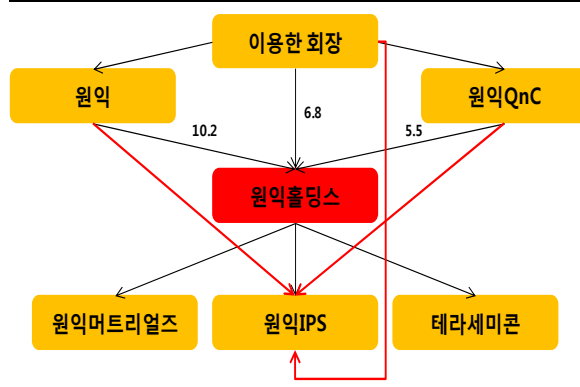
1. 테라세미콘 지분 신규취득



자료 : SK 증권

2. 원익 IPS 인적분할

(단위 : %)

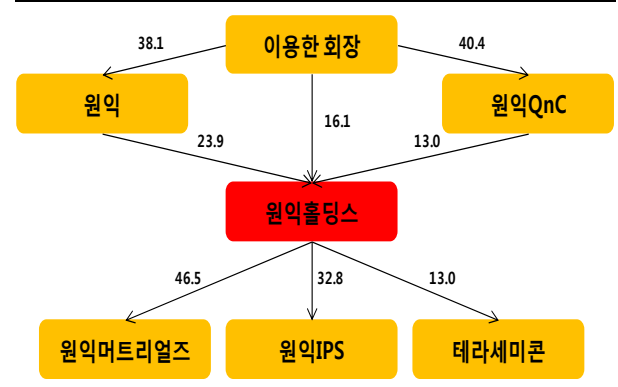


자료 : SK 증권

주: 붉은색 지분을 원익홀딩스에 현물출자

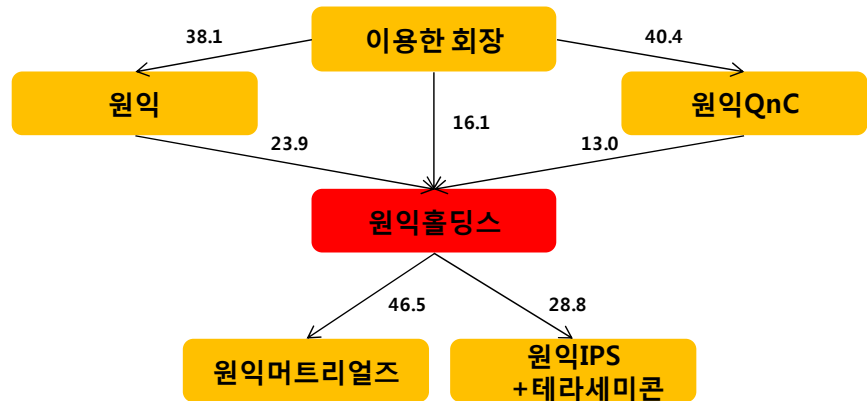
3. 이용한, 원익, 원익 QnC 는 신설법인 원익 IPS 지분을  
원익홀딩스에 현물출자함에 따라 원익홀딩스 지분을 상승

(단위 : %)



자료 : SK 증권

4. 테라세미콘의 계열사 편입(계열사 지분요건 20% 이상)을 위해  
 원익IPS와의 합병 결정(테라세미콘 지분율: 13.0% → 28.8%) (단위 : %)



자료 : SK 증권

지주회사 전환 시,

- 1) 지배구조 안정화
- 2) 의사결정의 일괄성
- 3) 계열사간 사업적 시너지 확대
- 4) 배당금의 익금불산입

등 기업가치에 긍정적 요인

원익홀딩스는 현재 지주회사 전환 요건을 충족하고 있는 것으로 판단한다. 지주회사 전환을 위한 자산 기준인 1,000 억원(향후 5,000 억원으로 상향 가능성 높음)과 지주비율은 7 월 원익 IPS 주식의 현물출자가 완료됨에 따라 충족(원익홀딩스 자산규모는 5,000 억원 이상인 것으로 추정됨)된 것으로 판단된다. 원익 IPS 와 테라세미콘 합병이 성사된다면 테라세미콘을 포함한 원익홀딩스 체제가 공식적으로 출범할 전망이다. 원익홀딩스의 지주회사 전환으로 ①지배구조가 안정화되고 ②의사결정의 일괄성이 강화되며 ③계열사간 사업 시너지 효과도 기대할 수 있을 전망이다. 또한 ④지주회사는 배당금에 대해 익금불산입이 가능한데 원익 IPS 와 테라세미콘 합병 이후 실적 개선 가능성이 높아 배당금 수입 발생 가능성도 있어 원익홀딩스 기업가치에는 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

원익홀딩스 지주회사 전환요건

구분	내용	원익홀딩스
자산기준	1,000억원 이상	2Q16 말 기준 자산 2,522억원으로 충족
지주비율	자회사 주식이액 합계 > 자산의 50%	7월 유상증자 이후 요건 충족한 것으로 추정
부채비율	200% 이하	2Q16 말 기준 22.7%로 이미 부합
자회사 지분요건	상장사 20%, 비상장사 40%	원익IPS와 테라세미콘 합병으로 충족
손자회사 지분요건	상장사 20%, 비상장사 40%	원익머트리얼즈는 원익큐브 지분 추가취득으로 20.1% 확보
증손회사 지분요건	100% 보유	원익큐브(손자회사)의 나노이닉스(증손회사) 지분율 70%이나 지주사 전환 이후 유예기간 2년 발생

자료: SK 증권

주: 자산기준은 5,000 억원으로 상향된 공정거래법 시행령 개정안 입법예고 되었으나 원익홀딩스 자산은 7 월 유상증자 이후 5,000 억원 이상 증가한 것으로 추정됨

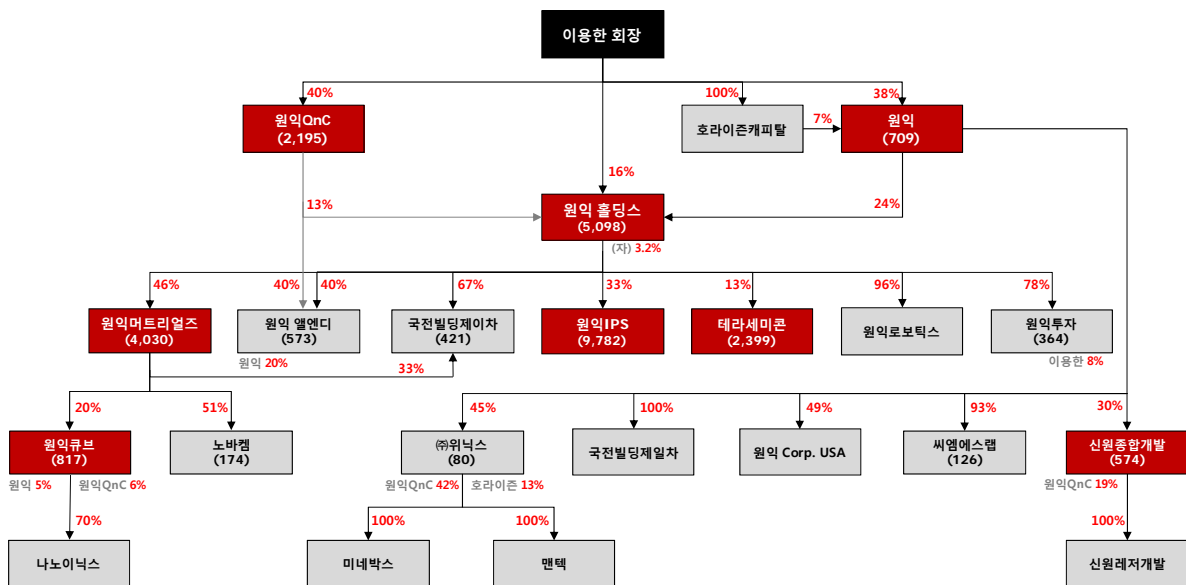


**지주회사 전환 이후  
추가적인 지배구조 개편보다는  
계열사 시너지에 주목할 시점**

원익홀딩스의 지주회사 전환 이후 최대주주(이용한)의 원익홀딩스 지분율은 16.1%로 높은 편은 아니지만 원익과 원익 QnC를 통해 충분한 지배력을 확보하고 있다. 지배구조 효율화를 위해 장기적으로는 지분스왑을 통한 옥상옥 구조를 탈피할 수 있겠으나 옥상옥 구조는 지주회사 체제 유지와는 전혀 별개사항이므로 단기간에 옥상옥 구조를 타파할 필요도 없다. 또한 손자회사의 증손회사 100% 보유 규정에 따라 원익큐브는 나노이닉스 지분을 100% 취득해야 하지만 2년의 유예가 주어질 전망이다. 결론적으로 원익그룹의 지주회사 체제는 완성형이며 단기간 추가적인 지배구조 개편 가능성은 낮다고 판단한다. 지주회사 체제 완성 이후 그룹 계열사 간 시너지에 주목할 시점이다.

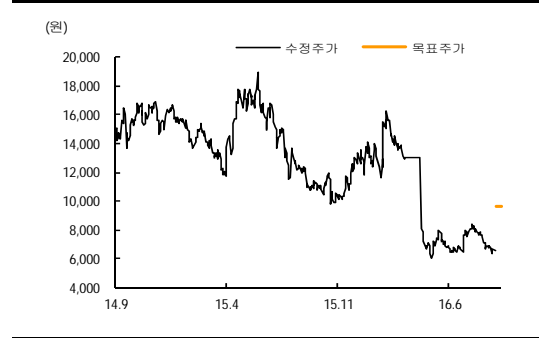
**원익그룹 지배구조**

(괄호) 안의 숫자 : 상장사는 시가총액 (16.09.20) / 비상장사는 총자산 (15.12.31)  
총자산 50억원 미만의 비상장사는 미기재  
(자) : 자사주  
단위 : 억 원



자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.22	매수	9,600원



**Compliance Notice**

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 22일 기준)**

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,934	2,390	1,485	1,768	2,089
현금및현금성자산	1,021	823	952	1,221	1,511
매출채권및기타채권	849	545	174	180	191
재고자산	774	759	243	250	266
<b>비유동자산</b>	3,656	4,195	3,470	3,685	3,919
장기금융자산	390	353	415	415	415
유형자산	1,759	2,141	1,238	1,130	1,038
무형자산	321	279	203	208	213
<b>자산총계</b>	6,589	6,585	4,956	5,453	6,008
<b>유동부채</b>	1,617	888	620	626	639
단기금융부채	357	237	412	412	412
매입채무 및 기타채무	969	389	125	128	136
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	415	293	194	166	151
장기금융부채	166	20	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	46	36	14	2	3
장기충당부채	83	74	24	24	26
<b>부채총계</b>	2,032	1,181	814	791	791
<b>지배주주지분</b>	3,569	4,210	2,862	3,289	3,752
자본금	403	403	196	196	196
자본잉여금	1,698	1,741	1,064	1,064	1,064
기타자본구성요소	-183	-206	-2,587	-2,587	-2,587
자기주식	-219	-213	-105	-105	-105
이익잉여금	1,640	2,253	4,178	4,610	5,079
비지배주주지분	987	1,194	1,280	1,373	1,465
<b>자본총계</b>	4,557	5,404	4,142	4,662	5,217
<b>부채외자본총계</b>	6,589	6,585	4,956	5,453	6,008

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	891	732	564	559	553
당기순이익(손실)	571	730	2,034	520	555
비현금성항목등	630	562	-1,211	202	182
유형자산감가상각비	191	219	150	108	92
무형자산상각비	23	28	13	10	10
기타	151	106	-1,478	-14	-14
운전자본감소(증가)	-189	-326	-40	-44	-55
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-316	360	-21	-5	-11
재고자산감소(증가)	153	14	-29	-7	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	67	-588	-52	4	8
기타	-93	-112	62	-35	-37
법인세납부	-122	-235	-220	-119	-129
<b>투자활동현금흐름</b>	-720	-642	-346	-267	-252
금융자산감소(증가)	-18	89	34	0	0
유형자산감소(증가)	-310	-601	-210	0	0
무형자산감소(증가)	-20	-19	-15	-15	-15
기타	-373	-111	-154	-252	-237
<b>재무활동현금흐름</b>	-95	-286	187	-24	-10
단기금융부채증가(감소)	-59	-168	212	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-120	0	0	0
자본의증가(감소)	0	10	-1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-35	-8	-23	-24	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	80	-198	129	269	291
기초현금	941	1,021	823	952	1,221
기말현금	1,021	823	952	1,221	1,511
FCF	693	-235	966	565	562

자료 : 원익홀딩스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,572	6,474	2,829	3,670	3,899
매출원가	3,605	4,282	2,039	2,625	2,788
<b>매출총이익</b>	1,968	2,191	790	1,045	1,111
매출총이익률 (%)	35.3	33.9	27.9	28.5	28.5
<b>판매비와관리비</b>	1,049	1,199	381	440	477
영업이익	919	993	409	604	635
영업이익률 (%)	16.5	15.3	14.4	16.5	16.3
비영업손익	-151	-32	39	62	77
<b>순금융비용</b>	-17	-24	-23	-47	-62
외환관련손익	17	8	5	5	5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-89	-7	-3	-3	-3
세전계속사업이익	768	961	447	667	712
세전계속사업이익률 (%)	13.8	14.8	15.8	18.2	18.3
계속사업법인세	197	231	93	147	157
<b>계속사업이익</b>	571	730	354	520	555
중단사업이익	0	0	1,680	0	0
*법인세효과	0	0	42	0	0
당기순이익	571	730	2,034	520	555
<b>순이익률 (%)</b>	10.3	11.3	71.9	14.2	14.2
지배주주	468	618	1,942	433	468
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.4	9.54	68.66	11.79	12.01
<b>비지배주주</b>	103	112	92	87	87
<b>총포괄이익</b>	544	741	2,012	520	555
지배주주	444	622	1,915	428	463
비지배주주	100	120	97	92	92
EBITDA	1,134	1,239	571	722	737

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	31.7	16.2	-56.3	29.7	6.2
영업이익	66.7	8.0	-58.8	47.9	5.0
세전계속사업이익	46.5	25.1	-53.5	49.0	6.8
EBITDA	57.0	9.3	-53.9	26.5	2.1
EPS(계속사업)	70.4	32.0	-48.4	65.2	8.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.8	15.9	54.9	14.1	13.3
ROA	9.2	11.1	35.3	10.0	9.7
EBITDA마진	20.4	19.2	20.2	19.7	18.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	181.4	269.3	239.6	282.4	326.8
부채비율	44.6	21.9	19.6	17.0	15.2
순차입금/자기자본	-14.7	-12.0	-14.1	-18.3	-22.0
EBITDA/이자비용(배)	66.2	88.4	54.0	63.5	64.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	581	768	396	654	708
BPS	4,434	5,230	3,705	4,258	4,858
CFPS	848	1,074	3,183	833	864
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	29.1	24.7	41.0	24.8	22.9
PER(최저)	15.9	12.8	15.2	9.2	8.5
PBR(최고)	3.8	3.6	4.4	3.8	3.3
PBR(최저)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
PCR	19.3	12.4	2.1	7.9	7.6
EV/EBITDA(최고)	10.6	11.0	20.7	16.1	15.5
EV/EBITDA(최저)	5.8	5.9	5.4	4.0	3.6