

SK(034730/KS)

자회사로 풀어보는 SK

매수(유지)

T.P 350,000 원(유지)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	154 억원
발행주식수	7,093 만주
자사주	1,454 만주
액면가	200 원
시가총액	161,829 억원
주요주주	
최태원(와4)	30.88%
SK 자사주	20.65%
외국인지분률	23.90%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(16/05/23)	230,000 원
KOSPI	1947.67 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	320,500 원
52주 최저가	212,000 원
60일 평균 거래대금	378 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.9%	6.0%
6개월	-5.4%	-3.3%
12개월	-8.2%	0.9%

SK의 핵심 키워드는 자회사 간의 시너지이다. SK는 반도체, 바이오, 통신 등의 주력 산업에서 계열사 간의 밸류체인을 강화하며 시너지 발생에 주력하고 있다. 이를 통해 산업 내 경쟁력 강화 및 신규시장 선점이 가능할 전망이다. 또한 안정적인 자체사업 부문도 SK의 장점이다. 현 주가는 NAV 대비 저평가 상태로 자회사 시너지 확대를 통해 주가 할인요인이 제거될 것으로 예상된다

SK 자회사 키워드는 계열사 간 시너지

SK의 자회사 핵심 키워드는 시너지이다. 반도체 분야에서는 SK 하이닉스-SK 머티리얼즈-에센코어, 통신 분야에서는 SK 텔레콤-SK 브로드밴드-SK 플래닛-아이리버, 바이오 분야에서는 SK 바이오팜-SK 바이오텍 등 2016년 SK 계열사 간 시너지에 주목할 시점이라 판단한다

안정성과 성장성을 겸비한 포트폴리오

SK는 지주부문에서 안정적으로 배당금수익과 브랜드로열티를 창출하고 있는 가운데 자체사업 ICT를 비롯하여 바이오, 반도체(소재, 모듈) 등 신규 포트폴리오를 집중 육성하고 있다. 신규시장 창출과 시장선점은 SK 중장기 성장성을 견인할 전망이다

투자 의견: 매수, 목표주가 35만원(유지)

SK에 대한 투자 의견: 매수를 유지한다. 안정적인 자체사업 부문과 더불어 바이오, 반도체 모듈, 반도체 소재 등 신규 포트폴리오에서의 성장 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 SOTP로 산정한 35만원을 유지하며 현 주가는 NAV 대비 매력적인 수준이라 판단한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	23,018	24,260	395,698	851,363	904,207	963,209
yoy	%	2.7	5.4	1,531.1	115.2	6.2	6.5
영업이익	억원	2,252	2,715	14,033	45,384	48,705	51,695
yoy	%	12.2	20.6	416.8	223.4	7.3	6.1
EBITDA	억원	2,789	3,287	36,035	95,273	97,223	98,872
세전이익	억원	2,693	1,873	62,388	50,305	54,461	57,898
순이익(지배주주)	억원	2,023	1,273	53,460	13,903	15,234	16,195
영업이익률%	%	9.8	11.2	3.6	5.3	5.4	5.4
EBITDA%	%	12.1	13.6	9.1	11.2	10.8	10.3
순이익률	%	8.8	5.4	14.0	4.5	4.6	4.6
EPS	원	4,045	2,546	95,632	19,760	21,651	22,834
PER	배	33.4	83.9	2.5	11.6	10.6	10.0
PBR	배	2.7	4.1	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	28.8	36.5	19.2	7.1	7.2	7.0
ROE	%	8.5	5.0	70.6	10.6	10.6	10.3
순차입금	억원	12,516	12,771	214,852	182,729	183,233	149,234
부채비율	%	111.7	103.9	141.1	132.7	123.8	116.1

주: IFRS 연결기준

Contents

1. Valuation	3
2. 실적추정	5
3. SK 별도부문 사업 전망	6
4. 주요 자회사 전망	10
① SK 하이닉스	11
② SK 머티리얼즈	21
③ SK 이노베이션	25
④ SK 바이오팜/SK 바이오텍	28
⑤ SK 텔레콤	34
⑥ SK 네트워크스	39
5. SK 주요 자회사 전망 및 참고자료	42

1. Valuation

SK에 대한 목표주가 35 만원을 유지한다. SK 현 주가의 NAV 대비 할인율은 40%를 상회하며 역사적 상단이다. SK 이노베이션의 올해 이익추정치가 지속적으로 상향 조정되고 있으며, SK 텔레콤도 5% 배당수익률에 근접한 현 주가를 감안할 때 추가적인 주가 하락리스크는 제한적인 상황에서 수익성 중심 경영과 플랫폼 사업 확장에 따라 기업가치 상승 가능성이 높다고 판단한다. SK E&S의 경우 2017년 LNG 직도입을 앞두고 2016년 실적은 바닥을 확인할 수 있다고 판단된다. 이에 대부분의 주요 계열사 실적 및 주가는 향후 우상향 가능성이 높다고 판단한다

SK 보유 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	SK이노베이션	139,623	33.0%		46,020
	SK텔레콤	169,970	25.2%		42,866
	SK네트웍스	15,214	39.1%		5,952
	SKC	10,275	41.7%		4,289
	SK머티리얼즈	11,402	49.1%		5,598
	SK증권	3,377	10.0%		338
비상장사	SK E&S		100.0%	26,000	38,112
	SK건설		44.5%	5,453	5,453
	SK해운		83.1%	3,324	3,324
	SK임업		100.0%	614	614
	SK바이오팜		100.0%	3,287	3,287
	SK바이오텍		100.0%	1,638	1,638
	기타 비상장 자회사			8,073	8,073
합계(①)					165,564

자료: SK 증권

주: SK E&S의 경우 Target PBR 1.26(ROE 12.6%)배 적용하여 산정

주: 향후 성장 가능성 높은 SK 바이오팜과 SK 바이오텍은 장부가만 반영

SK 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

구분	내용
지분가치	132,451
지분가치(①)	165,564
할인율(②)	20%
사업가치	112,571
브랜드 가치*	24,901
자체사업 가치	87,671
자체사업 영업이익	2,708
법인세율	24.0%
세후영업이익	2,058
Target Multiple*	42.6
순차입금**	52,924
SK 적정시가 총액	192,098
SK 상장주식수(자기주식 제외)	55,824,357
SK 목표주가	344,111

자료: SK 증권

*: 2016 예상 브랜드 로열티에 10 배 적용

**: 삼성 SDS 2015 년 이후 평균 12 개월 Forward PER

***: 2015 년말 별도 기준

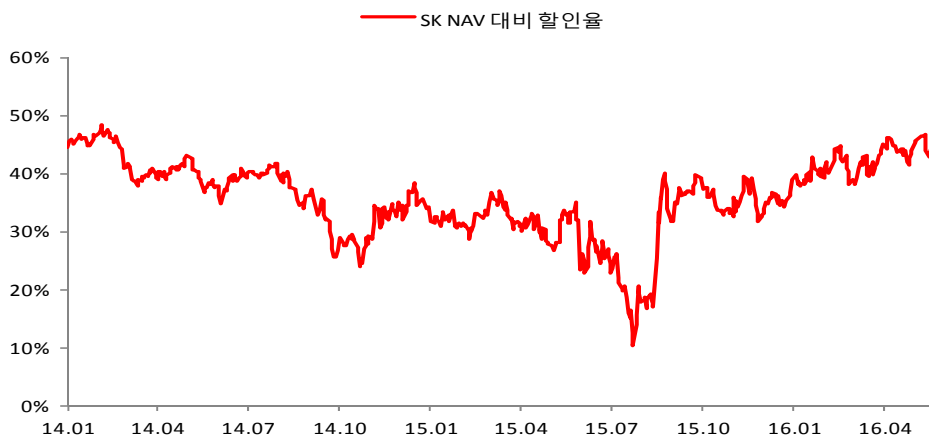
지분가치 할인율(②)에 따른 목표주가 변동

(단위: 원)

지분가치 할인율	목표주가
0%	403,427
10%	373,769
20%	344,111
30%	314,453
40%	284,795

자료: SK 증권

SK NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

2. 실적추정

SK 2016 년 연결기준 매출액은 85 조 1,363 억원으로 예상하며 영업이익은 4 조 5,384 억원(OPM: 5.3%)으로 예상한다. 중고차 유통 등 본업인 IT 서비스 분야의 안정적인 실적이 유지되는 가운데 SK 이노베이션 실적 개선이 SK 연결 자회사 실적개선을 견인할 것으로 예상된다.

연결기준 SK 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018
매출액	206,740	206,380	211,792	226,451	222,465	222,287	224,572	234,883	851,363	904,207	963,209
지주부문	6,262	696	925	755	5,922	741	962	773	8,639	8,398	9,172
사업부문	4,923	5,840	5,915	6,619	5,426	6,912	6,995	8,437	23,296	27,769	35,589
자회사	195,555	199,844	204,952	219,078	211,117	214,634	216,616	225,674	819,428	868,040	918,447
매출원가	180,624	176,042	183,624	199,504	194,586	189,833	194,929	207,167	739,794	786,514	839,829
매출총이익	26,115	30,338	28,168	26,948	27,879	32,454	29,644	27,716	111,569	117,693	123,381
영업이익	15,129	10,020	10,038	10,198	15,466	10,712	11,222	11,305	45,384	48,705	51,695
영업이익률	7.3%	4.9%	4.7%	4.5%	7.0%	4.8%	5.0%	4.8%	5.3%	5.4%	5.4%

자료: SK 증권

3. SK 별도부문 사업 전망

1) 자체사업부문

SK의 자체 사업부문은 국내의 안정적인 성과를 바탕으로 글로벌 제휴사 확보를 통해 해외진출의 교두보 마련에 집중하고 있다. 국내에서는 기존 고객과의 파트너십을 기반으로 안정적인 매출이 발생하고 있다. 본업에서의 성장은 Cloud, Smart Factory, Smart Logistics, AI 분야를 중심으로 집중 투자가 진행 중이다.

Cloud 분야에서는 IBM, 알리바바 등 글로벌 파트너십 확보와 판교 Cloud 센터오픈(2016년 7월 예정) 등 자체 역량 강화를 기반으로 관계사 및 기존 고객사 기반 중심으로 서비스를 확대해 나갈 예정이다. 2018년 시장 규모 5.5조원으로 추산되는 Smart Factory 분야에서는 2015년 5월 홍하이 그룹과 홍콩에 FSK 홀딩스(총 720억원 투자, 홍하이와 SK가 각각 7대 3으로 투자)를 설립하고 홍콩의 상장사인 다이와어소시에이트홀딩스(스마트센서 IoT 통신부품 제조기업)를 인수하였다. 이를 기반으로 홍하이 그룹의 폭스콘 충칭 공장의 프린터라인에 Smart Factory 구축 사업을 진행 중에 있다. 향후 24개 전 라인으로 확대 적용될 가능성이 높는데 충칭 공장에서 안정적인 서비스 이후 중국 타 지역 및 인도, 베트남 등으로 지역을 다변화해 나갈 전망이다. Smart Logistics 분야에서도 현재 11번가 물류 BPO 사업을 추진중에 있는데 물류회사신설과 M&A, 글로벌 파트너사의 적극적인 제휴를 모색하고 있다. BPO 사업을 향후 그룹 물류에 적용함으로써 그룹의 물류 경쟁력을 확대할 전망이다. AI 분야에서는 관련 기술의 선점을 통해 국내시장 선점에 집중하고 있다. 특히 IBM의 Watson 국내 독점 사용권 확보로 관련 지식을 축적하게 되고 향후 무인콜센터, 쇼핑추천 등 다양한 방면에서 AI가 적용될 수 있을 전망이다.

SK ICT 부문별 중장기 가이던스

(단위: 억원)

사업부문	항목	2018년	2020년
ICT - Cloud	매출액	3,000	6,000
	영업이익	150	600
	영업이익률	5%	10%
ICT - Smart Factory	매출액	3,000	5,000
	영업이익	300	500
	영업이익률	10%	10%
ICT - Smart Logistics	매출액	6,000	10,000
	영업이익	180	600
	영업이익률	3%	6%
ICT - AI	매출액	800	4,000
	영업이익	BEP	800
	영업이익률		20%

자료: SK

2016 년 SK 사업부문 실적은 매출액 2 조 3,296 억원, 영업이익 2,708 억원을 예상한다.

SK 자체사업 부문 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018
사업부문 매출액	4,923	5,840	5,915	6,619	5,426	6,912	6,995	8,437	23,296	27,769	35,589
IT서비스	2,967	3,827	3,848	4,486	3,411	4,839	4,866	6,240	15,127	19,355	26,923
중고차 유통업	1,956	2,013	2,067	2,133	2,015	2,073	2,129	2,197	8,169	8,414	8,666
영업이익	530	654	710	814	619	823	853	1,080	2,708	3,374	4,318
영업이익률	10.8%	11.2%	12.0%	12.3%	11.4%	11.9%	12.2%	12.8%	11.6%	12.2%	12.1%

자료: SK 증권 SK

2) 지주부문

SK의 지주부문은 2016년에도 안정적인 실적을 예상한다. 2015년 실적에 대한 배당수익(1Q16 인식)은 5,580 억원으로 SK 이노베이션이 2015년 배당을 재개(주당 4,800 원)하면서 전년 대비(합병 전 SK 기준) 9.8% 증가하였다. 따라서 2016년 전체 배당금 수익 규모는 2015년 대비 소폭 하락할 가능성이 높다. SK 이노베이션의 2014년 무배당에 대한 특별배당 주당 1,600 원이 제거될 것으로 예상하기 때문이다. 다만 SK 이노베이션의 실적 개선에 대한 가능성은 여전히 높아 기본 주당 배당금 3,200 원을 상회하는 배당 가능성도 있다. SK E&S의 경우에는 2015년 주당 배당금이 전년 대비 감소(8,065 원→5,175 원) 감소하였는데 2016년에도 주당 배당금 확대 가능성은 낮은 것으로 판단한다. 다만 2017년 LNG 직도입과 장문발전소 가동에 따른 실적 개선 가능성이 높아 2017년 이후 점진적인 배당 확대가 가능할 것으로 예상한다.

자회사 매출액과 연동되는 브랜드로열티는 자회사 매출 개선에 따라 점진적으로 증가할 전망이다. 2016년 예상 브랜드로열티 규모는 2,490 억원을 예상한다. 이에 임대수익이 합산된 2016년 지주부문 실적은 매출액 8,639 억원, 영업이익 8,175 억원을 예상한다.

SK 지주부문 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018
지주부문 매출액	6,262	696	925	755	5,922	741	962	773	8,639	8,398	9,172
배당금수익	5,580		216		5,192		216		5,796	5,408	6,031
브랜드로열티	595	607	622	665	642	652	657	684	2,490	2,636	2,787
임대수익	87	89	87	90	88	89	88	89	353	354	354
영업이익	5,917	630	868	689	5,638	674	905	713	8,103	7,930	8,457
영업이익률	94.5%	90.4%	93.8%	91.2%	95.2%	91.0%	94.1%	92.2%	93.8%	94.4%	92.2%

자료: SK 증권 SK

사업부문과 지주부문을 합산한 별도 기준 2016 년 SK 의 실적은 매출액 3 조 1,935 억원, 영업이익 1 조 883 억원을 예상한다.

SK 별도기준 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018
별도기준 매출액	11,185	6,536	6,840	7,374	11,348	7,653	7,956	9,210	31,935	36,167	44,762
사업부문	4,923	5,840	5,915	6,619	5,426	6,912	6,995	8,437	23,296	27,769	35,589
지주부문	6,262	696	925	755	5,922	741	962	773	8,639	8,398	9,172
영업이익	6,447	1,284	1,578	1,503	6,257	1,497	1,758	1,793	10,811	11,304	12,775
영업이익률	57.6%	19.6%	23.1%	20.4%	55.1%	19.6%	22.1%	19.5%	33.9%	31.3%	28.5%

자료: SK 증권 SK

4. 주요 자회사 전망

SK 주요 자회사의 향후 기대되는 시너지와 개별기업의 성장전략은 다음과 같다

부문별 자회사 간 시너지 및 성장전략 요약

부문	관련업체	내용
반도체	SK하이닉스	Big Data 대응을 위한 메모리 수요 확대 전망
	SK머티리얼즈	3D NAND 투자의 Super Cycle에 따른 특수가스 수요 증가
	에센코어	안정적인 반도체 수급을 기반으로 매출 지역 다변화 추진
바이오	SK바이오팜	뇌전증 등 신약 상용화 임박
	SK바이오텍	Capa 증설로 신약제조 설비 증가
통신	SK텔레콤	이동통신의 확고한 경쟁력 보유
	SK브로드밴드	유선부문 인프라와 콘텐츠에 대한 투자 확대로 경쟁력 제고
	SK플래닛	이동통신 가입자 기반의 Commerce 투자 확대
	아이리버/나노엔텍	2nd Device 등 통신과 시너지 창출 가능한 장비 제조
정유	SK이노베이션	단기 유가 강세에 따른 2016년 실적 상향 가능성 염두
유통	SK네트웍스	SK텔레콤, SK에너지 등 계열사의 유통 경쟁력 제고

자료: SK 증권

① SK 하이닉스

1) Image of Things 시대의 도래와 HBM 경쟁

스마트폰의 카메라 기능이 빠르게 향상되면서, 전통적인 디지털 카메라 시장은 기나긴 침체기를 겪고 있다. 이에 대한 Canon 의 해결책은 IoT 전략이다. 일반적으로 IoT(Internet of Things)는 사물인터넷으로 해석되지만, Canon 의 전략은 Image of Things 이다. 이미지 데이터는 IT 기기를 더욱 똑똑하게 만들 수 있기 때문에, 인공지능(Artificial Intelligence)과의 융합은 더욱 활발해질 것으로 전망하고 있다.

IoT 에서 실제로 새로운 시장을 만들어 낼 수 있는 영역은 Connected Intelligence 를 통한 서비스 제공이다. 과거 경비원들이 하던 Security 영역을 CCTV 가 대체하였던 것처럼, 시각화된 데이터를 분석하는 서비스를 통해 의료, 유통, 보안 등 다양한 산업에서 부가 가치를 창출할 수 있는 것이다. Canon 도 이러한 트렌드에 적응하기 위해, Image Sensor 경쟁력 차별화와 함께 Network Camera 등 B2B 영역을 강화하고 있다. Wireless Camera Sensor Network 를 활용한 Embedded Intelligent System 의 보급은 교통시스템과 보안네트워크 수준을 뛰어 넘어, 인공지능(AI)을 활용하는 전 부문으로 빠르게 확산될 것이다.

Visual Sensor Network 와 인공지능: 시각화된 정보의 Big Data 화를 통해 일상에서의 패턴 분석 및 보안성 강화



자료: KAIST, SK 증권

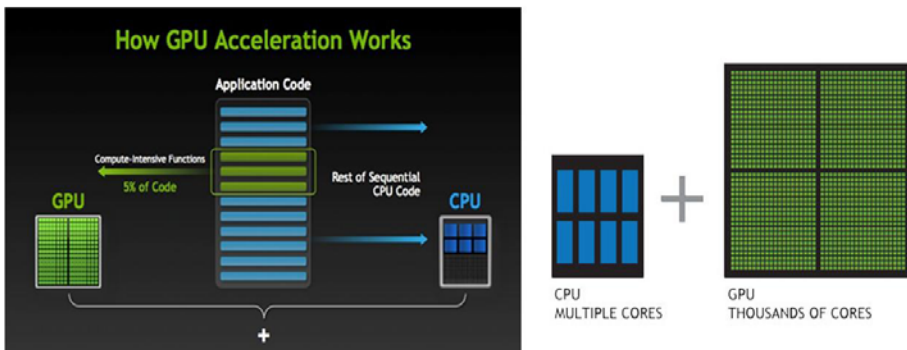
Big Data에 대응하기 위한 인프라 구축 시, 가장 큰 문제는 비용이 급증한다는 것이다. 그리고 이에 대한 대응방안은 Cloud Computing이다. Data Center가 가진 대규모의 Nodes를 통해 분산 컴퓨팅 환경을 제공하여, 대규모 정보에 대한 저장 및 병렬처리가 가능해지기 때문이다. Cloud 내 서버 가상화(Virtualization) 환경에서 Big Data를 분석하는 기술도 빠르게 발전하고 있어, 가성비가 높으면서도 빠른 Data 분석이 가능해졌다.

하드웨어적인 측면에서는 병렬처리를 효율적으로 처리하기 위해, GPU (Graphic Processing Unit)의 활용가치가 높아지고 있다. GPU 가속 컴퓨팅의 핵심은 연산집약적인 부분을 GPU에서 담당하고, 나머지 코드만 CPU(Central Processing Unit)에서 처리하는 것이다. 프로세서를 아무리 추가하더라도 성능 향상은 순차적인 부분에 의해 제한되는데, 병렬화 비율이 낮으면 프로세서의 수가 많아도 성능 향상은 제한적이다. 또한 사용 가능한 메모리 대역폭이 포화상태에 이르게 되면 Core를 아무리 늘려도 성능 향상이 제한된다. 따라서 향후 급격하게 증가하는 Core 활용을 극대화하기 위해서는 High Bandwidth Memory의 개발 경쟁이 보다 치열해질 것이다.

GPU는 병렬 처리를 효율적으로 처리하기 위해 수 천개의 코어로 구성

GPU 가속 컴퓨팅의 핵심은 연산집약적인 부분을 GPU에서 담당, 나머지 코드만 CPU에서 처리

- CPU와 GPU의 작업 처리 방식 차이
 - CPU는 직렬 처리에 최적화된 몇 개의 Core vs. GPU는 병렬 처리용으로 설계된 수천개의 보다 소형이고 효율적 Core로 구성
- Monte-carlo Simulation, Tree-plan 등 단순한 작업의 반복이 필요한 경우, CPU보다 GPU의 중요성은 더욱 증가

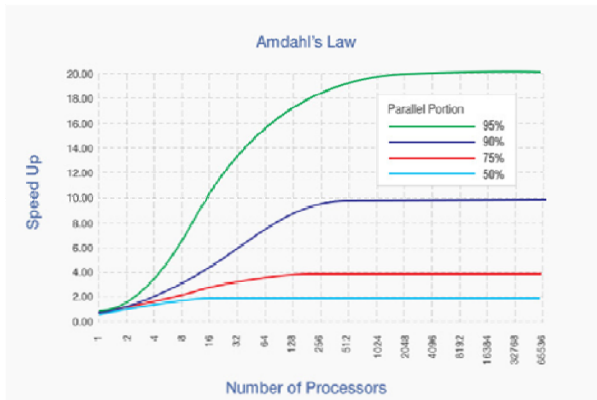


자료: Nvidia, SK 증권

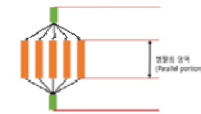
암달의 법칙: 작업처리의 병렬화 비율이 높을수록 성능이 향상 → 사용 가능한 메모리 대역 포화상태면 성능 제한적

프로세서를 아무리 추가하더라도 성능 향상은 순차적인 부분에 의해 제한된다

- 병렬화의 비율이 높을수록 프로세서의 수가 많아지면 성능이 향상됨 (병렬화 비율 낮으면 프로세서 수 많아도 성능 향상 제한적)
→ **병렬화의 성능은 병렬화되지 않은 영역에 의해 제한됨**
- **메모리 장벽도 더욱 중요해짐: 사용 가능한 메모리 대역폭이 포화상태에 이르게 되면 Core 아무리 늘려도 성능 향상 제한적**
- 프로그래밍 장벽: S/W적으로 Core들을 활용한 병렬처리 프로그래밍이 잘 되어야 성능 향상이 원활하게 이루어질 수 있음



• 멀티 코어를 이용한 프로그램의 성능 향상은 순차적으로 진행되는 부분에 의해 결정됨



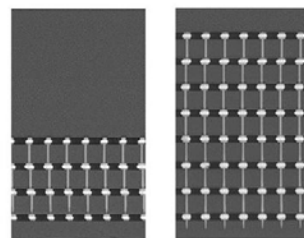
자료: 서울대 해커 세미나, SK 증권

메모리 장벽 극복을 위해 Nvidia는 HBM2를 탑재한 COWOS 채택 → High Bandwidth Memory 경쟁 격화



High Bandwidth Memory 경쟁 격화

- 급격하게 증가하는 Core 활용 극대화를 위한 HBM2 경쟁
- HBM DRAM은 TSV (Through Silicon Via) 기술 적용 (DRAM Chip에 5,000개 이상 구멍 뚫고 상호 연결시켜 속도up)
- HBM 2세대는 HBM 1세대 대비 속도 2배 향상
: 1개의 Buffer chip위에 4개의 Core chip 적층하고 각각의 chip을 TSV 접합부 (Bump)로 연결한 구조 (8Gb GDDR5 탑재시 8개의 Chip 평면에 놓는 것보다 4GB HBM2 DRAM 탑재시 2개의 Chip으로 구성 가능)



4GB HBM2 vs. 8GB HBM2

자료: Nvidia, SK 증권

2) 고용량 Server DRAM 과 3D 기반 SSD 수요 급증

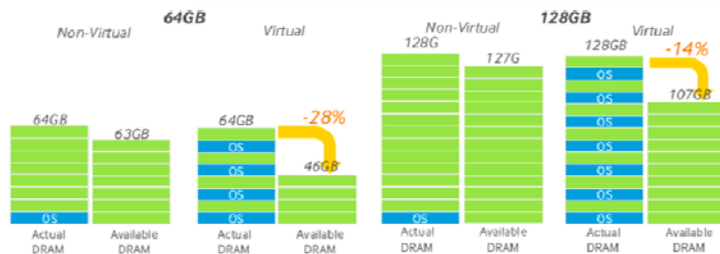
서버 가상화(Virtualization)는 한정된 서버 자원을 최대한 효율적으로 활용하기 위한 것으로, 단일 서버를 물리적으로는 그대로 놔두고 논리적 구분을 통하여 많은 수의 서버인 것처럼 사용하는 기술이다. 이를 구현하기 위해 Network, CPU, DRAM 및 Storage 등 서버 자원의 각 부분을 나누게 된다. 문제는 가상화가 복잡해질수록 Server DRAM 의 실질 용량은 줄어들 수 밖에 없다는 것이다. 가상화가 복잡해질수록 Server DRAM 에서 OS 가 차지하는 부분이 증가하기 때문에, 고용량의 Server DRAM 을 채용함으로써 손실 비율을 감소시킬 수 있다.

한편 Storage 측면에서 바라보면, 서버 가상화가 복잡해질수록 Data 의 패턴도 복잡해진다. 따라서 전반적인 시스템의 성능을 향상시키기 위해서는 Data 를 Random 으로 read 했을 때의 속도가 중요해지는 것이다. HDD 는 Random read 측면에서 태생적인 한계를 가지고 있다. 따라서 SSD 의 성능을 따라올 수 없다. 결국 3D Nand 생산 확대를 통해 HDD 의 가격적인 메리트가 사라지게 되면서, HDD 는 역사 속으로 사라지게 될 것이다.

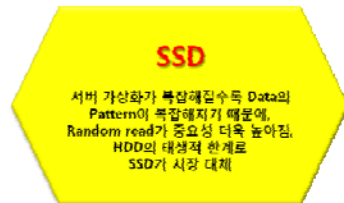
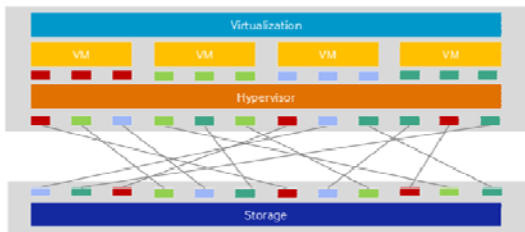
Cloud 에서 서버 가상화 (Virtualization)은 필수 → 고용량 Server DRAM 과 SSD 가 성능 향상의 필요충분조건

Improved resource utilization

Server DRAM 용량이 클수록 서버 가상화로 인한 손실 비율 감소

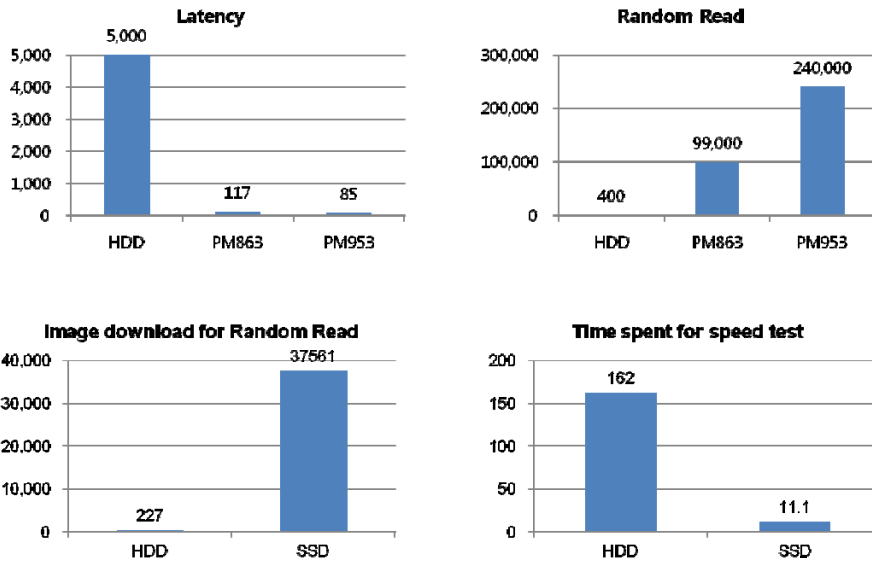


Random read is critical in virtualization



자료: 삼성전자, SK 증권

가장 중요한 Random read 측면에서 SSD의 성능은 HDD와 비교 불가 수준, 3D Nand 통한 가격 절감이 관건



자료: 삼성전자, SK 증권

Enterprise SSD 시장 석권을 위한 전제 조건 → 3D Nand 구현을 통한 원가 절감은 필연적



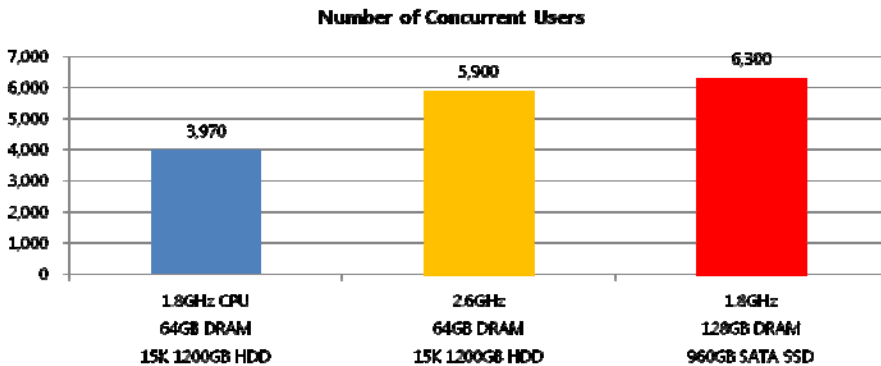
자료: SK 증권

3) 서버 구축 및 운영시 SSD의 추가적 메리트

서버의 사용자가 증가할수록 요구되는 하드웨어의 사양도 상향될 수 밖에 없다. 그러나 제한적인 예산으로 인해, 투입되는 비용 대비 성능 향상은 더욱 중요한 요소가 된다. Application Server 구축 시 CPU 사양을 높이는 것과 Storage를 HDD에서 SSD로 교체하는 것을 비교해보면, CPU Upgrade 보다 Memory Upgrade의 비용 대비 효율이 더욱 높다. 이는 투입되는 Cost의 차이는 비슷하지만, Performance 향상이 더욱 크기 때문이다.

실제로 서버를 운영하게 되면, 관리비 가운데 가장 큰 항목은 전기료다. 서버 운영 시 IT Equipment의 전력 소비 비중은 56%를 차지하고 있으며, IT Equipment 내에서 메모리 관련 전력 소비는 57%에 달한다. 즉, 전체 소비 전력의 31.9%가 메모리 관련인 것이다. 결론적으로 High Performance와 낮은 전력 소비는 동시에 구현되어야 하는데, HDD의 태생적인 한계로 인해 추가적인 성능 개선 및 소비전력 절감은 사실상 불가능하다. HDD 시장은 원가경쟁력이 높은 3D Nand의 등장과 함께 SSD로의 대체가 더욱 가속화될 것으로 전망된다.

Application Server 구축시, CPU 보다 메모리 교체가 비용 대비 성능 향상에 더욱 유리

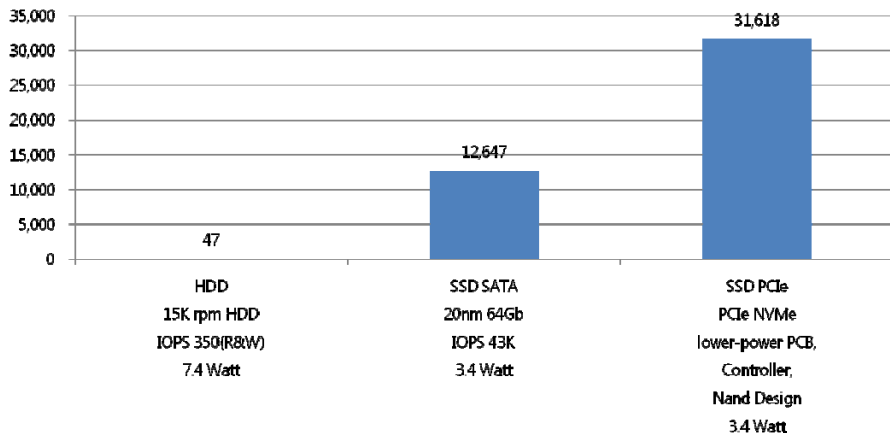


AS IS	CPU Upgrade	Memory Upgrade
Cost	+28%	+26%
Energy Consumption	+33%	+11%
Performance	+49%	+60%

자료: 삼성전자, SK 증권

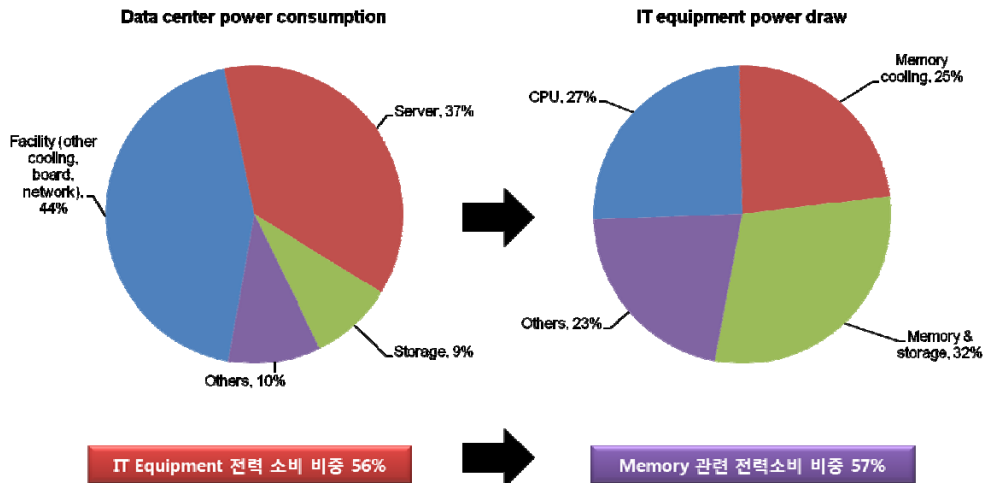
High Performance 와 낮은 전력 소비는 동시에 가장 중요하며, HDD 는 태생적으로 한계 극복 불가

High performance in less power (IOPS/Watt)



자료: 삼성전자, SK 증권

실제 서버 운용시 IT 장비의 전력 소비 비중은 56%, IT 장비내 메모리 관련 전력 소비는 57% → 31.9%가 메모리 관련



자료: SK 증권

4) Apple 의 메모리 전략 변화

Enterprise SSD 와 Notebook PC 에서, SSD 로의 빠른 수요 대체에 따른 수혜는 현재까지 전적으로 삼성전자가 독점적으로 누리고 있다. 그 이유는 현재 48-Tier 3D Nand 를 양산할 수 있는 기업이 삼성전자 외에는 없기 때문이다. 글로벌 IT 수요는 좌절감을 넘어 절망감을 느낄 정도로 부진하기 때문에, DRAM 부문의 3 위 업체인 Micron Technology 조차 적자의 늪에서 벗어나지 못하고 있다. 따라서, DRAM 과 Nand 가격도 끝을 모르고 하락하고 있다. Unit Growth 를 기대하기 어려운 상황에서, Contents per box 라도 증가해야만 살 길이 열리는 상황이다.

Apple 은 나름대로 고민이 많았다. iPhone6 에서의 커다란 성공과, iPhone6S 에서의 예상된 좌절 때문이다. Apple 이 iPhone7 에서 먼저 보여줄 것은 Size 와 Design 의 변화이다. iPhone7 plus 는 5.85", Dual Camera, 3GB 를 채택할 것으로 예상된다. (iPhone7 도 4.8" 로 커지게 될 전망이다) Apple 은 한계에 다다른 Unit Growth 에 대한 대안으로, 고부가가치 제품 판매 확대를 추진하고 있다. iPhone6 가 출시될 당시 16GB eMMC 가격은 \$5 에 불과했는데, 16GB 제품과 64GB 제품의 가격 차이는 무려 \$100 이었다. 즉 원가는 \$15 증가했는데, 제품가격은 \$100 증가하여 16GB 대비 64GB 의 iPhone6S 는 \$85 의 영업이익을 추가로 발생시킨 셈이다.

Apple iPhone 의 Spec 변화, iPhone7 은 Storage 용량 2 배로 증가하게 될 것

Model	iPhone	iPhone 3G	iPhone 3GS	iPhone 4	iPhone 4S	iPhone 5	iPhone 5S	iPhone 6	iPhone 6s
Global Launch	Jun-07	Jul-08	Jun-1009	Jun-10	Oct-11	Sep-12	Sep-13	Sep-14	Sep-15
Memory	N/A	128MB DRAM	256MB DRAM	512MB DRAM	512MB DRAM	1GB DRAM	1GB DRAM	1GB DRAM	2GB DRAM
Storage	4/8/16GB NAND	8/16GB NAND	8/16/32GB NAND	8/16/32GB NAND	16/32/64GB NAND	16/32/64GB NAND	16/32/64GB NAND	16/64/128GB NAND	16/64/128GB NAND
CPU speed	412 MHz single core	412MHz single core	600MHz single core	1GHz single core	1GHz single core	1.2GHz dual core	1.3GHz dual core	1.4GHz dual core, A8	Dual core, A9
OS	iOS	iOS 2	upgradeable to iOS4	iOS 4	iOS 5	iOS 6	iOS 7	iOS 8	iOS 9
Display type	3.5" TFT LCD	3.5" TFT LCD	3.5" TFT LCD	3.5" Retina display	3.5" Retina Display	4" Retina Display	4" Retina Display	4.7" Retina Display	4.7" Retina Display
Display Pixels	480 x 320 pixels	480 x 320 pixels	480 x 320 pixels	960 x 640 pixels	960 x 640 pixels	1136 x 640 pixels	640 x 1136 pixels	750 x 1334 pixels (326ppi)	750 x 1334 pixels (326ppi)
Camera	2MP	2MP	3.15MP	5MP / VGA	8MP / VGA	8MP / 1.2MP	8MP / 1.2MP	8MP / 1.2MP	12MP / 5MP
Battery	N/A	1,150 mAh	1,219 mAh	1,420 mAh	1,432 mAh	1,440 mAh	1,560 mAh	1,810 mAh	1,810 mAh

자료: Apple, SK 증권

이미 iPhone6S 에서 도입한 LivePhoto 는 3 초 정도의 사진들을 동영상처럼 소리까지 포함하여 즐길 수 있다. 이러한 사진들은 파일 용량이 커질 수 밖에 없기 때문에, 더 많은 Storage 를 필요로 한다. 그리고 사용자들은 이러한 사진들을 저장하기 위해, iCloud 에 대한 구매를 증가시키거나, Storage 용량이 큰 iPhone 을 선호하게 될 가능성이 높아진다.

Apple 의 향후 방향성은 더욱 뚜렷하다. iPhone6 가 5.5" plus 모델을 도입하여 스크린 사이즈 확대를 통한 차별화를 노렸다면, iPhone7 은 plus 모델을 premium 사양을 지닌 iPhone7 pro 로 출시하게 될 것으로 전망된다. 그리고 이 제품의 차별화 포인트는 3D Camera 일 것이다. 3D Camera 를 통해 형성되는 파일의 용량은 증가할 수 밖에 없으며, 이를 LivePhoto 기능과 연계하거나 3D 동영상으로 촬영하게 될 경우 Storage 용량을 더욱 증가할 수 밖에 없는 것이다. 이미 16GB 의 낮은 용량으로는 일상적인 iOS Upgrade 와 필수 Application 을 유지하기에도 부족함이 느껴지는 상태이다.

Apple 의 3D LivePhoto 가 일반 사진 대비 2 배 정도의 용량을 필요로 하고, Apple 은 언제나 3 가지 종류의 Storage 사양을 유지했었다는 점을 감안하면, iPhone7 의 Storage 용량은 32/ 128/ 256GB 로 출시될 것으로 전망된다. 이것은 iPhone6 와 iPhone6S 가 16/ 64/ 128GB 로 나누어져 있었다는 것과 비교해 볼 때, 같은 대수의 iPhone 을 팔더라도 Nand 수요가 정확하게 2 배 증가하게 될 것이라는 사실을 시사한다.

사진 파일 크기 증대시킬수록 Apple 이익 증가



자료: SK 증권

Apple 은 이미 3D 위해 Linx Imaging 인수



자료: Linx Imaging, SK 증권

Apple 은 Premium 모델이 될 5.85" iPhone7 pro 에서 DRAM 도 3GB 로 스펙을 올릴 것이 확실시된다. 3D Camera 에 대한 각종 이미지 효과와 편집 등을 감안하면 3GB 로의 스펙 상향은 불가피한 선택이 될 것이다. 더욱 기대되는 것은 Nand 시장의 회복이다. 기존의 16/ 64/ 128GB 에서 32/ 128/ 256GB 로 iPhone 의 Storage 용량이 커지게 된다면, 가장 크게 발생하는 문제는 256GB 모델에서의 원가 상승이다. 그런데 기존의 2D Planar Nand 로는 향후 원가 절감상 한계가 분명하게 드러나 있기 때문에, 48 Tier 이상의 3D Nand 를 선호할 수 밖에 없을 것이다. 따라서 48 Tier 3D Nand 를 유일하게 양산하고 있으며, 이미 Golden Yield 에 다다른 삼성전자는 거의 전량에 가까운 수주를 256GB 에서 기록하게 될 것이다. 이는 3D Nand 의 High-end 스마트폰 첫 채택이다. 아울러 Apple 이 인수한 Anobit 은 3D Nand 에 대한 Controller 경험이 전무하다. 삼성전자는 3D Nand Controller 부문에서 독보적인 경쟁력을 확보하고 있다. 따라서 AP 와 연동해서 작동하는 Apple 의 Nand Controller 방식이 크게 변하지 않는다면, iPhone7S 부터는 삼성그룹이 AP, AP 와 연계된 Nand Controller, 1x nm DRAM, Flexible OLED (Pro 모델. 터치패널 일체형), 폴리머 배터리에 이르는 거의 대부분의 고부가가치 부품을 공급하게 될 것이다.

삼성그룹에 대한 의존도가 더욱 커지게 될 Apple 입장에서, SK Hynix 의 역할 역시 더욱 중요해진다. Apple 은 DRAM 에서 삼성전자 의존도가 더 높아지는 것을 견제해야 하며, Nand 에서도 32GB 와 128GB 에서는 삼성전자를 배제시키는 전략을 단기에 보여줄 것이다. 따라서 32GB 와 128GB 에서 SK Hynix 가 40~50% 수준의 물량을 확보할 것으로 전망되며, Micron, Toshiba, Sandisk 등이 나머지 물량을 나누어 가져가는 형태가 나타날 것으로 예상된다. 결론적으로 SK Hynix 도 DRAM 및 Nand 부문에서 5~6 월 저점으로 회복이 가능할 것이며, Apple 로부터의 안정적인 물량 확보로 인해 시장 우려와는 달리 완만한 회복세가 가능할 것으로 기대된다. 특히 Toshiba 가 3D Nand 양산에서 고전하는 가운데, SK Hynix 가 원래 계획대로 연말 48 Tier 3D Nand 양산에 성공한다면 스마트폰용 3D Nand 시장에서 약진할 수도 있을 것이다.

iPhone7 pro 는 듀얼 카메라 채택 예상



자료: MacRumors, SK 증권

256GB 는 High-end 모바일 최초로 3D Nand 채택



자료: 삼성전자, SK 증권

② SK 머티리얼즈

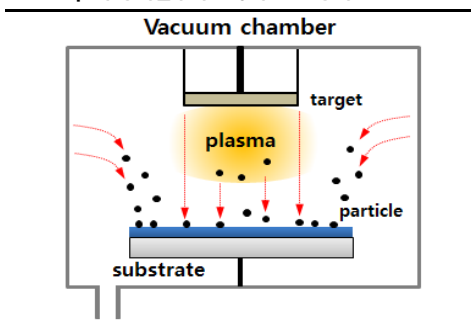
1) 3D Nand 시대를 준비하는 SK의 수직계열화

NF₃는 반도체 및 디스플레이 공정 장비 내 Chamber를 세정하는 특수 가스이다. 반도체, LCD/OLED, Solar Cell 등 제조 시 CVD 공정은, Wafer나 디스플레이 기판 위에 절연막 또는 도전막을 입혀 다양한 전기적 특성을 갖게 하는 공정이다. 이러한 CVD 공정이 진행되면 Chamber 내부 및 표면에 잔류물이 남게 되는데, Wafer나 디스플레이 기판에서 이러한 잔류물을 제거해주는 데 사용하는 것이 NF₃이다. NF₃는 배출 가스량을 현저히 감소시키고, 공정 처리량을 증가시키며, 반도체 및 디스플레이 장비의 수명을 연장시키고, 세정률을 가속화시킨다. 또한 안정적인 무색의 비인화성 기체로 수송 및 저장이 용이하다.

지금 메모리 산업은 격변기를 맞이하고 있다. SSD가 HDD를 대체하는 3D Nand 투자의 Super Cycle에 접어들었기 때문이다. 3D Nand 생산에 사용되는 특수가스가운데 가장 시장규모가 크고 부가가치가 높은 것이 NF₃이다. 반도체와 디스플레이 공정에서 사용되는 삼불화질소(NF₃)는 순도 99.99%~99.999%의 초고순도 가스만 사용하게 된다. 암모니아(NH₃)와 정제된 불화수소(HF)를 고온, 고압 반응을 통해 추출하고, 정제시키는 과정으로 순도를 높인 초고순도 NF₃의 중요성이 높아지고 있는 것이다.

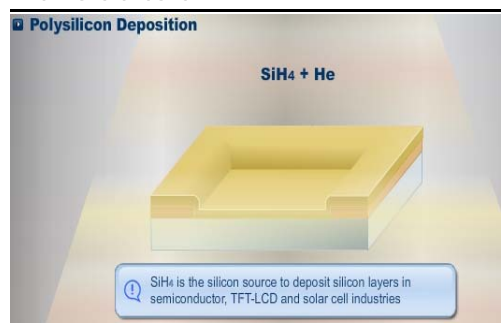
NF₃ 외에도 SK 머티리얼즈는 실리콘 증착에 사용되는 SiH₄, 반도체 배선형성 공정에 사용되는 WF₆ 등을 주력으로 생산하고 있으며, SiH₂Cl₂, Si₂H₆ 등 다양한 특수가스를 포트폴리오로 보유하고 있다.

공정 Step이 증가할수록 NF₃ 수요도 증가



자료: SK 머티리얼즈, SK 증권

실리콘 증착에 사용되는 SiH₄ (모노실란)

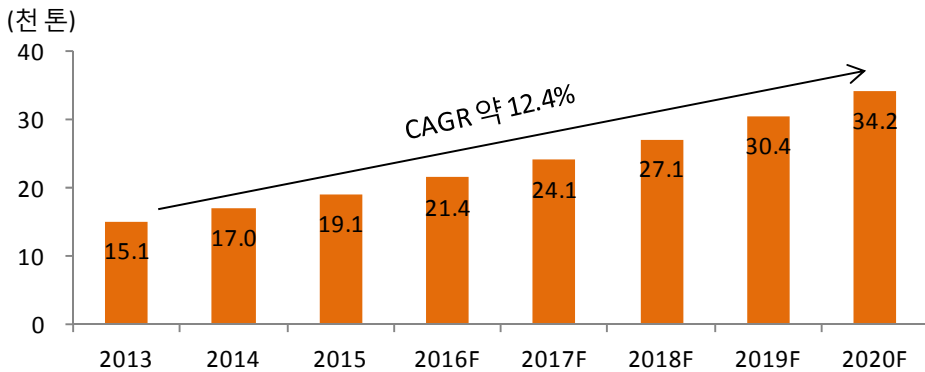


자료: SK 머티리얼즈, SK 증권

SK 는 그룹의 주력인 반도체 분야에 전폭적인 투자를 아끼지 않고 있다. 전반적인 반도체 업계의 투자 규모가 축소되는 추세였음에도 불구하고, DRAM 의 공정미세화는 물론, 3D Nand 경쟁력 확보를 위해서도 노력하고 있다. 효성의 공격적인 NF₃ 시장 진입으로 인해, SK 머티리얼즈의 장기 성장 동력이 훼손 받는 것이 아니냐는 일부의 시각이 있는 것은 사실이다. 그러나 SK Hynix 는 M14 Fab 의 2 층에 대한 Clean Room 공사를 금년 내에 마칠 예정이며, 청주 테크노폴리스에도 추가적인 부지를 마련하여 Memory Fab 을 조성할 준비를 하고 있다. 이러한 투자는 현재 업황을 고려할 때 3D Nand 를 위한 것일 수 밖에 없다. 3D Nand 에 대한 공격적인 투자를 준비하고 있는 SK Hynix 의 전략을 고려하면, 동사의 실적은 꾸준히 개선될 것으로 전망된다.

3D Nand 와 OLED 신규 Capa 증설 중국의 반도체 굴기로 글로벌 NF₃ 수요는 빠르게 상승 전망

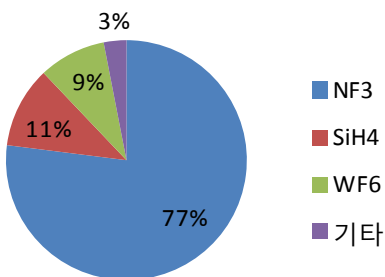
(단위: 천톤)



자료: Grand View Research, SK 증권

SK 머티리얼즈 주요 제품 매출 비중

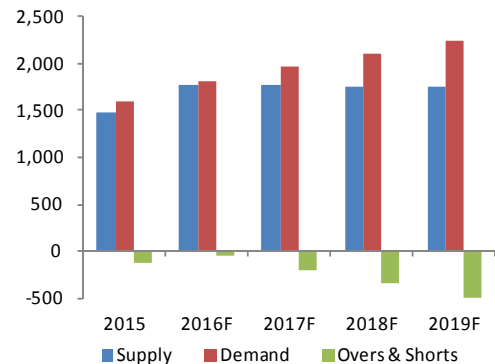
(단위: %)



자료: SK 머티리얼즈, SK 증권

WF₆도 수요 급증으로 Capa 증설 예상

(단위: 톤)



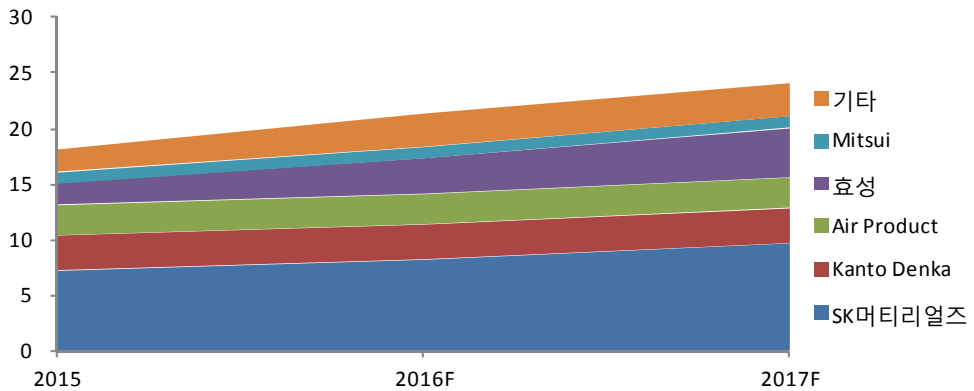
자료: 원익머티리얼즈, SK 증권

2) SK 그룹의 청사진 아래 치밀하게 준비된 아이템 확대

SK 머티리얼즈가 시장에서 기업가치를 제대로 인정받지 못하고 있는 이유는, 바로 효성이 삼성전자와 손잡고 매우 공격적인 NF_3 투자를 진행할 것이기 때문이다. 그러나 삼성그룹이 그렇게까지 공격적인 NF_3 공급처 확보가 필요했는지를 먼저 살펴 보아야 한다. 효성이 향후 2020년까지 1만톤까지 NF_3 를 늘리겠다고 발표할 수 있었던 것은, 삼성전자가 워낙 공격적인 3D Nand 투자에 관한 로드맵을 제시하였기 때문이다. 삼성전자 외에 뚜렷한 Captive 고객이 없는 효성그룹이 단독으로 공격적인 증설 전략을 가져간다는 것은 불가능하다. 즉, 수요급증으로 발생한 불가피한 증설인 것이다.

글로벌 메모리 업체간 3D Nand 증설 경쟁으로 단기에도 NF_3 증설경쟁은 격화될 것

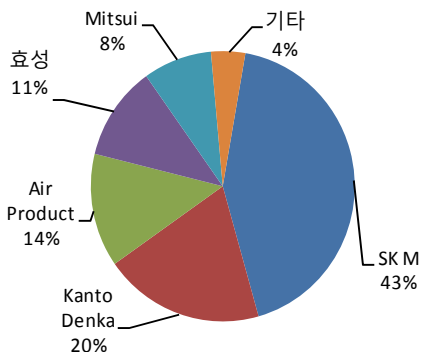
(단위: 천톤)



자료: SK 증권

NF_3 글로벌 생산능력 기준 M/S

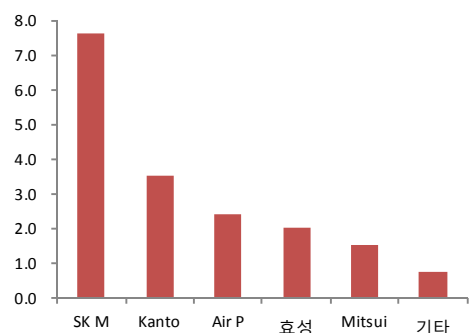
(단위: %)



자료: SK 증권

NF_3 글로벌 주요 업체 Capa 현황

(단위: 천톤)

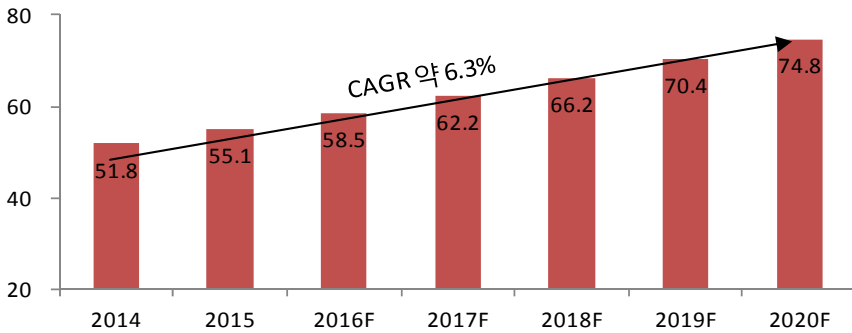


자료: SK 머티리얼즈, 효성, SK 증권

SK 머티리얼즈를 통해 IT 소재 부문을 육성하려는 SK 그룹의 방침은 확고하다. SK Hynix의 3D Nand 투자 및 DRAM 공정미세화를 위한 NF_3 , WF_6 등의 증설은 기본이고, 반도체 제조에 가장 많이 쓰이는 지르코늄(Zr) 계열의 전구체(precursor) 양산을 위한 합작법인 설립도 발표하였다. 초기 투자금액은 200 억원으로, 지분구성은 SK 머티리얼즈가 65%, 일본의 Tri-Chemical 사가 35%이다. 또한 외부 수급에 의존하고 있는 육불화 부타디엔(C_4F_6)에도 진출할 가능성이 높다. 한편, 지난 4 월 4 일 동사는 SKC가 보유하고 있던 SK 에어가스 인수를 종료하였다. SK 에어가스는 헬륨, 질소, 암모니아 등의 산업용가스를 생산하고 있다. 글로벌 산업용 가스의 시장규모는 IT 용 특수가스 시장의 약 20 배 규모이며, SK 그룹 내 수요가 꾸준히 증가하고 있다.

글로벌 산업용 가스 시장규모 전망 → 글로벌 산업용 가스시장은 IT 특수가스 시장의 약 20 배 규모

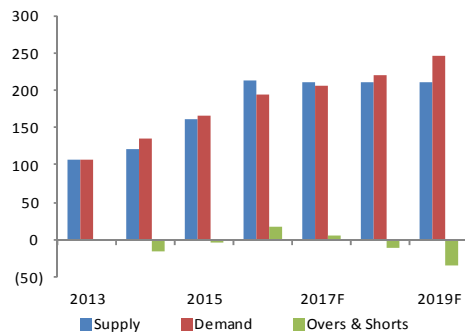
(단위: 천톤)



자료: SK 증권

C_4F_6 가스의 신규 진출 가능성도 상존

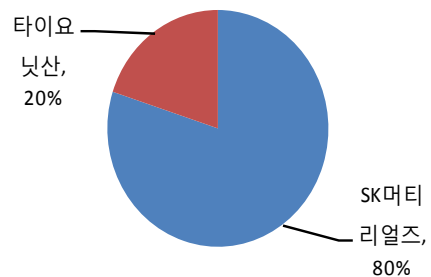
(단위: 톤)



자료: SK 증권

SK 에어가스 인수 통한 사업 확대

(단위: 천톤)



자료: SK 머티리얼즈, SK 증권

③ SK 이노베이션

1) 2 분기 및 2016 년 실적

1 분기 동사의 실적은 기대 이상이었다. 8,448 억원(QoQ + 206.3% / YoY + 153.2%)의 영업이익으로서 당시 시장 컨센서스였던 6,711 억원을 25.9%나 상회하였으니 말이다. Earning surprise 라는 표현이 전혀 부담스럽지 수준이었다. 정제마진은 2015 년 하반기 대비 하락세를 보였지만, 기본적으로 2 월 이후 나타난 국제유가의 급반등세가 정유뿐만 아니라 화학, 윤활유 등 대다수 사업부의 호실적에 큰 기저로서 작용을 했다.

이런 흐름은 2 분기에도 크게 다르지 않을 전망이다. 비록 정제마진은 추가하락하면서 2014 년 이후 최저라고 할 수치를 보이고 있지만, 유가가 지속적으로 상승하면서 lagging margin 을 양호하게 이끌어주고 있다. 그 외 원화약세, 여전히 견조한 에틸렌 시황 등은 또 다른 실적 강화요인으로서 작용하게 될 전망이다. 5 월 23 일 기준 시장 컨센서스는 7,045 억원으로서 전분기대비 하회를 예상하고 있지만, 6 월에도 유가의 추가 강세가 이어진다면 이 수치는 상향 조정될 여지가 충분하다. SK 증권 리서치센터는 이미 5 월에 발간한 보고서를 통해서 ① 달러약세 기조의 지속세, ② 사우디 6 월 OSP 급상향 등의 상황을 감안할 때 유가강세가 지속될 가능성이 있음을 미리 작성한 바 있다.

그리고 이렇게 2 분기 역시 호실적이 발생하게 된다면 지난 해 시현한 2 조원에 육박하는 영업이익을 넘어서게 될 가능성 또한 다분하다. 연간 영업이익의 증대 기조를 이어가고 있다는 것은 valuation 의 upside 를 다시 한 번 열어줄 수 있는 요인으로 작용 가능하다.

2) 시황점검

다만 호실적이 1 분기와 2 분기 지속됨에도 불구하고 ‘호황이다’라고 언급하기에는 부담스러운 부분 또한 있다. 무엇보다 정제마진이 좋지 못하다는 부분을 언급하지 않을 수가 없다. 상반기 호실적의 배경은 사실상 ‘유가상승/원화약세’가 전부 다였다고 할 수 있다. 정유의 fundamental 에 가장 중요하다고 할 수 있는 정제마진은 2014 년 이후 최악의 수치까지 하락했는데, 이는 다시 얘기하자면 유가상승과 원화약세라는 거시환경적인 요소의 우호적 구성이 일단락된다면 지금의 호실적이 사라질 수 있다는 부담감으로 연결된다 할 수 있다. 즉 덮어놓고 ‘좋다’라고만 할 수는 없다는 것이다

특히 정제마진의 약세가 다른 무엇보다 장기 저유가 기조를 반영하고 있는 것이라면 부담감은 더욱 높아진다. SK 증권 리서치센터는 유가가 장기적으로 저가에서 유지될 가능성이 높으며, 이에 의거해서 볼 때 과거 유가와 동행했던 정제마진 역시 기조적으로 하락할 여지가 높다고 분석한 바 있는데, 실제 연초 이후 급락한 정제마진은 계속해서 낮은 수준이 유지되고 있다. 유가의 일시적 반등이 있었지만 그리 오래갈 수 없다는 점을 감안한다면 저마진의 부담은 차후에도 지속될 가능성이 높다.

저유가에 의한 휘발유 수요강세 효과도 의심의 눈초리를 거둘 수가 없다. 대다수 최근 미국의 휘발유 수요 상승기조를 두고 “저유가가 수요를 촉발한다”라고 논리를 들고 있지만, 이야말로 귀납적 논리의 단기적 오류에 봉착한 것이라고 할 수 있다. 일단 역사적으로 저유가 구간에서 수요가 좋아진다는 근거는 없다(85~00 년 평균 20 달러의 저유가 시대 때 세계 원유수요 CAGR 은 GDP 성장률을 한참 하회하는 +1.9%에 불과했음). 게다가 SK 증권 리서치센터는 이미 미국 휘발유 수요 중 재고의 비중을 따로 분석한 바 있는데, 그 결과로서 최근 재고의 비중이 계속 높아지고 있는 것을 볼 때 미국의 휘발유 구매수요는 실질수요라기 보다는 단순 재고확보일 가능성이 높다고 결론을 내렸었다. 실제 재고확보 수요에 불과했다면 어느 순간 재고부담이 높아지면서 휘발유 구매가 급반락하게 될 가능성이 높다는 것을 염두에 두어야 한다.

결국 이 모든 것을 감안한다면 현재 정유의 fundamental 이 그렇게 강력하지는 못하며, 이는 곧 현재의 실적 수준이 sustainable 하기 어렵다는 결론으로도 연결될 수 있음을 의미한다. 그 외 1 분기 유가의 기저효과로 이익이 크게 발생했던 윤활유 사업부, 에틸렌의 하락세가 가시화되고 있는 화학 사업부의 risk 를 감안하더라도 하반기부터 실적 가시성은 상반기에 비해 떨어질 개연성이 높다

3) SK 이노베이션의 중장기 방향성

앞서 분석한 부분을 간략히 요약하자면, 2 분기까지 포함해 2016 년 상반기 실적은 기대 이상의 수준이 이어지겠지만, 현재 약화된 fundamental 을 감안한다면 이익의 지속성, 특히 하반기 이후의 가시성은 떨어지게 된다는 부담감을 피할 수는 없다고 할 수 있다. 이는 비단 동사뿐만 아니라 모든 정유업체에게 해당되는 요인이다.

하지만 이 상황에서 이노베이션의 대응은 매우 훌륭했다. 2015 년부터 이어진 이익 rally 에서 현금을 착실하게 쌓아두었고, 이로 인해서 2014 년 7 조원에 육박했던 순차입금은 2016 년 1 분기 2.3 조원까지 하락하게 되었다. 상황에 따라서는 2016 년 내 순현금 전환 가능성도 있다. 그리고 이렇게 확보한 현금으로 그들은 해외 M&A 까지 폭넓게 감안하고 있다. 호황기 현금축적 뒤 불황기 M&A 의 스킴은 cyclical 사업의 전형이라 할 수 있을 정도로 좋은 선택이다.

연간 영업이익 2 조원 이상을 기대할 수 있고, 18 조원에 이르는 자본을 보유한 기업이 순현금 구조가 가능하다면, 현재 14 조원 수준인 시가총액에서는 주가의 upside 여력이 충분하다

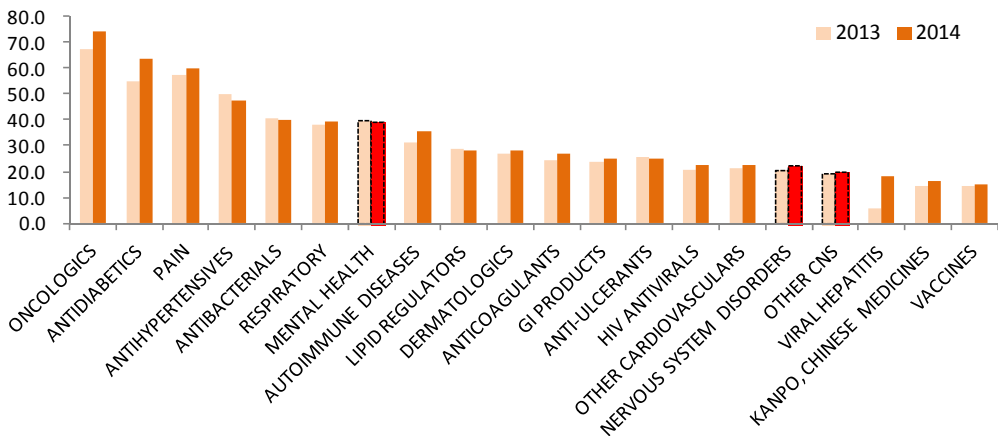
④ SK 바이오팜/SK 바이오텍

1) CNS(중추신경계) 중심의 혁신적인 신약 개발 기업

SK 바이오팜이 개발하고 있는 신약들은 CNS(Central Nervous System, 중추신경계) 계열의 치료제이다. IMS health 에 의하면, 글로벌 신경계관련 질환 시장의 규모는 2014 년 기준으로 총 809 억달러에 달하고 2021 년에는 약 920 억달러에 달하는 것으로 추정되고 있다. 동사의 파이프라인들은 대부분 기존 치료제에 비해 상당히 우수한 약효를 보이고 있어 블록버스터 신약으로의 성장이 기대된다. 동사의 YKP3089 는 난치성 질환인 뇌전증에 탁월한 효과를 보이고 있는데, 시장의 선두 약물에 비해 발작 완전소실률이 3.4 배나 더 높다. 기면증치료제인 SKL-N05 의 경우 2 세대 치료제보다 3 배나 우수한 약효를 보이는 등 다수의 파이프라인에서 기존의 난치성질환 치료제 대비 상당한 치료 효과를 보이고 있다.

치료제 분야별 글로벌 시장 규모

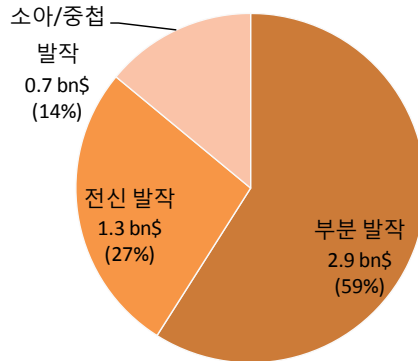
(단위: bn\$)



자료 : IMS health, SK 증권

주 : 신경계관련 질환의 글로벌 시장 규모는 총 809 억달러(2014 년 기준)

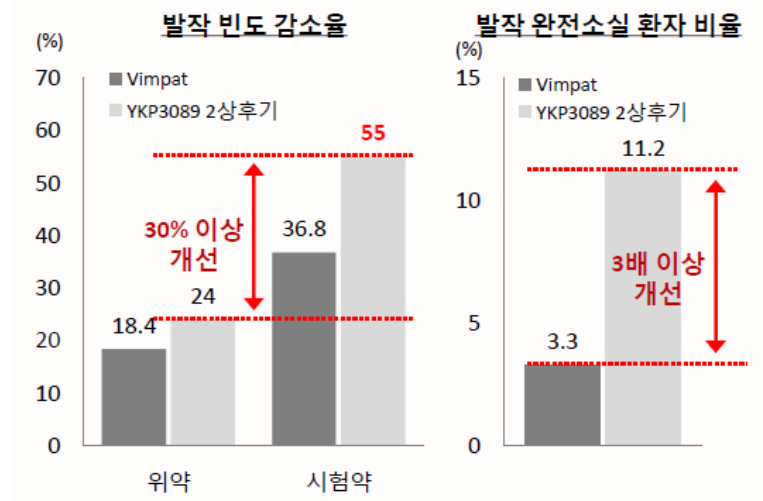
글로벌 뇌전증(간질) 시장 규모



자료 : Datamonitor, SK 바이오팜

주 : 2014 년 기준, 전체 4.9 bn\$

SK 바이오팜이 개발중인 YKP3089(뇌전증치료제)의 뛰어난 약효



자료 : SK 바이오팜

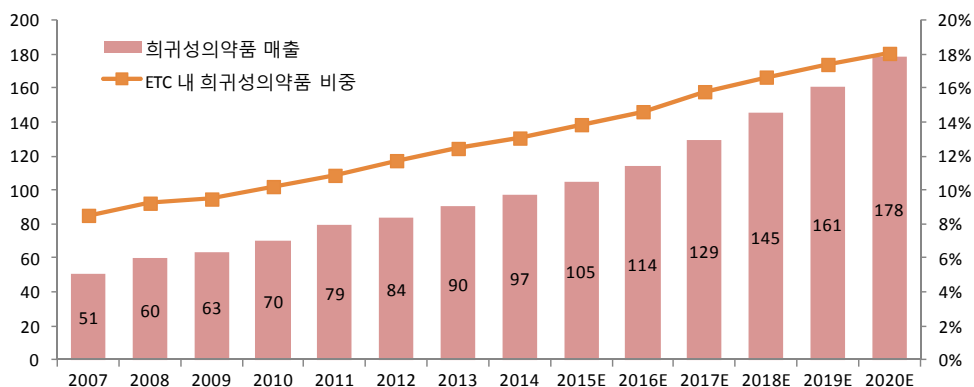
주 : YKP3089 의 FDA 2 상 임상 시험 결과

2) 대부분의 파이프라인이 Unmet Needs 의 난치성 및 희귀성 질환

SK 바이오팜의 신약 개발 파이프라인은 대부분 특별한 치료제가 없는 난치성 및 희귀성 질환의 치료제이다. 난치성질환의 경우 마땅한 치료효과를 보이는 약물이 없어 기존의 치료제 대비 우수한 약효를 보인다면 블록버스터로의 성장이 가능하다. 또한 희귀성의약품의 경우 허가당국에서 신약으로 승인해주는 확률이 높고 여러 특혜와 함께 시장성이 상당히 커 새롭게 블루칩으로 떠오르고 있는 분야이다. 희귀성의약품은 약값이 상당히 고가임에도 불구하고 대부분의 국가에서 환자 치료비용의 대부분을 정부가 지원해주기 때문에 안정적인 시장형성이 가능하다.

[전세계 희귀성의약품의 연도별 매출 현황 및 전망]

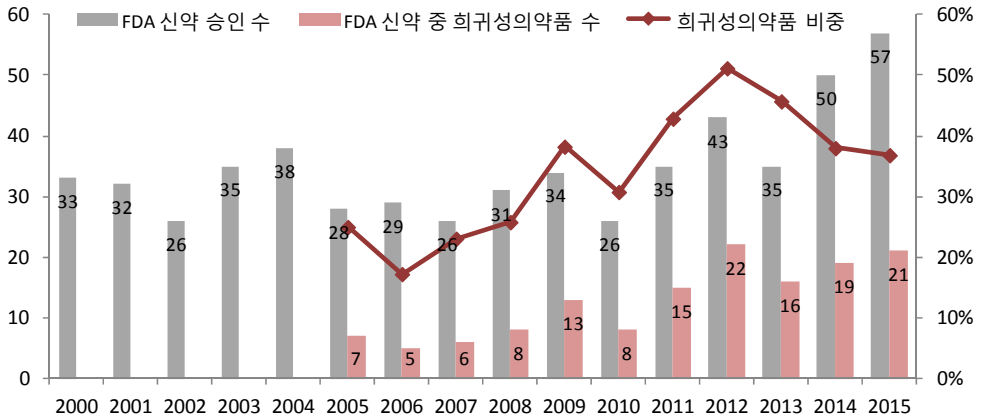
(단위: bn\$)



자료: EvaluatePharma, SK 증권

FDA 신약 중 희귀성의약품 수

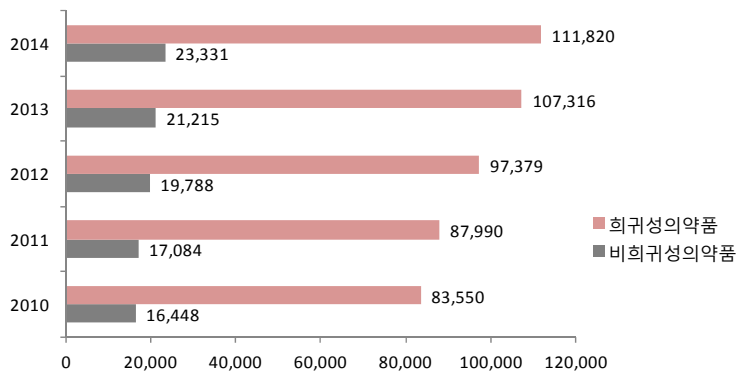
(단위: 건 수)



자료: FDA, SK 증권

환자 1인당 연간 평균 치료 비용 비교 (희귀성의약품 vs 비희귀성의약품)

(단위: \$)



자료: 업계자료, SK 증권

주: 희귀성의약품은 전세계 희귀성의약품 상위 100 위 내 의약품, 비희귀성의약품은 미국 상위 100 위 내 의약품

가장 비싼 의약품 상위 20 개의 연간 치료비용 (2013 년 미국 기준)

(단위: \$)

순위	제품명	판매사	1인당 연간 치료비용	희귀성의약품 여부
1	Soliris	Alexion Pharmaceuticals	536,629	O
2	Naglazyme	BioMarin Pharmaceutical	485,747	O
3	Kalydeco	Vertex Pharmaceuticals	299,592	O
4	Cinryze	ViroPharma	230,826	O
5	H.P. Acthar Gel	Questcor Pharmaceuticals	205,681	O
6	Sprycel	BMS	149,762	O
7	Pomalyst	Celgene	147,302	O
8	Xyrem	Jazz Pharmaceuticals	143,604	O
9	Erbix	BMS	137,953	X
10	Revlimid	Celgene	128,666	O
11	Yervoy	BMS	123,800	O
12	Kyprolis	Amgen	117,750	O
13	Jakafi	Incyte	112,963	O
14	Kadcyla	Roche	110,145	X
15	Afinitor	Novartis	108,960	O
16	Nexavar	Bayer	102,639	O
17	Exjade	Novartis	100,562	O
18	Mekinist	GSK	94,391	O
19	Sovaldi	Gilead Sciences	85,015	X
20	Gleevec	Novartis	84,373	O

자료: AISHealth, SK 증권

3) 2018 년부터 제품 출시, 이후 빠른 성장 예상

동사는 2018 년에 Plumiaz(급성반복발작), SKL-N05(기면증), YKP3089(뇌전증) 등 3 가지 약물을 글로벌 시장에 출시할 전망이다. 이후로는 파킨슨, 영아연축(중증소아 간질) 등의 희귀성질환을 비롯해 여러 난치성질환 치료제들이 순차적으로 출시될 전망이다. 특히 기술 이전한 Plumiaz, SKL-N05 을 제외하고 나머지 파이프라인들은 대부분 SK 바이오팜 자체적으로 글로벌 시장에 진출할 준비를 하고 있다. 즉 SK 는 개발중인 파이프라인을 타 글로벌제약사에 기술이전 하지 않고, 자체적으로 생산해서 판매할 것으로 예상된다. 우수한 치료효과를 보이는 난치성질환 치료제나 희귀성의약품의 경우 마땅한 치료제도 없고 환자수도 적기 때문에 해외진출을 위해 글로벌 제약사의 브랜드가 꼭 필요한 것은 아니기 때문이다

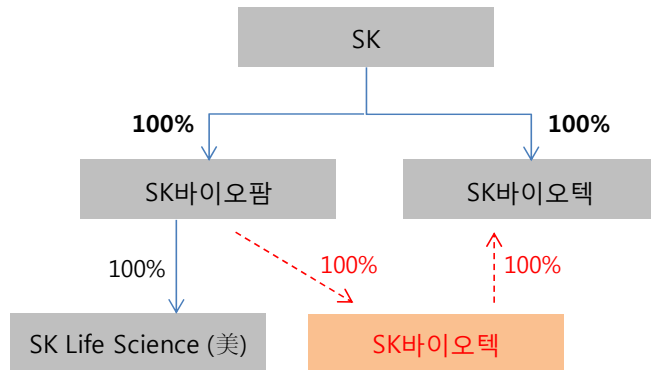
SK바이오팜의 주요 파이프라인

품목명	적응증	진행 단계	파트너사	비고
Plumiaz	급성반복발작**	미 FDA 3상	미국 ACORDA사 (기술이전)	2018년 제품 출시 예상
SKL-N05	기면증**	미 FDA 3상	미국 Jazz사 (기술이전)	2018년 제품 출시 예상, 아시아는 직접 판매
YKP3089	뇌전증, 신경병성통증, 불안증	미 FDA 3상 진입		2018년 제품 출시 예상
YKP10811	만성변비, 과민성 대장증후군	미 FDA 2상	SK chemicals (공동 개발)	
Carisbamate	간질, 영아연축**	미 FDA 1상		
SKL-PD	파킨슨**	미 FDA 1상		
SKL-ADHD	주의력 결핍 과잉행동장애	미 FDA 1상		
SKL-A4R	인지행동장애 동반 조현병	미 FDA 1상		
SKL-PSY	양극성 장애(조울증)	전임상		중국 PKU healthcare사에 중국판권 기술이전

자료 : SK바이오팜, SK증권

주 : "**"은 희귀성질환에 속함

SK 바이오의 지배구조 및 지분 현황



자료 : 금융감독원전자공시, SK 증권

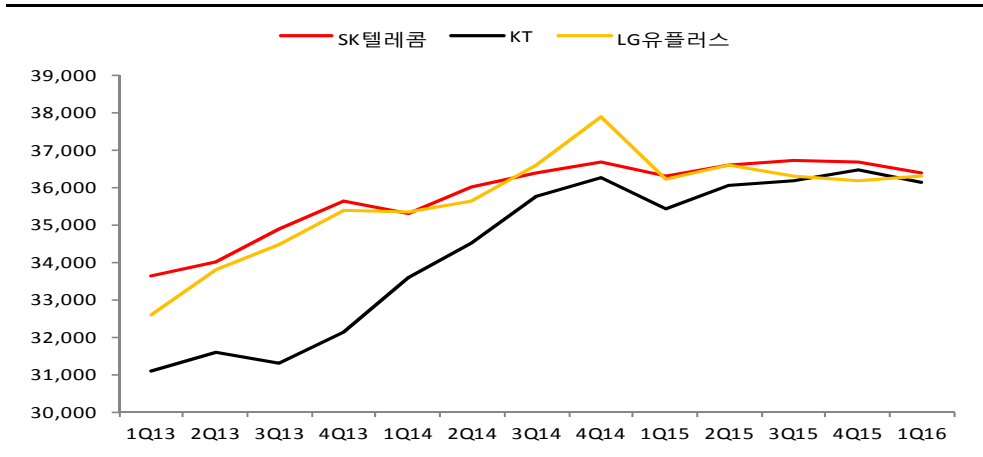
⑤ SK 텔레콤

1) 2016 년 이동통신 ARPU 성장은 제한적이나

2015 년 국내 통신 3 사의 합산 매출액은 전년 대비 0.5% 감소하였다. 매출의 감소는 이동통신 ARPU 성장이 제한적이었기 때문이다. ARPU 성장의 정체는 선택약정 가입자 확대에 기인한다. 또한 올해 7 월 28 일부터는 전기통신사업법 일부개정안이 발효되며, 단말기 지원금 대신 약정기간 동안 20%의 요금할인을 받을 수 있는 단말기자금제를 통신사가 가입자에게 반드시 안내해야 한다. 선택약정 가입자의 확대는 지속될 수 밖에 없는 환경이다. 따라서 통신사마다 약간 차이가 있으나 현재 신규 가입자 기준 30% 내외가 선택약정할인을 선택하고 있는데 그 비중은 올해 다소 증가할 것으로 예상된다. 결국 올해 이동통신 ARPU 성장도 제한적인 수준에서 그칠 전망이다. 또한 LTE 가입자 비중이 2016 년 3 월말 기준 72.1%(2014 년 말 63.0%, 2015 년 말 70.7%)로 과거의 LTE 전환 속도가 둔화될 가능성이 높다는 점도 올해 ARPU 성장을 제한하는 요인이다

통신 3사 ARPU 정체 국면

(단위: 원)



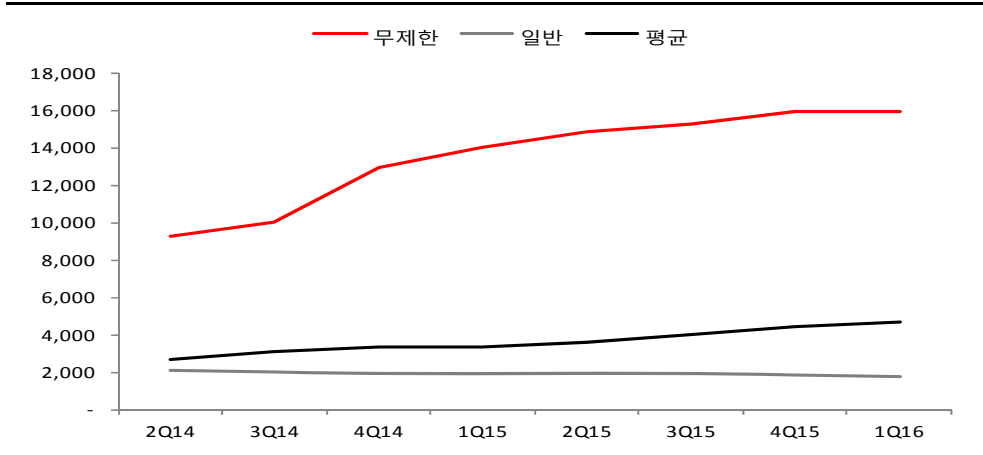
자료: 각 사

2) 중장기적으로 ARPU 성장 가능성은 여전히 높음

단기적으로 이동통신 ARPU 성장은 제한적이나 중장기적인 관점에서 ARPU 성장 가능성은 높다고 판단한다. LTE 가입자 확대에 따라 데이터 사용량이 증가할 것으로 예상하기 때문이다. LTE 가입자의 산업평균 데이터 사용량은 2016 년 3 월말 기준 4.68GByte 이다. 이 중 LTE 무제한요금제(추후 무제한 요금제 명칭의 변경 가능성 높음)가입자의 평균 데이터 사용량은 16.0GByte 이며 LTE 가입자 중 무제한 요금제 가입자 비중은 20%로 추정된다. LTE 무제한 요금제(기본제공 데이터 소진 시 속도제한 있음)는 월 59,900 원에 제공되므로 요금할인 지원금 20%를 선택한다고 하더라도 현재 36,000 원대의 ARPU 상승 여지는 충분하다. 현재 20%인 LTE 무제한 요금제 가입자 비중이 5%p 증가한 25%가 된다면 LTE 전체 데이터 사용량은 5.3GByte 로 증가하고 전체 이동통신 ARPU 는 2.3% 증가할 것으로 예상된다

요금제별 LTE 가입자 1인당 데이터 사용량 추이

(단위 : MByte)



자료 : 미래창조과학부

무제한 요금제 가입자 비중에 따른 ARPU 상승 여력

(단위: 명, 원)

무제한 요금제 가입자 비중	무제한 요금제 가입자	전체 ARPU	현재 대비 ARPU 상승여력
20%	7,995,686	36,500	-
25%	9,881,891	37,356	2.3%
30%	11,858,269	38,254	4.8%
35%	13,834,647	39,151	7.3%
40%	15,811,026	40,049	9.7%

자료 SK 증권

주: 전체 LTE 가입자 동일하다는 가정

3) 마케팅 경쟁 완화 기조 유지 전망

2015년 국내 통신 3사의 합산 마케팅 비용은 전년 대비 10.8% 감소하였다. 단말기 유통구조개선법(이하 단통법) 실시 이후 실질적인 마케팅 비용 절감효과가 나타나고 있는 것이다. 2016년에도 마케팅 비용 절감 기조는 지속되고 있다. 단통법 상 지원금 상한 조항은 3년 후 일몰 예정으로 2017년 9월에는 폐지되지만 단통법 자체는 존속한다. 따라서 보조금 상한선이 현행대로 유지될 것인지 여부는 확정되지 않았으나, 이미 과도한 마케팅 경쟁에서 서비스 경쟁으로의 전환이 상당부분 진행된 상태이기 때문에 과거와 같은 소모적인 마케팅 경쟁 가능성은 낮다고 판단한다

4) SK 텔레콤 본업에서의 수익성 개선 기조 유지

SK 텔레콤 본업에서의 수익성 개선 기조가 유지될 전망이다. 앞서 언급한 바와 같이 산업 측면에서 ARPU는 장기 성장 가능성이 높으며 보조금 상한의 일몰 이후에도 여전히 과도한 마케팅 경쟁은 지양할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 SK 텔레콤의 통신부문 수익성 개선 가능성이 높다고 판단한다. 특히 2016년 주파수 경매를 통해 2.6GHz 대역 총 60MHz를 확보하며 통신 3사 중 가장 넓은 LTE 주파수 대역(135MHz)을 확보하여 서비스 품질 개선이 가능할 전망이다

주파수 경매 결과 요약

구분	A블록	B블록	C블록	D블록	E블록
주파수 대역	700MHz	1.8GHz	2.1GHz	2.6GHz	2.6GHz
주파수 폭	40MHz	20MHz	20MHz	40MHz	20MHz
사용기간	10년	10년	5년	10년	10년
최저경쟁가격(억원)	7,620	4,513	3,816	6,553	3,277
낙찰가(억원)	-	4,513	3,816	9,500	3,277
낙찰자	유창	KT	LG유플러스	SK텔레콤	SK텔레콤

자료: SK 증권 미래창조과학부

각 사별 LTE 주파수 보유 내역

	확보 주파수 대역	1MHz 당 낙찰가(억원)	경매 후 확보한 LTE 주파수 대역(MHz)	1인당 LTE 주파수 대역(Hz)
SK 텔레콤	60MHz	106	135	7.0
KT	20MHz	113	105	8.4
LG 유플러스	20MHz	191	100	10.0

자료: SK 증권 미래창조과학부

5) 플랫폼 기업으로의 변신으로 SK 통신 업체의 경쟁력 제고

SK 텔레콤은 통신인프라를 바탕으로 생활가치 플랫폼, 미디어 플랫폼, IoT 플랫폼 등 3대 핵심영역 중심의 플랫폼 기업으로 변화를 추진중이다.

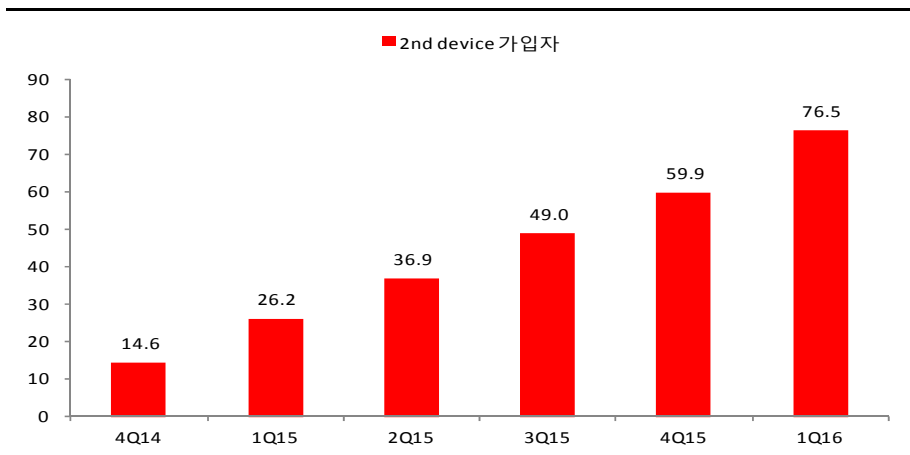
생활가치 플랫폼은 고객이 일상생활에서 경험하지 못한 새로운 가치를 발굴하여 2018년까지 50개 이상의 특화서비스를 제공, 1천만 이상의 가입자 확보를 목표로 하고 있다. 주요 서비스로는 T페이, T아웃도어, T펫, 클럽T키즈 등이 있다. 2016년 말 기준 2nd Device 가입자는 77만명으로 전체 가입자 대비 비중은 낮으나 가입자 증가속도는 빠르게 상승하고 있다

미디어플랫폼은 유무선 미디어 서비스 경쟁력을 지속적으로 강화하여 통합 미디어 플랫폼 사업자로 전환하겠다는 것이다. 최근 모바일화, 개인화 등을 통해 플랫폼 간의 통합과 이중산업간의 영역파괴가 진행되고 있는 가운데 SK 텔레콤은 자회사인 SK 브로드밴드와의 협업을 강화하고 있다. 특히 콘텐츠 부문의 강화가 돋보이는데 통합 모바일 미디어 플랫폼인 oksusu를 런칭하였으며 3,200억원 규모의 콘텐츠 투자 펀드 조성을 통해 차별화된 콘텐츠 공급이 가능해질 전망이다

IoT 플랫폼 전략은 다양한 영역에서 다양한 파트너와의 제휴를 통해 IoT Ecosystem 구축에 집중하는 것이다. 스마트홈, 건설, 에너지, 자동차 등 다양한 분야에서 사업을 진행중에 있는데 2015년 5월 상용화 이후 제휴사 46개, 연동제품 29종으로 지속적으로 성장하고 있다

SK 텔레콤 2nd Device 가입자 추이

(단위: 만명)



자료: SK 텔레콤

3 대 핵심 플랫폼 전략을 통해 이동통신(SK 텔레콤), 유선통신(SK 브로드밴드), 콘텐츠(SK 브로드밴드), 솔루션(SK 플래닛), 디바이스(아이리버, 나노엔텍) 등 SK 그룹 내 통신업체들간 밸류체인 수직계열화가 강화되고 경쟁력이 제고될 수 있는 계기가 될 것으로 예상된다

⑥ SK 네트워크

1) 업황 및 전망

SK 네트워크는 유통(정보통신 : Mobile Device 도매, 에너지 : 석유제품 도소매)과 소비재(카 비즈니스 : 렌터카, 경정비, 워커힐 : 호텔, 카지노 임대, 패션 : 라이선스, 자가), 그리고 상사(트레이딩 : 철강, 화학, 석탄, 자원 : 호주 석탄광산) 등 다양한 사업부문을 보유하고 있다. '15 년 기준 매출액 비중은 유통 62%, 상사 27%, 소비재 11%이며, 영업이익 비중은 각각 69%, 11%, 20% 이다.

SK 네트워크가 보유하고 있는 주요사업은 사업부문간 시너지 창출 가능성이 낮지만 독립적인 경영을 통해 지속적인 캐시플로우를 창출하고 있다. 유통사업(정보통신, 에너지 유통)은 낮은 이익률에도 불구하고 안정적인 캐시플로우를 창출하고 있는 핵심 사업부문이다. 각 사업부문의 연간 영업이익이 각각 1,000~1,300 억원 수준을 나타내고 있으며, 신규사업자의 진입 가능성도 낮아 이익률 훼손 가능성이 낮은 것으로 판단된다. 카비지니스는 동사가 보유하고 있는 주유소 네트워크를 통해 성장가능성이 높아 중장기적인 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. 패션사업은 중소기업과의 높은 경쟁강도로 인해 성장성 확보가 쉽지 않지만 멀티 브랜드 운영을 통해 규모의 경제를 확보할 수 있을 전망이다. 면세점은 경쟁강도가 높아졌지만 '16 년말 사업권 획득시 카지노 및 호텔영업 활성화 측면에서 긍정적인 모멘텀이다. 반면 종합상사부문은 낮은 성장성으로 제한적인 수준의 영업실적 증가 모멘텀이 예상된다.

정보통신부문은 국내 모바일시장 성장정체로 판매량 증가율이 3~4%대로 하락했으나 안정적인 수익을 창출하고 있는 핵심사업부문이다. '14 년 754 만대에 이어 '15 년에는 787 만대의 단말기를 판매했으며, '16 년에도 3 분기 애플 신제품 출시에 따라 견조한 성장을 이어갈 전망이다.

에너지판매사업부문은 유가하락에 따른 매출액 감소요인에도 불구하고 판매량 증가로 안정성장을 이어갈 전망이다. 카비지니스(렌터카, 경정비)중 렌터카사업은 '16 년 1 분기중 5 만대 달성을 통해 2 위 사업자와의 간격을 축소했으며, '17 년중에는 공격적인 마케팅 활동과 브랜드력 확대를 통해 2 위 사업자로 부상할 수 있을 전망이다. '16 년말에는 6.5 만대 운영('16 년 중고차 6 천대 매각, '17 년 9 천대 매각)을 통해 4,500 억원 수준의 매출액을 달성할 수 있을 전망이다. 경정비사업은 수입차 부품유

통사업으로의 확장을 통해 성장성을 확대하고 있다.

패션부문은 국내 패션시장의 전반적인 가격하향 및 경쟁심화로 매출액이 정체상태를 나타내고 있으며, 할인판매 증가에 따른 이익률 약화로 영업이익 규모가 감소세를 보였다. 특히 '15 년 하반기 이후 브랜드 포트폴리오 다변화 전략에 따른 신규 브랜드 런칭비용 증가 및 기존 브랜드 리뉴얼 비용 증가 부담이 수익성 훼손요인으로 작용했다. '16 년 하반기 이후 신규 브랜드가 시장에 정착하고 기존 브랜드의 수익력이 확대될 것으로 보여 수익성 개선이 가시화될 전망이다.

상사부문은 유가 및 철강, 화학제품 가격하락으로 매출액이 추세적인 감소세를 보였으나 판매량이 확대되어 영업이익은 회복추세를 보였다. 지난해 1, 2 분기에는 이란 효과가 크게 작용했으며, 금년 하반기부터 이란시장 정상화에 따라 자동차용 강판 판매량 증가 가능성이 존재한다. 호주 석탄광산은 내수판매량 확대를 통해 이익률을 개선시킬 수 있을 전망이다.

면세점은 5 월까지의 영업종료를 통해 특허권을 반납하지만 하반기중 추가 사업자 선정과정에서 재취득 가능성이 높은 것으로 판단된다. 기존에는 3,100 평 영업면적을 운영했지만 시계, 보석류 특화를 통해 2,400 평의 영업면적으로도 운영효율을 유지할 수 있을 전망이다.

2) 중장기 성장전략

SK 네트워크는 주요 사업부문(유통, 패션 등)의 현금창출능력이 우수하지만 낮은 성장성으로 인해 M&A 에 대한 욕구가 지속적으로 이어졌다. 그러나 국내 주요 소비재 기업(하이마트, 웅진코웨이, KT 렌탈 등)의 M&A 시마다 높은 프리미엄으로 인해 고배를 마셨다. 보유 사업부문 중 성장 가능성이 높은 부문은 렌터카와 수입차 부품 유통사업이며, 경쟁사와의 금리격차를 통한 차별화로 점진적인 시장확대가 가능할 전망이다. 패션부문에 있어서도 소규모 M&A 를 통해 브랜드 확대가 가능할 전망이다.

M&A 를 통하지 않은 각 사업부문 고유의 성장전략을 살펴보면, 정보통신유통은 SK 텔레콤의 마케팅 정책에 따라 영업실적의 향방이 결정되는 만큼 자체적인 성장성 확보의 틀이 제한적인 것으로 판단된다. 이를 극복하기 위해서는 Wearable Device, 부가상품 등의 판매확대가 적절한 대안일 것이다.

유류유통 또한 SK 에너지의 마케팅 방향에 따라 영업실적의 방향성이 결정되며, SK 네트워크는 효율성 높은 사이트의 개발을 통해 유류판매량 확대에 집중하는 전략이 타당한 것으로 판단된다. 렌터카 및 수입차 부품 유통사업은 현재와 같은 공격적인 마케팅을 통해 규모의 경제를 도모하고, 후발사업자에 대한 M&A 를 통해 경쟁강도를 완화하는 전략이 타당할 전망이다. 카비지니스는 렌터카사업의 경우 32 개 지점을 운영하고 있으며, 정비소는 700 개 네트워크와 340 개소의 협력업체를 운영하고 있다. ‘18 년에는 10 만대의 렌터카 운영을 통해 롯데렌탈과 양강체제를 구축할 수 있을 전망이다.

패션은 국내 소비시장 부진 및 전반적인 패션수요의 가격하향으로 인해 영업실적 확대에 어려움을 겪고 있다. 또한 패션채널이 모바일로 지속 이탈하고 있어 오프라인을 중심으로 운영되고 있는 동사의 채널역량이 약화될 우려가 존재한다. 이를 보완하기 위해 노후화된 브랜드 리뉴얼을 지속적으로 실시하고, 효율이 떨어지는 오프라인 채널을 퇴출시켜 수익성 개선을 도모할 전망이다.

상사부문은 철강, 화학제품 취급량 확대가 필요하지만 화학제품 판매량 증가에도 불구하고 철강제품 판매 부진이 이어지고 있어 수익성 개선속도가 더디게 나타나고 있다. 하지만 하반기에는 글로벌 경기회복 및 이란을 비롯한 중동향 거래 확대로 점진적인 영업실적 개선이 가능할 전망이다. 이란이나 미얀마시장 같은 신흥시장에 대한 공략이 이어질 전망이다.

호텔사업부문은 면세점사업 상실로 인해 시너지효과가 축소되었지만 ‘16 년 하반기 입찰 재참가를 통해 사업권 획득시 성장성이 확충될 전망이다. 관세청은 지역별 사업자 서울 2 개, 부산 1 개, 강원도 1 개를 지정했으며, 대기업 3 개, 중소기업 1 개 지정을 통해 사업자를 확대할 예정이다. 면세점사업의 경우 이전에 비해 영업실적 기여도가 한층 떨어졌지만 호텔업 및 카지노업과의 상호 연관관계가 높아 재차 주요 사업부로 자리매김할 전망이다.

유통 및 패션사업에서의 영업실적 변동폭은 제한적인 것으로 판단되어 기업가치에 미치는 영향은 낮게 유지될 전망이다. 카관련 비즈니스는 동사의 오프라인 인프라가 메리트로 작용할 전망이어서 경쟁업체 M&A 시 높은 프리미엄을 부여 받을 수 있을 전망이다. 하반기 면세점 입찰에서 사업권 획득 여부가 주요한 변수이다. 또한 대주주 일가의 책임경영을 위한 경영복귀에 따라 점진적인 영업실적 개선 가능성도 주목할 대목이다

5. SK 주요 자회사 전망 및 참고자료

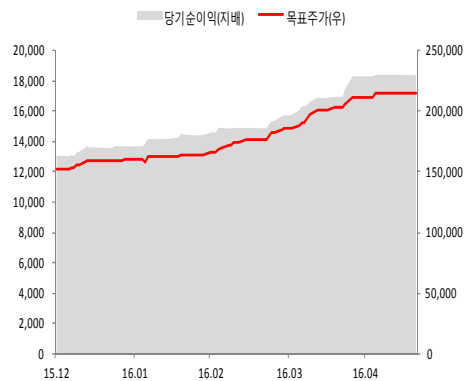
SK 신규 포트폴리오별 실적 가이드스

(단위: 억원)

사업부문	항목	2015년	2020년
제약/바이오 - 신약개발	매출액	1,750	10,000
	영업이익	100	6,000
	영업이익률	6%	60%
제약/바이오 - CMO	매출액	757	15,000
	영업이익	200	3,000
	영업이익률	26%	20%
사업부문	항목	2018년	2020년
Global LNG	매출액	46,542	82,000
	영업이익	2,870	8,400
	영업이익률	6.2%	10.2%
반도체소재	매출액	3,380	15,000
	영업이익	1,128	5,000
	영업이익률	33%	33%
반도체모듈	매출액	5,400	20,000
	영업이익	388	2,000
	영업이익률	7%	10%

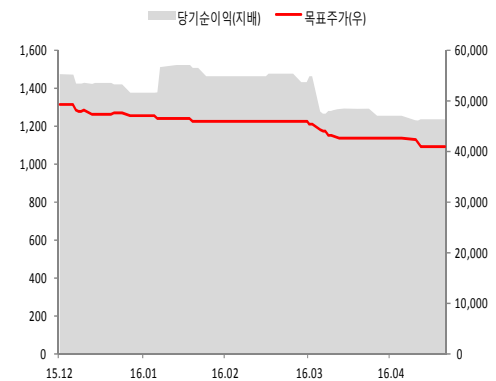
자료: SK

SK 이노베이션 순이익 및 목표주가 변동추이 (단위: 억원)



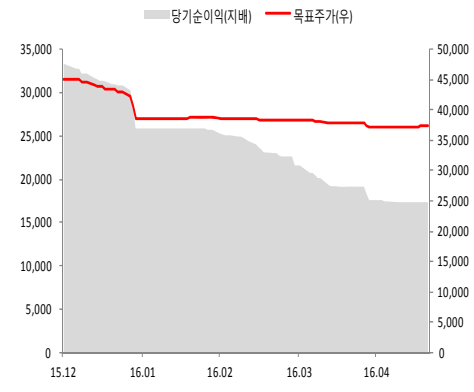
자료: FnGuide

SKC 순이익 및 목표주가 변동추이 (단위: 억원)



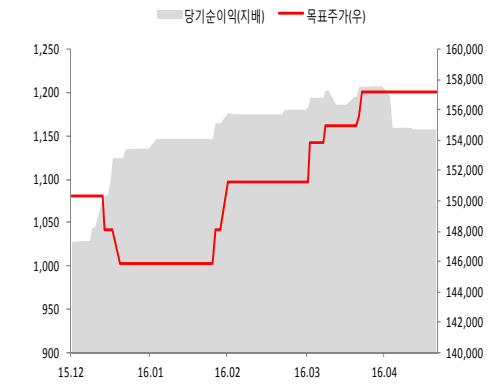
자료: FnGuide

SK 하이닉스 순이익 및 목표주가 변동추이 (단위: 억원)



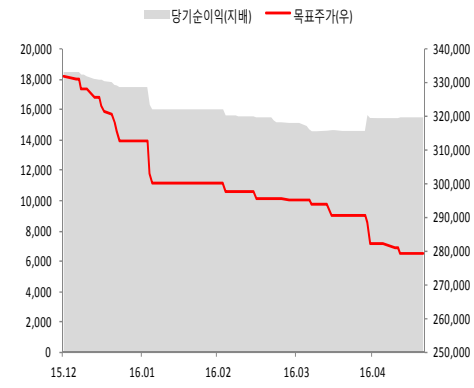
자료: FnGuide

SK 머티리얼즈 순이익 및 목표주가 변동추이 (단위: 억원)



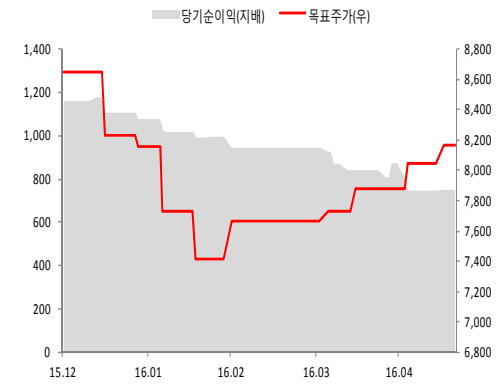
자료: FnGuide

SK 텔레콤 순이익 및 목표주가 변동추이 (단위: 억원)



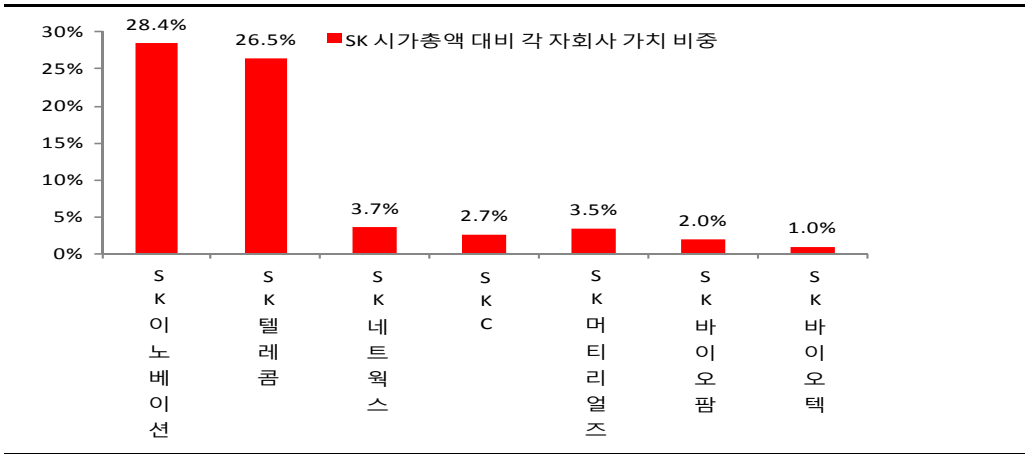
자료: FnGuide

SK 네트워크스 순이익 및 목표주가 변동추이 (단위: 억원)



자료: FnGuide

SK 시가총액 대비 각 자회사 가치 비중



자료: SK 증권

주1: SK 바이오팜과 SK 바이오텍은 장부가 기준

주2: SK 텔레콤 가치 중 22.6%는 SK 하이닉스 지분가치

SK 자회사 실적 전망

(단위: 억원)

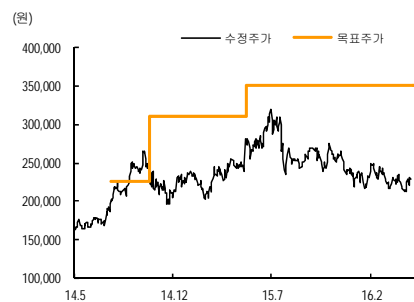
	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
매출액	195,555	199,844	204,952	219,078	211,117	214,634	216,616	225,674
SK이노베이션 계열	94,582	99,664	103,652	108,769	104,310	113,122	112,599	111,173
SK텔레콤 계열	42,285	43,239	43,522	44,463	43,444	43,835	44,056	44,717
SK네트웍스 계열	45,482	48,849	50,344	53,526	48,774	48,067	50,045	53,067
SKC 계열	5,664	5,865	6,119	5,960	6,107	6,469	6,571	6,296
SK건설(주) 계열	18,857	22,124	23,152	25,417	20,366	23,894	25,468	27,958
SK해운(주) 계열	4,365	4,602	4,636	4,549	4,496	4,833	4,868	4,685
에스케이이엔에스(주) 계열	15,996	7,651	6,274	11,349	17,740	8,836	7,428	13,449
기타	3,815	4,120	4,450	4,806	4,197	4,532	4,895	5,287
단순합계	231,046	236,114	242,149	258,838	249,433	253,588	255,930	266,631
연결조정 효과	-35,492	-36,270	-37,197	-39,761	-38,316	-38,954	-39,314	-40,958
영업이익	8,682	8,736	8,460	8,695	9,210	9,215	9,464	9,512
SK이노베이션 계열	8,448	7,120	6,186	6,296	6,589	5,673	5,660	5,515
SK텔레콤 계열	4,021	4,339	4,509	4,039	4,441	4,754	4,699	4,093
SK네트웍스 계열	205	366	566	709	390	495	596	743
SKC 계열	431	504	535	444	441	485	492	472
SK건설(주) 계열	527	664	903	1,017	467	1,195	1,299	1,342
SK해운(주) 계열	328	368	366	400	417	386	377	399
에스케이이엔에스(주) 계열	1,063	586	373	412	1,456	733	520	1,076
기타	449	495	545	601	540	601	669	744
단순합계	15,473	14,441	13,984	13,918	14,742	14,321	14,310	14,384
연결조정 효과	-6,792	-5,705	-5,524	-5,223	-5,532	-5,106	-4,847	-4,872
영업이익률	4.4%	4.4%	4.1%	4.0%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%
SK이노베이션 계열	8.9%	7.1%	6.0%	5.8%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
SK텔레콤 계열	9.5%	10.0%	10.4%	9.1%	10.2%	10.8%	10.7%	9.2%
SK네트웍스 계열	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
SKC 계열	7.6%	8.6%	8.7%	7.5%	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%
SK건설(주) 계열	2.8%	3.0%	3.9%	4.0%	2.3%	5.0%	5.1%	4.8%
SK해운(주) 계열	7.5%	8.0%	7.9%	8.8%	9.3%	8.0%	7.7%	8.5%
에스케이이엔에스(주) 계열	6.6%	7.7%	5.9%	3.6%	8.2%	8.3%	7.0%	8.0%
기타	11.8%	12.0%	12.3%	12.5%	12.9%	13.3%	13.7%	14.1%

자료: SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.05.24	매수	350,000원
2016.05.17	매수	350,000원
2016.03.15	매수	350,000원
2016.02.29	매수	350,000원
2016.02.01	매수	350,000원
2016.01.14	매수	350,000원
2015.11.24	매수	350,000원
2015.08.18	매수	350,000원
2015.07.08	매수	350,000원
2015.06.02	매수	350,000원
2015.04.15	매수	310,000원
2015.02.06	매수	310,000원
2015.01.09	매수	310,000원



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 5 월 24 현재 SK 외(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 5 월 24 일 기준)

매수	96.58%	중립	3.42%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	9,883	9,271	297,651	334,125	340,983
현금및현금성자산	2,591	2,460	69,952	102,092	101,587
매출채권및기타채권	4,874	4,555	118,326	117,049	121,407
재고자산	837	1,418	56,433	55,824	57,903
비유동자산	43,046	43,799	668,687	667,905	707,638
장기금융자산	3,115	3,683	29,031	27,611	27,611
유형자산	4,680	5,742	394,453	395,002	395,059
무형자산	1,126	1,017	97,494	90,113	79,935
자산총계	52,929	53,070	966,338	1,002,030	1,048,621
유동부채	8,732	6,405	259,193	257,538	264,414
단기금융부채	4,109	2,142	83,242	83,089	83,089
매입채무 및 기타채무	3,272	2,576	98,229	97,169	100,787
단기충당부채	64	49	3,050	3,396	3,888
비유동부채	19,189	20,641	306,372	313,946	315,568
장기금융부채	12,263	13,760	236,497	242,794	242,794
장기매입채무 및 기타채무	34	43	30,346	27,366	24,386
장기충당부채	0	0	1,355	1,905	2,520
부채총계	27,921	27,047	565,566	571,483	579,982
지배주주지분	25,004	25,854	125,665	137,215	150,020
자본금	100	100	154	154	154
자본잉여금	0	809	56,785	56,619	56,619
기타자본구성요소	-5,359	-6,360	-9,045	-9,045	-9,045
자기주식	-5,359	-6,360	-9,045	-9,045	-9,045
이익잉여금	31,265	31,789	78,017	89,834	102,891
비지배주주지분	4	169	275,107	293,331	318,619
자본총계	25,008	26,024	400,773	430,546	468,639
부채외자본총계	52,929	53,070	966,338	1,002,030	1,048,621

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	792	1,777	48,598	82,030	51,203
당기순이익(손실)	2,023	1,299	55,493	38,172	41,826
비현금성항목등	1,120	2,318	-16,405	57,590	55,397
유형자산감가상각비	400	428	17,132	35,184	35,462
무형자산상각비	137	144	4,870	14,705	13,056
기타	694	504	-39,001	-12,493	-14,064
운전자본감소(증가)	-1,889	-1,180	15,036	-3,697	-34,245
매출채권및기타채권의 감소(증가)	205	354	12,504	2,968	-4,358
재고자산감소(증가)	-251	-615	14,207	1,216	-2,079
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,117	-694	-5,914	-3,155	3,618
기타	-727	-226	-5,761	-4,726	-31,426
법인세납부	-462	-659	-5,525	-10,035	-11,775
투자활동현금흐름	-58	-262	-38,466	-42,352	-35,904
금융자산감소(증가)	366	609	-17,757	-4,661	0
유형자산감소(증가)	-1,040	-1,527	-20,527	-33,827	-35,518
무형자산감소(증가)	-122	-118	-2,099	-2,879	-2,879
기타	739	774	1,916	-986	2,493
재무활동현금흐름	-2,562	-1,647	-26,831	-7,417	-15,804
단기금융부채증가(감소)	-150	-3,416	-28,876	-6,381	0
장기금융부채증가(감소)	-237	2,987	19,640	12,306	0
자본의증가(감소)	-952	-1,001	-9,045	0	0
배당금의 지급	-569	-672	-1,649	-1,918	-2,177
기타	-654	455	-6,900	-13,268	-13,627
현금의 증가(감소)	-1,819	-130	67,492	32,140	-505
기초현금	4,410	2,591	2,460	69,952	102,092
기말현금	2,591	2,460	69,952	102,092	101,587
FCF	-380	365	-16,776	51,415	8,936

자료 : SK, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	23,018	24,260	395,698	851,363	904,207
매출원가	0	21,435	354,954	739,794	786,514
매출총이익	23,018	2,825	40,743	111,569	117,693
매출총이익률 (%)	100.0	11.6	10.3	13.1	13.0
판매비와관리비	20,766	110	26,711	66,185	68,988
영업이익	2,252	2,715	14,033	45,384	48,705
영업이익률 (%)	9.8	11.2	3.6	5.3	5.4
비영업손익	441	-843	48,356	4,922	5,756
순금융비용	506	553	2,824	8,864	8,613
외환관련손익	7	9	-829	-1,093	-1,093
관계기업투자등 관련손익	974	-387	7,135	1,401	1,398
세전계속사업이익	2,693	1,873	62,388	50,305	54,461
세전계속사업이익률 (%)	11.7	7.7	15.8	5.9	6.0
계속사업법인세	669	574	5,801	12,134	12,635
계속사업이익	2,023	1,299	56,587	38,172	41,826
중단사업이익	0	0	-1,095	0	0
*법인세효과	0	0	349	0	0
당기순이익	2,023	1,299	55,493	38,172	41,826
순이익률 (%)	8.8	5.4	14.0	4.5	4.6
지배주주	2,023	1,273	53,460	13,903	15,234
지배주주귀속 순이익률(%)	8.79	5.25	13.51	1.63	1.68
비지배주주	1	26	2,033	24,269	26,592
총포괄이익	2,122	1,740	54,535	36,616	40,270
지배주주	2,121	1,715	53,633	13,651	14,982
비지배주주	1	26	902	22,964	25,288
EBITDA	2,789	3,287	36,035	95,273	97,223

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	2.7	5.4	1,531.1	115.2	6.2
영업이익	12.2	20.6	416.8	223.4	7.3
세전계속사업이익	-43.3	-30.5	3,231.5	-19.4	8.3
EBITDA	11.9	17.9	996.3	164.4	2.1
EPS(계속사업)	-43.2	-37.1	3,656.3	-79.3	9.6
수익성 (%)					
ROE	8.5	5.0	70.6	10.6	10.6
ROA	3.9	2.5	10.9	3.9	4.1
EBITDA마진	12.1	13.6	9.1	11.2	10.8
안정성 (%)					
유동비율	113.2	144.7	114.8	129.7	129.0
부채비율	111.7	103.9	141.1	132.7	123.8
순차입금/자기자본	50.1	49.1	53.6	42.4	39.1
EBITDA/이자비용(배)	4.5	5.0	9.9	9.0	9.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,045	2,546	95,632	19,760	21,651
BPS	50,007	51,709	177,177	195,018	213,217
CFPS	5,119	3,689	132,283	90,665	90,608
주당 현금배당금	1,500	2,000	3,400	3,900	4,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	34.2	104.3	3.4	12.6	11.5
PER(최저)	21.8	47.5	2.1	10.7	9.8
PBR(최고)	2.8	5.1	1.8	1.3	1.2
PBR(최저)	1.8	2.3	1.1	1.1	1.0
PCR	26.4	57.9	1.8	2.5	2.5
EV/EBITDA(최고)	29.4	44.4	20.3	7.2	7.3
EV/EBITDA(최저)	20.4	22.4	17.3	6.9	7.1

memo
