

SK (034730)

SK바이오팜과 특별배당

SK바이오팜 이사회, 상장 추진 공식화

SK는 23일 이사회 결의를 통해 자회사 SK바이오팜의 상장 추진을 공식화했다. 구체적 일정과 상장시기는 미정이다. 당초에는 SK바이오팜의 뇌전증 신약 '세노바메이트'가 미국 식품의약국(FDA)으로부터 판매 허가가 결정되는 11월 21일 이후 상장이 유력하게 거론됐다. 그러나 최근 바이오 업종에 대한 시장 눈높이가 크게 하락되었고, 연말 대규모 IPO 진행 시 수요예측의 흥행 여부를 예단할 수 없다는 점에서 상장 시기를 고민 중인 것으로 보인다. SK는 오랜 기간 상장 준비를 해왔기에 시장 여건이 우호적으로 돌아서면 IPO를 바로 진행할 수 있을 것이다. 다만, 상기 변수에 따라서 내년 IPO 시기는 상반기에 정해지거나 2020년에 특별배당이 지급될 가능성은 있다.

SK바이오팜 상장에 따른 특별배당 추정

SK는 비상장 자회사를 상장하게 되면 실현되는 이익의 일부를 특별배당으로 주주에게 지급할 계획을 밝혔다. SK바이오팜이 첫 사례가 될 전망이다. 특별배당은 SK바이오팜의 시가총액, 구주매출 규모, 특별배당 비중, 배당지급 방법에 따라 배당의 편차가 크다. 상장사는 최소 25% 지분을 일반 주주에게 배분해야 하고, SK루브리컨츠가 IPO를 계획할 때 전체의 25%를 구주매출 계획했다는 점에서 SK바이오팜도 비슷한 수준에서 정해질 가능성이 높아 보인다. SK바이오팜의 예상 시가총액을 5조~10조원, 구주매출 규모 25%(신주발행 제외), 특별배당 비중 20~40%(법인세 차감)를 가정하면 SK 주주에 귀속되는 2020년 특별배당 규모는 2,261억~9,521억원이다.

매수(유지)

목표주가: 325,000원(하향)

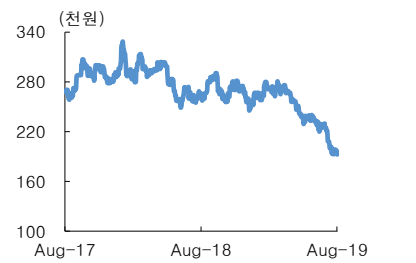
Stock Data

KOSPI(8/27)	1,925
주가(8/27)	192,500
시가총액(십억원)	13,544
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저(가)	290,500/192,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,207
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.7/27.9
주요주주(%)	최태원 외 23 인 29.6
	국민연금공단 8.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.3)	(29.2)	(27.6)
KOSPI 대비(%p)	(7.4)	(15.3)	(11.3)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	90,613	5,745	1,677	30,007	119.4	11,387	9.4	6.4	1.4	12.5	1.4
2018A	101,502	4,688	2,253	40,310	34.3	10,559	6.5	7.4	1.1	14.9	1.9
2019F	101,719	4,804	1,283	22,847	(43.3)	10,807	8.4	6.1	0.7	7.5	2.6
2020F	103,284	5,723	1,554	27,670	21.1	12,009	7.0	5.3	0.7	8.5	2.6
2021F	106,721	6,488	2,306	41,039	48.3	13,039	4.7	5.1	0.6	11.6	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

특별배당 분할 지급 예상

특별 주당배당금은 4,050~17,056원, 배당수익률은 2.1~8.9%이다. 다만, SK는 대규모 배당을 일시 지급하는 것보다 분할 지급을 통해 주당배당금의 단계적 상승을 계획할 가능성이 높다. 따라서 특별배당을 2~3년 나누어 지급할 가능성도 열려 있다. 특별배당 2년 분할을 가정하고 연간 주당배당금 5,000원(현 주가 기준 배당수익률 2.6%)과 합산 시 2020년 SK의 특별+일반배당 주당배당금은 7,025~13,528원, 배당수익률은 3.6~7.0%다. 특별배당 3년 분할을 가정하고 2020년 일반배당과 합산 시 특별+일반배당 주당배당금은 6,350~10,685원, 배당수익률은 3.3~5.6%다. 최근 주가 하락으로 SK의 일반 배당수익률은 2.6%로 특별배당을 합산하면 2020년 배당 매력은 높다.

연말로 가면서 주가 반등 모색

여타 지주사와 마찬가지로 SK의 주가도 지속적으로 부진했다. MSCI 리밸런싱이 올해 세 차례 있는 상황에서, 시가총액 상위의 계열사(SK텔레콤, SK이노베이션, SK하이닉스 등)를 대부분 보유한 SK의 수급적 불리함과 SK바이오팜에 대한 낮아진 시장 눈높이가 주 배경이다. 모멘텀이 부족한 가치주에 대한 소외 현상이 최근 주가 하락을 심화시킨 것으로 보인다. 우리는 상장 자회사의 최근 지분가치 변동을 감안해서 목표주가는 325,000원으로 17.9% 하향한다. 단기 모멘텀은 약하지만, 장기 요건은 상당 부분 주가에 기반영된 상태이다. 연말로 갈수록 SK바이오팜 상장 일정이 구체화될 것이고, 현 주가에 기초한 배당 매력으로 주가는 반등 계기를 찾을 것으로 전망한다.

〈표 1〉 SK바이오팜 상장 시 특별배당 추정

(단위: 십억원)

SK 바이오팜 시가총액	구주매출 (25% 가정)	배당재원 (법인세제외)	특별배당 비중			특별배당 주당배당금(원)			특별 배당수익률		
			20%	30%	40%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
5,000	1,250	1,130	226	339	452	4,050	6,074	8,099	2.1%	3.2%	4.2%
6,000	1,500	1,380	276	414	552	4,945	7,418	9,890	2.6%	3.9%	5.1%
7,000	1,750	1,630	326	489	652	5,841	8,761	11,682	3.0%	4.6%	6.1%
8,000	2,000	1,880	376	564	752	6,737	10,105	13,473	3.5%	5.2%	7.0%
9,000	2,250	2,130	426	639	852	7,632	11,448	15,264	4.0%	5.9%	7.9%
10,000	2,500	2,380	476	714	952	8,528	12,792	17,056	4.4%	6.6%	8.9%

주: 8월 27일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 특별배당 2년 분할 지급 시 2020년 특별+일반배당 추정

(단위: 십억원)

시가총액	일반배당 주당배당금(원)	특별배당 주당배당금(2년 분할)			특별+일반배당 주당배당금(원)			특별+일반배당 수익률		
		20%	30%	40%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
5,000	5,000	2,025	3,037	4,050	7,025	8,037	9,050	3.6	4.2	4.7
6,000	5,000	2,473	3,709	4,945	7,473	8,709	9,945	3.9	4.5	5.2
7,000	5,000	2,920	4,381	5,841	7,920	9,381	10,841	4.1	4.9	5.6
8,000	5,000	3,368	5,052	6,737	8,368	10,052	11,737	4.3	5.2	6.1
9,000	5,000	3,816	5,724	7,632	8,816	10,724	12,632	4.6	5.6	6.6
10,000	5,000	4,264	6,396	8,528	9,264	11,396	13,528	4.8	5.9	7.0

주: 8월 27일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 특별배당 3년 분할 지급 시 2020년 특별+일반배당 추정

(단위: 십억원)

시가총액	일반배당	특별배당 주당배당금(3년 분할)			특별+일반배당 주당배당금(원)			특별+일반배당 수익률		
	주당배당금(원)	20%	30%	40%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
5,000	5,000	1,350	2,025	2,700	6,350	7,025	7,700	3.3	3.6	4.0
6,000	5,000	1,648	2,473	3,297	6,648	7,473	8,297	3.5	3.9	4.3
7,000	5,000	1,947	2,920	3,894	6,947	7,920	8,894	3.6	4.1	4.6
8,000	5,000	2,246	3,368	4,491	7,246	8,368	9,491	3.8	4.3	4.9
9,000	5,000	2,544	3,816	5,088	7,544	8,816	10,088	3.9	4.6	5.2
10,000	5,000	2,843	4,264	5,685	7,843	9,264	10,685	4.1	4.8	5.6

주: 8월 27일 증가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SK NAV 추정

(단위: 십억원, 주)

시총/장부가액/순이익	지분율	BASE	BEST	비고
영업가치(A)		3,538	3,538	
브랜드로열티		2,219	2,219	2019년 예상 브랜드로열티(계열사 매출의 20bp, 광고비 차감 후 멀티플 10배 적용)
영업가치		1,318	1,318	2019년 예상 세후 영업이익, SI 업체 평균 멀티플 10배 적용
투자자산가치(B)		23,289	27,094	
상장 관계회사 주식		7,205	8,405	Base: 40% 할인, Best: 30% 할인 적용
SK텔레콤	19,137	26.8%	3,075	3,587
SK이노베이션	14,425	33.0%	2,853	3,328
SK머티리얼즈	1,899	49.1%	559	653
SK네트웍스	1,286	39.1%	302	352
SKC	1,691	41.0%	416	485
비상장관계회사 주식		16,021	18,625	
SK E&S	440	90.0%	5,379	5,379
SK건설	759	44.5%	236	236
SK바이오팜	4,853	100.0%	4,853	4,853
SK바이오텍	1,580	100.0%	1,580	1,580
Essencore	992	100.0%	992	992
SK실트론	3,156	51.0%	1,610	1,610
기타		1,372	1,372	기타 보유 지분 2Q19 장부가에 30% 할인 적용
유형자산가치(C)		2,821	2,821	
투자부동산		23	23	
자기주식(보통주)		2,798	2,798	
자기주식(우선주)		0	0	
순차입금(D)		6,712	6,712	2Q19 별도 기준
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)		22,872	26,677	
보통주 주식수(F)		70,360,297	70,360,297	주
보통주 자사주 주식수		14,535,950	14,535,950	주
우선주 주식수		566,135	566,135	주
우선주 자사주 주식수		1,818	1,818	주
NAVPS(G)=(E)/(F)		325,069	379,148	원, NAV를 전체 발행주식수로 나눔
보통주 기준일 증가		192,500	192,500	원
우선주 기준일 증가		129,500	129,500	원
Upside		68.9%	97.0%	
Discount		40.8%	49.2%	

주: 8월 27일 증가 기준

자료: DART, Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

2015년 8월 1일을 기준으로 SK지주회사와 SK C&C의 합병 후 지주회사로 출범. 현재 자회사의 지분 소유를 통해 사업 내용을 지배하는 투자사업과 시스템 통합 및 IT 아웃소싱 서비스 등 종합 IT서비스를 제공하는 사업부문을 영위하는 SK 그룹의 사업지주회사.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	35,200	37,128	45,107	50,965	52,661
현금성자산	7,146	6,783	13,224	16,525	16,008
매출채권및기타채권	12,764	12,277	12,303	12,492	12,908
재고자산	8,179	8,993	9,012	9,151	9,455
비유동자산	74,584	82,329	77,894	80,462	82,078
투자자산	17,088	22,022	16,225	16,475	17,023
유형자산	41,295	39,716	40,966	42,966	43,816
무형자산	12,331	16,191	16,225	16,475	16,542
자산총계	109,783	119,457	123,000	131,427	134,739
유동부채	31,368	30,008	31,120	35,817	33,615
매입채무및기타채무	18,182	17,813	17,851	18,126	21,344
단기차입금및단기사채	2,999	3,426	3,426	3,426	3,426
유동성장기부채	6,548	5,025	5,025	5,025	5,025
비유동부채	32,659	38,561	38,103	38,248	38,249
사채	18,194	21,931	21,931	21,931	21,931
장기차입금및금융부채	5,212	7,255	6,755	6,755	6,755
부채총계	64,027	68,569	69,223	74,065	71,864
지배주주지분	13,660	16,628	17,584	18,812	20,791
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,017	5,536	5,536	5,536	5,536
기타자본	(904)	(904)	(904)	(904)	(904)
이익잉여금	9,838	12,217	13,221	14,496	16,523
비지배주주지분	32,096	34,260	36,193	38,550	42,083
자본총계	45,756	50,888	53,777	57,362	62,874

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	6,930	7,857	11,499	15,627	11,409
당기순이익	5,066	6,151	3,289	3,985	5,912
유형자산감가상각비	4,318	4,538	4,486	4,746	5,005
무형자산상각비	1,324	1,333	1,516	1,540	1,546
자산부채변동	(2,560)	(1,736)	1,004	4,404	(3,162)
기타	(1,218)	(2,429)	1,204	952	2,108
투자활동현금흐름	(6,293)	(10,182)	(2,273)	(9,615)	(8,040)
유형자산투자	(4,972)	(6,276)	(6,256)	(7,265)	(6,375)
유형자산매각	276	520	520	520	520
투자자산순증	(513)	(2,036)	6,481	1,118	854
무형자산순증	(359)	(913)	(1,551)	(1,789)	(1,613)
기타	(725)	(1,477)	(1,467)	(2,199)	(1,426)
재무활동현금흐름	(408)	1,930	(2,786)	(2,710)	(3,886)
자본의증가	1,173	0	0	0	0
차입금의순증	681	4,776	(500)	0	0
배당금지급	(1,356)	(1,511)	(282)	(279)	(279)
기타	(906)	(1,335)	(2,004)	(2,431)	(3,607)
기타현금흐름	(170)	33	0	0	0
현금의증가	59	(363)	6,440	3,302	(517)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

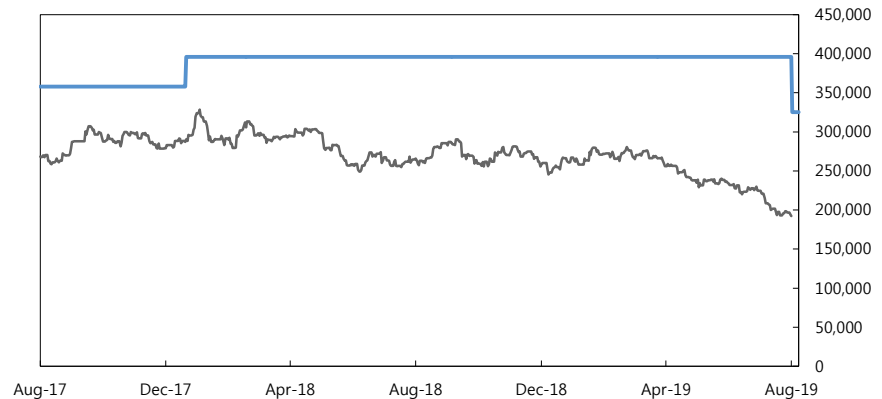
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	90,613	101,502	101,719	103,284	106,721
매출원가	79,919	91,851	91,923	93,936	97,595
매출총이익	10,694	9,651	9,797	9,348	9,126
판매관리비	4,949	4,963	4,992	3,625	2,638
영업이익	5,745	4,688	4,804	5,723	6,488
금융수익	2,973	3,924	4,009	4,148	4,213
이자수익	209	234	318	457	522
금융비용	3,285	4,555	4,617	4,609	4,609
이자비용	784	1,068	1,130	1,122	1,122
기타영업외손익	(475)	(195)	(459)	(466)	(481)
관계기업관련손익	2,485	3,665	731	1,415	1,449
세전계속사업이익	7,443	7,528	4,469	6,211	7,059
법인세비용	2,252	1,925	1,727	2,773	1,694
연결당기순이익	5,066	6,151	3,289	3,985	5,912
지배주주지분순이익	1,677	2,253	1,283	1,554	2,306
기타포괄이익	(600)	(121)	(121)	(121)	(121)
총포괄이익	4,466	6,030	3,168	3,864	5,792
지배주주지분포괄이익	1,395	2,300	1,236	1,507	2,259
EBITDA	11,387	10,559	10,807	12,009	13,039

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	30,007	40,310	22,847	27,670	41,039
BPS	205,348	247,186	260,672	277,983	305,893
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.5	12.0	0.2	1.5	3.3
영업이익증가율	8.8	(18.4)	2.5	19.1	13.4
순이익증가율	119.1	34.3	(43.1)	21.1	48.4
EPS증가율	119.4	34.3	(43.3)	21.1	48.3
EBITDA증가율	8.5	(7.3)	2.3	11.1	8.6
수익성(%)					
영업이익률	6.3	4.6	4.7	5.5	6.1
순이익률	1.9	2.2	1.3	1.5	2.2
EBITDA Margin	12.6	10.4	10.6	11.6	12.2
ROA	4.8	5.4	2.7	3.1	4.4
ROE	12.5	14.9	7.5	8.5	11.6
배당수익률	1.4	1.9	2.6	2.6	2.6
배당성향	13.4	12.5	21.8	18.0	12.1
안정성					
순차입금(십억원)	21,937	26,307	17,515	12,054	11,229
차입금/자본총계비율(%)	72.3	74.1	68.5	64.2	58.6
Valuation(X)					
PER	9.4	6.5	8.4	7.0	4.7
PBR	1.4	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.4	7.4	6.1	5.3	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK (034730)	2017.07.18	매수	358,000원	-21.2	-14.2
	2018.01.16	매수	396,000원	-29.7	-17.0
	2019.01.16	1년경과		-37.6	-29.2
	2019.08.27	매수	325,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 27일 현재 SK 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.