

## SK(034730)

## 매수(유지)

목표주가: 325,000원(유지)

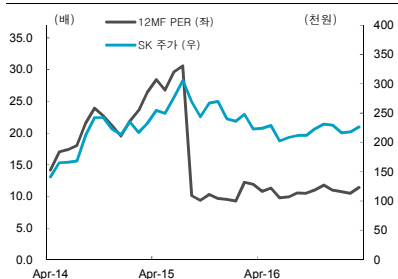
## Stock Data

KOSPI(3/14)	2,134
주가(3/14)	226,500
시가총액(십억원)	15,937
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저가(원)	245,000/200,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,980
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.4/24.4
주요주주(%)	최태원 외 4인 30.9
	국민연금 7.4

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.1	10.0	(1.1)
상대주가(%p)	(1.7)	3.2	(9.3)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## NDR 후기: 주가는 수익 호전, 자회사 가치를 반영해 상승할 것

## 아시아 투자가 대상 NDR 실시, 긍정적으로 평가

우리는 SK와 함께 홍콩, 싱가포르의 기관투자자를 대상으로 NDR을 실시했다. 투자가는 SK E&S(LNG) 수익 호전, SK해운 및 SK건설 구조조정, 제약·바이오 전망, LG실트론 인수 효과, 경영진 스톡옵션 부여, 순자산가치(NAV) 대비 할인 거래 이유 등에 관심이 많았다. 또한 일본 도시바의 반도체 지분 매각과 SK그룹의 대응, SK하이닉스의 SK 자회사 전환 가능성 등 최근 이슈에 대한 질의도 있었다. 투자가는 수익 호전, 성공적인 M&A, 성장 사업의 기업가치 증대 등을 긍정적으로 평가했다.

## 수익 호전, M&amp;A 효과, 상장 추진으로 기업가치 상승 예상

NDR 주요 내용은 LNG 사업 호전, 해운 등 부실사업 구조조정, LG실트론 인수 효과, 자회사 상장과 기업가치 제고, 스톡옵션 등으로 요약된다. 수익성이 호전되는 가운데 성공적인 M&A와 상장이 이어져 주가에 긍정적일 것이다.

## 1. SK E&amp;S(LNG 발전소, 도시가스, 판매): 가격 상승과 발전량 증가로 손익 개선

전력 도매가격인 SMP(계통한계가격) 상승, 발전능력 확대로 수익성이 개선될 전망이다. SMP는 14년 말에 140.9원/kWh에서 16년 6월 66원으로 하락했으나 이후 상승해 17년 3월 93.4원으로 올랐다. 발전용량은 기존 광양발전소 1.1GW에서 17년 파주발전소 개통으로 2.9GW(1월 0.9GW 가동했으며 가동률 80%, 4월 0.9GW 가동 예정)로 늘어난다. 더욱이 전기사업법 개정(3월 2일)으로 전력 공급시 환경 영향을 우선 고려하도록 해 LNG 발전소에 긍정적일 것이다. LNG 판매는 15년 50만톤에서 20년 500만톤(중국 400만톤, 한국 100만톤)으로 늘릴 계획이다.

## 2. SK해운 및 SK건설의 구조조정: 수익 개선

SK해운은 16년 4분기에 4,600억원의 손실을 반영, 손익이 개선될 것으로 보인다. 물적분할을 통한 구조조정도 추진 중이다. SK건설도 적자인 사우디 사업(공정률 97% 상회)이 마무리돼 수익성이 개선될 전망이다.

## 3. LG실트론 인수: 반도체 소재 사업 강화, M&amp;A 효과 클 것

16년 SK머티리얼즈(반도체용 가스, 지분율 49.1%, 인수가 4,708억원)에 이어 17년에 LG실트론(실리콘 웨이퍼, 지분율 51%, 6,200억원)을 인수한다. 한편 반도체 모듈업체인 에센코어는 16년에 매출과 순이익이 전년대비 각각 24.6%, 125.6% 늘며 높은 성장을 이어나갔다. 반도체 소재 및 모듈 사업을 강화해 SK하이닉스와 시너지효과를 높여갈 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	2,426	272	127	2,891	(35.0)	329	73.8	34.4	3.3	5.0	0.9
2015A	39,570	1,403	5,346	107,921	NM	3,604	2.2	18.1	1.3	70.6	1.4
2016F	83,617	5,298	766	13,641	NM	9,606	16.8	6.8	1.2	6.0	1.6
2017F	94,379	5,814	1,285	22,875	67.7	10,205	9.9	6.7	1.1	9.4	1.7
2018F	97,537	6,031	1,342	23,887	4.4	10,488	9.5	6.5	1.0	9.1	1.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인 3276-6153  
jiyang@truefriend.com조민영 3276-6169  
minyoung@truefriend.com

#### 4. 자회사 상장 추진: 기업가치 제고

중장기적으로 상장을 통해 자회사의 기업가치를 높여갈 예정이다. 상장 예상업체는 18년에 간질 치료제를 출시하는 SK바이오팜, LG실트론, SK E&S, 에센코어 등이다.

#### 5. 경영진 스톡옵션 부여: 주가에 긍정적

SK는 조대식 부회장(전 CEO)과 장동현 사장에게 각각 67,733주, 56,557주의 주식매수선택권(스톡옵션)을 부여했다. 향후 손익과 주가에 긍정적이다.

#### 매수의견과 목표주가 325,000원 유지

SK에 대한 매수의견과 목표주가 325,000원을 유지한다. 목표주가는 SOTP방식으로 산출했다. SK의 기업가치는 22.9조원으로 추정된다. 투자자산 가치(21.4조원), 사업부문의 영업가치(4.1조원), 상표권 가치(2.4조원) 등을 더하고 순차입금(5.5조원)을 제외해 산정했다. 영업가치는 EV/EBITDA 13.7배(과거 3년 평균 31% 할인)를 적용해 산출했다. 배당은 수익 호전과 배당성향 상향(14년 17%, 15년 26%, 16년 30%)으로 14년 2,000원에서 15년 3,400원, 16년 3,700원으로 높아졌으며 17년은 3,900원에 달할 전망이다. 17년 순이익은 SK텔레콤, SKC, SK E&S의 수익 호전과 16년에 대규모 일회적 비용을 반영한 SK해운과 SK이노베이션의 기저효과로 42.3% 늘어날 것이다. 수익성 호전 불구 순자산가치(NAV) 대비 할인율이 30.4%로 확대됐다. 주가가 저평가되어 매수를 추천한다.

〈표 1〉 SK 지주회사 손익 추이 (비교 분석을 위한 단순 합산 기준)

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F
매출액	113,032	94,796	83,617	94,379
영업이익	2,640	4,015	5,298	5,814
순이익	510	1,450	2,822	4,015
지배주주 순이익	(367)	907	766	1,285

주: 합병 전 SK C&C의 SK의 연결 기준 손익 합산, 각 사에 대한 지분법 이익은 제외  
자료: SK, SK C&C, 한국투자증권

〈표 2〉 주요 자회사 수익 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F
<b>SK 텔레콤</b>				
매출액	17,164	17,137	17,092	17,402
영업이익	1,825	1,708	1,536	1,773
순이익	1,801	1,519	1,676	2,032
<b>SK 이노베이션</b>				
매출액	65,865	48,356	39,521	47,522
영업이익	(231)	1,980	3,229	3,126
순이익	(589)	815	1,671	2,183
<b>SKC</b>				
매출액	2,802	2,565	2,359	2,527
영업이익	152	218	149	214
순이익	43	273	44	137
<b>SK 건설</b>				
매출액	8,477	8,723	8,583	8,498
영업이익	41	74	(36)	25
순이익	(178)	29	(31)	3
<b>SK E&amp;S</b>				
매출액	5,639	4,654	4,045	4,536
영업이익	470	287	155	257
순이익	391	381	181	198
<b>SK 해운</b>				
매출액	2,345	2,010	1,643	1,554
영업이익	100	175	27	78
순이익	5	60	(512)	6

주: 2016년 SK 건설, SK 해운의 영업이익은 당사 추정치

자료: SK, WiseFn, 한국투자증권

## 〈표 3〉 SK 밸류에이션

<b>투자자산 (A, 십억원)</b>	<b>21,426</b>
상장	13,771
비상장	7,655
영업가치 (B, 십억원)	4,074
브랜드 로열티 (C, 십억원)	2,400
유형 자산 (D, 십억원)	555
<b>Enterprise Value (E=A+B+C+D, 십억원)</b>	<b>28,456</b>
순차입금 (F, 십억원)	5,545
<b>NAV (G=E-F, 십억원)</b>	<b>22,911</b>
주식수 (H, 백만주)	70.4
<b>주당 NAV (I=G/H, 원)</b>	<b>325,626</b>
현재가 (J, 원)	226,500
<b>NAV 할인율 (I/J, %)</b>	<b>30.4</b>
<b>목표주가 (원)</b>	<b>325,626</b>

주 1. 상장 자회사는 10%, 비상장 자회사는 20% 할인, SK 바이오팜은 PBR 8배, SK 바이오텍은 PER 23배, 에센코어는 PER 15배 적용

2. 영업가치는 2017F EBITDA 에 목표 EV/EBITDA 13.7배 적용

자료: 한국투자증권

## 〈표 4〉 SK 투자주식 가치

	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	평가가치 (십억원)	장부가 (십억원)	% NAV (%)
<b>상장회사</b>					
SK텔레콤	25.2	4,999	4,499	3,091	19.6
SK이노베이션	33.4	4,849	4,364	3,945	19.0
자사주	20.6	3,293	2,964	1,330	12.9
SK머티리얼즈	49.1	920	828	470	3.6
SK네트웍스	39.1	741	667	1,166	2.9
SKC	42.5	461	415	255	1.8
SK증권	10.0	38	34	29	0.2
<b>소계</b>		<b>15,301</b>	<b>13,771</b>	<b>10,286</b>	<b>60.1</b>
<b>비상장회사</b>					
SK E&S	100.0		2,080	2,600	9.1
SK해운	83.1		266	332	1.2
SK건설	44.5		436	545	1.9
SK바이오팜	100.0		2,630	329	11.5
SK바이오텍	100.0		920	164	4.0
에센코어	100.0		943	26	4.1
인포섹	100.0		35	44	0.2
SK엔카	50.0		11	14	0.0
기타			334	418	1.5
<b>소계</b>			<b>7,655</b>	<b>4,472</b>	<b>33.4</b>
<b>총계</b>			<b>21,426</b>	<b>14,758</b>	<b>93.5</b>

주: 상장 자회사는 10%, 비상장 자회사는 20% 할인, SK 바이오팜은 PBR 8배, SK 바이오텍은 PER 23배, 에센코어는 PER 15배 적용

자료: SK, 한국투자증권

## [그림 1] NAV 할인율 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

SK C&C 는 15년 8월 1일 SK 지주회사와 합병해 합병 SK 지주회사로 거듭났다. 기존 IT 서비스 등 사업을 영위하며 그룹 자회사를 지배하는 사업형 지주회사다. 최태원 회장 일가가 SK 지주회사의 지분 30.9%를 보유하고 있다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	927	29,765	32,611	35,864	38,039
현금성자산	246	6,995	7,526	8,494	9,754
매출채권및기타채권	459	12,072	12,543	14,157	14,631
재고자산	142	5,643	5,853	6,607	6,828
비유동자산	4,380	66,869	67,766	71,937	72,873
투자자산	3,683	13,715	14,466	16,328	15,411
유형자산	574	39,445	39,345	39,858	41,184
무형자산	102	9,749	9,198	10,382	10,729
자산총계	5,307	96,634	100,377	107,801	110,912
유동부채	641	25,919	26,630	28,449	28,855
매입채무및기타채무	299	14,171	16,723	18,876	19,507
단기차입금및단기사채	64	2,727	3,027	3,027	2,832
유동성장기부채	150	5,493	5,643	5,993	5,993
비유동부채	2,064	30,637	31,009	32,777	31,469
사채	1,376	20,508	20,808	21,358	20,858
장기차입금및금융부채	0	3,141	3,595	3,963	3,003
부채총계	2,705	56,557	57,639	61,226	60,324
지배주주지분	2,585	12,567	13,138	14,213	15,342
자본금	10	15	15	15	15
자본잉여금	81	5,678	5,678	5,678	5,678
기타자본	(636)	(904)	(904)	(904)	(904)
이익잉여금	3,179	7,802	8,361	9,422	10,535
비지배주주지분	17	27,511	29,601	32,361	35,246
자본총계	2,602	40,077	42,738	46,574	50,588

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	185	4,589	8,215	10,851	11,949
당기순이익	130	5,549	2,822	4,015	4,193
유형자산감가상각비	43	1,713	3,848	3,872	3,920
무형자산상각비	14	487	460	519	536
자산부채변동	(118)	1,504	(1,847)	(850)	(21)
기타	116	(4,664)	2,932	3,295	3,321
투자활동현금흐름	(101)	(4,033)	(6,720)	(8,397)	(5,955)
유형자산투자	(154)	(2,238)	(3,898)	(4,535)	(5,396)
유형자산매각	1	185	150	150	150
투자자산순증	60	(1,809)	(1,564)	(2,327)	513
무형자산순증	(12)	(210)	92	(1,703)	(884)
기타	4	39	(1,500)	18	(338)
재무활동현금흐름	(98)	(2,225)	(965)	(1,485)	(4,735)
자본의증가	121	0	0	0	0
차입금의순증	(43)	(924)	1,298	1,468	(1,655)
배당금지급	(67)	(165)	(192)	(207)	(223)
기타	(109)	(1,136)	(2,071)	(2,746)	(2,857)
기타현금흐름	0	8,419	0	0	0
현금의증가	(13)	6,749	530	969	1,260

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

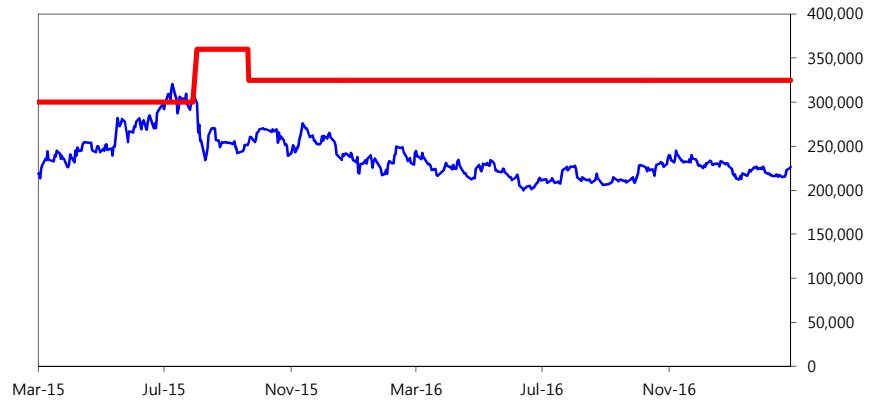
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,426	39,570	83,617	94,379	97,537
매출원가	2,143	35,495	73,770	83,903	85,843
매출총이익	282	4,074	9,848	10,476	11,694
판매관리비	11	2,671	4,550	4,662	5,663
영업이익	272	1,403	5,298	5,814	6,031
금융수익	16	1,742	2,562	2,316	2,336
이자수익	11	80	219	245	265
금융비용	71	2,021	3,379	3,097	3,157
이자비용	66	363	767	748	746
기타영업외손익	9	4,450	(825)	(480)	(420)
관계기업관련손익	(39)	665	(825)	(480)	(420)
세전계속사업이익	187	6,239	4,376	5,353	5,590
법인세비용	57	580	1,354	1,338	1,398
연결당기순이익	130	5,549	2,822	4,015	4,193
지배주주지분순이익	127	5,346	766	1,285	1,342
기타포괄이익	44	(96)	45	45	50
총포괄이익	174	5,453	2,867	4,060	4,243
지배주주지분포괄이익	171	5,363	766	1,299	1,358
EBITDA	329	3,604	9,606	10,205	10,488

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,891	107,921	13,641	22,875	23,887
BPS	64,429	189,929	197,980	213,148	229,063
DPS	2,000	3,400	3,700	3,900	4,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.4	NM	NM	12.9	3.3
영업이익증가율	20.6	NM	NM	9.7	3.7
순이익증가율	(37.1)	NM	NM	67.8	4.4
EPS증가율	(35.0)	NM	NM	67.7	4.4
EBITDA증가율	17.9	NM	NM	6.2	2.8
수익성(%)					
영업이익률	11.2	3.5	6.3	6.2	6.2
순이익률	5.2	13.5	0.9	1.4	1.4
EBITDA Margin	13.5	9.1	11.5	10.8	10.8
ROA	2.5	10.9	2.9	3.9	3.8
ROE	5.0	70.6	6.0	9.4	9.1
배당수익률	0.9	1.4	1.6	1.7	1.8
배당성향	69.1	3.6	27.0	17.4	17.1
안정성					
순차입금(십억원)	1,277	21,485	20,730	20,668	18,056
차입금/자본총계비율(%)	61.1	79.8	77.9	72.7	64.6
Valuation(X)					
PER	73.8	2.2	16.8	9.9	9.5
PBR	3.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	34.4	18.1	6.8	6.7	6.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK(034730)	2015.04.20	매수	300,000 원
	2015.08.17	매수	360,000 원
	2015.10.06	매수	325,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 14일 현재 SK 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.