

SK (034730)

에너지, 반도체, 제약 사업 가치 상승

4분기 실적은 예상 수준으로 추정

4분기 영업실적은 시장 예상 수준으로 추정된다. 매출액과 영업이익은 각각 24조 6,441억원, 1조 5,089억원으로 시장 예상치와 비슷할 것으로 보인다. 매출액은 SK이노베이션 매출 호조로 전년동기대비 13.3% 늘고 영업이익도 SK E&S, SK텔레콤 손익 호전으로 27.6% 증가할 전망이다.

18년 수익 호조세 지속 전망

18년에 수익성 호전 추세가 이어질 전망이다. 17년 영업이익은 SK E&S 수익 호전과 SK해운 등의 구조조정에 따른 기저 효과로 전년대비 12.1% 증가한 것으로 추정되며 18년에도 5.9% 증가할 것으로 보인다. SK E&S는 전력설비 용량 확충과 수요 증가로, SK텔레콤은 SK플래닛(e커머스) 적자폭 축소와 SK하이닉스 이익 증가로 수익성이 호전될 것이다.

제약, 바이오, 반도체 소재 및 모듈의 성장성이 돋보일 전망

SK는 제약·바이오, LNG, 반도체 소재, 반도체 모듈, ICT 등 5대 신규 포트폴리오에서 성장성을 높여갈 것이다. 제약, 바이오 사업은 성장성이 돋보일 전망이다. 의약품 생산업체인 SK바이오텍은 생산능력을 17년에 16년 대비 2배(32만 리터)로 늘린 데 이어 20년에는 5배(80만 리터)로 확충한다. 신약 개발업체인 SK바이오팜은 올해 임상 3상 종료될 뇌전증(간질) 치료제의 판매허가를 신청할 계획이다. 20년 양사의 매출 목표는 각각 1.5조원, 1조원이다. 반도체 소재 및 모듈도 성장 동력이 될 것이다. 15년에 SK머티리얼즈(반도체 제조용 특수 가스 제조)를 인수한 데 이어 17년에는 SK실트론(실리콘 웨이퍼 제조)을 인수해 계열사와 시너지를 높여가고 있다.

매수(유지)

목표주가: 396,000원(상향)

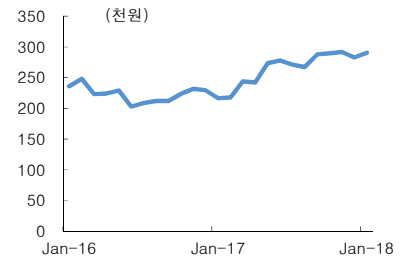
Stock Data

KOSPI(1/16)	2,522
주가(1/16)	290,500
시가총액(십억원)	20,440
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저가(원)	307,000/212,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,973
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.4/24.0
주요주주(%)	최태원 외 4인 30.9
	국민연금 8.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	5.4	29.4
KOSPI 대비(%)	0.7	1.0	7.2

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	39,300	1,407	5,346	107,921	3,633.0	3,607	2.2	18.0	1.3	70.6	1.4
2016A	83,617	5,298	766	13,676	(87.3)	10,511	16.8	6.1	1.2	6.0	1.6
2017F	93,438	5,937	1,890	33,641	146.0	11,413	8.4	6.2	1.3	13.5	1.4
2018F	97,989	6,289	1,802	32,063	(4.7)	11,885	9.1	6.1	1.2	11.5	1.4
2019F	100,679	7,339	2,022	35,993	12.3	12,463	8.1	5.8	1.1	11.6	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인

jiyang@truefriend.com

조민영

minyoung@truefriend.com

SK E&S는 발전 용량과 LNG 해외 판매 물량 확대

주력 에너지 자회사인 SK E&S는 유가 및 전력 수급에 따라 수익 변동성이 크다. 17년부터 LNG 발전 수급 여건 호전으로 수익성이 호전되고 있다. 17년에 파주 발전소 가동으로 발전 용량이 2.5배로 늘었다. 미세먼지 등 환경 이슈로 LNG 판매 및 LNG 발전 수요가 점차 늘어날 전망이다. LNG 직도입을 통해 국내는 전력 사업을 강화하는 한편 중국, 동남아 등 해외시장에 가스를 판매할 계획이다. 가스 공급 능력을 15년 50만톤에서 20년에 500만톤으로 늘릴 전망이다.

매수의견 유지, 목표주가를 396,000원으로 상향

SK에 대한 매수의견을 유지하며 순자산가치(NAV) 상승으로 목표주가를 358,000원에서 396,000원으로 높인다. 상장 자회사의 주가 상승과 비상장 자회사인 SK E&S, SK실트론 등의 실적호전으로 순자산가치가 증가했다. 목표주가는 SOTP방식으로 산출했다. SK의 기업가치는 27.9조원으로 추정된다. 투자자산 가치(27.7조원), 사업부문의 영업가치(3.2조원), 상표권 가치(2.9조원) 등을 더하고 순차입금(6.5조원)을 제외해 산정했다. 영업가치는 EV/EBITDA 9.6배(과거 2년 평균 20% 할인)를 적용해 산출했다. 주가는 SK E&S와 SK실트론의 수익 호전, 신약(간질)을 출시할 계획인 SK바이오팜의 가치를 반영할 것이다. 자회사의 상장도 모멘텀이 될 것이다. 최근 주가 상승에도 불구하고 순자산가치(NAV) 대비 할인율은 26.7%로 높다.

〈표 1〉 SK 분기 손익 추이

(단위: 십억원, %)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	21,749	23,063	21,968	23,763	24,644	13.3	3.7	23,289
영업이익	1,183	1,707	1,102	1,619	1,509	27.6	(6.8)	1,538
순이익	166	1,615	1,122	1,421	1,363	718.6	(4.1)	1,237
지배주주순이익	(119)	594	407	454	435	(464.9)	(4.1)	401

자료: SK, 한국투자증권

〈표 2〉 주요 자회사 분기별 수익

(단위: 십억원, %)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	QoQ	YoY
SK 텔레콤									
매출액	4,267	4,244	4,352	4,234	4,346	4,443	4,531	2.0	4.1
영업이익	407	424	302	411	423	392	359	(8.5)	19.0
순이익	290	325	489	589	625	796	695	(12.7)	42.1
SK 이노베이션									
매출액	10,280	9,703	10,079	11,387	10,561	11,759	12,302	4.6	22.1
영업이익	1,120	415	849	1,004	421	964	907	(5.9)	6.8
순이익	611	360	144	847	278	683	622	(8.9)	331.2
SKC									
매출액	581	587	625	587	615	741	765	3.3	22.4
영업이익	42	18	46	38	44	48	48	(0.9)	4.3
순이익	46	(17)	(10)	22	52	35	28	(19.3)	(389.3)
SK E&S									
매출액	709	603	1,133	1,665	1,154	1,075	1,438	33.7	26.9
영업이익	9	1	38	163	82	50	107	111.4	182.5
순이익	24	26	41	145	97	25	(43)	(271.8)	(203.8)

주: SK E&S는 4분기에 1,619억원의 부과세 관련 일회적 비용 반영

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 3〉 주요 연결 자회사 수익 추정

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F
SK 텔레콤				
매출액	17,137	17,092	17,553	17,753
영업이익	1,708	1,536	1,585	1,757
순이익	1,519	1,676	2,705	3,033
SK 이노베이션				
매출액	48,356	39,521	46,009	49,347
영업이익	1,980	3,229	3,296	3,341
순이익	815	1,671	2,430	2,453
SKC				
매출액	2,565	2,359	2,708	3,034
영업이익	218	149	178	235
순이익	273	44	138	172
SK E&S				
매출액	4,654	4,045	5,333	5,396
영업이익	287	155	402	457
순이익	381	181	224	401

자료: 각사, WiseFn, 한국투자증권

〈표 4〉 SK 벨류에이션

투자자산 (A, 십억원)	27,654
상장	15,224
비상장	12,430
영업가치 (B, 십억원)	3,242
브랜드 로열티 (C, 십억원)	2,875
유형 자산 (D, 십억원)	556
Enterprise Value (E=A+B+C+D, 십억원)	34,328
순차입금 (F, 십억원)	6,460
순자산가치(NAV, G=E-F, 십억원)	27,868
주식수 (H, 백만주)	70.4
주당 NAV (I=G/H, 원)	396,073
현재가 (J, 원)	290,500
NAV 할인율 (I/J, %)	26.7
목표주가 (원)	396,073

주 1. 상장 자회사는 15%, 비상장 자회사 중 SK바이오팜은 PBR 6배, SK바이오텍은 PER 20배, 에센코어는 PER 10배 적용. SK E&S는 영업가치(PER 8배)와 China Gas Holdings 지분가치(시가 20% 할인)를 더해 산출

2. 영업가치는 2017F EBITDA에 목표 EV/EBITDA 9.6배 적용

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 SK투자주식 가치

	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	평가가치 (십억원)	장부가 (십억원)	% NAV
상장회사					
SK 텔레콤	25.2	5,417	4,604	5,081	16.5
SK 이노베이션	33.4	6,100	5,185	3,073	18.6
자사주	20.6	4,223	3,590	2,536	12.9
SK 머티리얼즈	49.1	823	700	473	2.5
SK 네트워크스	39.1	616	524	706	1.9
SKC	41.0	692	588	549	2.1
SK 증권	10.0	40	34	29	0.1
소계		17,911	15,224	12,447	54.6
비상장회사					
SK E&S	100.0		4,938	2,600	17.7
SK 해운	100.0		266	332	1.0
SK 건설	44.5		436	545	1.6
SK 바이오팜	100.0		1,972	329	7.1
SK 바이오텍	100.0		900	164	3.2
에센코어	100.0		1,534	39	5.5
SK 실트론	70.6		1,054	620	3.8
인포섹	100.0		35	44	0.1
SK 엔카	50.0		11	14	0.0
기타			1,284	1,605	4.6
소계			12,430	6,293	44.6
총계			27,654	18,740	99.2

주 1. 상장 자회사는 15%, 비상장 자회사 중 SK바이오팜은 PBR 6배, SK바이오텍은 PER 20배, 에센코어는 PER 10배 적용. SK E&S는 영업가치(PER 8배)와 China Gas Holdings 지분가치(시가 20% 할인)를 더해 산출

2. 영업가치는 2017F EBITDA에 목표 EV/EBITDA 9.6배 적용

자료: 한국투자증권

[그림 1] NAV 할인을 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	29,765	32,450	36,864	38,659	43,748
현금성자산	6,995	7,087	9,344	9,799	13,088
매출채권및기타채권	12,072	12,443	13,905	14,582	14,982
재고자산	5,643	6,019	6,726	7,053	7,247
비유동자산	66,869	70,597	74,583	77,200	80,902
투자자산	13,715	13,785	15,404	15,837	17,781
유형자산	39,445	41,033	41,546	42,872	44,122
무형자산	9,749	11,772	13,155	13,796	14,174
자산총계	96,634	103,047	111,446	115,859	124,650
유동부채	25,919	28,717	30,023	29,732	32,640
매입채무및기타채무	14,171	16,680	18,639	19,547	20,083
단기차입금및단기사채	2,727	2,614	2,614	2,419	2,419
유동성장기부채	5,493	5,630	5,980	5,980	5,980
비유동부채	30,637	32,004	33,741	33,026	32,804
사채	20,508	19,377	19,927	19,427	19,427
장기차입금및금융부채	3,141	3,820	3,972	3,472	2,972
부채총계	56,557	60,721	63,764	62,758	65,444
지배주주지분	12,567	13,112	14,797	16,505	18,445
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,678	5,646	5,646	5,646	5,646
기타자본	(904)	(904)	(904)	(904)	(904)
이익잉여금	7,802	8,368	10,041	11,745	13,680
비지배주주지분	27,511	29,214	32,886	36,596	40,761
자본총계	40,077	42,327	47,682	53,101	59,206

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,589	9,111	11,386	11,254	16,280
당기순이익	5,549	2,822	5,539	5,630	6,320
유형자산감가상각비	1,713	4,052	4,057	4,108	4,213
무형자산상각비	487	1,161	1,419	1,489	1,529
자산부채변동	1,504	130	(895)	(862)	2,456
기타	(4,664)	946	1,266	889	1,762
투자활동현금흐름	4,330	(7,381)	(6,515)	(5,678)	(8,105)
유형자산투자	(2,238)	(4,935)	(4,737)	(5,601)	(5,631)
유형자산매각	185	167	167	167	167
투자자산순증	(1,809)	(1,102)	837	2,411	474
무형자산순증	(210)	(878)	(2,802)	(2,129)	(1,908)
기타	8,402	(633)	20	(526)	(1,207)
재무활동현금흐름	(2,225)	(1,622)	(2,614)	(5,120)	(4,885)
자본의증가	0	113	0	0	0
차입금의순증	(924)	(931)	1,252	(1,195)	(500)
배당금지급	(165)	(1,133)	(209)	(218)	(223)
기타	(1,136)	329	(3,657)	(3,707)	(4,162)
기타현금흐름	56	(16)	0	0	0
현금의증가	6,749	92	2,257	455	3,289

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

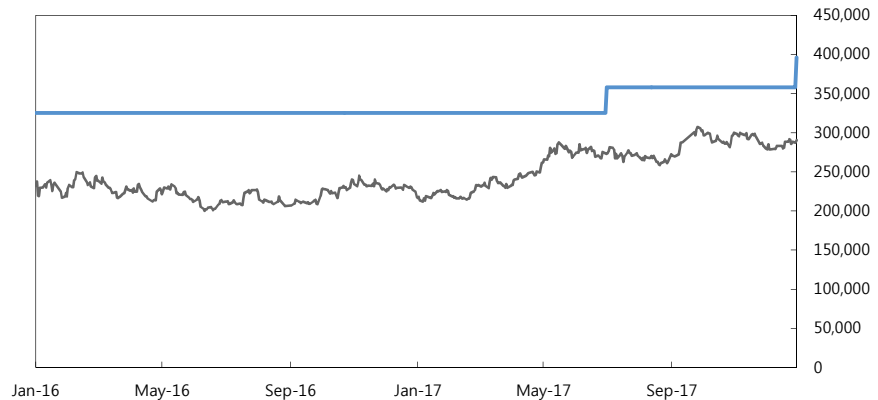
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	39,300	83,617	93,438	97,989	100,679
매출원가	35,383	73,770	82,285	85,430	86,898
매출총이익	3,917	9,848	11,153	12,559	13,782
판매관리비	2,510	4,550	5,216	6,271	6,443
영업이익	1,407	5,298	5,937	6,289	7,339
금융수익	1,741	2,562	2,615	2,640	2,687
이자수익	80	202	234	258	304
금융비용	2,010	3,379	3,367	3,424	3,400
이자비용	354	799	905	906	882
기타영업외손익	4,486	(825)	(115)	(55)	5
관계기업관련손익	665	719	2,445	2,839	2,415
세전계속사업이익	6,288	4,376	7,514	7,506	8,427
법인세비용	582	1,354	1,975	1,877	2,107
연결당기순이익	5,549	2,822	5,539	5,630	6,320
지배주주지분순이익	5,346	766	1,890	1,802	2,022
기타포괄이익	(96)	45	34	12	14
총포괄이익	5,453	2,867	5,573	5,642	6,334
지배주주지분포괄이익	5,363	766	1,908	1,932	2,169
EBITDA	3,607	10,511	11,413	11,885	12,463

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	107,921	13,676	33,641	32,063	35,993
BPS	189,929	197,625	221,371	245,458	272,806
DPS	3,400	3,700	3,900	4,000	4,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1,520.0	112.8	11.7	4.9	2.7
영업이익증가율	418.1	276.6	12.1	5.9	6.9
순이익증가율	4,099.7	(85.7)	146.9	(4.7)	12.3
EPS증가율	3,633.0	(87.3)	146.0	(4.7)	12.3
EBITDA증가율	997.3	191.4	8.6	4.1	4.9
수익성(%)					
영업이익률	3.6	6.3	6.4	6.4	6.7
순이익률	13.6	0.9	2.0	1.8	2.0
EBITDA Margin	9.2	12.6	12.2	12.1	12.4
ROA	10.9	2.8	5.2	5.0	5.3
ROE	70.6	6.0	13.5	11.5	11.6
배당수익률	1.4	1.6	1.4	1.4	1.4
배당성향	3.6	27.3	11.5	12.4	11.3
안정성					
순차입금(십억원)	21,485	19,694	18,477	16,599	11,668
차입금/자본총계비율(%)	79.8	74.9	68.1	58.9	52.0
Valuation(X)					
PER	2.2	16.8	8.4	9.1	8.1
PBR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.0	6.1	6.2	6.1	5.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK(034730)	2015.11.24	매수	325,000원	-30.3	-15.1
	2016.11.24	1년경과		-25.5	-11.5
	2017.07.18	매수	358,000원	-21.2	-14.2
	2018.01.16	매수	396,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 16일 현재 SK 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 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 높게 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.