

## SK (034730)

## SK바이오팜, 한국의 Biogen을 꿈꾸다

## SK바이오팜, 적정 가치 4.9조원

현재 FDA 판매허가 획득을 기다리고 있는 솔리암페톨과 세노바메이트가 상업화에 성공하면 SK바이오팜은 미국에서 판매되는 자체개발 중추신경계 신약을 두 개나 보유하고 있는 국내 최초의 제약사가 될 전망이다. SK바이오팜은 2017년 기준 약 81조원에 달하는 글로벌 CNS(중추신경계) 질환 시장의 점유율 1위 업체인 Biogen과 유사한 포트폴리오를 갖추고 있어 시장 영향력 확대가 예상된다. SK 기업가치 개선의 핵심 요인이 될 전망이다.

## SK바이오텍, 글로벌 top-tier 원료의약품 생산업체로 성장

2016년 SK의 자회사로 편입된 이후 SK바이오텍은 2017년 BMS의 아이랜드 공장 설비, 2018년에 원료의약품 생산 업체 AMPAC을 인수하는 등 M&A를 통해 계속 성장 중이다. 2025년 매출 목표는 3.5조원으로 경구용 제품을 넘어 향후 주사제 시장 확보와 의약품 완제 영업 진출을 통해 글로벌 top-tier CDMO로 거듭날 것으로 전망한다.

## 바이오사업 가치를 반영한 적정 목표주가 396,000원

SK바이오팜의 가치를 4.9조원, SK바이오텍 가치를 1.8조원으로 평가시 SK의 적정 기업가치는 28.1조원, 목표주가는 396,000원이다. 상장사 지분 가치에 30% 할인을 적용, 비상장사 지분은 회사별 공정가치를 반영했다. 20일 종가 기준 할인율은 29.8%, 상승여력은 42.5%이다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	82,730	93,296	101,502	100,734	107,144
영업이익(십억원)	5,281	5,861	4,688	6,650	7,948
세전이익(십억원)	4,390	7,442	7,528	7,832	10,197
순이익(십억원)	766	1,677	2,253	1,916	2,444
EBITDA(십억원)	10,494	11,503	10,559	12,534	14,180
순차입금(십억원)	19,694	21,937	26,341	17,702	11,127
영업이익률(%)	6.4	6.3	4.6	6.6	7.4
ROE(%)	6.0	12.5	14.9	11.0	12.6
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
EPS(원)	13,676	30,007	40,354	34,101	43,481
(EPS 증가율, %)	(87.3)	119.4	34.5	(15.5)	27.5
BPS(원)	197,625	205,348	247,186	270,445	301,142
DPS(원)	3,700	4,000	4,000	4,100	4,100
PER(x)	16.8	9.4	7.0	8.1	6.3
PBR(x)	1.2	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	6.1	6.4	7.5	6.0	5.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 기업분석

## In-depth

## 지주회사

2019. 3. 21

## 매수(유지)

목표주가: 396,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(3/20)	2,177
주가(3/20)	280,500
시가총액(십억원)	19,736
발행주식수(백만)	70
52주 최고/최저가(원)	310,000/245,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,892
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.0/26.8
주요주주(%)	최태원 외 27 인 30.3
	국민연금 8.4

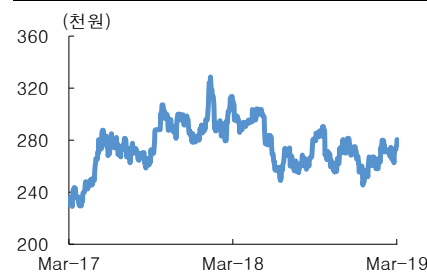
## EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	38,492	40,354	4.8
2019F	45,064	34,101	(24.3)
2020F	51,121	43,481	(14.9)

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	0.4	(9.5)
KOSPI 대비(%p)	4.0	6.7	2.9

## 주가추이



자료: FnGuide

진홍국(제약/바이오)

hg.jin@truefriend.com

윤태 호(지주회사)

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

# Contents

I. 바이오, SK의 미래 먹거리 사업	2
II. SK바이오팜	3
1. 한국의 Biogen을 꿈꾸는 SK의 신약개발 업체	
2. SK바이오팜 가치 4.9조원으로 평가	
3. 솔리암페톨: 판매허가가 임박했다	
4. 세노바메이트: 블록버스터 탄생을 예고	
III. SK바이오텍	12
1. 글로벌 CDMO 사업현황	
2. AMPAC 인수로 글로벌 top-tier 생산업체로 도약	
3. SK의 CDMO 사업 실적 전망	
IV. Valuation	16
기업개요	17

## 리포트 작성 목적

- SK바이오팜 기업가치 평가
- SK바이오텍 사업 전망
- 바이오사업 가치를 반영한 목표주가 산출

# I. 바이오, SK의 미래 먹거리 사업

## SK, 글로벌 투자형 지주회사로 발돋움

SK그룹은 2012년 하이닉스반도체 인수를 비롯 기업 M&A를 통해 핵심 사업 성장을 이끌어냈다. 지주회사인 SK는 최근 5년간 활발한 기업 M&A 및 지분 투자를 주도해왔는데, 기존에 집중해왔던 반도체/에너지 부문 외에도 최근 성장하고 있는 제약/바이오, 2차전지, IT 기반 물류/모빌리티 사업 등 다양한 부문에서의 투자를 이어나가고 있다. 배당과 브랜드로열티에만 의존하지 않고 글로벌 신사업 확대를 통해 투자형 지주회사로 거듭나고 있는 중이다. 최근 가장 큰 성과를 내고 있는 사업은 제약/바이오 부문이다. SK는 2017년 SK바이오텍의 아일랜드 원료의약품 생산 공장 인수에 이어 작년 미국 의약품 생산 기업 AMPAC을 인수하며 최근 2년 동안 전체 투자액 절반이 넘는 규모를 제약/바이오 투자에 투입해 글로벌 종합 바이오제약사로의 도약을 위한 사업 포트폴리오 구축을 완료했다.

〈표 1〉 SK 주요 글로벌 투자 내역

주요내용			투자규모
<b>반도체</b>			
2015 년	11 월	OCI로부터 <b>머티리얼즈</b> 지분 49.1% 인수	4,816 억원
2017 년	1 월	<b>LG 실트론</b> 지분 51% 인수	6,200 억원
<b>전지</b>			
2018 년	11 월	중국 전기차용 리튬이온 2차전지 동박 제조 업체 1 위 <b>왓슨(Wason)</b> 지분 인수(2 대 주주)	2,711 억원
	12 월	미국 배터리 개발 업체 <b>솔리드에너지시스템</b> 의 지분 13.1% 확보	287 억원
<b>제약/바이오</b>			
2016 년	2 월	SK 바이오팜으로부터 <b>SK 바이오텍</b> 의 지분 100% 취득해 자회사 편입	1,238 억원
	3 월	SK 바이오텍 설비 투자 및 사업확장을 위한 유상증자에 참여	400 억원
2017 년	6 월	<b>아일랜드 BMS(Bristol-Myers Squibb)</b> 원료의약품 생산 공장 인수	1,700 억원
2018 년	3 월	SK 바이오팜 유상증자 참여	1,500 억원
	7 월	미국 의약품 생산 기업 <b>AMPAC</b> 인수	7,000 억~8,000 억으로 추산
	12 월	미국 유전자가위 기술 치료제 개발 업체 <b>진에딧(GenEdit)</b> 에 글로벌 벤터캐치털들과 공동 투자	96 억원
<b>에너지/G&amp;P</b>			
2017 년	9 월	세일가스 G&P(Gathering & Processing) 업체 <b>유레카 미드스트림 홀딩스</b> 에 투자	1,100 억원
2018 년	5 월	미국 세일원유/가스 회사 <b>브라조스 미드스트림</b> 에 투자	2,700 억원
<b>모빌리티</b>			
2015 년	11 월	국내 차량공유 업체 <b>쏘카(SOCAR)</b> 지분 20% 확보(2 대 주주)	590 억원
2017 년	2 월	신생 카풀 앱 <b>풀러스(Poolus)</b> 의 유상증자에 참여해 지분 19.99% 확보	800 만원
	6 월	미국 1 위 P2P 차량공유 기업 <b>Turo</b> 에 지분 투자	총 1,000 억원 편당 중 396 억원
2018 년	4 월	동남아시아 차량공유 기업 <b>그랩(Grab)</b> 에 투자	810 억원
	5 월	쏘카와 말레이시아에 합작법인 설립해 동남아시아 차량공유 사업 진출(2018 년 1 월 출범)	
<b>물류인프라</b>			
2017 년	7 월	중국 물류 사업 회사 <b>ESR</b> 지분 11.77% 투자	3,720 억원
		SK 차이나(SK의 중국 투자회사) 유상증자 참여	2,600 억원
<b>AI/클라우드/5G</b>			
2019 년	1 월	미국 스마트글라스 생산 업체 <b>Kinestral Technologies</b> 에 투자	약 1,118 억원
	2 월	SK 차이나와 SK 하이닉스, 자율주행차용 AI 칩 설계 업체 <b>Horizon Robotics</b> 에 투자	약 6,700 억원

자료: SK, 언론보도, 한국투자증권

## II. SK바이오팜

### 1. 한국의 Biogen을 꿈꾸는 SK의 신약개발 업체

국내에서는 찾아보기 힘든  
중추신경질환 전문업체

SK바이오팜은 국내에서는 찾아보기 힘든 CNS(Central Nervous System, 중추신경계) 질환 치료제 개발 전문 업체다. SK바이오팜은 현재 뇌전증, 수면장애, 조현병, 조울증, 집중력장애 등 주로 신경계 질환에 특화된 신약 파이프라인을 보유하고 있다. SK바이오팜과 유사한 포트폴리오를 구성하고 있는 글로벌 제약사로는 다발성경화증, 알츠하이머, 파킨슨 등 신경계 질환 치료제를 개발하고 있는 미국의 Biogen이 있다. 'Pioneers in Neuroscience' 라는 슬로건을 내걸고 있는 Biogen은 2017년 글로벌 CNS 의약품 시장에서 점유율 12%(매출액 83억달러, 9.4조원)로 1위를 차지한 CNS 시장의 강자다. SK바이오팜의 경우 8개의 파이프라인을 주력으로 개발하고 있는데, 이 중 수면장애 치료제(솔리암페톨)와 뇌전증 치료제(세노바메이트)는 미국에서 임상 3상을 마치고 올해 FDA로부터 미국 내 최종허가 획득을 기대하고 있다. 두 품목이 모두 미국에서 론칭된다면 SK바이오팜은 미국에서 판매되는 자체개발 중추신경계 신약을 두 개나 보유하고 있는 국내 최초의 바이오텍이 된다는 점에서 그 의미가 크다.

〈표 2〉 SK바이오팜 주요 파이프라인

파이프라인	적응증	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA	내용
Solriamfetol	수면장애					19년 상반기 FDA승인 예정. 하반기부터 로열티 수입 예상
Cenobamate	뇌전증					19년 2월 유럽 기술수출 계약. 19년 11월 미국 FDA승인 예상
Carisbamate	희귀 뇌전증					2상 진행
Relenopride	과민성대장증후군					2상 준비
SKL13865	집중력 장애					1상 완료
SKL20540	조현병, 인지장애					1상 진행
YKP10461	파킨슨병					1상 진행
SKL-PSY/FZ-016	조울증					1상 준비

자료: SK, 한국투자증권

〈표 3〉 SK바이오팜 파이프라인 연혁

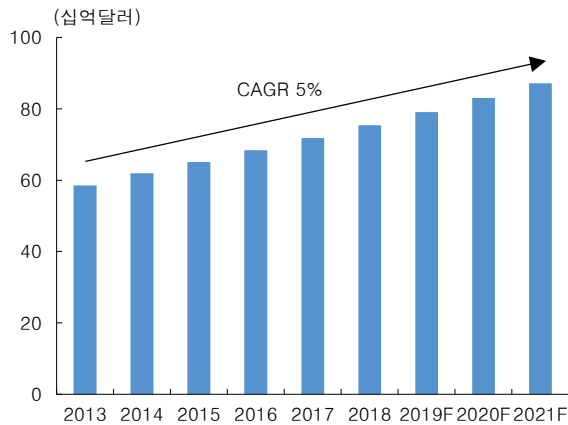
SK 바이오팜 연혁	
2005-11-01	뇌전증 치료제 세노바메이트(Cenobamate, YKP-3089) IND
2011-01-16	파킨슨병 치료제(YKP10461) IND
1H11	미국 Jazz Pharmaceutical 에 수면장애신약 솔리암페톨(Solriamfetol, SKL-N05) L/O
2015-06-01	수면장애신약(SKL-N05) 임상 3상 시작
2016-03-30	세노바메이트 임상 3상 시작
2017-12-22	솔리암페톨 신약판매승인(NDA) 신청

자료: SK, 한국투자증권

SK바이오팜이 추구하는  
CNS시장은 80조원 이상

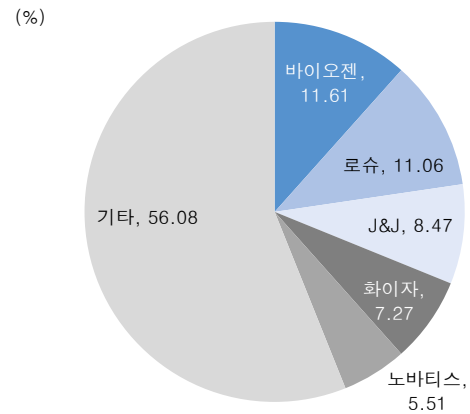
BCC Research에 따르면 CNS 글로벌 시장은 2017년 기준 약 81조원에 달하며 향후 연평균 5% 성장할 것으로 예상된다. SK바이오팜에게는 향후 신규 진입할 수 있는 시장도 커 파이프라인 개발 상황에 지속적인 관심이 필요하다.

[그림 1] CNS시장 추이 및 전망



자료: BCC Research(2018), 바이오경제연구센터, 한국투자증권

[그림 2] CNS시장 내 점유율(2017)



자료: BCC Research(2018), 바이오경제연구센터, 한국투자증권

## 2. SK바이오팜 가치 4.9조원으로 평가

차후 임상 진척도에 따라  
파이프라인 가치상승 기대

우리는 SK바이오팜의 파이프라인 가치를 4.9조원으로 평가한다. 솔리암페톨 가치 4,520억원, 세노바메이트 3.5조원, 그 외 6개의 파이프라인 합산 가치 9,470억원을 합산하여 산출했다. 임상이 완료된 솔리암페톨과 세노바메이트를 제외한 기타 파이프라인의 가치는 2024년 예상 시장규모를 기반으로 현재 임상 진행 단계 등을 고려하여 산출했다. 차후 6개 파이프라인의 임상이 진척을 나타낸다면 기업 가치의 추가적인 상승을 기대할 수 있을 것이다.

〈표 4〉 파이프라인 가치

파이프라인	가치(십억원)	적응증	2024년 시장크기 (백만달러)	임상단계
Solriamfetol	452	수면장애	1,617	완료
Cenobamate	3,453	뇌전증	6,325	완료
Carisbamate	311	희귀 뇌전증	1,122	2 상
Relenopride	57	과민성대장증후군	1,161	2 상
SKL13865	121	집중력 장애	4,427	1 상
SKL20540	293	조현병, 인지장애	10,715	1 상
YKP10461	166	파킨슨병	6,088	1 상
SKL-PSY/FZ-016	-	조울증	429	전임상
<b>합산가치</b>	<b>4,853</b>			

자료: SK, 한국투자증권

## 3. 솔리암페톨: 판매허가가 임박했다

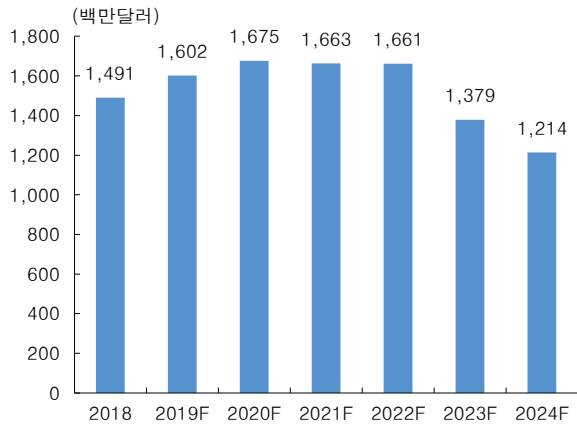
현지시간 3월 21일  
판매허가 결정

가장 진행이 빠른 품목으로는 수면장애 신약 솔리암페톨(Solriamfetol, JZP-110, SKL-N05)이다. 솔리암페톨은 SK바이오팜이 2011년 아일랜드 제약사 Jazz Pharmaceutical(이하 Jazz)에 기술 수출한 품목으로 올해 3월 21일(현지시간)에 FDA의 최종 판매허가 여부가 결정된다. 판매가 승인될 경우 출시는 올해 중순 경에 이루어질 전망이다. 미국과 유럽시장은 Jazz가, 아시아는 SK바이오팜이 직접 판매를 담당하게 되며 생산은 SK바이오텍이 맡게 될 예정이다. SK바이오팜은 Jazz로부터는 글로벌 매출에 대한 로열티를 수취하게 되며 아시아 시장은 직접판매를 통해 매출을 인식하고 매출원가 중 일부는 SK바이오텍의 매출로 계상되는 수익구조가 될 것으로 예상된다.

Narcolepsy나 OSA에서  
오는 EDS 치료제

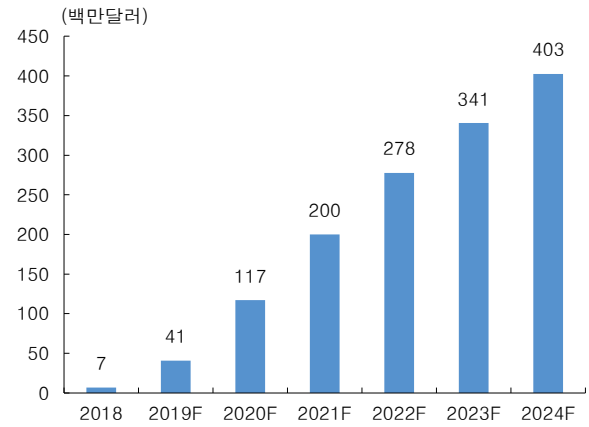
솔리암페톨은 기면증(Narcolepsy, 밤에 잠을 충분히 잤어도 낮에 갑자기 졸음에 빠져드는 증세)이나 OSA(Obstructive Sleep Apnea, 폐쇄수면무호흡증)로 인한 성인의 과도한 주간 졸림증(Excessive Daytime Sleepiness)을 개선해주는 수면장애 치료제로 일종의 각성제(wake-promoting agent)다. 2012년 8월에는 FDA로부터 희귀의약품으로 지정받았다. 미국수면학회(American Sleep Association)에 따르면 미국에는 적어도 한 달에 한 번 운전 중에 잠에 빠지는 기면증 환자 수는 250만명에서 350만명에 불과하나 OSA 환자 수는 2,500만명 달하는 것으로 나타났다. 반면 환자가 자신의 증상을 알아차리기 힘들며 생명에 큰 지장이 없다는 OSA의 특성상 OSA 환자들 중 약물을 처방 받는 비중은 10% 이하인 것으로 파악된다.

[그림 3] Narcolepsy 시장전망



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 4] OSA 시장전망

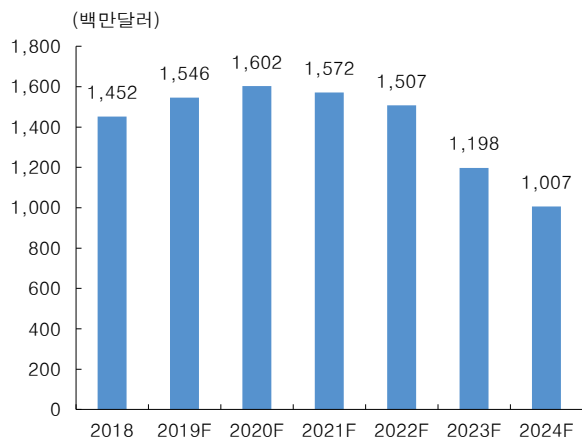


자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

### Jazz의 차세대 수면장애 치료제가 될 솔리암페톨

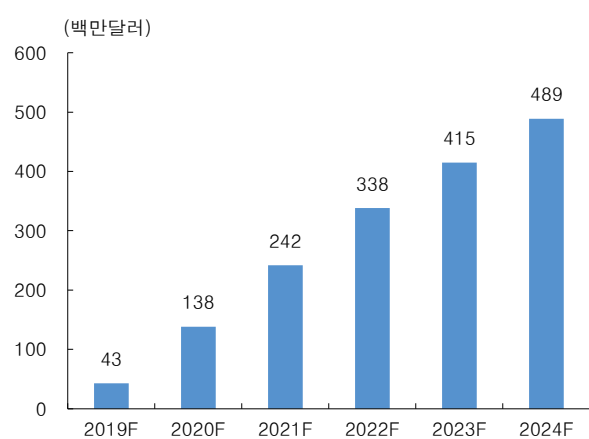
Jazz는 이미 수면장애 블록버스터 치료제인 Xyrem(자이렘)을 판매하여 2018년 매출 14.9억달러를 기록했을 정도로 수면장애 치료제 시장을 선도하고 있다. 또한 Xyrem은 Jazz의 전체 매출의 70% 이상을 차지하는 주요한 품목이다. 그러나 2002년 7월 승인을 받은 Xyrem은 특허가 2023년 만료될 예정이다. 제네릭 출시가 예상됨에 따라 매출도 2023년부터는 감소할 전망이다. 특허만료에 따른 시장 방어를 위해 Jazz는 솔리암페톨을 전략적으로 출시할 예정이다. 솔리암페톨은 현재 시판 중인 수면장애치료제 Xyrem보다 효능이 두 배 이상 뛰어난 것으로 알려져 있다. Jazz는 솔리암페톨로 기면증 혹은 OSA 환자 외에도 파킨슨병에 따른 수면장애 치료에 대한 임상 2상도 진행 중에 있다.

[그림 5] Xyrem 매출전망



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 6] 솔리암페톨 미국매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

#### 솔리암페톨 가치 4,520억원

우리는 솔리암페톨의 파이프라인 가치를 4,520억원으로 추정한다. 솔리암페톨의 글로벌 매출 전망과 SK바이오팜의 매출(로열티 수익)로 인식되는 판매 로열티(매출의 13%)는 Evaluate Pharma의 추정치를 적용했다. 솔리암페톨의 peak 매출은 2028년 6.1억달러(6,800억원)에 달할 것으로 전망된다. 아시아 매출은 SK바이오팜이 현재까지는 판매 계획이 없어 가치산정에 포함하지 않았다. 아시아 판매에 대한 계획이 가시화될 경우 추가적인 파이프라인 가치의 상승이 기대된다. 그 외 할인율 7.5%, 영구성장률 -2%, 원/달러환율 1,150원, 법인세율 20%를 적용했다.

〈표 5〉 솔리암페톨 파이프라인 가치

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
글로벌 매출(아시아제외, 백만달러)	39	127	222	311	382	450	500	543	579
로열티수입(13%)	5	17	29	40	50	58	65	71	75
로열티수입(십억원)	6	19	33	46	57	67	75	81	87
로열티수입 허가환산(십억원)	6	17	27	36	41	45	46	47	46
세후 로열티 수입(십억원)	4	13	22	29	33	36	37	37	37
현금흐름 합산(십억원)	248								
현금흐름 영구가치(십억원)	204								
NPV(십억원)	452								

자료: 한국투자증권

## 4. 세노바메이트: 블록버스터 탄생을 예고

#### 올해 11월 21일 판매허가 기대

올해 판매허가 획득이 예상되는 SK바이오팜의 또 다른 신약은 뇌전증(epilepsy) 치료제 세노바메이트(YKP-3089)다. 2018년 11월 FDA에 NDA(New Drug Application)를 신청했고 올해 11월 21일 FDA의 판매허가 여부가 결정된다. 판매허가를 받으면 론칭은 2020년 중에 이루어질 전망이다. 판매 및 마케팅은 미국 뉴저지 현지법인인 SK라이프사이언스를 통해 독자적으로 수행될 계획이다.

#### 유럽에서도 인정받은 세노바메이트

한편 SK바이오팜은 지난 2월 14일 스위스의 아벨 테라퓨틱스(Arvelle Therapeutics)와 유럽 32개 국가 대상으로 기술수출 계약 체결을 공시했다. 기술수출 총 계약금은 5.3억달러로 반환의무가 없는 계약금 1억달러와 마일스톤 기술료 4.3억달러로 이루어져 있다. 매출이 시작되면 로열티도 수령하게 된다. 가까운 시일 내에 글로벌 임상 데이터를 토대로 유럽 EMA에 NDA를 제출할 계획이다.

〈표 6〉 아벨테라퓨틱스와 기술수출 계약내용

계약상대방	총 계약금액	계약금	내용
아벨테라퓨틱스	5.3억달러	1억달러	세노바메이트의 유럽판권에 대한 권리이전 반환의무없는 계약금 1억달러 아벨에서 EMA에 신약판매허가 제출 예정

자료: SK, 한국투자증권



## 뇌전증은 새로운 치료제의 개발이 시급

뇌전증이란 뇌 특정 부위에 있는 신경세포의 비정상적인 활동으로 인해 흥분, 경련, 발작이 반복적으로 발생하여 만성화된 질환을 의미한다. 뇌전증은 발작이 만성화될 경우 뇌 손상은 물론이고 신체적, 정신적 장애를 초래한다. 뇌전증 유병률은 전체 인구의 0.5%, 200명당 1명꼴로 WHO에서는 뇌전증 환자가 전 세계적으로 약 5,000만명 이상 존재하는 것으로 추산한다. 미국 CDC(Centers for Disease Control and Prevention, 질병통제예방센터)에 따르면 미국 내 뇌전증 환자 수는 350만명에 달하는 것으로 나타났다. 뇌전증 전체 환자 중 30~40%는 1~3차 치료제와 추가적인 약물까지 복용하고도 치료되지 않은 난치성 환자로 알려져 있다. 또한 현재 판매되고 있는 대표 약물의 난치성 환자 치료율은 50%에 그치는 실정으로 새로운 치료제에 대한 수요가 높은 상황이다. 세노바메이트는 기존 뇌전증 치료제에 반응하지 않는 난치성 환자를 대상으로 개발되었기 때문에 시장의 unmet needs(미충족 수요)를 만족시킬 수 있을 전망이다.

## 블록버스터의 가능성을 엿보다

세노바메이트는 뇌에서 흥분 신호를 전달하는 나트륨( $\text{Na}^+$ ) 채널의 나트륨 이온 전류(persistent sodium current,  $\text{INap}$ )를 차단함과 동시에 억제성 신호전달에 관여하는 GABA-A 수용체의 알로스테릭을 활성화하여 신경세포의 신경전달 과정을 정상으로 조절하는 것으로 파악된다. 뇌전증의 원인이 되는 흥분성/억제성 신호전달과 관련된 두 가지 타깃을 동시에 조절해 신경세포의 흥분/억제 균형을 정상화하는 방식이다. 세노바메이트는 2008년부터 건강인을 대상으로 임상 1상을 완료한 후 2015년 뇌전증 환자 대상으로 임상 2상을 마치고 2018년 임상 3상을 완료했다. 임상 3상은 전 세계 17개국, 125개 사이트에서 환자 1,348명을 대상으로 진행했다. 지난 2016년 FDA가 세노바메이트의 임상 2상 효능을 인정함에 따라 임상 3상에서는 안전성과 약물동력학만 평가만으로 NDA 신청이 가능했다. 뇌전증 치료제는 전 세계적으로 UCB제약의 빔팻(Vimpat, 성분명: lacosamide)이 시장을 선도하고 있다. 임상 2상에서 세노바메이트는 플라시보와 빔팻 대비 발작 빈도수 감소율이 높아 뛰어난 효능을 나타내면서 블록버스터의 가능성을 보여줬다.

## 높은 안전성

한편 세노바메이트는 안전성도 뛰어난 것으로 밝혀졌다. 임상 3상에서 가장 집중된 부분은 안전성으로 대부분의 뇌전증 약물 복용시에 발생하는 DRESS 증후군(Drug rash with eosinophilia and systemic symptoms syndrome)의 발생 여부였다. DRESS 증후군은 뇌전증 치료제의 흔한 부작용으로 일종의 약물 알레르기인 심각한 발진뿐 아니라 급성간염, 신부전을 일으켜 사망에 이를 수 있는 심각한 질환이다. 임상 3상에서는 총 1,348명의 환자를 모집했는데 그중 1,037명이 28주간 세노바메이트를 복용했으며 273명은 임상 도중 치료를 중단했다. 114명(8.5%)에서 입원치료가 필요한 경련을 포함하는 부작용이 관찰됐으며 가장 흔한 부작용은 졸음, 어지럼증, 피로였다. DRESS 증후군은 한 건도 관찰되지 않았다. 임상 2상에서는 세 건이 발견되었으나 감소된 첫 시작 용량과 2주라는 용량 적정 기간이 DRESS 증후군 발병을 줄일 수 있었다.

## 뛰어난 효능

2018년 뇌전증학회(American Epilepsy Society) annual meeting에서 18주간 437명 환자를 대상으로 무작위, 이중맹검, 용량 반응 실험의 결과를 발표했다. 108명은 하루 100mg, 110명은 하루 200mg, 111명은 하루 400mg의 세노바메이트를 복용했으며 108명은 플라시보를 복용했다.

〈표 7〉 세노바메이트 투여량별 환자 수

일일 투여량	환자 수
100mg	108
200mg	110
400mg	111
Placebo	108

자료: Neurology Live, 한국투자증권

〈표 8〉 세노바메이트의 세부적인 임상 효능 결과

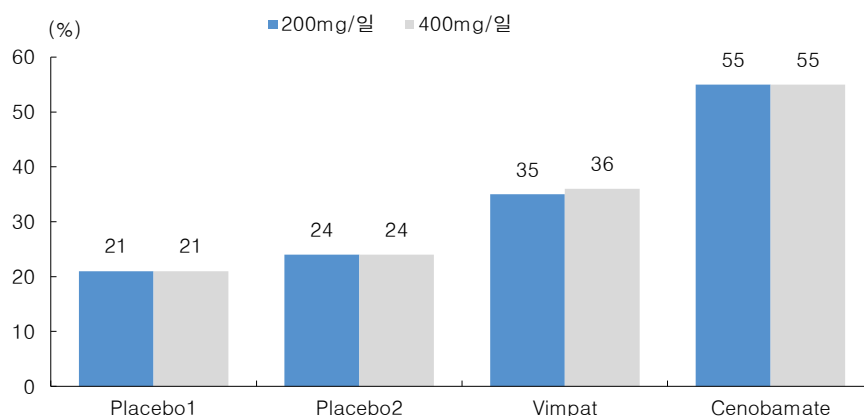
(단위: %)

투여 용량 및 위약	전체 발작 감소	단순-부분적 발작감소	복합적-부분 발작감소	2차성 전신 발작
100mg	35	48	—	—
200mg	55	63	55	91
400mg	55	58	60	78
Placebo	24	7	28	33

자료: Neurology Live, 한국투자증권

발작빈도 감소 중간값이 100mg군은 35.5%, 200mg군은 55.0%, 400mg군도 55.0%로 나타났다. 플라시보 그룹은 24.0%의 감소를 나타내 플라시보 대비 우월함을 입증했다. 부분발작 감소의 중간값도 100mg은 48.0%, 200mg은 63.0%, 400mg은 58.5%를 나타냈으며 플라시보의 7.0% 대비 압도적이었다. 또한 임상 2b에서는 10%대까지 발작 증상을 완전히 없애 고무적인 결과를 도출했다. 빔펫은 3%대에 불과했던 것으로 파악된다. 복합부분발작(complex partial seizure)과 2차성전신강직간대발작(secondary generalized tonic-clonic seizures)의 200mg군의 감소율 중간값도 각각 55.0%와 91.0%에, 400mg군은 60.0%, 78.0%에 달했다. 이에 비해 플라시보군은 각각 28.8%, 33.0%에 불과했다. 빔펫의 임상 2상에서의 200mg, 400mg군의 감소율은 35% 수준에 불과했다. 세노바메이트의 효능우위를 알 수 있는 대목이다.

〈그림 7〉 빔펫과의 비교 시 우월한 약효 입증

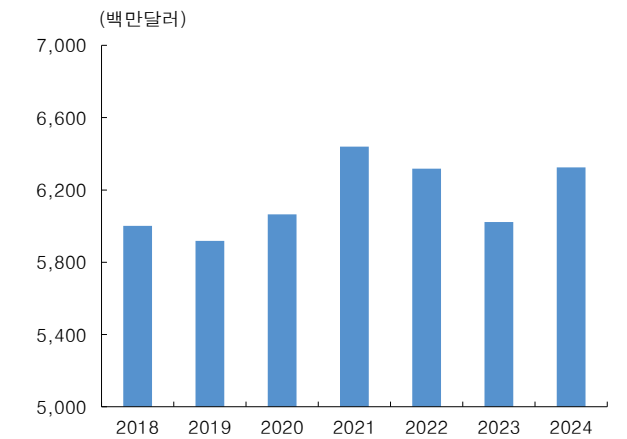


주: Y축은 발작(seizure) 감소의 정도. Placebo1은 Vimpat 임상에서 위약의 발작감소, placebo2는 Cenobamate의 발작감소 수치  
자료: FDA, Neurology Live, 한국투자증권

## 뇌전증 시장 특성

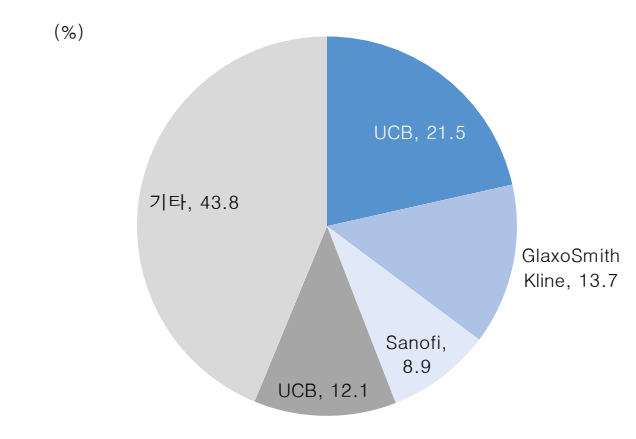
Evaluate Pharma에 의하면 글로벌 뇌전증 치료제 시장은 2018년 60억달러(7조원)에 달한다. 이 중 빔팻의 매출은 13억달러(1.5조원), 점유율은 21%로 압도적인 1위 자리를 차지하고 있다. 그러나 10위권 밖 제품들의 합산 점유율이 33%에 달할 정도로 시장에 다양한 치료제가 난립해 있는 상황이다. 세노바메이트는 SK가 마케팅 인력과 판매전략만 잘 갖춘다면 높은 효능과 안전성으로 연매출 1조원 이상 판매될 수 있는 블록버스터가 될 가능성이 높다는 판단이다.

[그림 8] 뇌전증 시장전망



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 9] 뇌전증 시장 점유율(2018)



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

## 세노바메이트 가치 3.5조원

우리는 세노바메이트의 가치를 3.5조원으로 평가한다. 빔펫은 2018년 12.9억달러의 매출로 글로벌 점유율 21%를 차지했다. 빔펫의 미국매출은 이 중 75%를 차지한 9.7억달러였다. 환자당 매출은 3,972달러다. 전체 매출을 환자당 매출로 나눈 2018년 추정 환자 수는 244,461명이다. 우리는 세노바메이트가 2020년 미국에 출시되어 2026년 매출 10억달러를 돌파하고 글로벌 점유율은 21%를 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 세노바메이트의 미국 내 환자 수는 출시 첫해 21,263명에서 2027년에는 빔펫의 2018년과 유사한 수준인 253,060명에 도달할 것으로 예상한다. 출시 첫 해 환자당 매출도 빔펫과 유사한 4,000달러로 가정했다. 영업이익률은 미국에서 매출 9억달러를 돌파하는 2025년에 50%를 상회할 전망이다. 한편 세노바메이트의 유럽매출 2023년부터 발생하고 SK바이오팜이 파트너사로부터 수령하는 로열티는 세노바메이트 유럽매출의 20%로 가정했다. 그 외 할인율 7.5%, 영구성장률 -2%, 원/달러환율 1,150원, 법인세율 20%를 적용했다.

〈표 9〉 세노바메이트 파이프라인 가치

(단위: 백만달러)

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>글로벌 뇌전증 시장</b>	<b>6,001</b>	<b>5,918</b>	<b>6,065</b>	<b>6,440</b>	<b>6,319</b>	<b>6,023</b>	<b>6,325</b>	<b>6,546</b>	<b>6,683</b>	<b>6,770</b>
% YoY		(1.4)	2.5	6.2	(1.9)	(4.7)	5.0	3.5	2.1	1.3
<b>Vimpat(UCB) 글로벌 매출</b>	<b>1,289</b>	<b>1,381</b>	<b>1,506</b>	<b>1,638</b>	<b>1,178</b>	<b>751</b>	<b>635</b>	<b>524</b>	<b>401</b>	<b>339</b>
점유율 (%)	21	23	25	25	19	12	10	8	6	5
Vimpat 미국매출	971	1,028	1,120	1,221	843	499	416	348	267	226
환자당수익(달러)	3,972	4,091	4,214	4,340	3,689	3,136	2,885	2,683	2,576	2,498
추정 환자 수(명)	244,461	251,273	265,787	281,316	228,501	159,126	144,194	129,774	103,820	90,323
Vimpat 기타국가 매출	318	353	386	417	335	252	219	175	134	113
미국:기타 국가 매출비율	3.1	2.9	2.9	2.9	2.5	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
Briviact(UCB) 글로벌 매출	169	238	309	376	440	502	558	597	627	640
Kepra(UCB) 글로벌 매출	728	664	644	588	551	511	471	462	453	443
Lamictal(GSK) 글로벌 매출	824	767	744	723	706	621	586	574	562	551
Depacon(Sanofi) 글로벌 매출	534	532	539	537	534	531	527	516	506	496
<b>세노바메이트 글로벌 매출</b>			<b>85</b>	<b>295</b>	<b>434</b>	<b>663</b>	<b>1,003</b>	<b>1,189</b>	<b>1,389</b>	<b>1,570</b>
점유율 (%)			1	5	7	11	16	18	21	23
<b>세노바메이트 유럽매출</b>						<b>47</b>	<b>171</b>	<b>241</b>	<b>338</b>	<b>458</b>
<b>SK바이오팜 유럽수익</b>		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>139</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>68</b>	<b>92</b>
마일스톤(5.1억달러)		100	100	100	100	130				
판매 로열티						9	34	48	68	92
<b>세노바메이트 미국매출</b>			<b>85</b>	<b>295</b>	<b>434</b>	<b>615</b>	<b>832</b>	<b>949</b>	<b>1,051</b>	<b>1,112</b>
세노바메이트 환자 수(명)			21,263	70,329	98,461	132,922	172,798	207,358	234,315	253,060
Revenue per patient(달러)			4,000	4,200	4,410	4,631	4,816	4,575	4,483	4,394
<b>영업이익</b>			<b>(9)</b>	<b>44</b>	<b>109</b>	<b>231</b>	<b>390</b>	<b>489</b>	<b>525</b>	<b>534</b>
영업이익률(%)			(10)	15	25	38	47	52	50	48
<b>SK바이오팜 현금흐름</b>			<b>91</b>	<b>144</b>	<b>209</b>	<b>370</b>	<b>424</b>	<b>537</b>	<b>593</b>	<b>625</b>
현금흐름 현가환산			81	119	160	264	282	332	341	334
현금흐름 현가환산(십억원)			<b>93</b>	<b>137</b>	<b>184</b>	<b>304</b>	<b>324</b>	<b>382</b>	<b>392</b>	<b>384</b>
세후 현금흐름(십억원)			<b>75</b>	<b>109</b>	<b>147</b>	<b>243</b>	<b>259</b>	<b>305</b>	<b>313</b>	<b>307</b>
현금흐름 환산(십억원)		1,759								
현금흐름 영구가치(십억원)		1,694								
<b>NPV(십억원)</b>		<b>3,453</b>								

자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

### III. SK바이오텍

#### 1. 글로벌 CDMO 사업현황

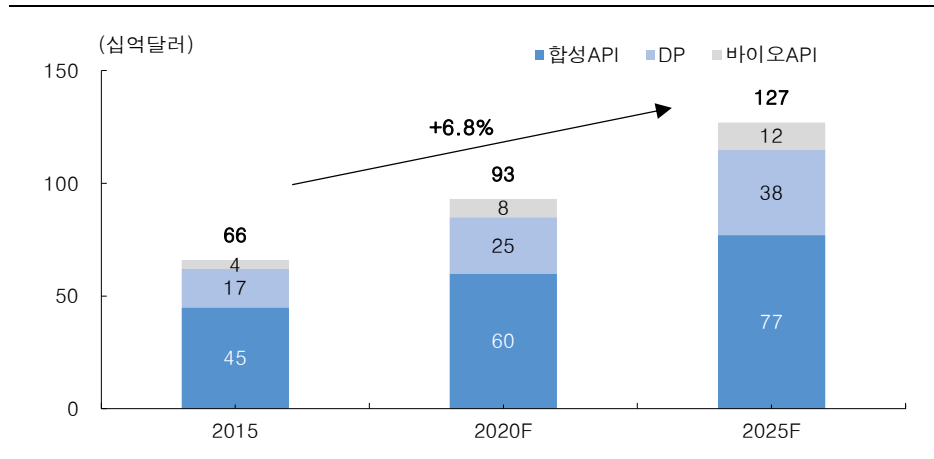
글로벌 CDMO 아웃소싱  
수요 급격히 증가 중

SK는 CDMO 사업체 SK바이오텍 지분을 100% 보유 중이다. CDMO(Contract Development and Manufacturing Organization)란 항체의약품 위탁생산(CMO)과 위탁개발(CDO)이 모두 가능한 바이오 업체이다. 신약개발에 집중하기 위해 글로벌 빅파마들은 생산 외주를 확대, 신생 제약사의 신약개발이 활발해지면서 CDMO 아웃소싱 수요가 급격히 증가 중이다.

글로벌 경구용 CDMO 시장  
2015~2020년 연평균 2.5%  
성장 전망

Specialty 신약, 제네릭 의약품 소비 증가, 제약업체의 아웃소싱 증가로 글로벌 CDMO(경구용 기준) 시장은 2015년 77억달러에서 2020년 87억달러로 연평균 2.5% 성장할 전망이다. CDMO시장은 4천여개의 업체들이 존재하나 기술력과 캐파를 갖춘 top-tier 업체는 3개 정도로 대규모 자본, 높은 기술이 동시에 요구된다. 성공적인 CDMO 도약을 위해서는 임상 초기 단계부터 상업수주 lock-in(Development-임상물량공급-상업화 스케일업) 가능 여부, FDA 등 글로벌 규제 기관의 기준에 부합하는 기술력, 대형 고객사 대응을 위한 캐파가 필수적이다. 대규모 자본력, 중장기 투자, CEO의 의지가 핵심인 만큼 SK가 강점을 드러낼 수 있는 사업이다.

[그림 10] 글로벌 CDMO 시장 전망



<표 10> 의약품 품목별 CDMO 시장 전망

(단위: 십억달러, %)

제품 형태	주사제	경구제	기타
시장규모(2015년→2020년)	6.5 → 12.8	7.7 → 8.7	2.7 → 3.0
연평균성장률(2015~2020년)	14.6	2.5	1.3

자료: SK, 한국투자증권

## 2. AMPAC 인수로 글로벌 top-tier 생산업체로 도약

M&A를 통해 top-tier  
CDMO로 도약

SK바이오텍은 합성의약품 CDMO업체로 제약회사의 합성의약품 생산과 개발을 담당한다. SK바이오텍은 경구용 제품을 넘어 향후 주사제 시장확보와 DP(후공정) 영업 진출을 위해 활발한 M&A를 시도 중인데, M&A를 기반으로 2025년에는 매출 3.5조원을 육박하는 글로벌 top-tier CDMO 도약이 목표이다. 2013년 CDMO 사업 전략을 수립 후 2014년 세종공장을 건설하고 2017년 1차 증설에 돌입, 2017년 BMS의 아일랜드 공장 설비 인수, 2018년에는 AMPAC을 인수했다.

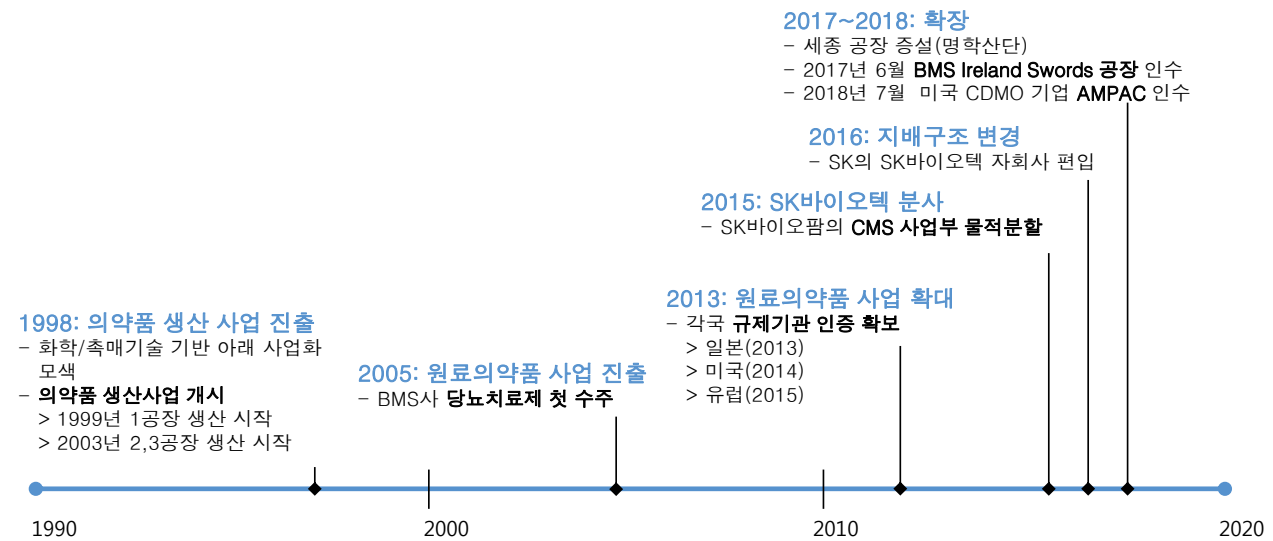
AMPAC, 2013~2018년  
매출 연평균 10.5% 증가,  
2019년 30% 이상 증가

AMPAC은 글로벌 대형 제약사들의 항암제와 중추신경계, 심혈관 치료제 등에 쓰이는 원료의약품을 주력으로 생산하는데, 과거 AMPAC의 매출액은 2013~2018년 연평균 10.5% 증가했는데 2019년은 주요 고객사의 생산 확대로 30% 내외 증가가 예상된다. SK는 작년 6월 SK바이오텍을 통해 BMS(브리스톨 마이어스스킵)의 아일랜드 공장을 인수했는데, 이번 인수로 유럽과 미국 양쪽에 생산 기지를 구축했다. 트럼프 행정부 출범 이후 미국 의약품의 수출 장벽이 높아지는 점을 고려하면 SK의 선제적 의사결정이 향후 미국 시장 확대에 디딤돌이 될 것으로 판단한다.

2020년까지 생산 캐파  
160만리터로 확대 예정

AMPAC 인수 후 SK바이오텍의 원료의약품 생산 캐파는 기존 40만리터에서 100만 리터로 확대됐다. SK바이오텍이 운영하는 세종공장 16만리터, 대전공장 16만 리터, 아일랜드 공장 8만 리터이고, AMPAC의 미국 생산용량 60만리터(캘리포니아, 텍사스, 버지니아)를 합산 결과이다. 글로벌 제약사들이 대형 CMO/CDMO를 통한 안정적인 제품 생산을 선호한다는 점에서 CDMO 업계의 대형화는 필수적이다. 생산시설이 없는 신생 제약사들이 늘고 있다는 점도 SK바이오텍에게는 기회이다. 따라서 SK바이오텍은 2020년까지 의약품 생산 캐파를 확보된 100만 리터에서 160만 리터로 추가 확대할 계획이다(한국 80만리터, 아일랜드 10만리터, 미국 70만리터). 생산 캐파 기준 업계 1위인 스위스의 Siegfried의 캐파가 155만리터임을 감안하면 SK는 2년 내 업계 top-tier 진입이 예상된다.

[그림 11] SK의 원료의약품 사업 타임라인



주: CMS: Contract Manufacturing Services, 위탁제조서비스, 자료: 언론보도, 한국투자증권

<표 11> AMPAC 기업 개요

설립	1998년
사업내용	원료의약품 개발 및 위탁생산(CDMO) - 항암제와 중추신경계/심혈관 치료제 등 - 연간 15% 이상의 고성장 제조기업
임직원 수	500여명
생산용량	연간 60만리터
본사 위치	미국 캘리포니아
공장	미국 캘리포니아, 텍사스, 버지니아

자료: 언론보도, 한국투자증권

<표 12> BMS의 Swords 공장 개요

설립	1964년, BMS 신약 API생산의 주력 설비로 활용
위치	아일랜드 Swords시 소재
직원 수	362명
생산용량	82m3(부지 총 면적 2.5만평) - 6개 생산동 보유: 대형 2개, 소형 4개
생산제품	- BMS의 심혈관/간염 치료제 등 API 다수 - 대형 고객사 블록버스터 당뇨제 API 등

자료: SK, 한국투자증권

<표 13> SK그룹 바이오 원료의약품 연간 생산용량

(단위: 리터)

		연간 생산용량
현재	한국(세종, 대전)	320,000
	아일랜드(스위즈)	81,000
	소계	401,000
AMPAC 인수	미국(캘리포니아, 텍사스, 버지니아)	600,000
2020년 목표	한국	800,000
	아일랜드	100,000
	미국	700,000
	합계	1,600,000

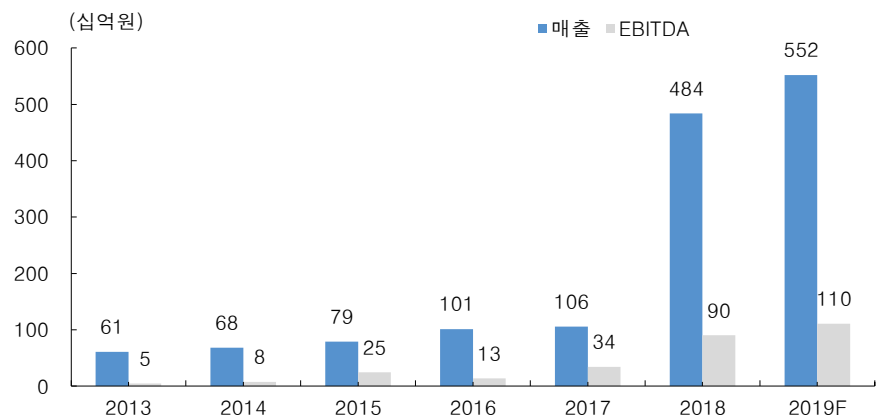
자료: 언론보도, 한국투자증권

### 3. SK의 CDMO 사업 실적 전망

#### SK바이오텍 가치 1.8조원

SK바이오텍은 아일랜드 소재 Swords 공장 인수로 2018년 매출 2,574억원으로 전년 대비 143.5% 증가했다(AMPAC 제외 기준). 중장기적으로 M&A를 통해 2025년 SK바이오텍 매출을 3.5조원까지 확대할 계획이다. 상기 사업 계획하에 CDMO 사업 가치는 2019년 매출 5,520억원(SK바이오텍 + AMPAC), 2019 예상 EBITDA 1,100억원, 글로벌 peer 멀티플 16배를 적용한 1.8조원으로 평가가 가능할 것으로 전망한다.

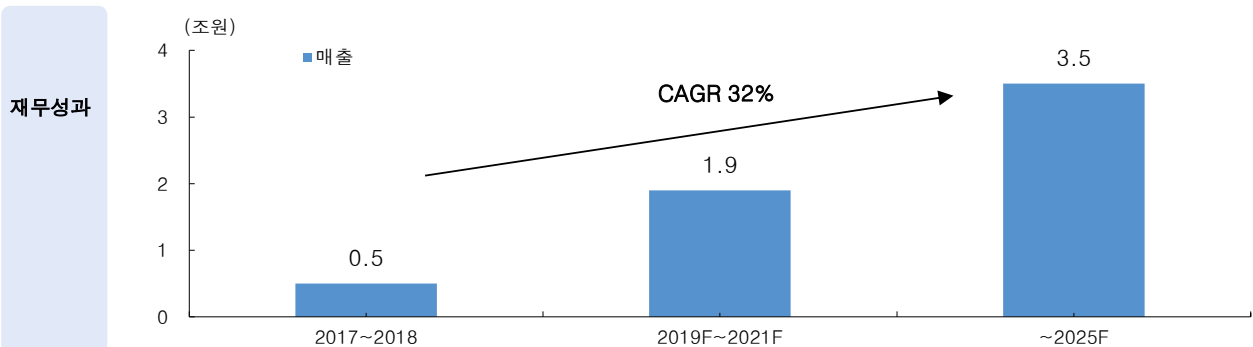
[그림 12] SK바이오텍 실적 추이



주: 1. 2018년은 AMPAC 매출 2,266억원, EBITDA 506억원 합산 기준, 2019년은 한국투자증권 CDMO 사업 추정치 기준  
자료: SK, 한국투자증권

[그림 13] SK의 CDMO 사업 부문 중장기 목표

목표	2017~2018년	2019~2021년	~2025년
Activity	글로벌 API CDMO 도약 - AMPAC 인수 - 자체증설/대형제약사설비(Swords)인수	Full Value Chain 경쟁력 강화 - DP 업체 인수 - 경쟁력 강화 위한 소규모 add-on 투자	글로벌 Top-tier CDMO 도약 - 글로벌 Top-tier CDMO 업체와 합병



주: SK바이오텍, AMPAC 합산  
자료: SK, 한국투자증권



## IV. Valuation

### 바이오사업 가치를 반영한 적정 주가는 399,790원

목표주가 396,000원

SK바이오팜의 가치를 4.9조원, SK바이오텍 가치를 1.8조원으로 평가시 SK의 적정 기업가치는 28.1조원, NAVPS는 399,790원이다. 상장사 지분 가치에 30% 할인을 적용, 비상장사 지분은 회사별 공정가치를 반영했다. 20일 증가 기준 할인율은 29.8%, 상승여력은 42.5%이다.

〈표 14〉 SK NAV 추정

(단위: 십억원, 주)

	시총/장부가액/순이익	지분율	BASE	BEST	비고
영업가치(A)			3,980	3,980	
브랜드로열티			1,833	1,833	2019년 예상 브랜드로열티(계열사 매출의 20bp, 광고비 차감 후 멀티플 10배 적용)
영업가치			2,148	2,148	2019년 예상 세후 영업이익, SI 업체 평균 멀티플 10배 적용
투자자산가치(B)			26,939	30,744	
상장 관계회사 주식			9,255	10,577	
SK텔레콤	20,267	25.2%	3,575	4,086	30% 할인, 20%할인
SK이노베이션	18,077	33.4%	4,226	4,830	
SK머티리얼즈	1,810	49.1%	622	711	
SK네트웍스	1,578	39.1%	432	494	
SKC	1,393	41.0%	400	457	
비상장관계회사 주식			17,683	20,167	
SK E&S	3,865	90.0%	5,962	5,962	2년 평균 예상 순이익 4,831억원에 PER 8배 적용, SK E&S/부산도시가스 보유 China Gas Holdings 지분가치 20% 할인 적용
SK건설	436	44.5%	194	194	4Q18 장부가, PBR 0.8배 적용
SK바이오팜	4,850	100.0%	4,850	4,850	파이프라인 가치 4.85조원
SK바이오텍	1,780	100.0%	1,780	1,780	2019년 예상 EBITDA 1,100억원, 글로벌 peer 멀티플 평균 16배 적용
Essencore	992	100.0%	992	992	2018년 세후 영업이익 991억원, PER 10배 적용
SK실트론	3,156	51.0%	1,610	1,610	2018년 EBITDA 5,260억원, 해외 peer 멀티플 6배 적용
기타			2,297	2,297	기타 보유 지분 4Q18 장부가
유형자산가치(C)			4,086	4,086	
투자부동산			8	8	
자기주식(보통주)			4,077	4,077	
자기주식(우선주)			0	0	
순차입금(D)			6,875	6,875	4Q18 별도 기준
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)			28,129	31,935	
보통주 주식수(F)			70,360,297	70,360,297	주
보통주 자사주 주식수			14,535,948	14,535,948	주
우선주 주식수			566,135	566,135	주
우선주 자사주 주식수			1,818	1,818	주
NAVPS(G)=(E)/(F)			399,790	453,878	원, NAV를 전체 발행주식수로 나눔
보통주 기준일 증가			280,500	280,500	원
우선주 기준일 증가			148,500	148,500	원
Upside			42.5%	61.8%	
Discount			29.8%	38.2%	

주: 3월 20일 증가 기준  
자료: DART, Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요

### ■ 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	32,450	35,199	37,128	46,565	54,885
현금성자산	7,087	7,146	6,783	13,095	17,143
매출채권및기타채권	12,251	13,574	13,262	14,657	15,589
재고자산	6,019	8,178	8,993	8,925	9,493
비유동자산	70,597	74,578	82,329	76,959	81,249
투자자산	13,785	17,088	23,844	17,812	18,945
유형자산	41,033	41,286	39,716	40,966	42,966
무형자산	11,772	12,351	13,811	13,707	14,579
자산총계	103,047	109,777	119,457	123,523	136,133
유동부채	28,717	31,368	30,008	29,061	33,562
매입채무및기타채무	16,680	18,182	15,737	15,618	16,612
단기차입금및단기사채	2,614	2,999	3,426	3,426	3,426
유동성장기부채	5,630	6,548	5,025	5,025	5,025
비유동부채	32,004	32,652	38,561	37,744	38,320
사채	19,377	18,194	22,891	22,891	22,891
장기차입금및금융부채	3,820	5,212	6,295	5,795	5,795
부채총계	60,721	64,021	68,569	66,805	71,882
지배주주지분	13,112	13,660	16,628	18,277	20,454
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,646	5,017	5,062	5,062	5,062
기타자본	(904)	(904)	(904)	(904)	(904)
이익잉여금	8,368	9,838	12,217	13,904	16,119
비지배주주지분	29,214	32,096	34,260	38,442	43,797
자본총계	42,327	45,756	50,888	56,719	64,252

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	9,111	6,930	7,516	12,149	19,502
당기순이익	2,822	5,066	6,151	6,181	7,883
유형자산감가상각비	4,052	4,318	4,538	4,487	4,746
무형자산상각비	1,161	1,324	1,333	1,397	1,486
자산부채변동	130	(2,560)	(2,932)	(1,848)	3,189
기타	946	(1,218)	(1,574)	1,932	2,198
투자활동현금흐름	(7,381)	(6,293)	(8,858)	(843)	(9,787)
유형자산투자	(4,935)	(4,972)	(3,243)	(6,013)	(7,022)
유형자산매각	167	276	276	276	276
투자자산순증	(1,102)	(513)	(2,548)	8,241	2,009
무형자산순증	(878)	(359)	(2,793)	(1,292)	(2,358)
기타	(633)	(725)	(550)	(2,055)	(2,692)
재무활동현금흐름	(1,622)	(408)	979	(4,994)	(5,668)
자본의증가	113	1,173	45	0	0
차입금의순증	(931)	681	4,705	(500)	0
배당금지급	(1,133)	(1,356)	(226)	(223)	(229)
기타	329	(906)	(3,545)	(4,271)	(5,439)
기타현금흐름	(16)	(170)	0	0	0
현금의증가	92	59	(363)	6,312	4,048

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

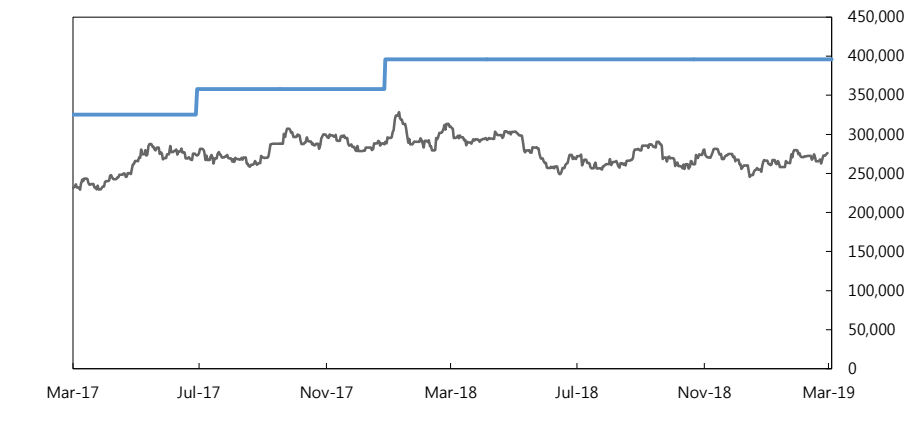
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	82,730	93,296	101,502	100,734	107,144
매출원가	73,006	82,400	91,851	90,127	96,397
매출총이익	9,724	10,897	9,651	10,608	10,747
판매관리비	4,443	5,036	4,963	3,958	2,799
영업이익	5,281	5,861	4,688	6,650	7,948
금융수익	2,537	3,043	3,924	4,008	4,164
이자수익	196	215	234	318	473
금융비용	3,351	3,475	4,555	4,618	4,611
이자비용	796	912	1,068	1,131	1,124
기타영업외손익	(799)	(474)	(195)	(454)	(483)
관계기업관련손익	722	2,488	3,665	2,246	3,180
세전계속사업이익	4,390	7,442	7,528	7,832	10,197
법인세비용	1,360	2,261	1,925	2,198	2,862
연결당기순이익	2,822	5,066	6,151	6,181	7,883
지배주주지분순이익	766	1,677	2,253	1,916	2,444
기타포괄이익	45	(600)	(121)	(121)	(121)
총포괄이익	2,867	4,466	6,030	6,060	7,762
지배주주지분포괄이익	766	1,395	2,209	1,879	2,406
EBITDA	10,494	11,503	10,559	12,534	14,180

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,676	30,007	40,354	34,101	43,481
BPS	197,625	205,348	247,186	270,445	301,142
DPS	3,700	4,000	4,000	4,100	4,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	110.5	12.8	8.8	(0.8)	6.4
영업이익증가율	275.4	11.0	(20.0)	41.8	19.5
순이익증가율	(85.7)	119.1	34.3	(15.0)	27.5
EPS증가율	(87.3)	119.4	34.5	(15.5)	27.5
EBITDA증가율	190.9	9.6	(8.2)	18.7	13.1
수익성(%)					
영업이익률	6.4	6.3	4.6	6.6	7.4
순이익률	0.9	1.8	2.2	1.9	2.3
EBITDA Margin	12.7	12.3	10.4	12.4	13.2
ROA	2.8	4.8	5.4	5.1	6.1
ROE	6.0	12.5	14.9	11.0	12.6
배당수익률	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
배당성향	27.3	13.4	9.9	11.9	9.4
안정성					
순차입금(십억원)	19,694	21,937	26,341	17,702	11,127
차입금/자본총계비율(%)	74.9	72.3	73.4	65.0	57.3
Valuation(X)					
PER	16.8	9.4	7.0	8.1	6.3
PBR	1.2	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.1	6.4	7.5	6.0	5.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK (034730)	2016.04.24	매수	325,000원	-31.7	-24.6
	2017.04.24	1년경과		-17.4	-11.5
	2017.07.18	매수	358,000원	-21.2	-14.2
	2018.01.16	매수	396,000원	-29.7	-17.0
	2019.01.16	1년경과		-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 20일 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버설 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.