

SK(A034730, KOSPI)

**미래가 유망한 지주회사의 주주가 되어,
잘하는 사업을 함께하자**

시가총액 (조 원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
19.8조 원	Positive	320,000원	281,500원	13.7%↑

비즈니스 이슈

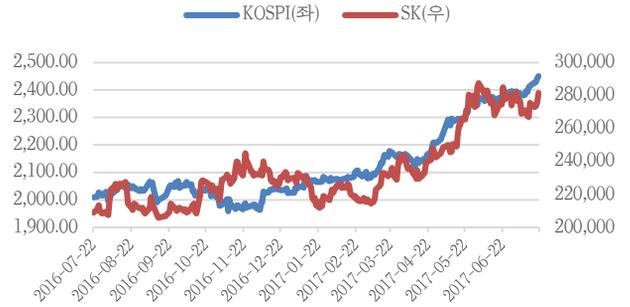
'도시바 반도체 포기 못해'..SK-WD 회장님 진검승부

최태원 SK 회장과 스티브 밀리건 웨스턴디지털 회장이 도시바 낸드 사업 인수를 두고 긴밀한 움직임에 나서면서 경쟁이 더욱 뜨거워지고 있다. “끝날 때까지 끝난게 아니다”라는 명언처럼 두 사람의 진검승부에 반도체 업계의 관심이 집중되고 있다...

출처: 이데일리
<http://www.edaily.co.kr/news/NewsRead.edy?SCD=JC51&newsid=01118486615996488&DCD=A00305&OutLnkChk=Y>

KOSPI 지수 및 SK 주가 추이

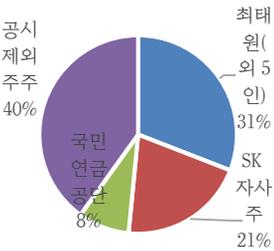
(단위: 원, pt)



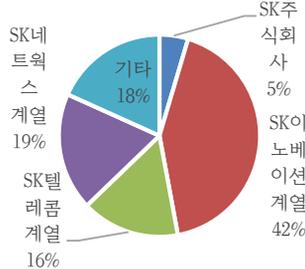
투자포인트

- ① 투자포인트 1: 1등 사업을 유지하며, 신규 사업분야에서 새로이 만들어 낸 경쟁력
- ② 투자포인트 2: 기존 사업과의 시너지를 극대화하며 준비해 나가는 신규 성장동력
- ③ 투자포인트 3-1: 사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀 1 - SK E&S 실적 Tum Around
- ④ 투자포인트 3-2: 사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀 2 - SK 바이오팜&바이오텍 실적 확대 가시화

주주현황



매출구성 (1Q2017)



투자자 거래종합 (단위: 천 주)

날짜	외국인	개인	기관
07/21	-11	-33	44
07/20	-12	7	5
07/19	-10	-5	17
07/18	-6	1	5
07/17	-23	2	20

최근 공시 내용

날짜	내용
06/30	업종변경
07/20	전문서비스업→금융업
06/15	중간배당
07/18	권리주주 확정
06/08	풍문 또는 보도에 대한 해명 SK증권 지분매각 추진

SK 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이(추정치는 시장 Consensus)

(단위: 억 원, 원, 배, %)

Account Name	2015	2016	2017E	2018E	2019E	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017E	3Q2017E	4Q2017E
매출액(수익)	392,995	836,175	922,512	991,444	1,034,276	206,740	211,293	200,648	217,494	230,625	224,427	229,316	240,088
yoy	1520%	113%	10%	7%	4%	3124%	3015%	31%	-4%	12%	6%	14%	10%
영업이익	14,068	52,982	59,790	65,263	69,709	15,129	16,849	9,177	11,827	17,070	13,479	13,801	14,202
yoy	418%	277%	13%	9%	7%	1861%	2058%	92%	53%	13%	-20%	50%	20%
OPM	4%	6%	6%	7%	7%	7%	8%	5%	5%	7%	6%	6%	6%
당기순이익	55,493	28,225	46,685	50,045	54,197	10,627	9,363	6,571	1,665	16,154	11,606	11,564	9,933
(지배주주지분)당기순이익	53,460	7,656	16,686	18,201	20,880	3,871	2,876	2,102	1,193	5,935	3,448	3,547	3,412
yoy(당기순이익 기준)	4172%	-49%	65%	7%	8%	448%	484%	-87%	-5%	52%	24%	76%	497%
NIM(당기순이익 기준)	14%	3%	5%	5%	5%	5%	4%	3%	1%	7%	5%	5%	4%
ROE(분기: Trailing 4Q 기준)	13.8%	6.7%	10.4%	10.2%	10.1%	15.9%	17.4%	6.8%	6.7%	8.0%	8.5%	9.6%	10.9%
PER(분기: Trailing 4Q 기준)	3.05	5.72	11.97	10.97	9.56	2.44	1.98	5.27	5.72	5.08	-	-	-
EPS(분기: Trailing 4Q 기준)	99,406	50,560	65,822	70,559	76,413	114,968	128,867	50,704	50,560	60,461	-	-	-

스크리닝 - 이제는 사업 잘하는 지주사에 투자할 만하다

발제 1 :
점점 성숙해지는 주식 시장에서, 우리는 이제 '기업'을 사고 '사업'을 함께한다는 마음으로 투자할 수 있다

흔히 주식을 사는 것은 기업을 사는 것이자, 사업을 함께하는 것이라고 한다. 조선시대 같은 과거였다면 아무리 매력적인 사업이여도, 평범한 농민이 그 사업으로 돈을 버는 것은 불가능에 가까웠을 것이다. 그러나 오늘날은 거래량이 풍부하고 신뢰도 높은 '주식 시장'이 자리잡았기 때문에, 마음에 드는 사업이 있다면 비교적 소액으로 주식을 사서 사업의 성과를 향유할 수 있다.

한국 주식시장도 어느 정도 안정적으로, 선진국형에 가깝게 자리잡아가는 중이라 생각한다. 그렇기 때문에, 주식시장 초기처럼 마치 룰렛을 돌리고 도박을 하듯이 주식을 하지 않아도 된다. 신뢰할 수 없는 회계장부와 찌라시가 난무하는 시장에서 투자해야 하던 시기는 거의 사라져 가고 있다. 대학생들도 마음만 먹으면, 전자공시시스템이나 여러 건전한 주식 리서치 사이트에서 의견을 나누고 정보를 구하여, 진짜 투자다운 결정을 내릴 수 있다.

발제 2 :
매력적인 사업과 경영 전략을 찾는 데 집중하고, 소액투자의 한계를 넘고자 투자 대상을 대기업 지주사까지 확장

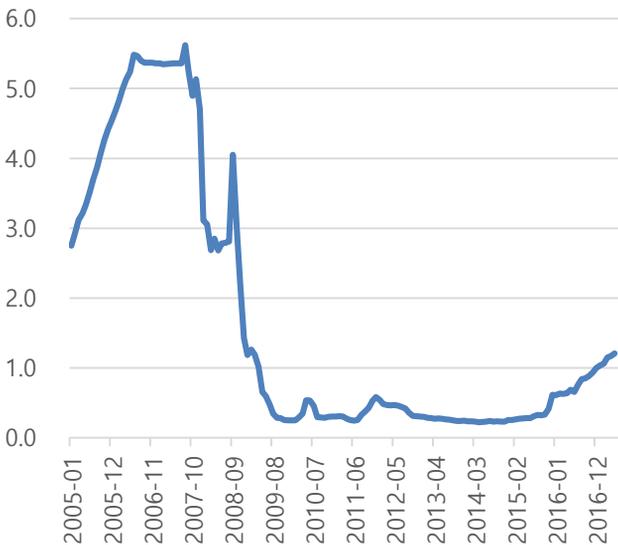
이번 리서치에서는 특히 이러한 생각을 기반으로, 매력적인 '사업'과 '경영'을 찾는 데 집중했다. 여기에 더해서 기왕이면 대형주, 더 나아가 대기업 지주사 중에 매력적인 투자처를 찾으려 노력해 보았다. 소액 투자자라고 해서 반드시 소형주에 투자하란 법은 없으며, 지금처럼 글로벌 전반적으로 정부 수반과 금리 정책이 바뀌어 나가는 상황에선 대형주도 충분히 매력적이라 판단했기 때문이었다.

스크리닝 :
정치, 경제적 상황이 변화하며 지주사의 저평가 요인이 해소되어 가고 있음을 확인
여러 대기업 지주사 가운데 'SK'에 주목

여기에 최근 국내에서 정권 교체와 더불어, 스튜어트십 코드 도입이나 그룹 지배 구조 정상화에 대한 이슈가 부각되고 있는 점에 주목했다. 과거라면 그룹 총수가 배당 이외의 방법으로도 소유 기업의 알짜 자산을 얼마든지 가져갈 수 있었기 때문에, 대기업 그룹 지주사가 저평가받을 수밖에 없던 것이 사실이다. 그러나 전격적인 정권 교체와 경기 확장 기대감이 맞물려, 그룹 지배구조 정상화 및 지주회사의 배당 확대 가능성이 높아지고 있다고 판단했다. 이제 사업을 잘 하고 있는지만 보고, 지주사를 제대로 평가할 수 있게 된 것이다.

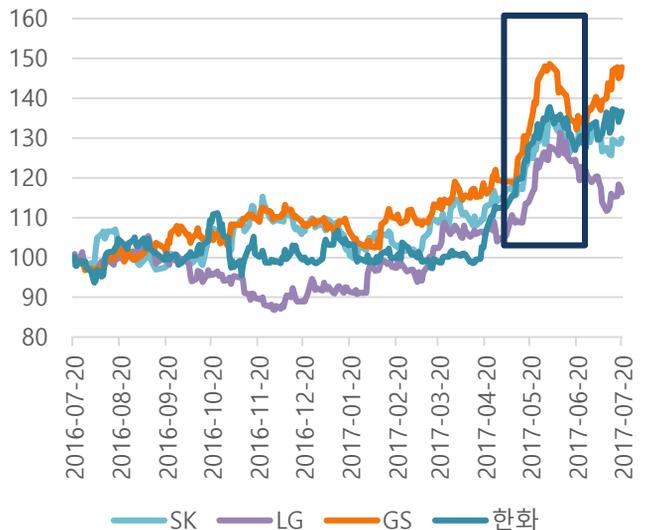
이러한 기대감을 시장에서도 반영하여, 국내 주요 지주사들의 주가는 정권 교체 이후 크게 요동친 바 있다. 아직까지는 막연한 기대감이 전부이기 때문에 최근 추이는 비교적 잠잠한 편이나, 실질적인 재평가는 이제부터 시작이라고 생각한다. 그렇다면 어떤 지주사가 이런 가치 할인 요인을 해소한 데 이어, 사업까지 잘 해나가고 있을까? 주관적으로 'SK'에 주목해 보고자 한다.

[그림 1] 미국 U\$ LIBOR(3M) 추이(단위: %)



자료 : Quantwise

[그림 2] 국내 상장 지주사 1년 전 대비 상승 추이(단위: %)



자료 : Quantwise

기업분석 - 별도의 사업을 영위하는 사업지주회사지만, 역시 중요한 건 자회사

기업개요

지주회사는 크게 순수지주회사와 사업지주회사로 분류할 수 있다. SK는 그 중 사업지주회사, 즉 직접 어떠한 사업활동을 함과 동시에 다른 회사를 지배하기 위해 주식을 소유하는 사업형 지주회사에 속한다. 2017년 1분기 기준으로 주요 종속 회사는 290여 개에 달하지만, 크게 다음과 같은 묶음으로 나눌 수 있다.

[그림 3] SK 주요 종속 회사 현황

계열명	계열사
SK이노베이션 계열	SK이노베이션, SK에너지, SK종합화학, SK인천석유화학, SK배터리시스템즈 등
SK텔레콤 계열	SK텔레콤, SK브로드밴드, SK플래닛, 아이리버 등
SK네트웍스 계열	SK네트웍스, SK매직 등
SKC 계열	SKC, SKC솔믹스, SK바이오랜드 등
SK건설 계열	SK건설 등
SK해운 계열	SK해운 등
SK E&S 계열	SK E&S, 강원도시가스, 부산도시가스, 전남도시가스 등
기타	SK머티리얼즈, SK에어가스, SK트리켄, SK인포섹, SK바이오팜, SK바이오텍, SK임업, 에스엠코어

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

사업소개 - 지주부문

SK가 영위하는 사업은 크게 두 부문으로 나눌 수 있는데, 자회사의 제반사업 내용을 관리하는 지주부문과 IT서비스 등을 그룹 전반에 제공하는 사업부문이 있다. 지주부문은 아래와 같은 주요 자회사 및 기타 투자회사로부터 배당수익, 브랜드 사용수익, 임대수익 등을 수취하는 사업이다.

[그림 4] SK 지주부문 관련 주요 자회사 (단위: 백만 원)

자회사명	지분율*	장부가액	영업업종	비고
SK이노베이션(주)	33.40%	3,072,937	지주사업 및 원유/화학 관련 사업	상장
SK텔레콤(주)	25.22%	5,080,681	정보통신사업	상장
SK네트웍스(주)	39.14%	706,229	에너지 및 정보통신 유통, 렌터카, 패션사업	상장
SKC(주)	41.00%	548,654	PET 필름제조 및 화학사업	상장
SK머티리얼즈(주)	49.10%	473,335	특수가스 생산 및 판매업	상장
SK건설(주)	44.48%	545,300	인프라, 건축주택, 플랜트 건설사업	비상장
SK해운(주)	83.08%	332,400	해상운송	비상장
SK E&S(주)	100.00%	2,600,000	가스사 소유 및 복합화력발전	비상장
SK바이오팜(주)	100.00%	328,702	생명과학연구	비상장
SK바이오텍(주)	100.00%	163,818	의약품 중간체 제조	비상장
SK임업(주)	100.00%	61,387	조림사업, 조경사업, 복합임업사업	비상장
SK인포섹(주)	100.00%	44,077	정보보호서비스	비상장

(*) 상지분율은 2017년 3월 31일 현재 보통주 기준임.

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

사업소개 - 사업부문

사업부문은 IT서비스 사업, 중고차 유통업 등으로 나눌 수 있으며 그 비중은 매우 작은 편이다. 사업부문의 실적은 지주부문의 실적과 비교해도 그 비중이 작은 편이며, SK가 연결 재무제표 기준으로 주요 자회사들로부터 매출액 및 영업이익을 인식하는 것까지 감안하면 그 영향력은 아주 미미하다. 우선 지주부문과 사업부문 간 비교 추이를 살펴보면 다음과 같다.

[그림 5] 2015년 이후 지주부문과 사업부문 간 비교 추이 (단위: 억 원)

(기준일 : 2017/03/31)

구 분	2017년 1분기				2016년 1분기				2016년				2015년			
	매출액		영업이익		매출액		영업이익		매출액		영업이익		매출액		영업이익	
	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율
지주부문	6,235	50%	5,839	90%	6,262	56%	5,917	92%	8,171	26.20%	6,552	77%	1,142	6%	413	16%
사업부문 (IT서비스 등)	6,137	50%	683	11%	4,923	44%	530	8%	22,967	73.80%	1,911	23%	19,508	95%	2,114	84%
계	12,372	100%	6,523	100%	11,185	100%	6,447	100%	31,137	100%	8,464	100%	20,650	100%	2,527	100%

* 상지 재무정보는 별도 재무제표 기준 수치임

* 2015년 실적은 존속법인인 SK주식회사(舊) 에스케이씨앤씨 주식회사)의 1월부터 12월까지 실적에 소멸법인인(舊) SK주식회사의 8월~12월 5개월의 실적이 합산되어 있음

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

기업분석 - 별도의 사업을 영위하는 사업주회사지만, 역시 중요한 건 자회사

기업분석 - 자산, 매출액, 영업이익 추이

한편 SK의 총자산, 매출액, 영업이익 추이를 분류별로 살펴보면 아래와 같다. 앞에서 살펴봤던 지주부문과 사업부문 관련 수치는 'SK주식회사' 분류에 포함된다. SK주식회사 내 지주부문의 비중과 기타 자회사 관련 수치를 감안하면, SK는 영위하는 사업보다 자회사의 영향이 더 지대한 것으로 판단된다.

[그림 6] SK 자산총액, 매출액, 영업이익 추이 (단위: 백만 원)

대상 회사	사업부문	2017년 1분기		2016년		2015년	
		자산총액	비중	자산총액	비중	자산총액	비중
SK주식회사	지주사업 및 IT서비스 사업	19,013,007	16.16%	18,380,808	15.67%	17,593,083	15.94%
SK이노베이션 계열	지주사업 및 원유/화학관련 사업	33,234,590	28.24%	32,581,331	27.77%	31,359,835	28.42%
SK텔레콤 계열	정보통신 사업	30,517,821	25.94%	31,297,663	26.68%	28,581,387	25.90%
SK네트웍스 계열	에너지 및 정보통신 유통, 렌터카, 패션사업	8,624,639	7.33%	8,620,317	7.35%	8,203,152	7.43%
SKC 계열	PET 필름제조 및 화학사업	3,472,858	2.95%	3,528,839	3.01%	3,688,197	3.34%
SK건설 계열	인프라, 건축주택, 플랜트 건설사업	5,839,098	4.96%	5,882,500	5.01%	6,127,323	5.55%
SK해운 계열	해상운송	4,579,062	3.89%	5,130,172	4.37%	4,736,436	4.29%
SK E&S 계열	가스사 소유 및 복합화력 발전	8,394,686	7.13%	7,814,584	6.66%	7,101,422	6.44%
기타	생명과학 연구, 조립사업, 정보보호서비스 등	3,991,720	3.39%	4,071,279	3.47%	2,955,911	2.69%
단순합계		117,667,480	100.00%	117,307,493	100.00%	110,346,746	100.00%
연결조정 효과		△14,819,014	-	△14,260,156	-	△13,712,937	-
총 합계		102,848,466	-	103,047,337	-	96,633,809	-

대상 회사	사업부문	2017년 1분기		2016년 1분기		2016년		2015년	
		매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
SK주식회사	지주사업 및 IT서비스 사업	1,237,215	4.61%	1,118,468	4.65%	3,113,719	3.21%	2,065,032	4.58%
SK이노베이션 계열	지주사업 및 원유/화학관련 사업	11,387,072	42.45%	9,458,197	39.33%	39,520,539	40.75%	18,610,738	41.24%
SK텔레콤 계열	정보통신 사업	4,234,365	15.79%	4,228,463	17.58%	17,091,816	17.63%	7,235,746	16.03%
SK네트웍스 계열	에너지 및 정보통신 유통, 렌터카, 패션사업	5,057,780	18.86%	4,382,031	18.22%	18,457,381	19.03%	8,710,420	19.30%
SKC 계열	PET 필름제조 및 화학사업	587,014	2.19%	576,528	2.40%	2,379,287	2.45%	1,017,296	2.25%
SK건설 계열	인프라, 건축주택, 플랜트 건설사업	1,562,257	5.82%	1,885,734	7.84%	8,583,442	8.85%	4,158,661	9.21%
SK해운 계열	해상운송	408,252	1.52%	436,492	1.82%	1,643,400	1.69%	813,877	1.80%
SK E&S 계열	가스사 소유 및 복합화력 발전	1,665,403	6.21%	1,599,627	6.65%	4,044,763	4.17%	1,684,690	3.73%
기타	생명과학 연구, 조립사업, 정보보호서비스 등	684,977	2.55%	361,673	1.50%	2,136,810	2.20%	833,760	1.85%
단순합계		26,824,335	100.00%	24,047,214	100.00%	96,971,157	100.00%	45,130,220	100.00%
연결조정 효과		△3,761,816	-	△3,549,154	-	△13,353,663	-	△5,830,695	-
총 합계		23,062,519	-	20,498,060	-	83,617,494	-	39,299,525	-

대상 회사	사업부문	2017년 1분기		2016년 1분기		2016년		2015년	
		영업이익	비중	영업이익	비중	영업이익	비중	영업이익	비중
SK주식회사	지주사업 및 IT서비스 사업	652,278	27.31%	644,710	29.24%	846,373	13.44%	252,718	15.10%
SK이노베이션 계열	지주사업 및 원유/화학관련 사업	1,004,273	42.06%	844,795	38.32%	3,228,081	51.28%	340,577	20.35%
SK텔레콤 계열	정보통신 사업	410,502	17.19%	402,127	18.24%	1,495,519	23.76%	762,201	45.55%
SK네트웍스 계열	에너지 및 정보통신 유통, 렌터카, 패션사업	29,655	1.24%	30,994	1.41%	167,336	2.66%	116,019	6.93%
SKC 계열	PET 필름제조 및 화학사업	37,791	1.58%	45,388	2.06%	154,411	2.45%	83,484	4.99%
SK건설 계열	인프라, 건축주택, 플랜트 건설사업	16,344	0.68%	52,739	2.39%	30,657	0.49%	△54,550	△3.26%
SK해운 계열	해상운송	△613	△0.03%	32,751	1.49%	△29,936	△0.48%	61,976	3.70%
SK E&S 계열	가스사 소유 및 복합화력 발전	163,354	6.84%	106,303	4.82%	154,527	2.45%	28,851	1.72%
기타	생명과학 연구, 조립사업, 정보보호서비스 등	74,410	3.12%	44,935	2.04%	248,333	3.94%	82,174	4.92%
단순합계		2,387,993	100.00%	2,204,743	100.00%	6,295,301	100.00%	1,673,450	100.00%
연결조정 효과		△680,960	-	△679,161	-	△997,122	-	△270,186	-
총 합계		1,707,033	-	1,525,582	-	5,298,179	-	1,403,264	-

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

투자포인트 - Brainstorming: SK가 만들어 나가는 사업 포트폴리오에 주목한다

Brainstorming

자회사가 SK의 재무상태 및 실적에 미치는 영향이 높기 때문에, SK에 대한 투자를 고민할 때에는 물론 자회사들이 좋은 성적을 내고 있느냐도 중요하다. 하지만 이보다 더 눈여겨볼 점은 SK가 그리고 있는 일종의 '큰 그림'이다. SK는 결국 지주사인 만큼, 산하의 기업들로 구성된 '사업 포트폴리오' 자체가 매력적인 사업인지, 앞으로도 더 매력적일 수 있는지가 중요하다는 의미이다.

이는 우리가 투자자 입장에서 지주사 SK를 보유하고 있는 사업자, 즉 그룹 총수와 사업을 함께 할지 말지 결정해야 한다는 시각이다. 마치 버크셔 해서웨이 주식을 매수할지 말지 결정할 때, 버크셔 해서웨이 자체의 사업 포트폴리오와 경영 방향성이 어떤지 주목하는 것과 같은 맥락이다.

과연 SK는 매력적인 '사업 포트폴리오'를 갖고 있고, 또 만들어 나가고 있는가? 여기서는 아래와 같이 여러 관점에서 긍정적으로 생각하며, 한 가지씩 세부적으로 살펴보려 한다.

투자포인트 1 :

1등 사업을 유지하며, 신규 사업분야에서 새로이 만들어 낸 경쟁력

투자포인트 하나는, SK가 1등 사업을 지키면서 새로운 강점을 착실하게 쌓아올려 나가고 있다는 점이다. SK의 자회사인 SK이노베이션과 SK텔레콤은 각 업계에서 안정적인 1등 사업자 지위를 유지하고 있다. 이러한 가운데 SK는 하이닉스를 SK그룹에 편입시켜, 지금과 같이 경쟁력 있는 SK하이닉스를 탄생시켰다.

SK하이닉스를 반도체 산업의 강자로 부흥시킨 것도 좋지만, SK가 반도체 산업에서의 경쟁력을 강화해 나가는 과정도 주목할 만하다. 단적인 예로 OCI머티리얼즈(현 SK머티리얼즈)와 LG실트론을 인수하는 것을 들 수 있다. 반도체 Value Chain과 밀접한 연관을 가진 소재 및 재료 기업을 인수하여, SK하이닉스와의 시너지 효과 및 향후 기업가치 향상을 노리는 점은 분명 긍정적으로 볼 수 있다.

투자포인트 2 :

기존 사업과의 시너지를 극대화하며 준비해 나가는 신규 성장동력

또다른 투자포인트로, SK가 미래 산업을 내다보며 신규 성장동력을 만들어 나가는 점을 들 수 있다. 정유(SK이노베이션)와 통신(SK텔레콤)에 반도체(SK하이닉스)까지, 지금 운용해 나가는 주력 사업도 나름의 경쟁력과 성장성을 가지고 있다. 그러나 SK는 그 다음의 미래에 대해서도 나름의 그림을 그려나가고 있는 듯하다. 아직 그룹의 주축이 될 정도는 아니지만, SK가 관심 있게 육성해 나가는 사업은 바이오, 빅데이터, 스마트팩토리, 렌탈, OLED 소재 제조 등으로 다양하다.

다양하기만 하다면 단순한 문어발식 경영에 지나지 않을 수 있지만, SK가 주목하는 사업들은 기존에 영위하는 사업들과의 연관성이 상당히 높다. 이를테면 바이오와 OLED 소재 제조는 기존의 정유*화학 사업의 연장에서 생각할 수 있고, 빅데이터나 렌탈은 기존의 통신 사업과 시너지를 기대할 수 있다. 스마트팩토리의 경우 2016년 하반기 신흥기계(현 에스엠코어)를 인수하여 사업 발판을 마련한 점이 주목할 만하다.

투자포인트 3 :

사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀들

SK는 비상장회사인 SK E&S를 통해서 발전&LNG사업, SK바이오팜과 SK바이오텍을 통해 제약&바이오 사업을 영위하고 있다. 이 두 사업은 최근 몇 년 간 날개를 펴지 못한 사업이었으나, 사업에 대한 꾸준한 투자 및 연구 개발을 통해 최근 다음과 같이 가시적인 성과를 보이고 있다.

*SK E&S의 경우 정부의 친환경에너지 사용 기조로 인해 석탄 대신 LNG 발전의 확산이 기대되고 있다.

*SK바이오팜&바이오텍의 경우 신약 개발의 완료 및 CAPA 증설에 의한 실적 확대가 가시화되고 있다.

중요한 건, 이러한 포인트들은 지금까지 SK가 성공적으로 사업 포트폴리오를 운용한 결과라는 점이다. 어찌다 업황이 개선되었거나 운이 좋아 투자에 성공한 게 아니라, 불황에도 사업을 유지할 수 있고 미래를 기대하며 현재 투자를 지속할 수 있는, SK의 사업 포트폴리오가 이러한 모멘텀을 만들었다고 보는 것이 맞다. 사업 능력에 대한 신뢰에 더불어 이렇게 기업 가치의 재평가를 기대할 수 있는 가능성의 존재는, 투자 매력도를 더욱 높여 주는 요인들이라 볼 수 있다.

투자포인트 1 - 1등 사업을 유지하며, 신규 사업분야에서 새로이 만들어 낸 경쟁력

1등 사업 두 개를 균형 있게 영위하였으나, 새로운 강점 창출을 위해 반도체 사업 시작

첫 번째 투자포인트는, SK가 현재 가시적인 성과를 창출해 낸 경쟁력에 관한 것이다. SK는 지금의 지주사 형태가 되기 전에도, 각 산업 분야의 1등 사업자 SK이노베이션과 SK텔레콤을 보유하고 있었다. 이들은 각 산업에서 상당히 오랜 기간을 1위 사업자로 군림함은 물론, 규모 또한 엇비슷하여 SK의 사업 포트폴리오에서 균형 잡힌 모습을 보여주고 있었다.

그러나 이들 만한 강점을 가진 신규 사업은 상당히 오랜 기간 부재했는데, 이를 의식이라도 한 듯 SK가 새로이 키워 나간 사업은 다름 아닌 '반도체'였다.

인수 당시 재정난에 빠져 있던 SK하이닉스를 지금의 위상으로 끌어올리는데 성공

지금에야 SK하이닉스가 KOSPI 시가총액 2위 자리를 확고히 지킬 만큼 성장했지만, SK가 하이닉스를 인수했을 당시에는 아무도 지금의 위상을 생각하지 못했을 것이다. 애당초 경영난에 빠져 매물로 나온 것을 2011년 SK그룹이 인수하였기 때문이다(SK텔레콤을 통하여 지분 20.6% 인수).

그만큼 반도체 산업의 재도약에 대해 확신하기 어려운 상황이었지만, SK는 인수한 이래 충분한 지원을 통해 경쟁력을 키워나갔고, SK하이닉스를 지금의 위상으로 끌어올리는데 성공했다. 현재의 SK하이닉스는 DRAM M/S 2위, NAND Flash M/S 5위의 지배적 위치를 바탕으로, 반도체 주요 사업자인 도시바 반도체의 인수전에도 활발히 참여하고 있다.

[그림 7] SK하이닉스의 1995~2009년 경영지표

<표> SK하이닉스의 경영지표, 1995~2009년(단위: 억 원)

년도	자산총액	자본금	매출액	영업이익	당기순이익
1995	40,490	2,300	39,021	15,098	8,346
1996	62,635	2,800	31,672	5,383	711
1997	107,642	2,800	34,910	6,394	-1,835
1998	125,178	5,695	44,171	238	1,451
1999	203,886	24,697	60,120	6,461	2,244
2000	178,998	24,698	89,024	15,007	-24,868
2001	120,043	50,739	39,835	-12,921	-50,736
2002	90,688	262,175	30,001	-7,794	-17,772
2003	69,061	22,362	29,710	-2,075	-23,131
2004	82,550	22,420	50,894	16,761	16,925
2005	102,654	22,565	57,534	14,300	18,174
2006	136,258	23,128	75,692	18,725	20,124
2007	148,756	23,138	84,338	2,575	3,463
2008	131,993	23,157	64,954	-22,022	-47,196
2009	134,248	29,658	75,215	-1,158	-3,478

자료 : NAVER 한국민족문화대백과

[그림 8] 메모리 반도체(DRAM, NAND Flash) 시장 M/S 추이

DRAM(단위: %)

삼성전자	48
SK하이닉스	25.2
마이크론	19.2
기타	7.6

NAND Flash(단위: %)

삼성전자	35.4
도시바	19.6
웨스턴디지털	15.4
마이크론	11.9
SK하이닉스	10.1
인텔	6.7
기타	0.9

*2016년 연간매출 기준

자료 : HIS

투자포인트 1 - 1등 사업을 유지하며, 신규 사업분야에서 새로이 만들어 낸 경쟁력

반도체 사업의 경쟁력 제고 과정에서, 적절한 M&A를 통해 경쟁력 극대화

지배적으로 영위하던 1등 사업과 완전히 다른 신사업 분야를 유의미하게 키워낸 것은, 향후 방향성에 있어 분명히 긍정적인 부분이다. 여기에 더불어 주목할 만한 건, SK가 반도체 사업에서의 영향력 및 경쟁력을 키워나간 과정이다.

사실 어느 정도 수준의 기술력을 가지고 있던 하이닉스였기에 재정적 지원으로도 경쟁력을 향상시킬 수 있었겠지만, SK는 반도체 산업 Value Chain 내 주요 기업들을 적절히 인수하며 경쟁력을 극대화했다. 이는 현재진행형이기도 한데, 가장 최근의 주요 M&A 사례는 SK머티리얼즈와 SK실트론(임의명칭, 구 LG실트론)를 꼽을 수 있다.

공정 관련 핵심 가스를 생산하는 SK머티리얼즈와 관련 소자를 생산하는 SK실트론을 인수하여, SK의 경쟁력 제고를 원활히 함은 물론, 인수한 기업 자체의 기업가치 향상도 노릴 수 있게 되었다. 단적인 예로 SK머티리얼즈의 경우, 4,700억으로 인수한 지분가치는 시가총액 기준으로 현재 약 1조 원에 달한다. 이는 소위 '반도체 슈퍼 사이클'에 의한 성과이기도 한데, 이를 감안해도 향후 반도체 산업의 성장성을 내다보고 투자한 점은 긍정적으로 바라볼 만 하다.

기존 주력 사업에서 벗어나, 새로운 신사업을 성공적으로 구축한 점, 내재가치에 프리미엄 부여 가능

주목해야 할 포인트는 반도체 산업 자체의 사이클 및 상황보다, 기존에 보유하고 있던 1등 사업을 벗어나 새로운 주력 사업을 성공적으로 정착시켰다는 점이다. 여기에 대해 신뢰할 수 있다면 향후 제시하는 신사업에 대해서도 긍정적인 시선으로 바라볼 수 있고, SK 지주사에 대한 투자를 지속할 수 있기 때문이다.

정량적으로 가늠하기에는 다소 어려운 포인트지만, 신규 사업을 성공적으로 안착시키고 경쟁력을 강화해 나간다는 점은 기업의 내재가치에 확실하게 프리미엄을 부여할 수 있다고 판단한다.

[그림 9] SK하이닉스 시가총액 추이 (단위: 억 원)



[그림 10] SK머티리얼즈, LG실트론 인수 상세내역

1. 발행회사	회사명	SK머티리얼즈 주식회사 (SK Materials Co.,Ltd.)		
	국적	대한민국(Korea)	대표자	임민규
	자본금(원)	5,273,836,500	회사와 관계	-
	발행주식총수(주)	10,547,673	주요사업	특수가스 제조 및 판매업
2. 취득내역	취득주식수(주)	5,178,535		
	취득금액(원)	470,331,755,000		
	자기자본(원)	40,865,324,811,742		
	자기자본대비(%)	1.15		
3. 취득후 소유주식수 및 지분비율	대규모법인여부	해당		
	소유주식수(주)	5,178,535		
4. 취득방법	지분비율(%)	49.1		
	현금취득			
5. 취득목적	반도체 특수가스 사업 진출을 통한 신규 성장 Portfolio 육성			
6. 취득예정일자	2016-02-16			
7. 이사회결의일(결정일)	2015-11-23			

1. 발행회사	회사명	주식회사 LG실트론(LG Siltron Incorporated)		
	국적	대한민국 (Korea)	대표자	변영삼
	자본금(원)	33,511,675,000	회사와 관계	-
	발행주식총수(주)	67,023,350	주요사업	다이오드, 트랜지스터 및 유사 반도체소자 제조업
2. 취득내역	취득주식수(주)	34,181,410		
	취득금액(원)	620,000,000,000		
	자기자본(원)	40,077,250,382,395		
	자기자본대비(%)	1.55		
3. 취득후 소유주식수 및 지분비율	대규모법인여부	해당		
	소유주식수(주)	34,181,410		
4. 취득방법	지분비율(%)	51		
	현금취득			
5. 취득목적	실리콘 웨이퍼 제조/판매사업 진출을 통한 반도체 소재사업 확장			
6. 취득예정일자	-			
7. 이사회결의일(결정일)	2017-01-23			

자료 : Quantwise

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

투자포인트 2 - 기존 사업과의 시너지를 극대화하며 준비해 나가는 신규 성장동력

주력 사업을 바탕으로, 미래 성장성이 높은 산업을 지속 육성

새로운 주력 사업을 성공적으로 정착시켰다는 맥락에서, SK가 만들어 나가는 신규 성장동력 역시 긍정적으로 볼 만하다. 정유와 통신, 반도체 사업도 나름의 경쟁력과 성장성이 있지만, 이를 바탕으로 미래 그림을 그려나가는 것이다. 아직 그룹의 주축이 될 만한 규모는 아니지만, SK가 관심있게 육성해 나가는 사업은 바이오(SK바이오팜, SK바이오텍), 빅데이터, 스마트팩토리(에스엔코어), 렌탈(SK네트웍스), OLED 소재 제조(SKC) 등으로 성장성 높은 산업에 다양하게 분포되어 있다.

신사업들을 기존의 주력 사업과 연관지어 발전시킨다는 점에서 사업 포트폴리오의 강점 부각

주목할 만한 점은, 이들 신사업이 기존의 주력 사업과 연관지어 발전시킬 수 있다는 점이다. 만일 그냥 다양하기만 하다면 단순한 문어발식 경영에 지나지 않았겠지만, 기존의 강점을 살리며 키워나갈 수 있는 신사업을 해나간다는 점이 긍정적이다.

-Ex) 바이오 & OLED 소재 제조 사업 -> 기존 정유화학 사업의 강점 활용

이를테면 바이오와 OLED 소재 제조 같은 경우, 기존 정유화학 사업에서의 강점을 바탕으로 사업을 키워나간다고 볼 수 있다. OLED 소재 제조를 맡은 자회사 SKC는 전통적인 화학 기업이지만, 최근 전문 자회사 및 M&A를 통해 OLED 소재 및 필름 제조로의 사업 다각화를 진행하고 있다.

바이오 역시 SK바이오텍을 필두로 SK 그룹 차원의 원유 정제 및 화학 공장 운영 노하우를 활용하고 있다. SK바이오텍이 영위하는 CMS사업의 경우 생산 기술 선점, 규모의 경제 구축, 생산 공정 전반 발주 등에서 강점을 가져야 하는데, 이 방면에서 SK그룹의 정유화학 사업 관련 노하우가 유용하게 쓰이는 것이다. 이 덕분에 안정적으로 쌓아 나가는 실적을 바탕으로, SK 그룹은 신약 개발 회사인 SK바이오팜의 경쟁력도 순조롭게 키워나가고 있다.

[그림 11] SK바이오텍 주요 연혁

연도	주요 이벤트	비고
1998	의약품 생산 사업 진출(의약품 중간체)	*화학/축매 기술을 기반으로 사업화시작 *의약품 생산사업 개시 *1999년 1공장, 2003년 2, 3공장 생산 시작
2005	원료의약품 사업 진출	*BMS사의 당뇨치료제 수주
2013	원료의약품 사업 확대	*각국의 규제기관 인증 확보 (일본: 2013년, 미국: 2014년, 유럽: 2015년)
2015	SK바이오텍 분사	*SK 바이오팜 CMS 사업부 물적 분할
2016	지배구조 변경 및 증자 추진	*SK주식회사의 직접 자회사로 전환 *원료의약품 전용 공장 증설 중

자료 : SK바이오텍, 삼성증권

[그림 12] SKC 연결실체의 사업부문별 현황

구분	회사	주요 재화 및 용역	사업내용
화학사업	SKC	POD 등	POD 등의 제조 및 판매
필름사업	SKC, SKC Inc., SKW, SKC(Jiangsu) High Tech Plastics, SKC Europe GmbH	PET 필름 등	PET 필름 등의 제조 및 판매
전자재료사업	SKC, SK텔레시스, Techdream Co., Ltd., SE(강소)전자재료(유), SKC솔믹스, SKC솔믹스 Taiwan, SKC솔믹스 Shanghai	반도체 부품소재 등	반도체 부품소재 등의 제조 및 판매,
BHC사업	SK바이오랜드, BIOLAND BIOTEC CO.,LTD, BIOLAND HAIMEN CO.LTD	화장품 원료 등	화장품 원료 등의 제조 및 판매
기타	SK텔레시스, SKC인프라서비스(주)	중계기 등	중계기 등의 판매

자료 : 전자공시시스템(SK, dart.fss.or.kr)

투자포인트 2 - 기존 사업과의 시너지를 극대화하며 준비해 나가는 신규 성장동력

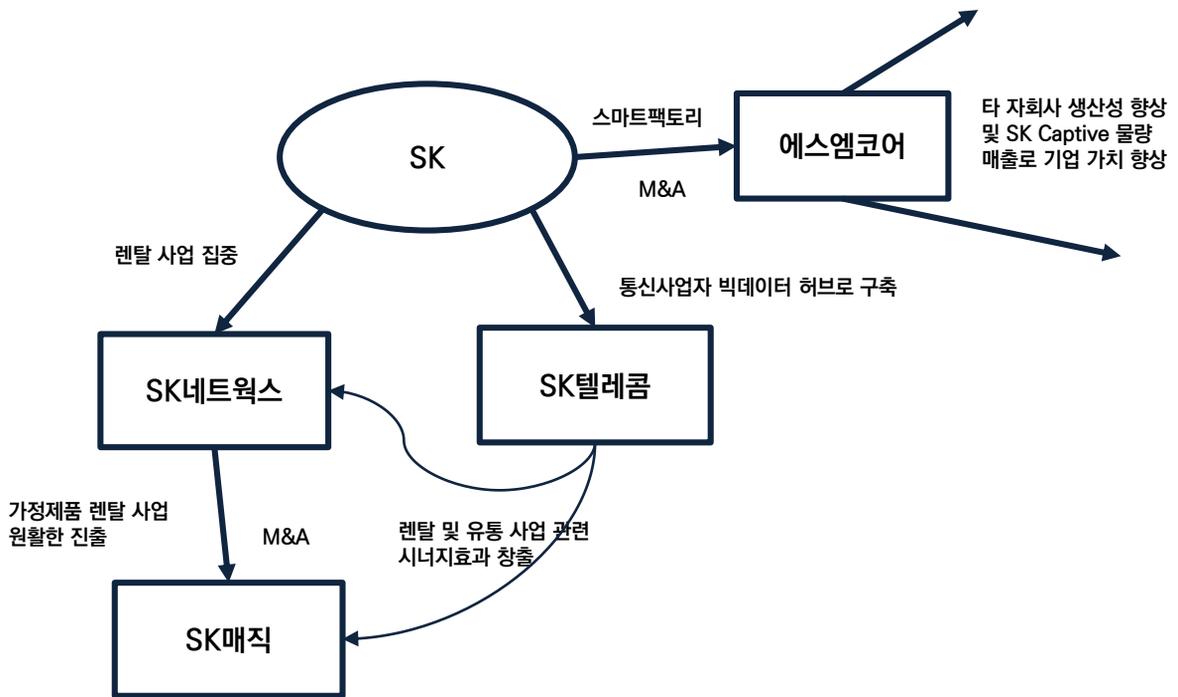
신사업들을 기존의 주력 사업과 연관지어 발전시킨다는 점에서 사업 포트폴리오의 강점 부각

-Ex) 렌탈, 빅데이터, 스마트팩토리 사업 -> 기존 통신 사업의 강점 활용 + M&A

다른 신사업 역시 같은 맥락에서 긍정적인 시선으로 바라볼 수 있다. Energy Marketing / 정보통신 / 상사 사업 등 다양한 사업을 영위하던 SK네트웍스는 SK매직 인수를 통해 가전용품, 자동차 렌탈 산업으로 진출하고 있다. 렌탈 사업 확장에 있어서, SK텔레콤에서 쌓아온 소비자 관련 데이터가 상당한 시너지 효과를 발휘할 수 있을 것이다.

이외에 빅데이터 관련 사업은 그간 통신 데이터를 축적해 온 SK텔레콤을 직접적으로 활용하여 주도권을 확보하려 하고 있다. 사업 확장에 있어서 즐겨 쓰던 M&A를 통해, 자동화설비 강소기업인 에스엠코어를 인수하여 스마트팩토리 관련 사업에도 진출하고 있다.

[그림 13] SK 신사업(빅데이터, 렌탈, 스마트팩토리) 관련 사업 구조



자료 : SK, 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

과감하고 전격적인 투자 뿐만 아니라, 기존 사업과의 연계와 M&A를 활용하여 사업 포트폴리오를 점진적으로 구축해 나가는 점이 매력

이번에도 각 사업의 구체적인 가이드선스 및 성공 가능성을 따져보기보단, SK가 그려나가는 사업 포트폴리오에 주목할 필요가 있다고 생각한다. 적극적인 신사업 진출을 이어나가고 있지만, 무작정 확장하거나 무리하게 사업을 벌이는 것이 아닌, 기존 포트폴리오의 강점도 충분히 활용하고 있다는 것이다.

어찌 보면 앞선 투자포인트와 상충되는 것 같아 보이기도 하지만, 한편으로 사업 포트폴리오의 점진적인 성장 가능성을 긍정적으로 키워주는 것이기도 하다. 모든 사업을 반도체 사업처럼 전격적으로 뛰어든다면 아무래도 그룹 전반에 무리가 갈 수 있기 때문이다.

누차 언급했듯이 M&A도 상당히 적극적으로 활용하는데, 덩치가 큰 기업을 무모하게 인수하기보다 강점을 갖고 있지만 일시적으로 성장성이 둔화된 기업을 위주로 인수하는 점도 긍정적이다. SK매직(구 동양매직)이나 에스엠코어(구 신흥기계)의 경우는 물론, 앞서 언급했던 SK머티리얼즈(구 OCI머티리얼즈)나 LG실트론도 그 사례로 볼 수 있다.

사업 포트폴리오를 확장하는 데 있어 때로는 과감한 투자를 하기도 하고, 때로는 기존 사업과 연계하여 가능성 있는 사업에 투자하는 점은, 지주사와 사업을 함께한다는 관점에서 투자할 경우 분명 매력적이다.

투자포인트 3 - 사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀

성공적인 사업 포트폴리오 구축으로 인해, 기대해 볼만 한 모멘텀 존재

투자포인트 3은 어쩌면, 앞서서의 두 투자포인트에 의해 얻게 된 부가적 포인트라고도 볼 수 있다. 지금까지 사업을 해온 과정에 의해 가지게 된 가치 상승 모멘텀이기 때문이다.

이들은 앞서 많이 언급한 주력 사업과 관련된 사항들은 아니지만, 생각보다 SK의 이익 및 주가에 대한 영향력이 높은 모멘텀들이다. 한 가지씩 살펴보면 다음과 같다.

모멘텀 1-SK E&S의 실적 Turn Around

첫 번째로 살펴 볼 모멘텀은 SK E&S의 실적 Turn Around이다. SK E&S는 도시가스 공급과 LNG 발전사업을 영위하고 있으며, 배당성향이 80%에 이르기 때문에 지주회사 SK의 주요 수입원이기도 하다.

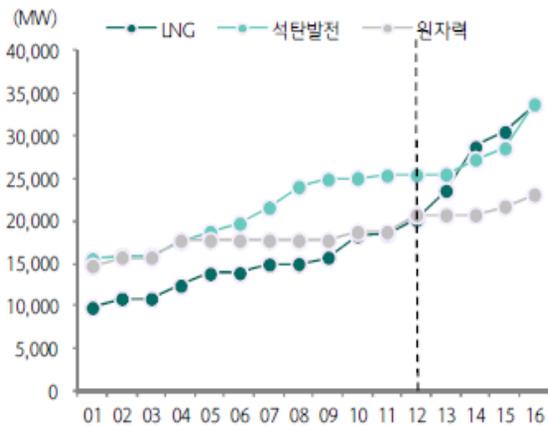
작년까지는 실적과 이익이 계속 부진했는데, 2012년 이래 LNG보다 단가가 저렴한 발전사업의 영향력이 커지면서 LNG 발전 매출이 감소했기 때문이다. 발전사업은 한국전력이 경매를 통해 발전 사업자들에게 전기를 사들이는 구조여서, LNG 발전은 상대적으로 저렴한 원전, 석탄 발전과의 경쟁에서 밀릴 수밖에 없었다.

모멘텀 1-SK E&S의 실적 Turn Around

그러나 이러한 상황에서도, SK E&S는 LNG발전을 고수하며 오히려 사업 확장에 나섰다. 이미 가동하고 있는 발전소의 원료를 급작스레 바꾸는 것도 불가능했겠지만, SK E&S 발전소의 가동률은 다른 LNG 발전소에 비해 상대적으로 우수한 가동률을 보였다. 가동률이 높다는 것은 상대적으로 전기를 많이 팔았다는 것인데, 이것은 SK E&S가 LNG를 보다 싸게 들여와서 전기를 만들었기에 가능했다(인도네시아 Tanguh 가스 전으로부터 직도입). LNG발전 자체의 업황은 좋지 않았지만, 기업 자체의 경쟁력으로 불황을 이겨내고 있던 것이다.

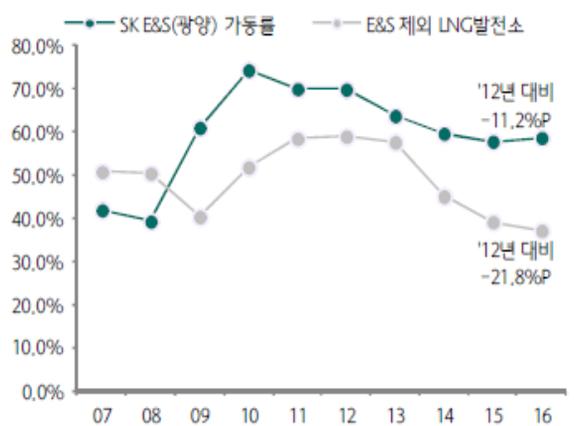
여기에 추가 수익 창출이 가능할 것으로 판단되는 범위 하에서 사업을 확장하였고, 그 결과가 올해 본격적으로 가동되는 파주 발전소와 위례 발전소이다.

[그림 14] 원료별 발전 설비 증가 추이



자료 : KPX, 하나금융투자

[그림 15] SK E&S 및 LNG 발전소 가동률 추이



자료 : KPX, 하나금융투자

투자포인트 3 - 사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀들

모멘텀 1-SK E&S의 실적 Turn Around

여하튼 나름의 경쟁력으로 불황을 이겨내는 와중에, 올해부터는 업황 자체도 우호적으로 돌아서기 시작했다. 지난 해 바닥을 찍었던 유가가 일정 수준으로 다시 상승하면서, 시간차를 두고 연동하는 LNG 가격 및 SMP가 상승하기 시작했다.

보통은 LNG 가격이 상승할 경우 LNG 발전의 비용이 높아지겠지만, SK E&S의 경우 인도네시아 Tangguh 가스전으로부터 LNG를 비탄력적인 계약 구조를 통해 공급받는다. LNG 가격(C, 비용)을 제한시키면서 여기에 연동되어 SMP(P, 판매단가)는 상승하기 때문에, SK E&S의 이익 구조가 레버리지처럼 개선될 가능성이 생긴 것이다. 실제로 2017년 1분기 SK E&S의 영업이익은 작년 영업이익과 맞먹는 수준으로 대폭 상승하였다.

모멘텀 1-SK E&S의 실적 Turn Around

이러한 와중에 올해부터는 Q의 상승세도 기대할 수 있게 되었다. 앞서 언급했던 파주 발전소가 2017년 1분기, 위례 발전소가 2017년 2분기부터 가동되기 때문이다.

발전소가 가동을 시작해도 가동률이 낮으면 Q의 상승이 어렵겠지만, 우선 2017년 1분기 가동 실적을 보면 파주 발전소는 무난하게 가동되었다. 전력 수요가 많은 수도권 지역에 전력을 공급하게 되어, 일정 수준의 가동률을 담보할 수 있게 된 것이다.

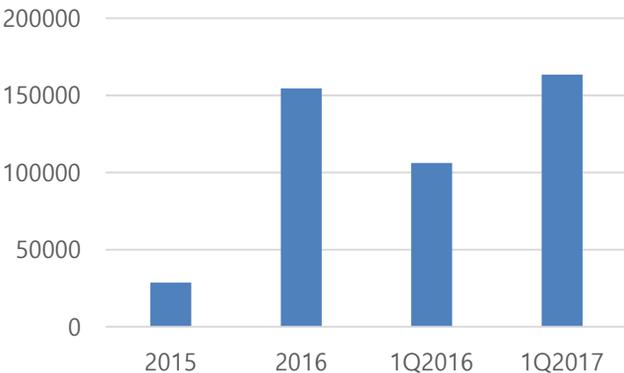
위례 발전소의 가동 추이는 지켜봐야겠지만, 파주 발전소 대비 영향력이 적다는 점에서 SK E&S의 안정적인 전력판매(Q) 상승은 충분히 가능할 것으로 보인다.

모멘텀 1-SK E&S의 실적 Turn Around

여기에 정책 방향 또한 우호적이다. 전기 발전의 경제성을 따지기보다 친환경 발전의 중요성을 강조하는 정책 기조는 저렴한 원자력 발전 대비 LNG 발전에 더 긍정적으로 작용하기 때문이다.

SK E&S의 입장에서는 업황이 개선될 것을 예측하고 LNG 투자를 진행했다기보다, 어느 정도 내재하고 있는 펀더멘탈을 바탕으로 불황 속에서도 경쟁력을 강화시키던 와중에 호재를 맞이했다고 보는 편이 더 적절해 보인다. SK도 SK E&S의 실적 호전으로 높은 배당 수익을 무리 없이 기대할 수 있기 때문에, 해당 수혜를 고스란히 받을 수 있을 것으로 판단한다.

[그림 16] SK E&S 최근 영업이익 추이



자료 : 전자공시시스템(SK, dart.fss.or.kr)

[그림 17] 올해부터 추가 가동되는 SK E&S의 주요 발전소

발전소명	운전시기	설비용량	발전기 효율	연료
광양천연가스발전소	2006	1,126MW	51.0%	LNG
나래열병합발전소	4Q2015	399MW	53.3%	KOGAS LMG
파주천연가스발전소	1Q2017	1,820MW	54.5%	Gorgon LNG, Share gas(직도입)
위례열병합발전소	2Q2017	450MW	54.5%	Gorgon LNG, Share gas(직도입)

자료 : SK E&S

투자포인트 3 - 사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀들

모멘텀 2 - SK바이오팜&SK바이오텍의 투자 성과 가시화

두 번째로 살펴볼 모멘텀은 SK바이오팜과 SK바이오텍의 투자 성과 가시화이다. 앞서 잠깐 언급했지만 두 자회사는 제약&바이오 관련 사업을 영위하고 있다. 신약 개발 사업이 마무리 단계에 들어가고 있으며, CAPA를 증설한 의약품 생산 사업은 수주 물량을 안정적으로 확보하여 대량 매출 발생을 앞두고 있다.

모멘텀 2 - SK바이오팜&SK바이오텍의 투자 성과 가시화

SK바이오팜은 중추신경계 신약 개발 회사로, 현재 개발하고 있는 약의 종류는 여러 가지가 있으나 그 중 뇌전증 관련 신약(Cenobamate)의 개발이 마무리되어 가고 있다. 뇌전증 관련 신약의 시장 규모 성장성은 연 2.3% 정도로 그리 크지 않으나, SK바이오팜의 신약이 기존 시장을 주도하던 약(Vimpat)을 대체할 수 있을 것으로 기대되는 중이다.

Cenobamate가 높은 실적 달성이 가능할 것으로 보는 근거는 Vimpat 대비 우월한 임상 결과이다. Cenobamate의 임상 2상 결과가 Vimpat의 기존 임상 결과 대비 매우 우수하게 나타났기 때문이다. 단순히 실험 결과가 우수하다고만 하면 미래 실적에 대한 불확실성이 가시지 않지만, 그 증거로 미국 FDA의 대폭 완화된 임상 3상 기준까지 고려하면 향후 높은 경쟁력을 지닐 것으로 충분히 기대할 수 있다.

현재 임상 3상을 진행하고 있는 Cenobamate는 임상2상의 성공적 결과로 인해 임상3상 시 안전성 자료만 입증하면 되는 상황이다. 성공 확률이 매우 높게 점쳐지는 가운데 2017년 4분기 이후로 예정된 신약 허가 및 상용화가 무난하게 이루어진다면 SK바이오팜의 신약 개발 성과가 실적으로 가시화될 전망이다.

[그림 18] SK바이오팜 및 Cenobamate 주요사항

표 10. 뇌전증 시장의 특성

특성	
미국 시장 중심	2015년 기준 전세계 시장의 67% 점유, 약가 규제 및 개입이 크지 않음 (미국 약가는 유럽의 3배, 한국의 5배)
미충족 수요가 큼	통상적으로 2-3개의 약물 병용 투여, 기존 약물로 치료되지 않는 환자가 30-40%
KOL 주도	소수 신경질환 전문의에 의해 처방 주도, 약물 자체 경쟁력을 중시
신약 선호	재발 우려로 치료비용 민감도가 낮음, 복제약 확대에도 불구하고 신약 선호

표 11. Cenobamate: 발작빈도 감소율

(%)		투여군 (A)	위약군 (B)	차이 (A-B)
Cenobamate	임상 2b상 (n=400)	55	24	31
	임상 2a상 (n=200)	56	22	34
Vimpat	2007-2010 임상 결과	37	18	19
차이	Cenobamate 임상 2b상 vs. Vimpat	18	6	12

표 13. SK바이오팜: 주요 R&D 파이프라인

파이프라인	적응증	시장규모 (십억달러)	임상 1상	임상 2상	임상 3상	비고
Cenobamate (YKP3089)	뇌전증 (부분발작, 전신발작 등)	4.6				4Q17 미국 FDA 허가신청 계획
Carisbamate (SKL-N09)	뇌전증 (회귀발작)	0.7				2017년 임상 2상 계획
SKL-N05* (JZP-110)	수면장애 (수면무호흡증, 기면증)	1				수면무호흡증: 1Q17 결과 예상 기면증: 2Q17 결과 예상
SKL13865	집중력장애 (ADHD)	7				2017년 임상 2상 계획
SKL20540	조현병	6				4Q16 미국 FDA IND 신청
YKP10811 (Relenopride)	위장관 질환	3				과민성대장증후군 임상 중단 위마비 우선 개발 및 파트너링 추진 결정

참고: * Jazz Pharmaceutical (기면증 치료제 시장 1위)에 2011년 라이선스아웃

투자포인트 3 – 사업을 잘 해온 덕분에 가지게 된 모멘텀들

모멘텀 2 – SK바이오팜&SK바이오텍의 투자 성과 가시화

SK바이오텍은 CMS사업을 영위하는 의약품 제조 기업이다. CMS사업이란, 의약품 생산 공정 개발과 임상 및 시판 의약품 생산을 포함한 의약품 생산 사업이다. 앞서 말했듯이 생산 기술 선점, 규모의 경제 구축, 생산 공정 전반 발주 등에서 강점을 가져야 하는데, 그룹 차원의 시너지를 바탕으로 최근 생산 규모를 크게 확대하고 있다.

모멘텀 2 – SK바이오팜&SK바이오텍의 투자 성과 가시화

구체적인 실적 확대 가능성을 살펴보면, 현재 CAPA 158m3 규모의 대덕 공장에서 생산하고 있는 SK바이오텍은 2017년 세종 공장 1차 증설 후 CAPA가 318m3 규모로 확대될 예정이다. 증설이 완료되는 2020년에는 최대 CAPA가 798m3에 달하게 된다.

CAPA만 크고 가동률이 미진하다면 문제가 되겠지만, SK바이오텍의 경우 2017년 세종공장 가동률 80%를 목표로, 이미 매출 목표의 60%에 해당하는 수주를 확보하였다. 현재 기확보한 수주만으로도 큰 폭의 실적 성장이 담보되어 있는데다, 향후 경영 성과에 따라 지속되는 CAPA 증설이 매출 성장으로 이어진다면 기업 가치의 추가적인 향상을 기대할 수 있을 것이다.

기업 가치에 영향을 주는 모멘텀의 유무도 중요하지만, 기업 가치 상승이 가능할 수 있도록 사업이 운용되어 온 경쟁력 자체에 보다 주목

사실 이들 두 가지는 시장에서 많이 언급되는 투자포인트이기도 하다. 그러나 SK에 대한 투자의 핵심은, 단순히 미래에 가능할지도 모르는 수혜를 기다리거나 현재 업황의 반전에 의한 수혜를 노리는 것이 아니다.

중요한 것은 이렇게 기업의 이익 개선과 사업 확장이 가능하도록 사업을 운영해왔다는 것이다. 독과점적 지위를 누리는 주력 사업을 바탕으로 신규 주력 사업을 만들고, 끈기 있게 사업을 지속하며 호황을 노리고, 미래의 현실적인 목표를 위해 현재 투자를 진행할 수 있다는 것이 투자 포인트 자체이다.

자의든 타의든 SK의 사업 포트폴리오는 아주 매력적으로 운용되는 중이며, 그 결과 지금의 기업 가치 상승 모멘텀이 생기고 있는 점을 명확히 인식할 수 있다면, 진정으로 사업 동반자의 입장에서 SK 지주회사에 투자할 수 있을 것이다.

Valuation - 어느 정도 가격이면 SK에 부담없이 투자할 만한가?

Valuation Concept

만일 SK가 보여주고 있는 사업 포트폴리오와 미래 청사진이 마음에 든다면, 이제 이 주주사를 얼마에 인수(투자)하면 되는지 고민할 시간이다. 개인적으로는 이 청사진에서 기대되는 포인트가 많다고 하더라도, '현재의 적정 가치에 비해 비싸게 사지 않도록 조심한다'는 취지에서 밸류에이션을 해보고 싶다. 무턱대고 높은 가격을 지불하는 것보다는 비교적 신중하게 생각한 가격대 안에서 투자했을 때, 향후 얻을 수 있는 기대수익이 더 높을 것이기 때문이다.

Target Price에 대한 고찰

이러한 Concept에 의해 밸류에이션을 진행하기 때문에, 여기서 얘기하는 Target Price는 일반적인 것과 그 의미가 다를 수 있다. 보통 Target Price가 '주가가 어디까지 오를 것 같은지'에 대해 표현하는 개념이라면, 여기서 생각해보는 Target Price는 '여러 요소를 따졌을 때 이 정도 가격선이면 주식에 투자할 만하다'는 것에 대해 표현하는 개념이다. 따라서 현재 주가 대비 Upside가 높게 선정되지 않을 가능성도 충분하다. 핵심 Concept은 '지금 좋은 가격에 주주사를 사서 앞으로도 사업을 잘 해나가면 그 과실을 향유하겠다'라는 것이기 때문이다.

Valuation Method: SOTP Valuation 결정, 상대평가 Valuation의 적용은 부적절

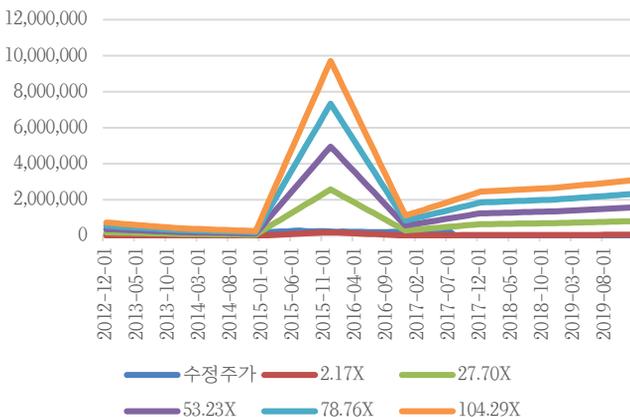
이러한 맥락 안에서 Target Price를 생각하기 때문에, 주주사 내에 포함되어 있는 각 계열사들에 대해 개별적으로 고민하는 과정이 필요하다. 이러한 Point들을 종합하면, SK의 적정 가치는 'SOTP Valuation' 방법론 안에서 생각해 볼 수 있을 것이다.

흔하게 사용되는 PER, PBR 등의 상대평가 Valuation 적용을 고민할 수도 있다. 그렇지만 SK의 경우 상대평가 Valuation은 부적절하다고 생각된다. 첫 번째로, 지금의 SK는 2015년 상장기업 SK C&C가 SK 주식회사를 흡수합병하여 사명을 SK로 변경한 케이스이다. 따라서 2015년 이전과 지금의 기업 상태는 매우 다른 상태이므로, Historical Multiple을 사용하기엔 적절치 않다.

두 번째로, 만일 Peer Multiple을 활용한다면 SK를 다른 주주사와 비교한다는 것인데, SK의 사업 방향과 유사한 주주사를 찾는다는 것은 앞뒤가 맞지 않다. SK가 다른 주주사에 비해 사업을 잘 해나가고 있다는 것이 투자 포인트 중 하나이므로, 주관적으로 봤을 때 열위에 있는 주주사들의 Multiple을 고려할 유인이 없는 것이다.

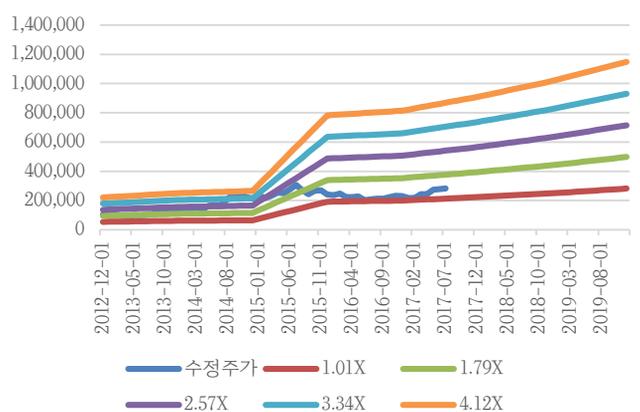
주주사가 전반적으로 받아온 Multiple을 사용하는 방법도 있지만, 앞서 말했듯이 현재 시장에서 정책적, 경기 전반적 상태에 의해 주주사의 재평가 가능성이 제기되는 상황이다. 이는 주주사 전반에 적용되는 프리미엄이 바뀔 수 있음을 보여주는 것이므로, SK의 Valuation을 고민할 때 현재까지 형성되어 온 주주사 전반의 Multiple을 고려하는 것은 적절치 않다고 생각된다.

[그림 19] SK Historical PER



자료 : comp.fnguide.com

[그림 20] SK Historical PBR(or 주주사 전반 Multiple)



자료 : comp.fnguide.com

Valuation – SOTP Method

**영업가치(2017F)
Valuation : 영업이익 추정**

먼저 그 영향력이 크지 않은 영업가치에 대해 Valuation을 진행하였다. 이 때 SK E&S의 실적 확대에 의한 배당 확대(지주부문 매출액 확대) 가능성에 대해서는 고려하지 않고, 2017년 Forward Valuation을 진행하였다. 앞서 말했듯이 '지금 주주사를 사 놓고 미래를 기대할 수 있는 안전 가격대가 얼마인지'에 온전히 집중하기 위함이다.

또한 애당초 SK가 지금의 지주회사 형태를 갖춘 게 2016년이므로, 실적 추이를 가늠하기 어렵다는 점을 고려하여 영업가치에 대한 Valuation은 최대한 보수적으로 진행하였다. 사업부문의 경우 2016년 실적에 1Q2016 대비 1Q2017 실적 성장률을 곱하여 추정하였고, 지주부문의 경우 2016년 수준이 지속 유지된다고 가정하여 추정하였다.

**영업가치(2017F)
Valuation : 영업가치 추정**

한편 2017F 영업이익을 활용하여 NOPLAT을 추정하고, 이에 적정 Multiple을 적용하여 Target 영업가치를 추정하였다. NOPLAT은 영업이익(EBIT)에 유효세율을 감안하여 추정하였으며(EBIT(1-t)), 적정 Multiple은 2016년의 EV(Enterprise Value)를 실제 NOPLAT으로 나눈 배수를 적용하였다.

실제 NOPLAT과 추정 NOPLAT 사이에는 차이가 상당히 크게 나지만, 여기서 적정 Multiple을 고민할 때에는 실제 NOPLAT 기준으로 2016년 EV/NOPLAT Multiple을 사용하였다. 현재 추정한 NOPLAT는 영업가치 내에서만 이루어진 가치이므로, 동일 추정방식에 따른 2016년 NOPLAT을 기준으로 한 Multiple을 사용할 경우 기업가치 전체를 설명하는 결과가 되어버린다. 본 보고서의 SOTP Valuation 상에서는 일단 영업가치에 대해서만 Valuation을 진행하고 있으므로, 차선책으로 2016년 기업 전체 NOPLAT 대비 EV를 비교한 Multiple을 영업가치 추정에 사용하였다.

[그림 21] SK 영업가치 추정 Valuation

(단위: 억 원)	2016년
NOPLAT(실제)	37,144
시가총액	161,477
*순부채	55,451
EV	216,928
매출액(수익)	31,137
영업이익	8,464
법인세비용차감전계속사업이익	6,839
법인세비용	423
법인세율 %(t*100)	6%
NOPLAT 추정(=EBIT*(1-t))	7,941
EV/NOPLAT(실제)	6

영업가치(2017F) 50,305					
영업가치 추정 내역	2016A	1Q2016	1Q2017	추정방식	2017F
매출액	31,137	11,185	12,372	2016A 이후 경향성 반영	36,801
지주부문	8,171	6,262	6,235	2016A 이후 수준 지속 적용	8,171
사업부문(IT서비스 등)	22,967	4,923	6,137	2016A 이후 경향성 반영	28,630
영업이익	8,464	6,447	6,523	2016A 이후 경향성 반영	9,015
지주부문	6,552	5,917	5,839	2016A 이후 수준 지속 적용	6,552
사업부문(IT서비스 등)	1,911	530	683	2016A 이후 경향성 반영	2,463
OPM %	27%	58%	53%	2016A 이후 수준 지속 적용	24%
지주부문	80%	94%	94%	2016A 이후 수준 지속 적용	80%
사업부문(IT서비스 등)	8%	11%	11%	2016A 이후 경향성 반영	9%
NOPLAT(추정)	영업이익*(1-법인세율 7%)				8,384
Target EV/NOPLAT (X)	별도기준 최근지표 반영				6

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantiwise, 자체 Valuation Table

Valuation – SOTP Method

비영업가치(투자유가증권) Valuation : 상장자회사 가치추정

비영업가치는 투자유가증권(자회사 지분)이 대부분을 차지하고 있고 유의미한 기타자산이 없으므로, 투자유가증권을 중심으로 추정하였다. 우선 상장자회사의 가치추정을 진행하는데, 크게 SK이노베이션, KS텔레콤, SK네트웍스, SKC, SK머티리얼즈, 에스엠코어로 분류하였다(각 부문이 연결기준으로 손자회사 포함).

앞선 투자포인트 1에서 언급하였던 시장주도적 자회사(업계 1위)와 반도체 사업체계 구축의 일부분을 담당하는 SK머티리얼즈는 현재 시가총액을 그대로 가치에 반영하였다. SKC와 SK네트웍스는 투자포인트 2에서 언급하였는데, 현재 미래성장동력을 준비해 나가며 사업 경쟁력을 강화하는 중이므로 현재 가치추정에 있어서는 시가총액에 20% 할인을 적용하였다. 마지막으로 에스엠코어는 투자포인트 2의 논리선상에서 언급할 수 있으며, 2017년 초에 인수가를 지불하고 취득한 자회사이므로 보수적으로 취득금액을 가치에 반영하였다.

[그림 22] SK 상장자회사 추정 Valuation

(단위: 억 원)	장부가액	시가총액	지분율(%)	평가방식	적정가치
상장자회사					127,542
SK이노베이션	30,729	158,578	33.4%	시가총액*지분율	52,965
SK텔레콤	50,807	218,417	25.2%	시가총액*지분율	55,085
SK네트웍스	7,062	16,083	39.1%	시가총액*지분율(20%할인)	5,036
SKC	5,487	13,550	41.0%	시가총액*지분율(20%할인)	4,444
SK머티리얼즈	4,733	19,587	49.1%	시가총액*지분율	9,617
에스엠코어	927	3,410	52.2%	취득금액(=인수가)	394

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantiwise, 자체 Valuation Table

비영업가치(투자유가증권) Valuation : 비상장자회사 가치추정

주요 비상장자회사 가치추정에 있어서는, 우선 SK건설, SK해운, SK임업, SK인포섹의 적정가치를 장부가액 그대로 추정하였다. 별도의 포인트가 존재하지 않고 SK증권과 같이 매각 관련 이슈도 크게 존재하지 않기 때문이다. 또한 SK실트론의 경우 에스엠코어와 마찬가지로 2017년 초에 인수가를 지불하여 취득한 점을 감안하여, 취득금액을 가치에 반영하였다.

관건은 투자포인트 3에서 언급하였던 SK E&S와 SK바이오팜, SK바이오텍의 가치 추정이다. 우선 총자산과 당기순손익을 병행 기재하여 참고할 수는 있으나, 기업 가치 변동 모멘텀을 가지고 있는 해당 자회사들에 얼마만큼의 가치를 부여하느냐에 따라 Target Price가 결정될 것이다.

[그림 23] SK 비상장자회사 추정 Valuation(총자산 및 당기순손익은 2016년 연결기준 재무현황)

(단위: 억 원)	장부가액	시가총액	지분율(%)	평가방식	적정가치	총자산	당기순손익
비상장자회사							
SK E&S	26,000	N/A	100.0%			78,146	1,984
SK건설	5,453	N/A	44.5%	장부가액	5,453		
SK해운	3,324	N/A	83.1%	장부가액	3,324		
SK바이오팜	3,287	N/A	100.0%			1,938	-264
SK바이오텍	1,638	N/A	100.0%			1,813	236
SK임업	614	N/A	100.0%	장부가액	614		
SK인포섹	441	N/A	100.0%	장부가액	441		
SK실트론(구 LG실트론)	6,200	N/A	51.0%	장부가액(=인수가)	6,200		

자료 : 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantiwise, 자체 Valuation Table

Valuation – SOTP Method

비영업가치(투자유가 증권) Valuation : 비상장자회사 가치추정

고려해야 할 Factor는 총 3가지(SK E&S, SK바이오팜, SK바이오텍)이며, 각각의 투자포인트 및 업황, 실적 전망도 별개로 제시되는 상황이다. 이러한 경우 SK에 대한 매수를 고민하는 투자자의 입장에서, 세 자회사 중 어떤 기업이 낙관적인 전망을 충족시킬 것이며 어떤 기업이 실망스런 실적을 낼 지에 대해 예측하는 것은 쉽지 않다. SK 지주회사 전체에 투자하고 싶은 입장에서 각 기업에 대해 지나친 추정을 하는 것도 바람직하지 않다고 판단한다.

이러한 상황에서는, 세 기업에 대해 가장 낙관적인 Case와 가장 비관적인 Case를 고민해 보고, 두 Case에서 산출된 가치의 중간값을 Target Value로 잡는 것이 가장 적절하다고 생각했다. 지나친 추정의 오류를 피하고, 어쨌건 적절한 값에 SK 지주회사의 매수를 고민하는 입장에서 가장 바람직하다고 생각되는 방법이다.

비영업가치(투자유가 증권) Valuation : 비상장자회사 가치추정 – Bull Case

먼저 가장 낙관적인 Case를 고민해 보았다. SK E&S의 경우 2016년 1분기 대비 2017년 1분기 실적의 yoy 성장률이 1년 전체 실적에 적용된다고 가정하였다. 이 방식으로 도출되는 2017F 당기순이익에 SK E&S의 비상장자회사 부산가스의 작년 PER Multiple을 적용하여, 적정 가치를 추정하였다.

SK바이오팜과 SK바이오텍은 제약바이오 관련 사업을 영위하고 있는 관계로, 기존 일반 제조업과는 달리 연 단위의 구체적 실적 전망을 진행하기 어렵다. 이에 대해 시장에 여러 실적 추정치들이 나와 있지만, 무엇보다 회사의 가이던스에 기반하는 것이 가장 적절하다고 판단하여 이를 낙관적 Case에 적용하였다.

게재된 SK의 Presentation 자료에 따르면, SK바이오팜과 SK바이오텍의 2020년 영업이익 전망치는 각각 6,000억 원과 3,000억 원이다. 이를 바탕으로 당기순이익을 영업이익에 50% 할인한 수치라고 가정한 후, PER 10배를 적용한 값에 1년 요구수익률 10%를 할인하여 2017년 적정가치를 구하였다.

[그림 24] SK 비상장자회사 추정 Valuation – Bull Case

SK바이오팜 실적 가이드라인

(억원)	2018년	2020년
매출	1,750	10,000
영업이익	100 (6%)	6,000 (60%)

SK바이오텍 실적 가이드라인

(억원)	2015년	2020년
매출	757	15,000
영업이익	200 (26%)	3,000 (20%)

(단위: 억 원)	장부가액	시가총액	지분율(%)	평가방식	적정가치
비상장자회사					74,598
SK E&S	26,000	N/A	100.0%	1분기 yoy 성장률 & 자회사 PER	24,757
SK건설	5,453	N/A	44.5%	장부가액	5,453
SK해운	3,324	N/A	83.1%	장부가액	3,324
SK바이오팜	3,287	N/A	100.0%	2020실적 guide 연10% 수익률 할인	22,539
SK바이오텍	1,638	N/A	100.0%	2020실적 guide 연10% 수익률 할인	11,270
SK임업	614	N/A	100.0%	장부가액	614
SK인포섹	441	N/A	100.0%	장부가액	441
SK실트론(구 LG실트론)	6,200	N/A	51.0%	장부가액(=인수가)	6,200

자료 : SK, 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantiwise, 자체 Valuation Table

Valuation – SOTP Method

비영업가치(투자유가 증권) Valuation : 비상장자회사 가치추정 – Bear Case

다음으로 가장 비관적인 Case를 고민해 보았다. SK E&S의 경우 실적 성장 없이 2016년 실적이 2017년으로 이어진다고 가정하였다. 따라서 2016년 당기순이익에 부산가스의 작년 PER Multiple을 적용하여 적정 가치를 추정하였다.

다음으로 SK바이오팜과 SK바이오텍 또한 현재 그리고 있는 전망대로 매출 발생이 없다고 가정하였다. 따라서 장부가(투자한 금액)에서 별도의 부가가치를 얻지 못한다고 가정하여, 장부가를 그대로 가치 추정에 사용하였다.

[그림 25] SK 비상장자회사 추정 Valuation – Bear Case

(단위: 억 원)	장부가액	시가총액	지분율(%)	평가방식	적정가치
비상장자회사					36,430
SK E&S	26,000	N/A	100.0%	2016 당기순이익 & 자회사 PER	15,473
SK건설	5,453	N/A	44.5%	장부가액	5,453
SK해운	3,324	N/A	83.1%	장부가액	3,324
SK바이오팜	3,287	N/A	100.0%	실적 확대 실패, 장부가 적용	3,287
SK바이오텍	1,638	N/A	100.0%	실적 확대 실패, 장부가 적용	1,638
SK임업	614	N/A	100.0%	장부가액	614
SK인포섹	441	N/A	100.0%	장부가액	441
SK실트론(구 LG실트론)	6,200	N/A	51.0%	장부가액(=인수가)	6,200

자료 : SK, 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantiwise, 자체 Valuation Table

비영업가치(투자유가 증권) Valuation : 비상장자회사 가치추정 – Target Value

이제 Bull Case와 Bear Case에서 도출된 적정가치들을 평균하여, Target Value를 추정하였다. 유의할 점은 SK 바이오팜과 SK바이오텍의 가치 변동성이 매우 높다는 점인데, 양 극단에 대해 추정한 가치이기 때문에 SK 적정주가를 고민하는 데 있어 유념하여야 할 부분이 되겠다. 둘 다 성공하거나 실패할 수도, 한 쪽만 가치 상승에 성공할 수도 있을 것이다. 이에 대해 지나치게 복잡한 추정을 피하고 가장 중간값의 Case를 가정하여 적정 투자가치를 도출한다는 Concept을 공유할 때 가능한 Valuation이다.

[그림 26] SK 비상장자회사 추정 Valuation – Target Value

(단위: 억 원)	장부가액	시가총액	지분율(%)	평가방식	적정가치	Bull	Bear	Target
						적정가치	적정가치	적정가치
비상장자회사					55,514			
SK E&S	26,000	N/A	100.0%	Bull Case & Bear Case 평균	20,115	24,757	15,473	20,115
SK건설	5,453	N/A	44.5%	장부가액	5,453			
SK해운	3,324	N/A	83.1%	장부가액	3,324			
SK바이오팜	3,287	N/A	100.0%	Bull Case & Bear Case 평균	12,913	22,539	3,287	12,913
SK바이오텍	1,638	N/A	100.0%	Bull Case & Bear Case 평균	6,454	11,270	1,638	6,454
SK임업	614	N/A	100.0%	장부가액	614			
SK인포섹	441	N/A	100.0%	장부가액	441			
SK실트론(구 LG실트론)	6,200	N/A	51.0%	장부가액(=인수가)	6,200			

자료 : SK, 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantiwise, 자체 Valuation Table

Valuation – SOTP Method & 투자 의견

종합 SOTP Valuation Table

추정한 영업가치와 비영업가치를 종합하여 도출한 SOTP Valuation Table은 다음과 같다. Target Price, 즉 '현재 투자하여 미래를 공유하기에 적절한 주가'는 약 320,000원이다.

[그림 27] SK SOTP Valuation Table

(단위: 억 원)	장부가액	시가총액	지분율(%)	평가방식	적정가치
투자유가증권 (*전자공시시스템 상 주요 자회사 + 에스엠코어&SK실트론, 1Q17 분기보고서 참조)					183,055
상장자회사					127,542
SK이노베이션	30,729	158,578	33.4%	시가총액*지분율	52,965
SK텔레콤	50,807	218,417	25.2%	시가총액*지분율	55,085
SK네트웍스	7,062	16,083	39.1%	시가총액*지분율(20%할인)	5,036
SKC	5,487	13,550	41.0%	시가총액*지분율(20%할인)	4,444
SK머티리얼즈	4,733	19,587	49.1%	시가총액*지분율	9,617
에스엠코어	927	3,410	52.2%	취득금액(=인수가)	394
비상장자회사					55,514
SK E&S	26,000	N/A	100.0%	Bull Case & Bear Case 평균	20,115
SK건설	5,453	N/A	44.5%	장부가액	5,453
SK해운	3,324	N/A	83.1%	장부가액	3,324
SK바이오팜	3,287	N/A	100.0%	Bull Case & Bear Case 평균	12,913
SK바이오텍	1,638	N/A	100.0%	Bull Case & Bear Case 평균	6,454
SK임업	614	N/A	100.0%	장부가액	614
SK인포섹	441	N/A	100.0%	장부가액	441
SK실트론(구 LG실트론)	6,200	N/A	51.0%	장부가액(=인수가)	6,200
영업가치(2017F)					50,305
영업가치 추정 내역	2016A	1Q2016	1Q2017	추정방식	2017F
매출액	31,137	11,185	12,372	2016A 이후 경향성 반영	36,801
지주부문	8,171	6,262	6,235	2016A 이후 수준 지속 적용	8,171
사업부문(IT서비스 등)	22,967	4,923	6,137	2016A 이후 경향성 반영	28,630
영업이익	8,464	6,447	6,523	2016A 이후 경향성 반영	9,015
지주부문	6,552	5,917	5,839	2016A 이후 수준 지속 적용	6,552
사업부문(IT서비스 등)	1,911	530	683	2016A 이후 경향성 반영	2,463
OPM %	27%	58%	53%	2016A 이후 수준 지속 적용	24%
지주부문	80%	94%	94%	2016A 이후 수준 지속 적용	80%
사업부문(IT서비스 등)	8%	11%	11%	2016A 이후 경향성 반영	9%
NOPLAT(추정)				영업이익*(1-법인세율 7%)	8,384
Target EV/NOPLAT (X)				별도기준 최근지표 반영	6
Target EV(투자유가증권+영업가치)					233,361
순차입금(1Q2017 별도 기준)		별도	연결	55,720	
현금		2,823	84,123	2,823	
총차입금		58,543	321,548	58,543	
Target MV(Target EV-순차입금)					177,640
유통주식수(1Q2017 기준, CB나 BW같은 주식 희석 요인 없음)					55,824,357
발행주식수					70,360,297
자기주식수					14,535,940
Target Price					318,213

자료 : SK, 전자공시시스템(dart.fss.or.kr), Quantwise, 자체 Valuation Table

투자 의견-Buy

누차 강조하였지만, 현재의 Target Price는 향후 미래 기대가치의 선반영이나 투자 심리의 변화 등을 반영하기보단, SK와 사업을 계속 함께 하고 싶을 때 현재 투자 가능한 적정 주가를 산출한 개념이다. 320,000원 아래에서 SK에 투자하였고 사업 포트폴리오의 매력도에 공감한다면, SK가 지속해 나가는 사업 운영을 지켜보는 한 사람의 주요 투자자로서, 느긋한 마음으로 사업을 지켜볼 수 있을 것이다. Buy!

Compliance Notice

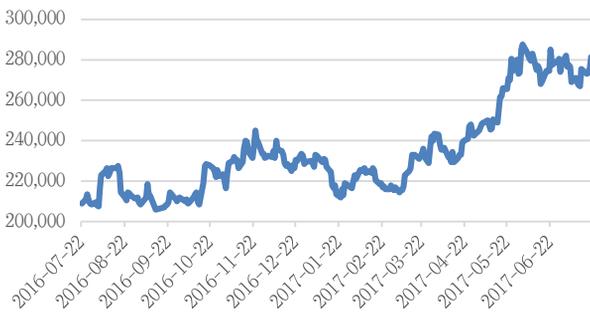
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : ???)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

SK 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017.07.23	320,000원	Positive



*시장에서 주로 언급되는 포인트보다 근본적인 기업 가치에 집중,
*사업을 잘하는 기업에 투자해서 함께 성과를 영위하는 관점으로 접근,
*공대생으로서 수치적 논리에 매몰되지 않고 투자자의 관점에서 Brainstorming,
서울대공대생 이었습니다!

독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다

당사는 유사투자자문업을 영위함에 있어
금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37
에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9871

FAX : 02-6405-9870