

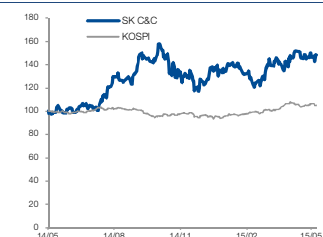
고배당 성장주, 바이오를 장착하다

현재주가 (6/1)	282,000원
상승여력	41.8%
시가총액	12,408십억원
발행주식수	44,000천주
자본금/액면가	10십억원/200원
52주 최고가/최저가	265,500원/165,000원
일평균 거래대금 (60일)	36십억원
외국인지분율	24.94%
주요주주	최태원 외 4인 43.35%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-1.6 15.0 11.9
상대주가(%)	-0.3 8.0 4.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	11,157	13,284	320,000
After	13,753	15,763	400,000
Consensus	14,673	15,687	312,462
Cons. 차이	-6.3%	0.5%	28.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 합병후 지배주주 31%, 자사주 16%, Honhai 3%로 안정적 지배구조 완결
- 부채비율 획기적 개선: 2014년 SK C&C 198% → 합병회사 46%
- 현금흐름 개선으로 신사업 투자재원 확보: 2014년 SK C&C 0.3조 → 합병회사 1.2조
- 배당성향 획기적 확대 약속: 2014년 SK와 SK C&C 평균 17% → 점진적으로 30% 달성
- SK바이오팜은 기면증제, 급성발작제, 변비/IBS 신약 등 임상 순조롭게 진행 중
- SK바이오팜과 메모리모듈 사업은 2018년 이후 IPO 고려
- 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 400,000원 상향

2) 주요이슈 및 실적전망

- SK바이오팜 세계 최고 수준의 신약으로 7월 임상 3상 돌입 예정, 5~6조 시장 장악 기대
기면증제도 5월 30일 2상 완료로 3상 개시, 변비/IBS 신약은 2상 후기 진행 중
- 대만 Honhai그룹과의 IT서비스는 Smart Factory 구축으로 시작, 추가적 파트너 확대
- 2015년 에센코어의 메모리 모듈 사업의 매출 2.5배 이상 성장 및 영업이익의 기여도 급증
- SK C&C 자사주 600만주 (12.0%) 및 SK 자사주 1,118만주 (23.8%) 소각 효과
- 배당성향 추가적 확대 및 새로운 성장동력의 발표로 동사 주가 re-rating 필요

3) 주가전망 및 Valuation

- 투자의견 매수 유지 및 목표주가 400,000원 상향
보수적 Valuation 적용해 SK는 SOTP 적용한 12.7조, SK C&C는 영업가치 15.4조 적용
- 성장의 한계에 대한 우려가 높았던 IT 서비스 부문은 해외부문 확대로 성장성 확보
- SK바이오팜의 미래가치가 선 반영 되어야 하는 시점
- 메모리 모듈의 높은 매출액과 영업이익률 가시화되면 성장성 프리미엄 기대

요약 실적 및 Valuation

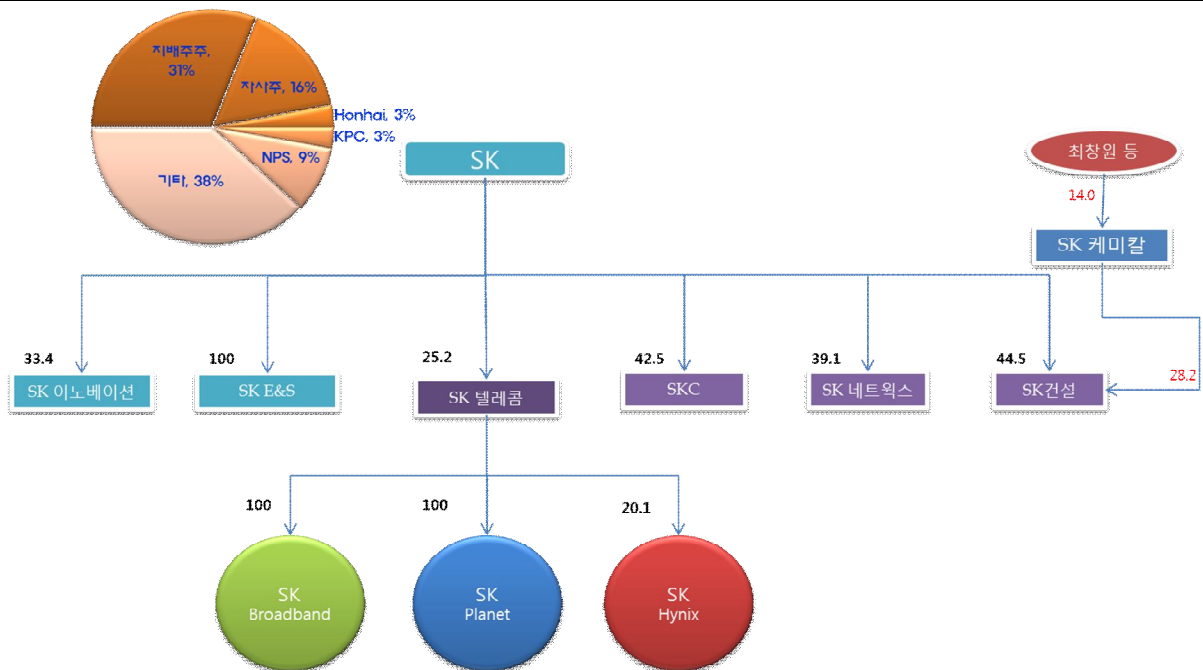
구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	2,302	225	189	279	3,777	-47.0	35.7	3.1	28.7	8.4	1.1
2014	2,426	272	127	329	2,546	-37.1	83.9	4.3	36.4	5.0	0.9
2015F	2,937	351	631	409	13,753	440.2	20.5	4.2	32.6	22.5	0.7
2016F	3,700	437	694	494	15,763	14.6	17.9	3.5	26.1	20.8	0.7
2017F	4,848	572	776	627	17,633	11.9	16.0	2.9	13.4	19.5	0.7

* K-IFRS 연결 기준

1. SK 지배구조 개편 후 사업재편 방향

지배구조 개선	SK와 SK C&C는 2015년 8월 1일자로 합병을 하게 된다. 이로 인해 발생하는 기대 효과는 1) 지배구조 개선, 2) 기업경쟁력 강화, 3) 재무안정성 확보이다. 먼저 지배구조 측면에서는 이중 지배 구조(옥상옥 구조)를 해소하고, 지주회사에 대한 대주주의 직접 지배로 그룹 책임경영의 기반을 강화 하게 된다. 기업경쟁력 강화 측면에서는 다양한 신규 유망사업의 기회를 발굴하여, SK C&C가 보유하고 있던 ICT 기반의 사업기회와 SK의 자금력이 성장의 시너지를 창출할 수 있을 것으로 전망된다. 재무안정성 측면에서는 2014년 198%에 달했던 SK C&C의 부채비율이, 합병 이후 46% 수준으로 급감하게 된다. 특히 현금흐름(EBITDA) 측면에서는 2014년 SK C&C가 3천억, SK주식회사가 9천억 정도를 창출하였는데, 합병회사는 연간 1.2조 수준의 현금흐름 개선이 기대된다.
기업경쟁력 강화	
재무안정성 확보	
신성장비즈니스를 적극 발굴 및 육성하는 사업형 지주회사	합병 후 SK주식회사는 신성장 비즈니스를 적극적으로 발굴 및 육성할 것으로 전망된다. 매년 안정적인 EBITDA (연 1.2조원 수준) 창출이 가능하고, 배당, Capex, 이자비용까지 모두 지급한 이후에도 연 7천억원 수준의 현금이 쌓이는 구조이므로 적극적인 M&A 및 신사업 진출이 가능한 것이다. 그룹의 뛰어난 ICT 역량을 중심으로 IT서비스, 융합보안, 스마트 물류 사업을 적극적으로 확대하겠다는 의지를 천명하였으며, LNG, 제약, 반도체 소재, 반도체 모듈 등 기존 및 신규 사업에서의 성장을 집중적으로 발굴 및 투자하고, 기존 포트폴리오에서는 포트폴리오 매니지먼트를 강화할 것이다. 일부에서 거론되었던 SK Telecom을 분할하여 지주회사와 사업회사로 나누고, SK Telecom의 지주회사를 다시 합병하는 방안은 단기에는 부정적인 의견을 경영진이 피력하였다. 향후 사업형 지주회사의 Valuation이 높아져서 지배주주의 지분 희석이 최소화되는 시점에서는, 다시 한 번 합병 시나리오가 나올 수 있겠으나, 단기적으로는 현재의 체제로 갈 것으로 전망된다.

〈그림1〉 SK그룹 지배구조 요약, 지배주주와 자사주를 합치면 안정적인 지배가 가능



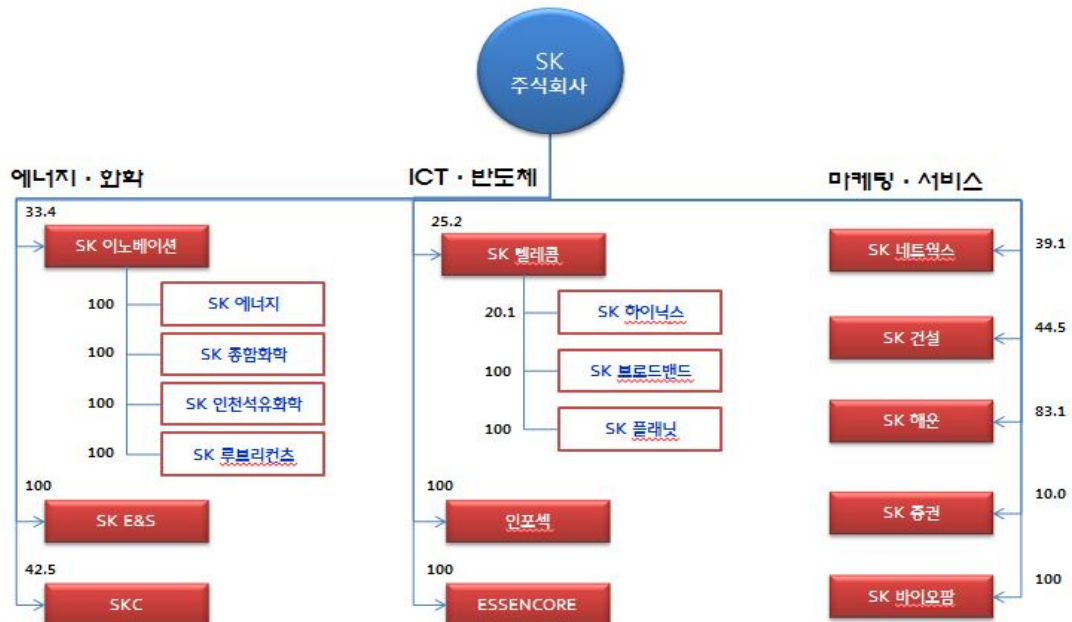
자료 : HMC투자증권

〈그림2〉 SK텔레콤, SK하이닉스와의 시너지 극대화 및 바이오 사업 확대를 통한 사업형 지주회사 추구



자료 : SK, HMC투자증권

〈그림3〉 합병 후 3대축으로 나누어진 SK그룹 : 에너지/화학, ICT/반도체, 마케팅/서비스

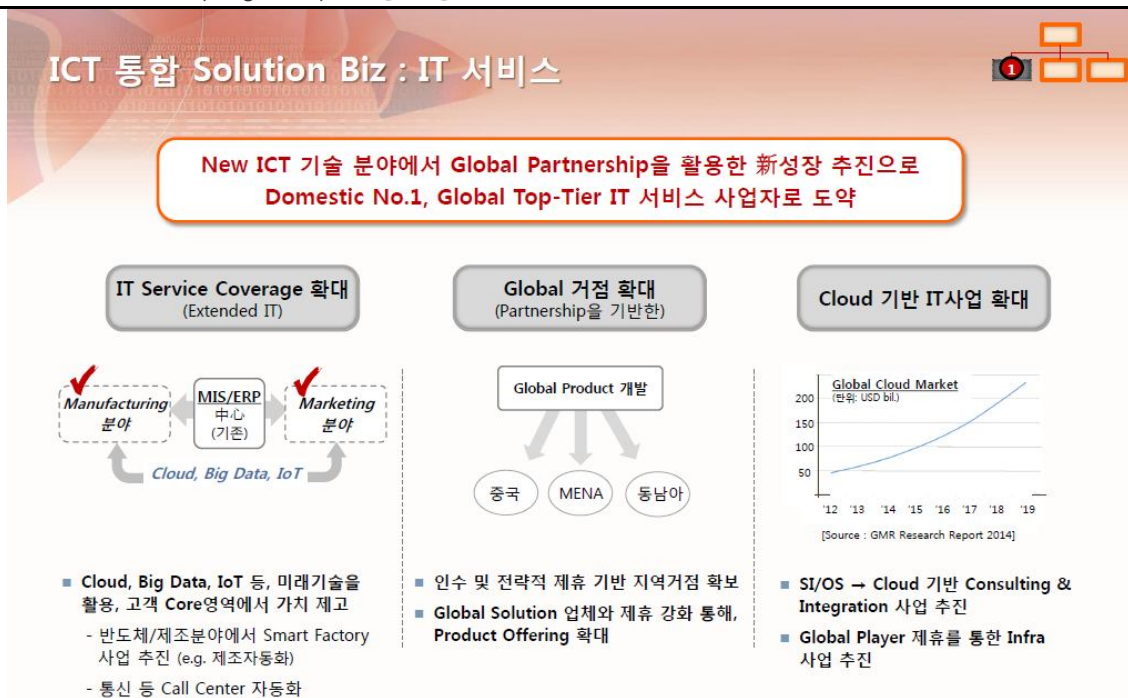


자료 : SK, HMC투자증권

2. SK 사업부문별 성장 전략의 핵심

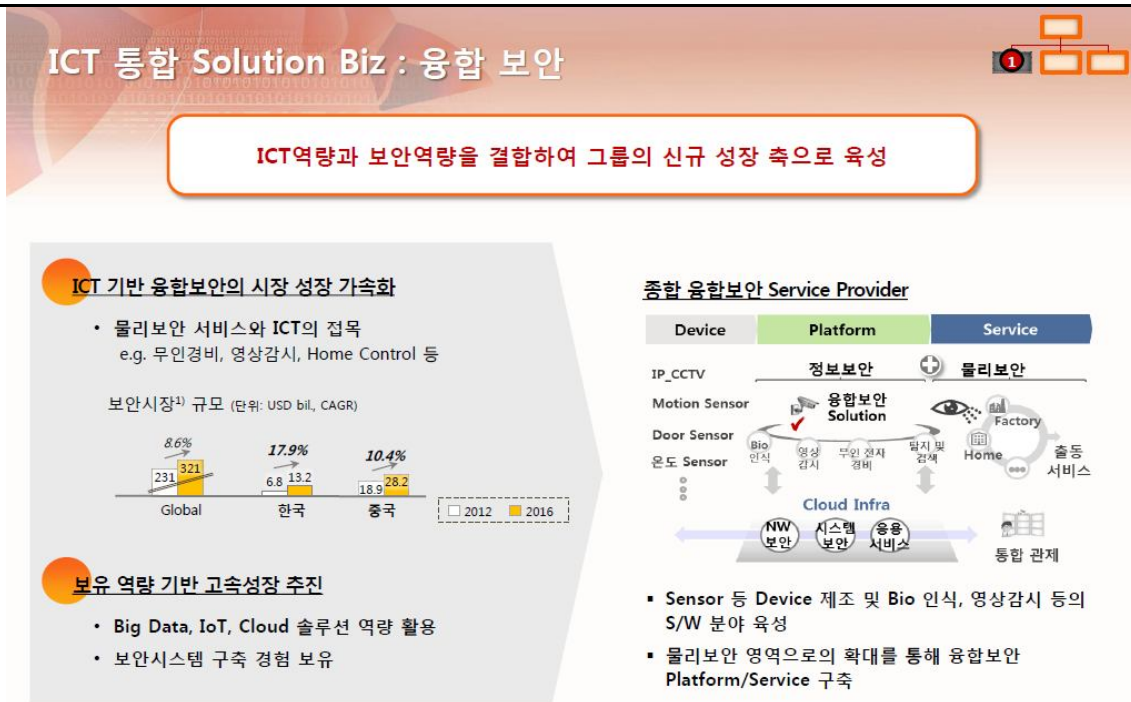
IT서비스 부문은 Honhai 그룹과의 JV 성공이 가장 중요	IT서비스 부문의 성장이 확보되려면 Honhai Group과의 JV가 먼저 성공을 거두는 것이 중요하다. SK는 그룹이 보유한 Cloud, Big Data, IoT 등 여러 가지 기술을 융합하여 반도체 및 제조분야에서 Smart Factory 사업을 추진하고, 통신 등 Call Center 자동화 부문에도 진출을 노리고 있다. 우선적으로 SK그룹의 물류 부문을 통합하고, 통신 인프라 역량과 IoT 기술을 접목할 것으로 예상되며, Honhai Group과의 JV가 성공하게 될 경우, 중국에 있는 FoxConn의 Fab들이 우선적으로 바뀌게 될 수 있을 것으로 보인다. 또한 중국에서 FoxConn과의 협력이 성공사례로 기록될 경우, 노동집약적인 중국의 제조업체들도 제조부문 자동화, 물류 및 유통 관리 등을 SK그룹에 맡기게 될 수 있을 것이다. 사실 일반적인 SI 업체라면 실패할 가능성도 없지 않다. 그러나 이미 SK Hynix의 공정 안정화, 사고방지, 수율 개선 등을 제어할 수 있는 솔루션을 개발하고 있다는 주장이 사실이라면 충분히 성공을 기대해볼 수 있다. 반도체 공정은 모든 제조업 공정 가운데서도 관리가 까다롭기로 유명하다.
보안분야 강화를 통한 FinTech, Healthcare 진출과 ICT 기반으로 적극적인 스마트 물류사업 진출	이미 화두가 되어 버린 FinTech, EduTech, Smart Healthcare 등 향후 높은 부가가치를 창출할 수 있는 시스템을 구축하고 운영하려면 정보보안의 Platform과 물리보안의 Service가 하나가 된 융합보안 솔루션을 제공할 수 있어야만 한다. 이는 지문인식, 홍채인식 등의 Sensor 등 Device 제조 및 Bio 인식, 영상감시 등의 S/W가 결합되어야 가능하다. 이 분야에서는 아직 SK그룹의 경쟁력은 Global Top-tier 경쟁업체들의 수준에 도달하지 못한 것으로 알려져 있다. 삼성그룹의 경우 자체 보안솔루션인 KNOX를 보유하고 있으며, 삼성페이(Mobile Payment) 시스템 구축 및 운영을 시작하였으며, 세계 1위의 스마트폰 시장점유율을 바탕으로 가입자를 확보하고 있다. 삼성의료원과의 의료 정보시스템 및 유전자 분석 시스템을 구축한 경험도 있다. 이에 비해 경험이 적은 SK그룹은 글로벌 파트너들을 보다 많이 확보해야만 할 것이다.

〈그림4〉 IT서비스 : Cloud, Big Data, IoT 등 활용하여 글로벌 파트너 확대



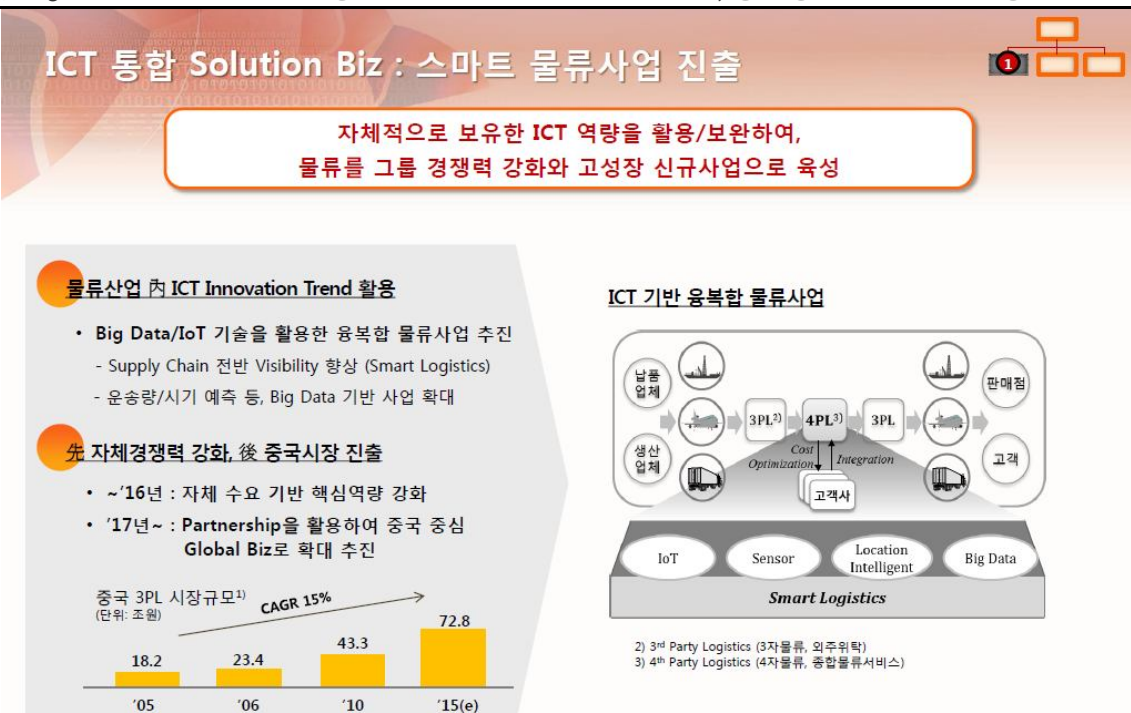
자료 : SK주식회사

〈그림5〉 ICT 기반 서비스의 성공을 위해서는 융합 보안 부문이 가장 중요 : 상대적으로 취약



자료 : SK주식회사

〈그림6〉 Big Data/IoT 기반 기술을 활용한 스마트 물류사업 진출 : Honhai, 중국 등 신규고객 확대가 중요



자료 : SK주식회사

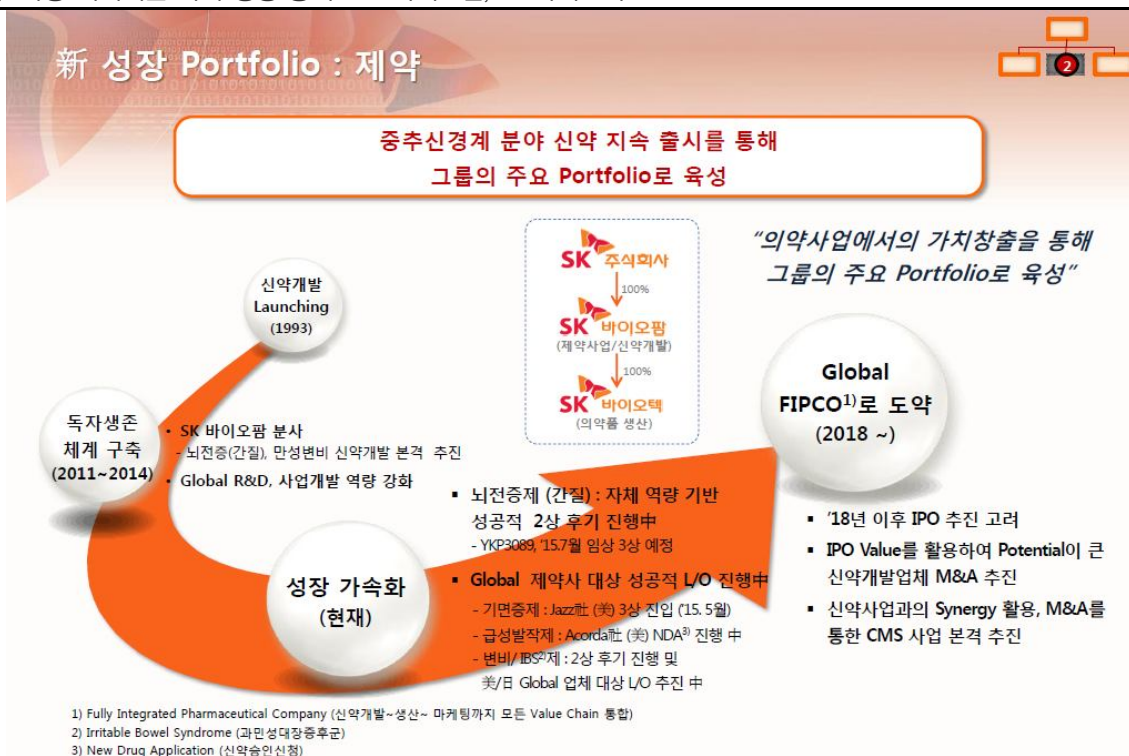
가장 기대되는 성장동력은
높은 성장성이 기대되는
SK바이오팜, SK바이오텍

향후 SK그룹에서 가장 높은 부가가치를 창출해 줄 사업은 제약부문이다. 2011년에 분사한 SK바이오팜은 이미 다양한 치료제들의 임상을 진행 중이다. 수면질환을 치료하는 기면증제는 미국의 Jazz사와 임상 3상에 진입하였고, 변비 및 과민성대장증상 치료제는 2상 후기를 진행하고 있으며 미국과 일본의 글로벌 제약회사를 대상으로 라이선스 아웃을 추진하고 있다. 그러나 모든 치료제들 가운데 가장 관심을 가져야 할 신약은 바로 뇌전증(간질) 치료제이다. 금년 7월중으로 임상 3상에 돌입할 것으로 기대되는 뇌전증(간질) 치료제는 글로벌 시장을 석권할 수 있을 것이라는 긍정적 기대감이 대두되고 있기도 하다. 따라서 뇌전증(간질) 치료제는 라이선스 아웃을 통한 소극적인 시장 공략이 아닌, SK그룹 자체 역량으로 3상을 마치고 세계시장에 진출할 계획을 가지고 있다. 대략 6조원 정도의 규모로 추정되는 뇌전증(간질) 치료제 시장에서 30% 이상의 시장점유율을 확보할 수 있다면, 2020년 예상 매출은 1.8조원에 이르게 된다. 특히 라이선스 아웃이 아닌 직접 판매가 가능하다면 영업이익률은 50%를 상회할 수도 있다. 따라서 SK주식회사의 향후 주가의 방향성 및 Valuation을 크게 좌우하는 요소로, SK바이오팜을 주목해야만 할 것이다.

SK Hynix와의 시너지
극대화를 위한
적극적 확대 전략

SK그룹의 향후 성장의 다른 한 축은 반도체 소재 및 반도체 모듈 부문이다. SK그룹은 향후 어떠한 소재가 공정 미세화와 3D 적층 공정 확산에 필요한 것인지를, 계열사인 SK Hynix를 통해 누구보다 빠르게 알 수 있다. SK그룹은 직접적으로 어려운 반도체 소재들을 개발하기 보다는 Global Top-tier 기술 보유 업체 인수를 통한 안정적인 시장 진입을 노리고 있다. SK그룹이 이러한 소재 업체를 인수하는데 있어, SK Hynix의 인수 가능성 평가 및 Valuation 정보 공유는 대단히 중요하다. 즉, 돈이 될만한 업체만 골라서 인수할 수 있을 것이다. 또한 중화권 업체들이 독식하던 반도체 모듈 시장에서 Essencore의 활약은 눈부시다. 아직은 고객군을 개발하고 자체 브랜드를 확대하는 수준에 불과하겠지만, 향후 고부가가치 포트폴리오를 확대하고, 자체 Controller, Embedded S/W 개발 등을 통해 Global Top 3에 진입한다는 전략이다.

〈그림7〉 가장 기대되는 미래 성장 동력 : SK바이오팜, SK바이오텍



자료 : SK주식회사

〈그림8〉 반도체 소재 사업은 계열사인 SK Hynix를 최대한 활용한 수직계열화 구축 : 적극적 M&A 추진



자료 : SK주식회사

〈그림9〉 SK Hynix의 메모리 경쟁력을 활용한 메모리 모듈 제조 및 유통시장 적극적 확대



자료 : SK주식회사

3. 재무구조 개선과 적극적 배당 확대

SK와 SK C&C 합병으로

부채비율 46%

EBITDA 12조원

초우량기업 탄생

이미 살펴본 바와 같이 SK C&C와 SK의 합병은 재무안정성 측면에서는 최고의 선택이다. 2014년 198%에 달했던 SK C&C의 부채비율이, 합병 이후 46% 수준으로 급감하게 되었기 때문이다. 현금흐름(EBITDA) 측면에서도 2014년 SK C&C가 3천억, SK주식회사가 9천억 정도를 창출하였는데, 합병회사는 연간 1.2조 수준의 현금흐름 개선이 기대된다. 배당, Capex, 이자비용까지 모두 지급한 이후에도 연 7천억원 수준의 현금이 쌓이는 구조이다. SK그룹은 SK주식회사를 통해 5대 성장 영역 육성 전략으로 2020년에 200조 매출 달성과 10조의 세전이익을 실현하겠다는 Vision 2020을 제시하였다. 그리고 이러한 신성장동력은 사업형 지주회사인 SK주식회사가 직접 하겠다는 의지를 천명하였다. SK그룹 성장의 핵심은 합병 후 SK주식회사인 것이다.

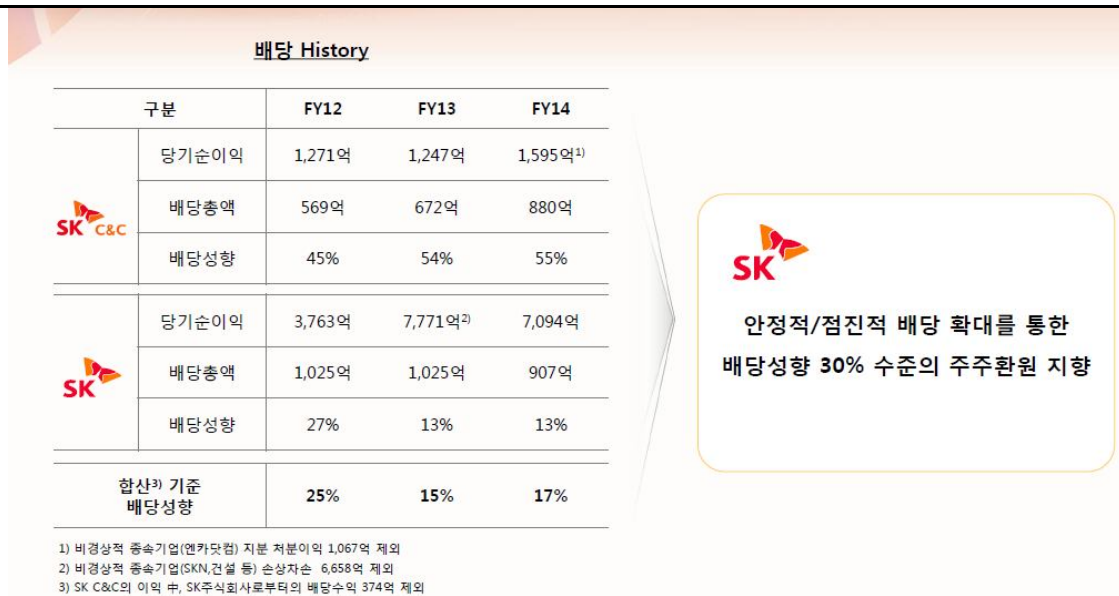
배당성향 30%까지

안정적이고 점진적인

배당 확대 정책 발표

SK와 SK C&C의 합산 기준 배당 성향은 2012년 25%, 2013년 15%, 2014년 17%에 머물렀다. 특히 SK C&C는 높은 배당성향을 보였으나, 합병 전 SK주식회사가 2013~2014년에 13% 수준의 낮은 배당성향을 보여왔기 때문이다. 그런데 합병 후 SK주식회사가 30% 수준의 배당성향을 발표했다는 것은 배당주 투자자들에게는 상당히 큰 희소식이다. 그 이유는 SK C&C는 이미 55% 수준의 배당을 하고 있었기 때문에 30%는 의미가 없으며, 합병 전 SK주식회사의 13% 배당성향이 20%대 수준으로 올라가기만 하면 되는 것이기 때문이다. 즉, **배당성향 30%는 2015년에도 달성 가능할 것으로 전망된다. 성장성이 높은 기업 가운데, 이렇게 높은 배당성향을 보유한 기업은 국내에서는 찾아보기 어렵다.** 시간이 갈수록 회사의 가치가 높아질 수 있는 매력적인 기업으로 거듭하고 있는 것이다.

〈그림10〉 배당성향 30%까지 점진적인 배당 확대 정책 발표 : SK그룹내 최고의 성장주이자 배당주



자료 : SK주식회사

4. 투자 의견 및 Valuation

성장성과 높은 배당성향을

만족시켜줄 수 있는

매력적인 기업

SK그룹에서 향후 가장 높은 성장성이 기대되는 기업은 합병후의 SK주식회사이다. 물론 SK바이오팜과 반도체모듈 업체인 Essencore가 있지만 비상장사이다. 두 회사 모두 IPO를 하게 될 것으로 전망되지만, 2018년 이후이다. 따라서 이들 업체의 지분을 100% 소유하고 있는 합병 후 SK주식회사는 매력적인 대안이다. 이러한 성장성을 보유한 합병 후 SK주식회사는 배당성향도 30% 수준까지 올릴 계획이 있음을 천명하였다. 이미 SK C&C의 배당성향은 30%가 넘으므로, 합병 전 SK주식회사가 벌었던 당기순이익에 대한 배당성향만 높여주면 충분히 가능하다. 특히 금년에는 지난해 대비 SK주식회사의 당기순이익은 증가할 것으로 기대된다. **따라서 최고의 성장성과 높은 배당성향이 2015년부터 2020년까지 중장기적으로 이어질 수 있을 것으로 기대해볼 수 있다.**

높은 성장성과

SK바이오팜 가치 반영

투자 의견 매수 및

목표주가 40만원 제시

동사의 목표주가는 SK C&C의 2015년 사업가치 15.4조원과 합병 전 SK주식회사의 SOTP(Sum of the parts) 12.7조원을 전체주식수로 나눈 것이다. 지난번 목표주가 산정과 달라진 점은 1) Peer Group인 삼성SDS의 주가 상승으로 P/E 30배를 적용하였고, 2) SK바이오팜을 P/B 0.8X 적용에서 10배 적용으로 Valuation에 반영한 것이다. 최근 삼성SDS의 주가 급등으로 P/E 적용은 금년 기준 50배를 훌쩍 넘겨 버렸다. 따라서 삼성SDS 대비 40% 할인에도 불구하고 30배를 적용하게 되었다. 한편 SK바이오팜은 그 동안 숨겨져 왔던 바이오 신약들의 임상 진행 과정과 시장 규모를 회사측에서 확인해 주었기 때문에, 더 이상 할인하거나 Valuation에 포함하지 않을 이유가 완전히 사라졌다. 따라서 SK바이오팜은 3.3조원 가치로 평가하였다. **결론적으로 향후 사업형 지주회사로 거듭나게 될 SK주식회사 (현 SK C&C)는 가파른 성장성과 높은 배당성향을 겸비한 매력적인 주식으로 평가된다. 이런 주식은 Trading 전략보다는 Buy & Hold 전략이 바람직할 것으로 전망된다. 투자 의견 매수 및 6개월 목표주가 40만원을 제시한다.**

〈표1〉 SK C&C 와 SK 통합 Valuation

(십억원)	2014	2015F	2016F	비고
영업가치	7,022	15,447	18,391	
매출	2,426	2,937	3,700	
영업이익	272	351	437	
영업외손익	-84	336	380	
세전이익	187	687	817	
법인세율	0	0	0	
순이익	1 0	51	613	
P/E	50	30	30	지주회사 전환 모멘텀 소멸로 삼성 SDS 대비 PER 적용 40% 할인
SK 지주회사 SOTP	0	12,665	12,665	
주주가치 (십억원)	7,022	28,112	31,056	
전체주식수 (천주)	50,000	70,360	70,360	
주주가치	140,431	399,552	441,386	
현재주가 (6/1 기준)	231,500	28,200	28,200	
상승여력	- 39.3%	1316.9%	1465.2%	

자료 : SK C&C, SK, HMC투자증권

〈표2〉 SK Holdings SOTP (Sum of The Parts)

	주식수 (지주회사 보유분)	지분율 (%)	장부가 (십억원)	현재가 (2015.6.1)	평가액 (십억원)	비고
투자자산가치					16,520.6	
상장사					10,071.8	
SK 이노베이션	30,883,788	32.96%	3,945	116,500	3,628.8	
SK 텔레콤	20,363,452	25.22%	3,091	274,500	5,070.5	
SK 네트워크	97,142,856	39.12%	906	8,490	783.0	
SKC	15,390,000	42.50%	255	39,500	589.4	
SK 가스	3,928,537	45.50%	2,535	93,900		SK 가스는 Valuation 미포함
비상장사					6,448.8	
SK 건설	9,456,178	44.46%	470	-	-	SK 건설은 보수적 관점으로 Valuation 미포함
SK 해운	103,802,105	83.10%	421	-	-	2014년 당기순이익 212.1억원, Valuation 미포함
SK E&S	39,311,790	94.10%	1,026	3,158.8	3,158.8	2014년 당기순이익 3,158.8억원, P/E 10배 적용(업황악화 리스크 필요)
SK 바이오팜	40,000,000	100%	329	3,290.0	3,290.0	장부가 대비 10배 적용, 미래가치 일부 반영
SKY Property Mgt.	1,915	5%	22	-	-	Valuation 미포함
SK Industrial Dev. China	26,054,414	15%	58	-	-	Valuation 미포함
SK Global Mgt.	39,038	100%	10	-	-	Valuation 미포함
SK 임업	4,000,000	100%	61	-	-	Valuation 미포함
SK China	4,805,175	73.80%	273	-	-	Valuation 미포함
하나랜드칩 사모부동산	40,000	13.51%	40			Valuation 미포함
기타						Valuation 미포함
부동산가치					280	연간 임대료 수익 350억원 기준, 세후영업이익 대비 10배수 적용
브랜드가치					1,000	보수적 브랜드 로열티 가치 추정, 변수 많을 것
순차입금					2,600	2014년말 기준
총업가치		할인율				
상장사 가치 할인	시나리오 1	0%			15,200.6	
	시나리오 2	10%			13,548.5	
	시나리오 3	20%			11,896.5	상장사 가치 20% 할인, 비상장사 가치 및 부동산, 브랜드 가치 보수적 반영
	시나리오 4	30%			10,244.4	

자료 : SK C&C, SK, HMC투자증권

〈표3〉 합병 전 SK C&C의 중장기 실적추이 및 전망

		2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액		2301.8	2426.1	2936.9	3700.2	4848.0
	IT서비스	1438.8	1381.7	1502.6	18 8.7	1945.9
	보안서비스	102.8	98.8	106.1	119.3	128.8
	유통기타	760.2	94 .6	1328.2	1722.2	1867.3
매출비중	IT서비스	62.5%	57.0%	51.2%	50.2%	40.1%
	보안서비스	4.5%	4.1%	3.6%	3.2%	2.7%
	유통기타	33.0%	39.0%	45.2%	46.5%	38.5%
	영업이익	225.2	271.5	350.6	437.4	464.9
	OPM	9.8%	11.2%	11.9%	11.8%	9.6%
	세전이익	269.3	187.3	824.6	909.4	885.7
	당기순이익	202.3	129.9	635.8	698.4	680.0
	영업이익/세전이익	83.6%	145.0%	42.5%	48.1%	52.5%

자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈표4〉 SK C&C – SK 합병 법률적 근거 및 Valuation산정

	SK C&C	SK	법률적 근거 및 Valuation 산정
	존속회사	소멸회사	
합병가액	235,073	173,198	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제 176 조 5 항에 의거 합병 위한 이사회 결의일(4 월 20 일)과 합병계약 체결일(4 월 20 일) 중 앞서는 날의 기산일(4 월 19 일)로 최근 1 개월간 거래량 가중 산술평균 증가, 최근 1 주일간 거래량 가중산술평균증가, 최근일 증가를 산술평균한 가액
보통주	1	0,7367839	합병의 당사회사가 모두 주권상장법인이나 존속법인이 합병신주로 발행할 우선주가 상장되어 있지 아니한 경우에 그 우선주의 가치산정방법에 명확한 규정 없음.
합병가액	106,328	118,050	합병기일(2015년 8 월 1 일 예정) 기준 SK 우선주 주주에 대하여, SK 주식회사의 우선주식 (액면금액 5,000 원) 1 주당 존속회사인 SK C&C 우선주(액면금액 200 원) 1,1102438 주를 교부함
우선주	1	1,1102438	
합병전 보통주	50,000,000	46,961,811	SK C&C 주식매수청구권 행사가액 230,940 원, SK 주식회사 주식매수청구권 행사가액 171,853 원
소멸될 자사주	6,000,000	11,184,246	
자사주 비율	12.0%	23.8%	자사주 소각으로 Valuation 상승 효과 : SK C&C 는 자사주 소각 공시, SK 보유한 자사주는 SK C&C 신주로 미교부 결정, 사실상 소각
잔존 주식수	44,000,000	35,777,565	
SK 주식의 C&C 전환	26,360,334 34,600,706		SK 주식회사의 자사주 소각후 SK C&C 의 합병신주로 발행될 물량 SK 주식회사가 자사주 소각을 안했을 경우의 SK C&C 의 합병신주로 발행될 물량
합병후 보통주	70,360,334	0	SK 지주회사의 보통주는 합병과 주식소각 등의 과정을 거치고 나면 7,036 만주로 감소
합병전 우선주	0	628,548	SK 주식회사 우선주 주식매수청구권 행사가액 114,536 원
합병후 우선주	566,135	0	SK C&C 우선주로 교환, 합병한 SK 지주회사의 배당성향이 관건
합병후 Valuation	284,251		두 회사의 현재가치를 단순합계한 후, 잔존 주식수로 나눈 주당가치

자료 : SK C&C, SK, HMC투자증권

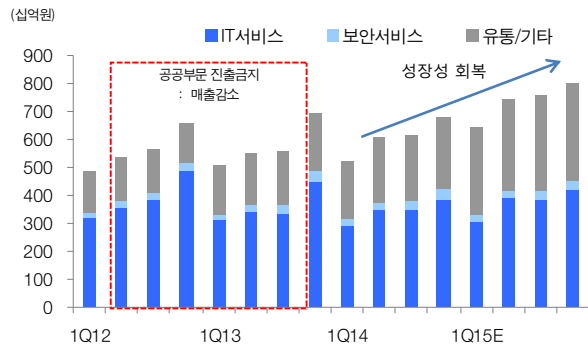
〈표5〉 SK C&C – SK 합병일정

구분		SK C&C (합병회사)	SK (파합병회사)
이사회 결의일		2015년 04월 20일	2015년 04월 20일
합병계약일		2015년 04월 20일	2015년 04월 20일
주주확정기준일		2015년 05월 06일	2015년 05월 06일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2015년 05월 07일	2015년 05월 07일
	종료일	2015년 05월 11일	2015년 05월 11일
합병반대의사 통지 접수기간	시작일	2015년 06월 11일	2015년 06월 11일
	종료일	2015년 06월 25일	2015년 06월 25일
합병계약승인을 위한 주주총회일		2015년 06월 26일	2015년 06월 26일
주식매수청구권 행사 기간	시작일	2015년 06월 26일	2015년 06월 26일
	종료일	2015년 07월 16일	2015년 07월 16일
채권자 이의제출기간	시작일	2015년 06월 27일	2015년 06월 27일
	종료일	2015년 07월 27일	2015년 07월 27일
합병기일		2015년 08월 01일	2015년 08월 01일
합병등기 예정일(해산등기 예정일)		2015년 08월 03일	2015년 08월 03일
주권교부 예정일		2015년 08월 14일	
신주상장 예정일		2015년 08월 17일	

주 : 상기 합병일정은 해당 회사와 관계기관과의 협의 및 승인 과정 등에 의해 변경 가능

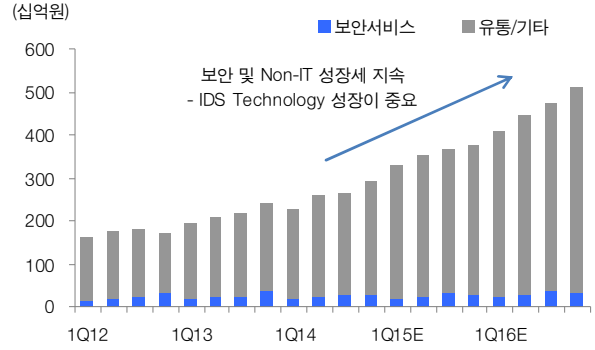
자료 : SK C&C, SK, HMC투자증권

〈그림11〉 2014년부터 SK C&C 매출액 급증



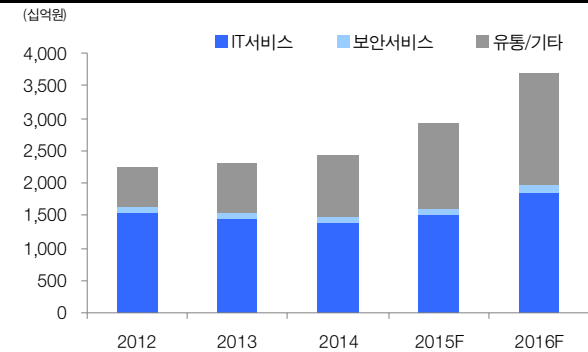
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림12〉 IDST 인수에 따른 Non-IT 성장세 급증



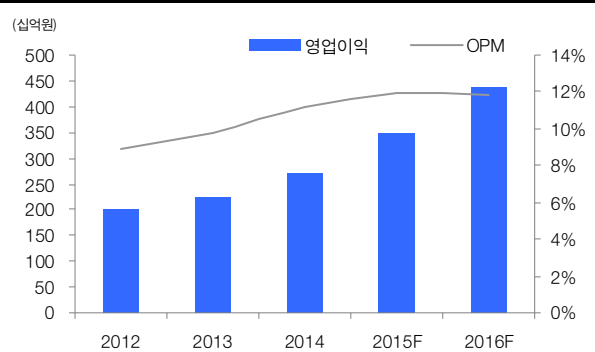
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림13〉 2015년부터 매출 성장 본격화



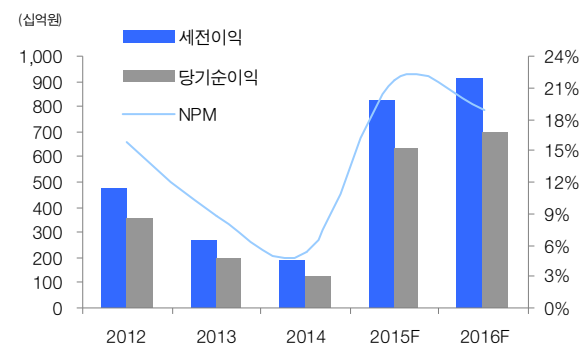
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림14〉 영업이익 개선폭은 중장기적으로 증가



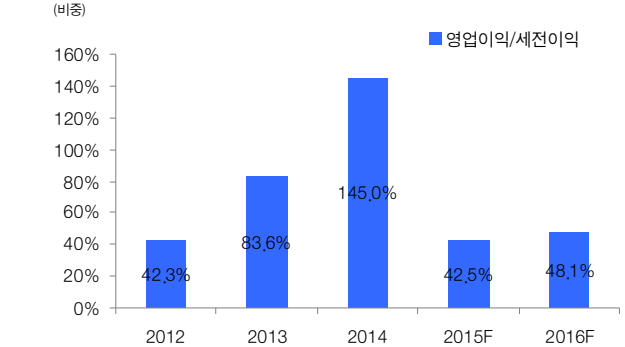
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림15〉 SI/컨설팅과 물류BPO 수익성 개선



자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림16〉 영업이익/세전이익 비중도 점차 안정화



자료 : WiseFn, HMC투자증권

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,302	2,426	2,937	3,700	4,848
증가율 (%)	2.7	5.4	21.1	26.0	31.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,302	2,426	2,937	3,700	4,848
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	2.7	5.4	21.1	26.0	31.0
판매관리비	2,077	2,154	2,586	3,263	4,276
판매관리비율 (%)	90.2	88.8	88.1	88.2	88.2
EBITDA	279	329	409	494	627
EBITDA 이익률 (%)	12.1	13.5	13.9	13.4	12.9
증가율 (%)	11.9	17.9	24.5	20.8	26.9
영업이익	225	272	351	437	572
영업이익률 (%)	9.8	11.2	11.9	11.8	11.8
증가율 (%)	12.2	20.6	29.1	24.7	30.7
영업외손익	-54	-46	-43	-22	116
금융수익	51	43	30	39	172
금융비용	95	77	63	59	56
기타영업외손익	-10	-11	-10	-2	0
중속/관계기업관련손익	98	-39	517	494	330
세전계속사업이익	269	187	825	909	1,017
세전계속사업이익률	11.7	7.7	28.1	24.6	21.0
증가율 (%)	-43.3	-30.5	340.4	10.3	11.9
법인세비용	67	57	189	211	236
계속사업이익	202	130	636	698	781
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	130	636	698	781
당기순이익률 (%)	8.8	5.4	21.6	18.9	16.1
증가율 (%)	-43.2	-35.8	389.5	9.8	11.9
지배주주지분 순이익	202	127	631	694	776
비지배주주지분 순이익	0	3	4	5	5
기타포괄이익	10	44	-16	0	0
총포괄이익	212	174	620	698	781

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	93	185	236	455	572
당기순이익	202	130	636	698	781
유형자산 상각비	40	43	46	47	47
무형자산 상각비	14	14	12	10	9
외환손익	-1	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-189	-118	89	194	285
기타	27	117	-547	-494	-550
투자활동으로인한현금흐름	-86	-101	198	77	3,964
투자자산의 감소(증가)	-315	18	113	187	4,040
유형자산의 감소	1	1	12	2	2
유형자산의 증가(CAPEX)	-105	-154	-57	-93	-53
기타	334	34	130	-19	-24
재무활동으로인한현금흐름	-190	-98	-189	-103	-88
장기차입금의 증가(감소)	-227	-107	-8	5	0
사채의증가(감소)	170	150	-100	-10	0
자본의 증가	0	81	12	0	0
배당금	-57	-67	-88	-88	-88
기타	-76	-154	-6	-10	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-182	-13	245	430	4,449
기초현금	441	259	246	491	921
기말현금	259	246	491	921	5,369

* K-IFRS 연결 기준

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	988	927	1,332	1,999	6,798
현금성자산	259	246	491	921	5,369
단기투자자산	127	67	58	75	99
매출채권	485	453	532	683	904
재고자산	84	142	175	224	297
기타유동자산	34	19	76	97	129
비유동자산	4,305	4,380	4,667	5,010	1,516
유형자산	468	574	573	617	621
무형자산	113	102	88	80	72
투자자산	3,703	3,685	3,988	4,295	805
기타비유동자산	21	19	18	18	18
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,293	5,307	5,999	7,009	8,314
유동부채	873	641	740	889	1,116
단기차입금	163	64	56	61	61
매입채무	240	173	183	235	312
유동성장기부채	240	150	140	130	130
기타유동부채	230	254	361	463	613
비유동부채	1,919	2,064	2,200	2,451	2,836
사채	1,226	1,376	1,276	1,266	1,266
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	693	688	923	1,185	1,569
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,792	2,705	2,940	3,340	3,951
지배주주지분	2,500	2,585	3,039	3,644	4,332
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	0	81	93	93	93
자본조정 등	-536	-636	-636	-636	-636
기타포괄이익누계액	-100	-48	-55	-55	-55
이익잉여금	3,126	3,179	3,627	4,233	4,921
비지배주주지분	0	17	20	25	30
자본총계	2,501	2,602	3,059	3,669	4,362

(단위: 원백,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,047	2,598	13,850	15,873	17,756
EPS(지배순이익 기준)	4,045	2,546	13,753	15,763	17,633
BPS(자본총계 기준)	47,764	50,013	67,508	81,560	97,513
BPS(지배자본 기준)	47,755	49,674	67,058	80,999	96,828
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
PER(당기순이익 기준)	33.4	82.2	20.4	17.8	15.9
PER(지배순이익 기준)	33.4	83.9	20.5	17.9	16.0
PBR(자본총계 기준)	2.8	4.3	4.2	3.5	2.9
PBR(지배자본 기준)	2.8	4.3	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA(Reported)	28.7	36.4	32.6	26.1	13.4
배당수익률	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-43.2	-35.8	433.1	14.6	11.9
EPS(지배순이익 기준)	-43.2	-37.1	440.2	14.6	11.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.5	5.1	22.5	20.8	19.5
ROE(지배순이익 기준)	8.5	5.0	22.5	20.8	19.5
ROA	3.9	2.5	11.2	10.7	10.2
안정성 (%)					
부채비율	111.6	103.9	96.1	91.0	90.6
순차입금비율	50.0	49.1	30.2	12.6	-91.9
이자보상배율	3.7	4.1	5.8	7.7	10.1

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
커버리지 개시					
14/11/14	BUY	300,000			
15/03/31	BUY	300,000			
15/04/21	BUY	310,000			
15/04/28	BUY	320,000			
15/06/02	BUY	400,000			

▶ 최근 2년간 SK C&C 주가 및 목표주가



Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김영우의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.04.01~2015.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	116건	83.45%
보유	23건	16.55%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.