

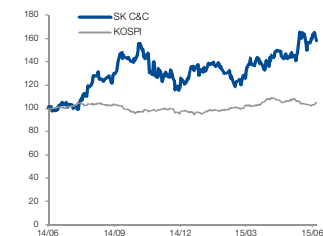
삼성이 부러워할 지주회사

현재주가 (6/29)	268,500원
상승여력	49.0%
시가총액	11,814십억원
발행주식수	44,000천주
자본금/액면가	10십억원/200원
52주 최고가/최저가	282,000원/166,000원
일평균 거래대금 (60일)	39십억원
외국인지분율	24.86%
주요주주	최태원 외 4인 49.35%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	9.6 15.0 30.9
상대주가(%)	12.8 12.5 22.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	13,753	15,763	400,000
After	13,753	15,828	400,000
Consensus	18,323	18,171	348,133
Cons. 차이	-24.9%	-12.9%	14.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 합병후 지배주주 31%, 자사주 16%, Honhai 3%로 안정적 지배구조 완결
- SK와 합병 승인으로 부채비율 획기적 개선 : 2014년 SK C&C 198% → 합병회사 46%
- 현금흐름 개선으로 신사업 투자재원 확보 : 2014년 SK C&C 0.3조 → 합병회사 1.2조
- 매력적인 배당성향 : 2014년 SK와 SK C&C 평균 17% → 2015년 30% 달성 가능할 것
- SK바이오팜은 기면증제, 급성발작제, 변비/IBS 신약 등 임상 순조롭게 진행중
- SK바이오팜과 메모리모듈 사업은 2018년 이후 IPO 고려
- 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 400,000원 유지

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 진행중
- 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
- 2분기 매출 7,439억(QoQ 16.0%, YoY 22.4%), 영업이익 881억(QoQ 14.2%, YoY 32.5%) 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 투자의견 매수 및 목표주가 400,000원 유지, 사업형 지주회사의 모범
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 주가에 전혀 반영되어 있지 않음
- 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	19.5	4.0	31.2	22.5	0.7
2016F	3,718	441	696	498	15,828	15.1	17.0	3.3	24.7	20.8	0.7
2017F	4,878	579	782	635	17,767	12.3	15.1	2.8	12.3	19.6	0.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 SK C&C 와 SK 통합 Valuation

(십억원)	2014	2015F	2016F	비고
영업가치	7,022	15,447	18,474	
매출	2,426	2,937	3,718	
영업이익	272	351	441	
영업외손익	-84	336	380	
세전이익	187	687	821	
법인세율	0	0	0	
순이익	140	515	616	
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	31,139	
전체주식수 (천주)	50,000	70,360	70,360	
주주가치	140,431	399,552	442,573	
현재주가 (4/20 기준)	231,500	231,500	231,500	
상승여력	-39.3%	72.6%	91.2%	

자료 : SK C&C, SK, HMC투자증권

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

	주식수 (지주회사 보유분)	지분율 (%)	장부가 (십억원)	현재가 (2015.4.20)	평가액 (십억원)	비고
투자자산가치					14,042.4	
상장사					10,620.4	
SK 이노베이션	30,883,788	32.96%	3,945	116,500	3,598.0	
SK 텔레콤	20,363,452	25.22%	3,091	274,500	5,589.8	
SK 네트워크스	97,142,856	39.12%	906	8,490	824.7	
SKC	15,390,000	42.50%	255	39,500	607.9	
SK 가스	3,928,537	45.50%	2,535	93,900		SK 가스는 Valuation 미포함
비상장사					3,422.0	
SK 건설	9,456,178	44.46%	470	-	-	SK 건설은 보수적 관점으로 Valuation 미포함
SK 해운	103,802,105	83.10%	421	-	-	2014 년 당기순이익 212.1 억원, Valuation 미포함
SK E&S	39,311,790	94.10%	1,026	3,158.8	3,158.8	2014 년 당기순이익 3,158.8 억원, P/E 10 배 적용
SK 바이오팜	40,000,000	100%	329	263.2	263.2	장부가 대비 20% 할인한 보수적 가치 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 350 억원 기준, 세후영업이익 대비 10 배수 적용
브랜드가치					1,000	보수적 브랜드 로열티 가치 추정, 변수 많을 것
순차입금					2,600	2014 년말 기준
총업가치		할인율				
상장사 가치 할인	시나리오 1	0%			12,722.4	
	시나리오 2	10%			11,318.2	
	시나리오 3	20%			9,913.9	상장사 가치 20% 할인, 비상장사 가치 및 부동산, 브랜드 가치 보수적 반영
	시나리오 4	30%			8,509.7	

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	3718.0	4877.7
	IT서비스	1438.8	1381.7	1502.6	1876.5	1970.1
	보안서비스	102.8	98.8	106.1	119.3	128.8
	유통/기타	760.2	945.6	1328.2	1722.2	1867.3
매출비중	IT서비스	62.5%	57.0%	51.2%	50.5%	40.4%
	보안서비스	4.5%	4.1%	3.6%	3.2%	2.6%
	유통/기타	33.0%	39.0%	45.2%	46.3%	38.3%
	영업이익	225.2	271.5	350.6	441.1	470.6
	OPM	9.8%	11.2%	11.9%	11.9%	9.6%
	세전이익	269.3	187.3	824.6	913.1	891.4
	당기순이익	202.3	129.9	635.8	701.3	684.4
	영업이익/세전이익	83.6%	145.0%	42.5%	48.3%	52.8%

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

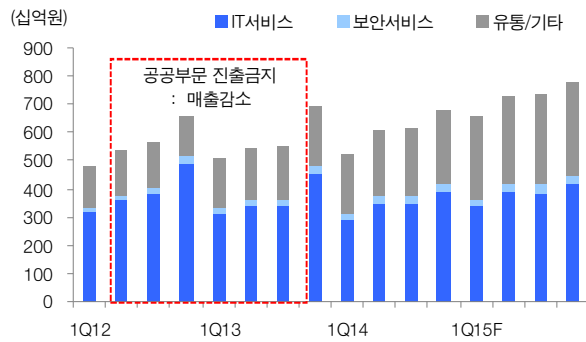
〈표5〉 SK C&C – SK 합병일정

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
합병반대이사 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

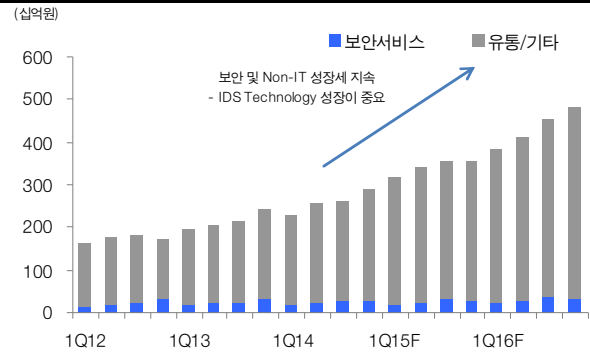
자료 : SK C&C, SK, HMC투자증권

〈그림1〉 2014년부터 SK C&C 매출액 급증



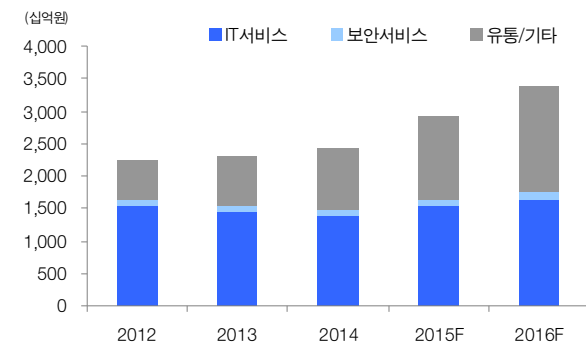
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림2〉 IDST 인수에 따른 Non-IT 성장세 급증



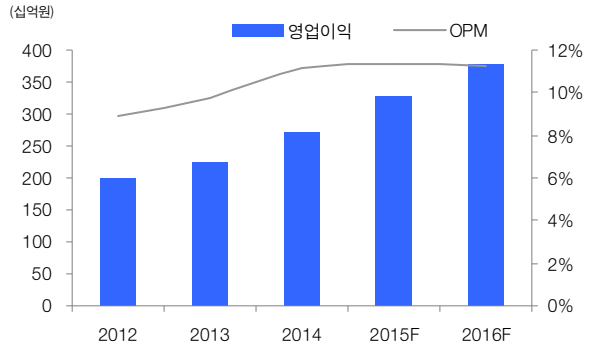
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림3〉 2015년부터 매출 성장 본격화



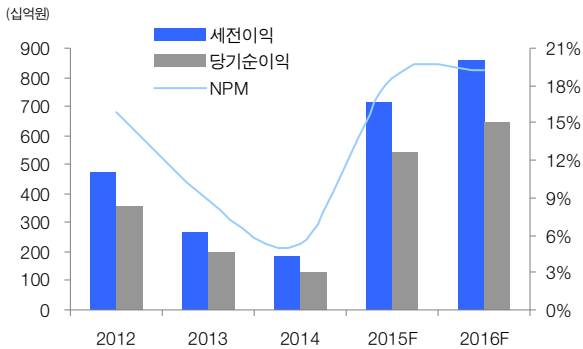
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림4〉 영업이익 개선폭은 중장기적으로 증가



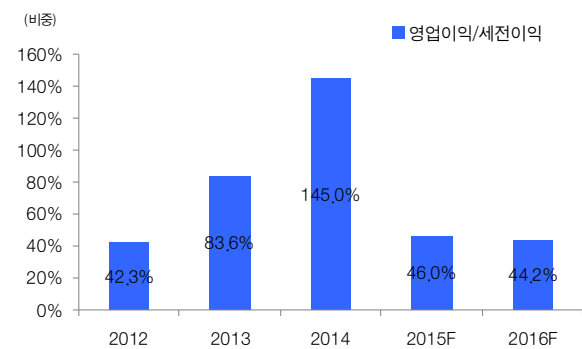
자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림5〉 SI/컨설팅과 물류BPO 수익성 개선



자료 : WiseFn, HMC투자증권

〈그림6〉 영업이익/세전이익 비중도 점차 안정화



자료 : WiseFn, HMC투자증권

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,302	2,426	2,937	3,718	4,878
증가율 (%)	2.7	5.4	21.1	26.6	31.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,302	2,426	2,937	3,718	4,878
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	2.7	5.4	21.1	26.6	31.2
판매관리비	2,077	2,154	2,586	3,277	4,298
판매비율 (%)	90.2	88.8	88.1	88.1	88.1
EBITDA	279	329	409	498	635
EBITDA 이익률 (%)	12.1	13.5	13.9	13.4	13.0
증가율 (%)	11.9	17.9	24.5	21.7	27.5
영업이익	225	272	351	441	579
영업이익률 (%)	9.8	11.2	11.9	11.9	11.9
증가율 (%)	12.2	20.6	29.1	25.8	31.3
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	913	1,025
세전계속사업이익률	11.7	7.7	28.1	24.6	21.0
증가율 (%)	-43.3	-30.5	340.4	10.7	12.3
법인세비용	67	57	189	212	238
계속사업이익	202	130	636	701	787
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	130	636	701	787
당기순이익률 (%)	8.8	5.4	21.6	18.9	16.1
증가율 (%)	-43.2	-35.8	389.5	10.3	12.3
지배주주지분 순이익	202	127	631	696	782
비지배주주지분 순이익	0	3	4	5	5
기타포괄이익	10	44	-16	0	0
총포괄이익	212	174	620	701	787

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	93	185	236	464	580
당기순이익	202	130	636	701	787
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	199	287
기타	27	117	-547	-494	-550
투자활동으로인한현금흐름	-86	-101	198	73	3,963
투자자산의 감소(증가)	-315	18	113	183	4,038
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	434	4,455
기초현금	441	259	246	491	925
기말현금	259	246	491	925	5,380

* K-IFRS 연결 기준

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	988	927	1,332	2,010	6,818
현금성자산	259	246	491	925	5,380
단기투자자산	127	67	58	75	100
매출채권	485	453	532	687	910
재고자산	84	142	175	225	299
기타유동자산	34	19	76	98	129
비유동자산	4,305	4,380	4,667	5,014	1,520
유형자산	468	574	573	617	621
무형자산	113	102	88	80	72
투자자산	3,703	3,685	3,988	4,299	810
기타비유동자산	21	19	18	18	18
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,293	5,307	5,999	7,024	8,338
유동부채	873	641	740	894	1,122
단기차입금	163	64	56	61	61
매입채무	240	173	183	237	313
유동성장기부채	240	150	140	130	130
기타유동부채	230	254	361	466	617
비유동부채	1,919	2,064	2,200	2,458	2,845
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	1,192	1,579
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,792	2,705	2,940	3,352	3,967
지배주주지분	2,500	2,585	3,039	3,647	4,341
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	4,236	4,930
비지배주주지분	0	17	20	25	30
자본총계	2,501	2,602	3,059	3,672	4,371

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,047	2,598	13,850	15,939	17,892
EPS(지배순이익 기준)	4,045	2,546	13,753	15,828	17,767
BPS(자본총계 기준)	47,764	50,013	67,508	81,626	97,713
BPS(지배지분 기준)	47,755	49,674	67,058	81,064	97,027
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
PER(당기순이익 기준)	33.4	82.2	19.4	16.8	15.0
PER(지배순이익 기준)	33.4	83.9	19.5	17.0	15.1
PBR(자본총계 기준)	2.8	4.3	4.0	3.3	2.7
PBR(지배지분 기준)	2.8	4.3	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA(Reported)	28.7	36.4	31.2	24.7	12.3
배당수익률	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-43.2	-35.8	433.1	15.1	12.3
EPS(지배순이익 기준)	-43.2	-37.1	440.2	15.1	12.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.5	5.1	22.5	20.8	19.6
ROE(지배순이익 기준)	8.5	5.0	22.5	20.8	19.6
ROA	3.9	2.5	11.2	10.8	10.2
안정성 (%)					
부채비율	111.6	103.9	96.1	91.3	90.7
순차입금비율	50.0	49.1	30.2	12.5	-92.0
이자보상배율	3.7	4.1	5.8	7.8	10.3

▶ 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			
15/06/30	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 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL: 추천일 증가대비 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 조사자료는 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 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.