

SK(034730)

NAV 확대 지속 예상. ESG 경영도 기업가치에 반영 전망

바이오·반도체·배터리 삼각편대로 NAV 확대 추세 지속 예상

SK에 대한 투자이견 매수를 유지하고, 목표주가는 380,000원으로 18.8% 상향. 목표가 상향 배경은 상장자회사들의 주가 상승과 비상장자회사들의 밸류 증가에 따른 NAV 확대를 반영했기 때문. 다만 최근 상장자회사들의 주가 상승 폭이 너무 과하다는 점에서 상장자회사 할인율을 50%로 확대 적용했음. SK바이오팜 IPO 모멘텀으로 작년 7월 318,000원까지 상승했던 SK 주가는 SK바이오팜 상장에 따른 모멘텀 소멸로 하락전환한 이후 11월부터 재상승하기 시작. 유가가 반등하기 시작했고, 전기차 배터리사업 가치 재평가로 인해 SK이노베이션 주가가 급등하고 있기 때문. SK팜테코와 SK실트론 등 바이오 및 반도체소재 계열사들의 사업도 순항 중인데다 SK이노베이션은 경기 회복에 따른 유가 상승, 배터리사업의 높은 성장성 등이 계속 기대된다는 점에서 SK NAV 상승세는 지속될 전망

ESG에 초점을 맞춘 SK그룹의 행보. 기업가치에 반영 예상

SK의 2021년 임원 인사 키워드는 'ESG 경영 완성'으로 이에 맞춰 각 계열사별로 조직 개편을 단행. 최근 SK는 친환경 에너지인 수소사업 진출도 발표. 이를 위해 SK이노베이션과 SK E&S의 합작으로 수소사업추진단이 신설되고, SK는 보유 중인 인프라를 적극 활용하여 경쟁력 있는 수소를 공급할 계획. 또한 국내 수소시장은 물론 향후 글로벌 시장 진출을 위해서 파트너십을 통해 수소사업을 집중 육성할 전망. SK는 2019년 국내 시총 상위 기업 기준 온실가스 감소 상위 10개 기업에 들어갈 정도로 재무적·환경적 요소(Environment)를 갖추고 있고, 여기에 우수한 기업지배구조(Governance)도 보유. 이러한 점들이 결국 기업가치에 반영될 것으로 예상

국내에선 아직 낮설지만 ESG 투자는 이미 글로벌 트렌드

ESG 투자는 주로 ETF나 펀드 형식으로 투자되는데 전세계 각국의 대표 ESG ETF는 MSCI 벤치마크 대비 초과수익 시현 중. 그러나 국내 ESG 투자는 OECD 회원국 중 하위권에 해당되고, 투자 규모도 작은 편. 그만큼 국내는 아직 ESG 경영기업의 가치가 주가에 제대로 반영되지 않았다고 볼 수 있음. 국민연금이 올해부터 ESG 등급이 D등급인 종목은 BM대비 비중을 초과편입하지 않을 것이라 발표했기 때문에 ESG 경영기업에 대한 시장의 관심은 지금보다 훨씬 커질 것으로 예상

Update

BUY

| TP(12M): 380,000원 (상향) | CP(1월 5일): 251,500원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	2,990.57			
52주 최고/최저(원)	318,000/107,000	매출액(십억원)	84,026.8	89,673.0
시가총액(십억원)	17,695.6	영업이익(십억원)	371.7	4,109.3
시가총액비중(%)	0.86	순이익(십억원)	239.1	2,365.5
발행주식수(천주)	70,360.3	EPS(원)	2,847	14,106
60일 평균 거래량(천주)	298,395	BPS(원)	322,529	333,264
60일 평균 거래대금(십억원)	66.8	Stock Price		
20년 배당금(예상, 원)	6,000			
20년 배당수익률(예상, %)	2.38			
외국인지분율(%)	21.56			
주요주주 지분율(%)				
최대원 외 28 인	29.55			
국민연금공단	8.46			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	5.0 (7.5) (1.9)			
상대	(4.1) (33.5) (28.6)			

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	100,161.6	99,264.6	84,248.3	83,633.6	85,339.5
영업이익	십억원	4,683.8	3,949.9	613.9	2,533.4	2,955.8
세전이익	십억원	7,558.1	2,776.6	644.3	3,647.0	4,412.2
순이익	십억원	2,253.1	717.3	524.3	1,503.7	1,825.8
EPS	원	31,767	10,113	7,392	21,200	25,742
증감률	%	34.32	(68.17)	(26.91)	186.80	21.42
PER	배	8.18	25.91	32.54	11.86	9.77
PBR	배	1.05	1.00	0.84	0.83	0.77
EV/EBITDA	배	7.48	7.90	10.34	8.30	7.85
ROE	%	14.88	4.31	2.98	7.87	8.90
BPS	원	247,186	260,803	286,420	303,476	325,788
DPS	원	5,000	5,000	6,000	6,000	6,500



Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

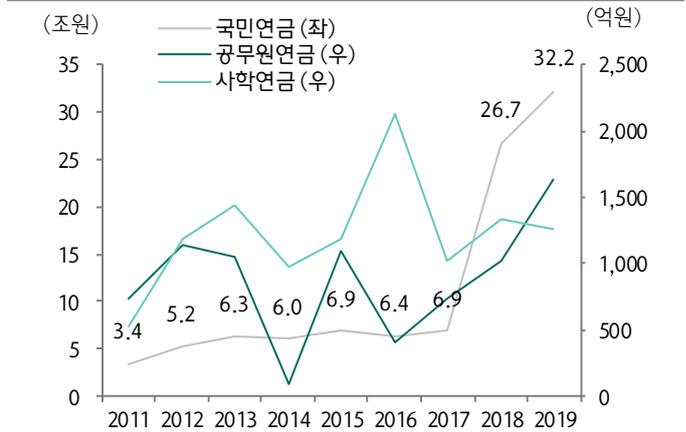
RA 정진용
02-3771-3126
jinyong.jung@hanafn.com

그림 1. SK, SK이노베이션 주가 및 국제 유가 추이



주: 주가 및 국제 유가는 1월 4일 종가 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 국내 연기금 ESG 투자액



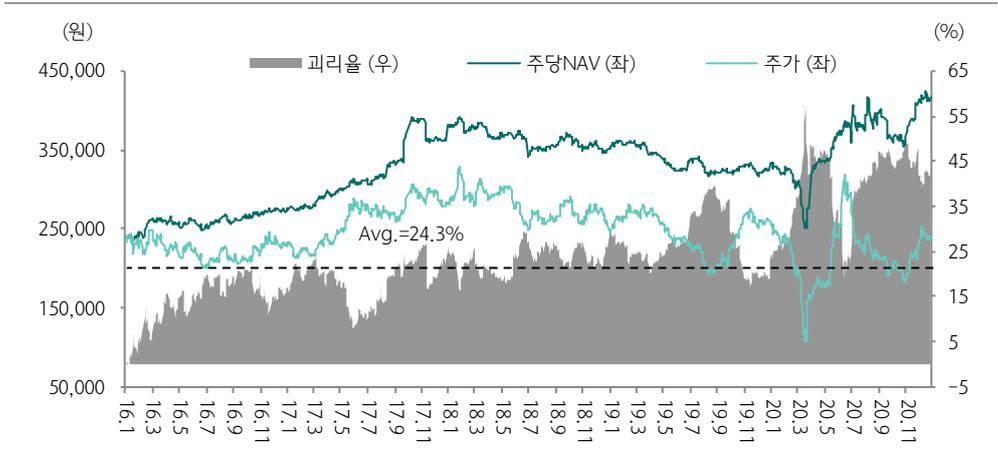
주: 국내 3대 공적 연기금 중 국민연금이 ESG 투자의 약 99% 차지
자료: 국민연금, 하나금융투자

표 1. 시가총액 5,000억원 이상 기준 온실가스 감소 상위 10개 기업

기업명	온실가스 배출 원단위(tCo2/억원)			온실가스 배출량(tCo2)		
	2017	2019	증감률(%)	2017	2019	증감률(%)
신세계	4.3	2.1	-49.8	168,510	137,433	-18.4
LG전자	2.1	1.1	-47.8	1,293,811	685,017	-47.1
오리온	6.4	3.4	-47.1	71,336	68,400	-4.1
KCC	43.6	23.8	-45.4	1,685,346	647,942	-61.6
한국가스공사	4.1	2.7	-35.0	911,531	667,148	-26.8
매일유업	12.5	8.3	-33.6	109,723	115,233	5
한국항공우주산업	2.3	1.6	-33.0	48,052	48,354	0.6
호텔신라	0.5	0.4	-29.6	22,048	22,117	0.3
SK	0.8	0.6	-29.2	20,919	19,390	-7.3
한온시스템	1.2	0.9	-28.4	66,964	61,379	-8.3

자료: CEO스코어, 하나금융투자

그림 3. SK NAV와 실제 주가 및 괴리율 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

표 2. SK NAV 및 SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고	
영업가치	자체사업 (IT)		1,926	4.8		
	로열티		1,900	4.8		
	임대료		13	0.03		
	소계		3,839	9.7		
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
	SK 텔레콤	26.8	19,137	5,125	12.9	
	SK 이노베이션	33.0	21,360	7,040	17.7	
	SK 바이오팜	75.0	12,099	9,075	22.8	
	SK 네트워크	39.1	1,251	490	1.2	상장 자회사 가치 50% 할인 적용
	SKC	40.6	3,844	1,562	3.9	
	SK 머티리얼즈	49.1	3,751	1,841	4.6	
	에스엠코어	26.6	147	39	0.1	
	소계			25,172	63.4	
	상장사 50% 할인 적용			12,586		
	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
	SK E&S	90.0	940	2,995	7.5	EV/EBITDA 7.0배 적용
	SK 건설	44.5	545	635	1.6	K-OTC 시가총액 14,278억원 적용
	SK 실트론	51.0	623	1,472	3.7	SUMCO, Siltronic, Globalwafers 평균 12M Trailing PER 14.8배 적용
	SK 팜테크	100.0	875	2,090	5.3	Siegfried EV/EBITDA 19.2배 적용
기타		3,499	3,499	8.8		
소계			10,690	26.9		
자기주식			4,505	11.3	시가 적용	
순차입금(별도)			4,486	-11.3		
실제 NAV			39,721	100.0		
목표 NAV			27,135	68.3		
발행주식수			70,360,297			
목표주가			380,000			
현재주가 (1/5)			251,500			
상승여력(%)			51.1			

주: 상장 자회사 시가총액은 1월 4일 종가 기준
 자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	100,161.6	99,264.6	84,248.3	83,633.6	85,339.5
매출원가	90,673.3	90,206.2	78,434.0	78,481.4	80,541.5
매출총이익	9,488.3	9,058.4	5,814.3	5,152.2	4,798.0
판매비	4,804.5	5,108.5	5,200.4	2,618.8	1,842.2
영업이익	4,683.8	3,949.9	613.9	2,533.4	2,955.8
금융손익	(583.5)	(1,375.3)	(507.1)	(542.0)	(191.2)
중속/관계기업손익	3,665.5	596.0	743.8	751.3	751.3
기타영업외손익	(207.6)	(394.0)	(206.5)	904.4	896.3
세전이익	7,558.1	2,776.6	644.3	3,647.0	4,412.2
법인세	1,931.8	1,075.6	141.2	995.6	1,163.1
계속사업이익	5,626.4	1,700.9	503.1	2,651.4	3,249.0
중단사업이익	524.8	(93.7)	60.3	91.8	81.8
당기순이익	6,151.1	1,607.2	563.4	2,743.2	3,330.9
비배주주지분 순이익	3,898.0	890.0	39.1	1,239.6	1,505.1
지배주주순이익	2,253.1	717.3	524.3	1,503.7	1,825.8
지배주주지분포괄이익	2,300.1	927.3	841.9	1,467.0	1,805.9
NOPAT	3,486.7	2,419.7	479.4	1,841.8	2,176.6
EBITDA	10,554.9	11,463.6	8,424.2	9,637.9	9,150.0
성장성(%)					
매출액증가율	10.54	(0.90)	(15.13)	(0.73)	2.04
NOPAT증가율	(12.98)	(30.60)	(80.19)	284.19	18.18
EBITDA증가율	(7.31)	8.61	(26.51)	14.41	(5.06)
영업이익증가율	(18.47)	(15.67)	(84.46)	312.67	16.67
(지배주주)순이익증가율	34.32	(68.16)	(26.91)	186.80	21.42
EPS증가율	34.32	(68.17)	(26.91)	186.80	21.42
수익성(%)					
매출총이익률	9.47	9.13	6.90	6.16	5.62
EBITDA이익률	10.54	11.55	10.00	11.52	10.72
영업이익률	4.68	3.98	0.73	3.03	3.46
계속사업이익률	5.62	1.71	0.60	3.17	3.81

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	31,767	10,113	7,392	21,200	25,742
BPS	247,186	260,803	286,420	303,476	325,788
CFPS	166,037	162,141	119,604	157,025	153,085
EBITDAPS	148,815	161,627	118,774	135,886	129,007
SPS	1,412,191	1,399,543	1,187,827	1,179,159	1,203,211
DPS	5,000	5,000	6,000	6,000	6,500
주가지표(배)					
PER	8.18	25.91	32.54	11.86	9.77
PBR	1.05	1.00	0.84	0.83	0.77
PCFR	1.57	1.62	2.01	1.60	1.64
EV/EBITDA	7.48	7.90	10.34	8.30	7.85
PSR	0.18	0.19	0.20	0.21	0.21
재무비율(%)					
ROE	14.88	4.31	2.98	7.87	8.90
ROA	1.97	0.57	0.40	1.15	1.37
ROIC	5.76	3.68	0.72	3.01	3.98
부채비율	134.75	153.00	139.93	135.22	127.28
순부채비율	51.70	70.04	64.53	45.79	27.07
이자보상배율(배)	4.60	2.86	0.44	1.84	2.15

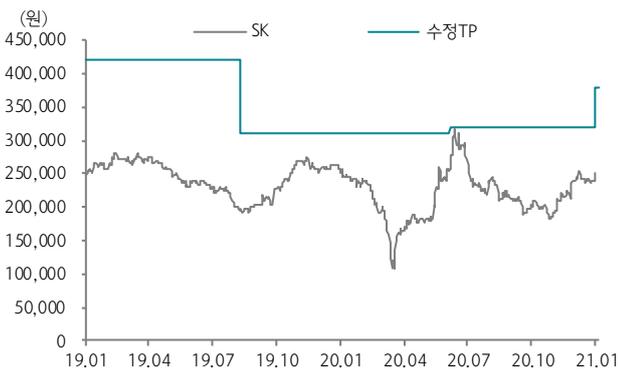
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	37,128.4	40,029.1	35,477.6	45,021.9	54,310.2
금융자산	11,403.4	12,117.1	19,380.7	28,382.7	38,047.1
현금성자산	6,783.0	7,981.8	15,608.2	24,474.4	34,233.0
매출채권 등	10,231.8	9,827.9	9,069.8	9,407.7	9,173.4
재고자산	8,992.7	9,138.4	8,433.4	8,747.6	8,529.7
기타유동자산	6,500.5	8,945.7	(1,406.3)	(1,516.1)	(1,440.0)
비유동자산	82,328.6	91,991.5	93,614.9	87,297.6	80,557.5
투자자산	22,021.9	25,713.4	25,278.0	26,065.3	25,519.4
금융자산	2,803.6	3,818.7	5,072.2	5,106.9	5,082.9
유형자산	39,715.9	42,846.4	43,525.7	37,918.0	33,032.8
무형자산	16,190.7	14,666.3	16,158.6	14,661.8	13,352.8
기타비유동자산	4,400.1	8,765.4	8,652.6	8,652.5	8,652.5
자산총계	119,457.0	132,020.7	129,092.4	132,319.5	134,867.7
유동부채	30,007.8	35,563.1	27,293.0	27,770.3	27,439.3
금융부채	8,524.9	13,135.1	14,169.3	14,211.1	14,182.1
매입채무 등	9,028.5	8,809.9	8,130.3	8,433.1	8,223.1
기타유동부채	12,454.4	13,618.1	4,993.4	5,126.1	5,034.1
비유동부채	38,561.3	44,274.9	47,996.2	48,296.7	48,088.3
금융부채	29,185.1	35,533.0	39,928.6	39,928.6	39,928.6
기타비유동부채	9,376.2	8,741.9	8,067.6	8,368.1	8,159.7
부채총계	68,569.1	79,838.0	75,289.2	76,067.0	75,527.6
지배주주지분	16,627.5	16,685.7	18,503.4	19,713.0	21,295.5
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,536.4	5,886.2	7,033.1	7,033.1	7,033.1
자본조정	(904.5)	(1,812.0)	(1,811.5)	(1,811.5)	(1,811.5)
기타포괄이익누계액	(237.1)	37.6	475.4	495.3	565.8
이익잉여금	12,217.3	12,558.6	12,790.9	13,980.7	15,492.7
비지배주주지분	34,260.4	35,496.9	35,299.9	36,539.5	38,044.6
자본총계	50,887.9	52,182.6	53,803.3	56,252.5	59,340.1
순금융부채	26,306.6	36,551.0	34,717.3	25,757.1	16,063.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	7,856.5	7,978.8	7,413.0	9,416.1	8,736.9
당기순이익	6,151.1	1,607.2	563.4	2,743.2	3,330.9
조정	344	778	583	648	554
감가상각비	5,871.1	7,513.7	7,810.2	7,104.5	6,194.2
외환거래손익	7.4	34.4	(107.5)	(155.3)	(175.7)
지분법손익	(4,424.9)	(862.0)	(1,685.1)	(751.3)	(751.3)
기타	(1,109.6)	(5,908.1)	(5,434.6)	(5,549.9)	(4,713.2)
영업활동자산부채 변동	(1,736.2)	(1,406.7)	1,022.2	193.7	(134.3)
투자활동 현금흐름	(10,181.8)	(10,686.5)	(4,798.1)	(610.4)	1,041.6
투자자산감소(증가)	(1,268.5)	(3,095.5)	1,179.2	(36.0)	1,297.2
유형자산감소(증가)	(5,755.9)	(7,654.2)	(6,662.7)	0.0	0.0
기타	(3,157.4)	63.2	685.4	(574.4)	(255.6)
재무활동 현금흐름	1,929.7	3,868.5	3,589.6	(272.0)	(342.8)
금융부채증가(감소)	4,608.6	10,958.2	5,429.8	41.8	(29.0)
자본증가(감소)	519.5	349.8	1,146.9	0.0	0.0
기타재무활동	(1,687.3)	(5,623.2)	(2,722.7)	0.0	0.0
배당지급	(1,511.1)	(1,816.3)	(264.4)	(313.8)	(313.8)
현금의 증감	(362.8)	1,198.7	7,626.4	8,866.2	9,758.6
Unlevered CFO	11,776.4	11,500.1	8,483.1	11,137.2	10,857.8
Free Cash Flow	1,580.9	153.9	622.9	9,416.1	8,736.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.6	BUY	380,000		
20.6.10	BUY	320,000	-28.53%	-0.63%
20.6.9	담당자 변경			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 1월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 1월 6일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2021년 1월 6일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.