2022년 1월 24일 I Equity Research

SK(034730)

비상장자회사 가치 반영 예상. 지주사 재평가 기대도 상존

재평가를 견인할 비상장 자회사들. 가치 상승 기대감 미반영

SK에 대한 투자의견 매수와 목표주가 380,000원을 유지. SK 주가는 2021년초 급락 이후 SK텔레콤 인적분할 후의 지배구조 개편 수혜 기대감 또한 희석되면서 상당기간 박스권을 행보 중. 특히 지주사 할인 요인들을 감안하더라도 그룹 차원에서의 적극적인 투자로 두각을 나타내고 있고, 재평가를 견인할 수 있는 바이오 및 소재 분야의 비상장자회사 가치 상승 기대감이 전혀 반영되지 못하고 있음. SK팜테코는 2017년 미국 BMS의 아일랜드 스워즈 공장, 2018년 미국 AMPAC, 2021년 프랑스 Yposkesi 등 3건의 M&A와 더불어 올해 1월 미국 CBM에 3.5억달러를 투자해 2대주주가 되면서 글로벌 행보를 지속 중. Yposkesi와 CBM은 세포 · 유전자치료제(CGT) 원료의약품 위탁개발생산(CDMO)업체로 SK팜테코는 금번 투자로 생산기지 확충을 통한 글로벌 선도 CDMO로 도약이 가능해질 듯. SK팜테코는 1월 10일 JP모건 헬스케어 컨퍼런스내 비상장기업대상 Private Track에 참가한 유일한 국내 기업으로 투자가치를 인정 받았으며 올해 pre-IPO 추진도 예정되어 있음. 그룹 4대 핵심사업 중 하나인 소재 분야의 경우 SK가 SK머티리얼즈를 흡수합병후 재원마련 역할을 담당하면서 성장 동력이 확보. 또한 국내 1위 웨이퍼제조업체인 SK실트론 또한 반도체 및 전기차 생산 수요 증가에 따른 수혜가 지속될 수 있을 것으로 전망

최근 물적분할 관련 공약들은 지주사 재평가의 계기 될 수도

최근 여러 기업들이 핵심사업부를 물적분할해 상장하는 사례가 많이 나타나면서 정치권에서 물적분할 자회사 상장의 문제점과 주주보호방안에 대한 토론이 활발히 진행 중. 모회사와 자회사 동시 상장에 있어 문제가 되는 건 결국 지배주주와 일반주주의 대립이며 이는 지배구조 이슈로 귀결. 최근 대선후보들도 "모회사 주주에게 주식매수청구권 부여" 및 "모회사 주주에게 신주인수권 부여" 등을 공약으로 언급하고 있음. 이론적으로는 분할이 기업가치를 변화시키지는 않지만 지주사에 투자하기보다는 성장성이 높은 자회사에 직접 투자하는 수요가 커지게 되고, 지주사의 보유 상장자회사에 대한 지분가치는 대체로 할인되면서 지주사 주가 하락으로 이어졌던 것이 그동안의 사례. 따라서 만약 앞으로 소액주주의 권익을 보장하는 분위기로 흘러갈 경우 점차 지주사들에 대한 할인 요인도 완화될 수 있다고 판단. 이는 지주사 재평가의 계기로 작용될 수도 있을 전망

Update

BUY

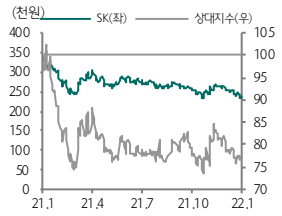
I TP(12M): 380,000원 I CP(1월 21일): 234,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,834.29
52주 최고/최저(원)	355,000/233,000
시가총액(십억원)	17,350.9
시가총액비중(%)	0.83
발행주식수(천주)	74,149.3
60일 평균 거래량(천주)	208.6
60일 평균 거래대금(십억원)	52.7
21년 배당금(예상,원)	8,500
21년 배당수익률(예상,%)	3.39
외국인지분율(%)	21.70
주요주주 지분율(%)	
최태원 외 34 인	26.69
국민연금공단	8.02

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(9.7)	(13.3)	(31.5)
상대	(5.2)	(1.7)	(23.6)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	96,672.5	103,835.3
영업이익(십억원)	5,416.8	5,663.0
순이익(십억원)	3,420.4	3,654.0
EPS(원)	15,146	17,590
BPS(원)	337,860	352,883

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	97,811.5	81,820.1	94,091.3	100,816.1	106,158.6
영업이익	십억원	3,735.9	(164.5)	5,699.6	6,495.0	6,400.4
세전이익	십억원	2,835.8	(27.8)	6,037.9	7,237.6	7,511.9
순이익	십억원	716.9	189.4	866.9	976.8	1,048.1
EPS	원	10,108	2,670	12,170	13,073	14,028
증감률	%	(68.18)	(73.59)	355.81	7.42	7.31
PER	배	25.92	90.07	20.62	17.90	16.68
PBR	배	1.00	0.89	0.94	0.85	0.82
EV/EBITDA	배	8.04	11.78	6.26	5.78	6.04
ROE	%	4.30	1.11	4.87	5.27	5.45
BPS	원	260,775	271,359	267,414	276,893	285,946
DPS	원	5,000	7,000	8,500	9,500	10,500

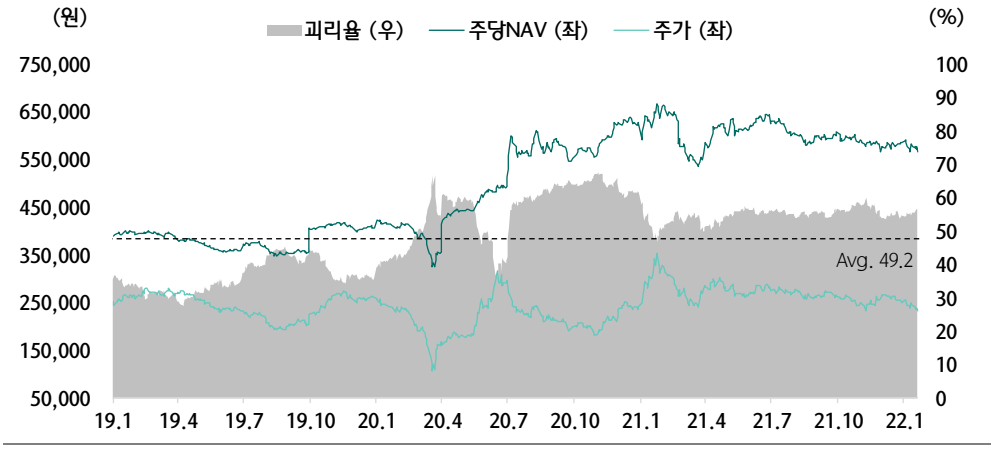
Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

RA 김대한
02-3771-7675
daehan.kim@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

그림 1. SK NAV와 실제 주가 및 괴리율 추이



주: 2022년 1월 21일 종가 기준

자료: Quantiwise, 하나금융투자

표 1. SK의 2021-2022년 투자 내역

기업	투자시기	투자규모(억원)	투자성과
플러그파워	2021.01.07	8,000	미국 수소전문 기업. 자회사 SK E&S와 각각 8,000억원을 출자하여 플러그파워 지분 9.9% 확보하여 최대주주 등극
예스파워테크닉스	2021.01.28	268	전력반도체 분야. 지분 33.6% 확보
지리자동차그룹	2021.03.18	350	뉴모빌리티 펀드 조성하여 펀드 출자. 이 펀드를 통해 스웨덴 전기차 기업 '폴스타'에 6천만 달러 투자
이포스케시	2021.03.31	-	프랑스 세포유전자치료제 CMO로 SK는 경영권을 포함한 지분 70%를 인수
빈커머스	2021.04.06	4,600	베트남 마산그룹 유통 자회사로 지분 16.3% 매입. 지난 9월 '원커머스'로 사명 변경
시그넷 EV	2021.04.15	2,930	글로벌 선도 초급속 전기차 충전기 제조사. 지분 55.5% 인수
솔리드에너지시스템	2021.05.11	400	리튬메탈 배터리 개발사. 2018년도에 이어 추가 투자 단행. 총 투자액은 700억원
모놀리스	2021.06.03	-	청록수소 생산업체. 이사회 의석을 확보에 경영에도 참여. 투자 규모는 밝히지 않았으나 업계에서는 수백억원 수준으로 추정
TBM	2021.07.01	1,400	플라스틱 소재 대체 친환경 소재 일본기업. 지분 10%를 매입
조이비오	2021.07.26	1,000	중국 선도 F&B 유통기업. 대체식품 펀드 조성 MOU 체결. 중국 유수 식품 기업과 충칭 지방 정부 펀드도 출자자로 참여 예정
빅페이	2021.08.06	700	말레이시아 선도 핀테크 기업. 사업 참여 권리와 함께 향후 450억원 규모의 추가 투자 옵션 확보
퍼펙트데이	2021.10.01	650	미국 대체 단백질 선도 기업. 2020년 540억원에 이어 스틱인베스트먼트와 함께 추가 투자
크라운엑스	2021.11.11	4,000	베트남 마산그룹 산하 기업. 마산그룹과의 전략적 파트너십
펄크럼	2021.12.16	600	미국 바이오에너지 기업. 국내 사모펀드와 공동 투자
CBM	2022.01.09	4,200	미국 세포유전자치료제 CDMO. 이번 투자로 SK는 2대주주로 올라섬

자료: SK, 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

표 2. SK NAV 및 SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분			지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
영업가치		자체사업 (IT)			1,911	4.9	
		로열티			2,352	6.1	
		임대료			3	0.0	
		소계			4,267	11.0	
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**	**Value**	**NAV 비중**	**비고**
		SK 텔레콤	30.0	12,539	3,764	9.7	
		SK 스퀘어	30.0	8,601	2,581	6.6	
		SK 이노베이션	33.4	23,301	7,783	20.0	
		SK 바이오팜	64.0	6,672	4,271	11.0	상장 자회사 가치 50% 할인
		SK 네트웍스	39.1	1,180	462	1.2	
		SKC	40.6	5,889	2,393	6.2	
		에스엠코어	26.6	136	36	0.1	
		소계			**21,291**	**54.8**	
		상장사 50% 할인 적용			**10,645**		
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**장부가액**	**Value**	**NAV 비중**	**비고**
		SK E&S	90.0	982	2,915	7.5	EV/EBITDA 7.0배 적용
		SK 머티리얼즈	100.0	964	2,892	7.4	
		SK 에코플랜트	44.5	545	566	1.5	장외시장 시가총액에 50% 할인
		SK 실트론	51.0	227	975	2.5	SUMCO, shin-etsu chemical, Globalwafers 평균 12M Trailing PER 16.9에 자회사 가치 50% 할인
		SK 팜테코	100.0	101	4,221	10.9	Siegfried EV/EBITDA 41.7에 자회사 가치 50% 할인
		기타		5,600	5,600	14.4	
		소계			**17,170**	**44.2**	
자기주식					4,225	10.9	시가 적용
순차입금(별도)					8,120	-20.9	
실제 NAV					**38,831**	**100.0**	
목표 NAV					**28,186**	**72.6**	
발행주식수					74,149,329		
목표주가					**380,000**		
현재주가 (1/21)					**234,000**		
상승여력(%)					62.4%		

주: 상장 자회사 시가총액은 1월 21일 종가 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**97,811.5**	**81,820.1**	**94,091.3**	**100,816.1**	**106,158.6**
매출원가	89,025.5	76,477.1	82,709.6	88,261.8	93,085.8
매출총이익	8,786.0	5,343.0	11,381.7	12,554.3	13,072.8
판관비	5,050.1	5,507.5	5,682.1	6,059.4	6,672.4
영업이익	**3,735.9**	**(164.5)**	**5,699.6**	**6,495.0**	**6,400.4**
금융손익	(1,388.2)	(876.2)	(1,620.1)	(1,211.6)	(1,060.1)
종속/관계기업손익	596.8	799.7	1,509.4	1,154.6	1,332.0
기타영업외손익	(108.6)	213.2	449.0	799.7	839.7
세전이익	**2,835.8**	**(27.8)**	**6,037.9**	**7,237.6**	**7,511.9**
법인세	1,006.4	260.4	2,096.6	2,215.1	2,227.9
계속사업이익	1,829.4	(288.2)	3,941.2	5,022.4	5,284.1
중단사업이익	(223.4)	179.8	358.4	118.5	232.4
당기순이익	**1,606.0**	**(108.4)**	**4,299.7**	**5,140.9**	**5,516.5**
비지배주주지분 순이익	889.1	(297.8)	3,432.8	4,164.1	4,468.4
지배주주순이익	**716.9**	**189.4**	**866.9**	**976.8**	**1,048.1**
지배주주지분포괄이익	926.9	(161.8)	2,173.8	1,107.8	1,188.7
NOPAT	2,410.0	(1,704.8)	3,720.4	4,507.1	4,502.2
EBITDA	11,334.8	7,819.9	13,878.4	13,583.7	12,285.7
성장성(%)					
매출액증가율	(2.35)	(16.35)	15.00	7.15	5.30
NOPAT증가율	(30.88)	적전	흑전	21.15	(0.11)
EBITDA증가율	7.39	(31.01)	77.48	(2.12)	(9.56)
영업이익증가율	(20.24)	적전	흑전	13.96	(1.46)
(지배주주)순익증가율	(68.18)	(73.58)	357.71	12.68	7.30
EPS증가율	(68.18)	(73.59)	355.81	7.42	7.31
수익성(%)					
매출총이익률	8.98	6.53	12.10	12.45	12.31
EBITDA이익률	11.59	9.56	14.75	13.47	11.57
영업이익률	3.82	(0.20)	6.06	6.44	6.03
계속사업이익률	1.87	(0.35)	4.19	4.98	4.98

대차대조표

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	**40,015.4**	**38,052.3**	**57,667.7**	**69,975.8**	**81,013.0**
금융자산	12,115.2	15,111.1	31,365.4	40,583.4	50,443.3
현금성자산	7,981.8	10,096.9	25,441.8	34,045.3	43,607.6
매출채권	10,377.3	8,871.4	10,480.8	11,613.9	12,165.0
재고자산	9,138.4	6,179.5	7,300.5	8,089.8	8,473.7
기타유동자산	8,384.5	7,890.3	8,521.0	9,688.7	9,931.0
비유동자산	**92,596.1**	**99,586.1**	**100,968.0**	**98,251.2**	**93,967.6**
투자자산	25,713.4	26,191.5	28,924.7	32,017.1	33,580.6
금융자산	3,818.7	5,382.4	4,340.5	4,775.2	5,045.9
유형자산	42,828.3	45,910.6	47,536.6	41,763.0	37,070.8
무형자산	14,666.3	16,659.9	16,302.6	14,999.1	13,816.1
기타비유동자산	9,388.1	10,824.1	8,204.1	9,472.0	9,500.1
자산총계	**132,611.4**	**137,638.4**	**158,635.7**	**168,227.1**	**174,980.6**
유동부채	**35,627.1**	**37,212.7**	**42,946.0**	**46,020.8**	**47,539.3**
금융부채	13,202.6	14,759.9	17,078.6	17,377.7	17,523.2
매입채무	8,809.9	6,061.6	7,161.2	7,935.4	8,312.0
기타유동부채	13,614.6	16,391.2	18,706.2	20,707.7	21,704.1
비유동부채	**44,808.3**	**48,565.8**	**55,386.4**	**57,156.5**	**57,575.5**
금융부채	36,043.8	41,020.9	46,472.9	47,279.3	47,229.6
기타비유동부채	8,764.5	7,544.9	8,913.5	9,877.2	10,345.9
부채총계	**80,435.4**	**85,778.5**	**98,332.4**	**103,177.3**	**105,114.8**
지배주주지분	**16,683.7**	**17,435.0**	**18,071.0**	**18,490.0**	**19,355.9**
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,886.2	7,061.6	6,161.4	6,369.7	6,530.9
자본조정	(1,812.0)	(1,811.5)	(1,811.3)	(1,811.3)	(1,811.3)
기타포괄이익누계액	37.6	(327.2)	799.0	799.0	799.0
이익잉여금	12,556.6	12,496.7	12,906.6	13,117.2	13,821.9
비지배주주지분	**35,492.3**	**34,424.9**	**42,109.0**	**46,004.5**	**49,717.5**
자본총계	**52,176.0**	**51,859.9**	**60,180.0**	**64,494.5**	**69,073.4**
순금융부채	37,131.2	40,669.7	32,186.1	24,073.6	14,309.5

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	10,108	2,670	12,170	13,073	14,028
BPS	260,775	271,359	267,414	276,893	285,946
CFPS	163,308	118,378	189,546	209,300	197,679
EBITDAPS	159,811	110,254	194,824	181,805	164,433
SPS	1,379,056	1,153,592	1,320,851	1,349,334	1,420,838
DPS	5,000	7,000	8,500	9,500	10,500
주가지표(배)					
PER	25.92	90.07	20.62	17.90	16.68
PBR	1.00	0.89	0.94	0.85	0.82
PCFR	1.60	2.03	1.32	1.12	1.18
EV/EBITDA	8.04	11.78	6.26	5.78	6.04
PSR	0.19	0.21	0.19	0.17	0.16
재무비율(%)					
ROE	4.30	1.11	4.87	5.27	5.45
ROA	0.57	0.14	0.59	0.60	0.61
ROIC	3.66	(2.47)	5.69	7.73	8.73
부채비율	154.16	165.40	163.58	158.77	151.02
순부채비율	71.17	78.42	43.69	22.93	8.81
이자보상배율(배)	2.70	(0.12)	3.77	3.78	3.87

현금흐름표

(단위: 십억원)

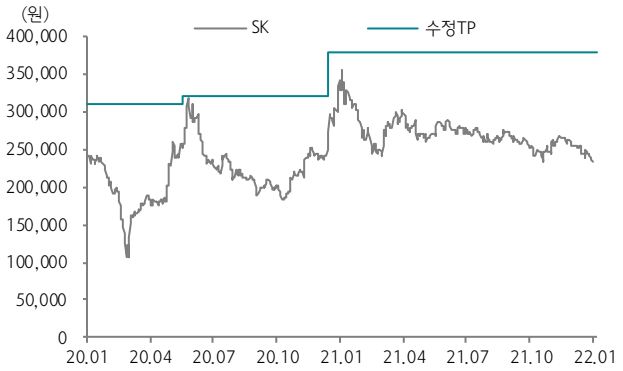
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**8,027.7**	**9,694.6**	**11,263.0**	**12,985.1**	**11,470.2**
당기순이익	1,606.0	(108.4)	4,365.5	4,582.9	4,950.7
조정	7,848.2	6,282.5	6,305.4	7,077.2	5,875.1
감가상각비	7,598.9	7,984.4	8,178.8	7,077.2	5,875.2
외환거래손익	34.4	(153.0)	207.6	0.0	0.0
지분법손익	(869.7)	(2,158.6)	(1,766.0)	0.0	0.0
기타	1,084.6	609.7	(315.0)	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	(1,426.5)	3,520.5	592.1	1,325.0	644.4
투자활동 현금흐름	**(10,685.6)**	**(10,418.9)**	**(3,050.1)**	**(4,981.6)**	**(1,893.6)**
투자자산감소(증가)	(3,094.7)	321.6	(1,362.5)	(3,092.4)	(1,563.5)
자본증가(감소)	(7,654.2)	(8,905.2)	(5,770.9)	0.0	0.0
기타	63.3	(1,835.3)	4,083.3	(1,889.2)	(330.1)
재무활동 현금흐름	**3,818.6**	**3,243.6**	**7,636.1**	**837.0**	**(276.0)**
금융부채증가(감소)	11,536.4	6,534.5	7,770.7	1,105.5	95.7
자본증가(감소)	349.8	1,175.4	(900.2)	208.3	161.2
기타재무활동	(6,251.3)	(3,254.3)	1,162.2	0.0	0.0
배당지급	(1,816.3)	(1,212.0)	(396.6)	(476.8)	(532.9)
현금의 증감	**1,198.7**	**2,115.2**	**14,623.5**	**8,190.4**	**9,330.0**
Unlevered CFO	11,582.9	8,396.2	13,502.4	14,808.7	13,894.9
Free Cash Flow	202.8	455.9	5,237.6	12,985.1	11,470.2

자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

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	-28.48%	-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	95.04%	4.96%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 1월 21일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2022년 1월 24일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2022년 1월 24일 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.