유안타증권 元大證券

SK (034730)

지주회사

자사주 매입의 의미에 대한 해석

최남곤
02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	380,000원 (M)
현재주가 (10/1)	224,000원
상승여력	70%

시가총액	158,439억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	248억원
60일 평균 거래량	119,032주
52주 고	290,500원
52주 저	192,500원
외인지분율	27.12%
주요주주	최태원 외 23 인 29.62%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.0	(3.4)	(21.5)
상대	6.3	(0.8)	(11.5)
절대(달러환산)	13.4	(6.5)	(27.1)

자사주 5% 취득 공시. 재원은 E&S의 차이나가스 홀딩스 매각 대금으로 추정

동사는 2019년 10월 2일부터 2020년 1월 1일까지 자사주 352만주(7,180억원 규모, 전체 주식 대비 5%)를 취득하기로 결정했다. 금번 자사주 매입이 완료되면, 기존 보유 자사주(20.7%)에 더해 총 25.7%의 자사주를 보유하게 된다(**그림 1 참조**). 회사가 밝힌 자사주 취득 목적은 1)주가 하락에 따른 주주환원 강화, 2)소각 가능성(미결정) 등이다. 자사주 취득 규모는 동사의 재무 구조(순차입금 6.7조원)를 고려 시, 과도한 감이 없지 않다. 재원은 '차이나가스 홀딩스 매각 대금(SK E&S 보유분. 3% 매도에 대한 7,868억원) → SK E&S가 SK에 배당 지급 형태로 지원'이 가장 유력해 보인다.

주가 하락 방어용으로만 해석하기에는 여운이 남아…추가 지배구조 개편 가능성(?)

1)기존 자사주 보유 규모가 이미 상당하고, 2)재무적 측면에서도 여유가 크지 않다는 점에서 자사주 매입 이유에 대한 회사의 설명을 100% 받아들이기에는 여운이 남는다. 조금 더 상상력을 발휘해보자면, SK텔레콤의 지배구조 개편 가능성과도 연결해서 생각해 볼 수 있다. 2019년 주주총회 이후 잠잠해지긴 했으나, 여전히 SK텔레콤의 기업 분할 가능성은 열려 있는 상황이다. 다음과 같이 가정해보자.

1)SK텔레콤은 투자와 사업회사로 인적 분할을 단행. SK하이닉스는 SK텔레콤 투자회사에 존속. 나머지 ICT 법인은 SK텔레콤 사업회사로 존속. 2)SK텔레콤 투자회사와 SK 합병(**그림 2 참조**)

이 경우 최대주주 입장에서 가장 중요한 고려 사항은 '합병 법인에 대한 의결권'일 것이다. 합병 법인에 대한 의결권을 최대한 확보(보호)하기 위한 회사의 실질적 대안은 1)SK주가와 SK텔레콤 투자회사에 대한 합병 비율 최적화, 2)SK 자사주 확보를 통한 합병 시 신주 발행 억제 등이 될 것이다.

수급, 펀더멘틀, Valuation, 스토리 등 모든 조건을 갖췄음!

자사주 매입이 아니었더라도, SK의 주가에 대해서는 매우 아쉬움이 남는 상황이었다. 1)SK이노베이션, SK하이닉스 실적은 3Q19를 저점으로 기저 효과가 기대되는 상황이다. 2)오는 11월 21일까지 Cenobamate에 대한 미 FDA의 NDA 승인 가능성이 높다. 경쟁 약물(빔팻)의 2018년 매출 규모는 1조원을 상회하고 있으며, 2022년 3월 특허가 만료됨에 따라 점유율은 빔팻 → 바이오팜으로 넘어올 것이다. 3)19년 상반기 바이오팜 매출액은 1,186억원(Cenobamate 유럽 LO에 따른 Upfront fee 수취)을 기록했으며, 2020년 상반기 중 국내 주식시장 IPO가 추진될 것이다. 4)19년 말까지 통합 CMO(한국, AMPAC, 아일랜드) 출범 예정이다. 2020년에도 글로벌 M&A가 추진될 것이다. 비슷한 규모의 Cambrex와 Siegfried는 각각 2.3조원, 2조원 수준의 기업 가치로 거래되고 있다. 5)만약 당사가 가정한대로 그룹 내 지배구조 개편 작업 가시성이 높아지게 되면, SK 기업 가치를 끌어올리기 위한 회사의 전략적 행보에 관심을 가져야 할 것이다. 지주업종 내 Top pick을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	254,752	-4.9	1.3	249,093	2.3
영업이익	10,575	-27.9	-9.2	11,493	-8.0
세전계속사업이익	10,308	-54.1	18.0	14,895	-30.8
지배순이익	2,272	-54.3	93.5	3,215	-29.3
영업이익률 (%)	4.2	-1.3 %pt	-0.4 %pt	4.6	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	0.9	-1.0 %pt	+0.4 %pt	1.3	-0.4 %pt

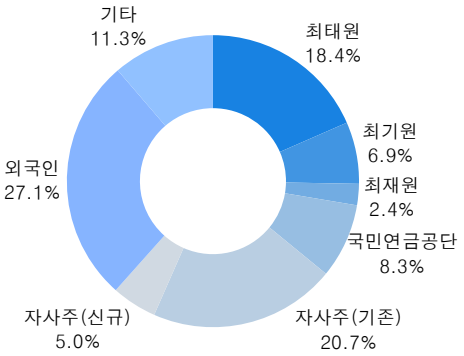
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	906,128	1,015,020	1,010,076	1,026,733
영업이익	57,450	46,881	46,169	46,836
지배순이익	16,774	22,531	11,313	12,921
PER	11.0	8.8	12.3	10.8
PBR	1.1	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.4	7.6	6.9	6.8
ROE	12.5	14.9	6.5	7.0

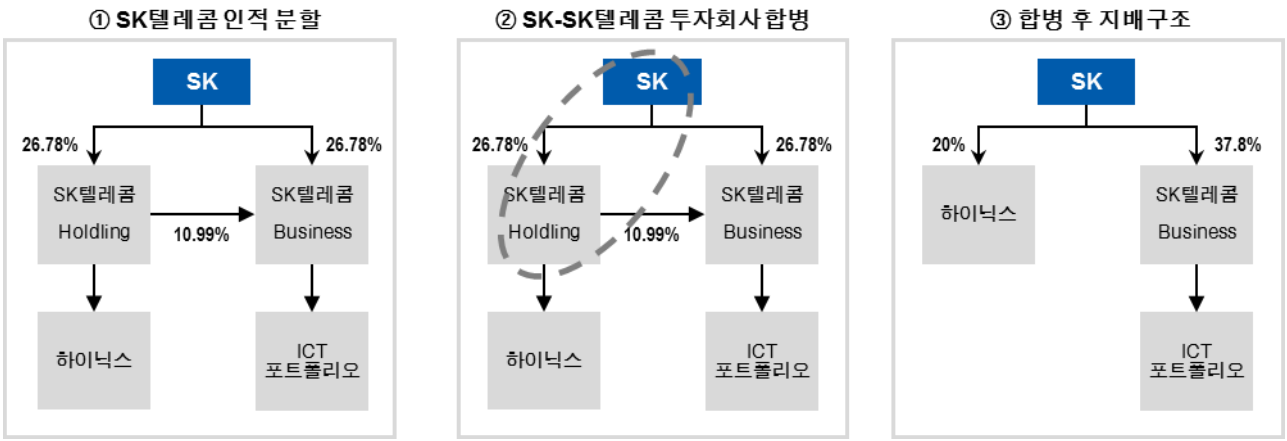
자료: 유안타증권

[그림 1] 자사주 매입 후 SK 지분 구성



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 텔레콤 지배구조 개편 시나리오(인적분할 → 합병)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**906,128**	**1,015,020**	**1,010,076**	**1,026,733**	**1,044,163**
매출원가	799,189	918,512	895,093	906,082	921,453
매출총이익	106,940	96,508	114,983	120,650	122,709
판관비	49,489	49,627	68,814	73,814	74,396
영업이익	**57,450**	**46,881**	**46,169**	**46,836**	**48,313**
EBITDA	113,867	105,592	117,264	120,251	124,858
영업외손익	16,981	28,403	-2,872	4,893	1,284
외환관련손익	1,788	-1,911	-1,965	-1,961	-1,969
이자손익	-5,749	-8,341	-11,341	-12,313	-12,313
관계기업관련손익	24,850	36,655	10,018	18,003	14,402
기타	-3,908	2,000	416	1,164	1,164
법인세비용차감전순손익	74,431	75,284	43,297	51,729	49,598
법인세비용	22,518	19,246	13,174	16,349	15,623
계속사업순손익	51,914	56,038	30,123	35,379	33,975
중단사업순손익	-1,249	5,473	-8	52	52
당기순이익	50,665	61,511	30,115	35,431	34,027
지배지분순이익	**16,774**	**22,531**	**11,313**	**12,921**	**11,506**
포괄순이익	44,661	60,303	32,680	35,431	34,027
지배지분포괄이익	13,955	23,001	12,579	12,921	11,885

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**351,999**	**371,284**	**404,534**	**397,791**	**380,102**
현금및현금성자산	71,458	67,830	84,665	69,325	47,725
매출채권 및 기타채권	127,636	122,767	132,906	135,961	138,108
재고자산	81,789	89,927	88,034	89,595	91,357
비유동자산	745,835	823,286	888,476	920,238	946,495
유형자산	412,955	397,159	409,400	410,591	411,830
관계기업등 지분관련자산	146,295	192,183	212,941	240,432	264,322
기타투자자산	24,585	28,036	29,176	30,219	31,157
자산총계	**1,097,835**	**1,194,570**	**1,293,010**	**1,318,029**	**1,326,597**
유동부채	313,681	300,078	336,115	343,407	344,654
매입채무 및 기타채무	181,820	178,129	186,149	192,040	193,787
단기차입금	29,990	34,263	37,917	37,417	36,917
유동성장기부채	65,481	50,249	65,234	65,234	65,234
비유동부채	326,590	385,613	423,434	431,031	435,074
장기차입금	51,656	69,599	73,272	75,272	77,272
사채	181,940	219,306	234,654	236,654	238,654
부채총계	**640,270**	**685,691**	**759,548**	**774,438**	**779,728**
지배지분	136,601	166,275	179,697	189,826	193,104
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	50,170	55,364	59,146	59,146	59,146
이익잉여금	98,376	122,173	130,279	140,408	143,687
비지배지분	320,963	342,604	353,765	353,765	353,765
자본총계	**457,564**	**508,879**	**533,461**	**543,591**	**546,869**
순차입금	**217,884**	**262,329**	**293,201**	**309,765**	**334,865**
총차입금	329,523	376,363	434,780	438,280	441,780

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**69,301**	**78,565**	**74,181**	**86,578**	**87,783**
당기순이익	50,665	61,511	30,115	35,431	34,027
감가상각비	43,182	45,383	57,369	59,551	61,969
외환손익	-1,066	74	1,944	1,961	1,969
종속,관계기업관련손익	-24,880	-36,679	-9,995	-18,003	-14,402
자산부채의 증감	-25,598	-17,362	-20,689	-6,222	-10,540
기타현금흐름	26,999	25,638	15,438	13,859	14,760
투자활동 현금흐름	**-62,929**	**-101,818**	**-118,054**	**-111,945**	**-112,857**
투자자산	-12,104	-14,193	-23,166	-9,488	-9,488
유형자산 증가 (CAPEX)	-49,719	-62,756	-59,625	-60,742	-63,209
유형자산 감소	2,757	5,197	343	0	0
기타현금흐름	-3,862	-30,066	-35,606	-41,715	-40,160
재무활동 현금흐름	**-4,080**	**19,297**	**32,659**	**1,777**	**954**
단기차입금	2,067	7,373	2,349	-500	-500
사채 및 장기차입금	4,747	40,389	26,468	4,000	4,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-13,564	-15,111	-15,105	-15,082	-15,082
기타현금흐름	2,670	-13,354	18,948	13,359	12,537
연결범위변동 등 기타	-1,703	327	28,049	8,251	2,519
현금의 증감	**589**	**-3,628**	**16,835**	**-15,340**	**-21,600**
기초 현금	70,870	71,458	67,830	84,665	69,325
기말 현금	71,458	67,830	84,665	69,325	47,725
NOPLAT	**57,450**	**46,881**	**46,169**	**46,836**	**48,313**
FCF	**21,170**	**13,490**	**22,902**	**38,483**	**35,891**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	23,808	31,982	16,078	18,363	16,353
BPS	242,249	294,873	318,675	336,639	342,452
EBITDAPS	160,542	148,876	165,332	169,543	176,039
SPS	1,277,561	1,431,089	1,424,118	1,447,602	1,472,177
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000
PER	**11.0**	**8.8**	**12.3**	**10.8**	**12.1**
PBR	**1.1**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**0.6**
EV/EBITDA	**6.4**	**7.6**	**6.9**	**6.8**	**6.8**
PSR	**0.2**	**0.2**	**0.1**	**0.1**	**0.1**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**9.5**	**12.0**	**-0.5**	**1.6**	**1.7**
영업이익 증가율 (%)	**8.8**	**-18.4**	**-1.5**	**1.4**	**3.2**
지배순이익 증가율 (%)	**119.1**	**34.3**	**-49.8**	**14.2**	**-10.9**
매출총이익률 (%)	11.8	9.5	11.4	11.8	11.8
영업이익률 (%)	**6.3**	**4.6**	**4.6**	**4.6**	**4.6**
지배순이익률 (%)	1.9	2.2	1.1	1.3	1.1
EBITDA 마진 (%)	12.6	10.4	11.6	11.7	12.0
ROIC	7.4	6.1	5.3	5.2	5.4
ROA	1.6	2.0	0.9	1.0	0.9
ROE	**12.5**	**14.9**	**6.5**	**7.0**	**6.0**
부채비율 (%)	139.9	134.7	142.4	142.5	142.6
순차입금/자기자본 (%)	159.5	157.8	163.2	163.2	173.4
영업이익/금융비용 (배)	7.3	4.4	3.3	3.3	3.4

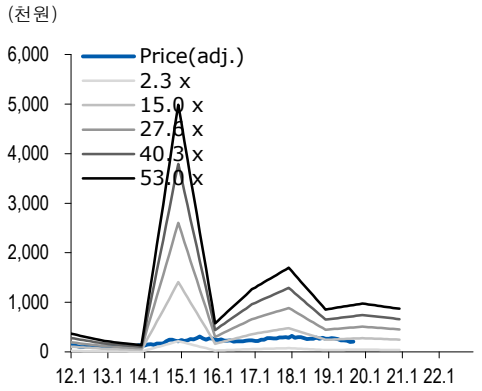
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

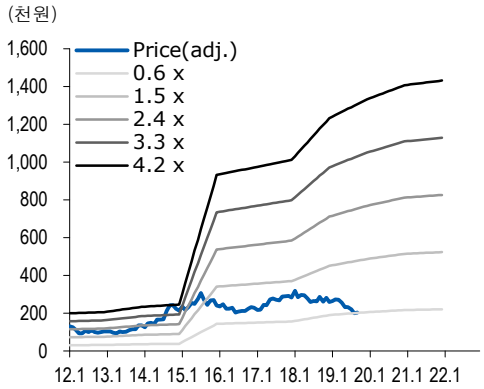
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

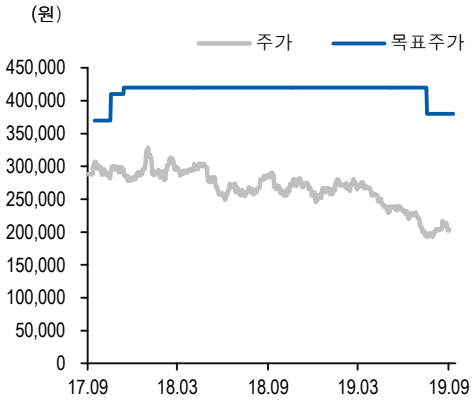
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-01	BUY	380,000	1년		
2019-08-16	BUY	380,000	1년		
2018-12-11	1년 경과 이후		1년	-40.24	-33.21
2017-12-11	BUY	420,000	1년	-36.04	-21.79
2017-11-15	BUY	410,000	1년	-31.16	-19.88
2017-05-29	BUY	370,000	1년	-24.95	-17.03

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.