

# SK가 가고자 하는 길



- Part I SK그룹, 미래 사업 포트폴리오 재편 중
- Part II Financial Story: 첨단소재, 그린에너지
- Part III Financial Story: 바이오
- Part IV 투자전략 및 종목 의견

이베스트투자증권 **이승웅, 강하나**입니다.

글로벌 투자 전문회사로 변화 중인 **SK**를 주제로 **콜라보** 자료를 준비했습니다.

SK는 **1)첨단소재, 2)그린에너지, 3)바이오·제약, 4)디지털** 4대 핵심사업군으로 포트폴리오를 재편 중입니다. 이 과정에서 기존에 영위하던 사업을 과감하게 정리하고 확보한 자금으로 재투자 및 주주환원으로 활용하며 글로벌 투자 전문회사로 변화하고 있습니다.

본 보고서에서는 2021년 발표된 SK의 파이낸셜 스토리를 바탕으로 성과가 나타나고 있는 **첨단소재와 바이오·제약** 분야를 중심으로 작성해 보았습니다.

M&A와 JV 설립을 통해 사업을 확장해온 첨단소재 분야는 SK실트론과 SK의 머티리얼즈 CIC를 중심으로 23년 EBITDA 목표를 무난하게 달성 가능할 전망입니다.

바이오 분야는 글로벌 탑티어 수준의 1)CDMO/CMO사업부와 2)신약개발 사업부 두 트랙으로 실적 JUMP UP과 기술 성장성 두 마리의 토끼를 잡으며 고성장을 할 수 있을 것입니다.

지주 업종 내 Top Pick으로 **SK**를 유지하고, **SK스퀘어** 커버리지를 개시합니다.

더불어 **SK바이오팜**을 제약바이오 업종 내 관심종목으로 제시하며

SK의 비상장 자회사인 **SK팜테코**, **SK실트론**과 **SK시그넷(코넥스)**을 함께 분석했습니다.

**통신/지주**

Analyst **이승웅**  
02 3779 8756  
sw.lee@ebestsec.co.kr



**제약/바이오**

Analyst **강하나**  
02 3779 8808  
kangx687@ebestsec.co.kr



**반도체/디스플레이**

Analyst **남대중**  
02 3779 8832  
dynam@ebestsec.co.kr

**전기전자**

Analyst **김광수**  
02 3779 8640  
gskim@ebestsec.co.kr

자료는 크게 4 가지 Part 로 구성했습니다.

### [Part I. SK 그룹, 미래 사업 포트폴리오 재편 중]

SK 는 포트폴리오를 1)첨단소재, 2)그린에너지, 3) 바이오·제약, 4)디지털 4 대 핵심 사업군으로 재편 중입니다. 기존 사업과 계열사가 연관되어 있는 이해도가 높은 분야로 투자해 성공 확률을 높이고 SK 그룹만의 파이낸셜 스토리를 풀어나간다는 복안입니다. 사업 포트폴리오 재편에서 핵심은 Harvest 와 Divest 입니다. 기존 영위하던 사업을 과감하게 Exit 하고 여기서 확보된 자금을 재투자자 와 주주환원의 재원으로 활용한다는 점에 주목합니다. SK 그룹은 철저하게 수직계열화를 통해 사업을 확장하고 성장해왔다는 점에서 4 대 핵심 사업군에 대한 투자도 유사하게 진행되고 있습니다. 반도체와 연계된 첨단소재와 정유 사업을 대체할 그린에너지 분야에 지속적으로 투자를 확대해왔고 디지털과 바이오·제약 분야에도 꾸준하게 투자하고 있습니다.

### [Part II. Financial Story: 첨단소재, 그린에너지]

2021 년 파이낸셜 스토리를 통해 첨단소재 분야에서는 2025 년까지 반도체 소재, 전력반도체, 배터리 소재의 포트폴리오를 강화하고, 그린에너지 분야에서는 수소·재생에너지·에너지솔루션에 9.5 조원 투자할 계획을 밝혔습니다. 현시점에서 SK 의 파이낸셜 스토리는 첨단소재와 바이오·제약 분야에서 가장 빠른 성과가 나타날 것으로 판단됩니다. 2015 년부터 M&A 와 JV 설립을 통해 사업을 확장해온 첨단소재 분야는 머티리얼즈 CIC 와 SK 실트론을 중심으로 성과가 나타나고 있습니다. 1H22 EBITDA 를 고려할 때 23 년 반도체 소재 분야 EBITDA 1.6 조원 목표는 무난하게 달성 가능할 것입니다.

### [Part III. Financial Story: 바이오]

SK 는 바이오를 미래성장동력으로 내세우며 글로벌 바이오 선진국인 유럽과 미국 진출을 시작으로 바이오 사업을 시작했습니다. 주요 성장원인 CDMO/CMO 사업은 매년 고성장을 보이며 기존에 영위하던 합성신약 API 뿐만이 아니라 CGT CDMO 를 포함한 바이오 CMO 에 한 걸음 나아간 상황입니다. 아일랜드 BMS 설비 인수를 시작으로 미국 AMPAC, 프랑스 이포스케시, 그리고 미국 CBM 까지 글로벌 역량을 갖추고 있으며 아시아 사이트인 세종(한국) 공장 증설로 총 8 개의 공장을 보유한 글로벌 CDMO/CMO 기업이 되었습니다. 제조기반의 CDMO/CMO 에 그치지 않고 기술력이 필요한 플랫폼(ADC 등)까지 개발하여 공급하고 있으며 더 나아가서는 신약개발 분야도 아낌없이 투자하고 있는 모습입니다. 매출 고성장을 이끌고 있는 CDMO/CMO 에 바이오텍들의 성장성까지 더해진다면 2025 년에는 바이오 분야 EBITDA 1.2 조원의 목표는 무난하게 달성할 것이며 1 개 이상의 바이오기업 상장까지 가능할 것입니다.

### [Part IV. 투자전략 및 종목 의견]

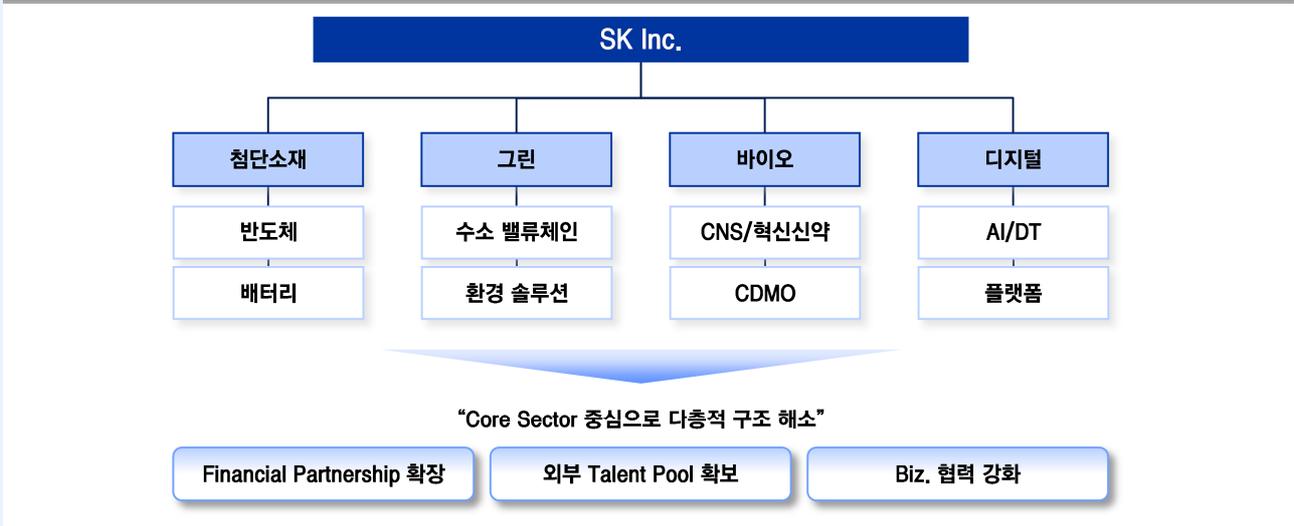
SK(Buy, TP 360,000 원)를 지주 업종 내 Top pick 으로 유지합니다. 주주환원 정책에 가장 적극적이고 안정적인 이익을 창출하는 자회사를 보유하고 있기 때문입니다. NAV 할인율과 배당수익률을 감안할 때 저평가 메리트가 충분해 매수 전략이 유효하다고 판단합니다.

SK 스퀘어(Buy, TP 51,000 원)에 대해 커버리지를 개시합니다. SK 하이닉스 등에서 수취하는 배당과 투자이익을 바탕으로 이르면 2023 년부터 배당 정책 시행이 가능할 전망입니다. 다만 자회사 SK 하이닉스와 주가 상관성이 높아 주가 반등을 위해서는 SK 하이닉스의 주가 상승이 선행되어야 한다는 점은 감안해야 합니다.

SK 바이오팜(Buy, TP 120,000 원)을 중장기적 관심종목으로 유지합니다. 국내 최초로 후보물질발굴부터 글로벌 승인 및 판매까지 성공시킨 제약바이오 기업으로 2H23 에는 분기 흑자전환이 기대되고, 2024 년부터 실적 턴어라운드 가 강할 것이라는 기대로 중장기 매수 전략이 유효하다고 판단합니다.

# Key Charts

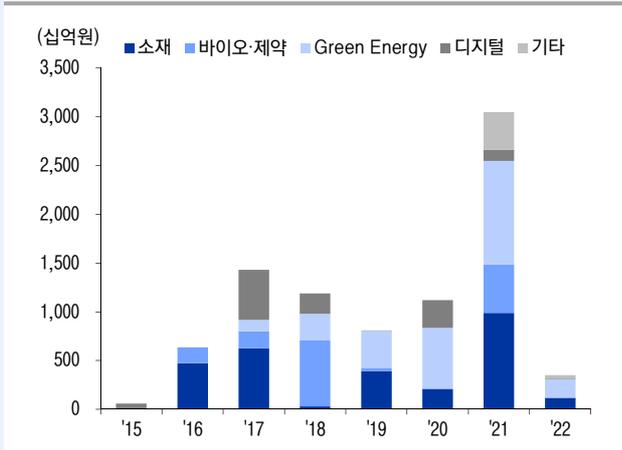
## SK 사업포트폴리오 재편, 최적화된 지배구조 구축



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

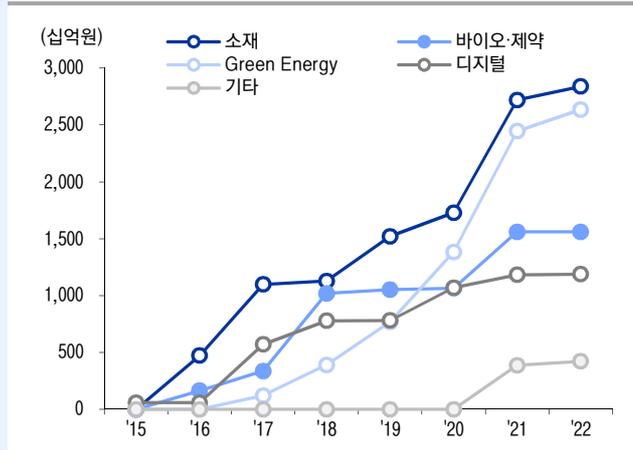
- SK 사업포트폴리오 1)첨단소재, 2)그린에너지, 3)바이오제약, 4)디지털 4 대 핵심사업군으로 재편
- Harvest 와 Divest 를 통해 재투자자과 주주환원 재원으로 활용 → 투자 전문회사로 전환

## SK 영역별 투자규모 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2015년 이후 SK 영역별 누적 투자규모 추이

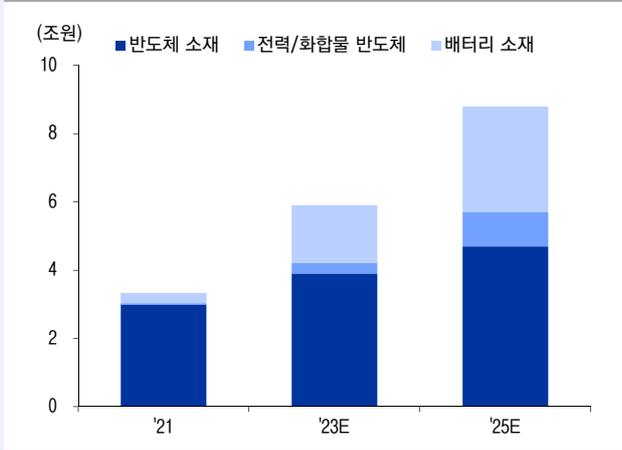


자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

- 15년 이후 누적 투자규모 첨단소재 2.8조원, 바이오 1.6조원, 그린에너지 2.6조원, 디지털 1.2조원
- 23년까지는 기존 투자에 대한 파이낸셜 스토리를 점검하고 사업 강화에 초점을 맞출 것으로 예상

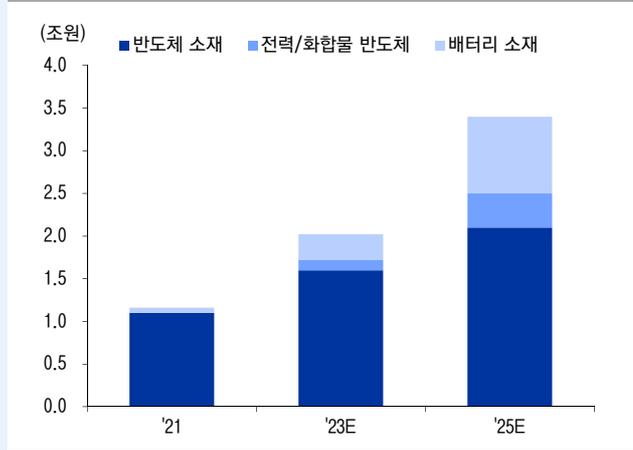
## Key Charts

SK 첨단소재 분야 매출액 목표



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

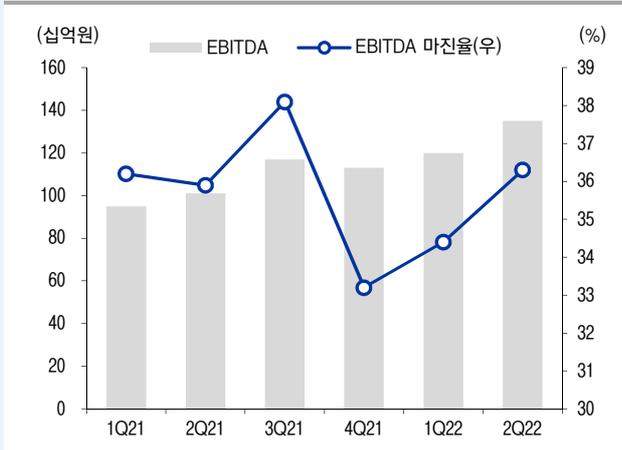
SK 첨단소재 분야 EBITDA 목표



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

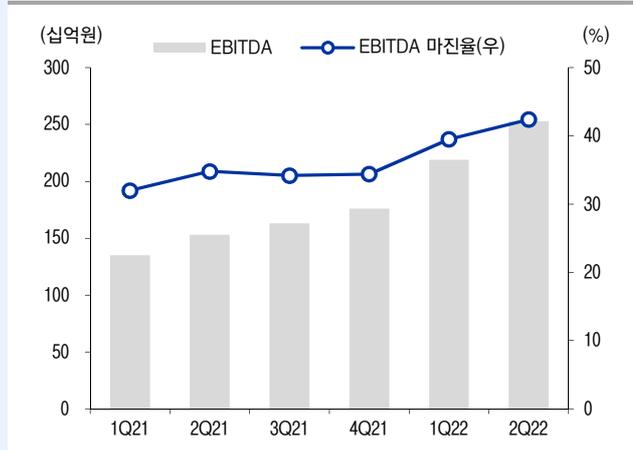
- 25년 첨단소재 분야 매출액 8.8조원, EBITDA 3.4조원을 목표로 제시
- SK의 첨단소재 분야는 2015년부터 M&A와 JV 설립을 통해 사업을 확장

머티리얼즈 CIC EBITDA 및 마진율 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

SK 실트론 EBITDA 및 마진율 추이

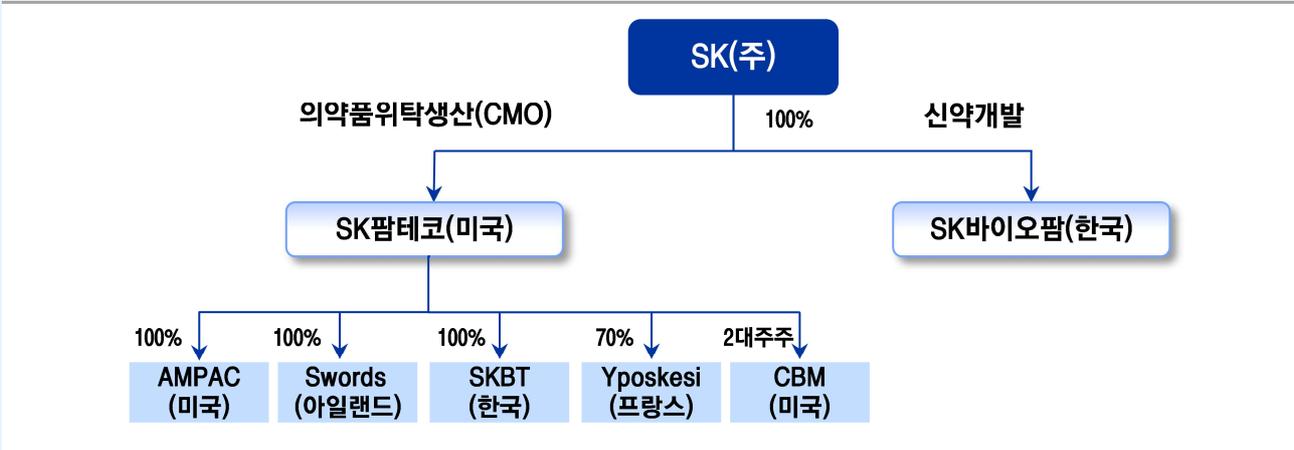


자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

- 머티리얼즈 CIC와 SK 실트론에서 첨단소재 분야의 성과 나타나는 중
- 22년 머티리얼즈 CIC와 SK 실트론의 합산 EBITDA는 1.3조원 전망, 23년 목표 무난히 달성 가능

# Key Charts

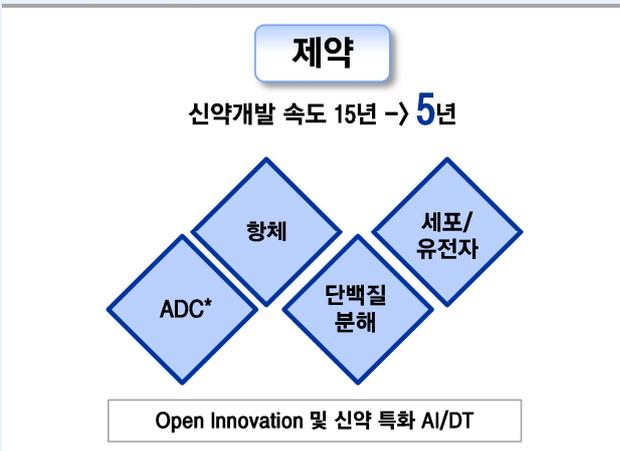
## SK(주) 바이오 사업



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

- SK는 미래 성장동력으로 바이오를 선택하며 바이오 선진 시장인 미국과 유럽에 진출
- SK 팜테코로는 CDMO 사업을 SK 바이오팜으로는 신약개발 사업을 영위 중

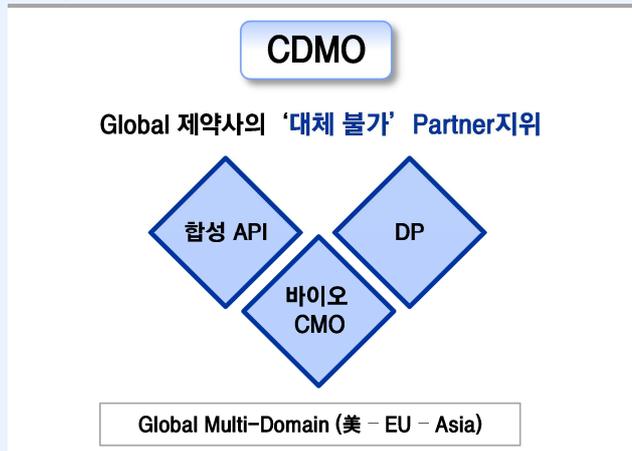
## SK의 바이오: 제약



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

\* Antibody-drug Conjugate(항체-의약품복합체)

## SK의 바이오: CDMO

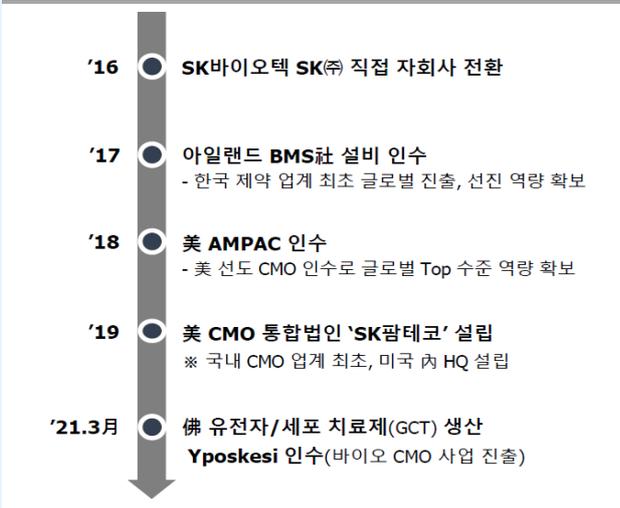


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 이미 신약개발을 성공시킨 CNS 부문 이외에도 글로벌 바이오 트렌드에 부합하는 신약/기술 개발 중
- 퀄리티 컨트롤을 통해 마진율 20%를 유지 중이며 트랙레코드가 쌓인 합성 API의 성장과 더불어 바이오(CGT) CMO에 선제적인 투자

# Key Charts

## M&A 성장 히스토리



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

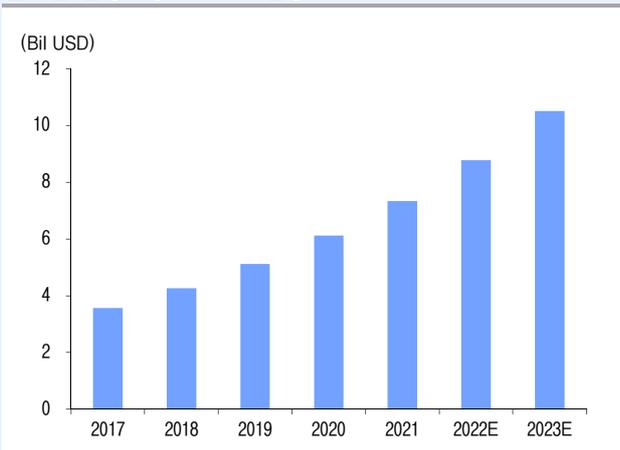
## SK M&A 경쟁력



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

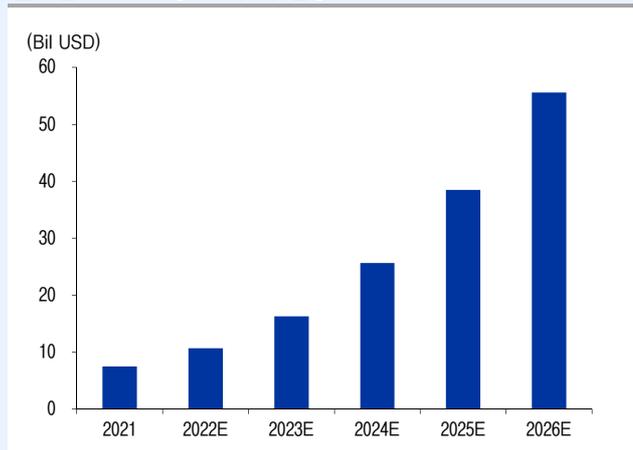
- SK의 바이오는 M&A를 통해 몸집 키우기와 선진 기술 도입을 빠르게 진행함
- 바이오 선진국 유럽과 미국으로 진출하며 1)좋은 트랙레코드와 2)끈끈한 파트너십 구축

## 글로벌 합성시장 추이 및 전망



자료: 생명공학정책연구센터, 이베스트투자증권 리서치센터

## 글로벌 CGT 시장 추이 및 전망

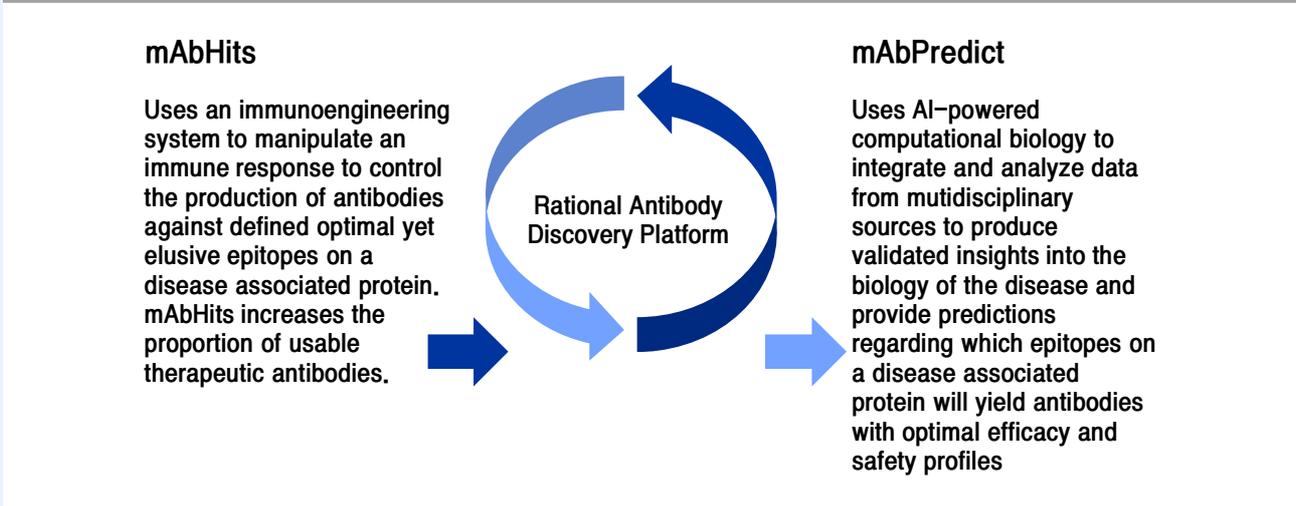


자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

- 합성신약에 있어서 동사의 입지는 이미 굳건하기 때문에 매년 두 자리수 이상의 성장이 전망
- 전세계적으로 연구개발과 투자가 급증하고 있는 유전자/세포치료제 CDMO 선제적 투자 완료

## Key Charts

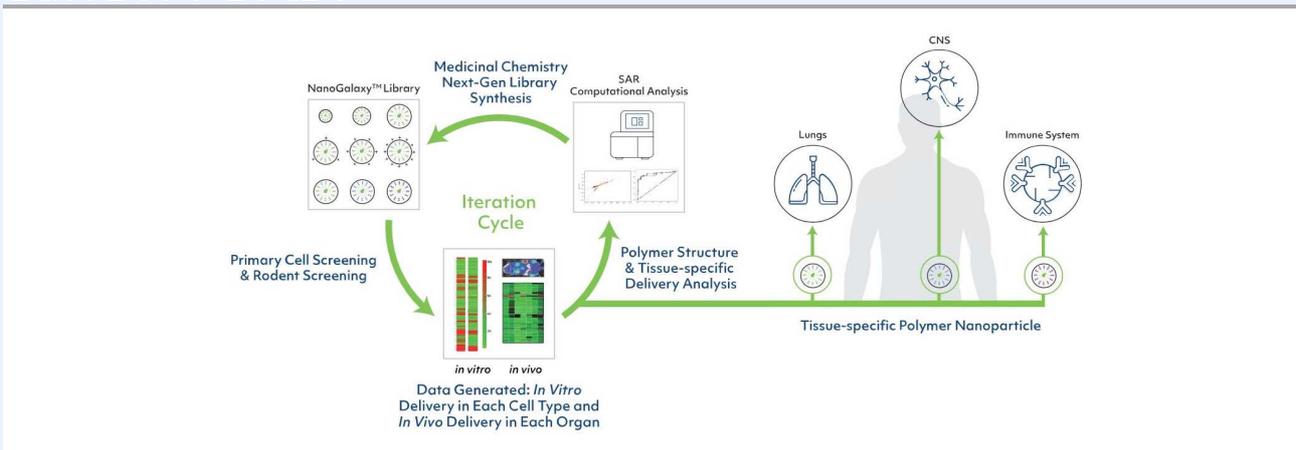
### 허밍버드의 항체 개발/발견 플랫폼



자료: 허밍버드, 이베스트투자증권 리서치센터

- 허밍버드는 사노피 출신들이 모여 2015년에 설립한 싱가포르 기업: AI를 접목시킨 항체 신약 개발
- 2021년에는 HER3 억제 항체치료제 HMBD-001의 영국 1상 첫 환자 투약에 착수, 임상단계 진전

### 진에딧의 폴리머 나노입자 개발 구조도



자료: 진에딧, 이베스트투자증권 리서치센터

- 진에딧은 미국 유전자치료제 개발 기업으로, 실리콘밸리 스타트업
- 진에딧은 PNP를 차후 LNP이나 AAV를 대체할 수 있는 전달체로 개발을 하고자 하는 것이 목표

## 지주/제약바이오

## SK 가 가고자 하는 길

## Contents

Part I	SK 그룹, 미래 사업 포트폴리오 재편 중	10
Part II	Financial Story: 첨단소재, 그린에너지	16
Part III	Financial Story: 바이오	25
Part IV	투자전략 및 종목 의견	35

## 기업분석

SK (034730)	40
SK 스퀘어 (402340)	45
SK 바이오팜 (326030)	52
SK 팜테코 (비상장)	56
SK 실트론 (비상장)	60
SK 시그넷 (코넥스)	64

---

Part I

---

SK 그룹,  
미래 사업  
포트폴리오  
재편 중

---

# SK그룹, 미래 사업 포트폴리오 재편 중

## 4대 핵심 사업군 중심으로 변화

2021년 3월 SK는 그룹의 사업 포트폴리오를 1)첨단소재(배터리, 반도체), 2)그린에너지(수소 밸류체인, 환경 Solution), 3) 바이오·제약 (혁신신약, CDMO, CNS), 4)디지털 (AI/DX, Platform) 4대 핵심 사업군으로 재편한다고 발표했다. 사업 포트폴리오 재편은 단순한 사업영역 확대가 아닌 기존 사업과 계열사가 연관되어 있는 이해도가 높은 분야로 투자해 성공 확률을 높이고 SK그룹만의 파이낸셜 스토리를 풀어나간다는 복안이다.

글로벌 투자 전문회사로 변화하고 있는 SK는 4대 영역 중심의 전문인력으로 구성된 투자 조직을 바탕으로 Seeding에서 Growth 그리고 Core로 이어지는 투자 전략을 실행해 옹기고 있다. Seeding 단계에서 투자를 진행하고 성장성을 검증한 후 Growth 포트폴리오로 편입해 그룹의 미래 성장동력으로 육성하거나 Exit한다. 미래 성장동력으로 판단할 경우 Value-Chain으로 편입해 사업영역과 규모를 확장하고 주력 자회사로 전환시켜 기존 SK그룹의 계열사들과 시너지를 극대화시키고, Exit 대상인 기업들은 적절한 시기에 Exit을 통해 주주환원 혹은 재투자 재원으로 활용하는 방식이다.

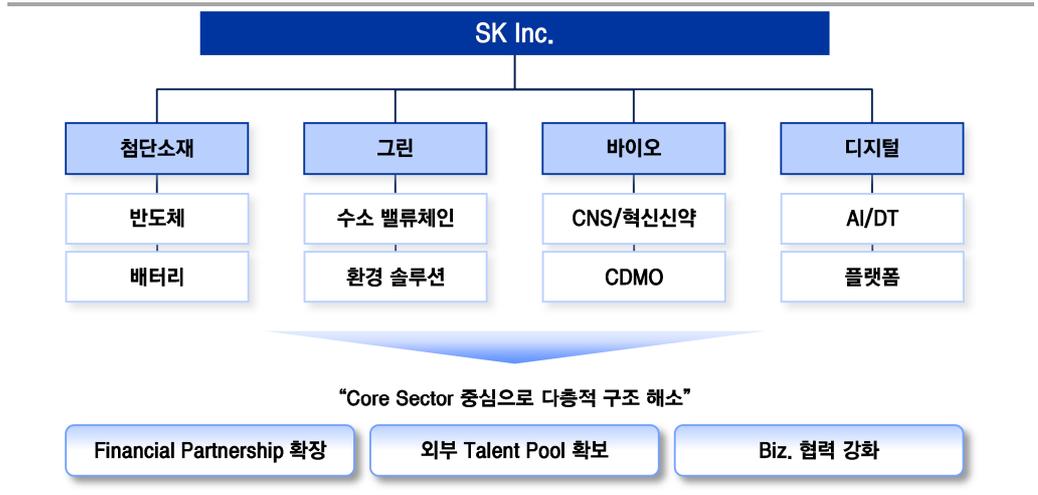
SK의 사업 포트폴리오 재편에서 핵심은 Harvest와 Divest이다. 기존에 영위하던 사업에 대해 과감하게 Exit하고 여기서 확보된 자금을 재투자자와 주주환원의 재원으로 활용한다는 점이다. 실제로 SK는 2020년 SK바이오팜 IPO와 ESR 지분매각 등의 투자이익을 반영해 주주환원 재원으로 활용한 바 있다. 이러한 투자 전략은 21년 SK텔레콤에서 인적분할한 SK스퀘어에도 적용된다.

그림1 SK 그룹의 사업포트폴리오 재편



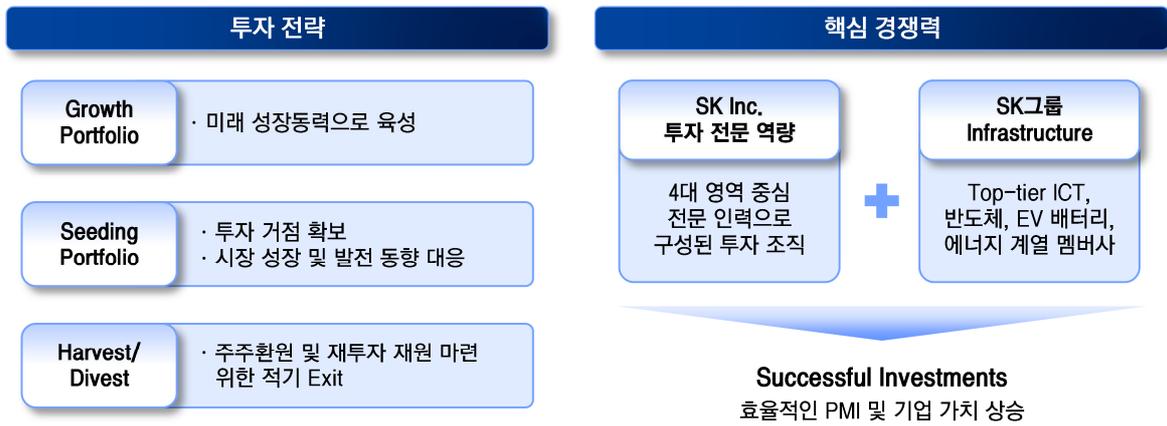
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 SK 그룹만의 최적화된 지배구조 구축



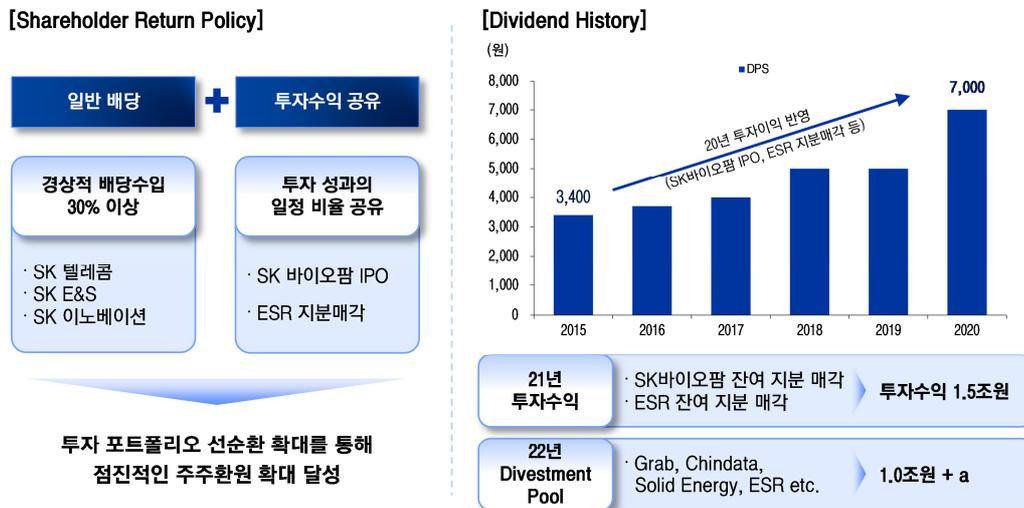
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 SK의 투자 포트폴리오 전략 및 핵심 경쟁력



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 SK 주주환원 및 배당정책

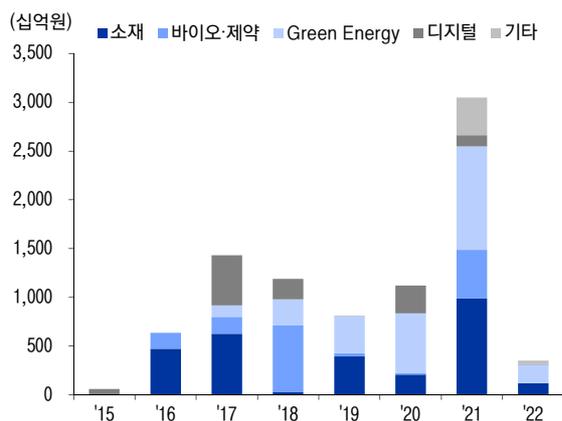


자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

SK그룹은 철저하게 수직계열화를 통해 사업을 확장하고 성장해왔다는 점에서 4대 핵심 사업군에 대한 투자도 유사하게 진행되고 있는 것으로 파악된다. 반도체와 연계된 첨단소재와 정유 사업을 대체할 그린에너지 분야에 지속적으로 투자를 확대해왔고 디지털과 바이오·제약 분야에도 꾸준하게 투자하고 있다. 2015년 이후 SK의 누적 투자규모는 8.6조원이며 분야별로는 첨단소재 2.8조원, 바이오·제약 1.6조원, 그린에너지 2.6조원, 디지털 1.2조원이다. 특히 2021년에만 3.0조원 규모의 투자를 집행했다는 점에서 2023년까지는 기존 투자부문에 대한 파이낸셜 스토리를 점검하고 사업 강화에 초점을 맞출 것으로 예상된다.

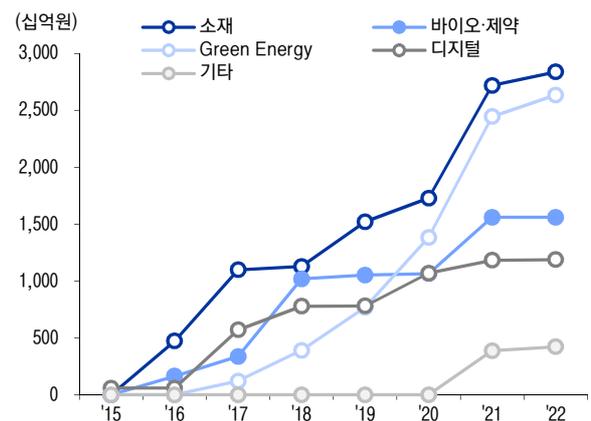
2015년 이후 가장 큰 투자 비중을 차지하는 첨단소재 분야는 반도체 소재와 전력반도체에 집중됐다. SK는 2021년 말 그룹 내 분산됐던 첨단소재 포트폴리오를 집중시키기 위해 SK머티리얼즈를 흡수합병했고 21년에는 에스파워테크닉스, SK시그넷에 투자하며 전력 반도체 사업 영역을 확장했다. 22년에는 추가 투자로 에스파워테크닉스를 인수하면서 SK실트론(SiC 웨이퍼) - 에스파워테크닉스(전력 반도체) - SK시그넷(EV충전기)으로 전력 반도체 관련 사업에 수직계열화를 진행했다.

그림5 SK 영역별 투자규모 추이



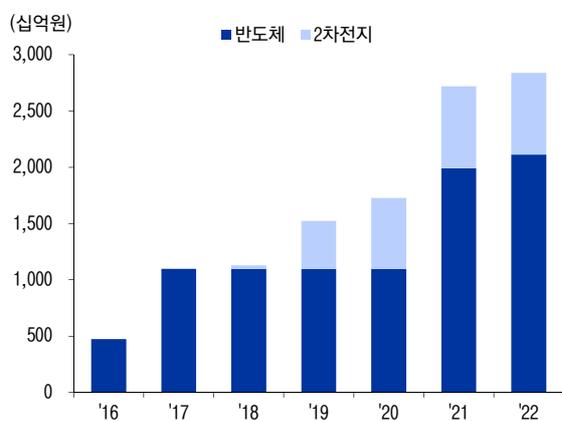
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 15년 이후 SK 영역별 누적 투자규모 추이



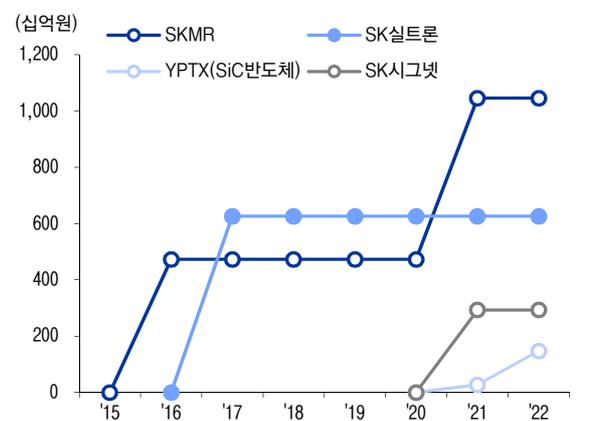
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 SK 첨단소재 분야 누적 투자규모 추이



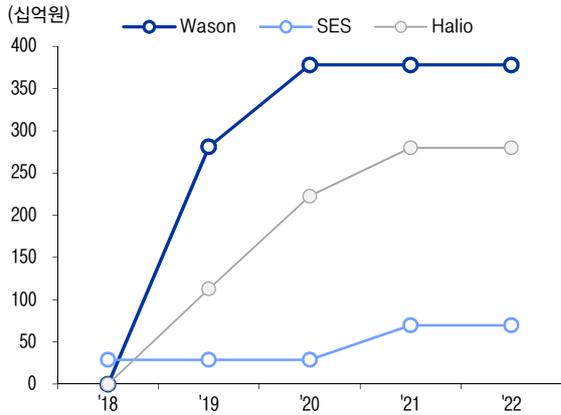
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 SK 첨단소재 내 반도체 기업 투자



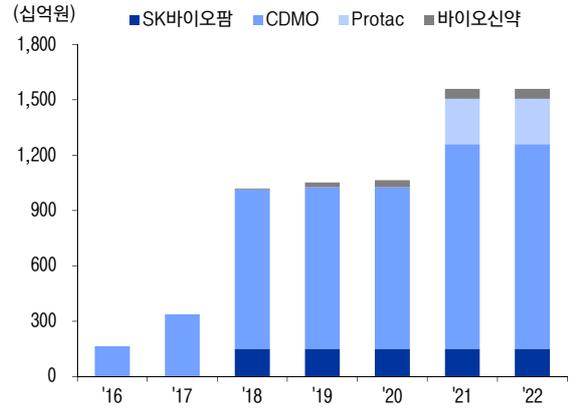
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 SK 첨단소재 내 2 차전자 기업 투자



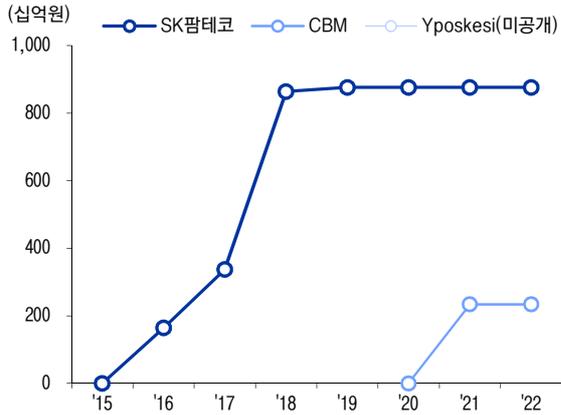
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 SK 바이오·제약 분야 누적 투자규모 추이



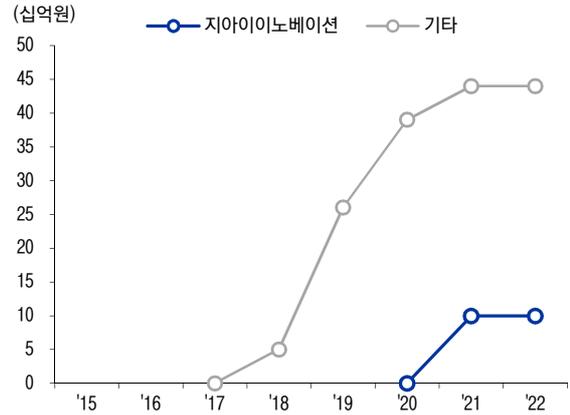
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 SK 바이오·제약 내 CDMO 기업 투자



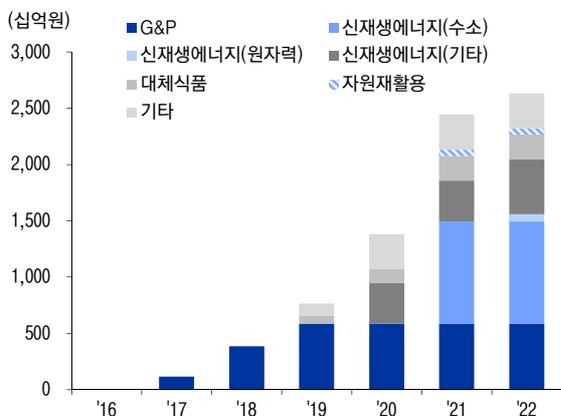
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 SK 바이오·제약 내 바이오신약 기업 투자



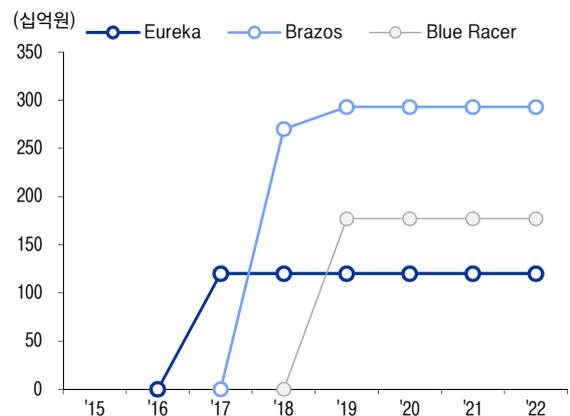
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 SK 그린에너지 분야 누적 투자규모 추이



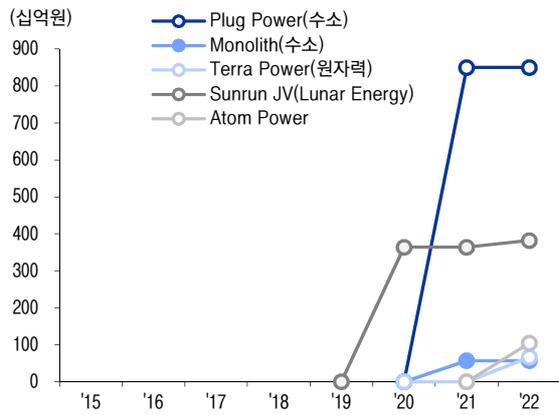
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 SK 그린에너지 내 G&P 기업 투자



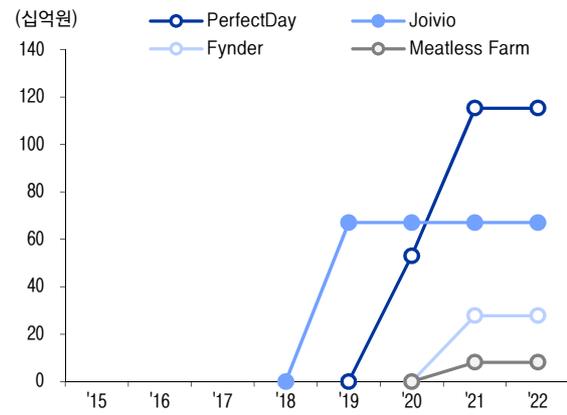
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 SK 그린에너지 내 신재생에너지 투자



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 SK 그린에너지 내 대체식품 투자



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

---

Part II

---

Financial  
Story:  
첨단소재,  
그린에너지

---

## Financial Story: 첨단소재, 그린에너지

### SK그룹의 파이낸셜 스토리

2020년 SK의 파이낸셜 스토리가 처음 언급된 이후 2년이 지났다. SK그룹 CEO 세미나에서 최태원 회장은 매출액, 영업이익 등 재무성과 중심의 기업가치 평가 방식은 더 이상 유효하지 않다고 매력적인 목표와 구체적인 실행 계획인 담긴 파이낸셜 스토리가 시장으로부터 신뢰를 얻어야 기업가치가 높아지는 시대로 변화하고 있다고 강조했다. 이에 따라 2021년부터 지주회사인 SK를 시작으로 4대 핵심 사업군의 파이낸셜 스토리가 발표됐고 SK하이닉스, SK이노베이션 등 주요 자회사들도 참여하면서 2025년 비전과 EBITDA 목표, 추진 계획을 구체적으로 제시했다.

첨단소재 분야에서는 2025년 글로벌 No.1 기업 도약을 위해 반도체 소재, 전력반도체, 배터리 소재의 포트폴리오를 강화하고 EBITDA 3.4조원 규모로 확대하겠다는 계획이다. 그린에너지 분야에서는 수소·재생에너지·에너지솔루션에 9.5조원 투자해 25년 매출액 6.5조원, EBITDA 1.7조원 시현을 목표로 제시했다. 바이오(CMO) 분야는 2025년까지 매출액 2조원 이상, EBITDA 마진율 25% 달성하고 합성 API(원료의약품)의 견조한 성장과 GCT 고성장을 통한 글로벌 Top-tier CDMO로 올라설 계획이다.

현시점에서 SK의 파이낸셜 스토리는 첨단소재와 바이오·제약 분야에서 가장 빠른 성과가 나타날 것으로 판단된다.

표1 SK 그룹의 파이낸셜 스토리 연혁

시기	내용
2020년 10월	SK파이낸셜 스토리 첫 언급
2021년 3월	SK, SK하이닉스 파이낸셜 스토리 발표
2021년 4월	SK CMO 파이낸셜 스토리 발표
2021년 7월	SK이노베이션, SK이노베이션 배터리, SK종합화학 파이낸셜 스토리 발표
2021년 9월	SKC, SK 첨단소재 파이낸셜 스토리 발표
2021년 10월	SK 그린에너지 파이낸셜 스토리 발표

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 첨단소재 Financial Story, On track

SK의 첨단소재 분야는 M&A와 JV 설립을 통해 사업을 확장해왔다. 2015년 SK머티리얼즈 인수를 시작으로 SK에어플러스, SK리뉴텍 등을 인수하면서 반도체 소재 사업을 본격화했고 SK실트론, SK실트론 CSS 등을 인수하면서 웨이퍼 사업을 Si에서 SiC로 확대했다. 2018년 이후에는 Wason, Solid Energy 등 지분투자로 배터리로 첨단소재 영역을 확장했다. 또한, Global JV 4건을 통해 반도체와 배터리 소재 영역을 한층 더 확대했다. 특히 파이낸셜 스토리가 공개된 21년부터는 전력반도체와 EV충전기로 사업 영역을 확대하고 SK머티리얼즈를 합병하면서 첨단소재 사업 성과를 본격화하고 있다.

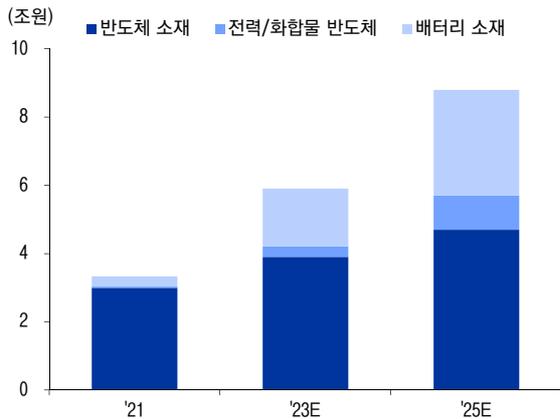
SK는 파이낸셜 스토리를 통해 2025년 첨단소재 분야의 목표로 매출액 8.8조원, EBITDA 3.4조원을 제시한 바 있다. 목표 달성을 위해 해당 영역에 총 5.1조원을 투자한다. 반도체 소재에 2.7조원을 투자해 실리콘 웨이퍼의 CAPA를 130만장/월에서 162만장/월로 증가시키고, Photo 소재와 프리커서 제품수를 각 24종에서 87종, 5종에서 10종으로 확대할 계획이다. 전력반도체에서는 SiC 웨이퍼 CAPA를 3만장/년에서 60만장/년으로 증가시키고 글로벌 M/S를 현 5% 수준에서 26%까지 끌어올릴 목표다.

표2 SK 첨단소재 분야 M&A 및 JV Track Record

년도	내용
2015년	SK머티리얼즈 인수(특수가스)
2016년	SK트리켄 JV 설립(프리커서) SK에어플러스 인수(산업가스)
2017년	SK실트론 인수(Si 웨이퍼) SK쇼와덴코 JV 설립(식각가스)
2018년	LTCAM CB 투자(Wet Chem) Wason 지분투자(동박) Solid Energy 지분투자(Li Metal 음극)
2019년	SK리뉴텍 인수(반도체 세정용 L-CO <sub>2</sub> )
2020년	SK실트론 CSS 인수(미국 Dupont 사업부 인수) SK JNC JV 설립(OLED 소재) SKM 퍼포먼스 인수(한국 금호석화 사업부 인수)
2021년	YPTX 지분투자(전력반도체) SK시그넷 인수(EV 충전기) SK G14 JV 설립(Si 음극재) SK 머티리얼즈 합병

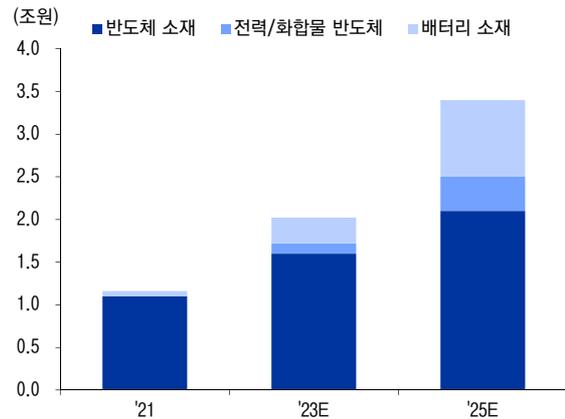
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 SK 첨단소재 분야 매출액 목표



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 SK 첨단소재 분야 EBITDA 목표



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 21~25년 SK 첨단소재 사업 투자 계획

(조원)	투자금액	생산능력/제품
반도체 소재	실리콘 웨이퍼	1.1 CAPA 1,300천장/월 → ~1,620천장/월
	특수가스	0.3 NF <sub>3</sub> 12.5천톤/년 → ~18.0천톤/년 Si系 2천톤/년 → ~4.5천톤/년
	Bulk Gas	0.7 N <sub>2</sub> 30만 Nm <sup>3</sup> /h → ~45만 Nm <sup>3</sup> /h CO <sub>2</sub> 10만톤/년 → ~13만톤/년
	Photo 소재	0.1 제품수 24종 → ~87종
	Precursor	0.1 제품수 5종 → ~10종
	차세대 Portfolio	0.4 20종+α 차세대 Precursor, EUV Photo, CIS 소재, Advanced Package 소재 등
	<b>소계</b>	<b>2.7</b>
전력/화학물 반도체	SiC Wafer	0.7 30K/년 → 600K/년, 글로벌 증설 (M/S 5% → 26%)
	전력/화학물반도체	0.3 2K/년 → ~85K/년, 글로벌 OEM 공급, 글로벌 Epi-Chip JV
	<b>소계</b>	<b>1.0</b>
배터리소재	Wason	1.0 50천톤/년 → ~150천톤/년
	Si 음극재	0.5 0 → ~4천톤/년, 22년 준공, 23년 세계 최초 양산
	차세대 Li 배터리	- 25년 양산 목표, 23년 Cell 성능, 25년 양산성 확보
	차세대 양극재	0.6 0 → ~50천톤/년, 국내 생산공장 및 글로벌 확장
	SK시그넷	0.3 3,500대/년 → ~35,000대/년, 생산성 개선, 글로벌 현지화 추진
	<b>소계</b>	<b>2.4</b>
<b>합계</b>	<b>5.1</b>	Wason 자체투자 제외

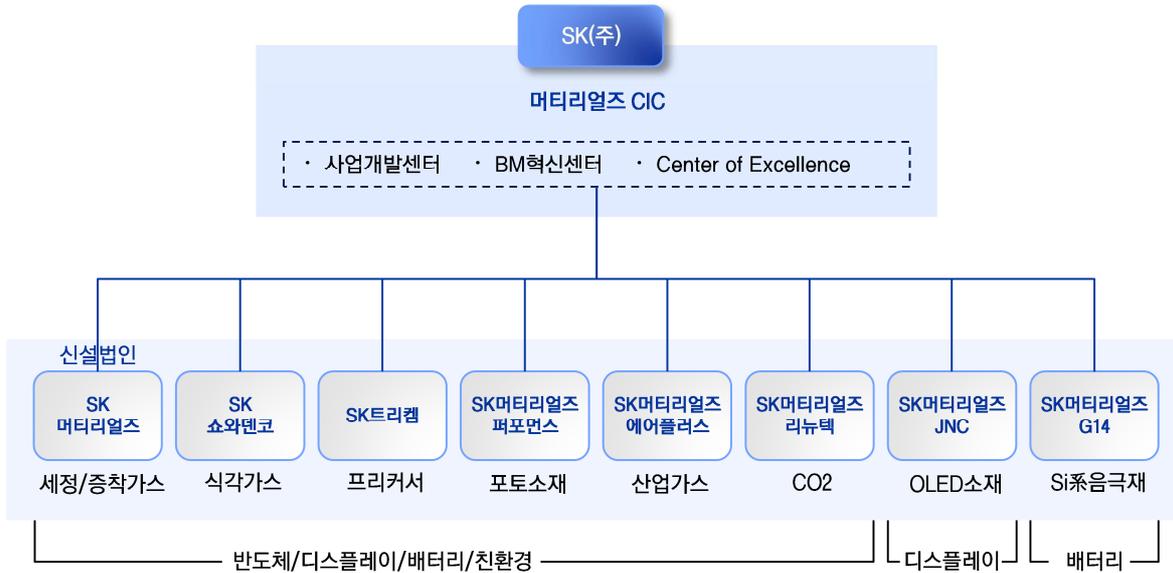
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 첨단소재 분야 사업 포트폴리오 확장



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 SK 머티리얼즈 CIC 사업 구조



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

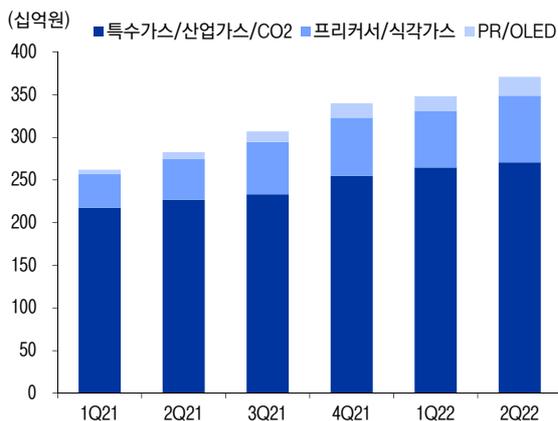
머티리얼즈 CIC와 SK실트론에서 첨단소재 분야의 성과가 나타나고 있다.

머티리얼즈 CIC는 21년 이후 반도체 선단 공정 전환 확산으로 차세대 프리커서(CpHf)와 식각가스(CH3F)의 수요가 증가함에 따라 매출이 고성장하고 있으며 신규 사업인 PR 등 고부가 제품도 매출 비중을 확대하며 성장하고 있다. 2Q22 매출액은 3,713억원(+32.6% YoY), 영업이익은 990억원(+45.6% YoY)을 기록했다. 2H22에도 고객사의 신규 라인의 Ramp-up으로 제품 판매 증대되고 NF3 반도체/디스플레이항 수요 증가 대응 위한 증설이 연말 이루어지면서 성장세가 지속될 전망이다.

SK실트론은 2026년까지 300mm 웨이퍼 생산확대를 위해 총 1.9조원을 투자할 계획이다. 에피 웨이퍼 판매량이 증가하고 있으며 300mm Si 웨이퍼 판가 상승으로 실적도 고성장 중이다. 2Q22 매출액은 5,970억원(+35.7% YoY), 영업이익은 1,590억원(+130.4% YoY)을 기록하며 4Q21 이후 3분기 연속 매출액 +20% YoY 이상, 영업이익 +130% YoY 이상 성장을 이어갔다. 더불어 장기 성장동력인 SiC 웨이퍼 사업이 본격화되고 있다. 25년까지 6.4억달러를 투자한다. 20년 인수한 SK실트론 CSS에서 생성 SiC 잉곳을 조달해 웨이퍼를 생산하는 만큼 원가 경쟁력을 확보한 것으로 판단한다.

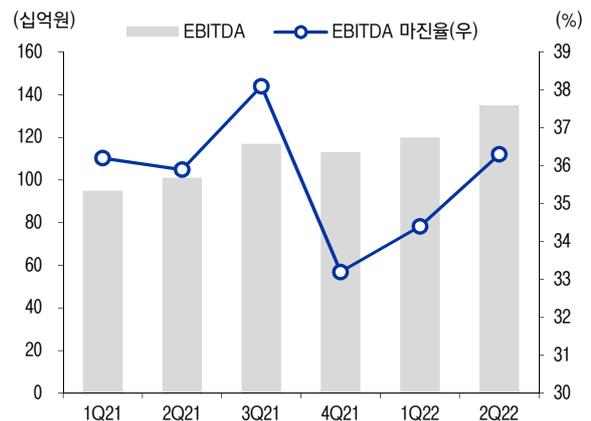
1H22 머티리얼즈 CIC와 SK실트론의 합산 EBITDA는 7,270억원(+50.2% YoY)을 기록했다. 상반기 실적 성장의 요인이었던 판가 상승과 고부가 제품 매출 확대가 하반기에도 지속되고 있다는 점에서 22년 합산 EBITDA 1.3조원을 기록할 전망이다. 따라서 23년 반도체 소재 분야의 목표로 제시한 EBITDA 1.6조원은 무난하게 달성 가능할 것이다.

그림21 머티리얼즈 CIC 매출액 추이



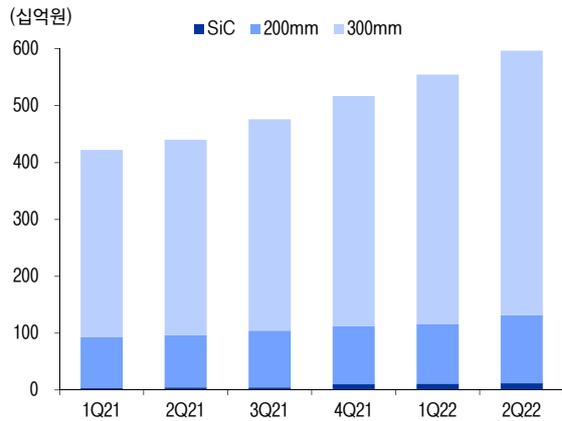
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 머티리얼즈 CIC EBITDA 및 마진율 추이



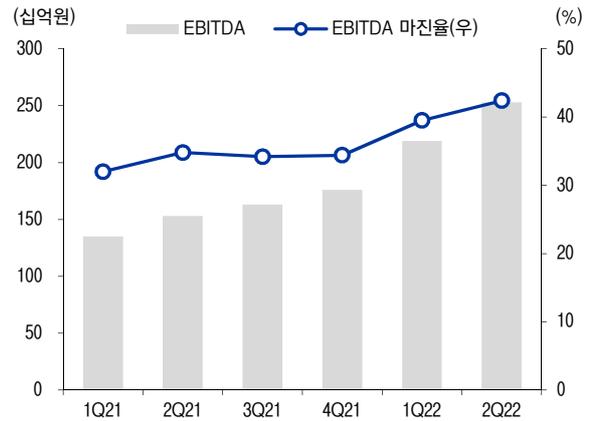
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 SK 실트론 매출액 추이



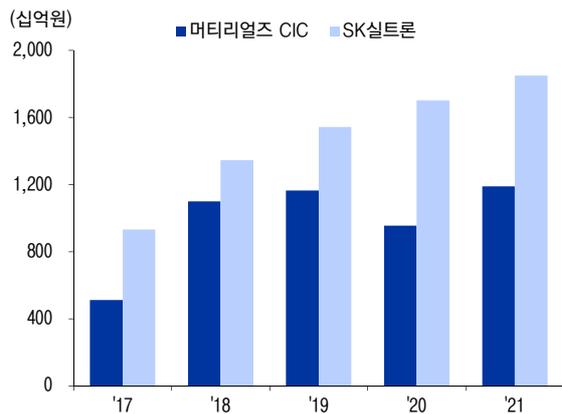
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 SK 실트론 EBITDA 및 마진율 추이



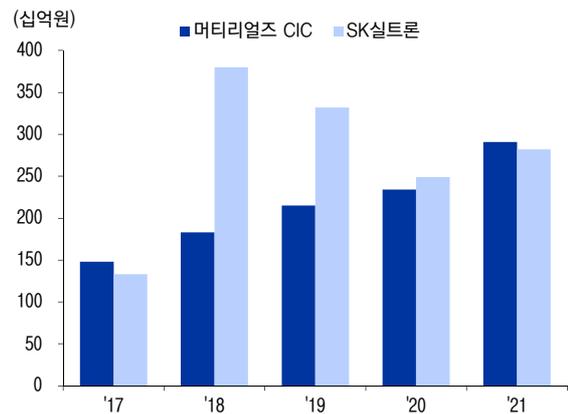
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 머티리얼즈 CIC 및 SK 실트론 연간 매출액 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 머티리얼즈 CIC 및 SK 실트론 연간 영업이익 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

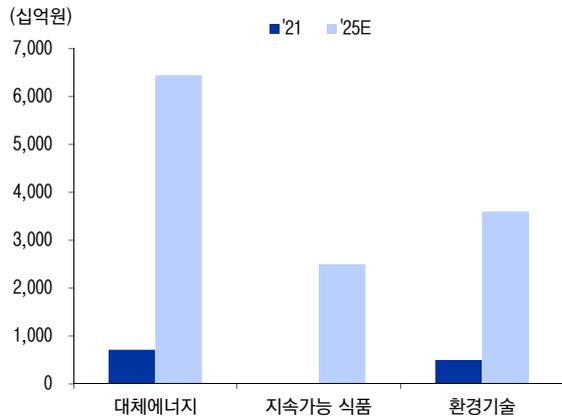
## 그린에너지 Financial Story, 이제 시작

SK의 그린 에너지는 크게 4개 분야에 집중하고 있다. 수소를 포함한 대체 에너지(New Energy), 지속가능 식품(Sustainable Food), 환경 기술(Clean Solution) 그리고 CO<sub>2</sub> 처리(Carbon Mgmt.)이다. 이 중에서 핵심은 대체 에너지 분야일 것이다. CO<sub>2</sub> 감축 압박이 강화되고 청정 대체 에너지 확산을 위해 수소 Ecosystem이 빠르게 확산되는 등 에너지 산업의 구조적 변화가 일어나고 있기 때문이다.

2015년 이후 그린에너지 분야에 투자한 2.6조원 중 55%에 달하는 1.5조원을 수소, 원자력 등 신재생 에너지 기업에 투자했으며, 2021년 그룹 내 투자가 전반적으로 둔화된 가운데에서도 Terra Power, Sunrun JV(Lunar Energy), Atom Power 등에 1,890억원을 투자하며 그린에너지에 대한 투자는 지속적으로 이어갔다.

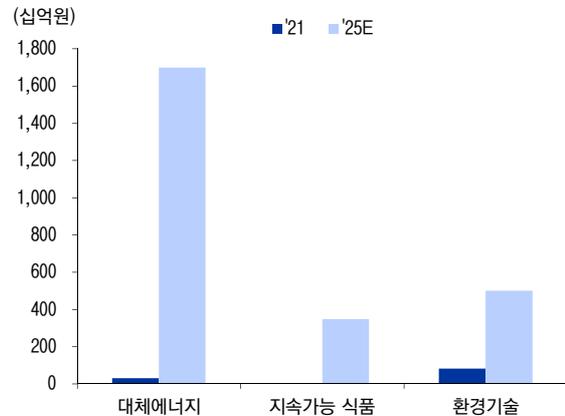
SK는 재생에너지, 수소/연료전지, 에너지솔루션 등을 중점으로 2025년까지 9.5조원을 투자할 계획이다. 이중 4.4조원은 수소/연료전지 분야로 인천석유화학·보령LNG터미널을 활용해 연간 28만톤의 수소를 생산할 계획이며, 21년 지분을 투자한 Monolith와 국내 JV를 설립해 블루, 그린수소를 보완하는 청록수소를 생산할 예정이다. 이외에도 재생에너지 분야에 3.7조원을 투자해 태양광 6GW, 풍력 1GW 규모를 확보할 계획이다.

그림27 SK그린에너지 분야 매출액 목표



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 SK 그린에너지 분야 EBITDA 목표



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 21-25년 SK 그린에너지 분야 투자 계획

(십억원)	투자금액	세부 내역
대체에너지	수소/연료전지	4,400 부생·Blue 수소 28만톤 생산 Monolith JV 청록수소 국내 생산 Bloom Energy 연료전지 국내 생산
	재생에너지	3,700 국내외 재생에너지 7GW 개발 재생에너지 관련 핵심 기술 투자
	에너지솔루션	1,400 미국 ESS 사업 확대 중국 내 에너지솔루션 사업 진출
	<b>소계</b>	<b>9,500</b>
지속가능 식품	Fermentation	180 신규 제품의 상업화 실현 업체 중심 투자 아시아 생산, 판매 JV 투자
	PBM	50 중국시장 공략 상대적 용이한 EU 기반 회사 투자 아시아 생산, 판매 JV 투자
	CBM	20 IP/Tech Barrier 확고한 선도기업 소수지분 투자
	Vertical Farming	60 상업화 단계 Global 선도기업 중, 독자적 기술 및 상업성 보유 업체 투자
	<b>소계</b>	<b>310</b>
환경기술	국내	2,500 소각·매립·수처리 사업 Bolt-on M&A
	미국/유럽	500 폐기물 자원화(Waste-to-X) 혁신 기술 투자
	글로벌 확장	1,000 Waste-to-Fuel 업체와 국내 사업 JV 설립
	<b>소계</b>	<b>4,000</b>
<b>합계</b>	<b>13,810</b>	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

---

Part III

---

Financial  
Story:  
바이오

---

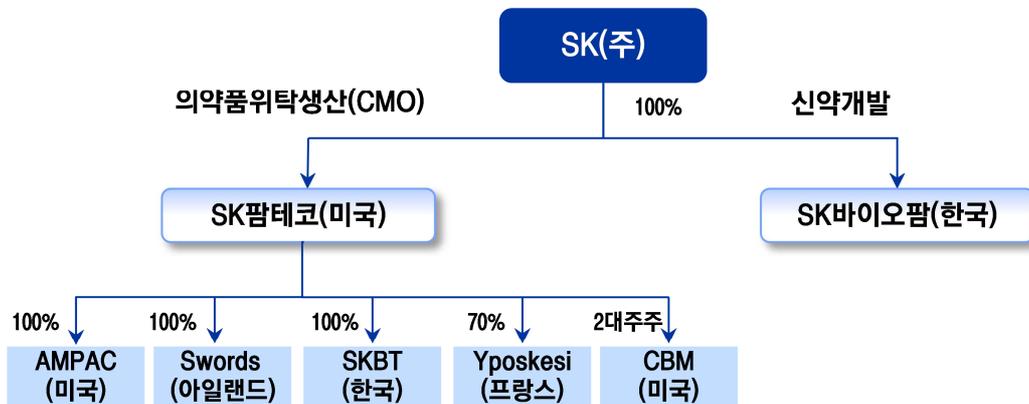
# Financial Story: 바이오

## SK그룹이 추구하는 바이오

SK그룹은 선구안을 갖고 발 빠르게 바이오에 진출한 대표적인 대기업이다. 신약개발과 CDMO(Contract Development and Manufacturing Organization, 위탁개발생산)를 각각의 전문인력과 노하우를 축적하며 투트랙으로 바이오 산업을 키워나가고 있다. 바이오 산업에 있어서 중요한 노하우와 기술력, 그리고 설비는 모두 미국이 글로벌 1등을 굳건하게 지키고 있기 때문에 SK는 한국보다는 미국과 유럽 선진 기술을 기반으로 바이오 사업의 기반을 다졌다.

전략적으로 바이오 사업부를 키워나갔으며 4대 핵심 사업 중 하나인 바이오를 그룹사의 미래 성장동력으로 꼽고 있다. CMO/CDMO 사업을 영위하던 SK바이오텍을 SK바이오팜에서 분리하여 SK지주로 바꾼 이유는 바이오/제약산업이 SK그룹의 미래 중요한 먹거리이며 장기간 투자가 필요하기에 계열사가 아닌 지주사가 맡아야 한다고 판단했기 때문이다. 특히나 해외 기업들을 인수하며 글로벌 역량을 키우기 위해서는 지주사의 자회사가 되어야 M&A와 투자가 수월해지기 때문에 글로벌 역량이 중요한 바이오/제약 산업에서 이러한 방향성을 제시한 것이다.

그림29 SK(주) 바이오 사업

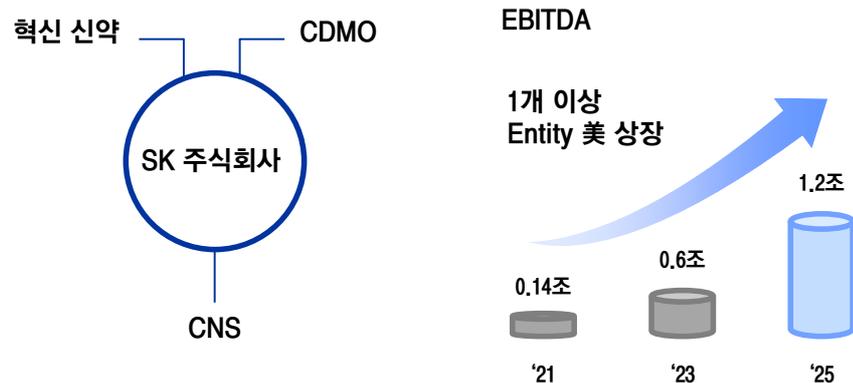


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

바이오 및 DP분야의 강화를 위해 추가 M&A를 추진할 수 있는 글로벌 투자자 네트워크를 구축 중이며 CDMO를 메인으로 하고 있는 SK팜테코 이외에도 혁신 신약개발을 위한 투자를 지속적으로 진행하고 있다. SK가 미래 혁신 신약개발 먹거리로 선정한 분야는 1)AI 바이오: 스탠다임, 허밍버드, 2)유전자 치료제: 진에딧, 3)표적 단백질: 프로테오반트(로이반트JV)가 있다. 이 세 분야 모두 글로벌 빅파마들이 주목하고 있으며 꾸준히 달이 나오는 분야들이기 때문에 선제적 투자를 통한 미래성장동력을 확보한 것으로 보인다.

SK는 2025년까지 합성신약 경쟁력 강화를 위해 바이오 혁신성(신약개발과 CMO 모두) 내재화를 목표로 하고 있다. 1개 이상의 기업에 대해 미국 상장을 계획하고 있으며 2025년에는 1)바이오 CMO 개화, 2)합성신약 공장 증설분 가동률 상승, 3)원스탑 서비스 생산성 극대화, 4)SK바이오팜 흑자전환 및 카리스바메이트 출시를 통해 1.2조의 EBITDA 달성을 목표로 하고 있다.

그림30 2025년의 SK 바이오: 합성신약 경쟁력+바이오 혁신성 내재화



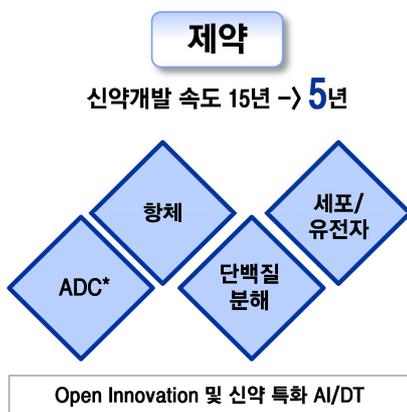
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 SK그룹 주요 바이오 투자 딜

섹터	투자 구분	업체명	사업내용	투자시점	투자주체	% stake	Deal Value (억원)	100% stake 투자밸류 (억원)
CMO	SI	BMS 아일랜드	원료의약품(API)생산 공장	2017년 6월	SK바이오텍	100.0%	1,700	1,700
CDMO	SI	엠팩	美 원료의약품 제조기업	2018년 7월	SK	100.0%	8,000	8,000
헬스케어	FI	엘비스	美 뇌호로도 분석 스타트업	2018년 7월	SK	5.9%	33	561
헬스케어	FI	진에딧	美 유전자 치료제 개발업체	2020년 11월	SK	9.0%	15	166
헬스케어	FI	허밍버드	싱가폴 AI 항체 개발 회사	2020년 3월	SK	9.0%	74	826
CDMO	SI	이포스케시	프랑스 세포 유전자 치료제 CDMO	2021년 4월	SK팜테코	70.1%	n/a	n/a
CDMO	SI	CBM	美 세포 유전자 치료제 CDMO	2022년 1월	SK팜테코	40.0%	4,200	10,500

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

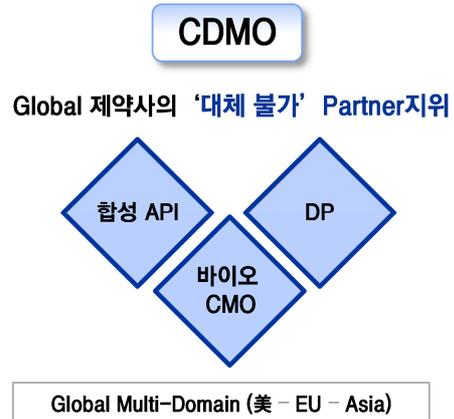
그림31 SK의 바이오: 제약



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

\* Antibody-drug Conjugate(항체 의약품복합체)

그림32 SK의 바이오: CDMO



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## M&A로 몸집 키우기

SK그룹의 바이오 사업은 2016년도부터 SK바이오텍을 SK주의 직접 자회사로 전환하면서 글로벌 사업을 준비하기 시작했다. 2017년에는 SK바이오텍을 통해 아일랜드에 있는 BMS(Bristol-Myers Squibb)설비를 인수하며 한국 제약 업계 최초로 글로벌 진출을 선도했다. 선진 역량을 확보함으로써 글로벌 수준의 기업으로 시작할 수 있던 것이다.

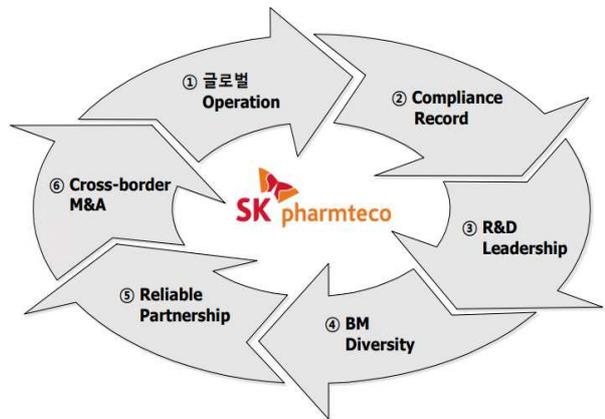
바이오 선진기술 확보는 아일랜드의 BMS설비 인수에 그치지 않고 글로벌 바이오 선두인 미국에서 2018년 AMPAC을 인수하여 미국 CDMO(Contract Development and Manufacturing Organization, 위탁개발생산)설비까지 갖춘 기업이 되었다. 바이오 선진 시장 유럽과 미국에서 CDMO 기반을 세운 후 미국 CMO 통합법인 SK팜테코를 설립하고 CGT(Cell and Gene Therapy) CDMO 사업부에 중점을 두기 시작했다. 프랑스 Yposkesi(이포스케시)를 인수하며 CGT CMO 사업 진출을 알렸다. 글로벌 바이오 의약품 시장이 고성장하면서 유전자/세포 치료제 분야 또한 동반성장하고 있었기 때문에 동사는 선제적인 투자를 하기 시작한 것이고 프랑스 전문 CGT CMO인 이포스케시의 지분 70%를 인수했다. 이포스케시는 GMP설비를 운영 중이며 2023년에는 상업 생산 가동을 시작으로 유럽 최대 생산 Capa를 확보하게 된다.

그림33 M&A 성장 히스토리



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 SK M&A 경쟁력



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

2022년에는 미국 CGT CDMO인 CBM의 2대주주(3억5천만달러 투자, 추가 지분확보 가능)가 되며 미국, 유럽, 아시아 등 전세계 주요 의약품 시장에서 합성 바이오 신약과 혁신 바이오 신약 모두를 생산하는 글로벌 CDMO/CMO가 되었다. CBM은 필라델피아에 위치하고 있는데, 필라델피아는 CGT 부문에 있어서는 NIH에서 가장 투자를 많이 받는 지역으로 여겨진다. 특히 바이오의 성지라고 불리는 보스턴보다도 CGT에 있어서는 전문인력과 혜택이 많다는 강점이 있다.

미국은 자국 내 생산/개발 정책이 다른 국가들 대비 강하게 나타나고 있으며 주(state) 별로 바이오 전문인력 분포도가 극명하게 차이나기 때문에 AMPAC이나 CBM을 인수/지분투자 할 때에는 이 모든 것을 고려하여 진행했으며 이는 SK의 몸집 키우기가 증장 기적으로 잘될 수 밖에 없는 이유 중 하나이기도 하다.

SK는 글로벌 8개 공장(해외 6개, 국내2개)에 대한 마케팅을 통합해서 진행한다. 각 사이트별로 마케팅을 동일하게 진행하며 융통성을 갖고 고객의 니즈에 맞게 사이트를 선택할 수 있도록 해준다. 고객 맞춤형 사이트 이외에도 기술력이 필요하거나 기술 플랫폼이 필수적인 CDMO/CMO를 위해서 꾸준히 기술을 확장 중이다. 글로벌 바이오트렌드로 각광받고 있는 ADC나 항체 fragment는 이미 공급하고 있거나 공급계획이 있으며 유럽과 미국에 있는 설비들을 원료부터 완제품까지 고객 편의에 맞춰 one stop이 가능하게 효율성을 높일 것이라는 전략이다.

SK는 inorganic approach를 CMO사업의 핵심 전략으로 삼고 있기 때문에 이후에도 글로벌 거점을 위해 추가적인 M&A를 지속적으로 검토 중이다. 특히나 CGT CDMO 부문은 플랫폼과 세부 기술력이 필요하기 때문에 세부적인 기술에 대한 L/I을 고려 중이다.

### 아일랜드 BMS & AMPAC

BMS는 글로벌 빅파마로서 신약개발에 조금 더 매진하고자 마지막 API 공장을 SK에게 판 것이다. SK바이오텍과 BMS는 기존에 거래처 관계였었기 때문에 공장 실사나 퀄리티에 대한 이해도가 높았던 상황이라 거래가 성사될 수 있었다. BMS뿐만 아니라 대부분의 빅파마들은 합성 API 공장을 팔거나 처분한 상황이기 때문에 되려 SK팜테코의 입지가 굳건해지고 있다.

유럽진출에 그치지 않고 2018년에 AMPAC을 인수하며 바이오 시장이 가장 큰 미국으로의 진출을 알리며 꾸준히 몸집 키우기와 선진 역량 확보에 집중했다. AMPAC은 글로벌 탑티어 CDMO로서 텍사스와 버지니아에 cGMP급 공장을 보유하고 있던 기업이였다. 텍사스는 제약바이오 CDMO기업들에게 우호적으로 다가가며 세제 혜택과 인력 충원에 힘쓰는 정책을 펼치고 있기 때문에 글로벌 빅파마들의 CDMO/CMO 거점으로 자리잡았다. AMPAC 사이트는 기존에 FDA 교육 사이트(5년 이상 운영 중)로 지정되어있었기 때문에 미국에서의 입지가 굳건하며 실질적인 HQ 기능을 수행할 수 있는 능력이 있다. 특히 AMPAC의 경우 전세계적으로 2곳만 갖고 있는 분리기술을 보유하고 있기 때문에 미세한 공정이 필요한 의약품의 경우 AMPAC을 선호할 경우가 많다.

### 동사의 CDMO는 승리한다: 합성 신약 부문 고고행진

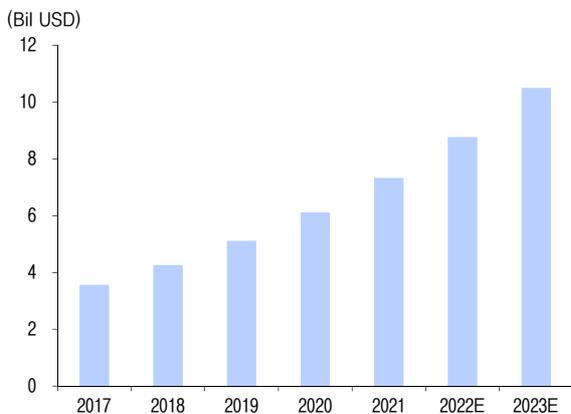
합성신약에 있어서 동사의 입지는 이미 굳건하기 때문에 매년 두 자리수 이상의 성장이 전망되고 있다. 동사의 합성 CDMO/CMO는 high quality, high margin을 추구하며 95% 이상을 신약 수주로 채워놓았다. 동사는 플랫폼 기술력에 기술적 차별성을 보여주며 가격 싸움보다는 기술력이 필요한 퀄리티 컨트롤에 집중한다. 고마진/고판가 제품 수주를 증점으로 받고 마진 20%를 유지하며 매출이 성장할 수 있는 가장 큰 이유는 동사의 기술력과 트랙레코드 때문이다. 특히 SK팜테코는 마케팅에 강하기 때문에 수주를 1개 받더라도 알맞은 사이트를 나눠서 flexible하게 고객 니즈에 맞춰서 생산이 가능한 특장점을 갖고 있다.

합성신약 시장 자체가 작아진다는 언급도 나오지만 합성신약은 매년 출시되고 있으며 공장을 철수하는 빅파마들이 많아지고 있기 때문에 SK팜테코의 입지가 합성신약에 있어서 더욱 굳건해지고 있는 상황이다. 기존 합성 의약품 시장만으로도 매년 두 자리수 이상의 성장이 가능한데, 출시되는 새로운 신약들에 철수하는 공장들을 고려했을 때 동사는 꾸준히 기존 사업부인 합성신약만으로도 고성장이 가능하다.

### 합성신약은 가져가고 CGT CDMO로 2025년 J커브

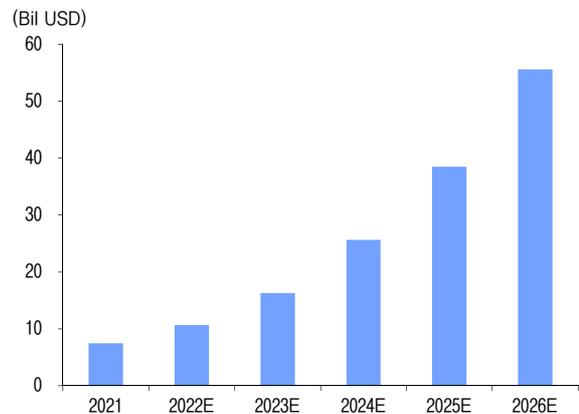
하지만 기존 사업부인 합성 의약품 CDMO/CMO의 고성장에 그치지 않고 글로벌 바이오 트렌드를 먼저 읽어내고 CGT CDMO에 선제적인 투자를 진행했다. 프랑스의 이포스케시 인수를 통해 합성 및 바이오 API 사업과 모두 연계 가능한 무균 주사제(fill and finish) 충전 사업을 확보 했으며 공정개발부터 API, 그리고 주사제 생산까지 가능한 CGT full value chain을 체고할 수 있게 되었다. 2023년 상업 생산 가동으로 유럽 최대 생산 capacity를 확보 할 수 있게 될 것이다. 유럽 CGT 보다도 더 중요한 것은 미국 CGT라는 판단 하에 미국 CGT CDMO인 CBM에 3억5천만달러를 투자해 2대주주로 올라섰다. 이포스케시를 인수한 지 9개월만의 지분투자로 세포/유전자 치료제 시장이 가장 큰 미국의 중요성을 인지했기 때문이다.

그림35 글로벌 합성시장 추이 및 전망



자료: 생명공학정책연구센터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 글로벌 CGT 시장 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

CGT 는 바이오의약품 중에서도 굉장히 복잡한 구조를 갖고 있기 때문에 CDMO도 공정과 기술력이 탁월해야한다. SK팜테코가 CBM을 선택한 이유는 1)커지고 있는 글로벌 테스트링 서비스에서 바이오 의약품에 대한 테스트링이 완벽해야하기 때문에 테스트링서비스를 대규모로 구축하고 있으며, 2) 아웃소싱하는 바이오텍들이 많아지고 있기 때문에 테스트링과 Regulatory service 규모가 크고, 3)원료부터 완제까지 one stop으로 설비를 다양하게 짓고 있으며, 4)필라델피아 셀리콘 벨리에 위치하고 있어 CGT 분야의 대가와 전문 인력들이 모여있기 때문이다.

작년까지 CGT 분야에만 \$20B 이상이 투자되었기 때문에 기술력이 급성장하고 있으며 현재 합성 의약품 대비 시장 자체는 작더라도 2~4년 이후에는 출시하는 신약들이 많아질 것(현재도 매년 10개 이상 승인중)이다. 출시 의약품 추이가 J커브를 이루게 되면 선제적으로 CGT CDMO에 투자했던 동사가 큰 과실을 딸 수 있을 것이다.

### 바이든 행정명령

바이든은 취임 직후 행정명령으로 반도체, 배터리, 핵심광물, 바이오 등 4개의 핵심 품목에 대한 공급망 검토 지시를 내렸다. IRA와 반도체과학법 이후 9월 12일에는 바이오 기술 혁신을 촉진하고 의료, 농업 등 다양한 부문에서 바이오경제 성장을 가속화하기 위한 '국가 생명공학 및 바이오제조 이니셔티브'를 추진하며 행정명령을 발표한 바 있다. 미국 우선주의를 강조하며 미국 내 바이오제조 인프라를 구축하고 확보하며 강화시키는 데에 집중시키자는 추진 방안이다. 아직까지는 미국의 투자금액이나 정책이 강화되기 전이지만 미국의 자국내 생산 및 개발 강화 정책은 매년 언급되고 있고 코로나19와 같은 팬데믹을 겪으면서 미국 바이오를 보호하기 위한 정책이 강화될 것이라고 예상된다.

표6 국가 생명공학 및 바이오제조 이니셔티브 추진 방안

구분	주요내용
국내 바이오제조 역량 강화	국가 바이오제조 인프라를 구축 및 확보, 재활성화하고 공급망 강화를 위한 투자 제공
바이오 기반 제품의 시장 기회 확대	BioPreferred 프로그램과 같은 연방 정부의 지속가능한 조달 표준과 바이오 제품 조달 확대로 산업의 발전 방향을 제시하고 시장을 확대
사회 과제 해결을 위한 R&D	연방 기관이 의료 혁신과 기후 변화, 식품 및 농업 혁신, 공급망 강화 등을 위한 R&D 우선 과제를 설정하도록 함
양질의 연방 데이터에 대한 접근성 개선	바이오경제를 위한 데이터 이니셔티브(Data for the Bioeconomy Initiative)를 통해 개발자가 양질의 안전하고 다양한 생물학적 데이터로 접근하는 과정을 간소화
다양한 숙련 인력 훈련	인종·성별 공정성과 낙후 지역에 대한 지원에 초점을 맞춰 훈련 및 교육 기회 확대 추진
바이오 기술 제품에 대한 규제 간소화	규제 절차의 명확성과 효율성을 개선해 안정성을 확보하는 한편 발명품과 제품이 시장에 출시되는 기간을 단축할 계획
리스크 감소를 위한 바이오 안전 및 보안	바이오 안전 관련 응용 연구에 대한 투자를 우선시하고 바이오 안보 부문의 혁신에 인센티브 제공
미국 바이오기술 생태계 보호	인간 생체 데이터를 위한 프라이버시 표준과 제도개선, 사이버 보안 활동, 소프트웨어 표준 개발, 해외 우려 국가에 대한 리스크 감축 방안 등을 통해 생태계 보호
동맹국과의 글로벌 바이오 경제 구축	민주주의적인 가치를 공유하는 국가와 기후 변화 및 보건 안보 등 글로벌 과제 해결을 위한 협력 강화

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 바이든의 행정명령뿐만 아니라 과거 길리어드의 C형 간염 치료제의 효과로 C형 간염 시장 축소가 일어났던 기간에도 미국과 유럽이 가장 큰 시장이었기 때문에 의약품 수주는 3<sup>rd</sup> supply인 아시아부터 중단됐다. 환자가 줄어들거나 시장의 성장이 더디면 상대적으로 시장이 작은 아시아 지역부터 공급계약을 중단하게 되며 바이오의약품의 경우에는 첫 수주부터 소비자 근처에서 생산을 해야하기 때문에 유럽과 미국 공장이 절대적으로 필요해지고 있는 상황이다. SK는 심화되고 있는 유럽과 미국의 리슈어링에 대비하여 중장기 전략을 세웠고, 이제는 그 결실이 조금씩 보이고 있는 기간이다.

표7 생명공학 및 바이오 제조 이니셔티브 추진을 위한 투자 방안

구분	주요 내용
<b>공급망 강화</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>보건복지부(HHS): 필수 약품 생산 및 팬데믹 대응에 필요한 원료의약품(APIs), 항생제, 주요 시재료를 위한 바이오 제조확장에 4,000만 달러 투자</li> <li>국방부(DOD): 공급망 회복을 위한 3군 바이오기술(Tri-Service Biotechnology for a Resilient Supply Chain) 프로그램에 향후 5년간 2억 7,000만 달러 투자</li> <li>에너지부(DOE): 교통부, 농무부와 협력해 지속 가능한 항공 연료 그랜드 챌린지를 추진하고, 미국 내 10억 톤의 지속 가능한 바이오매스 및 폐기물 자원 활용</li> </ul>
<b>국내 바이오제조 확대</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국방부(DOD): 공공-민간 파트너십을 통해 바이오산업의 국내 제조 인프라에 향후 5년간 10억 달러를 투자하고, 바이오 보안 및 사이버보안에 2억달러 투자</li> <li>농무부(USDA): 독립적이고 혁신적이며 지속가능한 비료 생산 기법을 통해 생명공학 및 바이오제조를 발전시키는 새로운 지원금 프로그램에 5억 달러 제공</li> </ul>
<b>미국 내 혁신 촉진</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국립과학재단(NSF): Regional Innovation Engines 프로그램을 통해 의약품 제조, 폐기물 감소, 기후 변화 저감 등 생명공학 및 바이오 제조 관련 주제에 대해 지원</li> <li>농무부(USDA): 목재 혁신 및 커뮤니티 목재 연구에 3,200만 달러를 제공하고, 파트너 기업이 제공하는 9,300만 달러의 예산을 활용하여 새로운 목재 제품 및 산림 자원의 효과적 활용 방안 개발</li> <li>경제개발청(EDA): Build Back Better 지역 챌린지를 통해 뉴햄프셔, 버지니아, 노스캐롤리나, 오레곤, 알래스카 등의 생명공학 및 바이오제조 프로그램에 2억 달러 투자</li> </ul>
<b>바이오 제품의 시장화</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>에너지부(DOE): 바이오매스를 연료와 화학물로 전환하는 기술에 최대 1억 달러를 지원하고, 바이오 정제 기술의 상업화 촉진에 6,000만 달러 제공</li> <li>농무부(USDA): BioPreferred 프로그램을 통해 바이오 기반 제품의 시장 확대를 촉진하고 1,000만 달러 규모의 바이오 제품 시범 프로그램(Bioproduct Pilot Program)을 통해 바이오 기반 제품의 스케일업 및 연구 지원</li> </ul>
<b>차세대 바이오기술자 인력 훈련</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국립보건원(NIH): 생명공학 창업 부트 캠프인 I-Corps 프로그램 확장</li> <li>농무부(USDA): Agriculture and Food Research Initiative(AFRI)를 통해 6,800만 달러를 차세대 연구자 및 전문가 양성에 투자</li> </ul>
<b>바이오기술 제품에 대한 접근성 확대를 위한 규제 혁신 주도</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>식약청(FDA): 규제 과학, 기술 지침, 유망 기술을 활용하고자 하는 산업계와의 협력 확대를 통해 첨단 제조 지원</li> <li>국립보건원(NIH): 맞춤형 유전자 치료 촉진 의료 파트너십 컨소시엄이 제조 및 규제 프레임워크를 간소화하며 희귀질환에 중점을 둔 6개의 신규 임상 시험 지원</li> <li>농무부(USDA): 농업 및 대체 식품 분야에서 안전한 혁신을 촉진하기 위한 새로운 규제 프로세스 구축</li> </ul>
<b>바이오경제의 측정과 표준 개선</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>상무부(DOC): 바이오 경제를 위한 측정 기술과 표준, 데이터를 개발하는 국립표준기술연구소(NIST)의 바이오기술 연구 프로그램에 1,400만 달러 추가 투자 계획</li> </ul>
<b>바이오 보안 혁신에 대한 투자로 리스크 감소</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>에너지부(DOE) 내 국가핵안보국(NNSA): 생명공학 및 바이오제조 리스크를 예측, 평가, 감지, 완화하는 역량을 강화하기 위한 2,000만 달러 규모의 바이오 보안 프로그램 추진</li> </ul>
<b>바이오 경제 발전을 위한 데이터 공유 촉진</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국립보건원(NIH): 암 문샷(Cancer Moonshot) 프로그램을 통해 암 연구 데이터 생태계를 확장하고, 농무부와 함께 빈곤에 대한 데이터가 암 모니터링에 통합되도록 함</li> <li>국립과학재단(NSF): 생명과학 데이터 센터에 2,000만 달러 규모의 투자 방안 발표</li> </ul>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 항상 트렌드의 선두에 있다: AI와 유전자치료제

SK는 CMO/CDMO 사업 이외에도 SK바이오팜을 필두로 신약개발에도 투자를 아끼지 않고 있다. SK는 미국 로이반트가 설립한 표적 단백질 분해 신약 개발사인 프로테오반트에 2억달러를 투자한 바 있으며, 유전자 치료제를 개발하고 있는 진에딧, 싱가포르 AI항체 개발 회사 허밍버드, 국내 AI신약개발 플랫폼 업체 스탠다임에 FI로 참여했다.

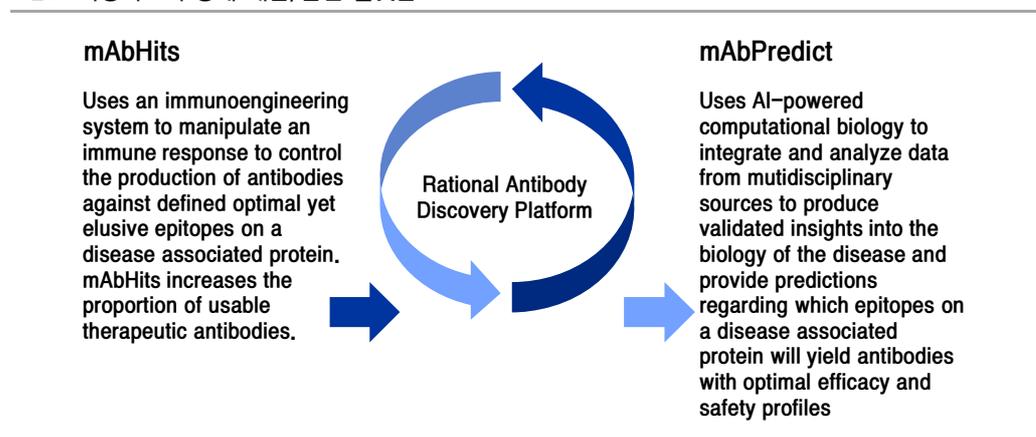
이 중에서도 눈에 띄는건 싱가포르 AI항체 개발 회사 허밍버드와 유전자치료제 개발 기업 진에딧이다. 글로벌 빅파마들은 AI를 접목시킨 신약개발에 투자를 아끼지 않고 있으며 다수의 AI신약개발 플랫폼 기업들과 공동 연구개발 계약을 맺고 있다. 유전자치료제 분야도 마찬가지로 글로벌 바이오트렌드로 각광받고 있다.

1H22 글로벌 제약바이오 산업의 달에서 CGT 분야의 달이 21건(17%)이었으며 AI기반 기술 달은 13건(10%)으로 탑5안에 들었다. 10월에는 일본 제약사 아스텔라스가 미국 유전자치료제 기업 타이샤 진테라피의 지분 15%를 인수하며 AAV 기반의 임상단계 유전자치료제에 대한 투자를 진행했고 아스트라제네카가 나스닥 상장폐지 위기에 놓인 유전자편집 바이오텍 로직바이오 테라퓨틱스를 667% 프리미엄을 더해 6,800만달러에 인수한 바 있다. 유전자 치료제 부문에 대한 라이선스딜/인수는 매년 증가하고 있으며 빅파마들의 주요 관심 분야 중 하나이다.

### 허밍버드와 진에딧

SK는 미래 신약개발 성장동력으로 AI와 유전자치료제를 꼽으며 허밍버드와 진에딧에 FI로 참여(각각 지분 약 9%)했다. 허밍버드는 사노피 출시들이 모여 2015년에 설립한 싱가포르 기업으로 AI를 접목시킨 항체 신약 개발 사업을 영위하고 있다. 허밍버드는 유전자공학 기술을 기반으로 질병의 원인 물질만을 타겟으로하는 항체 신약개발 플랫폼이다. 자체 AI플랫폼으로 선별한 항체를 가공하여 항원에 직접적으로 결합할 수 있도록 하는 것이 목표다. 2021년말에는 HER3 억제 항체치료제 HMBD-001의 영국 1상 첫 환자 투약에 착수하며 파이프라인의 첫 환자 투약 임상에 진입했다.

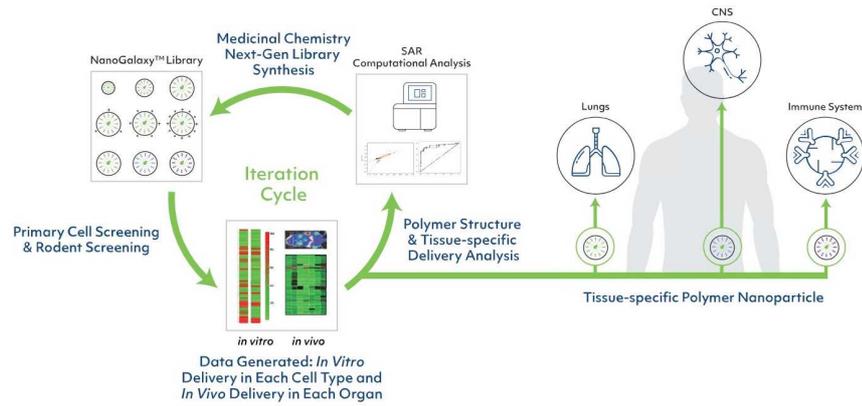
그림37 허밍버드의 항체 개발/발견 플랫폼



자료: 허밍버드, 이베스트투자증권 리서치센터

진에딧은 미국 유전자치료제 개발 기업으로, 실리콘밸리 스타트업이다. 자체 개발한 폴리머 기반의 나노입자 전달체를 통해 뇌나 척수 등 중추신경계에 유전자 치료제를 전달하는 방법과 자체 나노입자까지 개발중이다. 최근 mRNA 시장이 개화하면서 유전자 전달체계와 유전자 조작(크리스퍼 등)에 대한 관심이 증가하고 있기 때문에 일라이릴리같은 빅파마 또한 투자에 참여한 바 있다. 진에딧의 PNP(폴리머 기반의 나노파티클)은 차후 LNP(리포드 나노파티클)이나 AAV(아데노연관바이러스)를 대체할 수 있는 전달체로 개발을 하고자 하는 것이 목표다.

그림38 진에딧의 폴리머 나노입자 개발 구조도



자료: 진에딧, 이베스트투자증권 리서치센터

---

Part IV

---

투자전략  
및  
종목 의견

---

## 투자전략 및 종목 의견

### 지주 업종 내 Top-pick으로 SK 유지 (투자의견 BUY / TP 36만원 유지)

SK를 지주 업종 내 Top pick으로 유지하고 투자의견 BUY, 목표주가 360,000원을 유지한다. SK를 지주 업종 내 Top pick으로 유지하는 이유는 주주환원 정책에 가장 적극적이고 안정적인 이익을 창출하는 자회사를 보유하고 있기 때문이다.

배당수익의 원천인 SK이노베이션, SK E&S, SK텔레콤의 이익이 증가하고 있어 매크로 불확실성으로 시장이 불안정한 상황에서도 배당 확대가 가능할 전망이다. 또한, 투자 전문회사로서 투자이익에 대해 투자자와 공유한다는 점에서 추가적인 배당도 기대할 수 있다. 더불어 동사는 지난 3월 2025년까지 매년 시가총액의 1% 이상 자사주를 매입하고 소각도 옵션으로 고려하는 주주환원 정책을 발표했으며, 2,000억원 자사주 매입(전량 소각 예정)이 진행 중이다. 매년 자사주 매입이 예정된 만큼 주가 하방 경직성이 확보한 것으로 판단한다.

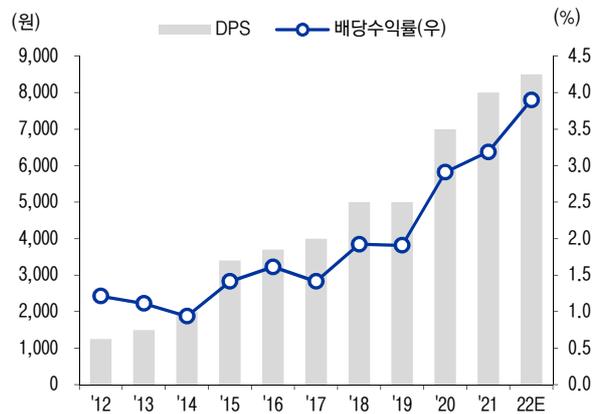
현 시점에서 SK의 NAV할인율은 40.8%로 SK바이오팜 상장 이후 평균 수준에 머무르고 있으며 22E DPS 8,500원 기준 배당수익률은 3.9%, 역사적 고점 수준으로 저평가 매리트가 충분해 매수 전략이 유효하다고 판단한다.

그림39 SK NAV 할인율 추이



자료: SK, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 SK DPS 및 배당수익률추이



자료: SK, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## SK스퀘어, 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지 개시

SK스퀘어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지를 개시한다. SK스퀘어는 그룹 내 반도체/ICT 플랫폼에 특화된 투자 전문회사로 반도체 및 이차전지 소재, 웨이퍼 등 포트폴리오를 보유한 지주회사 SK와 차별화된 점이 매력적이다. 전략적 자산인 SK하이닉스로부터 지속적인 배당수익을 창출하고 있으며 SK윌더스, FSK L&S, 인크로스 등 자회사에서도 꾸준히 이익이 발생하고 있어 향후 투자 전문회사로서 투자자와 이익을 공유하는 적극적인 주주환원 정책을 펼칠 것으로 예상된다.

현 시점에서 SK스퀘어의 NAV 할인율은 71%로 타 순수 지주회사보다 과도하게 높은 수준이다. 그 이유는 브랜드 로열티와 주주환원 정책이 부재하기 때문이다. SK하이닉스로부터 수취하는 배당수익과 자회사 및 투자 포트폴리오 조정으로 발생하는 투자이익을 바탕으로 이르면 2023년부터 주주환원 정책 시행이 가능할 전망이다. 이로 인한 NAV 할인율은 일부 해소될 것으로 예상된다. 다만, 동사의 주가는 핵심 자회사인 SK하이닉스와 상관관계수가 0.9로 높게 나타난다는 점에서 주가 반등을 위해서는 SK하이닉스의 주가 상승이 선행되어야 한다는 것을 감안할 필요가 있다.

그림41 SK스퀘어 및 SK하이닉스 주가 수익률 추이



그림42 SK스퀘어 현황

Challenges	현황 및 Action Plan
초기 주주 손바뀜 (배당 성향의 Telco 주주들)	<b>손바뀜 마무리 및 주주구성 안정화</b> -외국인 지분율 44%(분할 전) → 37%(22.2월) → 42%(22.10월)
글로벌 매크로 불확실성	<b>순현금 포지션 + 자회사로부터의 배당수익</b> -2Q22 기준 1,480억원 현금 보유 및 제로 차입금 (별도 기준)
기존 포트폴리오 자산에 대한 우려	<b>Active 포트폴리오 In&amp;Out</b> -글로벌 빅테크와의 Collaboration / Harvest 계획
상법상 2022년 주주환원 불가	<b>주주환원 정책</b> -2Q22 기준 이익잉여금 2,670억원 (별도 기준)

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

## SK바이오팜, 투자 의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

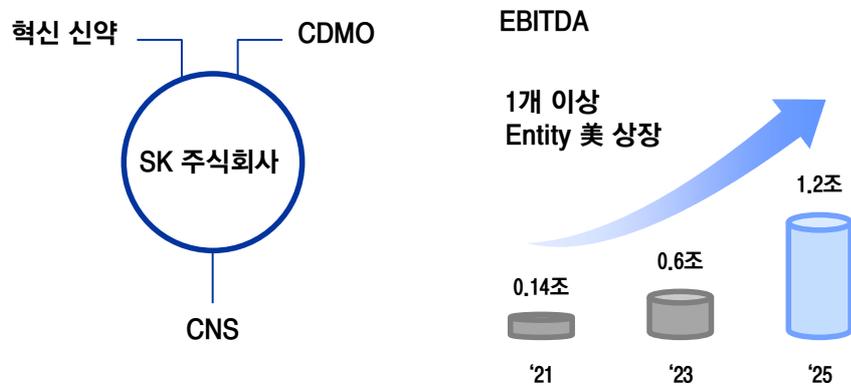
SK바이오팜에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원을 유지한다. SK바이오팜은 후보물질 단계부터 자체적으로 개발한 신약 세노바메이트(뇌전증)를 미국 직접판매하며 미국 시장에서의 영업망과 레퍼런스를 쌓고 있다. 지속적인 엑스코프리(세노바메이트 미국 판매명) 처방 수 추이 증가와 영업망 확보를 통해 세노바메이트의 글로벌 인지도는 높아질 것으로 보고 있으며 엑스코프리 매출만으로도 4Q23에는 흑자전환이 가능해질 것으로 보인다. 여기서 주목해야 될 부분은 보유하고 있는 약 3,000억원의 현금으로 지속적인 추가 파이프라인 스크리닝을 진행 중이며 상업화된 약물을 확보하게 될 경우에 분기 흑자전환은 앞당겨질 수 있다.

2024년~2025년 세노바메이트의 1)적응증이 부분발작에서 전신발작과 소아뇌전증까지 확장될 것으로 보이며, 2)카리스마메이트(레녹스-가스토)의 출시가 기대되고, 3)아시아(중국, 일본 등)임상 (s)NDA 신청 및 출시가 가능할 것이므로 중장기 그림이 완성되어있다해도 과언이 아니다.

## SK팜테코, 나스닥 상장 시에 관심종목으로 지정

SK팜테코는 매년 매출 고성장으로 2022년 예상 매출액 \$800M(약 1조원)에 EBITDA margin 20%를 전망한다. SK팜테코는 글로벌 바이오 기업들이 몸집을 키워나갔던 것처럼 글로벌 M&A를 통해 꾸준히 성장하고 있다. SK바이오텍에서 SK(주)의 직접 자회사로 전환하며 SK지주사의 새로운 성장 동력으로 자리잡게 되었으며 2017년 아일랜드 BMS의 마지막 API 공장을 인수하며 한국 업계 최초로 글로벌 선진 역량을 가진 글로벌 설비를 갖게 되었다. 이후에도 M&A를 통한 inorganic 전략으로 몸집 키우기를 성공적으로 진행 중이다. 기존에 잘하는 합성신약과 미래 성장동력으로 CGT CDMO까지 미래에 대한 성장동력확보가 가장 확실한 기업이다.

그림43 2025년의 SK 바이오: 합성신약 경쟁력+바이오 혁신성 내재화



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업분석

SK (034730)	40
SK 스퀘어 (402340)	45
SK 바이오팜 (326030)	52
SK 팜테코 (비상장)	56
SK 실트론 (비상장)	60
SK 시그넷 (코넥스)	64

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
SK	Buy (유지)	360,000 원(유지)
SK 스퀘어	Buy (신규)	51,000 원(신규)
SK 바이오팜	Buy (유지)	120,000 원(유지)
SK 팜테코	Not Rated	Not Rated
SK 실트론	Not Rated	Not Rated
SK 시그넷	Not Rated	Not Rated

# SK (034730)

On track

2022. 11. 2

지주

Analyst **이승웅**

02. 3779-8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

## 4대 핵심 사업군으로 사업 포트폴리오 변화 중

동사는 그룹의 사업 포트폴리오를 1)첨단소재(배터리, 반도체), 2)그린에너지(수소 밸류 체인, 환경 Solution), 3) 바이오-제약 (혁신신약, CDMO, CNS), 4)디지털(AI/DX, Platform) 4대 핵심 사업군으로 재편을 주도하고 있다. 사업 포트폴리오 재편은 단순한 사업영역 확대가 아닌 기존 사업과 계열사가 연관되어 있는 이해도가 높은 분야로 투자해 성공 확률을 높이고 SK그룹만의 파이낸셜 스토리를 풀어나간다는 복안이다. 사업 포트폴리오 재편에서 핵심은 Harvest와 Divest이다. 기존에 영위하던 사업에 대해 과감하게 Exit하고 여기서 확보된 자금을 재투자자와 주주환원의 재원으로 활용한다는 점이다. 실제로 SK는 2020년 SK바이오팜 IPO와 ESR 지분매각 등의 투자이익을 반영해 주주환원 재원으로 활용한 바 있다.

## Financial Story, On track

동사의 파이낸셜 스토리는 첨단소재와 바이오-제약 분야에서 가장 빠른 성과가 나타날 것으로 판단된다. SK의 첨단소재 분야는 M&A와 JV 설립을 통해 사업을 확장해왔다. 2021년 이후 전력반도체와 EV충전기로 사업 영역을 확대하고 SK머티리얼즈를 합병하면서 첨단소재 사업 성과를 본격화하고 있다. 1H22 머티리얼즈 CIC와 SK실트론의 합산 EBITDA는 7,270억원(+50.2% YoY)을 기록했다. 실적 성장의 요인이었던 판가 상승과 고부가 제품 매출 확대가 2H22에도 지속되고 있다는 점에서 2022년 합산 EBITDA 1.3조원을 기록할 전망이다. 따라서 23년 반도체 소재 분야의 목표로 제시한 EBITDA 1.6조원은 무난하게 달성 가능할 것이다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 36만원 유지

2022년 연결 영업이익은 10.9조원(+120.9% YoY, OPM 8.1%)을 기록할 전망이다. 배당수익의 원천인 SK이노베이션, SK E&S, SK텔레콤의 이익 고성장을 기반으로 한다는 점에서 배당 확대가 기대되는 시점이다. 더불어 2,000억원 자사주 매입이 진행 중이며 금반 취득하는 자사주는 전량 소각될 예정이다. 2025년까지 매년 시가총액의 1% 이상 자사주 매입과 소각을 지속될 것이라는 점에서 주가 하방 경직성은 확보된 것으로 평가하고 저평가 메리트도 충분해 매수 전략이 유효하다. 투자의견 BUY, 목표주가 360,000원을 유지한다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **360,000 원**

현재주가 **218,000 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (11/1)	2,335.22 pt	
시가총액	161,646 억원	
발행주식수	74,149 천주	
52 주 최고가 / 최저가	192,000/269,000 원	
90 일 일평균거래대금	256 억원	
외국인 지분율	22.5%	
배당수익률(22.12E)	3.9%	
BPS(22.12E)	324,785 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.2%
	6 개월	-5.3%
	12 개월	11.3%
주주구성	최태원 (외 39 인)	26.0%
	자사주 (외 1 인)	24.3%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.0%

### Stock Price

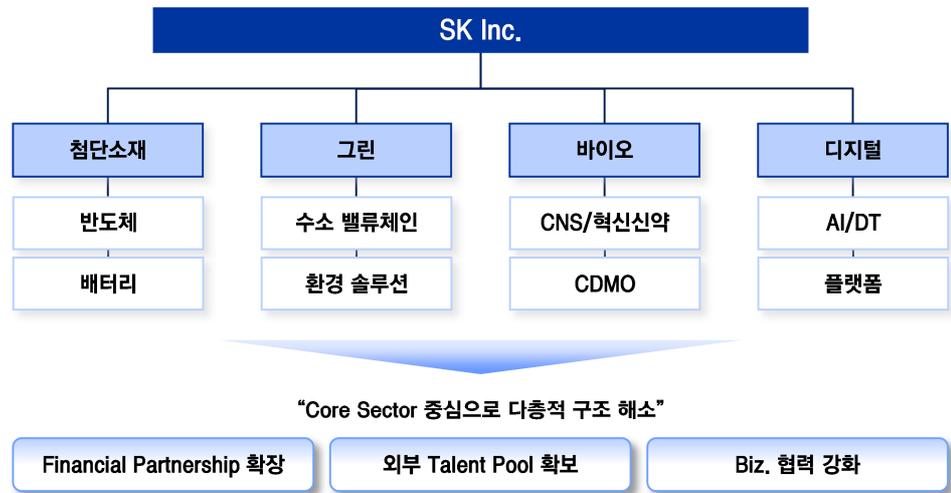


### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	80,819	-77	32	-108	3,544	-74.0	7,907	67.9	7.3	1.0	1.1
2021	98,325	4,936	6,027	5,718	35,044	888.8	13,323	7.2	4.8	0.9	10.2
2022E	134,442	10,905	11,559	9,645	61,643	75.9	20,159	3.5	3.1	0.7	15.2
2023E	130,895	9,039	8,461	7,579	45,462	-26.2	18,897	4.8	3.3	0.6	10.1
2024E	137,657	9,072	8,839	7,918	47,497	4.5	19,332	4.6	3.1	0.6	9.7

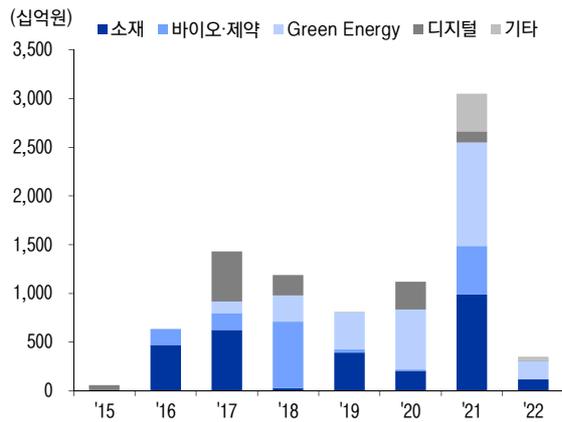
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림44 SK 그룹만의 최적화된 지배구조 구축



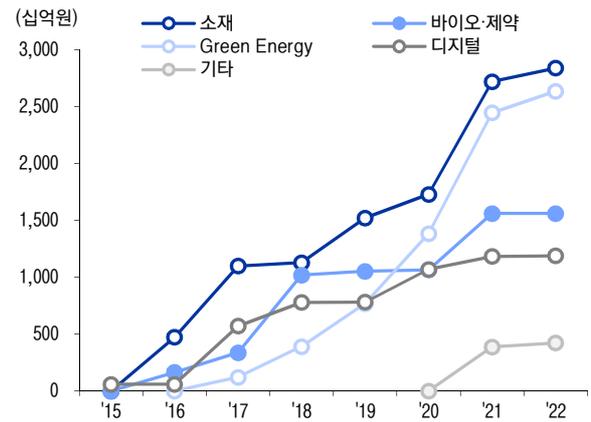
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 SK 영역별 투자규모 추이



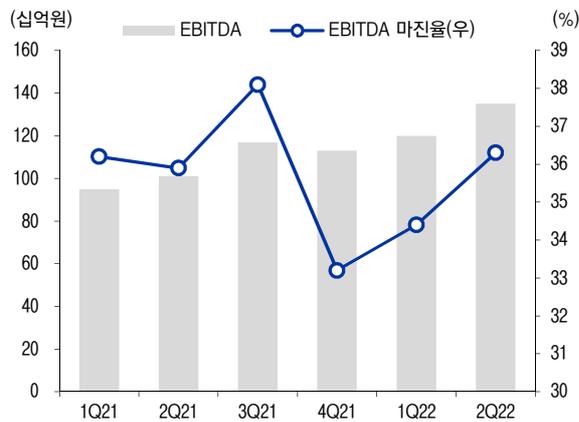
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 15년 이후 SK 영역별 누적 투자규모 추이



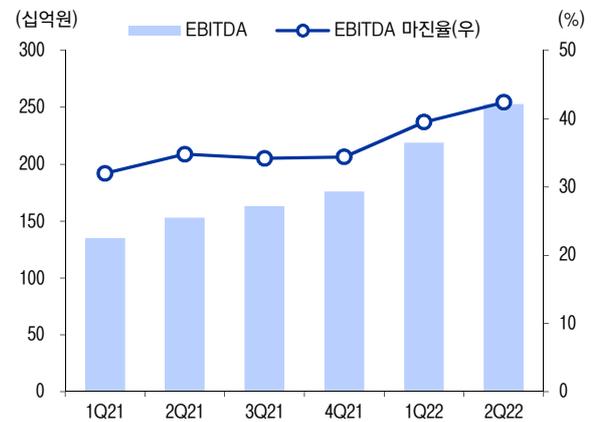
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 머티리얼즈 CIC EBITDA 및 마진율 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 SK 실트론 EBITDA 및 마진율 추이



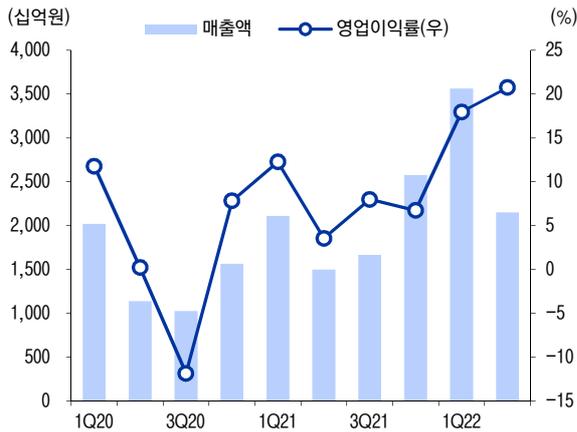
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 SK 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
<b>매출액</b>	<b>22,013</b>	<b>23,223</b>	<b>25,563</b>	<b>27,526</b>	<b>30,764</b>	<b>33,327</b>	<b>34,083</b>	<b>36,268</b>	<b>98,325</b>	<b>134,442</b>
SK 별도	898	469	618	765	1,050	644	615	675	2,750	2,985
투자부문	451	51	165	245	562	146	130	130	912	969
C&C	446	419	453	519	488	498	485	545	1,837	2,016
연결 자회사	22,053	23,747	25,328	28,163	31,954	34,640	35,719	35,645	99,290	137,957
<b>영업이익</b>	<b>1,613</b>	<b>1,228</b>	<b>1,557</b>	<b>537</b>	<b>3,053</b>	<b>3,578</b>	<b>2,227</b>	<b>2,047</b>	<b>4,936</b>	<b>10,905</b>
SK 별도	489	22	137	183	581	90	141	80	830	891
연결 자회사	1,654	1,340	1,536	1,156	3,572	4,221	2,744	2,587	5,686	13,125
<b>YoY %</b>										
<b>매출액</b>	<b>-6.2</b>	<b>25.8</b>	<b>29.6</b>	<b>43.6</b>	<b>39.8</b>	<b>43.5</b>	<b>33.3</b>	<b>31.8</b>	<b>21.7</b>	<b>36.7</b>
SK 별도	-37.9	-5.8	-37.5	40.8	17.0	37.3	-0.5	-11.7	-20.9	8.6
투자부문	-55.8	-4.0	-69.4	303.4	24.6	187.9	-21.0	-47.0	-45.5	6.2
C&C	5.5	-6.0	0.7	7.7	9.3	19.0	7.0	5.0	2.1	9.7
연결 자회사	-1.7	13.4	23.9	60.7	44.9	45.9	41.0	26.6	22.1	38.9
<b>영업이익</b>	<b>흑전</b>	<b>604.0</b>	<b>267.1</b>	<b>85.4</b>	<b>89.3</b>	<b>191.3</b>	<b>43.0</b>	<b>280.9</b>	<b>흑전</b>	<b>120.9</b>
SK 별도	-53.5	-50.7	-74.3	521.6	18.7	312.7	3.0	-56.0	-49.9	7.4
연결 자회사	흑전	441.7	246.0	290.7	115.9	214.9	78.7	123.9	7,990.2	130.8
<b>Margin %</b>										
<b>영업이익률</b>	<b>7.3</b>	<b>5.3</b>	<b>6.1</b>	<b>2.0</b>	<b>9.9</b>	<b>10.7</b>	<b>6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>5.0</b>	<b>8.1</b>
SK 별도	54.5	4.6	22.1	23.9	55.3	13.9	22.9	11.9	30.2	29.9
연결 자회사	7.5	5.6	6.1	4.1	11.2	12.2	7.7	7.3	5.7	9.5

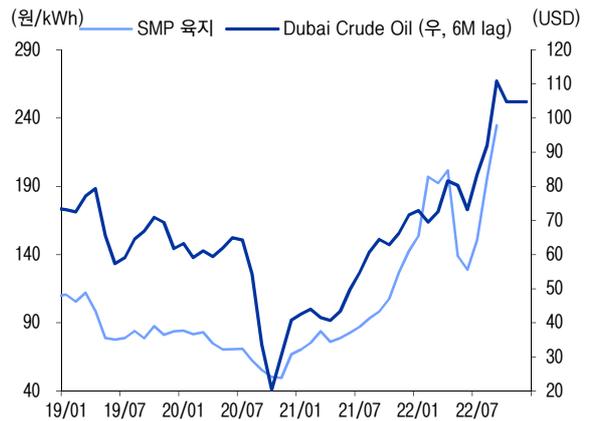
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 SKE&S 매출액 및 영업이익률 추이



자료: SK E&S, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 SMP 및 유가 추이



자료: Bloomberg, KPX, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 SK NAV 할인율 추이



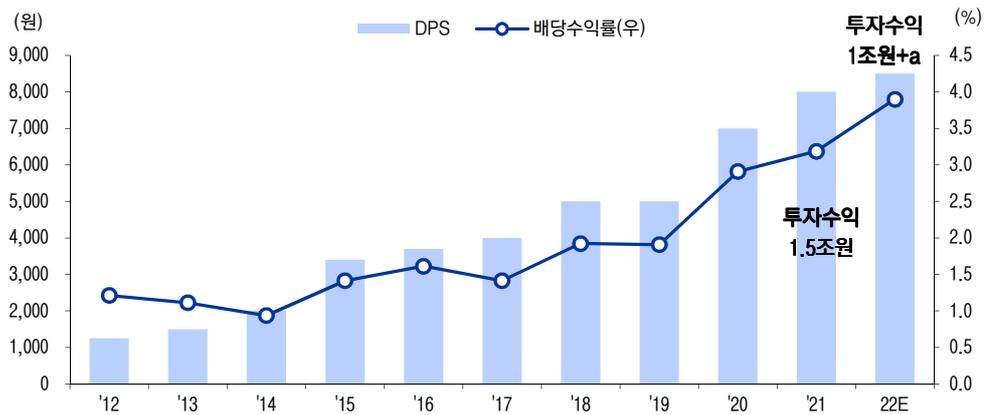
자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 SK 52주 이동평균 NAV 할인율 추이



자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 SK DPS 및 배당수익률 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

## SK (034730)

### 재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	38,052	49,193	50,770	50,695	53,321
현금 및 현금성자산	10,097	12,318	14,760	16,105	17,766
매출채권 및 기타채권	10,658	13,922	13,911	13,248	13,724
재고자산	6,179	10,681	10,731	9,841	10,195
기타유동자산	11,118	12,273	11,368	11,501	11,636
<b>비유동자산</b>	99,616	116,188	122,046	124,710	127,575
관계기업투자등	25,375	35,597	37,070	37,368	37,668
유형자산	45,896	51,406	55,582	58,998	62,516
무형자산	16,496	18,300	17,920	16,823	15,824
<b>자산총계</b>	<b>137,668</b>	<b>165,381</b>	<b>172,817</b>	<b>175,405</b>	<b>180,895</b>
<b>유동부채</b>	37,213	44,975	45,805	45,964	47,256
매입채무 및 기타채무	18,202	23,676	23,847	23,089	23,919
단기금융부채	14,760	17,219	17,689	18,411	18,691
기타유동부채	4,251	4,080	4,269	4,465	4,646
<b>비유동부채</b>	48,595	54,841	56,626	56,981	59,021
장기금융부채	41,021	46,939	48,301	48,392	49,248
기타비유동부채	7,574	7,901	8,326	8,590	9,774
<b>부채총계</b>	<b>85,808</b>	<b>99,816</b>	<b>102,431</b>	<b>102,946</b>	<b>106,277</b>
<b>지배주주지분</b>	17,435	21,248	24,266	26,340	28,499
자본금	15	16	16	16	16
자본잉여금	7,062	8,258	8,260	8,260	8,260
이익잉여금	12,497	14,066	17,079	19,152	21,311
<b>비지배주주지분(연결)</b>	34,425	44,317	46,119	46,119	46,119
<b>자본총계</b>	<b>51,860</b>	<b>65,565</b>	<b>70,385</b>	<b>72,459</b>	<b>74,618</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>9,695</b>	<b>6,125</b>	<b>12,096</b>	<b>11,141</b>	<b>11,768</b>
당기순이익(손실)	-108	5,718	9,645	7,579	7,918
비현금수익비용가감	8,505	7,472	3,719	2,595	3,693
유형자산감가상각비	6,350	6,700	7,533	8,232	8,732
무형자산상각비	1,635	1,688	1,721	1,626	1,529
기타현금수익비용	520	-916	-11,370	-12,269	-11,574
영업활동 자산부채변동	3,520	-4,102	-560	966	157
매출채권 감소(증가)	1,590	-2,501	716	663	-476
재고자산 감소(증가)	2,975	-4,719	-45	890	-354
매입채무 증가(감소)	-55	4,451	-596	-758	830
기타자산, 부채변동	-990	-1,333	-636	171	157
<b>투자활동 현금</b>	<b>-10,419</b>	<b>-15,432</b>	<b>-9,892</b>	<b>-10,127</b>	<b>-10,733</b>
유형자산처분(취득)	-8,905	-8,399	-11,321	-11,648	-12,250
무형자산 감소(증가)	-435	-636	-519	-530	-530
투자자산 감소(증가)	1,760	-2,535	875	2,097	2,092
기타투자활동	-2,838	-3,863	1,073	-46	-46
<b>재무활동 현금</b>	<b>3,244</b>	<b>11,598</b>	<b>223</b>	<b>331</b>	<b>626</b>
차입금의 증가(감소)	4,156	6,188	829	813	1,136
자본의 증가(감소)	-1,212	-1,394	-533	-482	-510
배당금의 지급	1,212	1,394	533	482	510
기타재무활동	299	6,804	-74	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>2,115</b>	<b>2,221</b>	<b>2,443</b>	<b>1,345</b>	<b>1,660</b>
기초현금	7,982	10,097	12,318	14,760	16,105
기말현금	10,097	12,318	14,760	16,105	17,766

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>80,819</b>	<b>98,325</b>	<b>134,442</b>	<b>130,895</b>	<b>137,657</b>
매출원가	75,442	87,259	115,270	113,797	119,675
<b>매출총이익</b>	<b>5,377</b>	<b>11,066</b>	<b>19,172</b>	<b>17,098</b>	<b>17,982</b>
판매비 및 관리비	5,454	6,131	8,267	8,060	8,910
<b>영업이익</b>	<b>-77</b>	<b>4,936</b>	<b>10,905</b>	<b>9,039</b>	<b>9,072</b>
(EBITDA)	7,907	13,323	20,159	18,897	19,332
금융손익	-1,109	-1,460	-1,882	-2,856	-2,509
이자비용	1,394	1,435	2,020	3,107	2,763
관계기업등 투자손익	2,154	2,373	2,759	2,503	2,503
기타영업외손익	-936	179	-223	-225	-227
<b>세전계속사업이익</b>	<b>32</b>	<b>6,027</b>	<b>11,559</b>	<b>8,461</b>	<b>8,839</b>
계속사업법인세비용	267	628	2,542	882	921
계속사업이익	-235	5,399	9,017	7,579	7,918
중단사업이익	127	320	628	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-108</b>	<b>5,718</b>	<b>9,645</b>	<b>7,579</b>	<b>7,918</b>
지배주주	189	1,970	3,462	2,555	2,669
<b>총포괄이익</b>	<b>-473</b>	<b>6,767</b>	<b>9,645</b>	<b>7,579</b>	<b>7,918</b>
매출총이익률 (%)	6.7	11.3	14.3	13.1	13.1
영업이익률 (%)	-0.1	5.0	8.1	6.9	6.6
EBITDA 마진률 (%)	9.8	13.6	15.0	14.4	14.0
당기순이익률 (%)	-0.1	5.8	7.2	5.8	5.8
ROA (%)	0.1	1.3	2.0	1.5	1.5
ROE (%)	1.1	10.2	15.2	10.1	9.7
ROIC (%)	0.9	6.2	11.0	10.2	10.0

### 주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	67.9	7.2	3.5	4.8	4.6
P/B	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.3	4.8	3.1	3.3	3.1
P/CF	2.0	1.4	1.2	1.6	1.4
배당수익률 (%)	2.9	3.2	3.9	4.1	4.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-17.4	21.7	36.7	-2.6	5.2
영업이익	적전	흑전	120.9	-17.1	0.4
세전이익	-98.9	18,885.7	91.8	-26.8	4.5
당기순이익	적전	흑전	68.7	-21.4	4.5
EPS	-74.0	888.8	75.9	-26.2	4.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	165.5	152.2	145.5	142.1	142.4
유동비율	102.3	109.4	110.8	110.3	112.8
순차입금/자기자본(x)	78.7	69.4	65.1	62.4	59.7
영업이익/금융비용(x)	-0.1	3.4	5.4	2.9	3.3
총차입금 (십억원)	55,781	64,158	65,989	66,802	67,938
순차입금 (십억원)	40,820	45,472	45,833	45,192	44,557
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,544	35,044	61,643	45,462	47,497
BPS	245,819	284,390	324,785	352,537	381,438
CFPS	118,378	176,545	178,865	136,174	155,393
DPS	7,000	8,000	8,500	9,000	9,000

# SK스퀘어 (402340)

## 터널을 지나는 중

2022. 11. 2

지주

Analyst **이승웅**

02. 3779-8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

### 반도체/ICT 플랫폼 투자전문회사

동사는 2021년 SK텔레콤으로부터 인적분할해 설립돼 반도체/ICT 플랫폼 등에 특화된 투자 전문회사이다. 주요 자회사로 SK하이닉스, SK실더스, 윈스토어, 11번가, FSK L&S 등을 보유하고 있으며, 투자(지주), 보안(물리보안, 사이버보안), 커머스(온라인 물), 플랫폼(앱스토어), 모빌리티(내비, MaaS), 기타(디지털 광고, 온라인 음악) 등 사업을 영위하고 있다. 동사의 투자 전략은 Long-Term Hold, Value-up, Harvest로 각 투자자산이 위치한 단계에 따라 최적화하는 포트폴리오 성장 전략이다.

## Buy (Initiation)

목표주가 **51,000 원**

현재주가 **36,750 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### 지주회사 SK와 차별화된 포트폴리오 보유

동사는 SK그룹 내 ICT 관련 포트폴리오를 보유하고 있다는 점에서 매력적이다. 반도체 및 이차전지 소재, 웨이퍼 등 포트폴리오를 보유한 지주회사인 SK와 차별화되어 있다. 현재 전략적 자산인 SK하이닉스로부터 지속적인 배당수익을 창출하고 있으며 SK실더스, FSK L&S, 인크로스 등 자회사에서도 꾸준히 이익이 발생하고 있어 향후 동사의 캐시카우 역할을 할 것으로 기대된다. 동사는 2021년 말 설립 이후 온마인드(버추얼휴먼, 250억원), 코빗(블록체인, 870억원), 그린랩스(데이터농업, 350억원), 해긴(게임/메타버스, 250억원) 등 성장 잠재력이 높은 분야에 2,430억원을 투자했다. 나노엔텍, SK엠앤서비스 등 매각을 통해 1,300억원 투자이익을 회수했다. 향후 이러한 포트폴리오 조정을 통한 NAV 확대와 주주환원 정책이 기대된다.

### Stock Data

KOSPI (11/1)	2,335.22 pt
시가총액	51,989 억원
발행주식수	141,468 천주
52 주 최고가 / 최저가	35,750/76,000 원
90 일 일평균거래대금	146 억원
외국인 지분율	42.1%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	125,974 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -6.7%
	6개월 -16.9%
	12개월 n/a
주주구성	SK (외 11인) 30.0%
	국민연금공단 (외 1인) 6.6%
	Macquarie Investment 5.2%

### 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV 18.0조원에 목표 할인율 60%를 적용해 산출했다. 현재 동사의 NAV할인율은 71%로 타 순수지주회사보다 높다. 그 이유는 브랜드 로열티와 주주환원 정책이 부재하기 때문이다. 동사는 SK하이닉스로부터 수취하는 배당수익과 자회사 및 투자 포트폴리오 조정으로 발생하는 투자이익을 바탕으로 주주환원 정책을 이르면 2023년부터 시행 가능할 전망이다. 이로 인한 NAV 할인율은 일부 해소될 것이다. 다만 동사의 주가는 핵심 자회사인 SK하이닉스와 상관성이 높게 나타난다는 점에서 주가 반등을 위해서는 SK하이닉스의 주가 상승이 선행되어야 한다는 것을 감안할 필요가 있다.

### Stock Price



### Financial Data

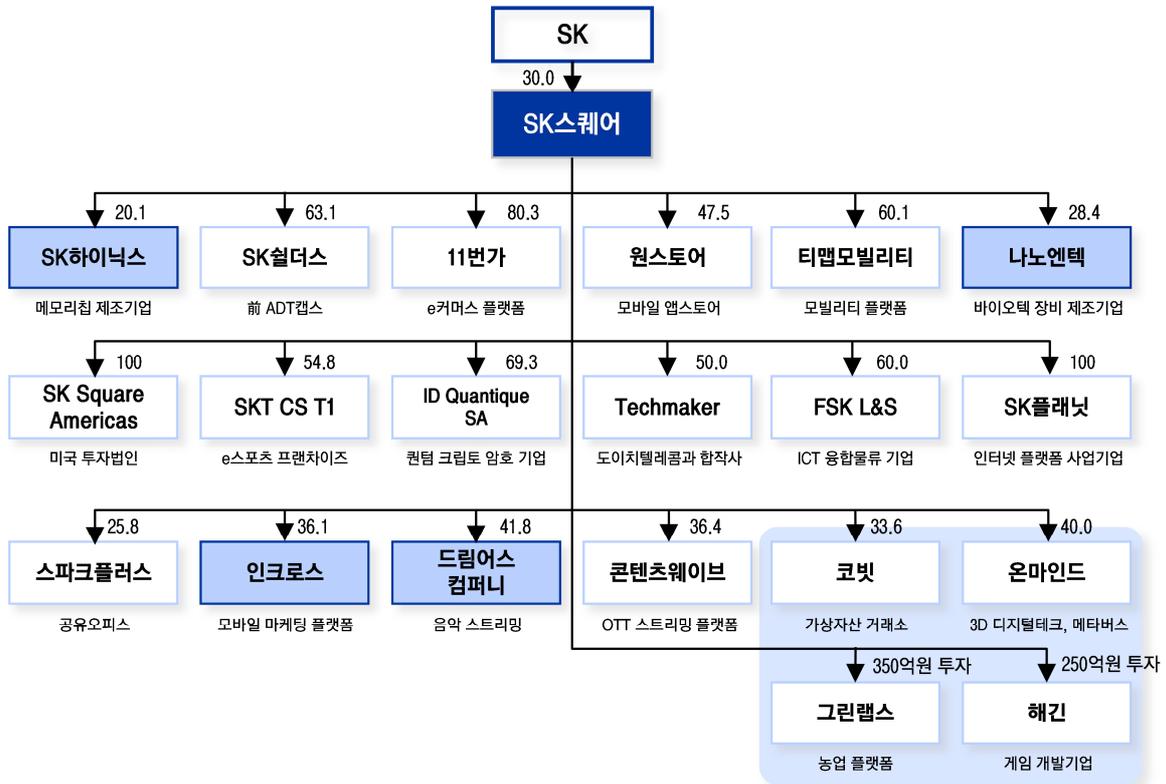
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2021	1,146	420	366	363	2,654	n/a	483	25.0	21.5	0.6	n/a
2022E	5,288	1,160	1,296	1,190	8,092	204.9	1,414	4.5	4.5	0.3	6.6
2023E	4,149	-166	-103	-93	-646	적전	-23	-56.8	-284.0	0.3	-0.5
2024E	4,568	-26	29	26	182	흑전	126	202.5	53.9	0.3	0.1

자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 반도체/ICT 플랫폼 투자전문회사

동사는 2021년 SK텔레콤으로부터 인적분할해 설립돼 반도체/ICT 플랫폼 등에 특화된 투자 전문회사이다. 주요 포트폴리오는 SK하이닉스, SK윌더스, 원스토어, 11번가, 티맵 모빌리티, FSK L&S 등을 보유하고 투자(지주), 보안(물리보안, 사이버보안), 커머스(온라인몰), 플랫폼(앱스토어), 모빌리티(내비, MaaS), 기타 (디지털 광고, 온라인 음악) 등 사업을 영위하고 있다. 동사의 투자 전략은 Long-Term Hold, Value-up, Harvest로 각 투자자산이 위치한 단계에 따라 최적화하는 포트폴리오 성장 전략이다. SK하이닉스로 대표되는 Long Term Hold 자산은 전략적 보유 자산으로 NAV 상승에 기여하면서도 꾸준히 동사에 배당수익을 창출시켜주는 자산이며 Value-up은 전략적 채휴를 통해 기업가치를 극대화할 가능성이 있는 자산이다. Harvest는 신규 투자를 위한 재원 확보 차원에서 일부 혹은 전체 매각할 자산이다.

그림54 SK스퀘어 지배구조

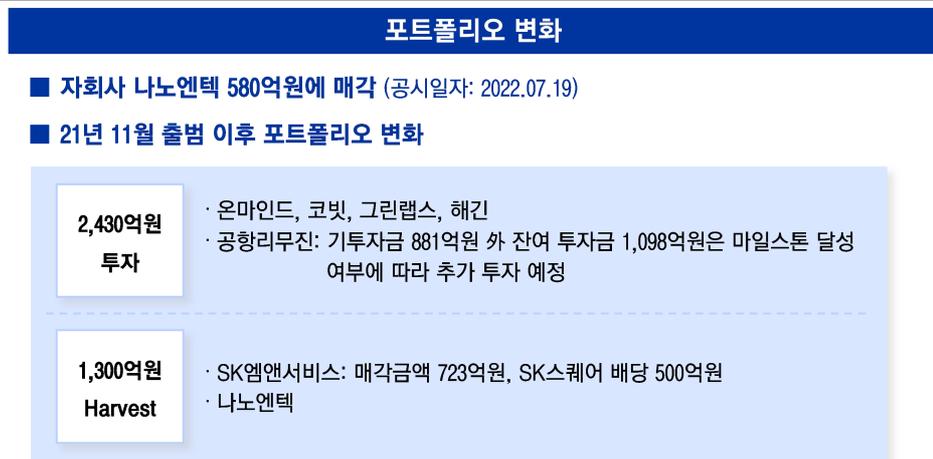


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 지주회사 SK와 차별화된 포트폴리오 보유

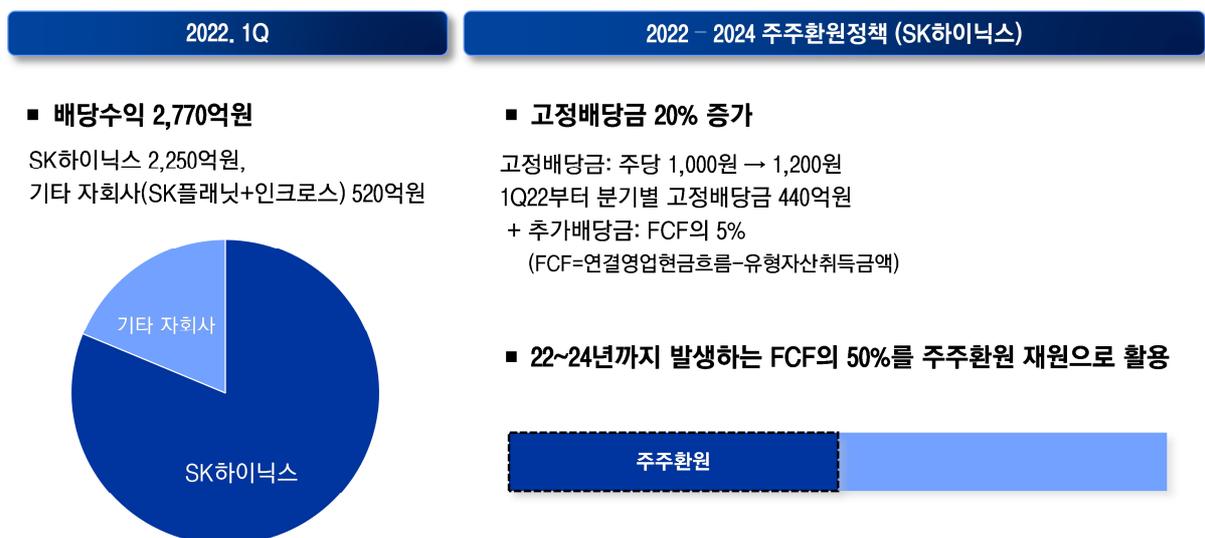
동사는 SK그룹 내 ICT 관련 포트폴리오를 보유하고 있다는 점에서 매력적이다. 반도체 및 이차전지 소재, 웨이퍼 등 포트폴리오를 보유한 지주회사인 SK와 차별화되어 있다. 현재 전략적 자산인 SK하이닉스로부터 지속적인 배당수익을 창출하고 있으며 SK 설더스, FSK L&S, 인크로스 등 자회사에서도 꾸준히 이익이 발생하고 있어 향후 동사의 캐시카우 역할을 할 것으로 기대된다. 동사는 21년 말 설립 이후 온마인드(버추얼 휴먼, 250억원), 코빗(블록체인, 870억원), 그린랩스(데이터농업, 350억원), 해긴(게임/메타버스, 250억원) 등 성장 잠재력이 높은 분야에 2,430억원을 투자했다. 나노엔텍, SK 엠앤서비스 등 매각을 통해 1,300억원 투자이익을 회수했다. 향후 이러한 포트폴리오 조정을 통한 NAV 확대와 주주환원 정책이 기대된다.

그림55 SK 스쿼어 포트폴리오 변화



자료: SK스쿼어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 SK 스쿼어 포트폴리오 변화

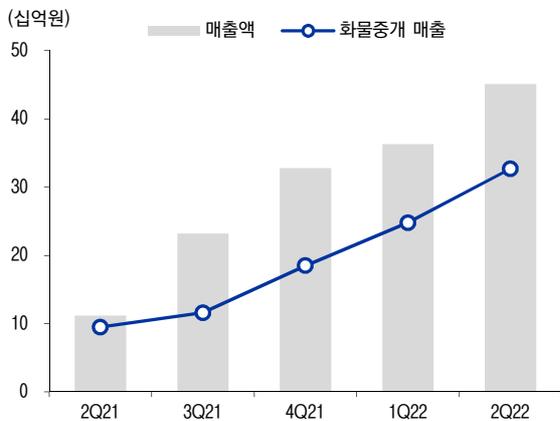


자료: SK스쿼어, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 자회사의 실적도 가파르게 성장 중이다.

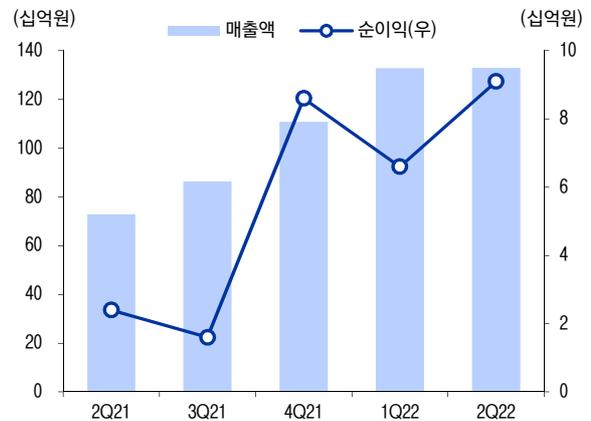
티맵모빌리티는 2Q22 매출액 451억원(+301% YoY)를 기록했다. 화물중개 매출액은 327억원(+243% YoY), MAU는 1,355만명(+4% YoY)로 역대 최고치를 갱신했다. 기존 내비게이션 사업을 바탕으로 화물중개, 대리운전, 주차 등으로 비즈니스를 확대하면서 외형과 이용자수가 동시 성장하고 있다. FSK L&S는 반도체, 배터리/화학 분야 사업호조로 2Q22 매출액 1,330억원(+83% YoY), 순이익 91억원(+282 YoY)으로 고성장을 이어갔다. SK실더스는 2Q22 매출액은 4,375억원(+18.3% YoY), 영업이익 295억원(+3.2% YoY)를 기록했다. 무인주차 대규모 계약 증가로 Safety&Care 등 신사업이 고성장을 지속하면서 신규사업의 매출 비중은 45%(+6.0%p)로 확대됐다.

그림57 티맵모빌리티 매출액 추이



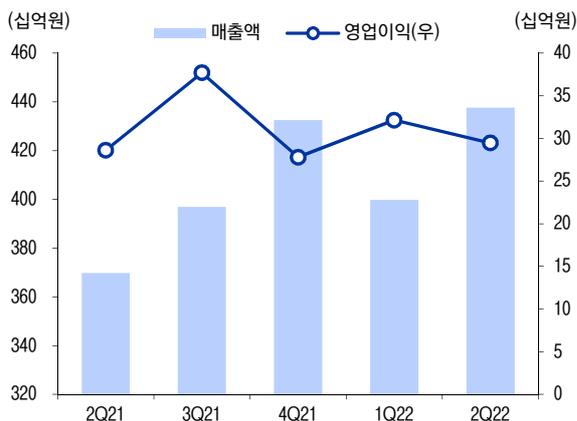
자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 FSK L&S 매출액 및 순이익 추이



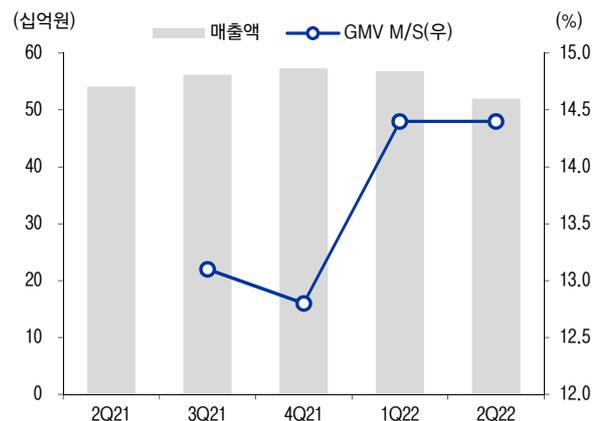
자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 SK 실더스 매출액 및 영업이익 추이



자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 원스토어 매출액 및 GMV M/S 추이



자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV 18.0조원에 목표 할인율 60%를 적용해 산출했다. 현재 동사의 NAV할인율은 71%로 타 순수지주회사보다 높은 이유는 브랜드 로열티와 주주환원 정책이 부재한 것으로 분석된다. 동사는 SK하이닉스로부터 수취하는 배당수익과 자회사 및 투자 포트폴리오 조정으로 발생하는 투자이익을 바탕으로 주주환원 정책을 이르면 2023년부터 시행 가능할 전망이다. 이로 인한 NAV 할인율은 일부 해소될 것이다. 다만 동사의 주가는 핵심 자회사인 SK하이닉스와 상관성이 높게 나타난다는 점에서 주가 반등을 위해서는 SK하이닉스의 주가 상승이 선행되어야 한다는 것을 감안할 필요가 있다.

표9 SK스퀘어 목표주가 산정

(십억원)	기업가치	지분율	적정가치	비고
<b>상장 자회사 지분가치</b>			<b>12,413</b>	
SK하이닉스	61,079	20.10%	12,277	전일시가총액
드림어스컴퍼니	151	41.80%	63	
인크로스	200	36.10%	72	
<b>비상장 자회사 지분가치</b>			<b>5,778</b>	
WAVVE	1,200	36.40%	437	19.11 Post-money 1.2조원 적용
티맵모빌리티	2,400	60.10%	1,442	22.09 Post-money 2.4조원 적용
11번가	2,451	80.30%	1,968	23E 매출액에 PSR 4.0x
기타			1,931	장부가
<b>총 기업가치</b>			<b>18,191</b>	
순차입금(순현금)			-51	2Q22 말 별도 기준
<b>NAV</b>			<b>18,242</b>	
목표 할인율			60%	
<b>적정 기업가치</b>			<b>7,297</b>	
발행주식수(백만주)			141	
적정주가(원)			51,750	
<b>목표주가(원)</b>			<b>51,000</b>	<b>상승여력+38.8%</b>
현재주가(원)			36,750	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 SK스퀘어 및 SK하이닉스 주가 수익률 추이



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

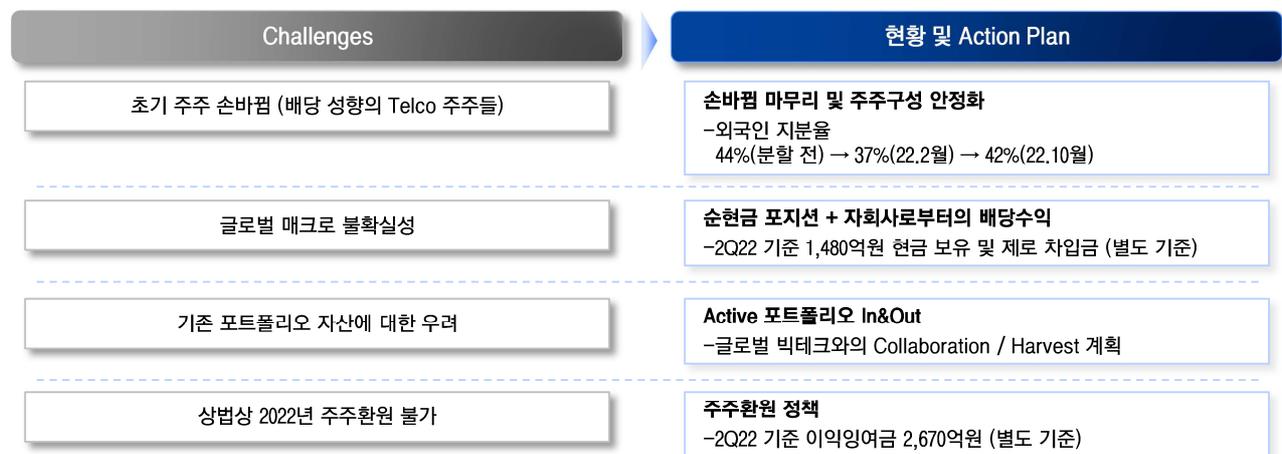
표10 SK스퀘어 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	'21	'22E	'23E
<b>연결 매출액</b>					<b>1,321</b>	<b>1,529</b>	<b>1,303</b>	<b>1,135</b>	<b>5,408</b>	<b>5,288</b>	<b>4,149</b>
별도 매출액					277	44	44	44		409	175
연결 자회사	729	780	836	971	894	954	1,008	1,166	3,317	4,023	
11번가	131	133	128	170	140	142	143	188	561	613	
SK플래닛	57	67	72	84	60	64	74	86	281	284	
드림어스컴퍼니	58	60	60	66	58	68	63	70	244	259	
SK실더스	350	370	397	432	400	438	445	484	1,550	1,766	
원스토어	47	54	56	57	57	52	67	69	214	245	
FSK L&S	69	72	87	112	133	133	156	202	340	624	
인크로스	10	12	13	16	9	13	14	17	52	53	
티맵모빌리티	6	11	23	34	36	45	46	51	75	179	
<b>연결 영업이익</b>					<b>380</b>	<b>509</b>	<b>296</b>	<b>-26</b>	<b>1,917</b>	<b>1,160</b>	<b>-166</b>
OPM %					28.8	33.3	22.7	-2.3	35.5	21.9	-4.0

자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

\*'21년 숫자는 Pro Forma 연결재무제표

그림62 SK스퀘어 포트폴리오 변화



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

## SK스퀘어 (402340)

### 재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	n/a	2,967	2,545	2,683	2,643
현금 및 현금성자산	n/a	642	663	696	747
매출채권 및 기타채권	n/a	1,151	871	937	869
재고자산	n/a	37	44	51	51
기타유동자산	n/a	1,136	967	999	976
<b>비유동자산</b>	n/a	19,672	20,736	21,514	22,183
관계기업투자등	n/a	16,133	17,138	17,834	18,411
유형자산	n/a	805	855	900	956
무형자산	n/a	2,503	2,541	2,569	2,597
<b>자산총계</b>	<b>n/a</b>	<b>22,639</b>	<b>23,281</b>	<b>24,197</b>	<b>24,826</b>
<b>유동부채</b>	n/a	2,517	1,920	2,229	2,261
매입채무 및 기타채무	n/a	2,162	1,679	1,946	1,955
단기금융부채	n/a	295	175	214	235
기타유동부채	n/a	60	67	69	72
<b>비유동부채</b>	n/a	3,266	3,344	4,042	4,613
장기금융부채	n/a	2,183	2,198	2,498	2,779
기타비유동부채	n/a	1,084	1,146	1,544	1,834
<b>부채총계</b>	<b>n/a</b>	<b>5,784</b>	<b>5,264</b>	<b>6,271</b>	<b>6,874</b>
<b>지배주주지분</b>	n/a	16,660	17,821	17,730	17,756
자본금	n/a	14	14	14	14
자본잉여금	n/a	6,912	6,912	6,912	6,912
이익잉여금	n/a	369	1,512	1,421	1,446
<b>비지배주주지분(연결)</b>	n/a	195	196	196	196
<b>자본총계</b>	<b>n/a</b>	<b>16,855</b>	<b>18,018</b>	<b>17,926</b>	<b>17,952</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>n/a</b>	<b>103</b>	<b>783</b>	<b>643</b>	<b>600</b>
당기순이익(손실)	n/a	363	1,190	-93	26
비현금수익비용가감	n/a	-298	-677	547	445
유형자산감가상각비	n/a	63	254	143	152
무형자산상각비	n/a	0	0	0	0
기타현금수익비용	n/a	-361	-2,972	404	293
<b>영업활동 자산부채변동</b>	n/a	36	43	189	129
매출채권 감소(증가)	n/a	-66	208	-66	68
재고자산 감소(증가)	n/a	-1	-10	-7	0
매입채무 증가(감소)	n/a	54	-65	267	9
기타자산, 부채변동	n/a	48	-90	-4	52
<b>투자활동 현금</b>	<b>n/a</b>	<b>-143</b>	<b>-645</b>	<b>-949</b>	<b>-851</b>
유형자산처분(취득)	n/a	-52	-275	-189	-208
무형자산 감소(증가)	n/a	-18	-26	-28	-28
투자자산 감소(증가)	n/a	-37	-261	-725	-607
기타투자활동	n/a	-35	-83	-8	-9
<b>재무활동 현금</b>	<b>n/a</b>	<b>55</b>	<b>-121</b>	<b>339</b>	<b>302</b>
차입금의 증가(감소)	n/a	64	-129	339	302
자본의 증가(감소)	n/a	-9	0	0	0
배당금의 지급	n/a	0	0	0	0
기타재무활동	n/a	0	8	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>n/a</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>51</b>
기초현금	n/a	626	642	663	696
기말현금	n/a	642	663	696	747

자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>n/a</b>	<b>1,146</b>	<b>5,288</b>	<b>4,149</b>	<b>4,568</b>
매출원가	n/a	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>n/a</b>	<b>1,146</b>	<b>5,288</b>	<b>4,149</b>	<b>4,568</b>
판매비 및 관리비	n/a	727	4,129	4,315	4,594
<b>영업이익</b>	<b>n/a</b>	<b>420</b>	<b>1,160</b>	<b>-166</b>	<b>-26</b>
(EBITDA)	n/a	483	1,414	-23	126
금융손익	n/a	-10	-55	-65	-74
이자비용	n/a	12	71	70	80
관계기업등 투자손익	n/a	-4	38	-4	-4
기타영업외손익	n/a	-40	154	131	133
<b>세전계속사업이익</b>	<b>n/a</b>	<b>366</b>	<b>1,296</b>	<b>-103</b>	<b>29</b>
계속사업법인세비용	n/a	2	106	-10	3
계속사업이익	n/a	363	1,190	-93	26
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>n/a</b>	<b>363</b>	<b>1,190</b>	<b>-93</b>	<b>26</b>
지배주주	n/a	375	1,144	-91	26
<b>총포괄이익</b>	<b>n/a</b>	<b>835</b>	<b>1,190</b>	<b>-93</b>	<b>26</b>
매출총이익률 (%)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	n/a	36.6	21.9	-4.0	-0.6
EBITDA 마진률 (%)	n/a	42.1	26.7	-0.6	2.8
당기순이익률 (%)	n/a	31.7	22.5	-2.2	0.6
ROA (%)	n/a	n/a	5.0	-0.4	0.1
ROE (%)	n/a	n/a	6.6	-0.5	0.1
ROIC (%)	n/a	n/a	57.6	-7.0	-1.8

### 주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	25.0	4.5	-56.8	202.5
P/B	n/a	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	n/a	21.5	4.5	-284.0	53.9
P/CF	n/a	143.8	10.1	11.4	11.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	n/a	n/a	361.3	-21.5	10.1
영업이익	n/a	n/a	176.2	적전	적지
세전이익	n/a	n/a	254.6	적전	흑전
당기순이익	n/a	n/a	227.8	적전	흑전
EPS	n/a	n/a	204.9	적전	흑전
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	n/a	34.3	29.2	35.0	38.3
유동비율	n/a	117.9	132.5	120.4	116.9
순차입금/자기자본(x)	n/a	5.9	6.1	7.7	8.9
영업이익/금융비용(x)	n/a	34.4	16.2	-2.4	-0.3
총차입금 (십억원)	n/a	2,478	2,372	2,711	3,013
순차입금 (십억원)	n/a	1,002	1,093	1,374	1,599
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	2,654	8,092	-646	182
BPS	n/a	117,768	125,974	125,328	125,510
CFPS	n/a	462	3,632	3,210	3,331
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# SK바이오팜 (326030)

2022. 11. 2

**제약/바이오**

Analyst **강하나**

02. 3779. 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

## 자체 신약개발, 미국 직판: 가고자 하는 길은 맞다

### 후보물질 발굴부터 FDA 승인, 미국직판

글로벌 빅파마들과 달리 신약개발 이력이나 글로벌 신약승인 노하우가 없는 국내 기업들의 경우 대부분 파트너십이나 라이선스 아웃을 통해 신약개발을 진행해야만 하는 고충이 있다. SK바이오팜은 자체적으로 발굴한 후보물질을 1996년 미국 FDA로부터 임상시험 승인을 받은 것을 시작으로 뇌질환 중심의 연구에 매진했다. 국내 제약사 최초로 뇌전증 신약을 FDA 신약 판매 허가까지 획득하며 연구개발비와 비용을 선제적으로 투자했다. 그 외에도 글로벌 제약사로서의 도약을 위한 나라별 법인을 두고 운영중이기 때문에 중장기적으로 매출/비용 레버리지가 극대화 될 수 있는 구조다. 직접 글로벌 임상개발과 마케팅을 수행함에 따라 자체적인 인지도와 매출원가 유지가 가능하다.

### 자체 신약개발 생산성은 떨어지고 있으나 모든 빅파마의 시작이었다

매년 신약개발 생산성이 떨어지면서 자체 신약개발보다는 상업화를 앞두었거나 초기 유효성이 확보된 파이프라인을 인수하는 빅파마들이 증가하고 있다. 그러나 이런 빅파마들도 처음에는 자체적으로 후보물질을 발굴하고 실패와 성공을 반복하면서 신약개발을 추진했고, 매출액 대비 연구개발비의 비중이 절대적으로 높았다. SK바이오팜은 자금적인 문제에도 불구하고 연구개발에 아낌 없이 투자하며 1900년대부터 꾸준히 축적시킨 연구역량과 신약개발 승인 노하우로 글로벌 제약사로서의 시작을 알리고 있다. 꾸준한 영업망 확보와 보유하고 있는 혹은 보유하게 될 파이프라인들의 매출증가는 글로벌 제약사들의 길을 따라가는 것이다.

### 적자폭은 축소중, 4Q23 분기 흑자전환, 그리고 2025년 서프라이즈

지속적인 엑스코프리 처방 수 추이 증가와 영업망 확보를 통해 세노바메이트의 글로벌 인지도는 높아질 것으로 보고 있으며 엑스코프리 매출만으로도 4Q23 흑자전환이 가능해질 것으로 보인다. 여기서 주목해야될 부분은 보유하고 있는 약 3,000억원의 현금으로 지속적인 추가 파이프라인 스크리닝을 진행중이며 상업화된 약물을 확보하게 될 경우에 분기 흑자전환은 앞당겨 질 수 있다. 2024년~2025년 세노바메이트의 1) 적응증이 부분발작에서 전신발작과 소아뇌전증까지 확장될 것으로 보이며, 2)카리스바메이트(레녹스-가스토)의 출시가 기대되고, 3)아시아(중국, 일본 등)임상 (s)NDA신청 및 출시가 가능할 것이므로 중장기 그림이 완성되어있다 해도 과언이 아니다. 지금 당장 연구개발과 직판비용으로 적자가 지속되고 있지만 이미 미국 마케팅에 직접적으로 들어가는 비용 대비 처방 수는 흑자로 돌아선 상황이다. 미국과 중국에서 처방수가 올라감에 따라 글로벌 뇌질환 제약사로 도약할 수 있을 것이라 기대한다.

**Buy(maintain)**

목표주가 **120,000 원**

현재주가 **56,100 원**

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

#### Stock Data

KOSPI(11/1)	2,335.22 pt
시가총액	45,813 억원
발행주식수	78,313 천주
52 주 최고가 / 최저가	51,800/106,500 원
90 일 일평균거래대금	78 억원
외국인 지분율	6.3%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	3,910 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -5.5%
	6개월 -22.9%
	12개월 -16.9%
주주구성 SK (외 6인)	64.0%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
에스케이바이오팜우리아수	2.0%

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	26	-239	-240	-247	-3,159	적지	-229	-53.5	-56.3	34.9	n/a
2021	419	95	71	65	828	흑전	107	117.4	68.4	17.1	15.8
2022E	256	-117	-140	-138	-1,762	적전	-104	-33.2	-42.6	15.0	-36.8
2023E	362	-18	-50	-48	-609	적지	-7	-96.1	-683.5	17.7	-16.9
2024E	517	104	60	56	711	흑전	116	82.3	38.7	14.6	19.4

자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## SK바이오팜 valuation

표11 SK 바이오팜 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>41.1</b>	<b>53.4</b>	<b>82.6</b>	<b>79.3</b>	<b>26.0</b>	<b>418.6</b>	<b>256.4</b>	<b>362.1</b>	<b>516.8</b>
yoy	-70.6%	122.9%	240.7%	-64.8%	-79.0%	1510.0%	-38.5%	41.2%	42.7%
엑스코프리(제품 및 원료 등)	31.7	44.1	51.6	60.7	12.7	89.2	187.1	312.5	426.5
수노시	1.1	1.2	1.5	1.8	1.9	3.5	5.6	8.5	12.5
계약금/마일스톤 및 로열티	8.3	8.1	29.5	16.8	11.4	325.9	62.7	41.1	77.8
판관비	72.3	85.6	82.9	85.2	263.5	301.4	326.0	326.8	341.2
<b>영업이익</b>	<b>-37.1</b>	<b>-40.1</b>	<b>-16.7</b>	<b>-23.2</b>	<b>-239.5</b>	<b>95.3</b>	<b>-117.1</b>	<b>-18.2</b>	<b>104.1</b>
yoy	적전	적지	적지	적지	적자	흑전	적전	적지	흑전

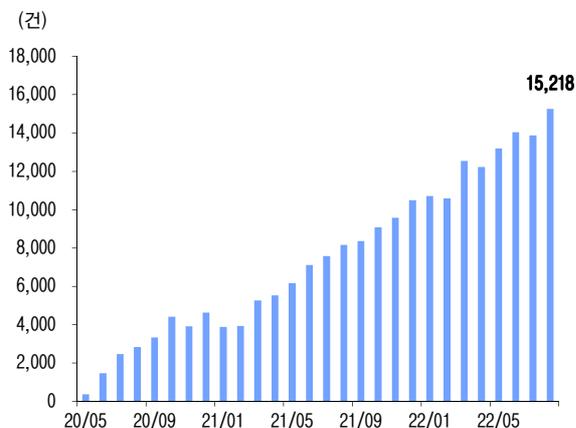
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 SK 바이오팜 SOTP valuation 세부

	단위: 십억원, 천주, 원	비고
1.엑스코프리 가치	8,577	글로벌 엑스코프리 전체 가치
미국	6,012	SK라이프사이언스를 통한 직접판매
유럽	1,422	유럽 Arvelle(현 안젤리니 파마)로 L/O, 완제 공급
일본	498	오노약품으로 L/O
중국	645	합작법인 설립 및 지분 확보
2.수노시 가치	125	재즈 파마 L/O → 액섬 테라퓨틱스
3.순차입금	-167	2022E
4.기업가치	8,869	
5.주식수	78,313	보통주
적정주가	113,250	천원단위에서 올림
<b>목표주가</b>	<b>120,000</b>	

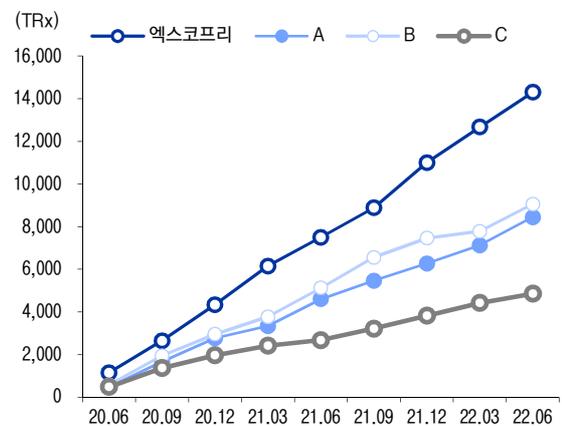
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 엑스코프리(세노바메이트) 미국 처방 수 추이



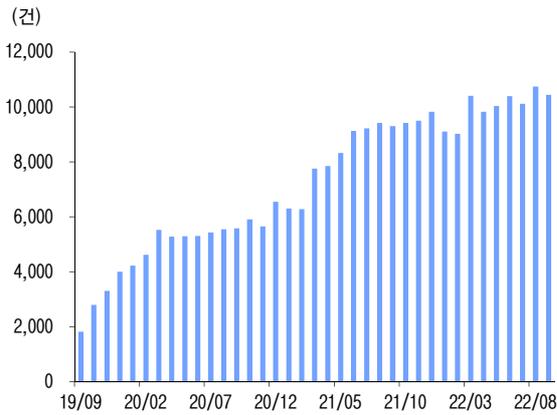
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 경쟁 신약 대비 출시 후 TRx 비교 ('10~'20 출시 신약)



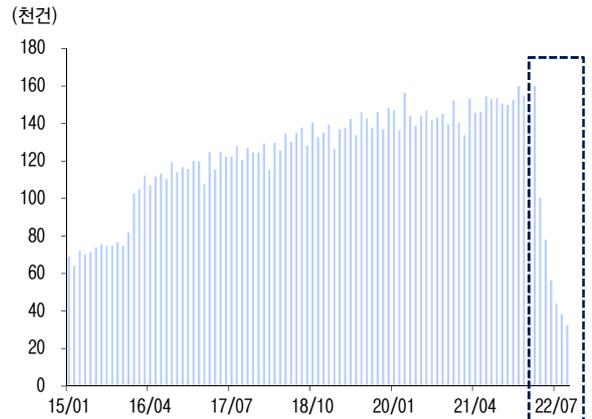
자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 수노시(솔리암페틀) 처방 수 추이



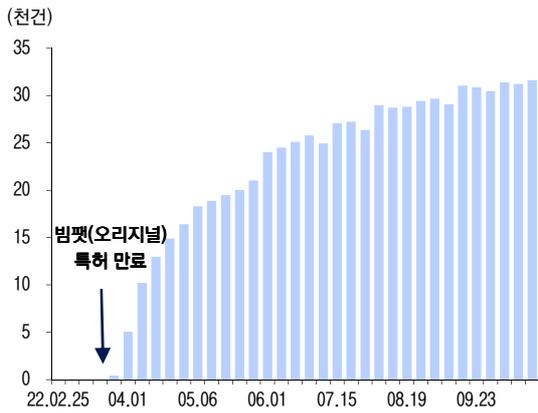
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 빔팻(라코사마이드 오리지널) 처방 수 추이\_월별



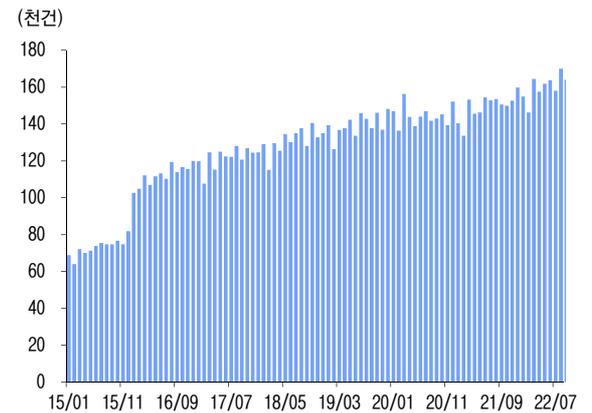
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 라코사마이드(빔팻 제제, 제네릭) 처방 수 추이\_주별



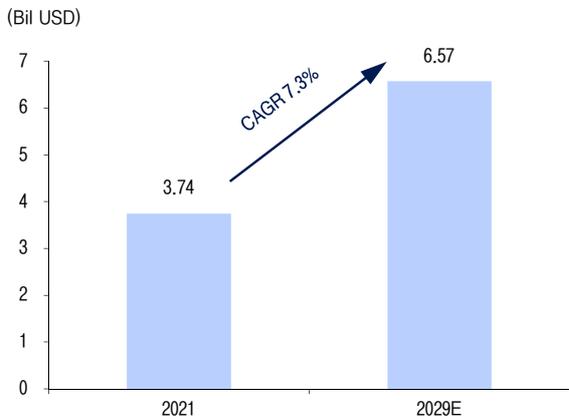
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 라코사마이드(오리지널+제네릭) 처방 수 추이



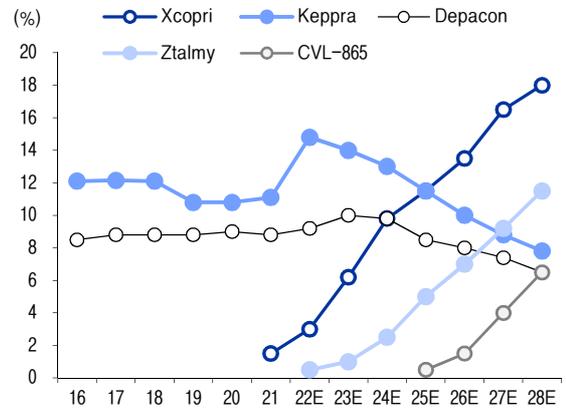
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 뇌전증 시장 추이 전망



자료: Maximize market research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 글로벌 M/S 추이 및 전망 top5



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

## SK바이오팜 (326030)

### 재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	435	471	453	366	385
현금 및 현금성자산	59	226	164	61	40
매출채권 및 기타채권	13	57	43	55	69
재고자산	23	52	63	71	89
기타유동자산	340	136	182	179	187
<b>비유동자산</b>	66	172	177	178	182
관계기업투자등	0	94	101	103	105
유형자산	24	23	19	15	14
무형자산	20	19	17	18	18
<b>자산총계</b>	<b>500</b>	<b>644</b>	<b>630</b>	<b>545</b>	<b>567</b>
<b>유동부채</b>	71	148	134	126	119
매입채무 및 기타채무	49	85	68	55	41
단기금융부채	5	5	5	8	11
기타유동부채	17	58	61	64	67
<b>비유동부채</b>	51	51	189	160	134
장기금융부채	14	10	143	116	91
기타비유동부채	37	41	46	44	43
<b>부채총계</b>	<b>121</b>	<b>199</b>	<b>323</b>	<b>286</b>	<b>253</b>
<b>지배주주지분</b>	379	444	306	259	314
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-747	-689	-827	-875	-819
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>379</b>	<b>444</b>	<b>306</b>	<b>259</b>	<b>314</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-211</b>	<b>-93</b>	<b>20</b>	<b>-65</b>	<b>19</b>
당기순이익(손실)	-247	65	-138	-48	56
비현금수익비용가감	26	-84	173	8	11
유형자산감가상각비	8	7	8	7	6
무형자산상각비	3	4	5	5	5
기타현금수익비용	15	-96	133	-20	-8
영업활동 자산부채변동	21	-70	-14	-25	-48
매출채권 감소(증가)	-12	-38	14	-12	-14
재고자산 감소(증가)	-17	-29	-11	-9	-18
매입채무 증가(감소)	9	1	-17	-14	-13
기타자산, 부채변동	41	-3	-1	9	-3
<b>투자활동 현금</b>	<b>-319</b>	<b>259</b>	<b>-82</b>	<b>-41</b>	<b>-43</b>
유형자산처분(취득)	-11	-4	-4	-4	-5
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-4	-5	-6
투자자산 감소(증가)	-299	270	-74	-32	-31
기타투자활동	-6	-5	0	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>541</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
차입금의 증가(감소)	-105	-5	0	3	3
자본의 증가(감소)	645	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>8</b>	<b>167</b>	<b>-61</b>	<b>-103</b>	<b>-21</b>
기초현금	51	59	226	164	61
기말현금	59	226	164	61	40

자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>26</b>	<b>419</b>	<b>256</b>	<b>362</b>	<b>517</b>
매출원가	2	22	48	54	72
<b>매출총이익</b>	<b>24</b>	<b>396</b>	<b>209</b>	<b>309</b>	<b>445</b>
판매비 및 관리비	264	301	326	327	341
<b>영업이익</b>	<b>-239</b>	<b>95</b>	<b>-117</b>	<b>-18</b>	<b>104</b>
(EBITDA)	-229	107	-104	-7	116
금융손익	-2	13	10	5	-2
이자비용	4	1	3	3	4
관계기업등 투자손익	0	-35	-25	-27	-28
기타영업외손익	1	-3	-8	-10	-14
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-240</b>	<b>71</b>	<b>-140</b>	<b>-50</b>	<b>60</b>
계속사업법인세비용	8	6	-2	-3	5
계속사업이익	-247	65	-138	-48	56
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-247</b>	<b>65</b>	<b>-138</b>	<b>-48</b>	<b>56</b>
지배주주	-247	65	-138	-48	56
<b>총포괄이익</b>	<b>-253</b>	<b>72</b>	<b>-138</b>	<b>-48</b>	<b>56</b>
매출총이익률 (%)	92.4	94.7	81.5	85.2	86.2
영업이익률 (%)	-921.2	22.7	-45.7	-5.0	20.1
EBITDA 마진률 (%)	-879.4	25.5	-40.4	-1.8	22.4
당기순이익률 (%)	-951.6	15.5	-53.8	-13.2	10.8
ROA (%)	-77.4	11.3	-21.7	-8.1	10.0
ROE (%)	n/a	15.8	-36.8	-16.9	19.4
ROIC (%)	-1,496.3	421.5	-243.7	-25.6	106.6

### 주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-53.5	117.4	-33.2	-96.1	82.3
P/B	34.9	17.1	15.0	17.7	14.6
EV/EBITDA	-56.3	68.4	-42.6	-683.5	38.7
P/CF	n/a	n/a	128.6	n/a	68.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-79.0	1,510.2	-38.8	41.2	42.7
영업이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
세전이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
EPS	적지	흑전	적전	적지	흑전
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	32.0	44.9	105.6	110.7	80.4
유동비율	615.6	317.7	336.8	290.2	323.7
순차입금/자기자본	-97.5	-71.8	-54.7	-35.2	-29.9
영업이익/금융비용	-53.7	100.3	-46.8	-7.3	28.9
총차입금 (십억원)	18	16	148	124	102
순차입금 (십억원)	-370	-319	-167	-91	-94
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-3,159	828	-1,762	-609	711
BPS	4,840	5,672	3,910	3,301	4,012
CFPS	n/a	n/a	441	n/a	854
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# SK팜테코 (비상장)

## 북미의 대한민국 바이오 리더

2022. 11. 2

**제약/바이오**

Analyst **강하나**

02. 3779. 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

**NR**

목표주가 - 원

현재주가 - 원

### 한국 최초 글로벌 설비 인수로 시작부터 남다르게

SK팜테코는 SK지주사의 직접 자회사이자 바이오 사업부이다. 아일랜드 BMS사 설비 인수를 시작으로 한국 제약 업계 최초로 글로벌 설비를 보유하게 되었고 BMS의 글로벌 탭티어 선진 역량을 확보하며 시작했다. 이후 바이오 산업에서 가장 시장이 큰 미국으로의 진출을 위해 AMPAC을 인수하며 글로벌 화학합성 API 생산 체제를 구축했다. 이미 좋은 트랙레코드와 레퍼런스가 있는 설비/기업을 인수함에 따라 SK는 CMO/CDMO 경쟁력을 강화시켰고 2019년 SK팜테코를 설립해 CDMO사업을 통합하고 프랑스의 세포/유전자치료제 CDMO 이포스케시 인수 및 미국 세포/유전자치료제 CDMO CBM의 2대주주(차후 추가 지분 확보)가 됨으로써 미래 성장동력까지 확보했다.

### 꾸준히 성장중인 매출에 수익성은 개선중

2Q22 실적은 매출액 2,150억원을 기록하며 합성 CMO 수요 증가로 고성장이 지속되고 있다. 대량 물량 증가로 2~3년간 매출 성장율은 20~30%로 예상되며 매출 고성장에도 EBITDA margin은 20%수준을 유지할 것이다. 글로벌 탭티어 합성 CMO peer들과 유사한 수준의 EBITDA margin을 유지할 수 있는 이유는 1)글로벌 빅파마들과의 오랜 트랙레코드로 확보된 고객사 2)제네릭이나 마진율이 낮은 제품이 아닌 고마진/고판가의 오리지널 의약품 위주로 수주를 받기 때문이다. 동사는 volume이나 pricing 싸움이 아닌 quality control을 통한 기술력의 차별성을 강조하고 있다. peer 대비 퀄리티에 중점을 두기 때문에 가동률이 천천히 올라갈 수는 있으나 1)마진율이 보장되며 2)중장기적으로 고객사의 니즈를 충족시켜주는 기술 플랫폼을 증명시키기 때문에 추가수주 가능성이 높다. 2022E 매출액은 자회사 단순 매출 합산으로 \$800million(약 1조원)을 예상하며 2025년 목표는 \$2billion에 마진율 20%를 유지하는 것인데, 합성 CMO 매출은 이미 확보되어있고, 바이오 CMO가 천천히 올라오면서 달성할 수 있을 것이다.

### 합성신약 CDMO기업들 철수로 수혜, CGT CDMO는 거리가 관건

글로벌 빅파마들은 합성 CDMO 공장을 철수하고 있는 반면 동사는 합성신약에서 굳건한 자리를 지키며 꾸준히 매출이 성장하고 있다. 시장 자체의 성장성은 더디지만 매년 새로운 합성신약이 출시되고 있으며 기존의 시장만으로도 동사는 충분한 성장성을 이끌어낼 수 있다. 틈새시장에서 모두가 증설하는 항체약품이 아니라 자기가 제일 잘하는 합성신약에 이제는 CGT CDMO의 성장에 중점을 두고 있다. 동사의 CGT CDMO사업부의 강점은 1)이포스케시는 기술력과 생산 설비를 동시에 보유하고 있으며 2023년부터 상업 생산이 가능하고, 2)합성 CMO 업체 중 CGT CMO 사업을 확보한 업체 TOP4 안에 든다는 점과, 3)Cell and gene therapy의 경우 환자/임상 사이트와 가까워야 의약품 공급이 수월하기 때문에 가장 큰 시장인 유럽과 미국 설비 확보로 차후 수주가 수월할 것이라는 점이다.

#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	702	92	155	203	3,067	-9.5	225	141.2	127.5	6.6	4.8
2018	1,165	293	266	241	3,642	18.8	436	226.8	125.1	11.9	5.4
2019	1,568	537	561	394	5,948	63.3	701	130.5	73.0	10.3	8.2
2020	1,992	617	609	499	7,173	20.6	792	108.2	61.7	6.5	7.4
2021	2,262	785	787	645	9,062	26.3	973	85.6	50.4	6.0	7.3

자료: SK팜테코, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

#### Stock Data

업종	바이오
주요사업	CDMO
주식수	n/a
액면가	n/a
자산총계	n/a
자본총계	n/a
EPS(2021년)	n/a
BPS(2021년)	n/a
주주구성	SK(주) 100.0%

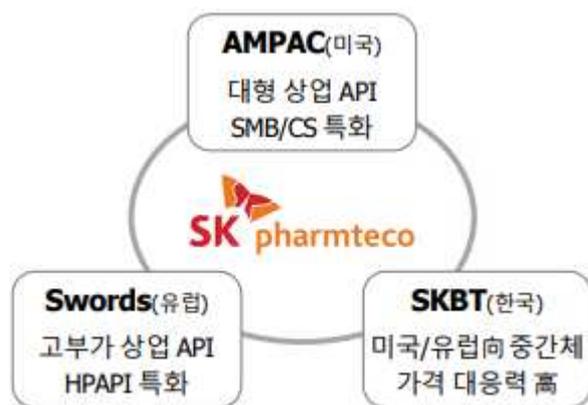
## SK팜테코 M&A story

SK팜테코는 글로벌 바이오 기업들이 몸집을 키워나갔던 것처럼 글로벌 M&A를 통해 꾸준히 성장하고 있다. SK바이오텍에서 SK(주)의 직접 자회사로 전환하며 SK지주사의 새로운 성장 동력으로 자리잡게 되었으며 **2017년 아일랜드 BMS의 마지막 api 공장을 인수**하며 한국 업계 최초로 글로벌 선진 역량을 가진 글로벌 설비를 갖게 되었다. 아일랜드는 정부가 세제 혜택과 자금 지원을 통해서 제약바이오 산업을 적극적으로 육성하고 있으며 글로벌 제약업계에서 매력적인 진출 지역이다. SK팜테코는 이런 정책적인 측면까지 고려하여 유럽 진출을 시작으로 글로벌 바이오 CDMO로의 시작을 알렸다.

유럽진출에 그치지 않고 **2018년에 미국 AMPAC을 인수**하며 바이오 시장이 가장 큰 미국으로의 진출을 알리며 꾸준히 몸집 키우기와 선진 역량 확보에 집중했다. 이미 글로벌 탑티어 CDMO였던 AMPAC을 인수함에 따라 이미 좋은 트랙레코드가 있는 채로 미국에 진출 할 수 있었다. AMPAC 사이트는 기존에 FDA 교육 사이트(5년 이상 운영 중)로 지정되어있었기 때문에 미국에서의 입지가 굳건하며 실질적인 HQ 기능을 수행할 수 있는 능력이 있다.

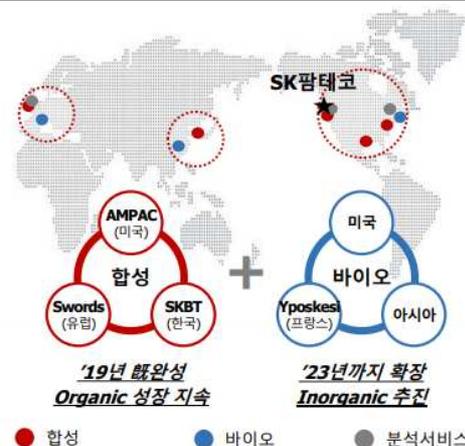
이후 미국 CMO 통합법인 SK팜테코를 설립하고 **CGT CDMO** 사업부에 중점을 두기 시작했다. **프랑스 Yposkesi(이포스케시)를 인수**하며 바이오 CMO 사업 진출을 알린다. 글로벌 바이오의약품 시장이 고성장하면서 유전자/세포 치료제 분야 또한 동반성장하고 있었기 때문에 동사는 선제적인 투자를 하기 시작한 것이고 프랑스 전문 CGT CMO인 이포스케시의 지분70%를 인수했다. 이포스케시는 GMP설비를 운영중이고 2023년 상업 생산 가동을 시작으로 유럽 최대 생산 Capacity를 확보하게 된다. **2022년에는 미국 CGT CDMO인 CBM의 2대주주**(3억5천만달러 투자, 추가 지분확보 가능)가 되며 미국, 유럽, 아시아 등 전세계 주요 의약품 시장에서 합성 바이오 신약과 혁신 바이오 신약 모두를 생산하는 글로벌 CDMO/CMO가 되었다. 하지만 여기서 그치지 않고 이외에도 추가적인 M&A와 Inorganic approach에 대해 항상 검토를 열어두고 있다.

그림71 미국/유럽/한국 3개국 생산설비 8개



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 2025년 바이오사업부 목표: CDMO+ 신약개발



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

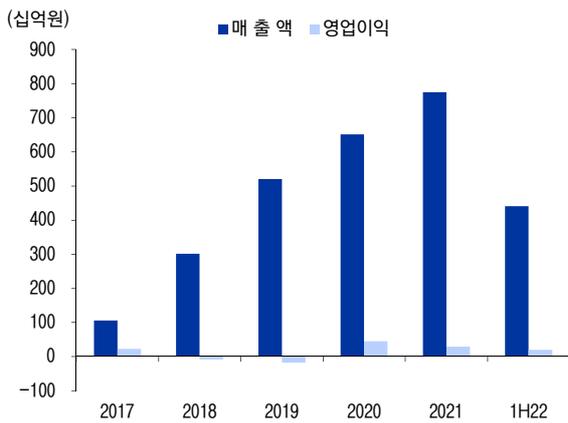
### 기존 사업은 퀄리티 컨트롤로 지위확보, CGT는 선제적 투자

동사는 글로벌 공장 6개에 한국 2개를 보유하고 있는 글로벌 리딩 CDMO/CMO 기업이다. 글로벌 리딩 CMO인 론자, 카탈란트 씨모피서를 제외한 합성 CMO 업체 중 CGT CMO사업을 확보한 업체는 SK팜테코가 유일하며 동사의 본업 또한 매년 퀄리티 컨트롤을 통해 고성장하고 있다. 매년 M&A를 통한 몸집키우기 이외에도 늘어나는 수주를 통해 매출 성장이 지속되고 있으며 자회사 단순 매출 합산으로 2022년 예상 매출액은 \$800M(약 1조원)을 넘어가는 수준일 것이라고 예상된다.

합성신약은 기존에 이미 트랙레코드와 레퍼런스가 확실히 쌓여있으며 매년 두자리수 이상의 성장이 전망되고 있다. 동사의 합성 CDMO/CMO는 high quality high margin을 추구하며 95%이상을 신약 수주로 채워놓았다. 동사는 플랫폼 기술력에 기술적 차별성을 보여주며 가격 싸움보다는 기술력이 필요한 퀄리티 컨트롤에 집중한다. 고마진/고판가 제품 수주를 중점으로 받으며 마진 20%를 유지하면서 매출이 성장할 수 있는 가장 큰 이유는 동사의 기술력과 트랙레코드 때문이다. 특히 SK팜테코는 마케팅에 강하기 때문에 수주를 1개 받더라도 알맞은 사이클 나눠서 flexible하게 고객 니즈에 맞춰서 생산이 가능한 특징을 갖고 있다.

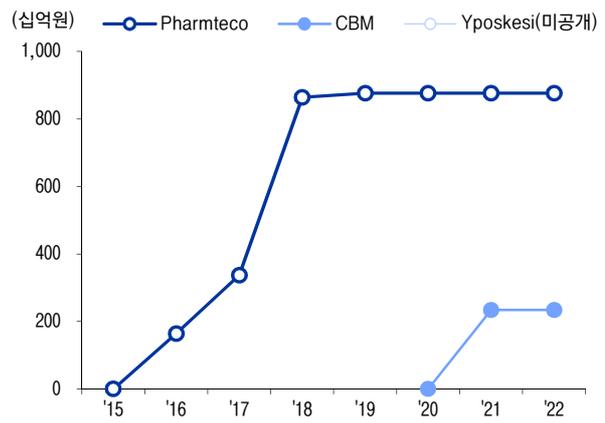
합성신약 시장 자체가 작아진다는 언급도 나오지만 합성신약은 매년 출시되고 있으며 공장을 철수하는 빅파마들이 많아지고 있기 때문에 SK팜테코의 입지가 합성신약에 있어서 더욱 굳건해지고 있는 상황이다. 기존 합성 의약품 시장만으로도 매년 두자리수 이상의 성장이 가능한데, 출시되는 새로운 신약들에 철수하는 공장들을 고려했을 때 동사는 꾸준히 기존 사업부인 합성신약만으로도 고성장이 가능하다.

그림73 SK 팜테코 매출액 및 영업이익 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 CDMO 부문(팜테코, 이포스케시, CBM) 투자집행 금액



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 기존 사업부인 합성 의약품 CDMO/CMO의 고성장에 그치지 않고 글로벌 바이오 트렌드를 먼저 읽어내고 CGT CDMO에 선제적인 투자를 진행했다. 프랑스의 이포스케시 인수를 통해 합성 및 바이오 API 사업과 모두 연계 가능한 무균 주사제(fill and finish)충진 사업을 확보 했으며 공정개발부터 API, 그리고 주사제 생산까지 가능한 CGT full value chain을 제고할 수 있게 되었다. 2023년 상업 생산 가동으로 유럽 최대

생산 capacity를 확보 할 수 있게 될 것이다. 유럽 CGT 보다도 더 중요한 것은 미국 CGT라는 판단하에 미국 CGT CDMO인 CBM에 3억5천만달러를 투자해 2대주주로 올라섰다. 이포스케시를 인수한 지 9개월만의 지분투자로 세포/유전자 치료제 시장이 가장 큰 미국의 중요성을 인지했기 때문이다.

CGT 는 바이오의약품 중에서도 굉장히 복잡한 구조를 갖고 있기 때문에 CDMO도 공정과 기술력이 탁월해야한다. SK팜테코가 CBM을 선택한 이유는 1) 커지고 있는 글로벌 테스트팅 서비스에서 바이오 의약품에 대한 테스트팅이 완벽해야하기 때문에 테스트팅서비스를 대규모로 구축하고 있으며, 2) 아웃소싱하는 바이오텍들이 많아지고 있기 때문에 테스트팅과 Regulatory service 규모가 크고 3) 원료부터 완제까지 one stop으로 설비를 다양하게 짓고 있으며 4) 필라델피아 셀리콘 벨리에 위치하고 있어 CGT 분야의 대가와 전문 인력들이 모여있기 때문이다.

작년까지 CGT 분야에만 \$20B 이상이 투자되었기 때문에 기술력이 급성장하고 있으며 현재 합성 의약품 대비 시장 자체는 작더라도 2~4년 이후에는 출시하는 신약들이 많아질 것(현재도 매년 10개 이상 승인중)이다. 출시 의약품 추이가 J커브를 이루게 되면 선제적으로 CGT CDMO에 투자했던 동사가 큰 과실을 딸 수 있을 것이다.

그림75 포트폴리오 확장



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 최근 주요 글로벌 CDMO M&A 사례

Date	Buyer	Target	Area	Trans. Value
'21	TFS	Novasep	GCT	\$879M
'20	Catalent	MasTherCell	GCT	\$315M
	Recipharm	Consort Medical	DP	\$890M
'19	Catalent	Paragon	GCT	\$1.3B
	TFS	Brammer	GCT	\$1.8B
	Fujifilm	Biogen	Bio	\$890M
	Cambrex	Avista	DP	\$305M
'18	Cambrex	Halo Pharma	DP	\$425M
	Fujifilm	Irvine Scientific	Bio	\$800M
	Catalent	Cook Pharma	DP	\$950M
'17	Catalent	Juniper	DP	\$122M
	TFS	Patheon	DP	\$7.2B

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

더 나아가서 SK팜테코가 매력적인 이유는 미국시장 진출을 성공적으로 마쳤으며 미국 시장에서 생산 및 영업을 이미 해놓았기 때문에 심화되는 미국의 리슈어링 리스크(바이든의 행정명령 등)에 미리 대비하여 중장기 전략을 세워놓았기 때문이다. 앞으로 미국이나 유럽에서 어떠한 리슈어링 정책이 나온다고 하더라도 API와 완제 공장을 모두 갖고 있는 SK팜테코는 리스크가 적다는 판단이며 바이오의약품(특히 세포/유전자 치료제)은 소비자 근처에서 생산되어야하기 때문에 바이오의약품 연구 및 개발 시장이 가장 큰 미국에 공장이 절대적으로 필요하다. CGT CDMO 투자도 미국 위주로 진행해왔으며 자체 기술 플랫폼을 꾸준히 확장시킬 예정이다.

# SK실트론 (비상장)

2022. 11. 2

**반도체/디스플레이**

## 투자과 성장은 지속된다

Analyst **남대중**

02. 3779-8832

djnam@ebestsec.co.kr

### 300mm 웨이퍼 생산 라인 증설

2022년 3월 300mm 웨이퍼 생산시설 확대를 위해 약 1.05조원(2022~2024년)을 투자하겠다고 공시한 이후 9월 다시 8,550억원 투자계획(2022~2026년)을 공시했다. 투자금액이 매년 균등하게 분배된다고 가정할 경우 2022~2024년은 5,200억원씩, 2025~2026년은 1,700억원씩 투자하게 되며, 투자자금 조달은 영업창출현금, 차입금, 선수금 등을 활용하겠다고 언급했다. 1H22 EBITDA가 약 4,700억원인 점을 고려할 때 2022년 Capex가 1조원에 도달하더라도 충분히 자금조달이 가능한 상황이라 추정된다. 향후 3년간 투자로 2024년 매출 가능 규모는 2022년대비 15% 이상 증가할 수 있을 전망이다. 더불어 현재 투자하고 있는 라인들은 80% 정도 장기계약 고객을 확보한 상태이다.

**N/R**

목표주가 - 원  
현재주가 - 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### 장기 성장은 전력 반도체로

전력 반도체 매출 비중은 2022년 예상 매출액 대비 약 2% 수준에 불과하나, 장기적인 성장은 기존 폴리 웨이퍼를 기반으로 에피 웨이퍼 투자를 확대하여 전력 반도체로 매출 영역을 넓히고자 한다. 자회사 실트론CSS의 SiC 웨이퍼는 고객사 인증이 시작되면서 매출이 본격화되고 있으며, 모회사 SK는 2022년 4월 에스파워테크닉스를 인수하면서 SiC 전력 반도체 사업을 강화했다. 10월에는 에피 웨이퍼 제조사 영국 IQE와 전략적 협력 협약을 체결하면서 GaN 웨이퍼 공동 개발과 아시아 시장 진출을 계획하고 있다. 전력 반도체 시장 규모는 2022년 \$ 59B이며, 인피니언, 텍사스인스트루먼트, 온세미 컨덕터, ST마이크로 등이 주요 생산업체로 자리 매김하고 있다.

### Stock Data

업종	반도체
주요제품	웨이퍼
주식수	67,023 천주
액면가	500 원
자산총계	40,373 억원
자본총계	15,116 억원
EPS(2021년)	2,581 원
BPS(2021년)	18,680 원
주주구성	SK(주) 51.0%

### 튼튼한 실적 성장

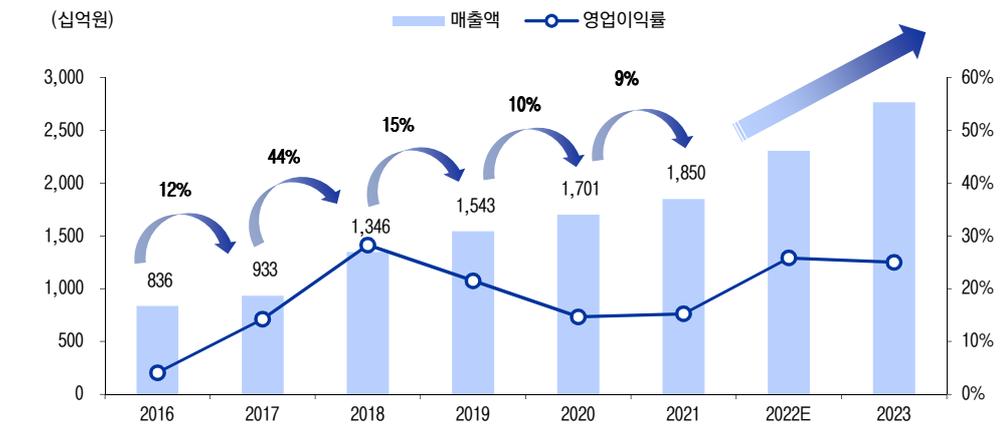
1H22 누적 실적은 매출액 1.2조원(+34%YoY), 영업이익 2,779억원(+132%YoY, opm 24%)을 기록했다. 실적 성장의 가장 큰 요인은 ASP 상승 때문인데, 2Q22 실적 기준 ASP는 +10%QoQ, +16%YoY 상승했다. 1H22 실적으로 미루어 볼 때 2022년 연간 실적은 매출액 2.3조원(+25%YoY), 영업이익 0.6조원(+111%YoY, opm 26%), 2023년 연간 실적은 매출액 2.8조원(+20%YoY), 영업이익 0.7조원(+16%YoY, opm 25%) 달성이 가능할 것으로 추정된다. 다만 글로벌 반도체 업황이 위축되고 있는 국면이므로 향후 고객사의 주문 축소 리스크는 남아 있다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	933	133	95	1,414	1,272.8	241	n/a	n/a	n/a	23.8
2018	1,346	380	286	4,261	201.3	528	n/a	n/a	n/a	49.8
2019	1,543	332	215	3,205	-24.8	571	n/a	n/a	n/a	26.9
2020	1,701	249	179	2,672	-16.6	559	n/a	n/a	n/a	18.5
2021	1,850	282	173	2,581	-3.4	626	n/a	n/a	n/a	15.4

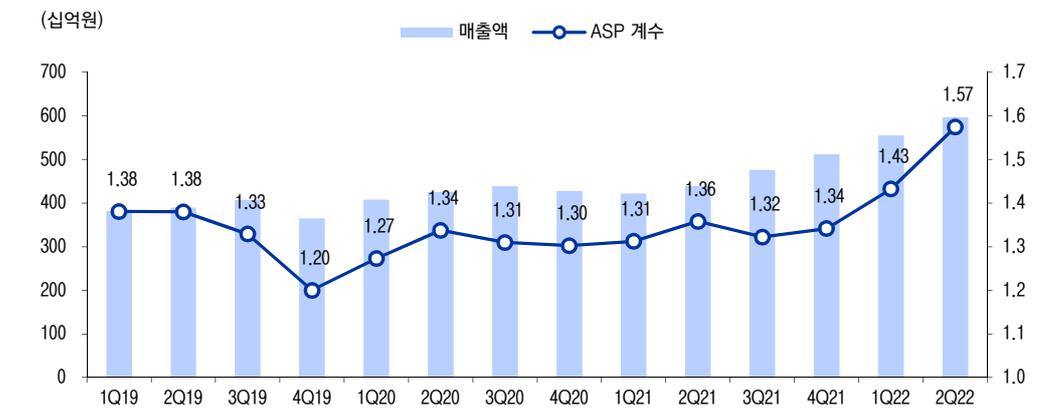
자료: SK실트론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 연간 실적 추이 및 전망



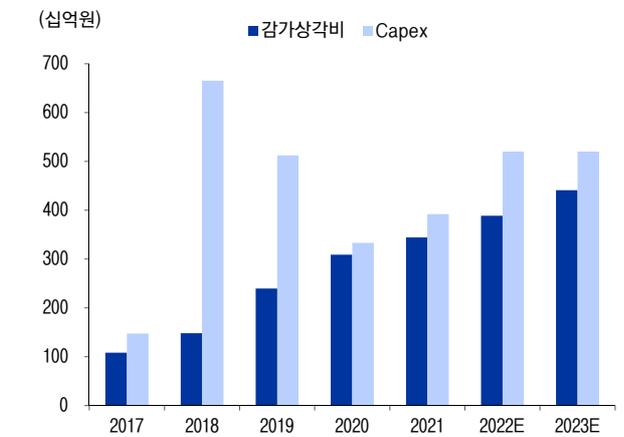
자료: SK실트론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 분기 매출액 및 ASP 추이



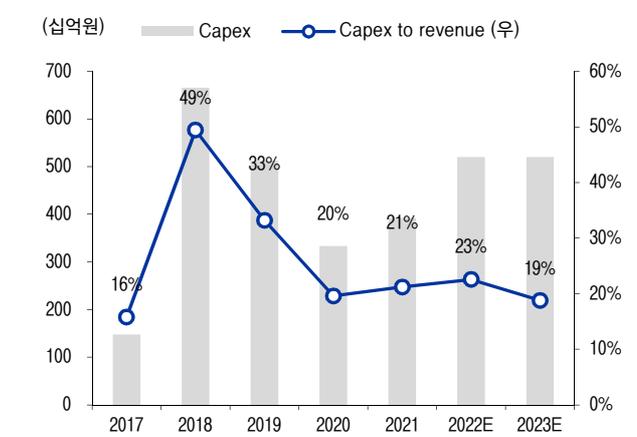
자료: SK실트론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 Capex 및 감가비 추이 및 전망



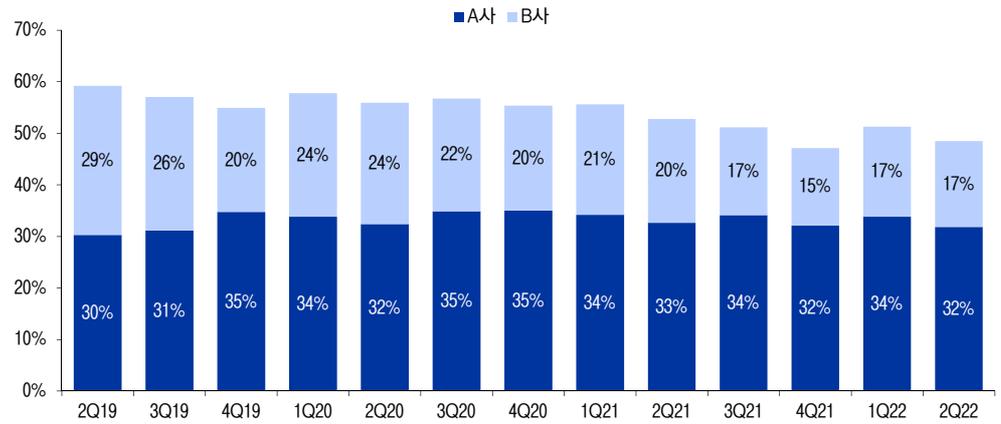
자료: SK실트론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 Capex to Revenue



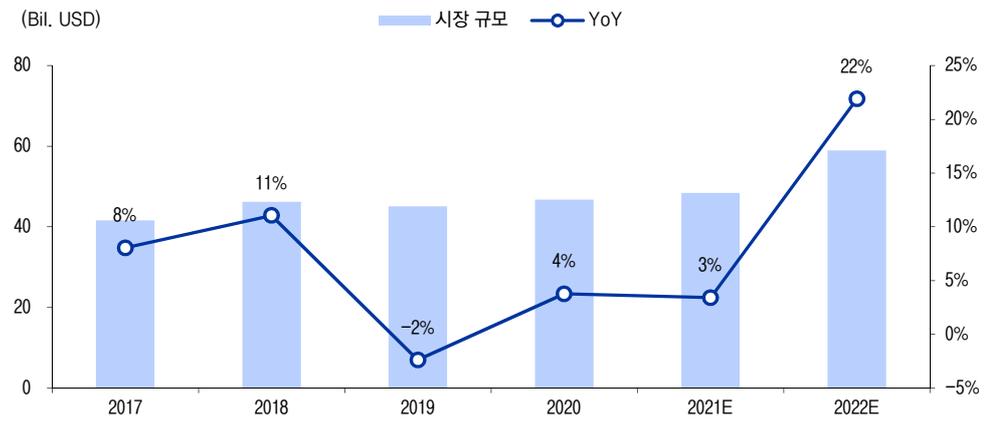
자료: SK실트론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 주요 고객사 매출 비중



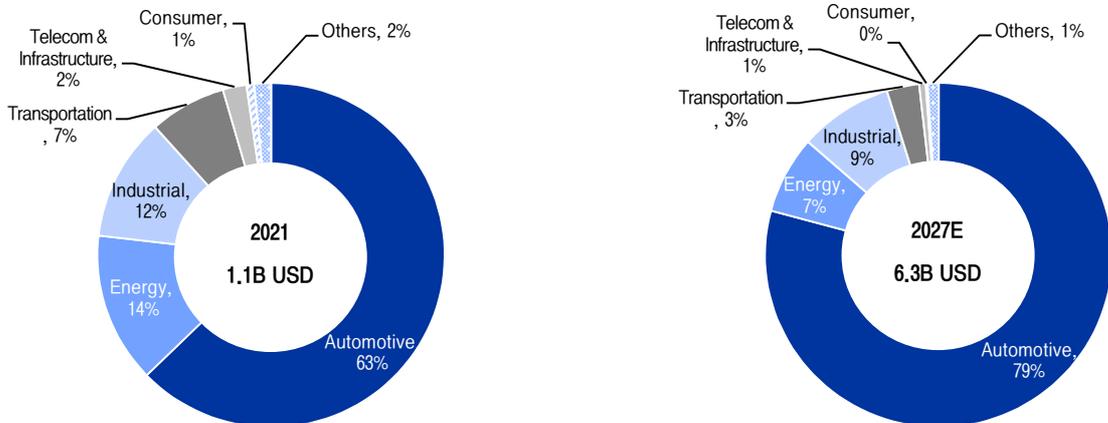
자료: SK실트론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 전력 반도체 시장 전망



자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 Power SiC 시장 전망: 2021 ~ 2027 CAGR 34%



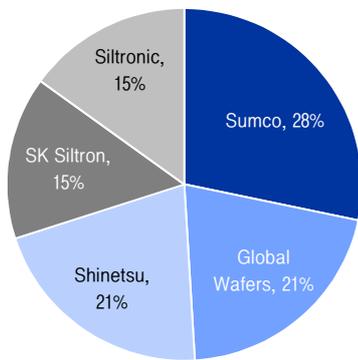
자료: Yole, GIC, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 SK 그룹 SiC 반도체 관련 투자 현황

시기	투자주체	내용	투자규모
2019.09	SK실트론CSS	미국 Dupont SiC 사업부 인수	5,492억원
2021.01	SK	에스파워테크닉스 지분 33.6% 인수	268억원
2021.07	SK실트론CSS	미시간주 SiC 공장 증설	3,450억원
2021.08	SK실트론CSS	테라온 지분 10.8% 인수	14.5억원
2022.04	SK	에스파워테크닉스 지분 95.8%로 확대	1,440억원

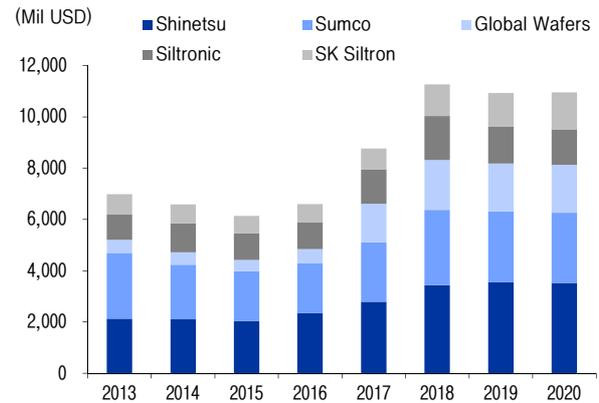
자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 1Q22 기준 주요 웨이퍼 업체 매출 비중



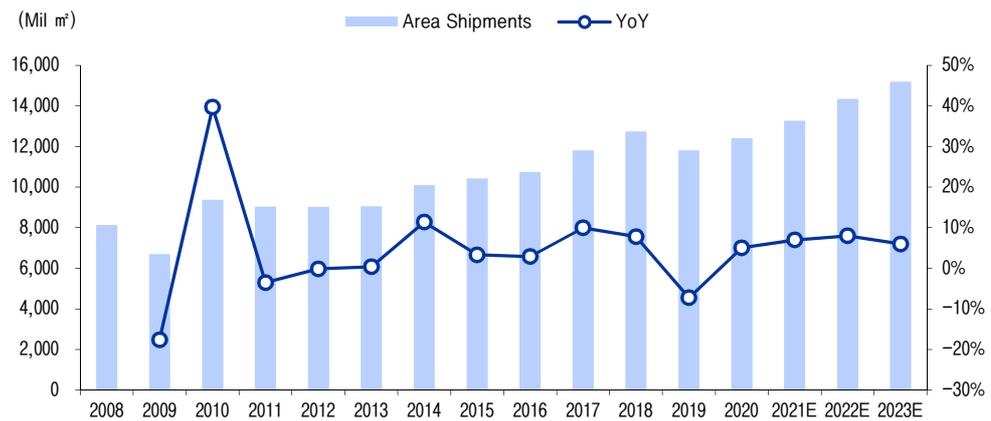
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 주요 웨이퍼 생산업체 연간 매출 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 실리콘 웨이퍼 연간 출하면적 추이 및 전망



자료: SEMI, 이베스트투자증권 리서치센터

# SK시그넷 (코넥스)

2022. 11. 2

전기전자

## 전기차 충전기 시장의 Top Tier 업체

Analyst 김광수

02. 3779-8640

gskim@ebestsec.co.kr

### 전기차 충전 토탈솔루션 사업자

코넥스(KONEX)에 상장된 SK시그넷은 시그넷 시스템(1998년 설립)으로부터 2016년 EV(Electric Vehicle) 충전기 전문 기업으로 분할(인적)된 이후 2021년 SK주에 인수(지분율 52.3%)되었다. 동사의 주력 사업은 전기차용 충전기(급속/초급속)제조/판매로서 기술/원가/Capa 경쟁력을 기반으로 글로벌 No.1 전기차 충전인프라 기업(Total Solution Provider)을 목표로 두고 있다. 충전기 외 인프라 사업으로는 1) Plug and Charge: 충전-결제 통합시스템, 2) 전력변환 모듈, 3) ESS: 에너지저장시스템이 있다.

NR

목표주가

NR

현재주가

- 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### 전기차 충전인프라 시장 고성장 전망과 SK시그넷의 경쟁력

글로벌 전기차 시장 확대(2030년 신차 내 전기차 비중 30%)에 따라 충전인프라 시장의 동반 성장을 전망한다. 시장조사기관 Zion은 전기차용 충전기 시장이 2024년까지 연평균 35% 성장할 것으로 예상했다. 맥킨지는 미국 정부의 2050년 탄소중립 정책 달성을 위한 전기차 충전인프라 구축 계획에 120만개의 공공장소 충전기(비용: \$350억)가 필요하다고 발표했다. 동사는 2017년에 시작된 미국의 EA(Electrify America: 폭스바겐그룹 자회사로 미국내 EV 급속 충전소 운영사업 영위) 프로젝트에서 ABB, Efacec, BTC Power 등 글로벌 1st Tier 업체들과의 수주경쟁에서 우위를 차지하고 있다. 이를 기반으로 국내외 다양한 업종(Utility, Automotive, Operation)의 기업들과 파트너십을 맺으며 충전인프라 시장 내 영향력을 확대해 나가고 있다.

### Stock Data

업종	전기전자
주요제품	전기차용 충전기
주식수	5,584 천주
액면가	500 원
자산총계	2,996 억원
자본총계	2,515 억원
EPS(2021년)	n/a
BPS(2021년)	44,284 원
주주구성	SK(주) 53.4%
	황호철 6.8%
	채호병 0.1%

### Top Tier 입지 강화와 함께 기업가치 상승할 것

2021년 실적은 매출액 800억원, 영업이익 24억원을 기록했으며, 2022년 매출액 1,600억원(+100%YoY)을 계획하고 있다. SK시그넷은 2021년 SK주에 인수되며 확보된 자금(2,100억원)을 통한 사업(Fab/Capa, R&D, 해외영업) 전반에 걸친 투자 확대로 본격적인 외형성장을 앞두고 있다. 글로벌 Peer Tritium(나스닥 상장 호주기업)은 2022년(FY 기준\_2021.07~2022.06) 매출액 \$85.8M(USD), 영업이익 적자로 PSR 3.6x이다. 반면 SK시그넷은 2021년(CY) 실적 기준 PSR 2.9x로 상대적으로 저평가되었다. 동사의 시장 지배력과 2022년 매출 목표액 1,600억원을 감안 할 때 기업가치가 상승할 여력이 충분하다고 판단한다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	32	1	-1	-259	n/a	2	n/a	27.7	10.1	-25.0
2018	46	2	-8	-1,664	n/a	3	n/a	21.9	2.1	-47.9
2019	42	1	-2	-442	n/a	3	n/a	20.8	1.5	-7.8
2020	62	4	2	258	흑전	5	93.0	24.4	4.0	4.5
2021	80	2	-0	-499	적전	4	n/a	15.0	1.1	-1.9

자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

## 전기차 충전 토탈솔루션 사업자

코넥스(KONEX)에 상장된 SK시그넷은 시그넷 시스템(1998년 설립)으로부터 2016년 EV(Electric Vehicle) 충전기 전문 기업으로 분할(인적)된 이후 2021년 SK(주)에 인수(지분율 52.6%)되었다. 동사의 주력 사업은 전기차용 충전기(급속/초급속) 제조/판매로 기술/원가/Capa 경쟁력을 기반으로 글로벌 No.1 전기차 충전인프라 기업(Total Solution Provider)을 목표로 두고 있다. 충전기 외 인프라 사업으로는 1) Plug and Charge: 충전-결제 통합시스템, 2) 전력변환 모듈, 3) ESS: 에너지저장시스템이 있다.

탄소중립, ESG 등 환경문제에 대한 효과적인 대안으로서 전기차 수요가 지속적으로 증가하고 있다. 전기차의 배터리를 충전하는 충전기 역시 친환경 정책 실현을 위한 핵심 제품이다. 동사는 전기차 충전기 전문 기업으로의 "선택과 집중"을 통한 기술/제품 경쟁력과 SK(주) 인수 자금을 기반으로 해외시장 공략 및 신사업(충전인프라)을 강화해나갈 계획이다.

해외시장 공략 강화의 일환으로 미국 텍사스에 신규 제조법인을 증설하여 2023년 생산을 앞두고 있다. 유럽의 경우 판매지사를 신설하고 현재 서비스 네트워크 구축작업을 진행 중이다. 향후 성장성이 높은 동남아시아 시장은 TES(싱가폴 거점 SK에코플랜트 자회사) 판매 거점을 활용하는 한편, 젠타리(말레이시아 국영석유기업 페트로나스 자회사)와 포괄적 사업협력 양해각서를 체결하며 전기차 충전솔루션, 배터리 서비스 사업을 전개할 것이다.

그림87 SK시그넷 연혁



자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 SK 시그넷

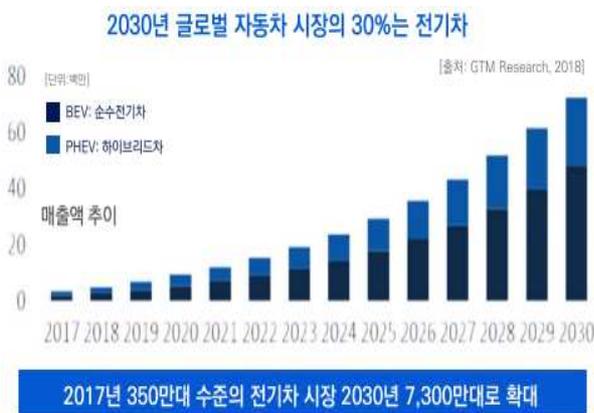


자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

### 전기차 충전인프라 시장 고성장 전망과 SK시그넷의 경쟁력

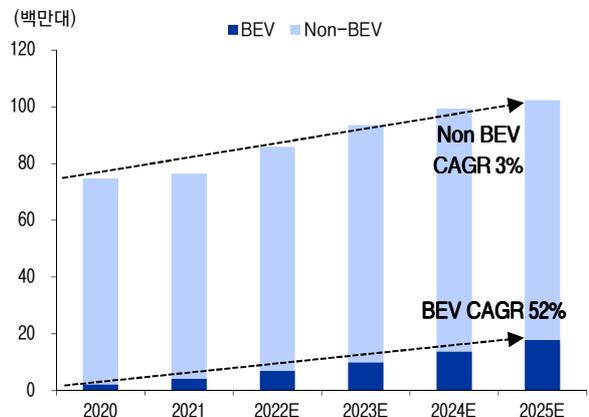
글로벌 전기차 시장 확대(2030년 신차 내 전기차 비중 30%)에 따라 충전인프라 시장의 동반 성장을 전망한다. 시장조사기관 Zion은 전기차용 충전기 시장이 2024년까지 연평균 35% 성장할 것으로 예상했다. 맥킨지는 미국 정부의 2050년 탄소중립 정책 달성을 위한 전기차 충전인프라 구축 계획에 120만개의 공공장소 충전기(비용: \$350억)가 필요하다고 발표했다.

그림89 자동차 시장 내 EV 비중 전망



자료: GTM, SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 EV 시장 수요 전망



자료: SA, 이베스트투자증권 리서치센터

유럽의 경우 E&Y와 Eurelectric 공동조사에서 2035년까지 유럽 전역에 950개의 공공장소 전기차용 충전기가 필요(\$620억 투자금 소요)할 것으로 전망했다. 블룸버그에 따르면 2022년 2월 기준 유럽 전역의 공공장소 충전기는 약 44.5만개로 추정된다.

동남아시아 각국 정부 역시 전기차 보급정책에 적극적이다. 인도네시아는 2040년 내연기관 오토바이 판매금지에 이어 2050년 내연기관 자동차 판매를 금지한다. 태국은 2030년까지 자국 생산차량의 30%를 전기차로 전환할 예정이며, 베트남의 빈패스트는 내연기관 모델을 단종하고 전기차 개발/생산에 집중할 계획이다.

동사는 2017년에 시작된 미국의 EA (Electrify America: 폭스바겐그룹 자회사로 미국 내 EV 급속 충전소 운영사업 영위) 프로젝트에서 ABB, Efacec, BTC Power 등 글로벌 1st Tier 업체들과의 수주경쟁에서 우위를 차지하고 있다. 이를 기반으로 국내외 다양한 업종(Utility, Automotive, Operation)의 기업들과 파트너십을 맺으며 충전인프라 시장 내 영향력을 확대해 나가고 있다.

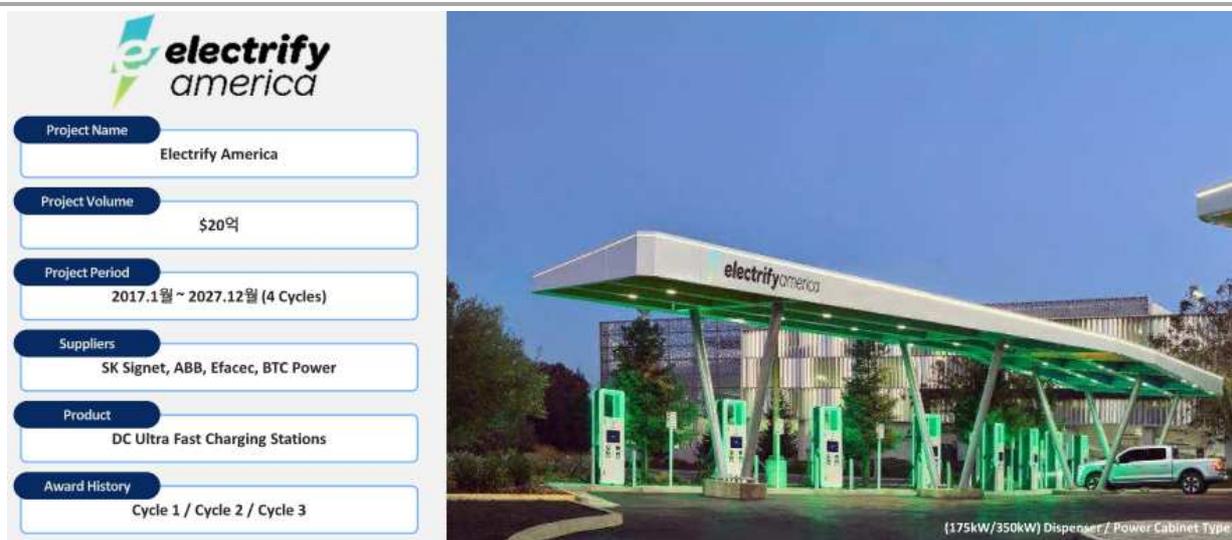
SK시그넷은 현재 글로벌 기준 총 18,550대의 충전기를 시장에 공급했는데, 한국을 비롯한 아시아에 15,140대, 유럽에 410대, 북미 지역에 3,000대를 각각 판매했다.

그림91 SK시그넷 EV 충전 인프라 구축 현황



자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 SK시그넷 EV 충전 인프라 구축현황\_미국 EA 프로젝트



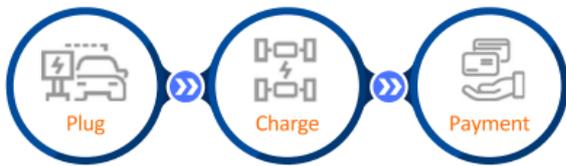
자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

전기차 충전 인프라 시장에서 동사가 주목받는 배경은 1) 경쟁업체보다 우수한 성능과 검증된 유지보수능력을 보유, 2) PnC(Plug and Charge)기술을 미국에서 최초로 상용화하고 ESS(Energy Storage System)활용 충전기술 보유, 3) SK시그넷 자체 기술인 Active Power Sharing System(전력 배분 장치)과 급속충전기(DC 150KW 이상) 시장 내 높은 포지셔닝 구축, 4) R&D, Marketing 역량 강화를 위한 인재 영입 확대로 경쟁사와의 차별화를 통해 시장을 선도하고 있기 때문이다. (2021년말 직원수 185명→2022년 9월말 기준 307명)

그림93 Plug and Charge System(미국 상용화)

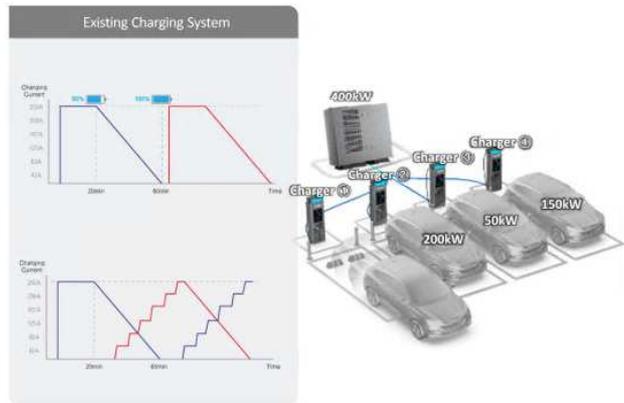
**Plug and Charge [PnC]**

자동차와 충전기 연결만으로도 사용자 정보 인증, 충전, 결제 한번에 완료



자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

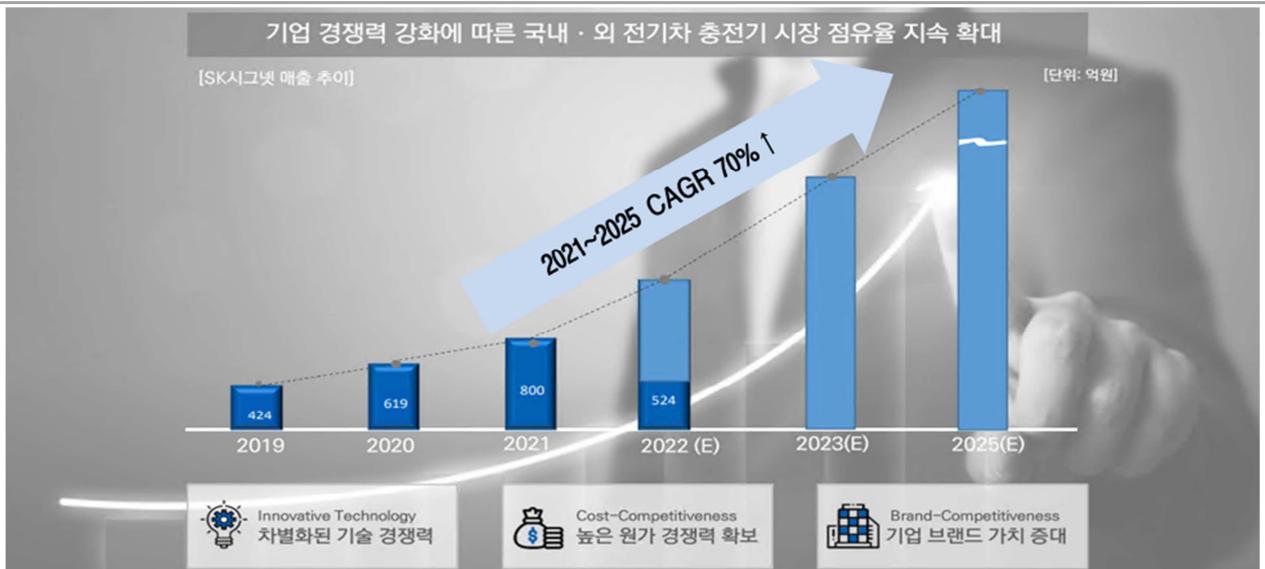
그림94 Active Power Sharing System(SK 시그넷 원천 기술)



자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

SK시그넷은 기술/원가/Capa 경쟁력과 신규 BM(Business Model) 강화를 통한 Total Solution Provider로서 입지를 구축할 것이다. 차별화된 기술 경쟁력과 원가 경쟁력 확보로 국내외 전기차 충전기 시장 점유율을 확대하며 동사의 매출은 2021~2025년 까지 연평균 70% 이상 고성장을 이어나갈 계획이다.

그림95 SK 시그넷 매출 추이



자료: SK시그넷, 이베스트투자증권 리서치센터

## Top Tier 입지 강화로 기업가치 상승할 것

2021년 실적은 매출액 800억원, 영업이익 24억원을 기록했으며, 2022년 매출액 1,600억원(+100%YoY)을 목표로 하고 있다. 2021년 기준 주요 사업별 매출 비중은 급속충전기 88.1%, 완속충전기 4.3%, 기타(A/S, 공사매출 등)14.1%이다. 해외의 경우 급속 및 초급속충전기 중심으로 시장이 빠르게 성장하고 있어 해당 부문에 경쟁력을 확보한 동사의 입지가 강화될 것으로 전망한다.

SK시그넷은 2021년 SK주에 인수되며 확보된 자금(2,100억원)을 통한 사업 (Fab/Capa, R&D, 해외영업) 전반에 걸친 투자 확대로 본격적인 외형성장을 앞두고 있다. 전망시장의 성장으로 전기차용 충전기 시장에 대한 지역별 투자가 가시화되고 있는 가운데 Top Tier로서의 입지 강화로 동사의 기업가치는 지속적으로 상승할 것으로 예상된다.

글로벌 Peer Tritium(나스닥 상장 호주기업)은 2022년(FY 기준\_2021.07~2022.06) 매출액 \$85.8M(USD), 영업이익 적자로 PSR 3.6x이다. 반면 SK시그넷은 2021년(CY) 실적 기준 PSR 2.9x로 상대적으로 저평가 되었다. 참고로 동사의 2022년 매출 목표액 1,600억원을 감안 할 때 기업가치가 상승할 여력이 충분하다고 판단한다.

SK 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2021.07.06	신규	이승웅											
	2021.07.06	Buy	360,000	-24.7		-30.4								
	2022.01.18	Buy	360,000											

SK 스쿼어 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2022.11.02	신규	이승웅											
	2022.11.02	Buy	51,000											

SK 바이오팜 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2021.11.08	변경	강하나											
	2021.11.08	Buy	130,000	-18.1		-32.0								
	2022.07.01	Buy	120,000											

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:남대중,김광수,이승웅,강하나).  
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.  
 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.  
 \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.  
 \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)