

SK (034730)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (M)
현재주가 (5/17)	268,500원
상승여력	68%

시가총액	190,327억원
총발행주식수	70,926,432주
60일 평균 거래대금	939억원
60일 평균 거래량	341,273주
52주 고	355,000원
52주 저	182,000원
외인지분율	20.72%
주요주주	최태원 외 33 인 28.52%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	(10.1)	47.5
상대	(4.2)	(10.1)	(9.3)
절대(달러환산)	(7.6)	(12.2)	60.0

1Q21 리뷰 : 핵심 자회사의 선전

1Q21 영업이익 1.54조원으로 컨센서스(9,421억원) 큰 폭 상회

연결 매출액(22.25조원, -6.2% YoY)은 컨센서스(22.2조원)에 부합했다. 영업이익(1.54조원, 흑전 YoY)은 컨센서스(9,421억원)를 크게 상회(+64.0%)했다. 영업이익의 컨센 상회는 SKI 노베이션 실적 호전에 기인한다. SK이노베이션의 영업이익은 -1.82조원(1Q20) → 0.5조원(1Q21)을 기록하며 흑자전환에 성공했다. SK텔레콤(+29.0%), SKC(+175.4%), E&S(+9.0%)의 수익성 개선도 한몫 했다.

SK E&S 영업이익은 2,592억원(+9.0% YoY)을 기록했다. SMP는 2H20 기간 중 저점을 통과 후 반등(4Q20 55.6원/kWh → 1Q21 76.5원/kWh)하는 모습을 보여주고 있다. SMP 가격 결정에 약 6개월 선행하는 Dubai 유가는 60.1\$/B를 기록하며, 2020년의 고점을 이미 넘어섰다. 금년 1Q SMP 결정에 영향을 미친 3Q20의 Dubai 유가 수준 대비 1Q21의 Dubai 유가는 약 43% 상승한 상황이다. 따라서 금년 하반기 SMP 수준은 85원/kWh를 넘어설 것으로 전망된다. 연간 영업이익은 '18~'19년 수준인 5,000억원 내외로 회복할 전망이다.

SK팜테코 영업이익은 -3억원으로 전년 동기 대비 적자전환 했으나, 고객사 요청에 따른 일부 Core 제품의 생산 일정 변경에 따른 일시적 영향 때문이다. 매출액은 YoY +25.6% 증가했는데, 회사 측 설명에 따르면 특히 중장기 고객 물량 확대 기여(80% 상회)가 크다는 점이 고무적이다. 연간으로 매출액 증가율 +20% 이상, EBITDA 마진율 20% 이상이라는 목표는 변함 없다(그림 3 참조) 금년 중으로 Pre IPO, '23년 중으로 IPO 추진이 예상된다.

SK실트론 영업이익은 506억원(-4.6% YoY)을 기록했다. 매출과 EBITDA는 YoY 각각 +3.6%, +9.1% 성장했다. 300mm 제품의 ASP 상승과 로직 제품 판매 확대에 따른 영향이다. IPO 시점은 비상장 3사 중에서 가장 늦은 '24년 이후로 예상된다.

성장 테마 순항 중. 결국은 돌아 돌아 SK 주가 상승할 것

1개월간 주가 수익률은 -6.1%로 KOSPI 대비 -4.2% Underperform 중이다. 최근 지주회사의 주가 흐름은 '20년 소외주 중심으로 상승 탄력이 붙은 상황이다. 이 과정에서 '20년 ~ '21년 초까지 집중 조명을 받았던 SK 주가의 상대 약세가 나타나고 있는 것이다. 특히 회계 문제와 관련한 불확실성으로 인해 Plug power 주가가 지분 인수 가격 아래인 25 USD 수준으로 하락하면서, 소재, 바이오, 그린 테마 중심으로 집중된 성장 전략에 대한 우려도 동반된 상황이었다.

1Q21 실적에서 확인 가능하듯이, 문제 되는 계열사 없이 전반적으로 실적은 순항하고 있다. 특히 SK 배당 소득의 원천이라 할 수 있는 SK이노베이션, SK E&S, SK텔레콤의 양호한 '21년 실적 전망을 확인할 필요가 있다. Plug Power는 지난 금요일 증권거래위원회에 10-K 연례 보고서를 제출하면서, 회계와 관련한 불확실성을 제거했다. 금년에도 ESR, 그램, 리츠 IPO 및 지분 처분을 통해 1조원이 넘는 현금을 확보할 것이다. 투자의 선순환 서클은 여전히 무리 없이 작동하고 있으며, 하반기에는 자회사 IPO 추진이 본격화되면서 적정 NAV 수준으로 주가에 탄력이 붙을 것으로 전망된다. 기존 목표주가 45만원을 유지한다.

[표 1] SK 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

(연결)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	YoY	QoQ	컨센서스	(%)
매출액	23,610	23,726	18,781	20,004	19,309	22,250	-6.2%	15.2%	22,212	0.2%
영업이익	495	-923	189	453	116	1,545	흑전	1226.0%	942	64.0%
지배순이익	-315	-187	111	508	-243	232	흑전	흑전	183	26.8%
IT 서비스	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	YoY	QoQ		
매출	496	386	439	450	482	392	1.4%	-18.6%		
영업이익	34	33	35	42	32	30	-10.0%	-7.6%		
세전이익	16	30	28	30	22	28	-8.9%	25.0%		
에센코어 OP	8	34	13	25	28	52	50.0%	84.3%		

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 주요 비상장 자회사 실적 요약

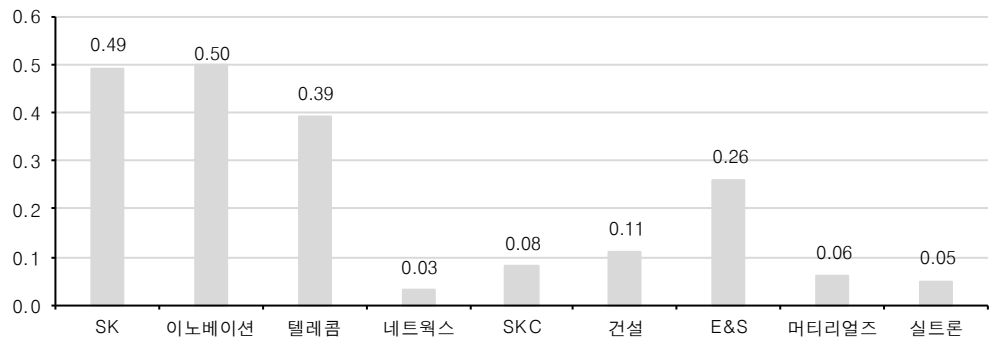
(단위: 십억원)

매출액	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	YoY	QoQ
SK E&S	1,805	2,020	1,137	1,027	1,566	2,122	4.6%	34.9%
SK 건설	2,296	1,825	2,013	1,773	3,100	1,764	-3.4%	-43.1%
SK 실트론	365	408	426	439	428	422	3.6%	-1.4%
SK 팜테코	288	115	187	155	194	144	25.6%	-25.8%
영업이익	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	YoY	QoQ
SK E&S	65	238	3	-122	123	259	9.0%	111.4%
SK 건설	102	126	78	16	65	82	-34.7%	25.7%
SK 실트론	51	53	87	76	33	51	-4.6%	55.8%
SK 팜테코	-35	5	22	-3	21	0	적전	적전
순이익	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	YoY	QoQ
SK E&S	-77	213	943	-77	-226	216	1.5%	흑전
SK 건설	57	46	32	111	-84	67	44.8%	흑전
SK 실트론	15	47	55	50	27	26	-44.1%	-3.5%

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

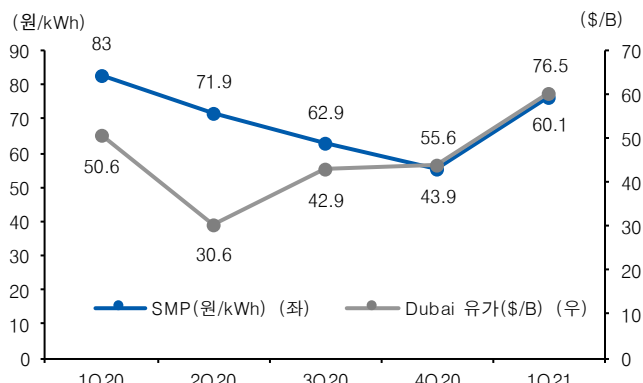
[그림 1] SK 연결 영업이익에 자회사들이 미친 영향 - SK 이노베이션의 흑자 전환

(조원)



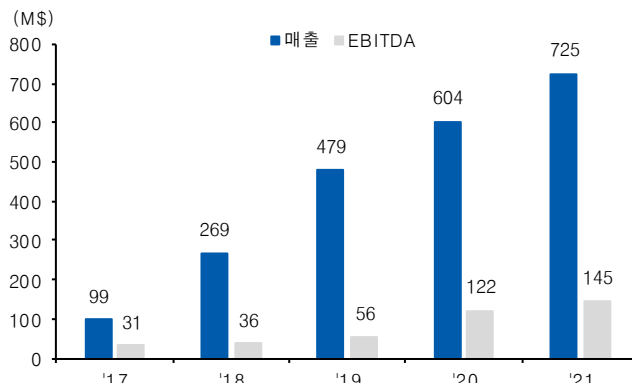
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SMP 와 Dubai 유가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SK 팜테코 연간 실적 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

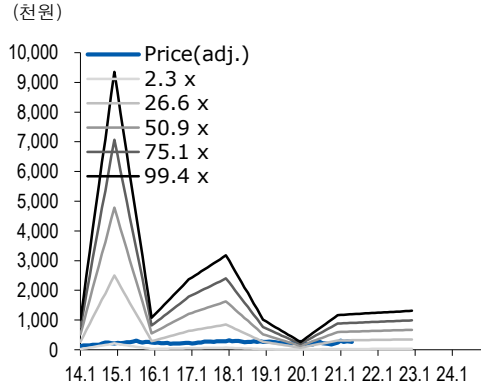
[표 3] SK NAV

(단위: 억원)

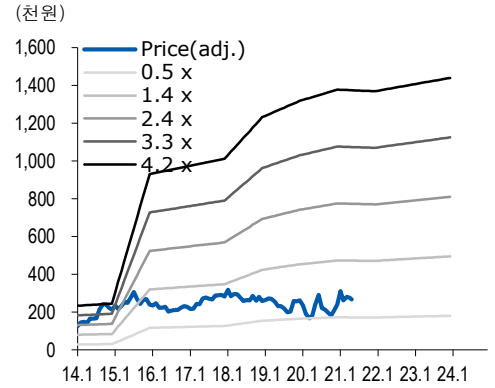
상장사	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	228,431	30.0%	68,548	최근 시가 기준
SK 이노베이션	248,732	33.4%	83,077	최근 시가 기준
SK 네트워크스	13,973	39.1%	5,466	최근 시가 기준
SKC	48,850	40.6%	19,833	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	33,563	49.1%	16,479	최근 시가 기준
에스엠코어	3,490	26.7%	930	최근 시가 기준
SK 바이오팜	86,536	64.1%	55,470	최근 시가 기준
ESR	101,679	6.4%	6,538	최근 시가 기준
상장사 합계			256,341	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
SK E&S	26,000	90.0%	36,851	
SK 건설	5,453	44.5%	11,430	장외 시총 2.5조원(2021년 5월 OTC)
SK 팜테코	8,752	100.0%	20,000	글로벌 경쟁사 수준 Value 적용 시 3.6조원
SK 실트론	6,226	51.0%	16,840	EBITDA 5,282억원. EBITDA 8X
비상장사 기타			31,709	장부가 기준
비상장사 합계			116,830	
투자자산가치 합계			261,220	투자자산 30% 할인 적용
자체 사업			19,120	EBITDA 8X (IT 서비스 & 에센코어)
브랜드 로열티			24,366	20bp 기준 / 2,424억원, 35% 원가 반영
투자부동산			77	1Q21 별도 기준
순차입금			69,053	개별 단순 합산
NAV			235,730	
주식 수(천주)			52,306	자사주 제외
주당 NAV(원)			450,674	

자료: 유안타증권 리서치센터

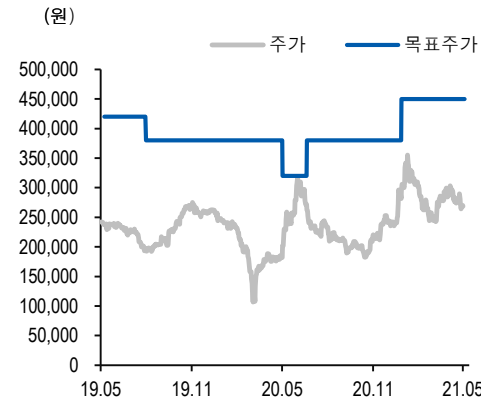
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-18	BUY	450,000	1년		
2021-01-13	BUY	450,000	1년		
2020-07-06	BUY	380,000	1년	-41.46	-22.11
2020-05-18	BUY	320,000	1년	-16.50	-0.63
2019-08-16	BUY	380,000	1년	-42.61	-27.63
2019-05-18	1년 경과 이후		1년	-45.90	-42.50
2018-05-18	BUY	420,000	1년	-38.23	-27.74

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-15

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

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

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