

SK (034730/KS)

저평가, 변곡점

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(유지)

현재주가: 144,000 원

상승여력: 66.7%



Analyst
최관순

ks1.choi@sk.com
3773-8812

Company Data

발행주식수	7,250 만주
시가총액	10,440 십억원
주요주주	
최태원(외39)	25.55%
자사주	24.80%

Stock Data

주가(24/09/11)	144,000 원
KOSPI	2,513.37 pt
52주 최고가	207,500 원
52주 최저가	131,300 원
60일 평균 거래대금	27 십억원

주가 및 상대수익률



저평가

전일 기준 SK 의 NAV 대비 할인율은 71.5%이다. 일반적으로 50~60%의 할인율을 기록하는 지주회사 내에서도 높은 편이며, SK 기준 역사적 최대수준으로 확대되었다. SK 저평가 원인은 ① 자체사업 및 비상장자회사 실적부진, ② 그룹 재무구조에 대한 우려, ③ 지배구조 개편 속에서 불확실성 부각으로 요약할 수 있다. 대표적으로 부진했던 자체사업 및 비상장자회사는 머티리얼즈 CIC 와 SK 실트론을 들 수 있는데, 반도체 경기회복이 24 년 1 분기부터 회복된 만큼 실적개선의 시차를 고려한다면 하반기부터 본격적인 실적개선 가능성이 높다. 그룹 재무구조에 대한 우려는 베트남 원커머스 지분매각(2,700 억원) 등 자산 효율화를 통해 재무구조 개선이 진행중이며, 특히 SK 이노베이션과 SK E&S 합병, SK 에코플랜트 유상증자 등 자회사 지배구조 개편을 통해 자본 효율화를 추진하고 있다. 올해 4 분기에는 자회사 지배구조 개편이 마무리될 것으로 예상되어 SK 에 대한 저평가는 점진적으로 해소될 전망이다.

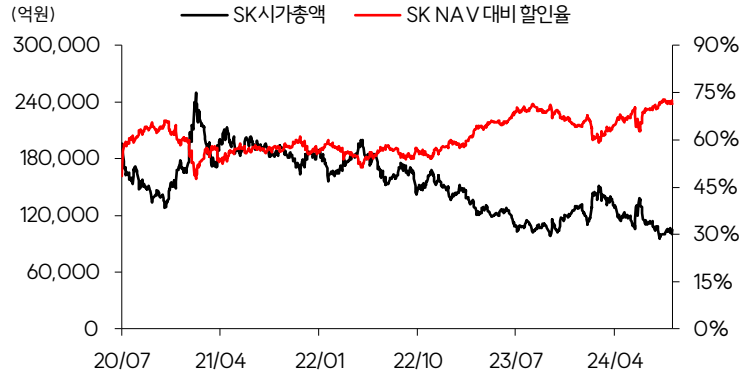
변곡점

최근 SK 는 다양한 지배구조 개편 및 체질개선을 진행중이다. SK 이노베이션과 SK E&S 합병 추진이 가장 대표적인데 지난 8 월 27 일 주주총회에서 합병 찬성 비율 85.76%로 안건이 통과됐으며 주식매수청구권 행사규모가 8,000 억원 미만일 경우 예정대로 11 월 합병이 완료될 예정이다. 주식매수청구 행사기간은 9 월 19 일까지이며, 행사가격은 111,943 원이다. SK 이노베이션 전일 종가는 110,900 원으로 현 주가가 유지될 경우 주식매수청구권 행사에 따른 실익이 크지 않다고 판단되어 합병 가능성은 높다. SK 이노베이션과 SK E&S 합병, SK 에코플랜트 유상증자가 마무리되는 4 분기 이후 관련 불확실성이 해소되고 사업적 시너지 창출을 기대할 수 있을 것이다. 이와 함께 연내에는 밸류업 관련 공시 가능성이 높는데 자사주 매입 및 소각, 배당확대 등이 구체화될 가능성이 높아 현 시점이 주가의 변곡점이 될 가능성이 높다. 투자 의견 매수와 목표주가 24 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

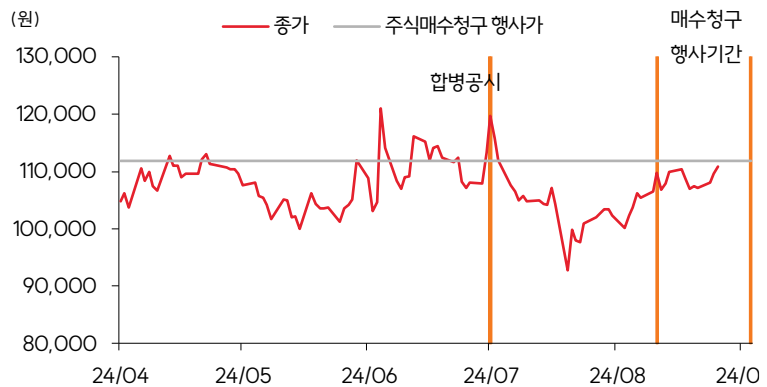
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	97,204	132,079	131,238	130,898	138,394	148,182
영업이익	십억원	4,860	8,161	5,056	5,884	8,160	9,828
순이익(지배주주)	십억원	1,966	1,099	-777	1,361	1,415	1,664
EPS	원	21,420	8,792	-22,609	17,108	19,369	22,776
PER	배	11.7	21.5	-7.9	8.4	7.4	6.3
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	9.7	8.7	6.9	5.8
ROE	%	10.2	5.1	-3.7	6.3	6.1	6.8

SK NAV 대비 할인율 추이



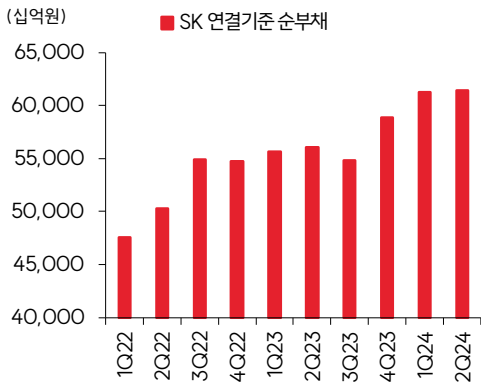
자료: SK 증권

SK 이노베이션 주가와 주식매수청구 행사가



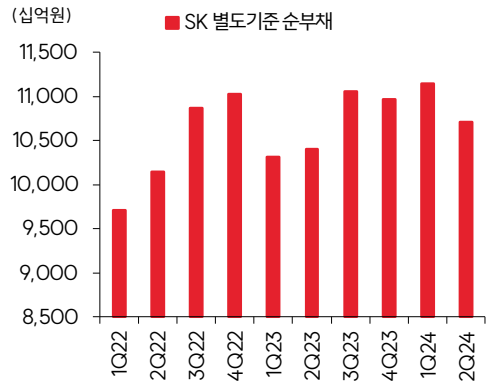
자료: SK 증권

SK 연결기준 순부채 추이



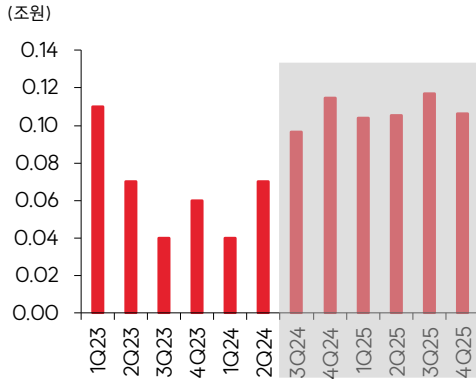
자료: Quantwise, SK 증권

SK 별도기준 순부채 추이



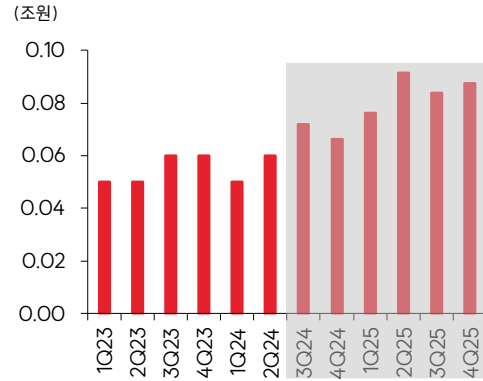
자료: Quantwise, SK 증권

SK 실트론 분기별 영업이익 전망



자료: SK, SK 증권

머티리얼즈 CIC 분기별 영업이익 전망



자료: SK, SK 증권

SK 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	186,566	자회사 가치 대비 50% 할인
브랜드 가치	32,937	23년 브랜드 수수료의 10 배
자체사업 가치	67,251	IT 서비스 0.77 조원 + 머티리얼즈 5.9 조원
순차입금	107,077	2Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)	693	
적정 시가총액	178,984	
발행주식수	73,198,329	
적정주가	244,519	
목표주가	240,000	
현재주가	144,000	
상승여력	66.7%	

자료: SK 증권

SK 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	SK 이노베이션	106,171	34.5%	34,669	36,629	
	SK 텔레콤	123,934	30.0%	29,299	37,193	
	SK 스퀘어	97,694	30.6%	24,861	29,845	
	SK 네트워크스	11,175	41.2%	7,062	4,604	
	SKC	46,313	40.6%	5,487	18,822	
	에스엠코어	890	26.6%	289	237	
	SK 리츠	14,508	32.4%	4,365	4,702	
	SK 바이오팜	78,157	64.0%	3,692	50,036	
	SK	104,404	25.5%		26,643	
	비상장사	SK E&S		90.0%	26,000	61,000
SK 실트론			51.0%	6,226	11,031	EV/EBITDA 7 배
SK 예코플랜트			47.8%	5,453	16,187	유상증자 가치(22.07.15)
SK 팜테코			100.0%	16,512	16,512	장부가액 적용
기타				68,559	59,691	장부가액 적용
자회사 가치 합계				232,475	373,131	

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	64,994	64,835	79,537	92,828	108,446
현금및현금성자산	21,394	22,684	30,520	42,249	54,790
매출채권 및 기타채권	18,011	17,057	19,527	20,288	21,785
재고자산	15,552	15,007	16,513	17,156	18,423
비유동자산	129,512	142,136	142,900	133,940	124,980
장기금융자산	10,319	10,051	9,928	9,928	9,928
유형자산	59,922	73,494	74,223	67,158	60,093
무형자산	20,185	18,587	17,072	15,177	13,282
자산총계	194,506	206,970	222,438	226,769	233,426
유동부채	63,053	65,353	73,794	75,031	77,467
단기금융부채	30,326	32,026	35,026	35,026	35,026
매입채무 및 기타채무	21,229	22,681	31,752	32,988	35,424
단기충당부채	632	571	711	711	711
비유동부채	59,644	63,738	63,084	63,084	63,084
장기금융부채	50,704	53,829	53,377	53,377	53,377
장기매입채무 및 기타채무	2,006	1,754	1,172	1,172	1,172
장기충당부채	867	1,227	1,208	1,208	1,208
부채총계	122,697	129,091	136,878	138,115	140,550
지배주주지분	21,596	20,727	22,765	23,905	25,294
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,411	8,985	8,910	8,910	8,910
기타자본구성요소	-2,009	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948
자기주식	-2,009	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948
이익잉여금	14,919	13,668	14,583	15,723	17,112
비지배주주지분	50,213	57,152	62,794	64,748	67,582
자본총계	71,809	77,879	85,559	88,654	92,876
부채외자본총계	194,506	206,970	222,438	226,769	233,426

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	7,678	11,354	11,887	12,163	13,129
당기순이익(손실)	3,966	-406	3,745	3,370	4,498
비현금성항목등	13,726	14,489	12,114	11,953	12,091
유형자산감가상각비	7,049	7,232	7,082	7,065	7,065
무형자산상각비	1,735	1,756	1,888	1,895	1,895
기타	4,942	5,501	3,144	2,993	3,131
운전자본감소(증가)	-6,422	1,383	376	-167	-329
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3,880	1,240	-606	-761	-1,498
재고자산의감소(증가)	-5,509	881	-1,379	-643	-1,267
매입채무및기타채무의증가(감소)	3,817	549	2,527	1,237	2,435
기타	-6,062	-6,093	-6,164	-3,784	-4,462
법인세납부	-2,471	-1,982	-1,816	-790	-1,331
투자활동현금흐름	-14,959	-21,628	-8,469	0	0
금융자산의감소(증가)	2,630	649	-333	0	0
유형자산의감소(증가)	-12,642	-18,719	-8,802	0	0
무형자산의감소(증가)	-582	-480	-372	0	0
기타	-4,366	-3,078	1,039	0	0
재무활동현금흐름	16,013	11,524	3,516	-275	-275
단기금융부채의증가(감소)	10,426	-1,144	1,168	0	0
장기금융부채의증가(감소)	4,101	5,989	1,824	0	0
자본의증가(감소)	153	574	-75	0	0
배당금지급	-1,708	-1,674	-1,266	-275	-275
기타	3,041	7,779	1,866	0	0
현금의 증가(감소)	9,076	1,290	7,836	11,783	12,492
기초현금	12,318	21,394	22,684	30,519	42,302
기말현금	21,394	22,684	30,519	42,302	54,794
FCF	-4,964	-7,365	3,085	12,163	13,129

자료 : SK, SK증권 추정

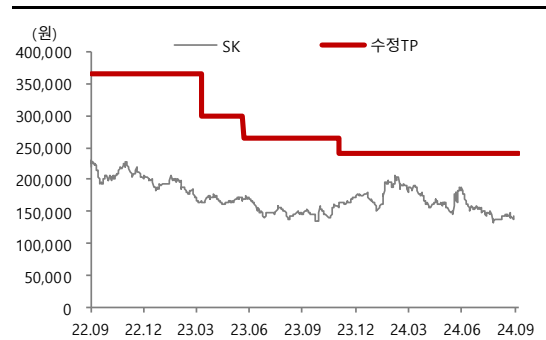
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	132,079	131,238	130,898	138,394	148,182
매출원가	116,436	118,445	119,578	123,366	132,101
매출총이익	15,644	12,793	11,320	15,028	16,081
매출총이익률(%)	11.8	9.7	8.6	10.9	10.9
판매비와 관리비	7,482	8,354	5,587	6,868	6,253
영업이익	8,161	5,056	5,884	8,160	9,828
영업이익률(%)	6.2	3.9	4.5	5.9	6.6
비영업손익	-2,261	-5,735	-705	-4,000	-4,000
순금융손익	-1,575	-2,333	-2,592	-2,203	-1,801
외환관련손익	-375	-156	-248	0	0
관계기업등 투자손익	84	-2,359	1,116	0	0
세전계속사업이익	5,900	-678	5,179	4,160	5,828
세전계속사업이익률(%)	4.5	-0.5	4.0	3.0	3.9
계속사업법인세	2,376	619	1,545	790	1,331
계속사업이익	3,524	-1,297	3,634	3,370	4,498
중단사업이익	442	891	111	0	0
*법인세외과	175	105	0	0	0
당기순이익	3,966	-406	3,745	3,370	4,498
순이익률(%)	3.0	-0.3	2.9	2.4	3.0
지배주주	1,099	-777	1,361	1,415	1,664
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	-0.6	1.0	1.0	1.1
비지배주주	2,867	370	2,384	1,954	2,834
총포괄이익	3,376	-609	6,702	3,370	4,498
지배주주	852	-1,113	2,321	1,220	1,629
비지배주주	2,524	504	4,381	2,149	2,869
EBITDA	16,945	13,427	14,703	17,120	18,788

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	35.9	-0.6	-0.3	5.7	7.1
영업이익	67.9	-38.0	16.4	38.7	20.4
세전계속사업이익	-1.4	적전	흑전	-19.7	40.1
EBITDA	27.9	-20.8	9.5	16.4	9.7
EPS	-59.0	적전	흑전	13.2	17.6
수익성 (%)					
ROA	2.2	-0.2	1.7	1.5	2.0
ROE	5.1	-3.7	6.3	6.1	6.8
EBITDA마진	12.8	10.2	11.2	12.4	12.7
안정성 (%)					
유동비율	103.1	99.2	107.8	123.7	140.0
부채비율	170.9	165.8	160.0	155.8	151.3
순차입금/자기자본	76.9	77.0	63.8	48.3	32.6
EBITDA/이자비용(배)	8.3	4.2	4.1	4.8	5.3
배당성향	25.5	-35.6	20.2	19.5	17.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,792	-22,609	17,108	19,369	22,776
BPS	315,927	307,557	338,227	353,827	372,833
CFPS	132,266	111,316	141,382	141,993	145,399
주당 현금배당금	5,000	5,000	5,000	5,000	5,300
Valuation지표 (배)					
PER	21.5	-7.9	8.4	7.4	6.3
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	1.4	1.6	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.1	9.7	8.7	6.9	5.8
배당수익률	2.6	2.8	3.5	3.5	3.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.15	매수	240,000원	6개월		
2023.06.02	매수	265,000원	6개월	-43.14%	-34.04%
2023.03.22	매수	300,000원	6개월	-43.88%	-41.23%
2021.09.16	매수	365,000원	6개월	-38.04%	-25.07%



Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 12일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------