

# SK (034730/KS)

## 실적은 상저하고, 빠질만큼 빠진 주가

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 240,000 원(유지)

현재주가: 138,200 원

상승여력: 73.7%



Analyst  
최관순

ks1.choi@sks.co.kr  
3773-8812

#### Company Data

발행주식수	7,250 만주
시가총액	10,020 십억원
주요주주	
최태원(외39)	25.55%
자사주	24.80%

#### Stock Data

주가(24/08/14)	138,200 원
KOSPI	2,644.50pt
52주 최고가	207,500 원
52주 최저가	131,300 원
60일 평균 거래대금	72 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 2Q24: 영업이익 컨센서스 하회

SK 2Q24 실적은 매출액 31.2 조원(-0.3% 이하 YoY), 영업이익 0.76 조원(+10.1%, OPM: 2.4%)이다. 스퀘어(흑자전환), 텔레콤(+17.4%) 등의 영업이익 개선세로 전년동기 대비 영업이익은 증가했으나, 이노베이션(적자확대), 에코플랜트(-46.2%), E&S(-34.5%) 등의 자회사 실적부진으로 영업이익 컨센서스(1.26 조원) 대비로는 부진한 실적을 기록하였다. 다만 이노베이션은 3 분기 흑자전환이 가능할 것으로 예상되며, 발전량 회복이 예상되는 E&S 도 하반기 점진적인 실적개선이 예상된다. 이에 연간 영업이익도 전년대비 23% 증가할 것으로 예상된다.

### 사업적 시너지와 지분가치 현실화를 견인할 지배구조 개편안

SK는 지난 7월 SK 이노베이션과 SK E&S, SK 온과 SK 트레이딩인터내셔널 및 SK 팬텀과의 합병을 결정하였다. 이노베이션과 E&S의 합병 이후 석유, 화학, 가스, 발전, 수소 등 에너지 관련 포트폴리오를 완성하게 되며 SK는 합병법인 지분 55.9%를 확보하게 된다. SK 온은 합병으로 재무구조 개선이 예상된다. 또한 SK는 SK 에코플랜트의 유상증자에 SK S.E.Asia Pte.Ltd.(반도체 모듈 기업인 에센코어 지분 100% 보유) 보통주 2,340 만주(100%)를 현물출자하고, SK 머티리얼즈에어플러스(반도체용 산업가스 제조)와 SK 에코플랜트 간의 포괄적 주식교환을 결정했다. 이번 딜로 SK는 자회사 가치가 장부가 대비 1.1 조원 가량 증가하는 효과가 발생하며, SK 에코플랜트 지분율도 61.7%로 상승하게 될 예정이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 24만원(유지)

SK에 대한 투자의견 매수를 유지한다. SK 현 주가는 NAV 대비 할인율이 72.0%까지 확대되어 밸류에이션 매력력이 높고, 최근 추진되고 있는 지배구조 개편안이 완성된 이후 자회사 간 사업적 시너지와 SK가 보유한 비상장 자회사 가치가 현실화 되는 계기가 될 것으로 예상하기 때문이다.

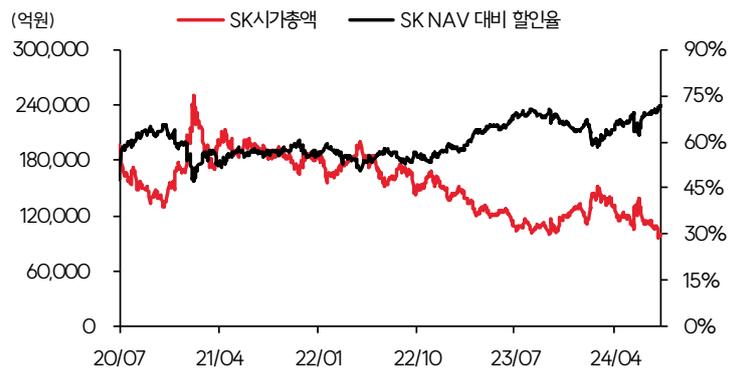
#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	97,204	132,079	131,238	131,285	138,020	147,348
영업이익	십억원	4,860	8,161	5,056	6,214	9,681	11,909
순이익(지배주주)	십억원	1,966	1,099	-777	1,746	1,797	2,035
EPS	원	21,420	8,792	-22,609	22,641	24,588	27,855
PER	배	11.7	21.5	-7.9	6.1	5.6	5.0
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	9.7	8.0	5.9	4.8
ROE	%	10.2	5.1	-3.7	8.0	7.6	8.1

SK 분기별 실적전망										(단위: 조원)	
	1Q24A	2Q24A	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	33.03	31.20	33.47	33.59	35.60	32.90	34.71	34.81	131.29	138.02	147.35
별도	1.24	0.80	0.81	0.79	1.59	0.64	0.82	0.97	3.64	4.02	4.19
이노베이션	18.86	18.80	19.46	19.60	19.26	20.27	20.02	19.67	76.72	79.23	84.82
스퀘어	0.91	0.47	0.74	0.86	1.17	-	0.97	1.13	2.98	3.27	3.42
텔레콤	4.47	4.42	4.49	4.57	4.50	4.51	4.60	4.62	17.95	18.23	18.62
네트웍스	2.48	1.69	2.07	2.28	2.54	1.73	2.12	2.33	8.52	8.72	8.90
SKC	0.42	0.47	0.53	0.59	0.58	0.66	0.73	0.82	2.01	2.78	3.48
에코플랜트	2.06	2.20	2.29	2.07	2.07	2.17	2.25	2.12	8.62	8.61	9.35
E&S	3.57	2.23	2.59	2.93	3.67	2.31	2.69	3.05	11.32	11.71	12.27
머티리얼즈	0.32	0.34	0.34	0.37	0.38	0.40	0.35	0.39	1.37	1.52	1.63
실트론	0.48	0.49	0.53	0.57	0.57	0.55	0.57	0.63	2.07	2.33	2.55
영업이익	1.54	0.76	2.26	1.66	2.63	1.01	3.24	2.80	6.22	9.68	11.91
별도	0.61	0.13	0.41	0.07	0.96	0.07	0.43	0.09	1.22	1.55	1.56
이노베이션	0.62	-0.05	0.38	0.53	0.50	0.72	1.16	1.19	1.48	3.57	4.75
스퀘어	0.32	0.77	0.58	0.64	0.71	-	1.27	1.41	2.32	3.38	3.41
텔레콤	0.50	0.46	0.52	0.33	0.51	0.54	0.56	0.34	1.82	1.94	2.06
네트웍스	0.06	0.03	0.04	0.05	0.07	0.03	0.05	0.06	0.18	0.21	0.22
SKC	-0.08	-0.06	-0.03	0.00	0.06	0.05	0.02	-0.00	-0.17	0.12	0.29
에코플랜트	0.06	0.07	0.08	-0.04	0.06	0.06	0.08	0.00	0.17	0.21	0.26
E&S	0.46	0.19	0.24	0.22	0.33	0.19	0.28	0.24	1.11	1.04	1.20
머티리얼즈	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09	0.08	0.09	0.25	0.34	0.33
실트론	0.04	0.07	0.10	0.11	0.10	0.11	0.12	0.11	0.32	0.43	0.47

자료: SK, SK증권

SK NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

구분	내용	비고
자회사 지분가치	185,983	자회사 가치 대비 50% 할인
브랜드 가치	32,937	23년 브랜드 수수료의 10 배
자체사업 가치	64,567	IT 서비스 0.8 조원 + 머티리얼즈 5.6 조원
순차입금	111,408	1Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)	690	
적정 시가총액	171,389	
발행주식수	73,198,329	
적정주가	234,143	
목표주가	240,000	
현재주가	138,200	
상승여력	73.7%	

자료: SK 증권

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	SK 이노베이션	98,991	34.5%	34,669	34,152	
	SK 텔레콤	118,135	30.0%	29,299	35,452	
	SK 스퀘어	110,899	30.6%	24,861	33,880	
	SK 네트워크	9,980	41.2%	7,062	4,112	
	SKC	46,919	40.6%	5,487	19,068	
	에스엠코어	908	26.6%	289	241	
	SK 리츠	13,777	32.4%	4,365	4,465	
	SK 바이오팜	77,452	64.0%	3,692	49,585	
	SK	100,199	25.5%		25,570	
비상장사	SK E&S		90.0%	26,000	61,000	유상증자 가치(17.11.17)
	SK 실트론		51.0%	6,226	12,052	EV/EBITDA 7 배
	SK 에코플랜트		47.8%	5,453	16,187	유상증자 가치(22.07.15)
	SK 팜테크		100.0%	16,512	16,512	장부가액 적용
	기타			68,559	59,691	장부가액 적용
<b>자회사 가치 합계</b>				<b>232,475</b>	<b>371,966</b>	
순차입금					111,408	
브랜드 가치					32,937	23년 브랜드 수익의 10 배
자체사업 가치					64,567	IT 서비스 0.8 조원 + 머티리얼즈 5.6 조원
SK NAV					358,062	
SK 시가총액					100,199	
현주가 NAV 대비 할인율					72.0%	

자료: SK 증권

SK 이노베이션과 SK E&S 합병 상세 <span style="float: right;">(단위: 원, 십억원)</span>			
	SK 이노베이션	SK E&S	합병법인
SK 지분율	36.2%	90.0%	55.90%
합병가액	112,396	133,947	
합병비율	1	1.191742	
기업가치	10,760	6,215	

자료: 전자공시시스템, SK 증권

SK 이노베이션과 SK E&S 23년 연결실적 <span style="float: right;">(단위: 십억원)</span>		
	SK 이노베이션	SK E&S
매출액	77,288	11,167
영업이익	1,287	1,332
당기순이익	555	1,086
EBITDA	3,711	2,202

자료: Quantwise, SK 증권

SK 에코플랜트 유상증자에 따른 자회사 가치 증분 <span style="float: right;">(단위: 억원)</span>			
	SK S.E.Asia Pte.Ltd.	SK 머티리얼즈에어플러스	합산
장부가	258	3,396	3,654
유상증자가치	6,700	8,127	14,827
<b>가치 증분</b>	<b>6,442</b>	<b>4,731</b>	<b>11,173</b>

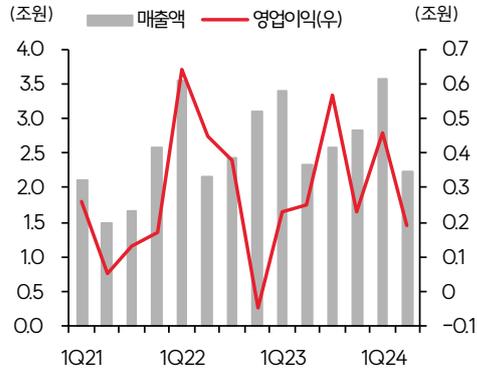
자료: SK 증권

SK 에코플랜트 기업가치 산정 <span style="float: right;">(단위: 주, 원, 십억원)</span>	
구분	내용
기존 발행 보통주	35,297,293
유상증자(에센코어)	9,131,092
유상증자(SK 머티리얼즈에어플러스)	6,800,000
우선주(22.07.15)	1,333,334
우선주(22.06.23)	940,000
유상증자 및 우선주 전환 후 총 보통주*	62,595,055
SK 에코플랜트 주당 가치	73,377
<b>SK 에코플랜트 기업가치(십억원)</b>	<b>4,593</b>

자료: SK 증권

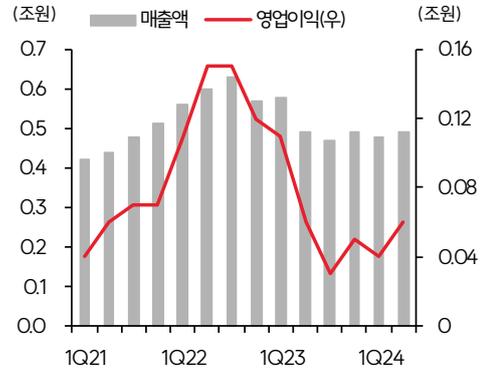
\*: 우선주 1주당 보통주 5주로 전환. 우선주의 보통주 전환 후 SK의 SK 에코플랜트 지분율: 50.5%

SKE&S 분기별 실적추이



자료: SK, SK 증권

SK 실트론 분기별 실적추이



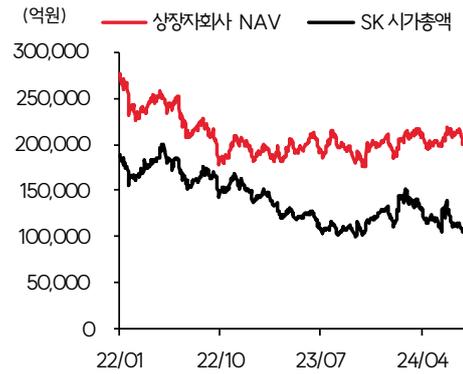
자료: SK, SK 증권

SK 상장자회사 NAV 대비 시가총액 추이



자료: SK 증권

SK 상장자회사 NAV와 SK 시가총액 추이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	64,994	64,835	78,578	92,701	109,169
현금및현금성자산	21,394	22,684	36,362	49,130	62,888
매출채권 및 기타채권	18,011	17,057	17,951	18,605	19,914
재고자산	15,552	15,007	15,814	16,390	17,543
<b>비유동자산</b>	129,512	142,136	140,179	131,180	122,180
장기금융자산	10,319	10,051	10,314	10,314	10,314
유형자산	59,922	73,494	71,571	64,437	57,303
무형자산	20,185	18,587	17,116	15,250	13,385
<b>자산총계</b>	194,506	206,970	218,757	223,881	231,348
<b>유동부채</b>	63,053	65,353	68,567	69,688	71,931
단기금융부채	30,326	32,026	33,337	33,337	33,337
매입채무 및 기타채무	21,229	22,681	30,764	31,885	34,127
단기충당부채	632	571	681	681	681
<b>비유동부채</b>	59,644	63,738	66,900	66,900	66,900
장기금융부채	50,704	53,829	56,967	56,967	56,967
장기매입채무 및 기타채무	2,006	1,754	1,402	1,402	1,402
장기충당부채	867	1,227	1,183	1,183	1,183
<b>부채총계</b>	122,697	129,091	135,467	136,588	138,830
<b>지배주주지분</b>	21,596	20,727	22,753	24,274	26,034
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,411	8,985	8,914	8,914	8,914
기타자본구성요소	-2,009	-1,960	-2,024	-2,024	-2,024
자기주식	-2,009	-1,960	-2,024	-2,024	-2,024
이익잉여금	14,919	13,668	15,153	16,674	18,434
비지배주주지분	50,213	57,152	60,537	63,018	66,484
<b>자본총계</b>	71,809	77,879	83,290	87,293	92,518
<b>부채외자본총계</b>	194,506	206,970	218,757	223,881	231,348

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	7,678	11,354	11,120	13,168	14,282
당기순이익(손실)	3,966	-406	4,050	4,278	5,501
비현금성항목등	13,726	14,489	12,744	12,113	12,247
유형자산감가상각비	7,049	7,232	7,134	7,134	7,134
무형자산상각비	1,735	1,756	1,866	1,866	1,866
기타	4,942	5,501	3,745	3,114	3,247
운전자본감소(증가)	-6,422	1,383	-1,822	-109	-219
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3,880	1,240	279	-654	-1,308
재고자산의감소(증가)	-5,509	881	-622	-576	-1,153
매입채무및기타채무의증가(감소)	3,817	549	-1,679	1,121	2,242
기타	-6,062	-6,093	-5,098	-4,117	-4,855
법인세납부	-2,471	-1,982	-1,247	-1,003	-1,608
<b>투자활동현금흐름</b>	-14,959	-21,628	-3,513	0	0
금융자산의감소(증가)	2,630	649	-158	0	0
유형자산의감소(증가)	-12,642	-18,719	-3,197	0	0
무형자산의감소(증가)	-582	-480	-395	0	0
기타	-4,366	-3,078	237	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	16,013	11,524	3,905	-275	-275
단기금융부채의증가(감소)	10,426	-1,144	938	0	0
장기금융부채의증가(감소)	4,101	5,989	2,630	0	0
자본의증가(감소)	153	574	-71	0	0
배당금지급	-1,708	-1,674	-105	-275	-275
기타	3,041	7,779	513	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	9,076	1,290	13,715	12,808	13,780
기초현금	12,318	21,394	22,684	36,399	49,207
기말현금	21,394	22,684	36,399	49,207	62,987
FCF	-4,964	-7,365	7,923	13,168	14,282

자료 : SK, SK증권 추정

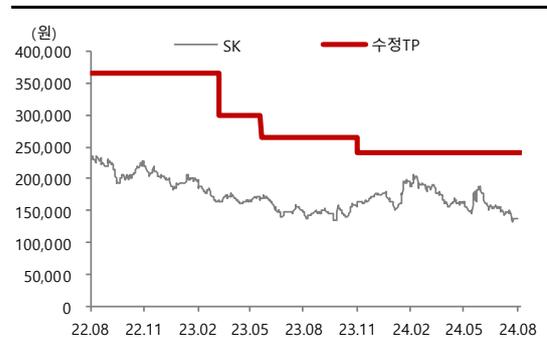
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	132,079	131,238	131,285	138,020	147,348
<b>매출원가</b>	116,436	118,445	118,313	123,033	131,356
<b>매출총이익</b>	15,644	12,793	12,973	14,987	15,992
매출총이익률(%)	11.8	9.7	9.9	10.9	10.9
<b>판매비와 관리비</b>	7,482	8,354	6,797	5,306	4,083
<b>영업이익</b>	8,161	5,056	6,214	9,681	11,909
영업이익률(%)	6.2	3.9	4.7	7.0	8.1
<b>비영업손익</b>	-2,261	-5,735	-614	-4,400	-4,800
순금융손익	-1,575	-2,333	-2,567	-2,110	-1,638
외환관련손익	-375	-156	-180	0	0
관계기업등 투자손익	84	-2,359	457	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	5,900	-678	5,600	5,281	7,109
세전계속사업이익률(%)	4.5	-0.5	4.3	3.8	4.8
<b>계속사업법인세</b>	2,376	619	1,642	1,003	1,608
<b>계속사업이익</b>	3,524	-1,297	3,958	4,278	5,501
<b>중단사업이익</b>	442	891	91	0	0
<b>*법인세외과</b>	175	105	30	0	0
<b>당기순이익</b>	3,966	-406	4,050	4,278	5,501
순이익률(%)	3.0	-0.3	3.1	3.1	3.7
지배주주	1,099	-777	1,746	1,797	2,035
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	-0.6	1.3	1.3	1.4
비지배주주	2,867	370	2,304	2,481	3,466
총포괄이익	3,376	-609	5,934	4,278	5,501
지배주주	852	-1,113	1,907	1,375	1,768
비지배주주	2,524	504	4,027	2,903	3,733
<b>EBITDA</b>	16,945	13,427	15,175	18,681	20,909

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	35.9	-0.6	0.0	5.1	6.8
영업이익	67.9	-38.0	22.9	55.8	23.0
세전계속사업이익	-1.4	적전	흑전	-5.7	34.6
EBITDA	27.9	-20.8	13.0	23.1	11.9
EPS	-59.0	적전	흑전	8.6	13.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	2.2	-0.2	1.9	1.9	2.4
ROE	5.1	-3.7	8.0	7.6	8.1
EBITDA마진	12.8	10.2	11.6	13.5	14.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	103.1	99.2	114.6	133.0	151.8
부채비율	170.9	165.8	162.6	156.5	150.1
순차입금/자기자본	76.9	77.0	60.7	43.3	26.0
EBITDA/이자비용(배)	8.3	4.2	4.0	4.9	5.5
배당성향	25.5	-35.6	15.8	15.3	14.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,792	-22,609	22,641	24,588	27,855
BPS	315,927	307,557	339,092	359,910	383,996
CFPS	132,266	111,316	147,061	147,759	151,026
주당 현금배당금	5,000	5,000	5,000	5,000	5,300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	21.5	-7.9	6.1	5.6	5.0
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	1.4	1.6	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.1	9.7	8.0	5.9	4.8
배당수익률	2.6	2.8	3.6	3.6	3.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 08월 16일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------