

**SK** (034730)

2024.05.13

## 자산가치 상승에서 주주가치 상승으로 바뀔때

[지주/ESG/Mid-Small Cap] 이상현  
2122-9198 value3@hi-ib.com

### 자사주 소각 등 주주환원 확대 기대됨

SK C&C는 지난 2010년부터 2014년까지 세차례에 걸쳐 주가 안정을 위해 총 6,000억원을 들여 자사주 600만주를 사들였다. 당시 전체 발행주식수(5000만주)의 12%에 달하는 규모다. 이후 2015년 4월 SKC&C가 지주사인 SK와 흡수합병을 결정하면서 보유 중인 자사주 전량을 소각하였다. 이는 SKC&C의 유동 주식수를 줄여 결과적으로 최태원 회장의 합병준속법인(SK&C)에 대한 지분을 감소를 최소화하는 효과를 냈다. 이러한 합병으로 최태원 회장→SK C&C→SK로 이어지던 지배구조가 최태원 회장→SK로 단순화 되었다.

합병 과정에서 SKC&C의 기존 SK 보유주식 1,494만주는 합병 비율(SK 주식 1주당 SKC&C 합병신주 0.7367839주)에 따라 1,101만주의 합병신주로 전환돼 자사주로 다시 쌓였다. 여기에서 동사는 합병 직후인 2015년 9월 1일부터 11월 1일까지 주가 안정을 위해 자사주 351만주를 또다시 매입하였다. 이로써 전체 발행 주식의 20%에 달하는 총 1,454만주의 자사주를 들고 있게 된 것이다.

또한 지난 2019년 10월 2일부터 12월 11일까지 주가안정을 통한 주주가치 제고를 목적으로 주식시장을 통하여 352만주의 자사주를 취득하였다. 이에 따라 지난해 말 기준으로 동사의 주주구성을 살펴보면 최태원 17.7%, 최기원 6.6%, 기타 특수관계인 1.6%, 국민연금 7.0%, 자사주 24.9%, 기타 42.2% 등으로 분포되어 있다. 이렇듯 동사의 자사주가 18,336,119주에 이르고 있다.

최근 정부의 기업 밸류업 프로그램, 자사주 제도 개선 등의 핵심은 대주주의 사익추구를 근절하고 지배구조를 개선하겠다는 의지가 담긴 것이며 이런 기조가 결국에는 기업들의 지배당, 자사주 소각 등 주주환원정책 확대로 옮겨갈 가능성이 크다. 이번 자사주 개선제도에서 자사주 소각 의무화가 제외됐지만 정부의 지배구조 개선정책 지속성 등을 고려할 때 동사가 보유하고 있는 자사주 24.6%의 일정부분에 대하여 소각 등을 기대할 수 있을 것이다.

### 양적인 투자로 자산가치를 상승시키기 보다는 주주환원 확대로 주주가치를 상승시켜야 할 시기

동사는 첨단 소재, 그린, 바이오, 디지털 등 그룹의 4대 핵심 영역을 중심으로 각각 투자 센터를 운영하면서 그 동안 양적인 투자만을 주도해 왔다. 이러한 양적인 투자확대 등이 주주가치 제고로 이어지지 않고 있기 때문에 동사 밸류에이션을 하락시키는 요인으로 작용하였다. 즉, 양적 투자확대로 인한 순차입금 증가로 차입금 의존도만 높아지면서 동사 밸류에이션에 마이너스 요소로 작용하였다.

이러한 환경하에서 지난해 12월 조직 개편 등이 이루어 졌다. 이에 따라 향후 투자 등이 상당부분 축소될 것으로 예상되며, 금액이 크지 않은 초기 산업 기업을 투자 등에 한정되어서 이뤄질 것으로 전망된다.

다른 한편으로는 최근 동사가 일부 투자지분에 대하여 매각하거나 매각 등을 진행하고 있어서 향후 주주가치 제고의 기반을 마련할 수 있을 것이다.

그동안 차입금 증가로 인한 양적인 투자로 자산가치만 상승시키면서 밸류에이션에 악화요인으로 작용하였다. 그러나 향후 투자지분 매각 등이 주주환원 확대로 이어진다면 밸류에이션을 레벨업시킬 수 있는 기반을 마련할 것이다.

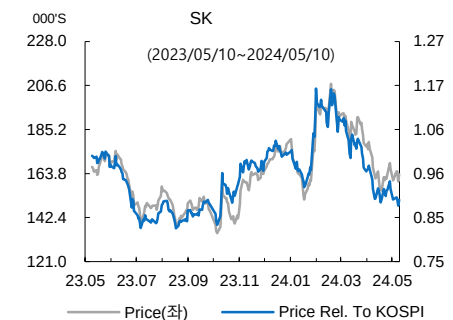
## Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 240,000원(유지) |
| 종가(2024.05.10) | 163,500원     |
| 상승여력           | 46.8%        |

| Stock Indicator |                  |
|-----------------|------------------|
| 자본금             | 16십억원            |
| 발행주식수           | 7,320만주          |
| 시가총액            | 11,968십억원        |
| 외국인지분율          | 24.9%            |
| 52주 주가          | 134,900~207,500원 |
| 60일평균거래량        | 162,111주         |
| 60일평균거래대금       | 29.6십억원          |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | -1.9 | -16.6 | 2.4   | -2.1  |
| 상대수익률    | -2.8 | -20.7 | -10.8 | -11.4 |

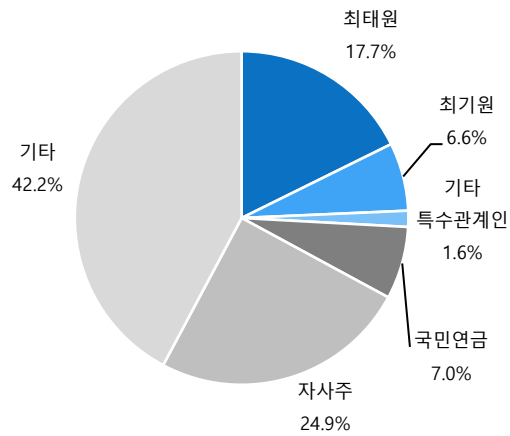
### Price Trend



| FY           | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 131,238 | 132,007 | 134,985 | 138,471 |
| 영업이익(십억원)    | 5,056   | 5,153   | 6,777   | 7,404   |
| 순이익(십억원)     | -777    | 1,343   | 1,978   | 2,211   |
| EPS(원)       | -10,496 | 18,201  | 26,814  | 29,979  |
| BPS(원)       | 280,985 | 292,744 | 313,115 | 336,652 |
| PER(배)       |         | 9.0     | 6.1     | 5.5     |
| PBR(배)       | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.5     |
| ROE(%)       | -3.7    | 6.3     | 8.9     | 9.2     |
| 배당수익률(%)     | 2.0     | 2.1     | 2.1     | 2.1     |
| EV/EBITDA(배) | 9.5     | 8.3     | 7.6     | 6.8     |

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. SK 주주 분포(2023년 12월 31일 기준)



자료: SK, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 2022년 SK 투자 사례

**SiC 전력반도체 Value Chain 구축**  
- 韓 YPTX社 인수

**Decarbonization 성장 거점 선점**  
- 美 Terra Power社 투자

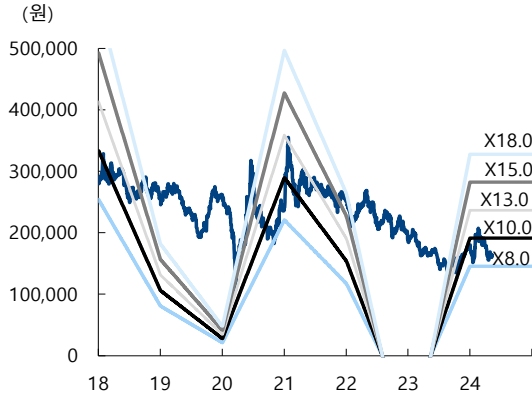


**세포·유전자 CDMO 사업 영역 확대**  
- 美 CBM社 투자

**Mobility 및 AI 영역 경쟁력 강화**  
- 韓 소프트베리社 투자

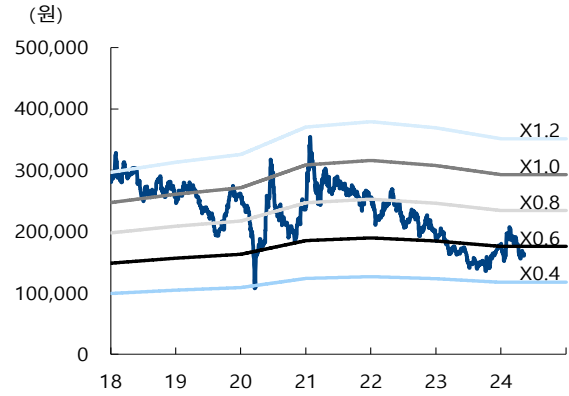
자료: SK, 하이투자증권 리서치본부

그림3. SK PER 밴드



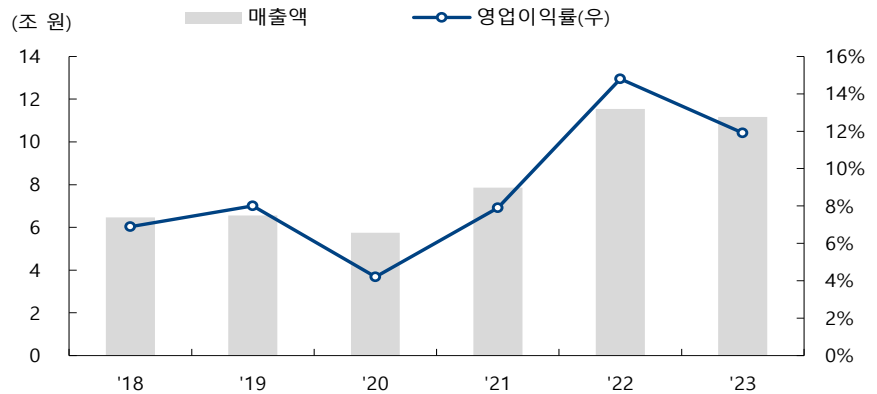
자료: SK, 하이투자증권 리서치본부

그림4. SK PBR 밴드



자료: SK, 하이투자증권 리서치본부

그림5. SK E&S 매출액 및 영업이익률 추이



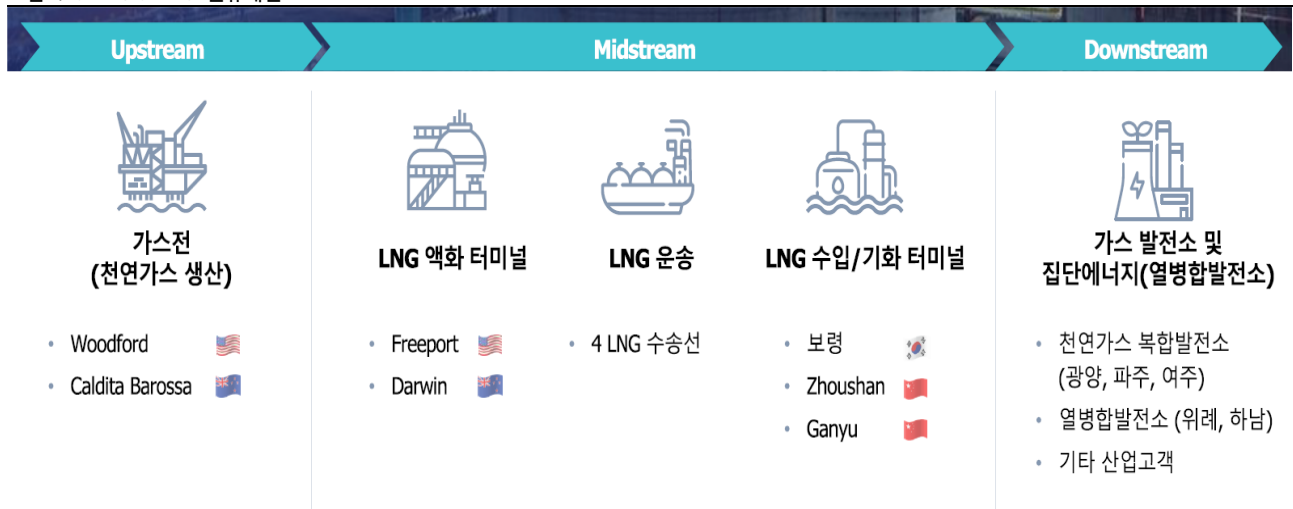
자료: SK E&S, 하이투자증권 리서치본부

그림6. SK E&S 사업 포트폴리오



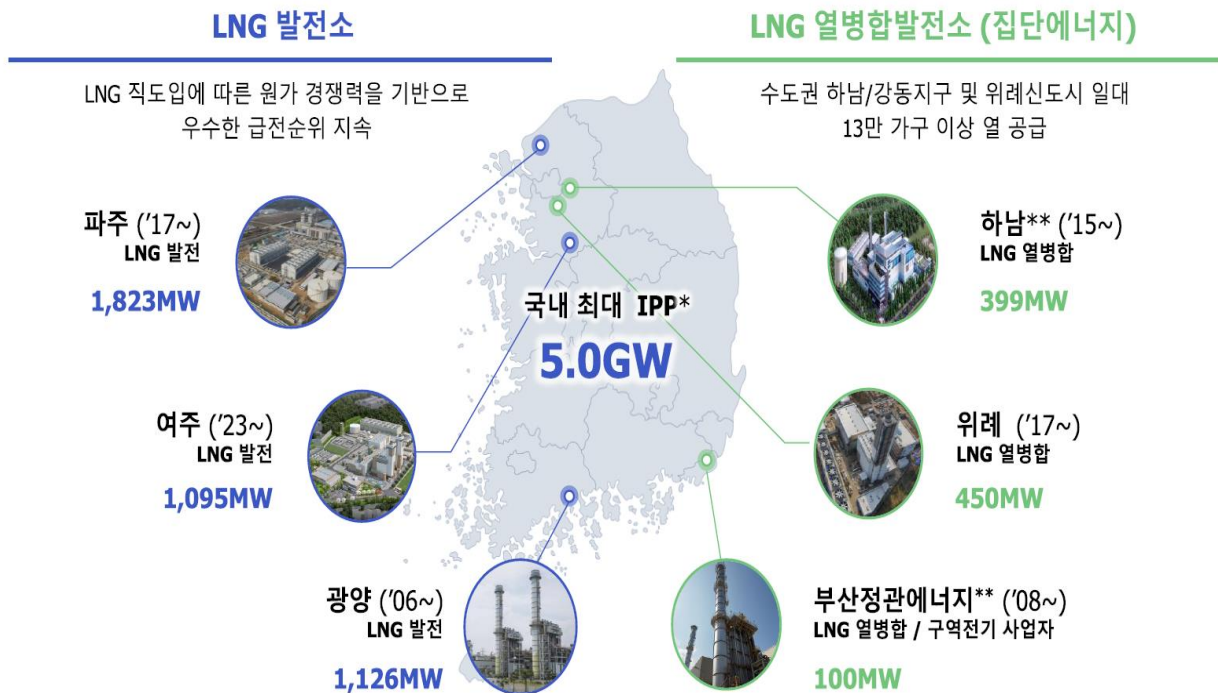
자료: SK E&S, 하이투자증권 리서치본부

그림7. SK E&S LNG 밸류체인



자료: SK E&S, 하이투자증권 리서치본부

그림8. SK E&S LNG 밸류체인(Downstream)



\* Independent Power Plant

\*\* KOGAS 연료 도입 중, 그 외 발전소는 LNG 직도입

자료: SK E&S, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

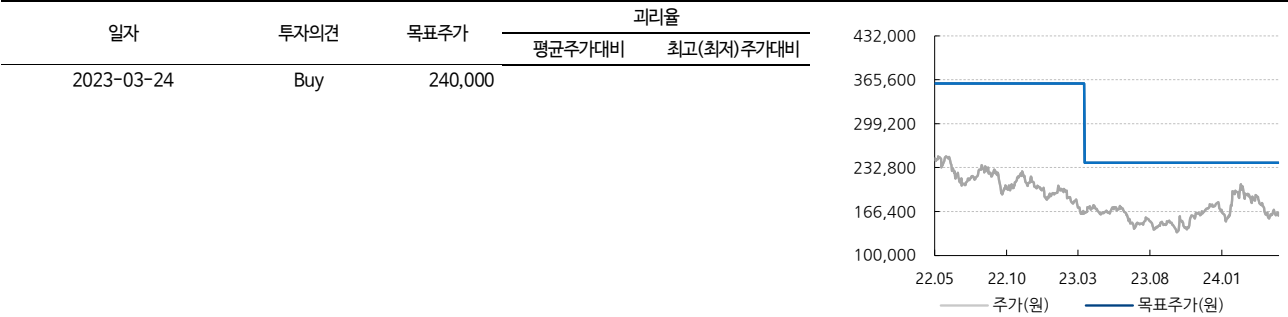
| 재무상태표      |         |         |         |         | 포괄손익계산서     |         |         |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)      | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   | (십억원, %)    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 유동자산       | 64,835  | 80,708  | 97,016  | 112,952 | 매출액         | 131,238 | 132,007 | 134,985 | 138,471 |
| 현금 및 현금성자산 | 22,684  | 38,086  | 53,161  | 67,521  | 증가율(%)      | -0.6    | 0.6     | 2.3     | 2.6     |
| 단기금융자산     | 3,399   | 2,799   | 2,305   | 1,898   | 매출원가        | 118,445 | 118,433 | 119,802 | 122,617 |
| 매출채권       | 18,412  | 18,512  | 18,899  | 19,352  | 매출총이익       | 12,793  | 13,574  | 15,183  | 15,854  |
| 재고자산       | 15,007  | 15,095  | 15,435  | 15,834  | 판매비와관리비     | 8,354   | 8,421   | 8,406   | 8,451   |
| 비유동자산      | 142,136 | 131,663 | 122,960 | 115,697 | 연구개발비       | 658     | 661     | 676     | 694     |
| 유형자산       | 73,494  | 65,532  | 59,116  | 53,947  | 기타영업수익      | 617     | -       | -       | -       |
| 무형자산       | 18,587  | 16,965  | 15,567  | 14,362  | 기타영업비용      | -       | -       | -       | -       |
| 자산총계       | 206,970 | 212,370 | 219,976 | 228,649 | 영업이익        | 5,056   | 5,153   | 6,777   | 7,404   |
| 유동부채       | 65,353  | 67,896  | 71,032  | 74,651  | 증가율(%)      | -38.0   | 1.9     | 31.5    | 9.2     |
| 매입채무       | 12,949  | 13,025  | 13,319  | 13,663  | 영업이익률(%)    | 3.9     | 3.9     | 5.0     | 5.3     |
| 단기차입금      | 17,388  | 17,388  | 17,388  | 17,388  | 이자수익        | 873     | 1,368   | 1,857   | 2,324   |
| 유동성장기부채    | 13,019  | 13,019  | 13,019  | 13,019  | 이자비용        | 3,206   | 3,206   | 3,206   | 3,206   |
| 비유동부채      | 63,738  | 63,738  | 63,738  | 63,738  | 지분법이익(손실)   | -2,359  | -2,359  | -2,359  | -2,359  |
| 사채         | 29,309  | 29,309  | 29,309  | 29,309  | 기타영업외손익     | -895    | 3,783   | 3,798   | 3,475   |
| 장기차입금      | 19,261  | 19,261  | 19,261  | 19,261  | 세전계속사업이익    | -678    | 4,397   | 6,524   | 7,294   |
| 부채총계       | 129,091 | 131,634 | 134,770 | 138,389 | 법인세비용       | 619     | 1,064   | 1,579   | 1,765   |
| 자배주주지분     | 20,727  | 21,594  | 23,097  | 24,833  | 세전계속이익률(%)  | -0.5    | 3.3     | 4.8     | 5.3     |
| 자본금        | 16      | 16      | 16      | 16      | 당기순이익       | -406    | 3,333   | 4,945   | 5,529   |
| 자본잉여금      | 8,985   | 8,985   | 8,985   | 8,985   | 순이익률(%)     | -0.3    | 2.5     | 3.7     | 4.0     |
| 이익잉여금      | 13,668  | 14,738  | 16,443  | 18,382  | 자배주주귀속 순이익  | -777    | 1,343   | 1,978   | 2,211   |
| 기타자본항목     | -1,942  | -2,145  | -2,348  | -2,550  | 기타포괄이익      | -203    | -203    | -203    | -203    |
| 비자배주주지분    | 57,152  | 59,142  | 62,109  | 65,427  | 총포괄이익       | -609    | 3,130   | 4,742   | 5,326   |
| 자본총계       | 77,879  | 80,736  | 85,206  | 90,259  | 자배주주귀속총포괄이익 | -       | -       | -       | -       |

| 현금흐름표        |         |        |        |        | 주요투자지표                 |         |         |         |         |
|--------------|---------|--------|--------|--------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)        | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |                        | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 영업활동 현금흐름    | 11,354  | 16,421 | 16,198 | 15,570 | 주당지표(원)                |         |         |         |         |
| 당기순이익        | -406    | 3,333  | 4,945  | 5,529  | EPS                    | -10,496 | 18,201  | 26,814  | 29,979  |
| 유형자산감가상각비    | 7,232   | 7,962  | 6,416  | 5,170  | BPS                    | 280,985 | 292,744 | 313,115 | 336,652 |
| 무형자산상각비      | 1,756   | 1,622  | 1,398  | 1,205  | CFPS                   | 110,948 | 148,137 | 132,746 | 116,399 |
| 지분법관련손실(이익)  | -2,359  | -2,359 | -2,359 | -2,359 | DPS                    | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 5,000   |
| 투자활동 현금흐름    | -21,628 | -2,787 | -2,893 | -2,980 | Valuation(배)           |         |         |         |         |
| 유형자산의 처분(취득) | -18,719 | -      | -      | -      | PER                    |         | 9.0     | 6.1     | 5.5     |
| 무형자산의 처분(취득) | -480    | -      | -      | -      | PBR                    | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.5     |
| 금융상품의 증감     | -1,242  | -1,471 | -1,471 | -1,471 | PCR                    | 1.6     | 1.1     | 1.2     | 1.4     |
| 재무활동 현금흐름    | 11,524  | 6,810  | 6,815  | 6,815  | EV/EBITDA              | 9.5     | 8.3     | 7.6     | 6.8     |
| 단기금융부채의증감    | -1,144  | -      | -      | -      | Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| 장기금융부채의증감    | 7,254   | -      | -      | -      | ROE                    | -3.7    | 6.3     | 8.9     | 9.2     |
| 자본의증감        | -       | -      | -      | -      | EBITDA이익률              | 10.7    | 11.2    | 10.8    | 10.0    |
| 배당금지급        | -1,674  | -277   | -273   | -273   | 부채비율                   | 165.8   | 163.0   | 158.2   | 153.3   |
| 현금및현금성자산의증감  | 1,290   | 15,402 | 15,075 | 14,360 | 순부채비율                  | 67.9    | 47.2    | 27.6    | 10.6    |
| 기초현금및현금성자산   | 21,394  | 22,684 | 38,086 | 53,161 | 매출채권회전율(x)             | 7.0     | 7.2     | 7.2     | 7.2     |
| 기말현금및현금성자산   | 22,684  | 38,086 | 53,161 | 67,521 | 재고자산회전율(x)             | 8.6     | 8.8     | 8.8     | 8.9     |

자료 : SK, 하이투자증권 리서치본부

SK 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

|                                                |                                     |
|------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 종목추천 투자등급                                      | 산업추천 투자등급                           |
| 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. | 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 |
| · Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상                    | · Overweight(비중확대)                  |
| · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락          | · Neutral (중립)                      |
| · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상                    | · Underweight (비중축소)                |

[투자등급 비율 : 2024-03-31 기준]

|       |        |    |
|-------|--------|----|
| 매수    | 중립(보유) | 매도 |
| 92.1% | 7.9%   | -  |