

SK (034730/KS)

E&S 와 이노베이션 합병, SK 주가에도 긍정적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(유지)

현재주가: 155,900 원

상승여력: 53.9%



Analyst
최관순

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

Company Data

발행주식수	7,250 만주
시가총액	11,303 십억원
주요주주	
최태원(외39)	25.69%
자사주	24.80%

Stock Data

주가(24/07/17)	155,900 원
KOSPI	2,843.29 pt
52주 최고가	207,500 원
52주 최저가	134,900 원
60일 평균 거래대금	70 십억원

주가 및 상대수익률



SK E&S 와 SK 이노베이션 합병 결정

전일 SK 의 자회사인 SK E&S(90.0%)와 SK 이노베이션(36.2%)은 합병을 결정하였다. SK 이노베이션이 존속법인이 되며 SK 이노베이션과 SK E&S 의 합병비율은 1:1.1917417 이다. 합병의 기준이 된 기업가치는 SK 이노베이션 10.7 조원, SK E&S 6.2 조원이다. 또한 SK 이노베이션에 대한 주식매수청구 예정가격은 111,943 원이다. 합병 후 SK 의 합병법인에 대한 지분율은 55.9%가 될 예정이다. 합병법인은 석유, 화학, 가스, 발전, 수소 등 에너지 관련 거의 모든 포트폴리오를 보유하는 자산 100 조원 규모의 종합 에너지 회사가 된다. 23 년 기준 합산 EBITDA 는 5.9 조원으로 사업적 시너지 창출을 통해 30 년까지 20 조원을 목표로 한다.

SK 온, SK 트레이딩인터내셔널 및 SK 엔텀과 합병

SK 이노베이션의 자회사인 SK 온은 SK 트레이딩인터내셔널(23년 순이익 4,456 억원) 및 SK 엔텀(24 년 신설법인)과 합병을 결정하였다. 이번 지배구조 개편으로 SK 온의 재무구조 개선을 기대할 수 있다. SK 온의 재무구조에 대한 리스크가 SK 이노베이션 주가에 부정적인 영향을 미쳐온 만큼 SK 온의 재무구조 개선은 SK 이노베이션과 SK E&S 합병법인의 주가에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 24 만원(유지)

합병 과정에서 비상장 자회사인 SK E&S 의 가치는 6.2 조원으로 평가되었는데 23 년 말 연결 실적 기준 PBR 0.83 배, PER 5.7 배, EV/EBITDA 5.1배에 해당한다. 이는 17 년 유상증자 당시의 기업가치(6.7 조원)과 유사한 수준이다. 기존 NAV 와 유사한 수준이기 때문에 SK 에 대한 목표주가를 24 만원으로 유지한다. SK 온은 SK 트레이딩인터내셔널, SK 엔텀과의 합병을 통해 재무구조 개선이 기대되는 만큼 SK 이노베이션과 SK E&S 합병법인의 주가 상승 가능성도 높으며, 합병법인 55.9%를 보유하게 될 SK 의 주가에도 긍정적이라 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	97,204	132,079	131,238	136,072	144,519	155,404
영업이익	십억원	4,860	8,161	5,056	7,347	9,916	12,741
순이익(지배주주)	십억원	1,966	1,099	-777	809	1,076	1,508
EPS	원	21,420	8,792	-22,609	9,818	14,721	20,642
PER	배	11.7	21.5	-7.9	15.9	10.6	7.6
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	8.2	7.1	9.7	7.6	6.0	4.8
ROE	%	10.2	5.1	-3.7	3.8	4.8	6.5

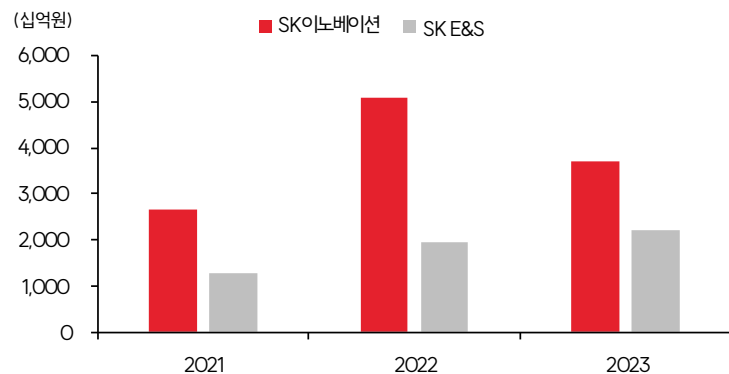
SK 이노베이션과 SK E&S 합병 상세			
	SK 이노베이션	SK E&S	합병법인
SK 지분율	36.2%	90.0%	55.90%
합병가액	112,396	133,947	
합병비율	1	1.191742	
기업가치	10,760	6,215	

자료: 전자공시시스템, SK 증권

SK 이노베이션과 SK E&S 23년 연결실적		
	SK 이노베이션	SK E&S
매출액	77,288	11,167
영업이익	1,287	1,332
당기순이익	555	1,086
EBITDA	3,711	2,202

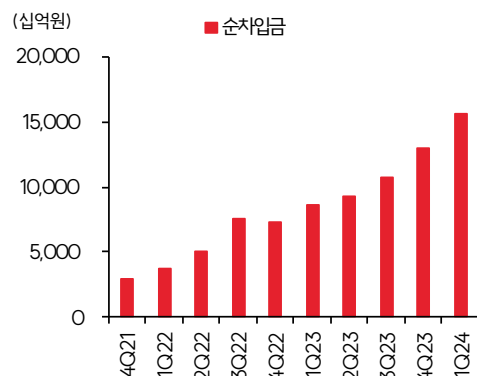
자료: Quantwise, SK 증권

SK 이노베이션과 SK E&S EBITDA 추이



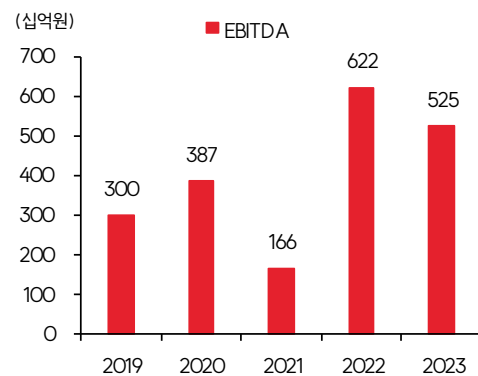
자료: Quantwise, SK 증권

SK 온 순차입금 추이



자료: Quantwise, SK 증권

SK 트레이딩인터내셔널 EBITDA 추이



자료: Quantwise, SK 증권

SK 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	191,087	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)	787	
적정 시가총액	176,396	
발행주식수	73,198,329	
적정주가	240,984	
목표주가	240,000	
현재주가	155,900	
상승여력	53.9%	

자료: SK 증권

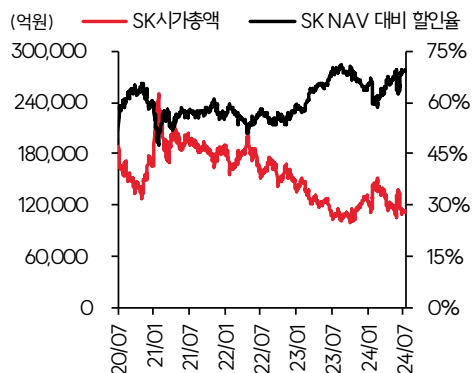
SK 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	SK 이노베이션	110,383	36.2%	34,669	39,959	
	SK 텔레콤	110,617	30.0%	29,299	33,196	
	SK 스퀘어	135,424	30.6%	24,861	41,372	
	SK 네트워크스	10,356	41.2%	7,062	4,267	
	SKC	61,460	40.6%	5,487	24,977	
	에스엠코어	1,014	26.6%	289	270	
	SK 리츠	12,723	32.4%	4,365	4,124	
	SK 바이오팜	61,789	64.0%	3,692	39,557	
	SK	113,684	25.5%		29,011	
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 7배
	SK 에코플랜트		47.8%	5,453	16,187	유상증자 가치(22.07.15)
	SK 팜테크		100.0%	16,512	16,512	장부가액 적용
	기타			68,317	59,691	장부가액 적용
자회사 가치 합계				232,232	382,174	

자료: SK 증권

SK NAV 대비 할인을 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

SK 이노베이션과 SK 시가총액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	64,994	64,835	79,112	93,391	110,673
현금및현금성자산	21,394	22,684	35,420	48,210	62,386
매출채권 및 기타채권	18,011	17,057	18,664	19,382	20,882
재고자산	15,552	15,007	16,442	17,075	18,396
비유동자산	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
자산총계	194,506	206,970	219,292	224,570	232,853
유동부채	63,053	65,353	69,789	71,020	73,590
단기금융부채	30,326	32,026	33,337	33,337	33,337
매입채무 및 기타채무	21,229	22,681	31,986	33,216	35,787
단기충당부채	632	571	681	681	681
비유동부채	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
부채총계	122,697	129,091	136,689	137,919	140,490
지배주주지분	21,596	20,727	21,817	22,620	23,856
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	14,216	15,019	16,255
비지배주주지분	50,213	57,152	60,755	63,982	68,507
자본총계	71,809	77,879	82,572	86,602	92,362
부채와자본총계	194,506	206,970	219,261	224,521	232,852

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	7,678	11,354	10,282	13,182	14,782
당기순이익(손실)	3,966	-406	3,330	4,303	6,033
비현금성항목등	13,726	14,489	12,420	12,349	12,563
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	3,420	3,349	3,563
운전자본감소(증가)	-6,422	1,383	-1,942	-120	-251
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3,880	1,240	-434	-718	-1,500
재고자산의감소(증가)	-5,509	881	-1,250	-633	-1,321
매입채무및기타채무의증가(감소)	3,817	549	-457	1,231	2,570
기타	-6,062	-6,093	-4,435	-4,563	-5,470
법인세납부	-2,471	-1,982	-908	-1,214	-1,907
투자활동현금흐름	-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
재무활동현금흐름	16,013	11,524	3,906	-273	-273
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	-104	-273	-273
기타	3,041	7,779	513	0	0
현금의 증가(감소)	9,076	1,290	12,642	12,831	14,214
기초현금	12,318	21,394	22,684	35,325	48,156
기말현금	21,394	22,684	35,325	48,156	62,370
FCF	-4,964	-7,365	7,085	13,182	14,782

자료 : SK, SK증권 추정

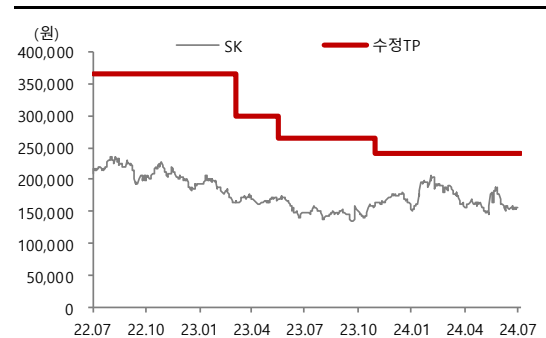
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	132,079	131,238	136,072	144,519	155,404
매출원가	116,436	118,445	122,603	128,826	138,526
매출총이익	15,644	12,793	13,469	15,693	16,878
매출총이익률(%)	11.8	9.7	9.9	10.9	10.9
판매비와 관리비	7,482	8,354	6,161	5,777	4,137
영업이익	8,161	5,056	7,347	9,916	12,741
영업이익률(%)	6.2	3.9	5.4	6.9	8.2
비영업손익	-2,261	-5,735	-2,804	-4,400	-4,800
순금융손익	-1,575	-2,333	-2,581	-2,136	-1,655
외환관련손익	-375	-156	-180	0	0
관계기업등 투자손익	84	-2,359	457	0	0
세전계속사업이익	5,900	-678	4,543	5,516	7,941
세전계속사업이익률(%)	4.5	-0.5	3.3	3.8	5.1
계속사업법인세	2,376	619	1,304	1,214	1,907
계속사업이익	3,524	-1,297	3,239	4,303	6,033
중단사업이익	442	891	91	0	0
*법인세효과	175	105	30	0	0
당기순이익	3,966	-406	3,330	4,303	6,033
순이익률(%)	3.0	-0.3	2.4	3.0	3.9
지배주주	1,099	-777	809	1,076	1,508
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	-0.6	0.6	0.7	1.0
비지배주주	2,867	370	2,522	3,227	4,525
총포괄이익	3,376	-609	5,215	4,303	6,033
지배주주	852	-1,113	1,676	1,383	1,939
비지배주주	2,524	504	3,539	2,920	4,094
EBITDA	16,945	13,427	16,308	18,916	21,741

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	35.9	-0.6	3.7	6.2	7.5
영업이익	67.9	-38.0	45.3	35.0	28.5
세전계속사업이익	-1.4	적전	흑전	21.4	44.0
EBITDA	27.9	-20.8	21.5	16.0	14.9
EPS	-59.0	적전	흑전	49.9	40.2
수익성 (%)					
ROA	2.2	-0.2	1.6	1.9	2.6
ROE	5.1	-3.7	3.8	4.8	6.5
EBITDA마진	12.8	10.2	12.0	13.1	14.0
안정성 (%)					
유동비율	103.1	99.2	113.4	131.5	150.4
부채비율	170.9	165.8	165.5	159.3	152.1
순차입금/자기자본	76.9	77.0	62.4	44.7	26.6
EBITDA/이자비용(배)	8.3	4.2	4.3	5.0	5.7
배당성향	25.5	-35.6	33.7	25.3	19.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,792	-22,609	9,818	14,721	20,642
BPS	315,927	307,557	326,280	337,270	354,182
CFPS	132,266	111,316	134,238	137,891	143,813
주당 현금배당금	5,000	5,000	5,000	5,000	5,500
Valuation지표 (배)					
PER	21.5	-7.9	15.9	10.6	7.6
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	1.4	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.1	9.7	7.6	6.0	4.8
배당수익률	2.6	2.8	3.2	3.2	3.5

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 기관투자자 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 07월 18일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------