



BUY (유지)

목표주가(12M) 240,000원
현재주가(3.20) 183,000원

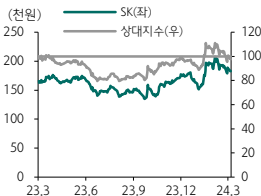
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,690.14
52주 최고/최저(원)	207,500/134,900
시가총액(십억원)	13,395.3
시가총액비중(%)	0.61
발행주식수(천주)	73,198.3
60일 평균 거래량(천주)	199.4
60일 평균 거래대금(십억원)	37.1
외국인지분율(%)	24.78
주요주주 지분율(%)	
최대인 외 40 인	25.57
국민연금공단	7.55

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	134,106.9	138,933.0
영업이익(십억원)	7,171.4	7,979.0
순이익(십억원)	2,646.6	3,677.4
EPS(원)	15,828	21,654
BPS(원)	396,757	419,619

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	132,079.4	131,237.9	132,568.0	140,330.9
영업이익	8,161.3	5,056.4	7,097.1	7,655.6
세전이익	5,900.0	(678.2)	3,362.3	3,304.2
순이익	1,098.7	(776.8)	973.6	1,296.1
EPS	14,705	(10,496)	13,199	17,571
증감율	(46.71)	적전	흑전	33.12
PER	12.85	(16.96)	13.84	10.40
PBR	0.60	0.58	0.58	0.55
EV/EBITDA	7.05	9.70	7.47	7.55
ROE	5.13	(3.67)	4.62	5.93
BPS	315,927	307,557	316,658	329,425
DPS	5,000	5,000	6,000	7,000



Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 김현수 hskim02@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 3월 21일 | 기업분석_Update

SK (034730)

밸류업을 계기로 보다 적극적으로 주주환원정책 변화 기대

컨센서스 하회했지만 주요 자회사들의 실적은 4분기를 기점으로 개선되는 모습

SK에 대한 투자이견 매수와 목표주가 240,000원을 유지. 4분기 실적은 컨센서스를 하회했지만 매출액은 YoY 1.8% 증가한 32.7조원을 기록했고, 영업이익은 1,845억원으로 전년대비 흑자전환에 성공. 이로써 지난해 연간 영업이익은 약 5.1조원으로 전년대비 3조원 가량 감소했는데 이는 주요 자회사인 SK이노베이션과 SKC, 그리고 SK스퀘어의 실적 부진 때문이었음. SK이노베이션의 경우 유가 하락 영향과 화학부문 납사 및 메탈가 하락 등 원가 상승에 기인하고, SKC는 전기차 수요 둔화 및 가동을 하락과 전력료 상승 등으로 원가율이 상승했기 때문. SK스퀘어 또한 자회사인 SK하이닉스의 업황 부진으로 저조한 실적을 보였는데 다만 SK하이닉스의 경우 AI형 메모리 중심 수요 증가로 4분기 중 영업이익이 1.6조원을 기록하며 흑자전환에 성공했고, SK이노베이션 또한 AMPC(첨단 제조생산 세액공제) 증가 등으로 영업이익이 726억원을 기록하며 전년대비 흑자전환에 성공. 4분기 기점으로 그동안 부진했던 주요 자회사의 실적이 흑자전환하는 등 상당폭 개선되는 모습

2024년 본격적인 실적 개선으로 배당재원 확대 전망. DPS는 상승 전환 예상

올해의 영업환경 또한 양호한 흐름이 예상된다는 점에서 자회사들의 실적 개선 지속에 대한 기대감이 확대될 전망. SK하이닉스는 AI형 메모리 수요 증가가 계속 이어질 것으로 예상되고, SK바이오팜의 경우 자체 개발한 뇌전증 치료제 엑스코프리(XCOPRI US)의 매출 성장이 계속될 것으로 기대. SK실트론과 머티리얼즈 CIC도 하반기에는 Wafer 판매 및 특수가스/산업가스 M/S 확대 등 반도체 경기 회복에 따른 수혜 예상. SK E&S의 경우 신규 발전소 실적이 연간으로 온기에 반영되고, 미국 Freeport 도입 정상화로 영업이익이 증익으로 전환될 전망. 별도 실적 또한 양호할 것으로 예상되는데 2021년 이후 연평균 14% 이상 매출이 성장한 IT서비스 부문도 외형 성장이 지속될 듯. 2023년 별도 기준 연간 영업수익은 4.1조원으로 YoY 22.8% 증가한 수치를 기록했는데 올해에도 추가 증익 예상. 배당재원인 영업수익 확대를 고려시 주당 5,000원으로 정채되어 있던 DPS 또한 상승 전환할 가능성이 높음

밸류업 프로그램 확정시 주주환원정책 업그레이드 전망. 기보유 자사주 소각도 기대

주요 자회사인 SK텔레콤, SK이노베이션, SK스퀘어 등이 최근 자사주 매입·소각을 완료하고 있으며 SK도 11월 이후부터 매입한 약 1,200억원의 자사주를 신탁계약 완료시 소각할 예정. 시장의 관심은 SK C&C와의 합병 과정 등에서 발생한 기보유 자사주 약 18백만주(24.6%)의 소각 여부. 지금까지는 과세 이슈로 인해 고려 대상이 아니었지만 정부의 밸류업 프로그램 도입에 발맞춰 소각을 진행할 가능성이 있다고 판단. 물론 전량 소각시 발생할 수 있는 약 4,000~5,000억원 내외의 세금은 부담일 수 있지만 분할 소각 등을 통해 부담을 완화시킬 수도 있음. 밸류업 프로그램이 최종 확정될 경우 '자회사 경상 배당수입의 30% 이상 기본 배당, 자사주 1% 이상 매입·소각'의 현 주주환원정책도 한단계 업그레이드될 여지가 높음

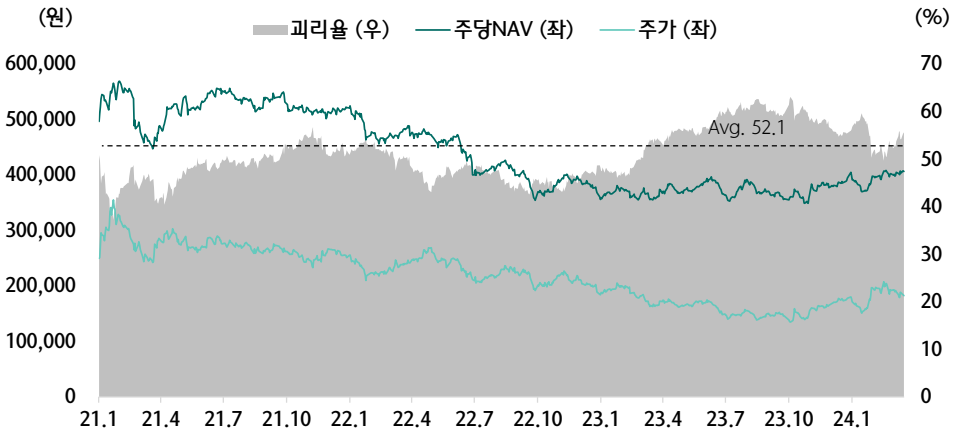
도표 1. SK NAV 및 SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고	
영업가치		자체사업 (IT)	324.3	8.0	2,594	8.7	
		로열티	291.9	5.0	1,460	4.9	
		임대료	65.2	5.0	326	1.1	
		소계			4,380	14.6	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		SK 텔레콤	30.6	11,384	3,480	11.6	상장 자회사 가치 50% 할인
		SK 스퀘어	30.5	9,645	2,946	9.9	
		SK 이노베이션	36.2	11,460	4,151	13.9	
		SK 바이오팜	64.0	7,314	4,683	15.7	
		SK 네트워크	41.2	1,445	595	2.0	
		SKC	40.6	4,359	1,771	5.9	
		에스엠코어	26.6	116	31	0.1	
		SK리츠	32.4	1,094	355	1.2	
		소계			18,013	60.2	
	상장사 50% 할인 적용			9,006	30.1		
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가 /EBITDA	Value	NAV 비중	비고
		SK E&S	90.0	1,729	4,446	14.9	EV/EBITDA 5배 적용
		SK 에코플랜트	44.5	545	449	1.5	K-OTC 장외시장 시가총액에 50% 할인
		SK 실트론	51.0	309	1,310	4.4	SUMCO, Shin-etsu chemical, Globalwafers 평균 12M Trailing PER 16.6에 자회사 가치 50% 할인
		SK 팜테코	100.0	1,651	1,651	5.5	장부가 적용
		기타		6,832	6,832	22.8	장부가 적용
소계				14,688	49.1		
자기주식			3,420	11.4	시가 적용		
순차입금(별도)			10,597	-37.0	4Q23, 별도기준		
실제 NAV			29,904	100.0			
목표 NAV			20,898	68.0			
발행주식수			74,149,329				
목표주가			240,000				
현재주가 (3/20)			183,000				
상승여력(%)			31.1%				

주: 상장 자회사 시가총액은 3월 20일 종가 기준

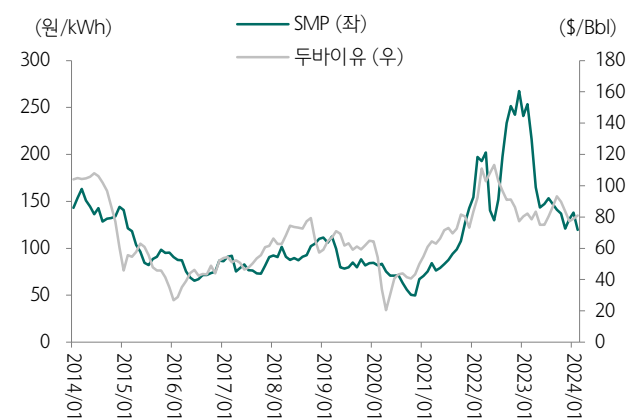
도표 2. SK NAV와 실제 주가 및 괴리를 추이



주: 2024년 3월 20일 종가 기준

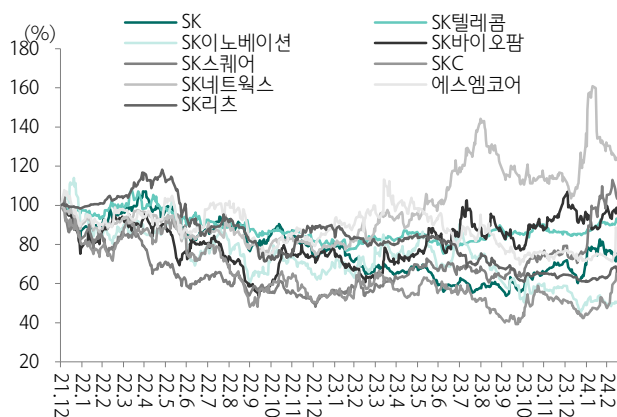
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 3. 월별 가중평균 SMP 및 월평균 유가(Dubai) 추이



자료: 전력거래소, 한국석유공사, 하나증권

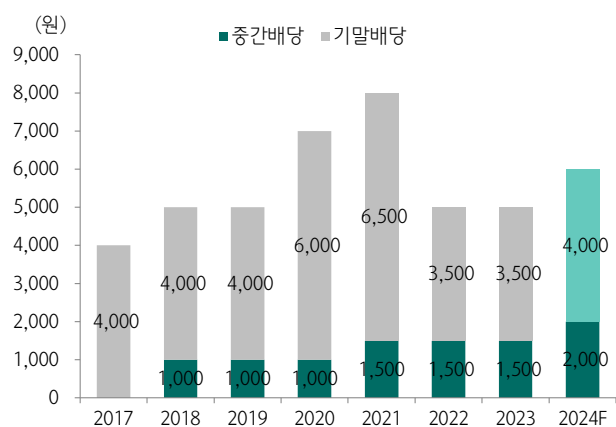
도표 4. SK와 자회사의 주가지수 차이



주: 2021년 12월 30일 종가를 100으로 한 상대지수

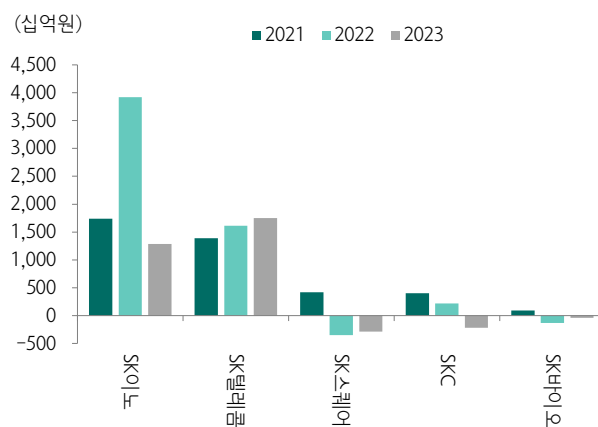
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. SK 중간배당 및 기말배당 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 6. SK 주요 상장 계열사 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: Quantivise, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F	
매출액	97,203.7	132,079.4	131,237.9	132,568.0	140,330.9	
매출원가	86,422.8	116,435.6	118,444.9	117,444.3	124,189.4	
매출총이익	10,780.9	15,643.8	12,793.0	15,123.7	16,141.5	
판매비	5,921.1	7,482.5	8,353.6	8,026.6	8,485.8	
영업이익	4,859.8	8,161.3	5,056.4	7,097.1	7,655.6	
금융손익	(1,436.5)	(2,834.8)	(2,479.8)	(2,394.2)	(2,053.8)	
중속/관계기업손익	1,923.1	84.2	(2,359.5)	(1,137.6)	(1,748.5)	
기타영업외손익	636.0	489.3	(895.3)	(203.0)	(549.1)	
세전이익	5,982.3	5,900.0	(678.2)	3,362.3	3,304.2	
법인세	641.6	2,375.6	619.1	1,116.8	996.6	
계속사업이익	5,340.7	3,524.4	(1,297.3)	2,371.1	2,498.8	
중단사업이익	365.2	441.8	890.9	325.7	608.3	
당기순이익	5,705.9	3,966.2	(406.4)	2,696.9	3,107.1	
포괄이익	3,740.3	2,867.5	370.4	1,723.2	1,811.0	
지분법제외)순이익	1,965.6	1,098.7	(776.8)	973.6	1,296.1	
지배주주포괄이익	3,013.8	852.5	(1,113.4)	1,626.6	1,874.1	
NOPAT	4,338.6	4,875.2	9,672.4	5,004.9	5,789.5	
EBITDA	13,247.5	16,944.9	13,427.3	16,311.7	15,249.0	
성장성(%)						
매출액증가율	20.27	35.88	(0.6)	1.0	5.9	
NOPAT증가율	662.23	12.37	98.4	(48.3)	15.7	
EBITDA증가율	67.53	27.91	(20.8)	21.5	(6.5)	
조정)영업이익증가율	흑전	67.93	(38.0)	40.4	7.9	
지분법제외)순이익증가율	937.80	(44.10)	적전	흑전	33.1	
지분법제외)EPS증가율	933.41	(46.71)	적전	흑전	33.1	
수익성(%)						
매출총이익률	11.09	11.84	9.7	11.4	11.5	
EBITDA이익률	13.63	12.83	10.2	12.3	10.9	
조정)영업이익률	5.00	6.18	3.9	5.4	5.5	
계속사업이익률	5.49	2.67	(1.0)	1.8	1.8	

투자지표		2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)						
EPS		27,592	14,705	(10,496)	13,199	17,571
BPS		308,591	315,927	307,557	316,658	329,425
CFPS		184,987	236,788	190,287	209,077	186,415
EBITDAPS		185,961	226,793	181,427	221,132	206,725
SPS		1,364,494	1,767,765	1,773,260	1,797,179	1,902,419
DPS		8,000	5,000	5,000	6,000	7,000
주가지표(배)						
PER		9.10	12.85	(16.96)	13.8	10.4
PBR		0.81	0.60	0.58	0.6	0.6
PCFR		1.36	0.80	0.94	0.9	1.0
EV/EBITDA		8.16	7.05	9.70	7.5	7.6
PSR		0.18	0.11	0.10	0.1	0.1
재무비율(%)						
ROE		10.16	5.13	(3.67)	4.6	5.9
ROA		1.30	0.61	(0.39)	0.5	0.6
ROIC		5.84	5.54	9.55	5.0	6.5
부채비율		152.27	170.87	165.76	163.3	162.0
순부채비율		68.83	76.89	77.00	61.6	49.4
이자보상배율(배)		3.43	3.99	1.58	2.0	2.2

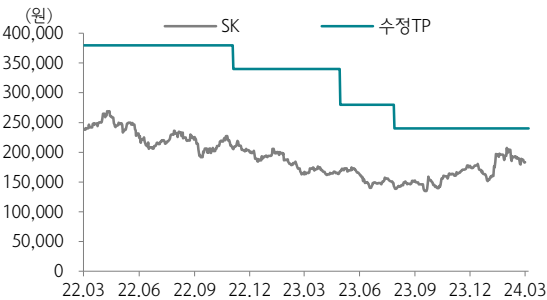
자료: 하나증권

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F	
유동자산	49,193.2	64,993.6	64,834.6	77,126.9	88,636.0	
금융자산	19,040.3	25,962.0	26,373.3	36,933.7	45,494.2	
현금성자산	12,317.6	21,393.9	22,683.7	33,080.6	41,362.8	
매출채권 등	11,387.4	14,334.5	13,879.4	14,527.1	15,629.7	
재고자산	10,680.7	15,552.3	15,006.6	15,706.8	16,899.0	
기타유동자산	8,084.8	9,144.8	9,575.3	9,959.3	10,613.1	
비유동자산	116,175.2	129,512.3	142,135.6	134,252.2	128,925.1	
투자자산	36,797.1	37,115.6	36,070.0	37,401.1	39,667.4	
금융자산	10,746.6	9,658.6	9,532.5	9,625.3	9,783.2	
유형자산	51,393.7	59,921.9	73,494.4	66,652.0	60,951.6	
무형자산	18,300.4	20,184.6	18,587.3	16,215.1	14,322.2	
기타비유동자산	9,684.0	12,290.2	13,983.9	13,984.0	13,983.9	
자산총계	165,368.4	194,505.9	206,970.3	211,379.1	217,561.1	
유동부채	44,974.9	63,053.2	65,353.3	66,926.5	69,604.9	
금융부채	17,219.1	30,383.5	32,051.2	32,126.8	32,255.4	
매입채무 등	9,519.5	14,024.9	12,949.4	13,553.7	14,582.5	
기타유동부채	18,236.3	18,644.8	20,352.7	21,246.0	22,767.0	
비유동부채	54,840.9	59,643.9	63,737.9	64,179.0	64,929.9	
금융부채	46,939.4	50,795.2	54,286.4	54,286.4	54,286.4	
기타비유동부채	7,901.5	8,848.7	9,451.5	9,892.6	10,643.5	
부채총계	99,815.7	122,697.1	129,091.2	131,105.5	134,534.7	
지배주주지분	21,243.8	21,595.6	20,726.8	21,398.0	22,339.8	
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	
자본잉여금	8,258.1	8,411.0	8,985.0	8,985.0	8,985.0	
자본조정	(1,812.8)	(2,009.1)	(1,960.1)	(1,960.1)	(1,960.1)	
기타포괄이익누계	721.3	258.9	17.6	17.6	17.6	
이익잉여금	14,061.1	14,918.6	13,668.1	14,339.4	15,281.1	
비지배주주지분	44,308.9	50,213.2	57,152.3	58,875.6	60,686.6	
자본총계	65,552.7	71,808.8	77,879.1	80,273.6	83,026.4	
순금융부채	45,118.2	55,216.7	59,964.3	49,479.4	41,047.6	

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동현금흐름	6,112.7	7,677.7	11,353.9	12,161.7	11,126.4
당기순이익	5,705.9	3,966.2	(406.4)	2,696.9	3,107.1
조정	4,508.3	10,133.7	10,377.5	9,214.6	7,593.3
감가상각비	8,387.7	8,783.6	8,988.0	9,214.6	7,593.3
외환거래손익	114.9	(305.4)	(194.0)	0.0	0.0
지분법손익	(2,439.4)	(214.3)	1,570.9	0.0	0.0
기타	(1,554.9)	1,869.8	12.6	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(4,101.5)	(6,422.2)	1,382.8	250.2	426.0
투자활동현금흐름	(15,420.0)	(14,959.1)	(21,627.8)	(1,494.6)	(2,544.6)
투자자산감소(증가)	(8,472.6)	(234.3)	3,405.1	(1,331.2)	(2,266.3)
유형자산감소(증가)	(8,387.0)	(12,642.0)	(18,719.1)	0.0	0.0
기타투자활동	1,439.6	(2,082.8)	(6,313.8)	(163.4)	(278.3)
재무활동현금흐름	11,597.9	16,012.7	11,524.0	(226.8)	(225.8)
금융부채증가(감소)	8,158.2	17,091.3	4,825.1	75.5	128.6
자본증가(감소)	1,197.2	152.9	574.0	0.0	0.0
기타재무활동	3,636.8	476.9	7,798.9	0.0	0.0
배당지급	(1,394.3)	(1,708.4)	(1,674.0)	(302.3)	(354.4)
현금의 증감	2,220.6	9,076.3	1,289.8	10,113.3	8,282.2
Unlevered CFO	13,178.1	17,691.7	14,083.0	15,422.5	13,750.8
Free Cash Flow	(2,624.5)	(6,322.3)	(7,561.3)	12,161.7	11,126.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.17	BUY	240,000		
23.5.19	BUY	280,000	-43.93%	-37.57%
22.11.23	BUY	340,000	-45.75%	-35.59%
21.1.6	BUY	380,000	-28.22%	-6.58%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 3월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2024년 3월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.43%	6.10%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 3월 20일