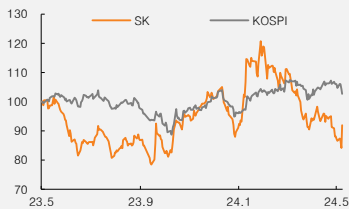


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	270,000원
현재주가(24/5/30)	158,100원
상승여력	70.8%

영업이익(24F, 십억원)	1,502
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	6,526
EPS 성장률(24F, %)	193.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.1
P/E(24F, x)	11.0
MKT P/E(24F, x)	10.9
KOSPI	2,635.44
시가총액(십억원)	11,573
발행주식수(백만주)	73
유동주식비율(%)	49.0
외국인 보유비중(%)	24.0
베타(12M) 일간수익률	2.10
52주 최저가(원)	134,900
52주 최고가(원)	207,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.8	-3.4	-8.5
상대주가	-2.7	-7.0	-10.2



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraesec.com

034730 · 반도체

SK

반도체, 에너지, 그리고 주주환원

투자 의견 및 밸류에이션

동사에 대한 목표주가 270,000원 및 투자 의견 ‘매수’를 유지한다. 목표주가는 IT 서비스 사업과 지주사로서의 배당수익을 주원천으로 하는 별도 사업가치에 자회사의 지분 가치를 고려했다. 지주사의 지분가치는 대주주로서의 경영권을 인정받을 수 있는 프리미엄을 부여해야 함이 합당하다. 다만, 1) 경영권은 매각을 가정하는 경우 인정받을 수 있기에 기업 가치의 훼손을 동반한다 판단했고, 2) 그룹사 연결법인 전반에 걸친 부채규모는 리스크 요인임을 고려해 보유 지분의 50%를 할인 적용했다.

동사는 22~25년까지 기본배당 외 매년 시가총액의 1% 이상 자사주 매입 정책을 발표했다. 또한, 근래 매년 자사주를 소각하는 등 주주환원 차원에서 적극적 행보를 보이고 있다. 전일에도 659,626주의 자사주 소각 계획을 공시했다.

비상장 자회사 실적 전망 및 투자포인트

머티리얼즈 CIC는 반도체 가동률 일부 회복효과에 따른 특수가스(NF3 등) 판매 호조와 산업가스 신규 Plant 가동 개시로 2개 분기 연속 QoQ 성장을 기록했다. 하반기 부터는 차세대 식각가스(HBr)과 PR 포트폴리오 확대를 통해 실적 성장을 지속할 것으로 전망한다. 24F/25F 1.3조원(YoY +10.1%)/1.6조원(YoY +17.1%)으로 추정하며 예상 EBITDA는 4,260억원/5,150억원이다.

SK 실트론은 고객사 가동률 회복 추세에도 불구하고, 채널 재고 잔량이 많아 웨이퍼 구매 재개로 이어지지 못했다. 하반기 부터는 판매량 회복으로 실적이 개선될 것으로 전망하며, 24F/25F 매출액 2.1조원(YoY +5.1%)/2.5조원(YoY +17.5%), EBITDA는 6,890억원/9,100억원으로 추정한다. 신사업인 SiC 웨이퍼의 경우 미 정부로부터 5.4억달러 규모의 사업자금을 대출 지원에 이어, 지난 4월 미시간 주정부로부터 7,700만달러 규모의 투자 보조금 및 세제 혜택을 지원받을 예정이다. 미 정부의 EV 가치사슬 구축의 핵심 파트너로 인정받은 것이다.

SK E&S는 LNG를 포함한 글로벌 에너지 가격 안정화에 따라 SMP(System Marginal Price)의 하락이 예상되나, 23년부터 본격 가동한 신형 여주발전소의 발전 효율이 뛰어난 점, 발전 원재료인 LNG 가스 직도입 구조에 따른 경쟁사 대비 우수한 원가구조 등으로 24F/25F 매출액 12.5조원(YoY +11.9%)/13.6조원(YoY +8.9%)으로 추정하며 EBITDA는 2.0조원/2.3조원으로 추정한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,370	4,137	4,219	4,773	5,474
영업이익 (십억원)	1,109	1,550	1,502	1,923	2,480
영업이익률 (%)	32.9	37.5	35.6	40.3	45.3
순이익 (십억원)	544	363	1,061	1,518	1,847
EPS (원)	7,287	4,904	14,384	20,580	25,037
ROE (%)	3.4	2.3	6.5	8.8	9.9
P/E (배)	25.9	36.3	11.0	7.7	6.3
P/B (배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	2.6	2.8	3.2	3.2	3.2

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. (주) SK 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	가치	비고
별도기준 사업가치 (A)	6.9 조원	24F EBITDA에 EV/EBITDA 4.3배 적용(한화, CJ, LG, 삼성SDS 평균)
자회사 지분가치 (B)	19.3 조원	할인율 50%
순차입금 (C)	10.2 조원	별도기준
자사주 지분가치 (D)	3.0 조원	총 18,681,226주
적정 시가총액 (E)	19.0 조원	(E) = (A) + (B) - (C) + (D)
발행주식수 (F)	73,764,464 주	(F) (5/31 695,626주 소각 미반영)
목표주가	258,067 원	(E)/(F) (기존 목표가 270,000원 유지)
현재주가	158,100 원	
상승여력	70.8%	

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. (주) SK 자회사 지분가치 산정

기업명	목표가치	지분율	지분가치	비고
비상장 자회사			13.7	당사 추정치
SK 머티리얼즈	5.8	100.0	5.8	24F EBITDA에 EV/EBITDA 13.9배 적용 (Entegris, Adeka 평균)
SK 실트론	5.4	51.0	2.7	24F EBITDA에 EV/EBITDA 7.8배 적용 (SUMCO, Shin-etsu 평균)
SK E&S	5.7	90.0	5.1	24F EBITDA에 EV/EBITDA 6.7배 적용 (한국전력, 한국가스공사 평균)
상장 자회사			16.9	현 시가총액
SK 이노베이션	9.8	34.5	3.4	
SK 텔레콤	11.1	30.0	3.3	
SK 스퀘어	10.7	30.6	3.3	
SK 네트워크스	1.1	41.2	0.4	
SKC	5.2	40.6	2.1	
SK 바이오팜	6.6	64.0	4.2	
SK 시그넷	0.2	51.5	0.1	
기타 자회사			8.1	장부가액
합계			38.7	

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. SK 별도 기준 실적 추정

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,474	2,750	3,370	4,137	4,219	4,773
IT서비스	1,756	1,781	2,004	2,344	2,696	3,046
상표권사용수익	242	223	283	329	335	356
배당금수익	1,475	745	1,039	1,399	1,124	1,306
임대수익	1	1	44	64	64	64
Proportion	100	100	100	100	100	100
IT서비스	51	65	59	57	64	64
상표권사용수익	7	8	8	8	8	7
배당금수익	42	27	31	34	27	27
임대수익	0	0	1	2	2	1
YoY	7.0	-20.9	22.6	22.8	2.0	13.1
IT서비스	-	1.4	12.5	17.0	15.0	13.0
상표권사용수익	-	-8.2	27.2	16.4	1.7	6.4
배당금수익	-	-49.5	39.5	34.7	-19.7	16.2
임대수익	-	8.5	3,750.6	45.2	6,627.8	74.3
영업이익	1,658	830	1,109	1,550	1,503	1,921
YoY	12.0	-49.9	33.6	39.8	-3.0	27.8
OP Margin	47.7	30.2	32.9	37.5	35.6	40.3
EBITDA	1,737	912	1,203	1,651	1,610	2,042
YoY		-47.5	32.0	37.2	-2.5	26.8
EBITDA Margin	50.0	33.2	35.7	39.9	38.2	42.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. SK 실트론 실적 추정

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,850	2,355	2,026	2,128	2,500
Si wafer	1,827	2,317	1,949	1,978	2,274
SiC wafer	22	38	77	150	225
Portion	100	100	100	100	100
Si wafer	99	98	96	93	91
SiC wafer	1	2	4	7	9
YoY	8.8	27.3	-14.0	5.1	17.5
Si wafer	-	26.8	-15.9	1.5	15.0
SiC wafer	-	69.4	104.2	95.0	50.0
영업이익	282	565	281	294	514
Si wafer	335	637	371	414	604
SiC wafer	-53	-72	-91	-120	-90
YoY	12.9	100.6	-50.3	4.6	75.1
Si wafer		90.4	-41.7	11.4	46.1
SiC wafer		RR	RR	RR	RR
영업이익률	15.2	24.0	13.9	13.8	20.6
Si wafer	18.3	27.5	19.1	20.9	26.6
SiC wafer	-238.5	-192.1	-117.9	-80.0	-40.0
EBITDA	627	958	676	689	910
YoY	12.4	52.8	-29.4	1.9	32.0
EBITDA Margin	33.9	40.7	33.4	32.4	36.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. SK 머티리얼즈 실적 추정

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,189	1,529	1,210	1,332	1,560
특수가스 (SK Specialty)	507	842	682	753	866
프리커서 (SK Trichem)	157	227	144	130	144
식각가스 (SK Resonac)	59	118	46	39	47
산업가스 (SKM Air Plus)	243	174	258	296	355
PR (SKM Performance)	32	62	77	108	140
기타	190	105	3	5	7
Portion	100	100	100	100	100
특수가스 (SK Specialty)	42.7	55.1	56.3	56.6	55.5
프리커서 (SK Trichem)	13.2	14.9	11.9	9.8	9.2
식각가스 (SK Resonac)	5.0	7.7	3.8	3.0	3.0
산업가스 (SKM Air Plus)	20.4	11.4	21.3	22.2	22.8
PR (SKM Performance)	2.7	4.1	6.4	8.1	9.0
기타	16.0	6.8	0.3	0.4	0.5
YoY	24.6	28.6	-20.9	10.1	17.1
특수가스 (SK Specialty)	-2.5	66.1	-19.1	10.5	15.0
프리커서 (SK Trichem)	4.3	44.7	-36.5	-9.5	10.0
식각가스 (SK Resonac)	146.4	100.5	-60.8	-15.0	20.0
산업가스 (SKM Air Plus)	38.2	-28.3	47.8	15.0	20.0
PR (SKM Performance)	81.9	92.9	23.7	40.0	30.0
기타	188.9	-45.1	-97.0	50.0	50.0
영업이익	291	378	214	272	369
특수가스 (SK Specialty)	98	228	147	150	208
프리커서 (SK Trichem)	73	94	41	39	49
식각가스 (SK Resonac)	20	27	9	10	12
산업가스 (SKM Air Plus)	71	51	65	61	77
PR (SKM Performance)	1	9	14	18	29
기타	28	-31	-62	-5	-7
YoY	24.4	29.9	-43.4	27.2	35.6
특수가스 (SK Specialty)	7.8	132.2	-35.5	1.6	39.4
프리커서 (SK Trichem)	14.8	28.3	-56.3	-5.0	27.2
식각가스 (SK Resonac)	81.7	34.3	-68.3	16.5	25.8
산업가스 (SKM Air Plus)	22.9	-27.9	26.9	-7.2	27.5
PR (SKM Performance)	-121.7	1,119.9	64.6	26.8	59.1
기타	104.1	-210.4	102.1	-92.4	50.0
영업이익률	24.5	24.7	17.7	20.4	23.7
특수가스 (SK Specialty)	19.4	27.1	21.6	19.8	24.1
프리커서 (SK Trichem)	46.4	41.2	28.4	29.8	34.5
식각가스 (SK Resonac)	33.8	22.6	18.4	25.1	26.4
산업가스 (SKM Air Plus)	29.3	29.5	25.3	20.4	21.7
PR (SKM Performance)	2.2	13.9	18.5	16.7	20.5
기타	14.6	-29.4	-1,962.2	-100.0	-100.0
EBITDA	426	521	360	418	515
YoY	18.7	22.3	-30.9	16.2	23.2
EBITDA Margin	35.8	34.1	29.8	31.4	33.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. SK E&S 실적 추정

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,855	11,541	11,167	12,501	13,612
전력	2,660	4,232	4,688	5,720	6,578
LNG	1,556	1,916	1,094	1,040	1,071
도시가스	3,639	5,335	5,189	5,449	5,612
기타	0	58	195	293	352
YoY	36.6	46.9	-3.2	11.9	8.9
전력	32.0	59.1	10.8	22.0	15.0
LNG	395.0	23.2	-42.9	-5.0	3.0
도시가스	6.4	46.6	-2.7	5.0	3.0
기타	118.5		236.8	50.0	20.0
세전이익	663	1,323	1,495	1,479	1,741
전력	78	362	522	572	987
LNG	487	1,177	804	676	728
도시가스	115	141	707	817	730
기타	-17	-357	-539	-586	-703
YoY	-46.9	99.6	13.0	-1.1	17.7
전력	-42.5	362.2	44.4	9.5	72.5
LNG	TTB	141.6	-31.6	-16.0	7.8
도시가스	-17	23.1	400.1	15.6	-10.7
기타	TTR	RR	RR	RR	RR
세전이익률	8.4	11.5	13.4	11.8	12.8
전력	2.9	8.6	11.1	10.0	15.0
LNG	31.3	61.4	73.5	65.0	68.0
도시가스	3.2	2.7	13.6	15.0	13.0
기타		-616.1	-275.9	-200.0	-200.0
EBITDA	1,237	2,225	1,862	2,009	2,272
YoY	78.8	79.9	-16.3	7.9	13.0
EBITDA Margin	15.7	19.3	16.7	16.1	16.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK (034730)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,137	4,219	4,773	5,474
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	4,137	4,219	4,773	5,474
판매비와관리비	2,587	2,717	2,849	2,994
조정영업이익	1,550	1,502	1,923	2,480
영업이익	1,550	1,502	1,923	2,480
비영업손익	-1,111	-368	-394	-470
금융손익	-380	-368	-395	-470
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	439	1,134	1,529	2,010
계속사업법인세비용	76	73	11	163
계속사업이익	363	1,061	1,518	1,847
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	363	1,061	1,518	1,847
지배주주	363	1,061	1,518	1,847
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	354	1,061	1,518	1,847
지배주주	354	1,061	1,518	1,847
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,682	1,634	2,055	2,611
FCF	1,293	1,077	1,544	1,871
EBITDA 마진율 (%)	40.7	38.7	43.1	47.7
영업이익률 (%)	37.5	35.6	40.3	45.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.8	25.1	31.8	33.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,638	1,515	1,842	1,721
현금 및 현금성자산	369	189	343	1
매출채권 및 기타채권	468	508	575	659
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	801	818	924	1,061
비유동자산	27,001	27,454	30,520	34,403
관계기업투자등	22,119	22,558	25,518	29,267
유형자산	589	589	588	588
무형자산	2,152	2,151	2,150	2,149
자산총계	28,639	28,969	32,363	36,125
유동부채	5,526	4,063	4,162	4,287
매입채무 및 기타채무	214	235	266	305
단기금융부채	4,882	3,390	3,401	3,414
기타유동부채	430	438	495	568
비유동부채	7,195	8,202	10,251	12,313
장기금융부채	6,828	7,828	9,828	11,828
기타비유동부채	367	374	423	485
부채총계	12,721	12,265	14,413	16,601
지배주주지분	15,918	16,704	17,950	19,524
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	5,182	5,182	5,182	5,182
이익잉여금	12,461	13,247	14,492	16,067
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	15,918	16,704	17,950	19,524

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,387	1,177	1,644	1,971
당기순이익	363	1,061	1,518	1,847
비현금수익비용가감	-48	-726	-762	-534
유형자산감가상각비	101	100	100	100
무형자산상각비	31	31	31	31
기타	-180	-857	-893	-665
영업활동으로인한자산및부채의변동	115	-15	-5	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	54	-42	-66	-84
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-53	3	17	21
법인세납부	-10	-73	-11	-163
투자활동으로 인한 현금흐름	-946	-151	-269	-305
유형자산처분(취득)	-94	-100	-100	-100
무형자산감소(증가)	-34	-30	-30	-30
장단기금융자산의 감소(증가)	-151	-21	-139	-175
기타투자활동	-667	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-187	-768	1,738	1,741
장단기금융부채의 증가(감소)	42	-493	2,011	2,014
자본의 증가(감소)	22	0	0	0
배당금의 지급	-279	-275	-273	-273
기타재무활동	28	0	0	0
현금의 증가	253	-180	154	-342
기초현금	116	369	189	343
기말현금	369	189	343	1

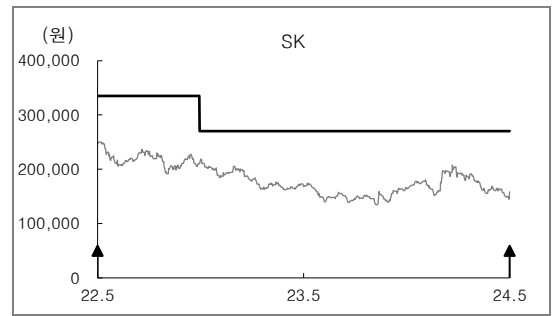
자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.3	11.0	7.7	6.3
P/CF (x)	41.8	34.8	15.4	8.9
P/B (x)	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	14.4	13.7	11.8	10.2
EPS (원)	4,904	14,384	20,580	25,037
CFPS (원)	4,260	4,540	10,252	17,792
BPS (원)	242,368	253,024	269,908	291,250
DPS (원)	5,000	5,000	5,000	5,000
배당성향 (%)	75.5	25.7	18.0	14.8
배당수익률 (%)	2.8	3.2	3.2	3.2
매출액증가율 (%)	22.8	2.0	13.1	14.7
EBITDA증가율 (%)	35.7	-2.9	25.8	27.1
조정영업이익증가율 (%)	39.8	-3.1	28.1	28.9
EPS증가율 (%)	-32.7	193.3	43.1	21.7
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.7	8.9	8.9
재고자산 회전율 (회)	25,458.6	26,475.2	27,026.2	27,200.7
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.3	3.7	5.0	5.4
ROE (%)	2.3	6.5	8.8	9.9
ROIC (%)	34.9	39.4	53.9	63.4
부채비율 (%)	79.9	73.4	80.3	85.0
유동비율 (%)	29.6	37.3	44.3	40.1
순차입금/자기자본 (%)	69.8	64.6	70.3	76.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.8	3.7	4.5	4.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK (034730)				
2022.11.28	매수	270,000	-	-
2022.05.31	매수	335,000	-34.83	-25.37



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.