

## 높아진 실적 회복 가시성

### 4Q23 Review: 반도체 관련 실적 회복에 주목

4Q23 연결 매출액은 32.7조원(-3.3% YoY), 영업이익은 0.5조원(흑전 YoY)을 기록했다. 반도체 관련 자회사의 실적 회복이 두드러졌다. 특히 4Q22 이후 부진했던 SK스퀘어의 실적 회복이 확인됐다. AI 반도체 수요 확대와 메모리 부문에서의 수익성 개선으로 SK하이닉스의 실적 개선으로 SK스퀘어 매출액은 2.4조원(4Q22 -0.4조원), 영업이익은 -4,054억원(4Q22 -8,961억원)으로 대폭 개선됐다. 머티리얼즈 CIC와 SK실트론은 전방산업의 수요 부진에서 벗어나며 실적이 개선된 것으로 확인된다. SK실트론은 가격(EPI)과 판매량(300mm PW)이 동시에 개선되며 매출액 4,850억원(+3.5% QoQ), 영업이익 580억원(+48.1% QoQ)을 기록했다. 머티리얼즈 CIC는 매출액은 3,090억원(+7.9% QoQ)으로 개선됐으나 원가 상승 등의 영향으로 영업이익은 570억원(-11.3% QoQ)으로 감소했다.

### 24년 연결 영업이익 6.3조원 전망

24년 연결 매출액은 127.7조원(-2.7% YoY), 영업이익은 6.3조원(+25.6% YoY, OPM 5.0%)으로 전망한다. 배터리 관련 계열사의 매출 감소로 외형은 소폭 감소하나 24년 반도체 업황 회복에 따른 관련 계열사의 실적 성장이 이를 상쇄할 것으로 예상된다. 머티리얼즈 CIC는 고객사 가동률 회복과 M15 Ph2 본격 가동, 차세대 소재(CpHf, HBr)의 합성 설비 가동, 양산 판매 등으로 외형 성장 및 수익성이 개선될 것이다. SK실트론은 고객사의 웨이퍼 재고가 감소세로 전환된 것으로 파악돼 2024년부터 회복할 것으로 예상된다. 더불어 4Q23 미국 SK실트론CSS의 증설로 SiC 웨이퍼 생산 CAPA는 2배 이상 확대돼 성장에 기여할 전망이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원을 유지한다. 상장자회사 가치를 완전히 제거한 자체사업과 비상장자회사 가치만 고려한 적정 기업가치는 15조원이다. 매수 전략이 유효하다는 판단이다.



이승웅 통신/지주/방산/우주항공  
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 270,000원 (M)

현재주가 (3/21) 191,000원

상승여력 41%

시가총액 140,644억원

총발행주식수 73,764,464주

60일 평균 거래대금 373억원

60일 평균 거래량 200,836주

52주 고/저 207,500원 / 134,900원

외인지분율 24.72%

배당수익률 2.65%

주요주주 최태원 외 40 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (4.7) 9.0 14.2

상대 (8.2) 2.8 (1.0)

절대 (달러환산) (3.9) 7.5 13.3

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	32,654	-5.4	-3.8		
영업이익	425	흑전	-84.9		
세전계속사업이익	-1,589	적지	적전		
지배순이익	-1,086	적지	적전		
영업이익률 (%)	1.3	흑전	-7.0 %pt		
지배순이익률 (%)	-3.3	적지	적전		

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023	2024F
매출액	97,204	134,552	131,238	127,681
영업이익	4,860	8,005	5,056	6,350
지배순이익	1,966	1,099	-778	903
PER	9.8	15.3	-15.2	15.5
PBR	0.7	0.6	0.4	0.5
EV/EBITDA	8.2	7.3	8.7	8.0
ROE	10.2	5.1	-3.7	4.4

자료: 유안타증권

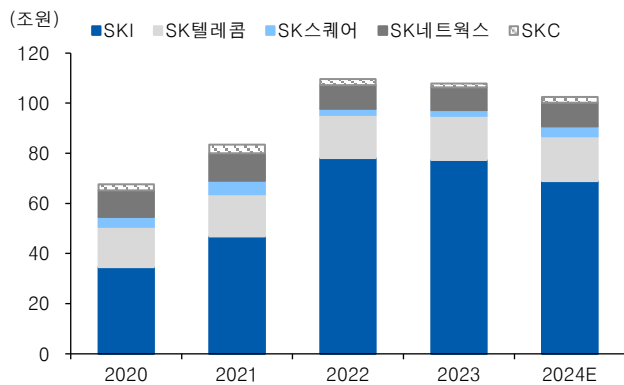
[표 1] SK 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
<b>연결 매출액</b>	<b>32,703</b>	<b>31,923</b>	<b>33,864</b>	<b>32,748</b>	<b>31,810</b>	<b>31,204</b>	<b>31,745</b>	<b>32,922</b>	<b>131,238</b>	<b>127,680</b>
SK 별도	1,641	791	766	939	1,161	809	691	985	4,137	3,645
투자부문	1,176	162	245	141	673	148	144	146	1,724	1,112
C&C	465	629	520	798	488	661	546	838	2,413	2,533
연결 자회사	32,866	31,893	33,849	36,101	32,547	32,126	32,268	33,456	134,709	130,398
<b>연결 영업이익</b>	<b>1,130</b>	<b>695</b>	<b>2,712</b>	<b>519</b>	<b>2,016</b>	<b>1,616</b>	<b>1,684</b>	<b>1,034</b>	<b>5,056</b>	<b>6,349</b>
SK 별도	1,120	110	192	128	673	75	115	159	1,550	1,022
연결 자회사	682	119	2,286	120	1,790	2,055	2,093	1,165	3,207	7,104
<b>YoY %</b>										
<b>연결 매출액</b>	<b>6.3</b>	<b>-4.2</b>	<b>-7.4</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.3</b>	<b>-6.3</b>	<b>0.5</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.7</b>
SK 별도	56.3	22.7	19.0	-8.9	-29.3	2.3	-9.8	4.8	22.8	-11.9
투자부문	109.2	10.6	84.5	-57.5	-42.8	-8.2	-41.3	3.8	47.0	-35.5
C&C	-4.7	26.3	1.9	14.0	5.0	5.0	5.0	5.0	9.8	5.0
연결 자회사	5.3	-5.9	-9.4	8.8	-1.0	0.7	-4.7	-7.3	-0.7	-3.2
<b>연결 영업이익</b>	<b>-61.3</b>	<b>-80.6</b>	<b>42.8</b>	<b>흑전</b>	<b>78.3</b>	<b>132.4</b>	<b>-37.9</b>	<b>99.2</b>	<b>-36.4</b>	<b>25.6</b>
SK 별도	92.9	22.6	129.6	-63.9	-39.9	-31.9	-40.5	24.7	39.8	-34.1
연결 자회사	-81.2	-97.2	5.9	흑전	162.4	1,626.5	-8.4	871.8	-63.7	121.5
<b>OPM %</b>										
<b>연결 OPM</b>	<b>3.5</b>	<b>2.2</b>	<b>8.0</b>	<b>1.6</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.9</b>	<b>5.0</b>
SK 별도	68.3	13.9	25.1	13.6	58.0	9.2	16.6	16.2	37.5	28.0
연결 자회사	2.1	0.4	6.8	0.3	5.5	6.4	6.5	3.5	2.4	5.4

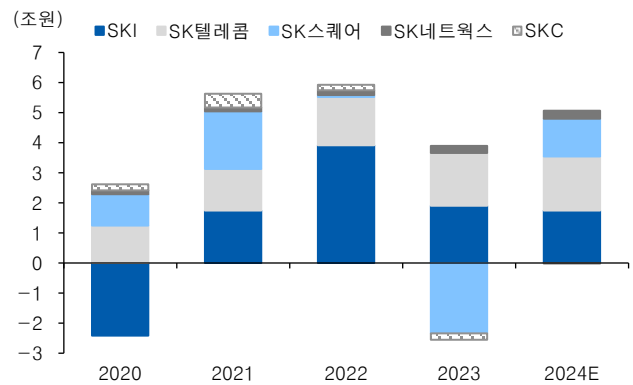
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SK 주요 연결 상장자회사 매출액 추이 및 전망



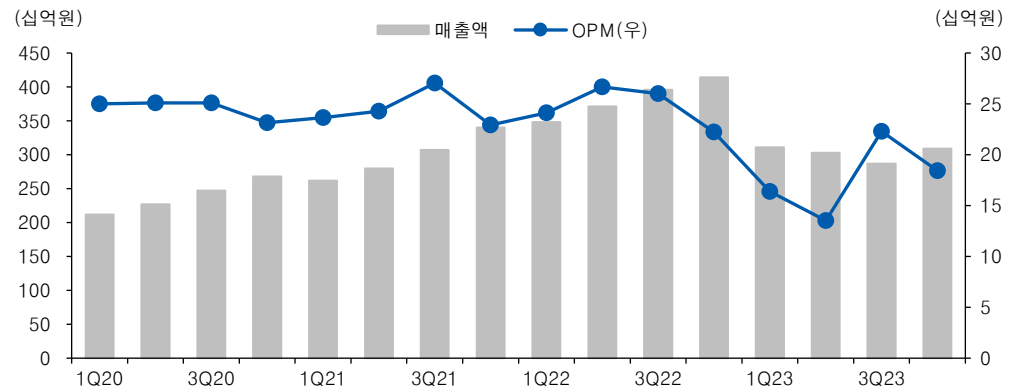
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 주요 연결 상장자회사 영업이익 추이 및 전망



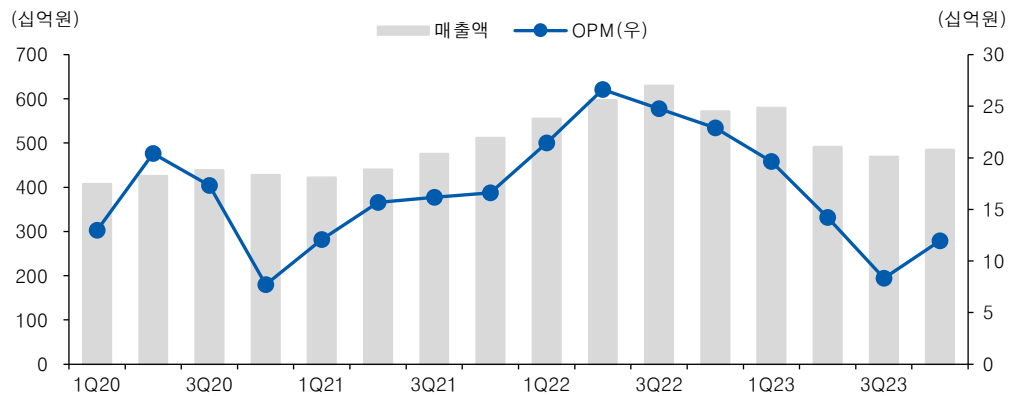
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 머티리얼즈 CIC 매출액 및 영업이익률 추이



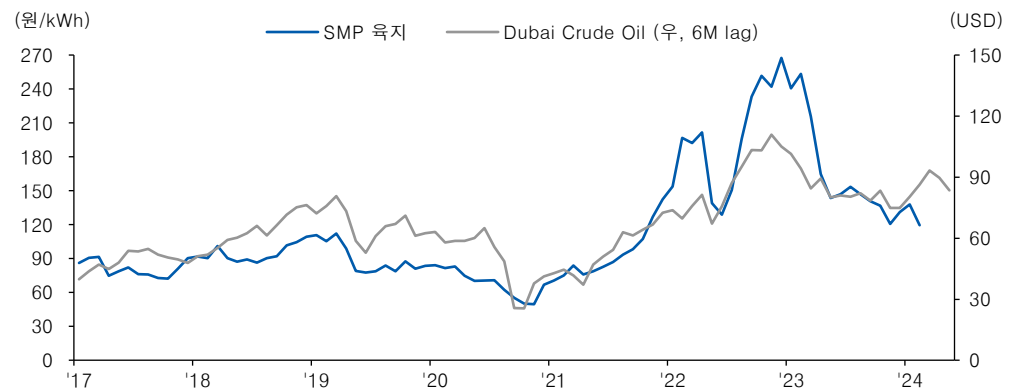
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SK 실트론 매출액 및 영업이익률 추이



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] SMP 가격 및 Dubai 유가 추이



자료: KPX, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액	97,204	134,552	131,238	127,681	130,627	
매출원가	86,423	119,453	118,445	114,213	115,281	
매출총이익	10,781	15,099	12,793	13,468	15,346	
판매비	5,921	7,094	7,737	7,118	7,211	
영업이익	4,860	8,005	5,056	6,350	8,135	
EBITDA	13,247	16,788	14,101	15,552	17,980	
영업외손익	1,123	-2,096	-5,735	-2,335	-1,758	
외환관련손익	-266	-383	-266	-548	-266	
이자손익	-1,246	-1,650	-1,898	-1,511	-1,215	
관계기업관련손익	1,923	84	-2,359	936	936	
기타	711	-148	-1,212	-1,212	-1,212	
법인세비용차감전순이익	5,982	5,909	-679	4,015	6,377	
법인세비용	642	2,374	619	1,004	1,594	
계속사업순이익	5,341	3,535	-1,298	3,011	4,783	
중단사업순이익	365	431	891	0	0	
당기순이익	5,706	3,966	-407	3,011	4,783	
지배지분순이익	1,966	1,099	-778	903	1,435	
포괄순이익	8,691	3,376	-610	3,011	4,783	
지배지분포괄이익	3,014	852	-1,114	2,507	3,982	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	6,113	7,678	14,372	14,272	15,671	
당기순이익	5,706	3,966	-407	3,011	4,783	
감가상각비	6,700	7,049	7,519	7,859	8,664	
외환손익	115	-305	266	548	266	
중속, 관계기업관련손익	-1,924	-85	2,359	-936	-936	
자산부채의 증감	-4,102	-6,422	572	-90	-823	
기타현금흐름	-382	3,475	4,063	3,879	3,718	
투자활동 현금흐름	-15,420	-14,959	-16,480	-8,453	-13,259	
투자자산	-5,372	-2,254	866	767	-635	
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,737	-14,000	-19,000	-9,659	-12,912	
유형자산 감소	350	1,358	0	0	0	
기타현금흐름	-1,661	-63	1,655	439	288	
재무활동 현금흐름	11,598	16,013	5,192	162	180	
단기차입금	688	9,723	-105	-40	33	
사채 및 장기차입금	7,471	7,369	5,098	0	0	
자본	1,197	153	0	0	0	
현금배당	-1,394	-1,708	-278	-275	-330	
기타현금흐름	3,637	477	477	477	477	
연결범위변동 등 기타	-70	345	-1,882	-3,308	-1,704	
현금의 증감	2,221	9,076	1,202	2,673	887	
기초 현금	10,097	12,318	21,394	22,596	25,269	
기말 현금	12,318	21,394	22,596	25,269	26,157	
NOPLAT	4,860	8,005	9,669	6,350	8,135	
FCF	-2,624	-6,322	-4,628	4,613	2,759	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

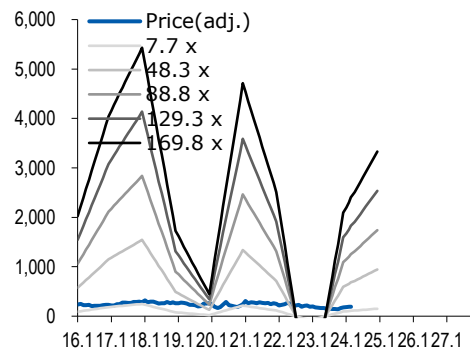
재무상태표			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	49,193	64,994	61,074	62,918	64,665
현금및현금성자산	12,318	21,394	22,596	25,269	26,157
매출채권 및 기타채권	13,922	18,011	15,658	15,436	15,792
재고자산	10,681	15,552	15,007	14,600	14,937
비유동자산	116,175	129,512	138,939	138,628	142,331
유형자산	51,394	59,922	71,803	73,603	77,852
관계기업 등 지분관련자산	26,050	27,457	26,633	25,911	26,509
기타투자자산	10,747	9,659	9,617	9,571	9,609
자산총계	165,368	194,506	200,013	201,546	206,996
유동부채	44,975	63,053	65,353	64,408	65,191
매입채무 및 기타채무	23,676	28,079	26,863	26,135	26,738
단기차입금	7,657	17,457	17,389	17,389	17,389
유동성장기부채	7,828	11,373	13,019	13,019	13,019
비유동부채	54,841	59,644	63,738	63,481	63,694
장기차입금	13,378	17,898	19,298	19,298	19,298
사채	29,242	27,744	29,244	29,244	29,244
부채총계	99,816	122,697	129,091	127,888	128,885
지배지분	21,244	21,596	20,337	20,966	22,071
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,258	8,411	8,411	8,411	8,411
이익잉여금	14,061	14,919	13,863	14,492	15,596
비지배지분	44,309	50,213	50,584	52,692	56,040
자본총계	65,553	71,809	70,922	73,658	78,111
순차입금	45,118	55,217	60,136	57,506	56,583
총차입금	64,158	81,179	86,171	86,132	86,165

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
EPS	27,749	14,779	-10,591	12,342	19,602	
BPS	374,966	387,441	366,020	377,329	397,214	
EBITDAPS	185,961	224,697	190,535	210,840	243,750	
SPS	1,364,494	1,800,854	1,773,260	1,730,928	1,770,871	
DPS	8,000	5,000	5,000	5,500	6,000	
PER	9.8	15.3	-15.2	15.5	9.7	
PBR	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	
EV/EBITDA	8.2	7.3	8.7	8.0	7.0	
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	20.3	38.4	-2.5	-2.7	2.3	
영업이익 증가율 (%)	흑전	64.7	-36.8	25.6	28.1	
지배순이익 증가율 (%)	938.0	-44.1	적전	흑전	58.8	
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	9.7	10.5	11.7	
영업이익률 (%)	5.0	5.9	3.9	5.0	6.2	
지배순이익률 (%)	2.0	0.8	-0.6	0.7	1.1	
EBITDA 마진 (%)	13.6	12.5	10.7	12.2	13.8	
ROIC	6.4	6.0	10.5	5.0	6.6	
ROA	1.3	0.6	-0.4	0.4	0.7	
ROE	10.2	5.1	-3.7	4.4	6.7	
부채비율 (%)	152.3	170.9	182.0	173.6	165.0	
순차입금/자기자본 (%)	212.4	255.7	295.7	274.3	256.4	
영업이익/금융비용 (배)	3.4	3.8	2.1	3.0	4.4	

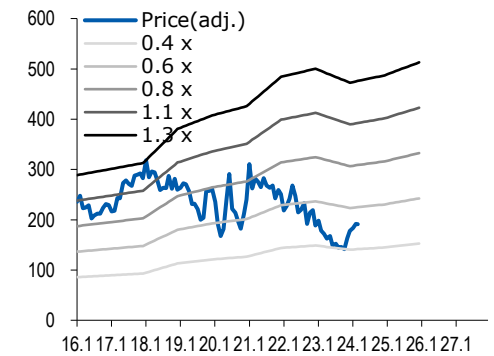
P/E band chart

(천원)

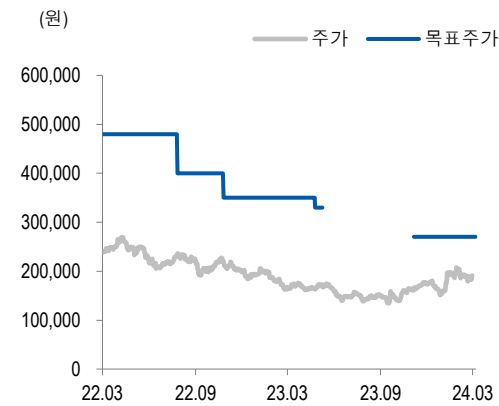


P/B band chart

(천원)



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-22	BUY	270,000	1년		
2023-11-27	BUY	270,000	1년		
담당자변경					
2023-05-16	BUY	330,000	1년	-48.54	-47.64
2022-11-16	BUY	350,000	1년	-46.87	-37.43
2022-08-17	BUY	400,000	1년	-46.01	-41.00
2021-12-31	BUY	480,000	1년	-51.21	-43.96

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.2
Hold(중립)	15.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.