



BUY (유지)

목표주가(12M) 200,000원(하향)
현재주가(11.15) 135,200원

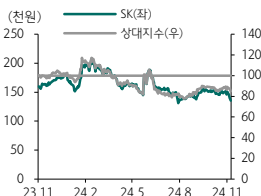
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,416.86
52주 최고/최저(원)	207,500/131,300
시가총액(십억원)	9,802.4
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	72,502.7
60일 평균 거래량(천주)	119.9
60일 평균 거래대금(십억원)	17.7
외국인지분율(%)	24.16.86
주요주주 지분율(%)	
최대원 외 39 인	25.52
국민연금공단	7.62

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	130,530.1	134,953.2
영업이익(십억원)	5,355.4	6,969.6
순이익(십억원)	2,492.1	3,985.9
EPS(원)	12,464	23,612
BPS(원)	393,780	417,686

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	132,079.4	131,237.9	127,485.3	136,294.3
영업이익	8,161.3	5,056.4	4,675.5	6,879.7
세전이익	5,900.0	(678.2)	3,536.0	5,630.1
순이익	1,098.7	(776.8)	782.2	1,369.4
EPS	14,705	(10,496)	10,660	18,741
증감율	(46.71)	적전	흑전	75.81
PER	12.85	(16.96)	12.68	7.21
PBR	0.60	0.58	0.41	0.39
EV/EBITDA	7.05	9.70	8.90	7.77
ROE	5.13	(3.67)	3.65	6.03
BPS	315,927	307,557	330,310	344,574
DPS	5,000	5,000	5,500	6,000



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

하나증권 리서치센터

2024년 11월 18일 | 기업분석_Update

SK (034730)

핵심사업 수익성 개선이 중요. 보조금 폐지 우려는 걸림돌

SK이노베이션 어닝쇼크 등으로 인해 3분기 실적은 기대치 하회

SK에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 200,000원으로 하향. 목표가 하향은 자회사 주가 하락에 따른 지분가치 감소를 반영했기 때문. SK의 3분기 연결 매출액은 30.6조원으로 YoY 7.8% 감소했고, 영업이익은 5,131억원으로 YoY 80.8% 감소해 기대치를 크게 하회. 이유는 SK이노베이션이 3분기 중 4,233억원의 영업손실을 시현하는 등 영업이익이 YoY 2조원 가량 감소하면서 어닝쇼크를 기록했기 때문. 유가 하락에 따른 재고평가손실 약 4,400억원과 정제마진 하락에 따른 부정적 레강효과로 석유화학부문 실적이 큰폭 감소한 영향. 반면 SK텔레콤은 5G 가입자 성장과 비용효율화로 영업이익이 YoY 7.1 증가해 양호했고, SK하이닉스는 AI형 고부가제품인 HBM 제품군 공급 확대에 힘입어 7조원의 분기 영업이익을 시현했음. SK이노베이션은 지난 11월 1일 SK E&S와 합병법인을 출범했으며, 오는 20일 합병신주 상장 예정. 4분기에는 SK이노베이션 재고관련손실 해소와 더불어 환율 상승 및 정제마진 개선 등으로 석유화학부문의 실적 개선이 이루어질 것으로 전망되는데 여기에 SK이노베이션과 E&S와의 합병으로 가스사업과의 시너지 또한 기대해볼 수 있을 듯

밸류업 공시는 현행 수준에서 크게 벗어나지 않는 방향. 관련 기대감도 제한적일 듯

SK는 지난 10월 기업가치 제고 계획을 발표. 경영실적이나 경상 배당수입 변동과 상관없이 최소 DPS를 5,000원 이상으로 유지하고, 포트폴리오 리밸런싱 과정에서 발생하는 자산매각 이익 등을 활용해 시가총액 1~2% 수준의 자사주 매입·소각 등을 추가로 실시하겠다는 내용이 주요 골자. 그러나 2018년 이후 적자 시현에도 DPS가 5,000원 이하로 내려간 적이 없고, 자사주 매입·소각 또한 2022년부터 시가총액의 1% 수준을 기록해왔던 점을 고려하면 금번 밸류업 공시는 현 수준에서 크게 벗어나지 않는 방안임. 최소 DPS를 유지한다는 내용을 명문화하고, 자사주 매입·소각 규모를 시가총액의 2% 수준까지 확대할 수 있도록 열어둔 점은 기존 방안과 차이가 있었지만 기존 보유 자사주 처리 방향이 제시되지 않았던 점은 아쉬운 요인임. 따라서 밸류업 공시로 인한 기대감은 제한적일 수 밖에 없다고 판단

핵심사업 수익성 개선이 핵심 포인트. 다만 보조금 폐지시 리스크 커질 여지가 있음

향후 포트폴리오 리밸런싱과 사업효율화가 이어진다면 일회성 매각이익 발생 등으로 배당재원 확보 및 추가 주주환원정책 확대를 기대해볼 수 있는데 올해 연간 배당재원은 지난해에 자회사로부터 수취한 배당수입으로 충당이 가능하며, 내년도 배당재원은 현재 진행 중인 SK스페셜티 매각건(우선협상대상자인 한앤컴퍼니에 4.3조원 규모로 매각협상 중인 것으로 보도) 등으로 충당될 수 있을 전망. 다만 이러한 매각이익은 일회성이라는 점을 고려할 때 결국 핵심사업인 SK이노베이션과 SK온의 수익성 제고가 SK의 주가 향방에 가장 중요한 포인트. 그러나 트럼프 당선으로 전기차 보조금 폐지에 대한 얘기가 나오고 있는데 SK온의 경우 수익성이 열위에 있어 부정적인 영향을 더 크게 받을 수 있다는 점은 리스크 요인임

도표 1. SK NAV 및 SOTP Valuation

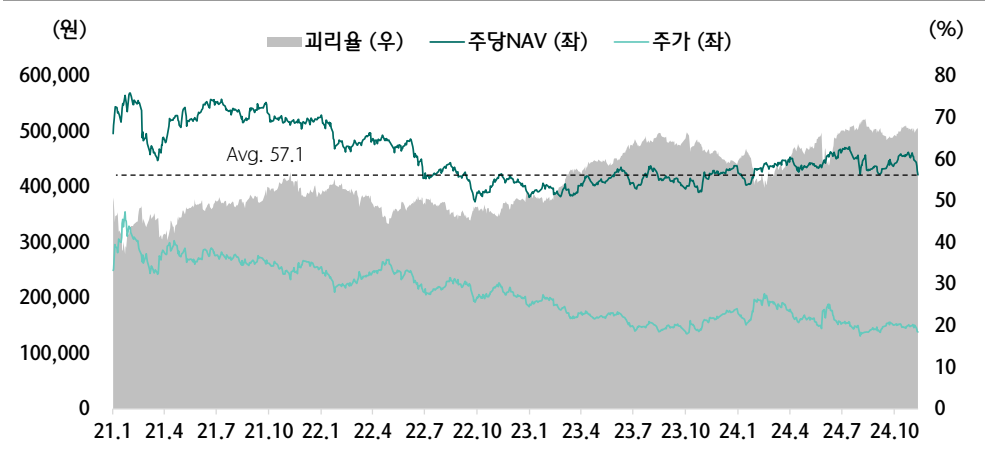
(십억원, 원, 주, %)

구분		12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고	
영업가치		자체사업 (IT)	335.0	8.0	2,680	11.6	
		로열티	324.7	5.0	1,623	7.0	
		임대료	75.5	5.0	378	1.6	
		소계			4,681	20.3	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		SK 텔레콤	30.6	12,007	3,671	15.9	상장 자회사 가치 50% 할인
		SK 스퀘어	31.5	10,457	3,294	14.3	
		SK 이노베이션	36.2	9,200	3,333	14.4	
		SK 바이오팜	64.0	8,090	5,179	22.4	
		SK 네트워크	43.9	1,006	442	1.9	
		SKC	40.6	3,904	1,587	6.9	
		에스엠코어	26.6	90	24	0.1	
		SK리츠	32.1	1,230	395	1.7	
		소계			17,924	77.6	
		상장사 50% 할인 적용			8,962	38.8	
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가	Value	NAV 비중	비고
		SK E&S	90.0	2,600	2,797	12.1	합병가액(주당 133,947원)을 기준으로 산출한 추정치에 50% 할인
		SK 에코플랜트	44.5	545	184	0.8	K-OTC 장외시장 시가총액에 50% 할인
		SK 실트론	51.0	623	1,044	4.5	SUMCO, Shin-etsu chemical, Globalwafers 평균 12M Trailing PER 19.1배에 자회사 가치 50% 할인
		SK 팜테코	86.6	1,651	715	3.1	장부가에 50% 할인
		기타		6,856	3,428	14.8	장부가에 50% 할인
			소계			8,167	35.4
자기주식				2,431	10.5	시가 적용	
순차입금(별도)				10,107	-43.8	3Q24, 별도기준	
실제 NAV				23,096	100.0		
목표 NAV				14,134	61.2		
발행주식수				72,502,703			
목표주가				200,000			
현재주가 (11/15)				135,200			
상승여력(%)				47.9%			

주: 상장 자회사 시가총액은 11월 15일 종가 기준

자료: 하나증권

도표 2. SK NAV와 실제 주가 및 괴리율 추이



주: 2024년 11월 15일 종가 기준

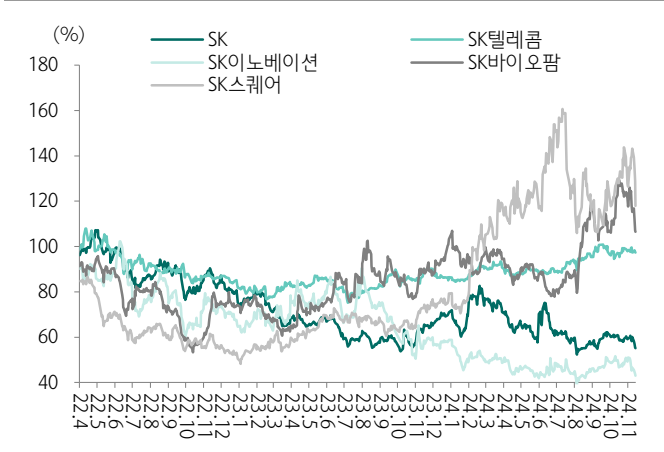
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 3. SK이노베이션의 SK E&S 흡수합병 개요

구분	내용
주요 주주(보통주 기준)	SK이노베이션: SK 36.2% SK E&S: SK 90%
합병 후 보통주 발행 주식수	151,034,776주
합병 후 SK 보유 보통주 주식수	84,449,174주
합병 후 SK 보유 보통주 지분율	55.9%
합병법인 주당 합병가액	112,396원
합병비율	1 : 1.1917417
합병기일	2024년 11월 1일
합병 신주상장	2024년 11월 20일

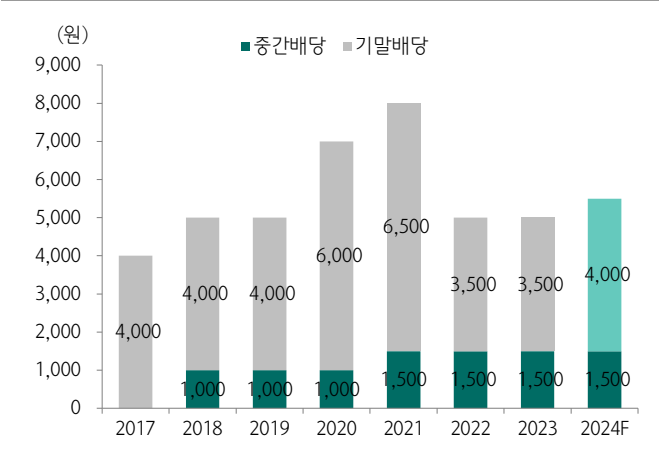
자료: 하나증권

도표 4. SK와 주요 자회사 주가지수 추이



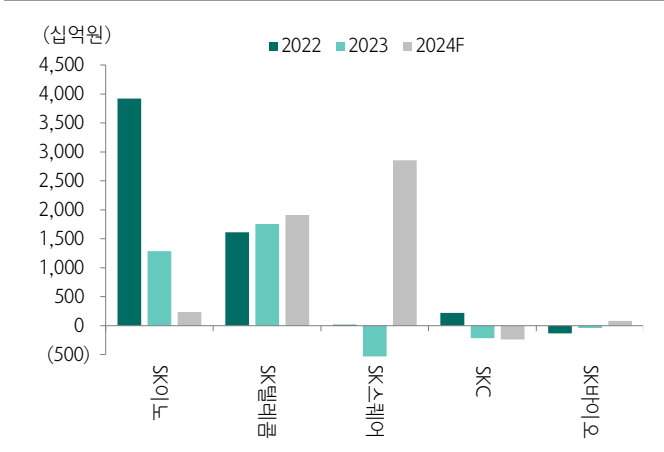
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. SK 중간배당 및 기말배당 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 6. SK 주요 상장 계열사 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	132,079.4	131,237.9	127,485.3	136,294.3	147,862.0
매출원가	116,435.6	118,444.9	114,632.3	120,961.3	130,541.0
매출총이익	15,643.8	12,793.0	12,853.0	15,333.0	17,321.0
판매비	7,482.5	8,353.6	8,327.9	8,453.3	9,408.5
영업이익	8,161.3	5,056.4	4,675.5	6,879.7	7,912.5
금융손익	(2,834.8)	(2,479.8)	(2,965.1)	(2,166.4)	(1,872.8)
종속/관계기업손익	84.2	(2,359.5)	1,856.8	928.4	1,164.0
기타영업외손익	489.3	(895.3)	(31.2)	(11.6)	0.0
세전이익	5,900.0	(678.2)	3,536.0	5,630.1	7,203.8
법인세	2,375.6	619.1	1,208.2	1,731.1	2,188.1
계속사업이익	3,524.4	(1,297.3)	2,327.8	3,899.0	5,015.8
중단사업이익	441.8	890.9	412.8	665.5	539.2
당기순이익	3,966.2	(406.4)	2,740.7	4,564.5	5,554.9
비지배주주지분 순이익	2,867.5	370.4	1,958.5	3,195.2	3,888.4
지배주주순이익	1,098.7	(776.8)	782.2	1,369.4	1,666.5
지배주주지분포괄이익	852.5	(1,113.4)	1,957.2	1,653.0	2,011.6
NOPAT	4,875.2	9,672.4	3,078.0	4,764.3	5,509.2
EBITDA	16,944.9	13,427.3	13,219.0	14,286.4	14,160.0
성장성(%)					
매출액증가율	35.88	(0.64)	(2.86)	6.91	8.49
NOPAT증가율	12.37	98.40	(68.18)	54.79	15.64
EBITDA증가율	27.91	(20.76)	(1.55)	8.07	(0.88)
영업이익증가율	67.93	(38.04)	(7.53)	47.14	15.01
(지배주주)순이익증가율	(44.10)	적전	흑전	75.07	21.70
EPS증가율	(46.71)	적전	흑전	75.81	21.70
수익성(%)					
매출총이익률	11.84	9.75	10.08	11.25	11.71
EBITDA이익률	12.83	10.23	10.37	10.48	9.58
영업이익률	6.18	3.85	3.67	5.05	5.35
계속사업이익률	2.67	(0.99)	1.83	2.86	3.39

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	14,705	(10,496)	10,660	18,741	22,807
BPS	315,927	307,557	330,310	344,574	362,904
CFPS	236,788	190,287	194,929	221,077	220,298
EBITDAPS	226,793	181,427	180,152	195,520	193,790
SPS	1,767,765	1,773,260	1,737,413	1,865,286	2,023,598
DPS	5,000	5,000	5,500	6,000	6,500
주기지표(배)					
PER	12.85	(16.96)	12.68	7.21	5.93
PBR	0.60	0.58	0.41	0.39	0.37
PCFR	0.80	0.94	0.69	0.61	0.61
EV/EBITDA	7.05	9.70	8.90	7.77	7.47
PSR	0.11	0.10	0.08	0.07	0.07
재무비율(%)					
ROE	5.13	(3.67)	3.65	6.03	6.97
ROA	0.61	(0.39)	0.37	0.61	0.72
ROIC	5.54	9.55	3.07	5.35	6.81
부채비율	170.87	165.76	160.24	156.12	152.01
순부채비율	76.89	77.00	53.46	39.77	27.90
이자보상배율(배)	3.99	1.58	1.28	1.88	2.16

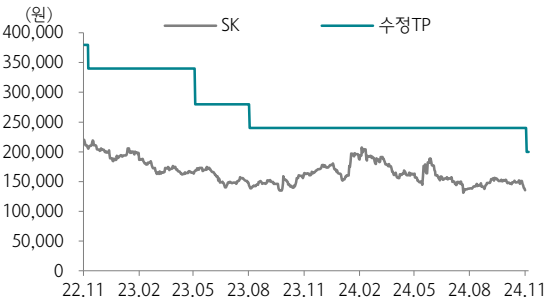
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,993.6	64,834.6	86,440.8	99,145.7	112,077.2
금융자산	25,962.0	26,373.3	44,352.2	54,367.6	63,607.1
현금성자산	21,393.9	22,683.7	40,781.9	50,543.6	59,434.6
매출채권	14,334.5	13,879.4	14,037.3	15,043.1	16,423.7
재고자산	15,552.3	15,006.6	15,177.3	16,264.8	17,757.5
기타유동자산	9,144.8	9,575.3	12,874.0	13,470.2	14,288.9
비유동자산	129,512.3	142,135.6	133,609.0	128,269.3	124,859.5
투자자산	37,115.6	36,070.0	28,850.5	30,917.6	33,755.2
금융자산	9,658.6	9,532.5	2,011.0	2,155.1	2,352.9
유형자산	59,921.9	73,494.4	74,442.8	68,611.3	63,699.4
무형자산	20,184.6	18,587.3	17,128.7	15,553.4	14,217.9
기타비유동자산	12,290.2	13,983.9	13,187.0	13,187.0	13,187.0
자산총계	194,505.9	206,970.3	220,049.8	227,415.0	236,936.6
유동부채	63,053.2	65,353.3	71,852.8	74,295.8	77,649.4
금융부채	30,383.5	32,051.2	35,476.1	35,593.4	35,754.4
매입채무	14,024.9	12,949.4	13,096.8	14,035.1	15,323.3
기타유동부채	18,644.8	20,352.7	23,279.9	24,667.3	26,571.7
비유동부채	59,643.9	63,737.9	63,641.8	64,326.7	65,266.9
금융부채	50,795.2	54,286.4	54,082.7	54,082.7	54,082.7
기타비유동부채	8,848.7	9,451.5	9,559.1	10,244.0	11,184.2
부채총계	122,697.1	129,091.2	135,494.7	138,622.5	142,916.3
지배주주지분	21,595.6	20,726.8	22,187.0	23,229.2	24,568.6
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	8,411.0	8,985.0	8,909.6	8,909.6	8,909.6
자본조정	(2,009.1)	(1,960.1)	(1,948.4)	(1,948.4)	(1,948.4)
기타포괄이익누계액	258.9	17.6	1,204.8	1,204.8	1,204.8
이익잉여금	14,918.6	13,668.1	14,004.9	15,047.1	16,386.5
비지배주주지분	50,213.2	57,152.3	62,368.1	65,563.3	69,451.7
자본총계	71,808.8	77,879.1	84,555.1	88,792.5	94,020.3
순금융부채	55,216.7	59,964.3	45,206.7	35,308.5	26,230.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,677.7	11,353.9	11,092.1	12,359.8	12,335.7
당기순이익	3,966.2	(406.4)	2,740.7	4,564.5	5,554.9
조정	10,133.7	10,377.5	7,490.4	7,406.8	6,247.4
감가상각비	8,783.6	8,988.0	8,693.9	7,406.8	6,247.5
외환거래손익	(305.4)	(194.0)	116.0	0.0	0.0
지분법손익	(214.3)	1,570.9	(1,346.3)	0.0	0.0
기타	1,869.8	12.6	26.8	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(6,422.2)	1,382.8	861.0	388.5	533.4
투자활동 현금흐름	(14,959.1)	(21,627.8)	1,881.5	(2,320.9)	(3,186.1)
투자자산감소(증가)	(234.3)	3,405.1	8,335.7	(2,067.1)	(2,837.6)
자본증가(감소)	(12,642.0)	(18,719.1)	(8,802.3)	0.0	0.0
기타	(2,082.8)	(6,313.8)	2,348.1	(253.8)	(348.5)
재무활동 현금흐름	16,012.7	11,524.0	3,617.7	(209.8)	(166.1)
금융부채증가(감소)	17,091.3	4,825.1	2,649.8	117.3	161.0
자본증가(감소)	152.9	574.0	(75.4)	0.0	0.0
기타재무활동	476.9	7,798.9	1,319.2	0.0	0.0
배당지급	(1,708.4)	(1,674.0)	(275.9)	(327.1)	(327.1)
현금의 증감	9,076.3	1,289.8	17,814.7	9,761.6	8,891.0
Unlevered CFO	17,691.7	14,083.0	14,303.2	16,153.9	16,096.9
Free Cash Flow	(6,322.3)	(7,561.3)	2,170.3	12,359.8	12,335.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.18	BUY	200,000		
23.8.17	BUY	240,000	-32.09%	-13.54%
23.5.19	BUY	280,000	-44.01%	-37.57%
22.11.23	BUY	340,000	-45.75%	-35.59%
22.1.24	BUY	380,000	-40.12%	-29.21%

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 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2024년 11월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	93.75%	5.80%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 11월 15일