

관심을 가져야할 때

3Q24 Review: 반도체 사업 실적 개선 지속

3Q24 연결 매출액은 30.6조원(-7.8% YoY), 영업이익은 5,131억원(-80.8% YoY)을 기록했다. 반도체 사업 실적이 큰 폭으로 개선됐으나 에너지 및 화학 사업이 업황 부진으로 실적이 부진하며 영업이익이 감소했다. SK스퀘어의 실적 고성장이 이어졌다. HBM, eSSD 등 고부가가치 제품의 판매 확대로 SK하이닉스의 사상 최대 실적을 바탕으로 SK스퀘어 영업이익은 1.2조원(흑전 YoY, +50.0% QoQ)으로 대폭 개선됐다. 4Q24 HBM3E 12단 제품 출하 등으로 동사 지분법손익 증가에 지속적으로 기여할 전망이다. 머티리얼즈 CIC와 SK실트론도 전방산업의 수요 개선으로 실적 회복세를 이어갔다. 머티리얼즈 CIC는 특수가스, 산업가스, Precursor, PR 등 주요 제품의 판매가 전반적으로 확대되며 매출액은 3,440억원(+19.9% YoY), EBITDA 1,010억원(Flat YoY)을 기록했다. SK실트론은 300mm PW 중심으로 전 제품의 판매량이 확대되고 원가절감과 우호적인 환율로 매출액 5,680억원(+21.1% YoY), 영업이익 940억원(+141.0% YoY)을 기록했다. AI 반도체 수요 확대와 신규 고객 확보 등 반도체 사업의 실적 개선이 25년에도 지속될 전망이다.

적극적인 기업가치 제고 의지

장기적으로 ROE를 10% 이상으로 개선하고 주주환원 규모를 확대해 PBR을 제고시키는 것이 골자로 지주회사 최초로 기업가치 제고 계획을 공시했다. 1)그룹 차원의 O/I (Operation Improvement) 추진하고 계열사간 중복 투자 영역을 통합, 비핵심 자산을 유동화해 순차입금 의존도를 감축할 계획이다. 2)주주환원 정책도 변경했다. 24-26년 최소 DPS 5,000원으로 설정하고 자산 매각이익 등을 활용해 매년 시가총액의 1-2% 규모의 자사주를 매입/소각하거나 추가 배당금으로 지급할 예정이다. SK스페셜티 매각 등 감안시 주주환원율은 최소 5.7%에 달할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 19만원으로 커버리지 재개



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

BUY (I)

목표주가 190,000원 (I)

현재주가 (11/18) 138,600원

상승여력 37%

시가총액	101,137억원
총발행주식수	73,068,838주
60일 평균 거래대금	178억원
60일 평균 거래량	120,925주
52주 고/저	207,500원 / 131,300원
외인지분율	23.77%
배당수익률	2.81%
주요주주	최태원 외 37인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.4)	0.1	(15.0)
상대	(1.7)	9.3	(14.9)
절대 (달러환산)	(8.1)	(2.6)	(21.0)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	30,637	-9.8	-0.5	32,666	-6.2
영업이익	513	-81.7	-28.1	1,832	-72.0
세전계속사업이익	946	-15.0	40.7	1,482	-36.2
지배순이익	512	56.6	182.7	316	61.7
영업이익률 (%)	1.7	-6.6 %pt	-0.6 %pt	5.6	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	1.7	+0.7 %pt	+1.1 %pt	1.0	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	132,079	131,238	125,456	124,404
영업이익	8,161	5,056	4,179	4,446
지배순이익	1,099	-777	989	1,700
PER	15.3	-15.5	10.2	5.9
PBR	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.2	9.6	9.9	9.2
ROE	5.1	-3.7	4.7	7.7

자료: 유안타증권

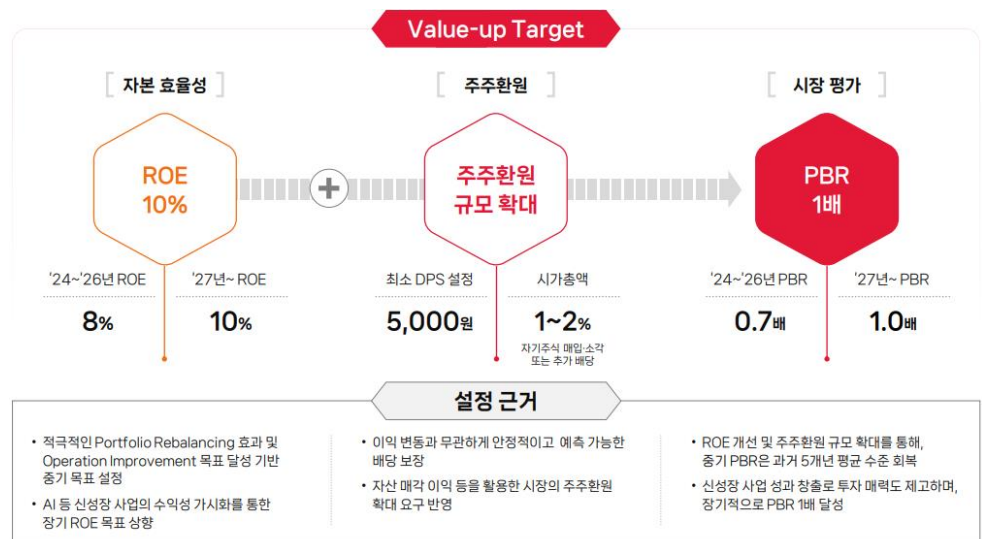
SK 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	32,703	31,923	33,864	32,748	33,027	31,197	30,637	30,594	131,238	125,456	124,404
SK 별도	1,641	791	766	939	1,237	796	736	995	4,137	3,765	3,451
투자부문	1,176	162	245	141	638	166	153	133	1,724	1,091	643
C&C	465	629	520	798	599	630	596	862	2,413	2,687	2,808
연결 자회사	32,866	31,893	33,849	36,101	34,559	32,779	32,680	31,007	134,709	131,026	128,691
연결 영업이익	1,130	695	2,712	519	1,537	756	513	755	5,056	3,562	3,829
SK 별도	1,120	110	192	128	606	131	124	153	1,550	1,014	637
연결 자회사	682	119	2,286	120	2,050	1,589	1,674	1,714	3,207	7,028	10,303
YoY %											
연결 매출액	6.3	-4.2	-7.4	-3.3	1.0	-2.3	-9.5	-6.6	-2.5	-4.4	-0.8
SK 별도	56.3	22.7	19.0	-8.9	-24.6	0.7	-3.8	6.0	22.8	-9.0	-8.3
투자부문	109.2	10.6	84.5	-57.5	-45.7	2.7	-37.6	-5.6	47.0	-36.7	-41.0
C&C	-4.7	26.3	1.9	14.0	28.7	0.2	14.5	8.0	9.8	11.4	4.5
연결 자회사	5.3	-5.9	-9.4	8.8	5.2	2.8	-3.5	-14.1	-0.7	-2.7	-1.8
연결 영업이익	-61.3	-80.6	42.8	흑전	36.0	8.8	-81.1	45.6	-36.4	-29.6	7.5
SK 별도	92.9	22.6	129.6	-63.9	-45.9	18.9	-35.5	19.7	39.8	-34.6	-37.2
연결 자회사	-81.2	-97.2	5.9	흑전	200.6	1,235.5	-26.8	1,329.1	-63.7	119.1	46.6
OPM %											
연결 OPM	3.5	2.2	8.0	1.6	4.7	2.4	1.7	2.5	3.9	2.8	3.1
SK 별도	68.3	13.9	25.1	13.6	49.0	16.4	16.8	15.4	37.5	26.9	18.4
연결 자회사	2.1	0.4	6.8	0.3	5.9	4.8	5.1	5.5	2.4	5.4	8.0

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK 기업가치 제고 계획



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK 목표주가 산정				(단위: 십억원)
	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			7,431	
C&C			943	25년 예상 영업이익에 6x 적용
머티리얼즈 CIC			3,523	25년 예상 EBITDA에 8x 적용
브랜드사용 수익			2,965	25년 예상치에 10x 적용
B. 자회사 가치			16,902	$B=a+b$
a. 상장 자회사 가치			5,107	$a=@*25.6\%$ (지배주주 지분율)
④ 상장 자회사 총 지분가치			5,107	전일 증가 기준
SK 이노베이션	9,200	55.9%	5,454	
SK 텔레콤	10,024	30.6%	3,631	
SK 스퀘어	10,457	31.5%	3,345	
SK 네트워크스	1,006	43.9%	422	
SKC	3,904	40.6%	1,622	
SK 바이오팜	8,090	64.0%	5,072	
SK 리츠	1,230	32.4%	409	
에스엠코어	90	26.6%	23	
티라유텍	86	9.9%	9	
b. 비상장 자회사 가치			11,795	
SK 에코플랜트	1,588	42.9%	681	장외 시가총액 기준
SK 실트론	5,120	51.0%	2,611	25년 예상 EBITDA에 8x 적용
기타	8,502		8,502	장부가
C. 순차입금			10,358	2Q24말 별도 기준
D. 적정 기업가치			13,975	$D=A+B-C$
E. NAV			28,855	$E=A+(@+b)-C$
F. 발행주식수(백만주)			72.5	
G. 적정주가(원)			192,745	$G=D/F$
목표주가(원)			190,000	

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	132,079	131,238	125,456	124,404	129,822	
매출원가	116,436	118,445	112,223	111,282	116,128	
매출총이익	15,644	12,793	13,233	13,122	13,693	
판매비	7,482	8,354	9,671	9,293	9,369	
영업이익	8,161	5,056	4,179	4,446	4,942	
EBITDA	16,945	13,427	12,685	13,915	14,577	
영업외손익	-2,261	-5,735	217	3,107	3,261	
외환관련손익	-375	-156	-345	-156	-345	
이자손익	-1,575	-2,333	-1,936	-1,575	-1,467	
관계기업관련손익	84	-2,359	3,384	5,725	5,960	
기타	-395	-887	-887	-887	-887	
법인세비용차감전순이익	5,900	-678	4,396	7,554	8,203	
법인세비용	2,376	619	1,099	1,888	2,051	
계속사업순이익	3,524	-1,297	3,297	5,665	6,152	
중단사업순이익	442	891	0	0	0	
당기순이익	3,966	-406	3,297	5,665	6,152	
지배지분순이익	1,099	-777	989	1,700	1,846	
포괄순이익	3,376	-609	3,297	5,665	6,152	
지배지분포괄이익	852	-1,113	2,792	4,798	5,211	

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

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	7,678	11,354	10,077	10,523	10,334	
당기순이익	3,966	-406	3,297	5,665	6,152	
감가상각비	7,049	7,232	7,596	8,389	8,538	
외환손익	-305	-194	345	156	345	
중속, 관계기업관련손익	-85	2,359	-3,384	-5,725	-5,960	
자산부채의 증감	-6,422	1,383	-453	-808	-1,605	
기타현금흐름	3,475	980	2,677	2,847	2,864	
투자활동 현금흐름	-14,959	-21,628	-9,546	-16,758	-13,723	
투자자산	-2,254	-2,008	1,257	229	-1,178	
유형자산 증가 (CAPEX)	-14,000	-18,915	-9,659	-12,884	-9,383	
유형자산 감소	1,358	196	0	0	0	
기타현금흐름	-63	-901	-1,144	-4,103	-3,162	
재무활동 현금흐름	16,013	11,524	7,453	7,459	7,539	
단기차입금	9,723	54	-71	-13	67	
사채 및 장기차입금	7,369	4,771	0	0	0	
자본	153	574	0	0	0	
현금배당	-1,708	-1,674	-275	-327	-327	
기타현금흐름	477	7,799	7,799	7,799	7,799	
연결범위변동 등 기타	345	40	-4,456	1,424	-259	
현금의 증감	9,076	1,290	3,528	2,647	3,891	
기초 현금	12,318	21,394	22,684	26,211	28,858	
기말 현금	21,394	22,684	26,211	28,858	32,749	
NOPLAT	8,161	9,672	4,179	4,446	4,942	
FCF	-6,322	-7,561	419	-2,361	951	

자료: 유안타증권

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

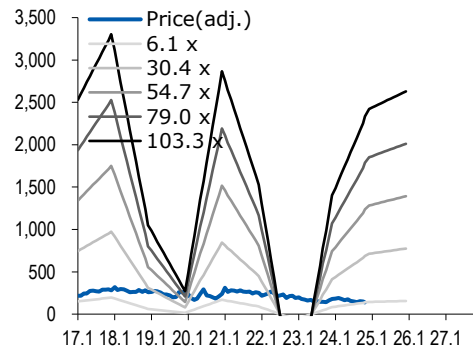
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,994	64,835	66,680	68,990	74,508
현금및현금성자산	21,394	22,684	26,211	28,858	32,749
매출채권 및 기타채권	18,011	17,057	16,472	16,334	17,046
재고자산	15,552	15,007	14,345	14,225	14,845
비유동자산	129,512	142,136	141,357	144,030	146,168
유형자산	59,922	73,494	75,557	80,053	80,898
관계기업등 지분관련자산	27,457	26,538	25,368	25,156	26,251
기타투자자산	9,659	9,532	9,445	9,429	9,511
자산총계	194,506	206,970	208,037	213,020	220,677
유동부채	63,053	65,353	63,815	63,535	64,976
매입채무 및 기타채무	28,079	29,144	27,860	27,626	28,829
단기차입금	17,457	17,388	17,388	17,388	17,388
유동성장기부채	11,373	13,019	13,019	13,019	13,019
비유동부채	59,644	63,738	63,321	63,246	63,636
장기차입금	17,898	19,261	19,261	19,261	19,261
사채	27,744	29,309	29,309	29,309	29,309
부채총계	122,697	129,091	127,136	126,781	128,612
지배지분	21,596	20,727	21,441	22,813	24,332
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,411	8,985	8,985	8,985	8,985
이익잉여금	14,919	13,668	14,382	15,755	17,273
비지배지분	50,213	57,152	59,460	63,426	67,732
자본총계	71,809	77,879	80,901	86,239	92,064
순차입금	55,217	59,964	56,520	53,888	50,031
총차입금	81,179	86,338	86,266	86,253	86,320

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	14,779	-10,616	13,584	23,442	25,457
BPS	387,441	373,965	389,232	414,147	441,716
EBITDAPS	226,793	181,427	172,883	190,442	199,500
SPS	1,767,765	1,773,260	1,709,791	1,702,558	1,776,703
DPS	5,000	5,000	5,500	6,000	6,000
PER	15.3	-15.5	10.2	5.9	5.4
PBR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.2	9.6	9.9	9.2	8.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	35.9	-0.6	-4.4	-0.8	4.4	
영업이익 증가율 (%)	67.9	-38.0	-17.4	6.4	11.1	
지배순이익 증가율 (%)	-44.1	적전	흑전	71.8	8.6	
매출총이익률 (%)	11.8	9.7	10.5	10.5	10.5	
영업이익률 (%)	6.2	3.9	3.3	3.6	3.8	
지배순이익률 (%)	0.8	-0.6	0.8	1.4	1.4	
EBITDA 마진 (%)	12.8	10.2	10.1	11.2	11.2	
ROIC	6.1	10.5	3.0	3.3	3.7	
ROA	0.6	-0.4	0.5	0.8	0.9	
ROE	5.1	-3.7	4.7	7.7	7.8	
부채비율 (%)	170.9	165.8	157.2	147.0	139.7	
순차입금/자기자본 (%)	255.7	289.3	263.6	236.2	205.6	
영업이익/금융비용 (배)	4.0	1.6	1.5	1.7	1.9	

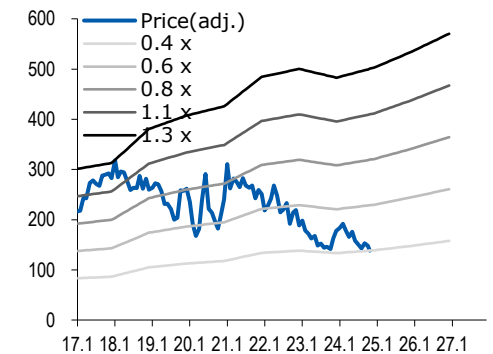
P/E band chart

(천원)

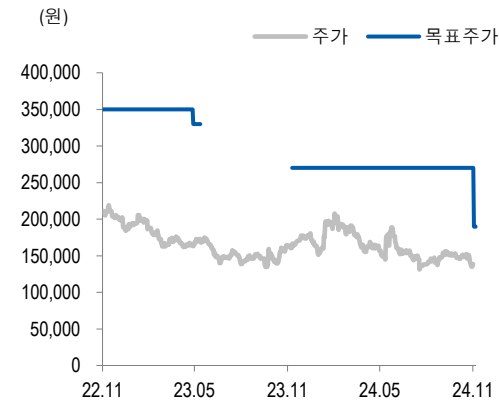


P/B band chart

(천원)



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-19	BUY	190,000	1년		
2023-11-27	BUY	270,000	1년	-39.76	-23.15
2023-05-16	BUY	330,000	1년	-48.54	-47.64
2022-11-16	BUY	350,000	1년	-46.87	-37.43

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-18

※ 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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 투자의사결정은 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.