

SK

| Bloomberg Code (034730 KS) | Reuters Code (034730.KS)

2023년 11월 30일

[지주회사]

은경완 연구위원
☎ 02-3772-1515
✉ kw.eun@shinhan.com

박현우 연구원
☎ 02-3772-1568
✉ phw@shinhan.com

금리 하락에 거는 기대



매수
(유지)



현재주가 (11월 29일)
164,700 원



목표주가
260,000 원 (유지)



상승여력
57.9%

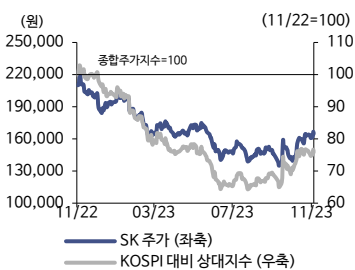
- ◆ 비상장사 실적 회복과 금리 하락으로 주가 반등 성공
- ◆ 금리 하향 안정화와 함께 투자(= 성장)와 분배의 선순환 기대
- ◆ 현 주가 NAV 할인율 65% 상회. 다운사이드 리스크 제한적



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

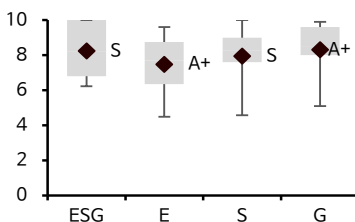
시가총액	12,055.8십억원
발행주식수	73.2백만주
유동주식수	36.0백만주(49.2%)
52주 최고가/최저가	219,000 원/134,900 원
일평균 거래량 (60 일)	141,052 주
일평균 거래액 (60 일)	21,400백만원
외국인 지분율	22.81%
주요주주	
최태원 외 39 인	25.88%
국민연금공단	7.55%
절대수익률	
3개월	13.9%
6개월	-4.7%
12개월	-23.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	15.4%
6개월	-3.2%
12개월	-26.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



최근 주가 반등의 배경

기나긴 주가 부진에서 탈피하고 있는 모습이다. 이유는 크게 2가지로 압축된다. 우선 E&S를 필두로 한 비상장사의 실적 회복이다. 실제 E&S는 하반기 여주 신규 LNG 발전소 가동에 따른 증설 효과가 본격화되고 있는 가운데 4분기 계절적 성수기 진입으로 현재의 실적 개선세가 지속될 가능성이 높다. 머티리얼즈CIC 역시 반도체/디스플레이 등 전방 수요 부진에도 불구하고 PR(photoresist) 등 신규제품 판매 확대와 원가 개선 노력이 더해지며 수익성이 올라오고 있다.

두번째로 금리다. 높아진 금리와 IT/정유화학 등 주력 사업 업황 부진이 맞물리며 부채비율, 현금흐름 등의 재무지표가 지속 악화됐다. 또한 고금리 환경은 그간 SK의 투자 활동을 평가절하하는 동시에 투자 회수를 지연시키며 투자심리를 위축시켰다. 같은 맥락에서 고점을 통과중인 금리 환경은 재무적/심리적으로 긍정적인 요인이다.

투자과 분배의 선순환 기대

지난해 3개년 주주환원정책을 발표했다. 주요 내용은 1) 정상 배당수입의 30% 이상 배당, 2) 매년 시가총액 1% 이상의 자사주 매입 등으로 올해도 11월 이후 1,200억원의 자사주 매입을 진행하고 있다. 참고로 현재 자사주 매입 진도율은 35% 내외 수준이다. 시가총액 대비 주주환원 규모가 아쉽긴하나 어려운 여건에서 최선의 행보로 향후 비상장사 실적 회복과 함께 확대 시행이 예상된다. 시장에서 기대하는 약 25%의 기보유 자사주 처리와 관련해서는 세금 이슈 해결 여부에 따라 소각 등이 가능할 것으로 판단된다. 그간 비우호적인 외부환경 탓에 투자(≒ 성장)와 분배의 선순환 고리가 약화되었으나 금리 하향 안정화와 함께 재차 강화될 것으로 기대한다.

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 260,000원 유지

투자의견 ‘매수’, 목표주가 260,000원을 유지한다. 주요 비상장 자회사의 경우 최근의 실적 회복에도 불구하고 증시 전반적인 멀티플 하락과 여전히 높은 금리 수준을 고려해 장부가액을 기준으로 평가했다. 지극히 보수적으로 추정해 산출한 수치인 만큼 주가 하방은 제한적일 것으로 판단하며 비상장사 실적 추가 개선, 금리 및 매크로 지표 안정화에 기댄 점진적인 주가 상승을 전망한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	97,203.7	4,859.8	1,965.6	27,528	284,329	9.1	8.1	0.9	10.2	68.5
2022	134,551.6	8,004.7	1,098.7	14,667	289,037	12.9	7.1	0.7	5.1	76.7
2023F	133,050.7	5,296.5	350.9	4,730	305,344	35.2	9.4	0.5	1.6	79.2
2024F	141,118.8	7,480.5	1,646.6	22,322	323,942	7.5	8.1	0.5	7.1	69.6
2025F	149,323.6	8,495.2	2,269.9	30,772	350,989	5.4	7.6	0.5	9.1	57.6

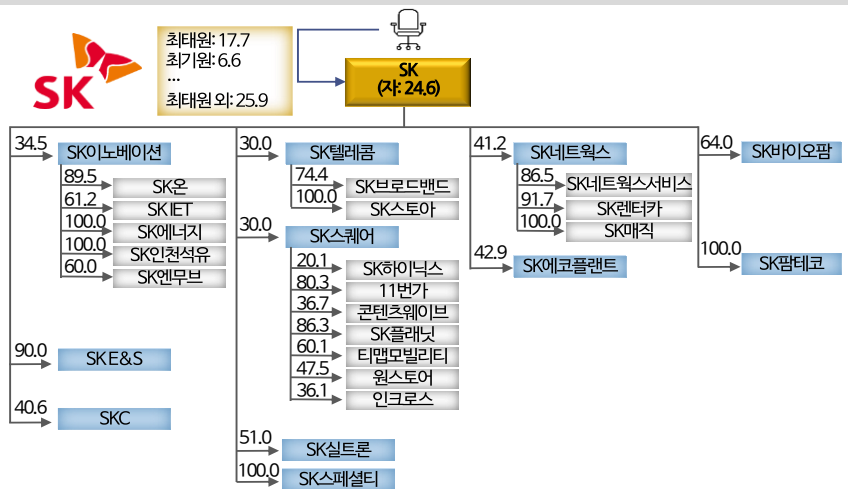
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SK NAV Valuation

(주, %, 원, 십억원)	회사명	지분율/주식수	장부가	현재가	평가액	비고
1) 상장사 지분가치					16,709	11월 29일 기준
	SK이노베이션	34.5		14,323	4,942	
	SK스퀘어	30.0		6,942	2,083	
	SK텔레콤	30.0		11,357	3,407	
	SK네트웍스	41.2		1,365	562	
	SKC	40.6		3,620	1,470	
	SK바이오팜	64.0		6,633	4,245	
2) 비상장사 지분가치					13,051	
	SKE&S	90.0	2,600		2,340	장부가 기준
	SK팜테코	100.0	1,651		1,651	장부가 기준
	SK실트론	51.0	623		318	장부가 기준
	SK에코플랜트	42.9	545	2,284	980	K-OTC 기준
	기타		7,763		7,763	
3) 영업가치					6,732	
4) 순차입금					10,686	2023년 9월말 기준
5) NAV					25,806	
6) 할인율					45.0	
7) Target NAV					14,193	
8) 유통주식수		55,201,943				보통주 기준
9) 주당 NAV					257,118	
10) 목표주가					260,000	
11) 현재가					164,700	11월 29일 기준
12) 상승여력					57.9	

자료: SK, 신한투자증권 추정

SK그룹 지배구조



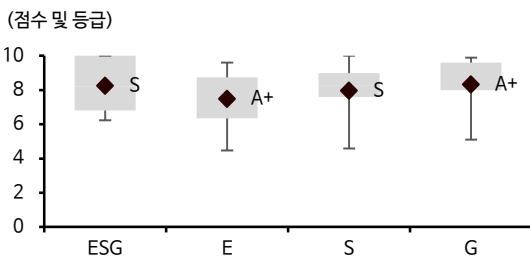
자료: Dart, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

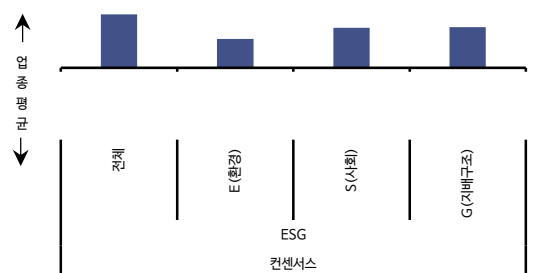
- ◆ ‘2050-α’ 선언으로 글로벌 탄소중립 목표 시점인 2050년보다 이른 시점에 탄소중립에 도달하는 계획 수립
- ◆ 수소 밸류체인 강화, SMR(소형모듈원전) 기술 확보, 지속가능 식품 사업 확대 등 탄소 중립 기술에 집중적으로 투자
- ◆ 지배구조 혁신 전략인 ‘거버넌스 스토리’를 실행 및 지난 3월 작년 취득한 자사주(약 2,000억원) 전량 소각 결정
- ◆ 2023년 10월말 1,200억원 규모(시가총액의 약 1% 수준) 자사주 매입을 결의. 매입한 자사주는 전량 소각 예정

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

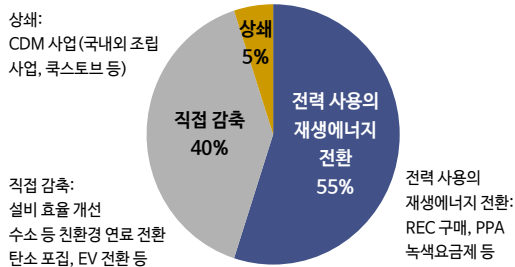
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

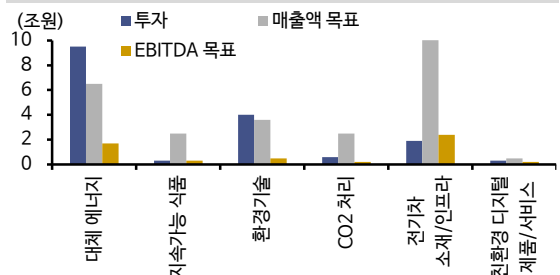
Key Chart

탄소감축 유형별 비중



자료: SK, 신한투자증권

친환경 투자 및 Biz 확대(2025년 목표)



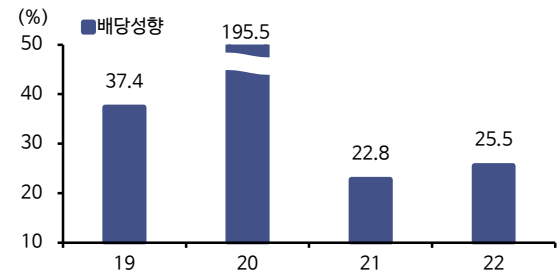
자료: SK, 신한투자증권

친환경 강화

기후변화	Net Zero 2040, RE100 2040, Scope3 관리 확대
자원순환	자원효율성 증대
친환경 Biz	ICT 기반 친환경 New Biz 확대, 공급망 Engagement
Mgmt. Infra/ 이해관계자 소통	환경경영시스템 Upgrade, 정보공개 강화

자료: SK, 신한투자증권

배당성향



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	165,368.4	194,505.9	209,306.9	214,171.2	222,564.0
유동자산	49,193.2	64,993.6	64,779.0	72,268.5	83,196.2
현금및현금성자산	12,317.6	21,393.9	21,325.6	27,237.4	36,210.8
매출채권	11,387.4	14,334.5	14,306.6	14,828.2	15,474.3
재고자산	10,680.7	15,552.3	15,522.0	16,087.9	16,788.9
비유동자산	116,175.2	129,512.3	144,527.9	141,902.6	139,367.7
유형자산	51,393.7	59,921.9	74,691.4	71,525.4	68,172.0
무형자산	18,300.4	20,184.6	18,607.5	18,087.0	17,590.9
투자자산	36,797.1	37,115.6	37,491.1	38,552.3	39,866.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	99,815.7	122,697.1	130,090.9	132,115.4	135,938.1
유동부채	44,974.9	63,053.2	66,342.5	67,806.7	70,331.6
단기차입금	7,657.4	17,457.3	19,201.1	19,351.1	19,721.1
매입채무	9,519.5	14,024.9	13,997.6	14,507.9	15,140.0
유동성장기부채	7,828.1	11,373.1	13,002.9	13,073.9	13,688.9
비유동부채	54,840.9	59,643.9	63,748.4	64,308.7	65,606.5
사채	29,242.3	27,744.0	29,852.1	29,854.4	29,904.4
장기차입금(경기금융부채 포함)	17,638.0	22,959.8	24,973.8	25,209.8	26,058.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65,552.7	71,808.8	79,216.0	82,055.8	86,625.9
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	8,258.1	8,411.0	8,816.7	8,816.7	8,816.7
기타자본	(1,812.8)	(2,009.1)	(1,905.5)	(1,905.5)	(1,905.5)
기타포괄이익누계액	721.3	258.9	927.8	927.8	927.8
이익잉여금	14,061.1	14,918.6	14,668.5	16,040.3	18,035.5
지배주주지분	21,243.8	21,595.6	22,523.5	23,895.4	25,890.5
비지배주주지분	44,308.9	50,213.2	56,692.5	58,160.4	60,735.3
*총차입금	63,938.8	81,030.1	88,523.0	89,036.7	90,988.1
*순차입금(순현금)	44,898.5	55,068.1	62,699.5	57,144.0	49,927.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	6,112.7	7,677.7	11,462.8	12,223.7	13,395.5
당기순이익	5,705.9	3,966.2	1,268.7	3,114.5	4,844.8
유형자산상각비	6,699.9	7,048.8	7,437.0	7,789.0	7,233.4
무형자산상각비	1,687.8	1,734.8	1,208.6	520.5	496.1
외환환산손실(이익)	114.9	(305.4)	191.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(313.8)	(1,370.3)	(133.6)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(2,439.4)	(214.3)	889.9	0.0	0.0
운전자본변동	(4,101.5)	(6,422.2)	1,059.1	799.7	821.2
(법인세납부)	(2,008.4)	(2,470.6)	(1,892.9)	(1,334.8)	(2,076.3)
기타	767.3	5,710.7	1,435.0	1,334.8	2,076.3
투자활동으로인한현금흐름	(15,420.0)	(14,959.1)	(22,674.4)	(5,841.7)	(5,389.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(8,737.2)	(14,000.1)	(20,735.2)	(4,623.0)	(3,880.0)
유형자산의감소	350.2	1,358.0	110.4	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(635.5)	(581.9)	(242.8)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(1,828.1)	(719.6)	(675.7)	(1,061.2)	(1,314.6)
기타	(4,569.4)	(1,015.5)	(1,131.1)	(157.5)	(195.0)
FCF	2,184.6	(4,502.8)	(10,558.3)	8,668.0	9,480.5
재무활동으로인한현금흐름	11,597.9	16,012.7	11,243.8	239.0	1,676.7
차입금의 증가(감소)	7,258.6	15,627.2	7,957.9	513.7	1,951.4
자기주식의취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1,394.3)	(1,708.4)	(1,496.9)	(274.7)	(274.7)
기타	5,733.6	2,093.9	4,782.8	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	(206.4)	(21.5)	(185.3)	(709.2)	(709.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	136.4	366.5	84.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,220.6	9,076.3	(88.2)	5,911.8	8,973.4
기초현금	10,096.9	12,317.6	21,393.9	21,325.6	27,237.4
기말현금	12,317.6	21,393.9	21,325.6	27,237.4	36,210.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

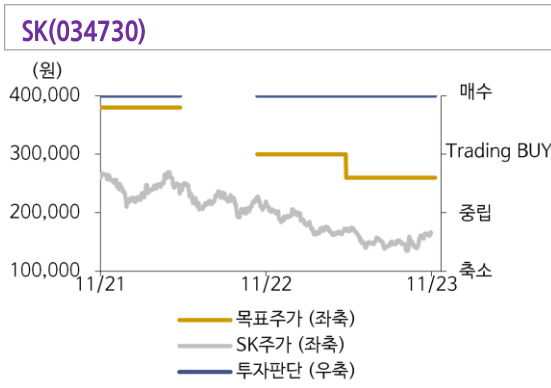
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	97,203.7	134,551.6	133,050.7	141,118.8	149,323.6
증감률 (%)	20.3	38.4	(1.1)	6.1	5.8
매출원가	86,422.8	119,452.6	118,819.0	124,460.3	130,553.4
매출총이익	10,780.9	15,099.0	14,231.7	16,658.5	18,770.3
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	10.7	11.8	12.6
판매관리비	5,921.1	7,094.3	8,935.1	9,178.0	10,275.0
영업이익	4,859.8	8,004.7	5,296.5	7,480.5	8,495.2
증감률 (%)	흑전	64.7	(33.8)	41.2	13.6
영업이익률 (%)	5.0	5.9	4.0	5.3	5.7
영업외손익	1,122.6	(2,096.0)	(4,248.4)	(3,031.1)	(1,574.1)
금융손익	(1,436.5)	(2,912.5)	(2,533.9)	(2,455.0)	(2,341.5)
기타영업외손익	636.0	732.2	524.4	164.9	169.1
중속 및 관계기업관련손익	1,923.1	84.2	(2,238.9)	(741.0)	598.3
세전계속사업이익	5,982.3	5,908.7	1,048.1	4,449.3	6,921.1
법인세비용	641.6	2,374.0	747.8	1,334.8	2,076.3
계속사업이익	5,340.7	3,534.7	300.3	3,114.5	4,844.8
중단사업이익	365.2	431.4	968.4	0.0	0.0
당기순이익	5,705.9	3,966.2	1,268.7	3,114.5	4,844.8
증감률 (%)	흑전	(30.5)	(68.0)	145.5	55.6
순이익률 (%)	5.9	2.9	1.0	2.2	3.2
(지배주주)당기순이익	1,965.6	1,098.7	350.9	1,646.6	2,269.9
(비지배주주)당기순이익	3,740.3	2,867.5	917.8	1,468.0	2,574.9
총포괄이익	8,690.6	3,376.3	2,906.8	3,114.5	4,844.8
(지배주주)총포괄이익	3,013.8	852.5	973.4	788.1	1,225.9
(비지배주주)총포괄이익	5,676.8	2,523.8	1,933.4	2,326.4	3,618.8
EBITDA	13,247.5	16,788.4	13,942.1	15,790.0	16,224.7
증감률 (%)	67.5	26.7	(17.0)	13.3	2.8
EBITDA 이익률 (%)	13.6	12.5	10.5	11.2	10.9

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	80,033	53,046	17,130	42,223	65,679
EPS (지배순이익, 원)	27,528	14,667	4,730	22,322	30,772
BPS (자본총계, 원)	877,364	961,097	1,073,905	1,112,403	1,174,357
BPS (지배지분, 원)	284,329	289,037	305,344	323,942	350,989
DPS (원)	8,000	5,000	5,000	6,000	7,000
PER (당기순이익, 배)	3.1	3.6	9.7	3.9	2.5
PER (지배순이익, 배)	9.1	12.9	35.2	7.5	5.4
PBR (자본총계, 배)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	8.1	7.1	9.4	8.1	7.6
배당성향 (%)	22.8	25.5	78.6	16.7	12.1
배당수익률 (%)	3.2	2.6	3.0	3.6	4.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.6	12.5	10.5	11.2	10.9
영업이익률 (%)	5.0	5.9	4.0	5.3	5.7
순이익률 (%)	5.9	2.9	1.0	2.2	3.2
ROA (%)	3.8	2.2	0.6	1.5	2.2
ROE (지배순이익, %)	10.2	5.1	1.6	7.1	9.1
ROIC (%)	5.8	6.3	1.3	5.5	6.5
안정성					
부채비율 (%)	152.3	170.9	164.2	161.0	156.9
순차입금비율 (%)	68.5	76.7	79.2	69.6	57.6
현금비율 (%)	27.4	33.9	32.1	40.2	51.5
이자보상배율 (배)	3.4	3.8	1.1	0.7	0.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	48.0	27.1	19.0	19.8	20.2
재고자산회수기간 (일)	31.7	35.6	42.6	40.9	40.2
매출채권회수기간 (일)	38.0	34.9	39.3	37.7	37.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 19일	매수	380,000	(35.6)	(29.2)
2022년 05월 26일	커버리지제외		-	-
2022년 11월 11일	매수	300,000	(37.6)	(26.0)
2023년 05월 12일	6개월경과		(44.0)	(42.5)
2023년 05월 26일	매수	260,000	(41.5)	(32.8)
2023년 11월 27일	6개월경과		-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 은경완, 박현우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 SK를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 28일 기준)

매수 (매수)	92.80%	Trading BUY (중립)	5.20%	중립 (중립)	2.00%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------