

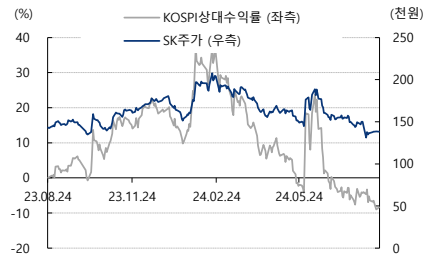
Buy
TP 250,000원

유지
유지

SK (034730) : 지배구조 개편 진행 중

Company Data	
현재가(08/19)	138,300원
액면가(원)	200원
52주 최고가(보통주)	207,500원
52주 최저가(보통주)	131,300원
KOSPI(08/19)	2,674.36p
KOSDAQ(08/19)	777.47p
자본금	161억원
시가총액	100,966억원
발행주식수(보통주)	7,250만주
발행주식수(우선주)	57만주
평균거래량(60일)	14.9만주
평균거래대금(60일)	210억원
외국인지분(보통주)	23.72%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.8	-33.3	-0.4
상대주가	-3.6	-33.2	-6.7

▶ 2Q24 Review

- SK이노베이션 적자 확대와 SK E&S 발전량 감소에 따른 영업이익 하락으로 SK 2Q24 연결 매출액 31.2조원(YoY -2%), 연결 영업이익 7,562억원(YoY +9%) 기록. SK E&S는 하반기 송전 제약 해소에 따라 발전량 회복할 것으로 전망

▶ SK그룹 지배구조 개편은 진행 중

- 현재 SK이노베이션, SK E&S 합병비율은 보통주 1:1.19으로 진행 중. 합병 결의를 위한 주주총회에정일자는 '24년 8월 27일. 주식매수청구권 행사기간은 8월 27일부터 9월 19일이며, 최종적으로 신주 상장 예정일은 11월 20일. 합병 후 SK 지주 회사의 SK이노베이션 합병 회사의 지분율은 55.9%(기존 36.2%)으로 상승 예정. 합병목적은 '미래 에너지 산업 밸류체인 전반을 아우르는 사업 구조 구축'. 향후 SK이노베이션, SK E&S 합병 후 합병 회사의 기업가치 변화에 주목, SK E&S는 SK 지주 회사의 별도의 비상장 자회사가 아닌 상장 자회사인 SK이노베이션과 함께 평가 받을 것이기 때문
- SK이노베이션, SK E&S 합병 외 자회사 SK에코플랜트에 현물출자 예정이며, 손자회사인 SK온은 현금흐름 개선을 위해 SK 트레이딩인터내셔널, SK엔텀 흡수합병 진행 중. 지배구조 개편은 하반기에도 이어질 것으로 전망

▶ 투자의견 Buy 목표주가 250,000원 유지, DPS 유지 5,000원 전망

- 투자의견 Buy, 목표주가 250,000원 유지. SK이노베이션은 FY24~FY25 배당 가이드라인을 최소 2,000원 수준을 검토 중인 것을 '23년 3월 공시. 따라서 SK이노베이션이 SK이노베이션과 SK E&S 합병 감안하여도 SK이노베이션으로부터 배당수입이 예상되기 때문에 SK의 DPS는 5,000원 유지할 수 있을 것으로 전망

12결산	매출액	YoY	영업이익	OPM	순이익	EPS	YoY	PER	PCR	PBR	EV/EBITDA	ROE
(십억원)	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(배)	(%)
2022.12	132,079	35.9	8,161	6.2	3,966	14,779	-46.7	12.8	0.9	0.7	7.0	5.1
2023.12	131,238	-0.6	5,056	3.9	-406	-10,616	적전	-16.8	1.0	0.6	9.2	-3.7
2024.12E	130,630	-0.5	4,886	3.7	2,228	12,253	흑전	11.3	0.8	0.5	8.9	4.2
2025.12E	132,020	1.1	6,337	4.8	3,182	17,514	42.9	7.9	0.7	0.5	8.3	5.8
2026.12E	137,110	3.9	7,541	5.5	3,860	21,258	21.4	6.5	0.7	0.4	7.9	6.7

SK (034730) : 지배구조 개편 진행 중

▶ SK Valuation Table

(단위: 십억원)

	시가총액/기업가치	(주)SK 지분율	(주)SK 반영 자산가치	비고
상장 자회사 보유 가치				
* SK이노베이션	12,326	36%	4,465	1yr AVG 시가총액
* SK스퀘어	8,910	32%	2,807	1yr AVG 시가총액
* SK텔레콤	11,059	31%	3,381	1yr AVG 시가총액
* SK바이오팜	6,798	64%	4,352	1yr AVG 시가총액
* SK네트웍스	1,318	44%	579	1yr AVG 시가총액
* SKC	4,053	41%	1,647	1yr AVG 시가총액
* 에스엠코어	108	27%	29	1yr AVG 시가총액
합계 ①	44,571		17,260	
비상장회사 보유 가치				
* SK에코플랜트	2,000	43%	857	K-OTC 시가총액 고려하여 적용
* SK E&S	6,179	90%	5,561	'24년 예상 EBITDA * EV/EBITDA 3배
* SK팜테코	4,800	100%	4,800	Pre-IPO Value 고려하여 산출(지분율은 최근사업연도말 기준)
합계 ②	12,979		11,218	
영업가치				
* 첨단소재사업 ③	6,220		6,220	머티리얼즈 CIC, SK실트론 '24년 예상 EBITDA * EV/EBITDA 5배
순차입금(별도기준) ④			-9,476	최근분기말 별도 기준 순차입금
NAV ①+②+③+④ = ⑤			25,221	
Discount 적용			45.0%	
NAV, Discount 적용 ⑥			13,872	
보통주 주식수			72,502,703	
자사주 차감 보통주 주식수 ⑦			54,520,349	
목표주가 ⑥/⑦			254,433	기존 목표주가 250,000원 유지

SK (034730) : 지배구조 개편 진행 중

▶ SK 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
SK 매출액(연결)	32,703	31,923	33,864	32,748	33,027	31,197	33,153	33,253	131,238	130,630
YoY	6.3%	-4.2%	-5.5%	1.8%	1.0%	-2.3%	-2.1%	1.5%	-0.6%	-0.5%
[SK 상장 자회사 매출(연결)]										
* SK이노베이션	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,799	19,579	18,721	77,288	75,953
* SK스퀘어	11	-127	40	2,352	498	469	499	581	2,277	2,047
* SK텔레콤	4,372	4,306	4,403	4,527	4,475	4,422	4,453	4,477	17,609	17,828
* SK바이오팜	61	77	90	127	114	134	125	141	355	514
* SK네트웍스	1,953	1,680	1,794	2,027	2,076	1,690	1,896	2,036	7,454	7,698
* SKC	480	454	377	260	415	473	551	650	1,571	2,089
SK 영업이익(연결)	1,130	528	2,596	185	1,537	756	1,716	877	4,439	4,887
YoY	-63.0%	-85.2%	39.2%	-155.1%	36.0%	43.2%	-33.9%	375.1%	-38.0%	10.1%
영업이익률	3.5%	1.7%	7.7%	0.6%	4.7%	2.4%	5.2%	2.6%	3.4%	3.7%
[SK 상장 자회사 영업이익(연결)]										
* SK이노베이션	375	-107	1,563	73	625	-46	401	555	1,904	1,535
* SK스퀘어	-639	-735	-561	-405	324	775	698	801	-2,340	2,598
* SK텔레콤	495	463	498	297	498	538	497	303	1,753	1,835
* SK바이오팜	-23	-19	-11	15	10	26	16	28	-38	80
* SK네트웍스	16	25	16	21	20	29	27	34	78	109
* SKC	-29	-43	-59	-85	-76	-63	-11	-1	-216	-151
[SK 상장 자회사 OPM]										
* SK이노베이션	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.3%	-0.2%	2.0%	3.0%	2.5%	2.0%
* SK스퀘어	-5715.8%	576.6%	-1386.3%	-17.2%	65.0%	165.4%	139.8%	137.8%	-102.8%	126.9%
* SK텔레콤	11.3%	10.8%	11.3%	6.6%	11.1%	12.2%	11.2%	6.8%	10.0%	10.3%
* SK바이오팜	-37.3%	-24.6%	-11.9%	11.7%	9.0%	19.4%	13.1%	19.6%	-10.6%	15.6%
* SK네트웍스	0.8%	1.5%	0.9%	1.1%	0.9%	1.7%	1.4%	1.6%	1.1%	1.4%
* SKC	-6.0%	-9.5%	-15.7%	-32.8%	-18.3%	-13.3%	-2.1%	-0.1%	-13.8%	-7.2%

SK (034730) : 지배구조 개편 진행 중

▶ SK 실적 전망

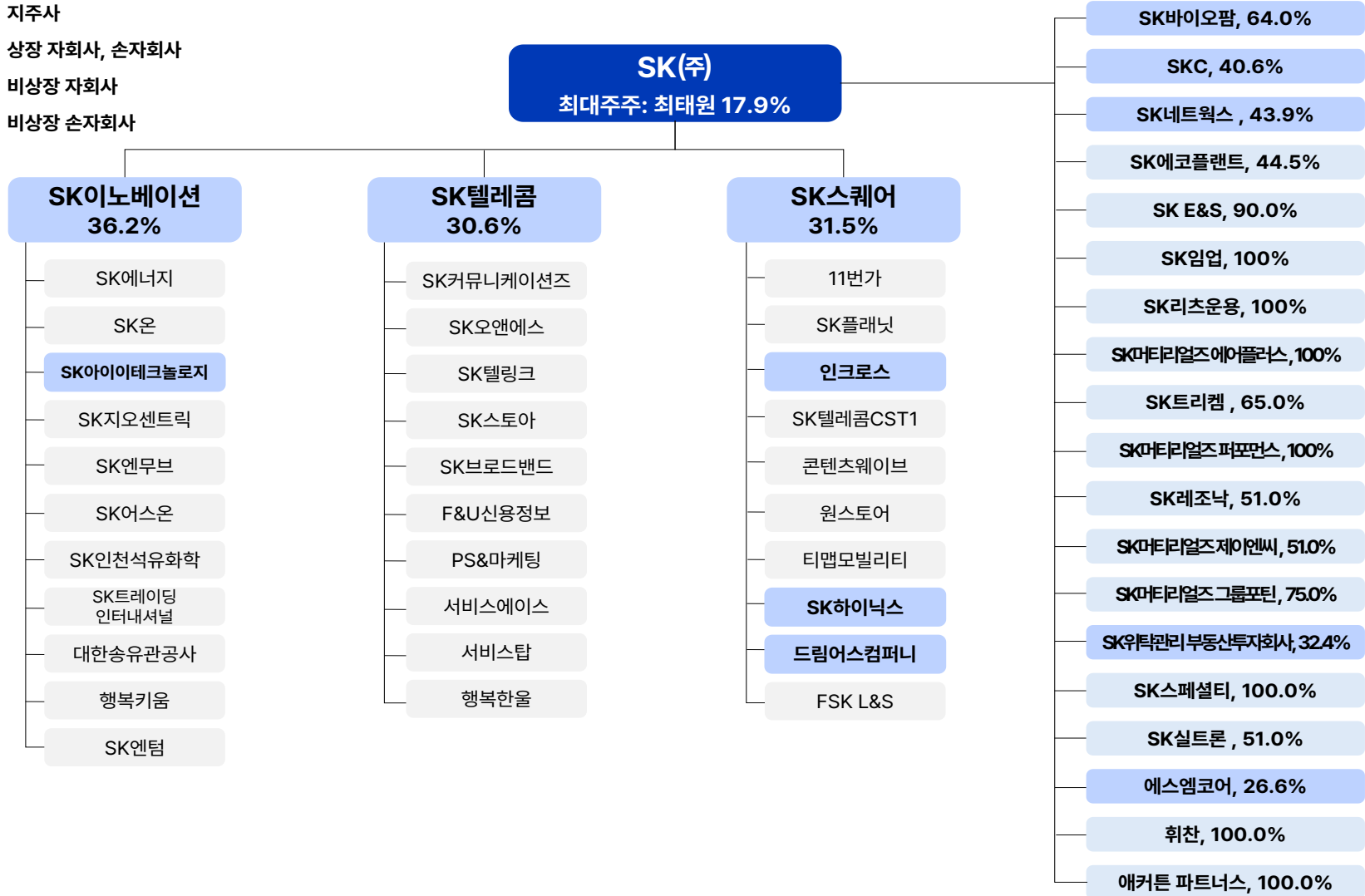
(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	2024E
SK 비상장 자회사 매출액(연결)											
* SK에코플랜트	1,271	1,828	1,795	2,657	1,475	2,452	2,587	2,411	7,551	8,925	9,437
YoY	-	-	-	-	16.1%	34.1%	44.1%	-9.2%	-	18.2%	5.7%
* SK E&S	3,683	2,200	2,485	3,173	3,394	2,372	2,566	2,835	11,541	11,167	11,408
YoY	72.6%	44.9%	47.2%	21.2%	-7.8%	7.8%	3.3%	-10.7%	45.0%	-3.2%	2.2%
* SK실트론	555	597	630	572	580	492	469	485	2,355	2,026	2,200
YoY	31.6%	35.7%	32.3%	11.7%	4.4%	-17.6%	-25.6%	-15.2%	27.3%	-14.0%	8.6%
* 머티리얼즈 CIC	348	371	396	415	311	303	287	309	1,530	1,210	1,342
YoY	32.8%	32.5%	29.0%	22.1%	-10.6%	-18.3%	-27.5%	-25.5%	28.7%	-20.9%	10.9%
SK 비상장 자회사 영업이익(연결)											
* SK에코플랜트	46	53	70	-12	50	127	121	-124	157	175	378
YoY	-	-	-	-	8.3%	141.5%	71.9%	909.4%	-	11.2%	116.6%
* SK E&S	640	446	384	-52	185	247	573	327	1,419	1,332	1,351
YoY	127.8%	520.0%	149.4%	-123.8%	-71.1%	-44.7%	49.1%	-734.8%	96.0%	-6.2%	1.4%
* SK실트론	119	159	156	131	114	70	39	58	565	281	423
YoY	133.9%	129.8%	103.0%	53.8%	-4.4%	-55.8%	-75.2%	-55.9%	100.3%	-50.3%	50.7%
* 머티리얼즈 CIC	84	99	103	92	51	41	64	57	378	213	260
YoY	35.5%	45.6%	24.1%	17.9%	-39.3%	-58.6%	-37.9%	-38.0%	29.9%	-43.7%	22.1%
SK 비상장 자회사 OPM											
* SK에코플랜트	3.6%	2.9%	3.9%	-0.5%	3.4%	5.2%	4.7%	-5.1%	2.1%	2.0%	4.0%
* SK E&S	17.4%	20.3%	15.5%	-1.6%	5.4%	10.4%	22.3%	11.5%	12.3%	11.9%	11.8%
* SK실트론	21.5%	26.6%	24.8%	22.8%	19.7%	14.3%	8.3%	11.9%	24.0%	13.9%	19.2%
* 머티리얼즈 CIC	24.1%	26.7%	26.0%	22.2%	16.4%	13.5%	22.3%	18.4%	24.7%	17.6%	19.4%
SK 비상장 자회사 EBITDA											
* SK에코플랜트	-	-	-	-	-	-	-	-	325	452	666
* SK E&S	873	605	574	173	353	418	711	380	2,225	1,862	1,931
* SK실트론	219	253	251	235	219.0	170.0	136.0	150.9	958	676	823
* 머티리얼즈 CIC	120	135	140	126	87.0	78.0	101.0	90.0	521	356	410

SK (034730) : 지배구조 개편 진행 중

▶ SK 타법인출자현황(2024년 반기보고서 기준)

- 지주사
- 상장 자회사, 손자회사
- 비상장 자회사
- 비상장 손자회사



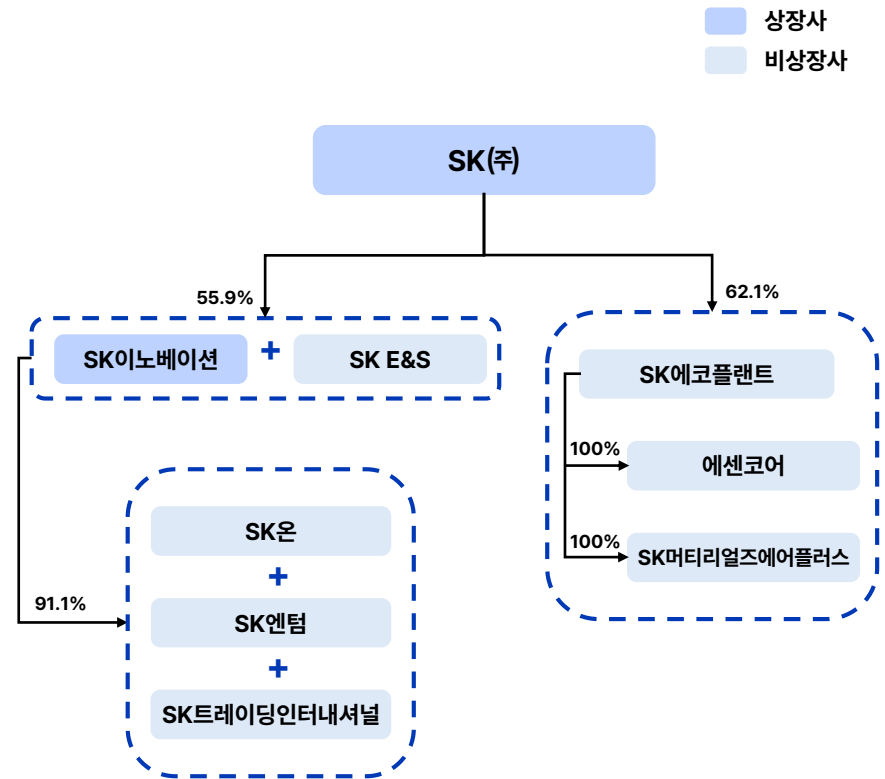
SK (034730) : 지배구조 개편 진행 중

▶ SK이노베이션, SK E&S 합병 및 그 외 자회사 지배구조 개편 상황

■ SK이노베이션, SK E&S 합병가액 및 합병 후 SK 지주회사 지분율 변화

	SK이노베이션	SK E&S
합병가액	112,396	133,947
합병비율	1	1.192
발행주식수의 총수(보통주)	95,735,590	46,401,990
SK지주회사 보유 주식수	34,710,642	41,761,791
SK지주회사 지분율	36.3%	90.0%
합병 후 SK 지주회사 지분율	55.9%	-
합병 전 SK지주회사 외 투자자 지분율	63.7%	10.0%
합병 후 SK지주회사 외 투자자 지분율	44.1%	-

■ SK그룹 지배구조 개편 진행상황



포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	132,079	131,238	130,630	132,020	137,110
매출원가	116,436	118,445	117,586	117,498	121,343
매출총이익	15,644	12,793	13,044	14,522	15,768
매출총이익률 (%)	11.8	9.7	10.0	11.0	11.5
판매비와관리비	7,482	8,354	8,158	8,185	8,227
영업이익	8,161	5,056	4,886	6,337	7,541
영업이익률 (%)	6.2	3.9	3.7	4.8	5.5
EBITDA	16,945	14,044	15,084	16,594	18,244
EBITDA Margin (%)	12.8	10.7	11.5	12.6	13.3
영업외손익	-2,261	-5,735	-2,976	-3,283	-3,417
관계기업손익	84	-2,359	2,359	2,359	2,359
금융수익	9,126	7,101	6,412	6,788	7,809
금융비용	-11,961	-9,580	-9,736	-10,165	-10,641
기타	489	-895	-2,011	-2,265	-2,945
법인세비용차감전순손익	5,900	-678	1,910	3,054	4,124
법인세비용	2,376	619	573	764	1,155
계속사업순손익	3,524	-1,297	1,337	2,291	2,969
중단사업순손익	442	891	891	891	891
당기순이익	3,966	-406	2,228	3,182	3,860
당기순이익률 (%)	3.0	-0.3	1.7	2.4	2.8
비지배지분순이익	2,867	370	1,337	1,909	2,316
지배지분순이익	1,099	-777	891	1,273	1,544
지배순이익률 (%)	0.8	-0.6	0.7	1.0	1.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-590	-203	405	405	405
포괄순이익	3,376	-609	2,633	3,587	4,266
비지배지분포괄이익	2,524	504	-2,181	-2,971	-3,533
지배지분포괄이익	852	-1,113	4,815	6,558	7,798

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,678	11,354	10,093	10,864	11,539
당기순이익	3,966	-406	2,228	3,182	3,860
비현금항목의 가감	13,726	14,489	12,205	12,465	13,373
감가상각비	7,049	7,232	8,730	8,973	9,579
외환손익	-305	-194	351	351	351
지분법평가손익	-85	2,359	-2,359	-2,359	-2,359
기타	7,067	5,092	5,483	5,501	5,802
자산부채의 증감	-6,422	1,383	-1,213	-1,456	-1,905
기타현금흐름	-3,592	-4,112	-3,126	-3,328	-3,789
투자활동 현금흐름	-14,959	-21,628	-18,538	-12,816	-15,289
투자자산	-2,254	-2,008	-1,471	-1,471	-1,471
유형자산	-14,000	-18,915	-16,000	-10,151	-12,521
기타	1,295	-704	-1,067	-1,194	-1,297
재무활동 현금흐름	16,013	11,524	8,044	9,039	9,376
단기차입금	10,426	-1,144	-1,144	-1,144	-1,144
사채	5,201	7,254	4,396	3,371	3,708
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-1,708	-1,674	-277	-275	-275
기타	2,094	7,087	5,068	7,087	7,087
현금의 증감	9,076	1,290	-5,263	2,294	865
기초 현금	12,318	21,394	22,684	17,421	19,714
기말 현금	21,394	22,684	17,421	19,714	20,579
NOPLAT	4,875	9,672	3,420	4,753	5,430
FCF	-6,763	1,128	-3,595	3,403	1,706

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,994	64,835	59,373	62,414	65,241
현금및현금성자산	21,394	22,684	17,421	19,714	20,579
매출채권 및 기타채권	18,011	17,057	16,561	16,336	16,552
재고자산	15,552	15,007	14,937	15,096	15,678
기타유동자산	10,036	10,087	10,454	11,268	12,432
비유동자산	129,512	142,136	151,318	154,699	160,053
유형자산	59,922	73,494	80,764	81,943	84,884
관계기업투자금	27,457	26,538	30,368	34,199	38,029
기타금융자산	9,659	9,532	9,532	9,532	9,532
기타비유동자산	32,475	32,571	30,653	29,025	27,607
자산총계	194,506	206,970	210,691	217,112	225,293
유동부채	63,053	65,353	62,238	61,375	60,889
매입채무 및 기타채무	28,079	29,144	29,084	29,221	29,723
차입금	17,457	17,388	16,245	15,101	13,957
유동성채무	11,373	13,019	11,000	11,000	11,000
기타유동부채	6,144	5,802	5,909	6,053	6,208
비유동부채	59,644	63,738	68,266	71,804	75,704
차입금	17,898	19,261	19,261	19,261	19,261
사채	27,744	29,309	33,705	37,076	40,783
기타비유동부채	14,002	15,168	15,299	15,467	15,660
부채총계	122,697	129,091	130,504	133,179	136,593
지배지분	21,596	20,727	21,341	22,338	23,607
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,411	8,985	8,985	8,985	8,985
이익잉여금	14,919	13,668	14,282	15,280	16,548
기타자본변동	-2,009	-1,960	-1,960	-1,960	-1,960
비지배지분	50,213	57,152	58,846	61,596	65,094
자본총계	71,809	77,879	80,187	83,934	88,701
총차입금	79,683	84,719	86,157	88,596	91,380

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	14,779	-10,616	12,253	17,514	21,258
PER	12.8	-16.8	11.3	7.9	6.5
BPS	289,037	280,985	292,066	305,713	323,075
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	226,793	189,764	206,436	227,101	249,679
EV/EBITDA	7.0	9.2	8.9	8.3	7.9
SPS	1,781,262	1,786,929	1,801,726	1,820,899	1,891,103
CFR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-90,523	15,240	-49,201	46,572	23,350
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	35.9	-0.6	-0.5	1.1	3.9
영업이익 증가율	67.9	-38.0	-3.4	29.7	19.0
순이익 증가율	-30.5	적전	흑전	42.8	21.3
수익성					
ROIC	6.2	10.5	3.4	4.6	5.1
ROA	0.6	-0.4	0.4	0.6	0.7
ROE	5.1	-3.7	4.2	5.8	6.7
안정성					
부채비율	170.9	165.8	162.7	158.7	154.0
순차입금비율	41.0	40.9	40.9	40.8	40.6
이자보상배율	4.0	1.6	1.5	1.9	2.2