

2023. 7. 7

ESG연구소

양일우
팀장
iw.yang@samsung.com

홍준혁
Research Associate
junhyeok3058.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	210,000원	46.3%
현재주가	143,500원	
시가총액	10.5조원	
Shares (float)	73,198,329주 (49.4%)	
52주 최저/최고	143,500원/236,500원	
60일-평균거래대금	252.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK (%)	-15.5	-23.1	-30.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-13.5	-31.1	-37.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	210,000	260,000	-19.2%
2023E EPS	5,275	4,264	23.7%
2024E EPS	20,594	21,638	-4.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	263,333
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK (034730)

낮아진 시장의 분기 실적 눈높이

- 연초 이후 주가 26% 하락하여 시가총액의 NAV 대비 할인율 역사적 고점에 근접
- 2분기 영업이익은 컨센서스 8,750억원을 20% 상회할 것으로 예상
- 목표주가 210,000원으로 19% 하향 조정하나 BUY 투자 의견 유지

WHAT'S THE STORY?

영업이익 컨센서스를 상회할 것으로 예상: 2Q23 SK의 영업이익 컨센서스는 8,750억원으로, 이는 SK이노베이션, SK텔레콤의 컨센서스 영업이익 합계 8,800억원보다 낮은 수치이다. 당사 SK이노베이션 영업이익 추정치가 약 2,760억원으로 컨센서스 대비 낮기는 하나, SK E&S, SK실트론, SK에코플랜트 등 주요 자회사들의 실적을 감안하면 2Q23 영업이익은 컨센서스를 20% 가량 상회할 가능성이 높다고 판단한다.

SK E&S 안정적 이익 창출 능력 부각될 것: 국제 천연가스 가격이 전년 대비 약 69% 하락하며 발전 기업들의 실적에 대한 우려 있으나, 한국 천연가스 가격의 수입가격은 원화기준으로 거의 변화가 없는 것으로 파악된다. 이로 인해 SMP(계통한계가격)는 전년 대비 3.5% 감소하는 데 그쳤고, 이에 SK E&S의 발전 부문에서의 이익 규모는 전년 동기와 유사할 것으로 예상된다. 작년에 있었던 호주 LNG 물량 직접 판매로 발생할 수 있는 이익이 완전히 소멸하였기 때문에 전년 동기 4,500억원의 영업이익 대비로는 감소하겠으나, 약 2,000억원 이상의 영업이익은 달성이 가능할 것으로 예상된다. 3분기 말부터는 1GW 수준의 설비인 여주 발전소가 추가되기 때문에 하락한 천연가스 가격을 반영하여 SMP가 낮아진다고 해도 분기 최소 1,500억원 이상의 영업이익 체력은 유지해 나갈 것으로 판단된다.

목표주가를 210,000원으로 19% 하향 조정하나, BUY 투자 의견 유지: 연초 이후 SK의 주가는 26% 하락하였고, 현재 주가는 2020년 하반기 이후의 회귀선을 이탈하여, 자회사의 시가총액을 거의 반영하지 않는 상황이 되었다. 시가총액의 NAV 대비 할인율도 47.3%로 역사적 고점인 51.3%에 근접했다. 이익 모멘텀이 상향 조정되고 있는 것은 아니기 때문에 NAV 반영률 (NAV 1 증가에 대한 시가총액 변화율)을 기존 0.5에서 프리미엄을 제거한 0.4로 조정하며 목표주가 210,000원으로 19% 하향 조정하나, BUY 투자 의견 유지한다. 자회사 관련 작은 모멘텀에도 반응할 만한 주가 수준이 되었다고 판단한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	134,552	129,044	133,099	134,545
영업이익 (십억원)	8,005	4,765	6,327	7,629
순이익 (십억원)	3,966	886	3,798	5,294
EPS (adj) (원)	14,705	5,275	20,594	28,705
EPS (adj) growth (%)	-46.7	-64.1	290.4	39.4
EBITDA margin (%)	12.5	10.5	13.8	14.9
ROE (%)	5.1	1.7	6.3	8.2
P/E (adj) (배)	12.9	27.2	7.0	5.0
P/B (배)	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	7.1	9.5	7.6	7.4
Dividend yield (%)	2.6	3.5	4.2	4.9

자료: SK, 삼성증권 추정

SK 분기 실적표

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출	30,107	33,327	36,583	34,534	32,703	31,378	35,341	29,623	134,552	129,044	133,099
SK이노베이션	16,262	19,905	22,753	19,137	19,143	19,253	22,007	15,095	78,057	75,498	78,497
SK텔레콤	4,277	4,290	4,343	4,394	4,372	4,302	4,356	4,324	17,305	17,355	17,792
SK E&S	3,564	2,151	2,419	3,114	3,345	2,278	2,503	3,349	11,249	11,473	10,950
SKC	1,121	1,077	178	764	669	744	806	915	3,139	3,135	4,047
SK에코플랜트	1,271	1,828	1,795	2,657	1,475	1,883	1,849	2,125	7,551	7,333	7,277
SK네트웍스	2,501	2,144	2,476	2,546	2,450	2,459	2,397	2,203	9,666	9,509	9,498
SK바이오팜	41	53	89	63	61	87	87	114	246	349	514
기타	(250)	350	1,286	1,443	1,177	360	1,324	1,486	2,828	4,347	4,477
매출 (전년 대비, %)	35.6	42.1	43.1	32.9	8.6	(5.9)	(3.4)	(14.2)	38.4	(4.1)	3.1
SK이노베이션	76.0	79.0	85.0	34.8	17.7	(3.3)	(3.3)	(21.1)	66.6	(3.3)	4.0
SK텔레콤	(10.5)	(11.0)	(12.6)	101.4	2.2	0.3	0.3	(1.6)	3.3	0.3	2.5
SK E&S	68.7	43.5	45.0	20.9	(6.2)	5.9	3.5	7.5	43.2	2.0	(4.6)
SKC	42.8	36.8	(79.9)	(493.2)	(40.3)	(30.9)	353.0	19.9	38.6	(0.1)	29.1
SK에코플랜트	(28.0)	8.9	6.5	1,175.3	16.1	3.0	3.0	(20.0)	41.5	(2.9)	(0.8)
SK네트웍스	(9.2)	(15.7)	(12.1)	(12.4)	(2.0)	14.7	(3.2)	(13.4)	(12.3)	(1.6)	(0.1)
SK바이오팜	(70.6)	122.9	270.9	(72.8)	47.7	63.3	(1.8)	81.2	(41.2)	41.8	47.3
기타	(139.4)	(64.2)	5.8	(47.3)	(570.6)	3.0	3.0	3.0	(49.2)	53.7	3.0
영업이익	3,019	3,578	1,899	(491)	1,130	1,062	1,277	1,296	8,005	4,765	6,327
SK이노베이션	1,649	2,329	704	(765)	375	275	497	791	3,917	1,939	3,124
SK텔레콤	432	460	466	255	495	471	486	346	1,612	1,767	1,778
SK E&S	640	446	384	(52)	185	201	156	169	1,419	761	709
SKC	133	109	2	(24)	(22)	(1)	23	52	220	53	291
SK에코플랜트	46	53	70	(12)	48	45	48	(119)	157	22	82
SK네트웍스	43	38	40	33	53	42	44	30	154	169	179
SK바이오팜	(37)	(40)	(9)	(45)	(23)	(20)	(12)	3	(131)	(52)	53
기타	112	183	242	119	19	48	34	25	656	106	110
영업이익률 (%)	10.0	10.7	5.2	(1.4)	3.5	3.4	3.6	4.4	5.9	3.7	4.8
SK이노베이션	10.1	11.7	3.1	(4.0)	2.0	1.4	2.3	5.2	5.0	2.6	4.0
SK텔레콤	10.1	10.7	10.7	5.8	11.3	10.2	11.1	8.0	9.3	10.2	10.0
SK E&S	18.0	20.8	15.9	(1.7)	5.5	11.0	6.2	5.0	12.6	6.6	6.5
SKC	11.9	10.2	1.2	(3.2)	(3.2)	(0.1)	2.9	5.7	7.0	1.7	7.2
SK에코플랜트	3.6	2.9	3.9	(0.5)	3.3	2.4	2.6	(5.6)	2.1	0.3	1.1
SK네트웍스	1.7	1.8	1.6	1.3	2.2	1.4	1.7	0.8	1.6	1.8	1.9
SK바이오팜	(90.3)	(75.0)	(10.4)	(71.1)	(37.3)	(22.6)	(13.8)	2.3	(53.2)	(14.8)	10.3
기타	(44.8)	52.4	18.8	8.2	1.6	7.8	2.6	1.7	23.2	2.4	2.5
지분법손익	417	626	219	(1,178)	(545)	(521)	(374)	(186)	84	(1,627)	822
금융손익	(794)	(953)	(612)	(553)	(655)	(697)	(656)	(653)	(2,912)	(2,662)	(2,691)
기타영업외수익	719	153	(62)	(78)	85	311	80	244	732	720	565
법인세차감전 계속사업이익	3,361	3,404	1,444	(2,300)	15	154	326	701	5,909	1,196	5,023
당기순이익	3,001	2,367	783	(2,185)	(7)	116	247	530	3,966	886	3,798
지배주주지분순이익	1,223	798	179	(1,101)	123	35	74	159	1,099	390	1,519

자료: FnGuide, 삼성증권

SOTP Valuation

(십억원)	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부가치 (십억원)	평가 방식	공정가치 (십억원)	비중 (%)	업사이드* (%)	목표가치 (십억원)
총자산가치 (A = B + C)					31,476	149.0		37,578
투자자산 (B)					28,893	136.8		34,995
상장 자회사					16,195	76.7		22,297
SK텔레콤	30.0	9,672	2,930	시가	2,903	13.7	54	4,466
SK스퀘어	30.0	6,394	2,486	시가	1,919	9.1	34	2,568
SK바이오팜	64.0	6,085	369	시가	3,896	18.4	29	5,014
SK이노베이션	34.9	15,340	3,073	시가	5,355	25.4	45	7,747
SK네트웍스	41.2	1,214	706	시가	500	2.4	9	544
SKC	40.6	3,908	549	시가	1,588	7.5	21	1,924
에스엠코어	26.6	128	39	시가	34	0.2		34
비상장 자회사 및 비계열 상장회사					12,698	60.1		12,698
SK E&S	90.0	n/a	2,600	장부가	2,600	12.3		2,600
SK에코플랜트	44.5	n/a	545	장부가	545	2.6		545
SK실트론	51.0	n/a	623	장부가	623	2.9		623
SK Pharmteco	100.0	n/a	1,651	장부가	1,651	7.8		1,651
기타			7,279	장부가	7,279	34.5		7,279
기타자산 (C)					2,583	12.2		2,583
자기주식	24.6	10,504		시가	2,583	12.2		2,583
차감항목 가치 (D)					10,351	49.0		10,351
우선주		74		시가	74	0.4		74
순차입금 (별도기준)					10,277	48.6		10,277
NAV (E = A - D)					21,125	100.0		27,226
NAV 반영률 (배, F) **								0.40
반영 NAV (십억원, G = E × F)								10,667
조정금액 [Y절편] (십억원, H) **								4,914
목표 시가총액 (십억원, I = G + H)								15,580
보통주 주식 수 (천주, J)					74,149			74,149
목표주가 (원, K = I/J)					285,000			210,000
현재 주가 (원)								143,500
Upside (%)								46.3

참고: * 상장 자회사 목표가치: SK텔레콤, SK바이오팜, SK이노베이션, SK네트웍스, SKC는 당사 제시 목표주가, SK스퀘어는 컨센서스에 근거 (7월 6일 종가 기준)

** 주식시장이 반영하는 NAV 비율과 조정금액

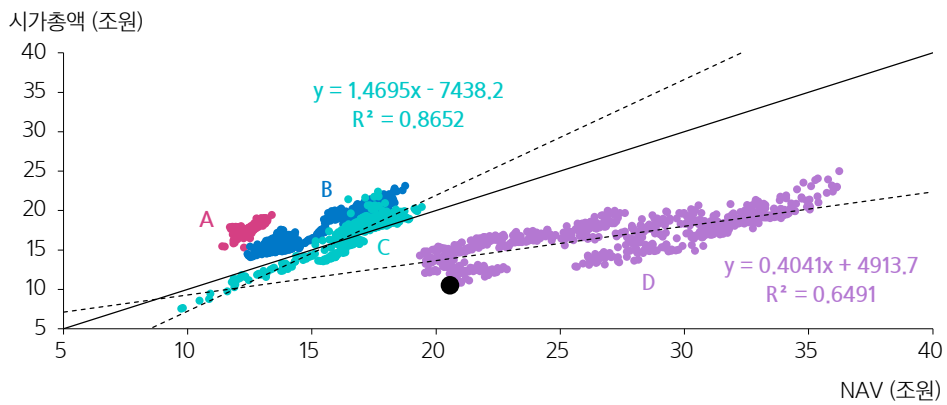
자료: FnGuide, 삼성증권

SK 구간 구분표

	A (빨강색)	B (파랑색)	C (청록색)	D (보라색)
From	2015-09-09	2016-02-15	2018-06-11	2020-07-09
To	2016-02-12	2018-06-08	2020-07-01	
기간 (영업일)	104	569	507	739
NAV 반영률	1.64	1.26	1.47	0.40

자료: FnGuide, 삼성증권

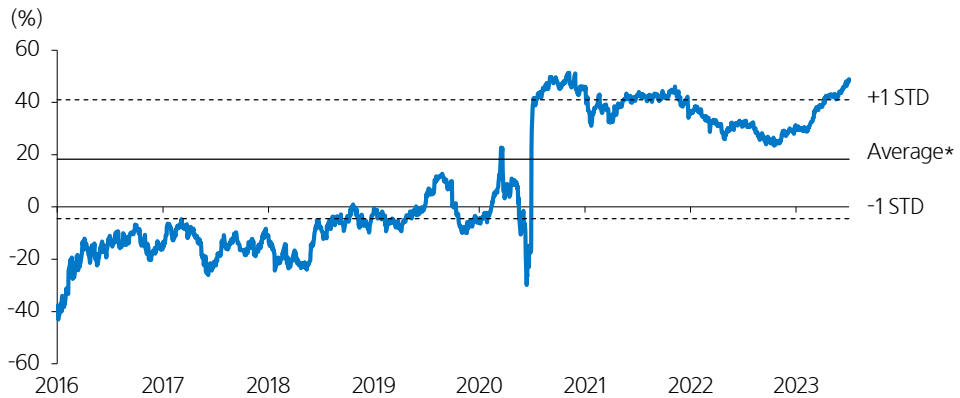
SK 구간 구분 회귀선 차트



참고: 검은 점은 7월 6일 종가

자료: FnGuide, 삼성증권

SK 시가총액의 NAV 대비 할인율



참고: * 평균은 2018년 초 이후

자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	97,204	134,552	129,044	133,099	134,545
매출원가	86,423	119,453	116,925	119,266	119,217
매출총이익	10,781	15,099	12,119	13,834	15,328
(매출총이익률, %)	11.1	11.2	9.4	10.4	11.4
판매 및 일반관리비	5,921	7,094	7,354	7,506	7,698
영업이익	4,860	8,005	4,765	6,327	7,629
(영업이익률, %)	5.0	5.9	3.7	4.8	5.7
영업외손익	1,488	-1,665	-3,549	-1,304	-627
금융수익	3,558	9,172	8,334	7,290	6,394
금융비용	4,995	12,084	10,996	9,981	9,092
지분법손익	1,923	84	-1,627	822	1,566
기타	1,001	1,164	740	565	504
세전이익	6,348	6,340	1,216	5,023	7,002
법인세	642	2,374	365	1,226	1,709
(법인세율, %)	10.1	37.4	30.0	24.4	24.4
계속사업이익	5,341	3,535	831	3,798	5,294
중단사업이익	365	431	55	0	0
순이익	5,706	3,966	886	3,798	5,294
(순이익률, %)	5.9	2.9	0.7	2.9	3.9
지배주주순이익	1,966	1,099	390	1,519	2,117
비지배주주순이익	3,740	2,867	496	2,279	3,176
EBITDA	13,247	16,788	13,602	18,388	20,061
(EBITDA 이익률, %)	13.6	12.5	10.5	13.8	14.9
EPS (지배주주)	27,592	14,705	5,275	20,594	28,705
EPS (연결기준)	80,097	53,084	11,975	51,485	71,763
수정 EPS (원)*	27,592	14,705	5,275	20,594	28,705

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	6,113	7,678	7,502	10,243	11,845
당기순이익	5,706	3,966	886	3,798	5,294
현금유출입이없는 비용 및 수익	7,472	13,726	12,808	14,844	15,086
유형자산 감가상각비	6,700	7,049	6,824	9,190	9,651
무형자산 상각비	1,688	1,735	2,014	2,871	2,780
기타	-916	4,942	3,971	2,783	2,654
영업활동 자산부채 변동	-4,102	-6,422	-3,383	-4,794	-4,314
투자활동에서의 현금흐름	-15,420	-14,959	-16,681	-16,446	-15,345
유형자산 증감	-8,387	-12,642	-13,886	-12,531	-12,132
장단기금융자산의 증감	-1,679	1,534	564	-793	-519
기타	-5,354	-3,851	-3,359	-3,122	-2,694
재무활동에서의 현금흐름	11,598	16,013	14,547	10,379	9,964
차입금의 증가(감소)	8,158	17,091	7,543	8,160	7,154
자본금의 증가(감소)	1,197	153	22	0	0
배당금	-1,394	-1,708	-433	-1,305	-1,436
기타	3,637	477	7,414	3,524	4,247
현금증감	2,221	9,076	-2,374	-1,456	1,885
기초현금	10,097	12,318	21,394	19,020	17,564
기말현금	12,318	21,394	19,020	17,564	19,449
Gross cash flow	13,178	17,692	13,694	18,642	20,379
Free cash flow	-2,624	-6,322	-6,404	-2,288	-287

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	49,193	64,994	58,625	65,166	71,011
현금 및 현금등가물	12,318	21,394	19,020	17,564	19,449
매출채권	11,387	14,335	12,296	14,748	15,970
재고자산	10,681	15,552	13,341	16,000	17,327
기타	14,808	13,713	13,968	16,854	18,266
비유동자산	116,175	129,512	141,921	151,968	162,197
투자자산	36,797	37,116	42,368	44,721	48,446
유형자산	51,394	59,922	67,511	70,885	73,920
무형자산	18,300	20,185	20,150	21,912	24,873
기타	9,684	12,290	11,892	14,450	14,958
자산총계	165,368	194,506	200,546	217,134	233,208
유동부채	44,975	63,053	65,578	75,218	83,235
매입채무	9,520	14,025	12,030	14,429	15,625
단기차입금	7,657	17,457	18,695	21,246	23,495
기타 유동부채	27,798	31,571	34,853	39,543	44,115
비유동부채	54,841	59,644	59,342	62,736	65,276
사채 및 장기차입금	42,620	45,642	46,136	48,489	50,266
기타 비유동부채	12,221	14,002	13,207	14,247	15,011
부채총계	99,816	122,697	124,921	137,953	148,511
지배주주지분	21,244	21,596	23,294	24,570	26,912
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,258	8,411	8,433	8,433	8,433
이익잉여금	14,061	14,919	15,000	16,243	18,029
기타	-1,092	-1,750	-155	-122	433
비지배주주지분	44,309	50,213	52,331	54,610	57,786
자본총계	65,553	71,809	75,625	79,180	84,698
순부채	45,252	55,309	65,841	74,717	79,617

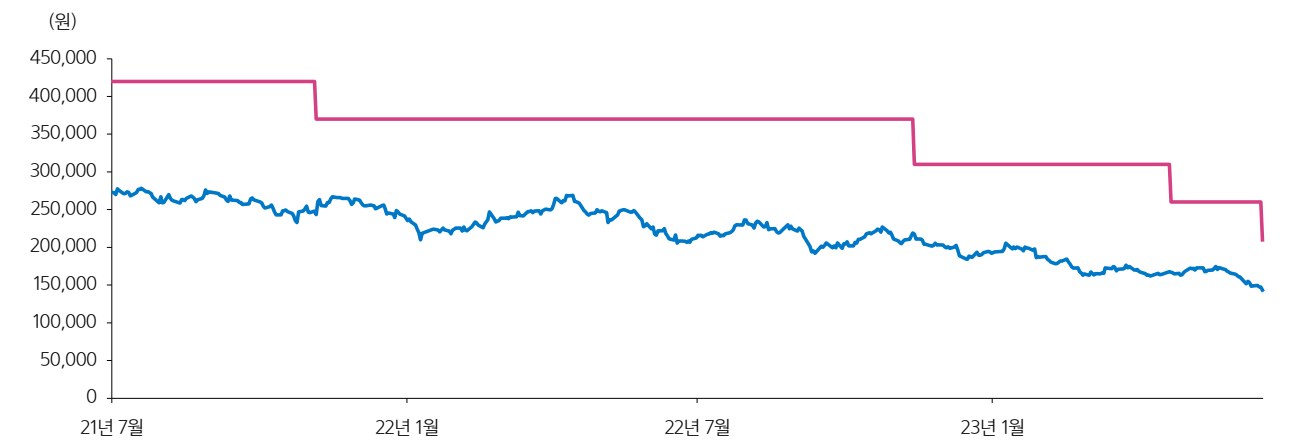
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	20.3	38.4	-4.1	3.1	1.1
영업이익	흑전	64.7	-40.5	32.8	20.6
순이익	흑전	-30.5	-77.7	328.5	39.4
수정 EPS**	933.4	-46.7	-64.1	290.4	39.4
주당지표					
EPS (지배주주)	27,592	14,705	5,275	20,594	28,705
EPS (연결기준)	80,097	53,084	11,975	51,485	71,763
수정 EPS**	27,592	14,705	5,275	20,594	28,705
BPS	374,966	387,441	417,714	440,597	482,580
DPS (보통주)	8,000	5,000	5,000	6,000	7,000
Valuations (배)					
P/E***	9.1	12.9	27.2	7.0	5.0
P/B***	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.2	7.1	9.5	7.6	7.4
비율					
ROE (%)	10.2	5.1	1.7	6.3	8.2
ROA (%)	3.8	2.2	0.4	1.8	2.4
ROIC (%)	5.7	5.4	3.3	4.3	4.8
배당성향 (%)	22.5	25.2	70.7	21.8	18.2
배당수익률 (보통주, %)	3.2	2.6	3.5	4.2	4.9
순부채비율 (%)	69.0	77.0	87.1	94.4	94.0
이자보상배율 (배)	3.4	3.8	1.6	1.9	2.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 7월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 7월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/1/21	11/23	2022/11/23	2022/12/1	2023/5/10	7/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	420000	370000	370000	310000	260000	210000
과리율 (평균)	-34.97	-37.26	-42.54	-40.62	-36.86	
과리율 (최대/최소)	-15.48	-27.30	-40.81	-31.94	-32.77	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율

2023.06.30

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CS&A