

SK (034730)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이해인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (M)
현재주가 (11/15)	248,000원
상승여력	81%

시가총액	175,716억원
총발행주식수	76,889,311주
60일 평균 거래대금	539억원
60일 평균 거래량	207,118주
52주 고	355,000원
52주 저	209,000원
외인지분율	19.11%
주요주주	최대원 외 33 인 28.13%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.7)	(6.9)	18.7
상대	(5.2)	(1.6)	(1.3)
절대(달러환산)	(5.4)	(7.7)	12.3

실트론과 팜테코 가치 반영이 시작된다

3Q21 영업이익 1.55조원으로 컨센서스(1.2조원) 상회

연결 매출액(25.5조원, +28% YoY)은 컨센서스(23.4조원)를 9.1% 상회했다. 영업이익(1.55조원, +244% YoY)은 컨센서스(1.2조원)를 크게 상회(+29.7%)했다. 국제유가 상승 & SMP 상승에 따른 SK이노베이션과 SK E&S의 수익성 개선 효과가 컸다[그림 1 참조]

SK E&S 영업이익은 1,332억원(흑전 YoY)을 기록했다. 국제 유가 상승에 따라 SMP는 4Q20에 저점을 통과 후 꾸준히 상승하고 있다[그림 2 참조]. SMP 상승에 따른 전력 부문의 성장이 매출 증가의 키로 작용하고 있다. 금년 1월에 인수한 정관에너지 인수 영향을 배제하더라도 전력 부문의 3Q 누적 매출액은 전년 동기 대비 19% 증가한 1.8조원을 기록했다. 통상적으로 SMP는 Dubai 유가에 6개월 후행한다. 이미 3Q21까지 Dubai 유가는 상승 추세를 유지하고 있어, 4Q 기간 중 평균 SMP는 100원/kWh를 넘어설 것으로 전망된다. 3Q 누적 연결 영업이익은 4,457억원으로 전년 동기 대비 276% 증가했다. 3Q 누적 실적과 SMP 상승분을 고려 시, 연간 영업이익은 6,000억원에 육박할 것으로 전망된다. *기존의 '21년 영업이익 전망 5,000억원

SK실트론 영업이익은 770억원(+0.8% YoY)을 기록했다. 매출과 EBITDA 증가율은 각각 +8.4%, +9.0% YoY를 기록했다. 3Q 누적 실리콘웨이퍼 출하량은 10,520(million square inches)로 전년 동기 대비 14.3% 증가했으나, 실리콘웨이퍼 가동률은 99.7%를 기록했다[그림 4 참조]. Capa 증설 없이는 출하량 확대가 어렵다는 의미이다. 당사는 유의미한 capa 증설 계획이 없기 때문에, 향후 실트론의 실적 개선을 위해서는 ASP 상승이 핵심이다. 3Q21까지 ASP는 안정적인 상승 추세를 기록하고 있었으나[그림 5 참조], 최근 Polysilicon의 원재료인 Metallurgical Si의 가격은 동 품목의 주요 생산지인 중국의 여러 가지 대내외 이슈(신장 産 사용 제재, 전력난, 공급 대비 수요 급등 등)로 인하여 가격이 급등세를 기록하고 있다. 언론 보도에 따르면 실리콘웨이퍼 가격도 전년 대비 +20% 인상된 것으로 보도되고 있다. SK실트론의 경우 장기 계약 비중이 60% 수준으로 가격 인상을 곧바로 단행하기는 어렵지만, 점진적인 반영이 가능하다. '21년, '22년 영업이익은 각각 2,857억원, 3,286억원으로 증가할 전망이다. *20년 영업이익 2,494억원

SK팜테코 영업이익은 110억원(흑전 YoY)을 기록했다. 3Q까지 누적 매출액과 EBITDA는 각각 4,565억원, 750억원을 기록했다. 기존에 제시된 연간 목표 대비로는 각각 63%, 52% 수준인데, 매출 목표는 달성 가능하지만, EBITDA는 목표를 소폭 미달할 것으로 예상된다. 이는 Yposkesi 인수에 따른 영향으로, 현재까지는 목표 대비 순항 중이다.

편더멘틀(E&S, 실트론)과 내러티브(팜테코)를 기대 이상으로 충족

3Q21 실적에서 확인 가능하듯이, 주요 핵심 계열사의 실적은 순항 중이다. 기본 배당의 원천인 이노베이션, 텔레콤, E&S는 전년 대비 큰 폭의 이익 성장이 기대된다. 금년 예상 주당 배당금은 8,000원(20년 7,000원)으로 전망된다. 4Q 이후로는 SK팜테코의 성장 스토리가 NAV 할인을 축소에 크게 기여할 것이다, 키는 GCT 시장 진입 성과 확보, 글로벌 바이오 이너서클 진입을 통한 양질의 M&A 기회 확보 등이다. 목표주가 45만원과 지주 업종 내 Top pick 의견을 유지한다.

[표 1] SK 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

(연결)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	YoY	QoQ	컨센서스	컨센 대비
매출액	23,726	18,781	20,004	19,309	22,250	23,446	25,563	28%	9%	23,428	9.1%
영업이익	-923	189	453	116	1,545	1,215	1,557	244%	28%	1,201	29.7%
지배순이익	-187	111	508	-243	232	501	16	-97%	-97%	248	-93.5%
IT 서비스	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	YoY	QoQ		
매출	386	439	450	482	392	421	456	1%	8%		
영업이익	33	35	42	32	30	31	33	-21%	6%		
세전이익	30	28	30	22	28	28	32	7%	14%		
에센코어	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	YoY	QoQ		
매출	34	13	25	28	52	37	18	-28%	-51%		

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

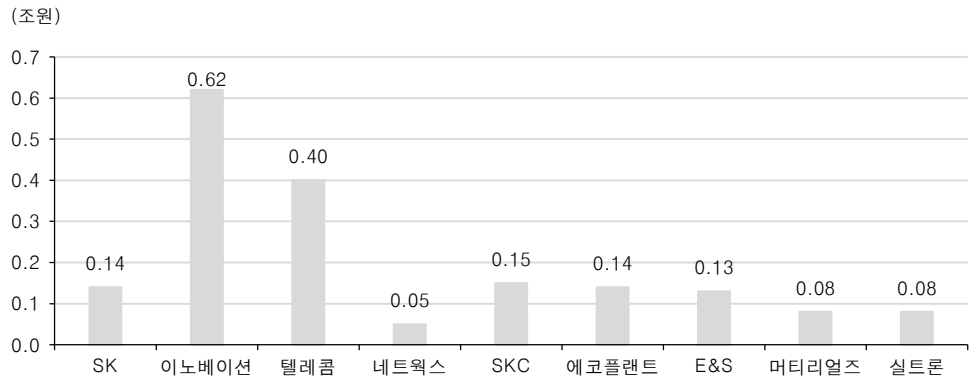
[표 2] 주요 비상장 자회사 실적 요약

(단위: 십억원)

매출액	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	YoY
SK E&S	2,020	1,137	1,027	1,566	2,122	1,499	1,668	62%
SK 건설	1,825	2,013	1,773	3,100	1,764	1,679	1,685	-5%
SK 실트론	408	426	439	428	422	440	476	8%
SK 팜테코	115	187	155	194	144	199	211	36%
영업이익	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	YoY
SK E&S	238	3	-122	123	259	53	133	흑전
SK 건설	126	78	16	65	82	58	102	532%
SK 실트론	53	87	76	33	51	69	77	1%
SK 팜테코	5	22	-3	21	0	4	11	흑전
순이익	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	YoY
SK E&S	213	943	-77	-226	216	28	100	흑전
SK 건설	46	32	111	-84	67	167	66	-40%
SK 실트론	47	55	50	27	26	39	50	0%

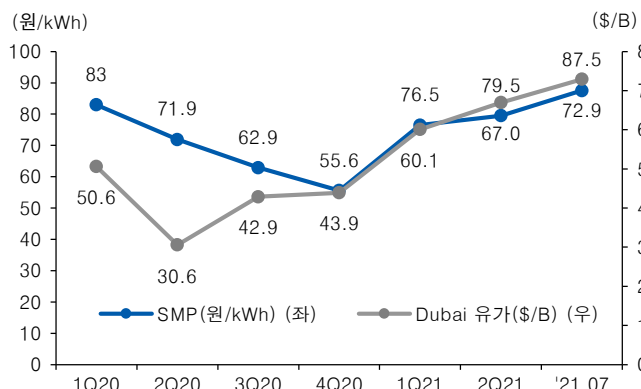
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SK 연결 영업이익에 자회사들이 미친 영향 - SK 이노베이션 & SK 텔레콤 기여 ↑



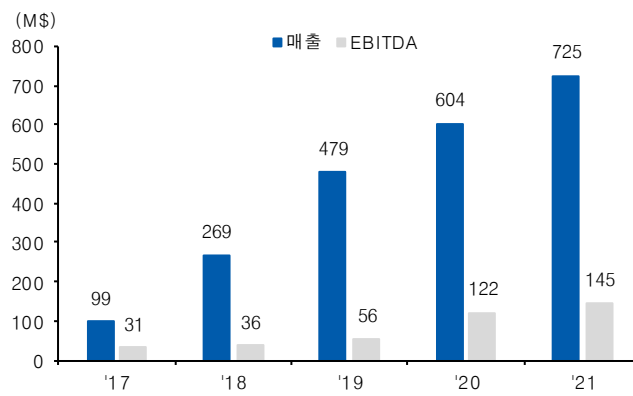
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SMP 와 Dubai 유가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SK 팜테코 기존 실적 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] SK NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
SK 텔레콤	223,026	30.0%	66,930	최근 시가 기준
SK 이노베이션	209,435	33.0%	69,030	최근 시가 기준
SK 네트워크스	12,806	39.1%	5,010	최근 시가 기준
SKC	66,838	40.6%	27,163	최근 시가 기준
SK 머티리얼즈	40,798	49.1%	20,032	최근 시가 기준
에스엠코어	3,490	26.6%	928	최근 시가 기준
SK 바이오팜	78,078	64.0%	49,986	최근 시가 기준
ESR	97,355	6.4%	6,260	최근 시가 기준
상장사 합계			245,338	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
SK E&S	26,000	90.0%	49,180	
SK 건설	5,453	44.5%	12,746	장외 시총 2.86조원(2021년 11월 OTC)
SK 팜테코	8,752	100.0%	30,000	
SK 실트론	6,226	51.0%	20,214	
비상장사 기타			31,709	
비상장사 합계			143,849	
투자자산가치 합계			272,431	투자자산 30% 할인 적용
자체 사업			19,120	EBITDA 8X (IT 서비스 & 에센코어)
브랜드 로열티			24,366	20bp 기준 / 2,424억원, 35% 원가 반영
투자부동산			75	3Q21 별도 기준
순차입금			70,606	개별 단순 합산
NAV			245,386	
주식 수(천주)			52,306	자사주 제외
주당 NAV(원)			469,135	

자료: 유안타증권 리서치센터

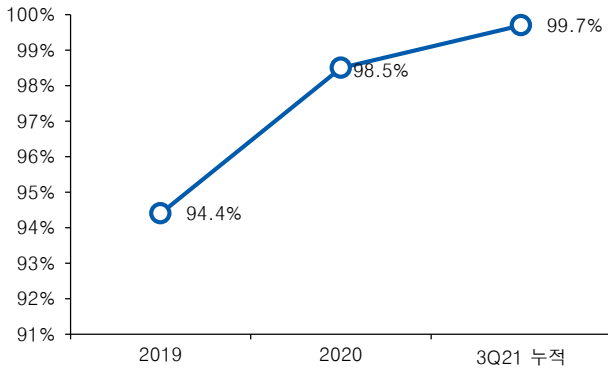
[표 4] 실리콘 웨이퍼 출하 실적

(단위: million square inches)

구분	2017년	2018년	2019년	2020년	3Q20 누적	3Q21 누적	YoY
출하량	11,810	12,732	11,810	12,407	9,207	10,520	14.3%

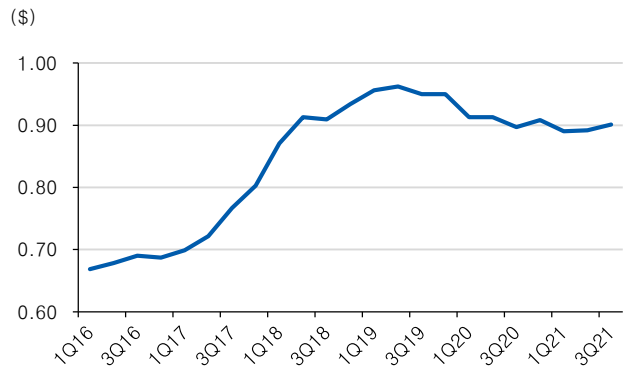
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 실리콘 웨이퍼 가동률



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 실리콘 웨이퍼 ASP



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 그린 사업 관련 투자 목표

(단위: 억원)

뉴에너지	투자금액('21~'25년)	비고
수소/연료전지	44,000	부생.Blue 수소 28만톤. Monolith JV 청록수소 국내 생산. Bloom Energy 국내 생산
재생에너지	37,000	국내외 재생에너지 7GW 개발
에너지 솔루션	14,000	북미 ESS 사업 확대. 중국 내 전력회사와 협력 통한 ES 사업 진출
소계	95,000	
대체식품	투자금액('21~'25년)	비고
Fermentation	1,800	미생물 발효 단백질
PBM	500	식물성 대체 고기
CBM	200	동물세포 추출 배양육
Vertical Farming	600	적층식 식물 재배
소계	3,100	
폐기물처리	투자금액('21~'25년)	비고
국내	25,000	소각.매립.수처리 관련업체 인수
미국. 유럽	5,000	폐기물 자원화 혁신 기술 투자
글로벌	10,000	동남아 폐기물 처리 업체 인수 등
소계	40,000	
탄소처리	투자금액('21~'25년)	비고
Capture 기술 확보	4,000	Flue Gas 및 LNG 발전용 차세대 CO2 포집
Utilization 기술 확보	1,000	CO2 탄산칼슘. 콘크리트 첨가제 전환. CO2 포집
JV 설립	1,000	Asia CCU 전문 JV 설립
소계	6,000	
합계	144,100	

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 그린 사업 관련 재무 목표

(단위: 억원)

		현재	'25년
뉴에너지	매출액	7,100	64,500
	EBITDA	300	17,000
대체식품	매출액	153	25,000
	EBITDA	0	3,473
폐기물처리	매출액	5,000	36,000
	EBITDA	825	5,000
합계	매출액	12,253	125,500
	EBITDA	1,125	25,473

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 소재 사업 관련 투자 목표

(단위: 억원)

반도체 소재	투자금액('21~'25년)	비고
실리콘웨이퍼	11,000	Capa 1,300천장 → ~1,620천장/월
특수가스	3,000	NF3 12.5천톤 → ~18.0천톤/년, SI 2천톤 → ~4.5천톤/년
Bulk 가스	7,000	N2 30만 Nm3 → ~45만 Nm3/h, CO2 10만톤 → 13만톤/년
Photo 소재	1,000	제품 24종 → 87종
Precursor	1,000	제품 5종 → 10종
차세대 Portfolio	4,000	20종 이상
소계	27,000	
전력화학물 반도체	투자금액('21~'25년)	비고
SiC Wafer	7,000	30K/년 → ~600K/년
전력/화학물반도체	3,000	2K/년 → ~85K/년
소계	10,000	
배터리소재	투자금액('21~'25년)	비고
Wason	10,000	50천톤 → ~150천톤/년
Si 음극재	5,000	- → ~4,000톤/년
차세대 Li 배터리	0	25년 양산 목표
차세대 음극재	6,000	- → ~50천톤/년
시그넷 EV	3,000	3,500대 → ~35,000대/년
소계	24,000	
합계	61,000	

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 8] 소재 사업 관련 재무 목표

(단위: 억원)

		'21년	'23년	'25년
반도체소재	매출액	30,000	39,000	47,000
	EBITDA	11,000	16,000	21,000
	기존	11,000	15,000	18,000
	신규		1,000	3,000
SiC Wafer	매출액	300	3,100	10,000
	EBITDA		1,200	4,000
	SiC Wafer		800	2,000
	전력/화학물반도체		400	2,000
배터리소재	매출액	3,000	17,000	31,000
	EBITDA	600	3,000	9,000
	동박	500	1,000	2,000
	음극/양극재 JV	0	1,000	5,000
	충전사업	100	1,000	2,000
합계	매출액	33,300	59,100	88,000
	EBITDA	11,600	20,200	34,000

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음료, 제약, 유통 산업내 순위	28위(52개 기업 중)	ESG 평가 기업	SK
Total ESG 점수	+1점	ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
E (Environment)	-2점	Bloomberg Ticker	035420 KS
S (Social)	-1점	Industry	지주
G (Governance)	-1점	Analyst	최남곤
Qualitative	+5점	Analyst Contact	namkon.choi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK	-2	-1	-1	-4
LG	0	-1	-1	-2
한화	1	-1	1	1
두산	2	1	-1	2
평균	1	2	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

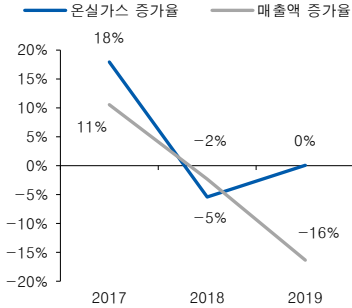
+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A+, S&P: DJSI World 9년 연속 편입
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 최우수
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments 최대주주의 인사위원회 참여. 경영 독립성에 영향 RE100 가입, 넷제로 경영 가속 및 친환경 사업 위주로 포트폴리오 재편 그룹 내 계열사 자사주 지급으로 주주가치 극대화 실천

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



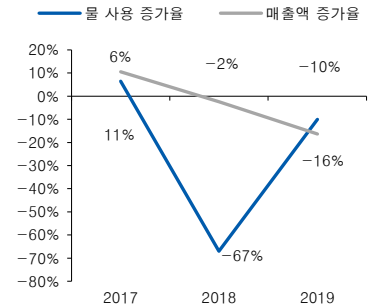
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준

▶ 온실가스 증가율 > 매출증가율 = -1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

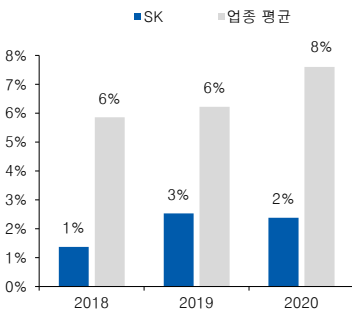


주: 국내 취수량 기준

▶ 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

Social

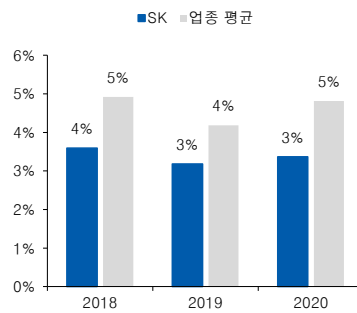
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

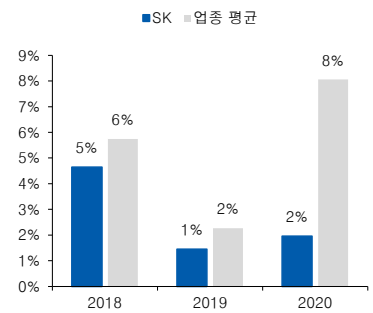
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

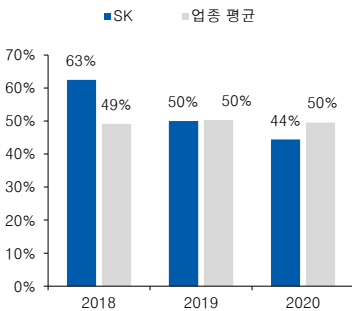


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

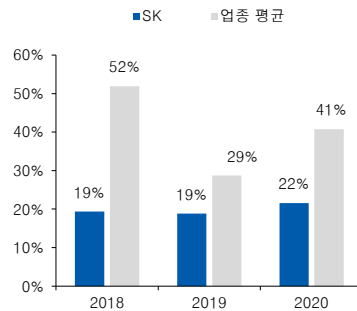
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

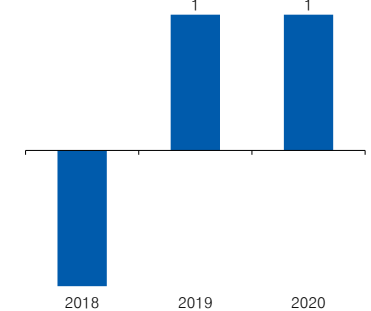
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부

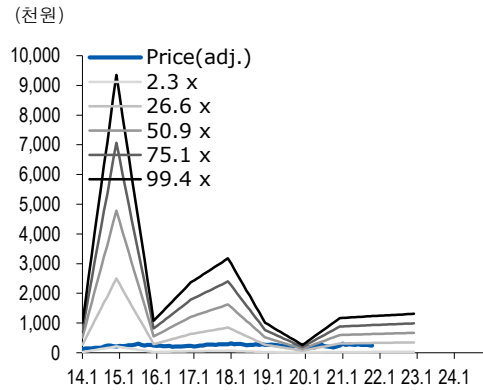


주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

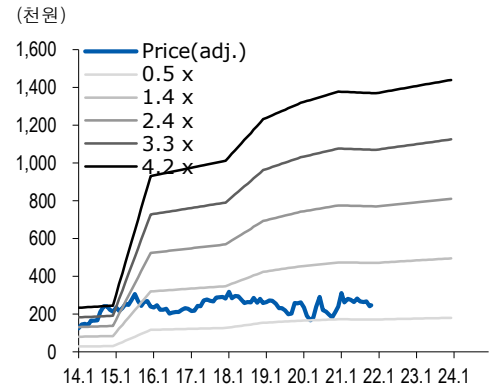
▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

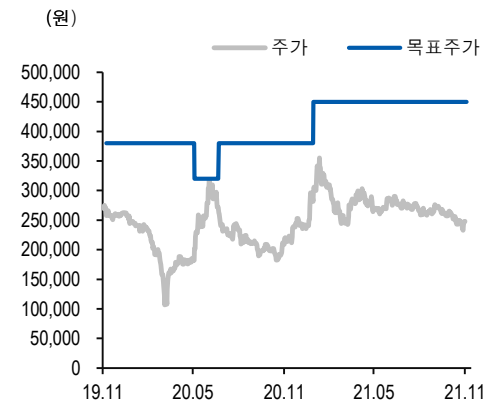
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-16	BUY	450,000	1년		
2021-01-13	BUY	450,000	1년		
2020-07-06	BUY	380,000	1년	-41.46	-22.11
2020-05-18	BUY	320,000	1년	-16.50	-0.63
2019-08-16	BUY	380,000	1년	-42.58	-27.63

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)	0.0
Buy(매수)	91.6
Hold(중립)	8.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-13

※해의 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: 최남곤)
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.