SK (034730)

ROE 상승, 리밸런싱 효과

더 많은 리포트 보기

2025년 6월 30일

지주회사 / ESG Analyst 박건영
kun.park@kbfg.com

목표주가 245,000원으로 상향

SK에 대한 투자의견 Buy 유지하며, 목표주가는 245,000원으로 +25.0% 상향한다. 목표주가 산출을 위해 기존 목표주가 산출 방식과 동일한 P/B-ROE 모델을 사용했다. 다만, Target P/B 산출을 위해 지속 가능 ROE (향후 3년 평균 예상 ROE)를 7.1%로 상향함에 따라 기존 Target P/B 0.54배를 0.65배로 상향했다. ROE 상향 이유는 자산 및 자회사 지분 매각으로 인해 중단영업손익 발생함에 따라, 2025년 ROE가 개선될 것으로 예상되기 때문이다. SK의 현재 주가 (6/30 기준)는 KB증권이 산출한 SK의 NAV (Net Asset Value) 대비 55.6% 디스카운트된 수준이다.

2Q25 Preview

SK의 2Q25 연결 매출액은 28.4조원 (-9.1%, YoY), 영업이익 4,159억원 (-41.7%, YoY)으로 추정한다. 주요 자회사 SK이노베이션의 적자 지속될 것으로 예상됨에 따라 SK의 2Q25 영업이익 전년동기대비 감소할 것으로 전망된다.

리밸런싱 현황 점검

SK의 리밸런싱 현황은 다음과 같다. ① SK스페셜티 매각 종료에 따라 재무구조가 개선되었다. SK의 1Q25 별도 기준 순차입금이 8.1조원으로 감소했다 (2024년말 10.5조원). 순차입금은 리스부채 포함이다. ② 사업구조가 개편되었다. 머티리얼즈 CIC 관련 자회사들은 SK의 현물출자 및 주식교환을 통해 SK에코플랜트의 자회사로 편입될 것이며, 2025년 12월에 완료 예정이다. ③ 추가적인 자산 매각 가능성이 존재한다. 현재 C&C 판교 데이터센터를 SK브로드밴드에 매각을 결정했다. 확정된 사항은 없지만, 자회사 SK실트론 지분 매각을 포함한 다양한 전략적 방안을 검토 중이라고 공시했다. 향후 추가 자산 매각 시, SK스페셜티 매각에 따른 ROE 개선 효과를 동일하게 기대할 수 있다. 결론적으로, SK 연결 ROE 개선에 따른 P/B 배수 상승을 위해서는 상장 자회사 SK이노베이션의 수익성 개선, 추가 자산 매각에 따른 재무구조 개선이 핵심으로 판단된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	245,000
Dividend yield* (%)	2.7
Total return (%)	22.5
현재가 (6/30, 원)	204,500
Consensus target price (원)	231,000
시가총액 (조원)	14.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

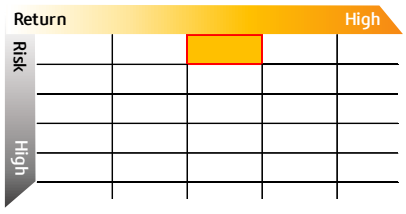
Trading Data

Free float (%)	49.7
거래대금 (3m, 십억원)	43.2
외국인 지분율 (%)	23.9
주요주주 지분율 (%)	최태원 외 33 인 25.5
	국민연금공단 7.8

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.9	55.6	62.1	36.1
시장대비 상대수익률	9.6	29.1	24.8	21.3

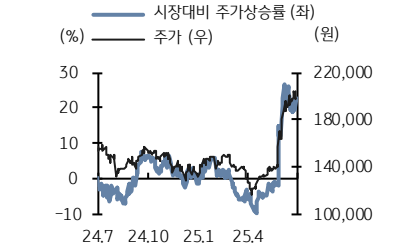
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

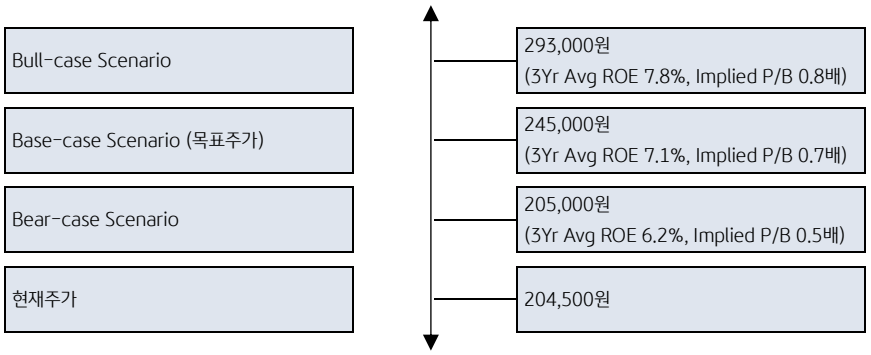
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	124,690	120,580	132,018	141,947
영업이익 (십억원)	2,355	2,102	5,864	7,298
지배주주순이익 (십억원)	-1,293	2,594	1,510	1,696
EPS (원)	-17,618	35,501	20,669	23,210
증감률 (%)	적지	흑전	-41.8	12.3
P/E (x)	N/A	5.8	9.9	8.8
EV/EBITDA (x)	11.6	13.6	9.9	9.2
P/B (x)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	-5.6	9.9	5.5	5.9
배당수익률 (%)	5.3	3.4	3.4	3.4

Stock Price & Relative Performance



자료: SK, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) SK이노베이션 '25년 OPM 전년 수준 유지
2) SK '25년 투자부문 매출액 6천억원~7천억원
3) DPS 5,000원, 시총 1~2% 자사주 매입

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) SK이노베이션 '25년 OPM 전년대비 개선
2) SK '25년 투자부문 매출액 7천억원 이상
3) DPS 5,000원 이상, 시총 2% 이상 자사주 매입

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) SK이노베이션 '25년 OPM 전년대비 감소
2) SK '25년 투자부문 매출액 6천억원 미만
3) DPS 5,000원 이하, 시총 1% 미만 자사주 매입

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	133,210	138,951	120,580	132,018	-9.5	-5.0
영업이익	5,994	6,948	2,102	5,864	-64.9	-15.6
지배주주순이익	1,460	1,690	2,594	1,510	77.6	-10.6

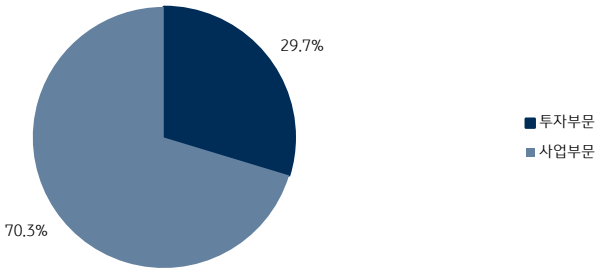
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	120,580	132,018	123,302	126,771	-2.2	4.1
영업이익	2,102	5,864	3,949	6,069	-46.8	-3.4
지배주주순이익	2,594	1,510	1,701	1,467	52.5	3.0

자료: FnGuide Consensus, KB증권 추정

매출액 구성 (2024년말, 별도 기준)



자료: SK, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd BVPS x Implied P/B 0.7배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
293,000원 ~ 205,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd P/B 0.7배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	1.2	1.1
금리 1%p 상승 시	-17.3	-14.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
SK	27,434	5.8	9.9	0.5	0.5	13.6	9.9	9.9	5.5	3.4	3.4
LG	12,517	9.7	8.2	0.4	0.4	5.4	4.5	4.8	5.4	4.0	4.1
삼성물산	27,434	12.1	11.2	0.8	0.8	6.4	5.6	7.2	7.4	1.6	1.7
HD현대	10,230	12.6	9.9	1.0	0.9	2.7	2.1	9.0	10.5	2.8	2.9

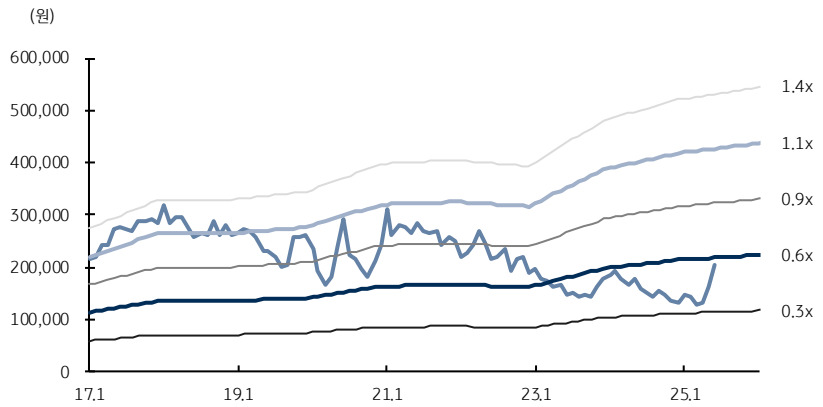
자료: FnGuide Consensus, SK는 KB증권 추정

표 1. SK P/B-ROE 밸류에이션

	변경 전 (25.4.29)	변경 후 (25.6.30)	비고
(A) 자기자본비용(COE)	**9.38%**	**9.58%**	**A = a + (b x c)**
(a) 무위험수익률	2.63%	2.63%	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
(b) 시장위험 프리미엄	5.19%	5.19%	WMI500 Total Return - 1년 만기 통안채 Total Return
(c) 베타	1.3	1.3	KOSPI 대비 52주 기준 Adjusted 베타
(B) ROE	**6.23%**	**7.08%**	**향후 3년 평균 예상 ROE ('25년~'27년)**
(C) 영구성장률	2.5%	2.5%	국고채 30년 수익률
(D) Target P/B (배)	**0.54**	**0.65**	**D = (B-C) / (A-C)**
(E) 12M FWD BVPS (원)	362,776	379,552	
(F) 적정가치 (원)	196,625	245,116	F = E x D
(G) 목표주가(원)	**196,000**	**245,000**	**목표주가 245,000원으로 상향**

자료: KB증권 추정

그림 1. SK 12M FWD P/B BAND



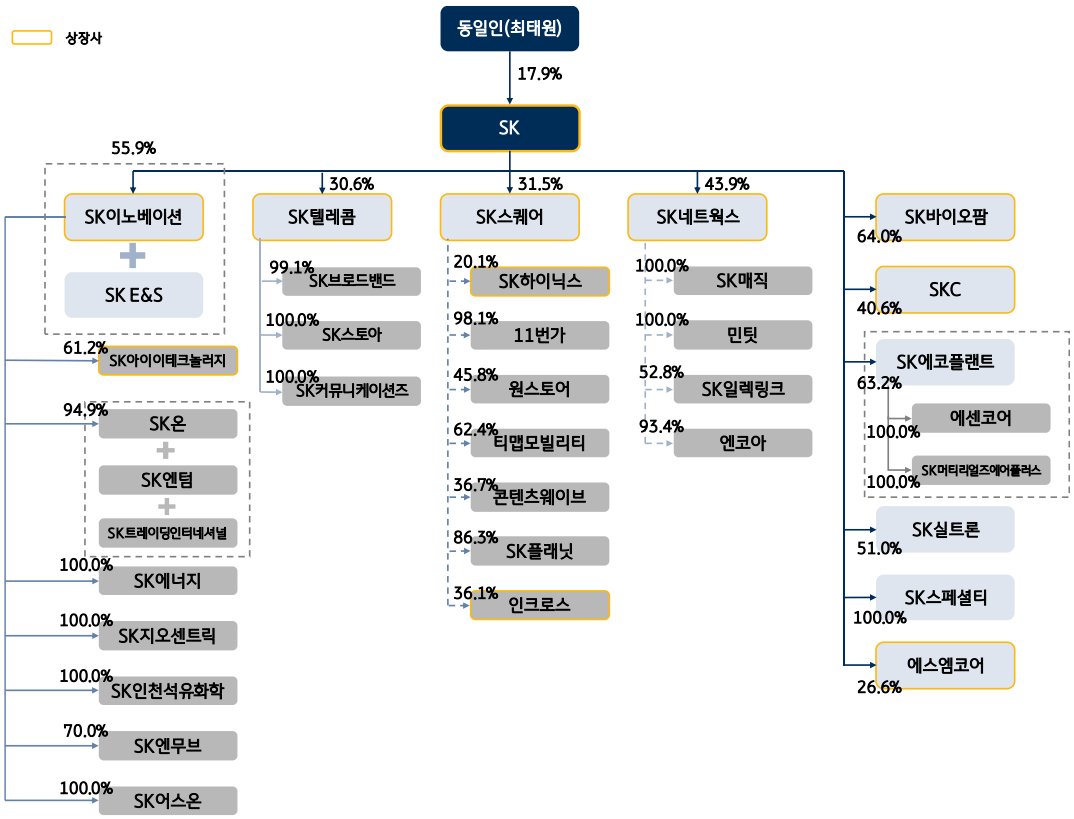
자료: Quantiwise, KB증권

표 2. SK NAV 밸류에이션

(십억원)	가치	SK 지분율	SK 반영가치	비고
[상장 자회사 보유 가치]				
* SK이노베이션	14,326	56%	8,010	1yr Avg. 시가총액
* SK스퀘어	12,497	32%	3,937	1yr Avg. 시가총액
* SK텔레콤	11,926	31%	3,646	1yr Avg. 시가총액
* SK바이오팜	8,061	64%	5,161	1yr Avg. 시가총액
* SK네트웍스	993	44%	436	1yr Avg. 시가총액
* SKC	4,718	41%	1,917	1yr Avg. 시가총액
합계 (A)	**52,521**		**23,107**	
[비상장회사 보유 가치]				
* SK에코플랜트	2,000	63%	1,294	K-OTC 기업가치 참고
* SK팜테코	4,800	100%	4,800	최근 투자 유치 당시 기업가치 (보통주 지분율 기준)
합계 (B)	**6,800**		**6,094**	
[영업가치]				
* IT 서비스	936		936	'24년 EBITDA * EV/EBITDA 5배 (대기업집단 내 SI 사업자 평균 EV/EBITDA)
* 첨단소재사업	3,763		3,763	머티리얼즈 CIC, SK실트론 '24년 합산 EBITDA * EV/EBITDA 5배
합계 (C)			**4,699**	
순차입금(별도기준) (D)			**-8,786**	최근 사업연도말 기준 (현금성자산+단기금융상품) - 장단기차입 - 사채 (리스부채 제외)
NAV (F)=A+B+C+D			**25,114**	
보통주 주식수 (주)			72,502,703	
유통 주식수 (자사주 차감, 주) (G)			54,520,349	
주당 NAV (원) (I) = (F) / (G)			460,639	
NAV 디스카운트			**55.6%**	6/30 종가 기준

자료: KB증권 추정

그림 2. SK 타법인출자현황 (2024년말 기준)



자료: 전자공시, KB증권

표 3. SK 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
[SK 매출액(연결)]	33,027	31,197	30,637	29,829	31,230	28,368	30,207	30,350	124,690	120,154
YoY	*1.0%*	*-2.3%*	*-9.8%*	*-8.7%*	-5.4%	-9.1%	-1.4%	1.7%	*-3.2%*	*-3.6%*
[SK 매출액(별도)]										
* 투자부문	639	166	153	143	204	140	151	147	1,101	643
* 사업부문	599	630	583	794	583	699	653	833	2,606	2,769
[상장 자회사 매출(연결)]										
* SK이노베이션	18,855	18,799	17,657	19,406	21,147	18,446	18,263	19,259	74,717	77,114
* SK텔레콤	4,475	4,422	4,532	4,512	4,454	4,600	4,658	4,748	17,941	18,460
* SK바이오팜	114	134	137	163	144	172	180	217	548	713
* SK네트웍스	2,076	1,690	2,043	1,849	1,637	1,478	1,699	1,900	7,657	6,713
* SKC	399	453	444	425	439	488	490	479	1,722	1,896
[SK 영업이익(연결)]	1,537	713	513	-408	400	420	906	364	2,355	2,086
YoY	*36.0%*	*60.4%*	*-81.7%*	*적전*	*-74.0%*	*-41.7%*	*76.6%*	*흑전*	*-50.5%*	*-11.4%*
영업이익률	4.7%	2.3%	1.7%	-1.4%	1.3%	1.5%	3.0%	1.2%	1.9%	1.7%
[상장 자회사 영업이익(연결)]										
* SK이노베이션	625	-46	-423	160	-45	-58	395	108	316	401
* SK텔레콤	498	538	533	254	567	548	559	404	1,823	2,078
* SK바이오팜	10	26	19	41	26	42	44	57	96	169
* SK네트웍스	20	29	29	37	17	25	31	32	114	105
* SKC	-73	-60	-60	-83	-75	-42	-30	-23	-276	-170
[상장 자회사 영업이익률(연결)]										
* SK이노베이션	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-0.3%	2.2%	0.6%	0.4%	0.5%
* SK텔레콤	11.1%	12.2%	11.8%	5.6%	12.7%	11.9%	12.0%	8.5%	10.2%	11.3%
* SK바이오팜	9.0%	19.4%	14.1%	25.0%	18.1%	24.3%	24.5%	26.4%	17.6%	23.7%
* SK네트웍스	0.9%	1.7%	1.4%	2.0%	1.0%	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.6%
* SKC	-18.2%	-13.3%	-13.5%	-19.4%	-17.0%	-8.7%	-6.2%	-4.7%	-16.0%	-8.9%
[비상장 자회사 매출(연결)]										
* SK실트론	476	503	568	580	462	544	626	639	2,127	2,271
* 머티리얼즈 CIC	79	88	96	94	90	105	119	118	357	432
[비상장 자회사 영업이익(연결)]										
* SK실트론	42	70	94	110	38	71	120	118	316	347
* 머티리얼즈 CIC	14	21	22	23	19	24	28	26	80	97
[비상장 자회사 영업이익률(연결)]										
* SK실트론	8.8%	13.9%	16.5%	19.0%	8.2%	13.0%	19.1%	18.5%	14.9%	15.3%
* 머티리얼즈 CIC	17.7%	23.9%	22.9%	24.5%	21.1%	23.0%	23.5%	22.1%	22.4%	22.5%

자료: SK, KB증권 추정

주: SK이노베이션, SK텔레콤, SK바이오팜은 해당 기업 담당 KB증권 애널리스트의 추정치 (최근 발간 리포트 기준)

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	128,798	124,690	120,580	132,018	141,947
매출원가	116,610	113,999	110,536	117,760	125,623
매출총이익	12,189	10,692	10,044	14,258	16,324
판매비와관리비	8,052	8,629	8,113	8,581	9,227
영업이익	4,754	2,355	2,102	5,864	7,298
EBITDA	13,742	10,739	10,149	14,004	15,301
영업외손익	-5,608	-1,259	61	-1,422	-1,215
이자수익	869	949	982	1,100	1,100
이자비용	3,088	3,693	3,521	3,321	3,200
지분법손익	-2,359	3,812	3,295	1,112	1,221
기타영업외손익	-1,029	-2,327	-695	-313	-336
세전이익	-854	1,097	2,163	4,442	6,083
법인세비용	571	748	64	1,421	1,947
당기순이익	-406	529	3,965	3,021	4,136
지배주주순이익	-777	-1,293	2,594	1,510	1,696
수정순이익	-777	-1,293	2,594	1,510	1,696

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-2.5	-3.2	-3.3	9.5	7.5
영업이익 성장률	-41.8	-50.5	-10.8	179.0	24.5
EBITDA 성장률	-18.9	-21.9	-5.5	38.0	9.3
지배기업순이익 성장률	적전	적지	흑전	-41.8	12.3
매출총이익률	9.5	8.6	8.3	10.8	11.5
영업이익률	3.7	1.9	1.7	4.4	5.1
EBITDA 이익률	10.7	8.6	8.4	10.6	10.8
세전이익률	-0.7	0.9	1.8	3.4	4.3
지배기업순이익률	-0.6	-1.0	2.2	1.1	1.2

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	11,354	8,110	5,989	10,164	11,132
당기순이익	-406	529	3,965	3,021	4,136
유무형자산상각비	8,988	8,384	8,047	8,141	8,002
기타비현금손익 조정	5,501	2,669	-1,394	309	726
운전자본증감	1,383	737	-3,848	-315	-159
매출채권감소 (증가)	1,240	1,570	2,476	-1,328	-1,103
재고자산감소 (증가)	881	1,466	62	-1,361	-1,117
매입채무증가 (감소)	549	-1,954	-6,282	1,163	1,010
기타운전자본증감	-1,287	-344	-104	1,211	1,051
기타영업현금흐름	-4,112	-4,209	-782	-991	-1,573
투자활동 현금흐름	-21,628	-12,158	-15,036	-10,266	-13,383
유형자산투자감소 (증가)	-18,719	-15,265	-17,291	-12,317	-10,226
무형자산투자감소 (증가)	-480	-17	-445	-391	-492
투자자산감소 (증가)	-2,237	766	-1,604	2,811	-2,345
기타투자현금흐름	-191	2,358	4,304	-369	-320
재무활동 현금흐름	11,524	5,085	4,861	781	4,011
금융부채 증감	4,845	5,812	6,226	-484	2,707
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-1,674	-1,815	-446	-382	-382
기타재무현금흐름	8,353	1,087	-920	1,647	1,685
기타현금흐름	40	926	-26	0	0
현금의 증가 (감소)	1,290	1,963	-4,213	679	1,760
기말현금	22,684	24,647	20,434	21,113	22,873
잉여현금흐름 (FCF)	-7,365	-7,154	-11,302	-2,153	906
순현금흐름	-3,709	-2,510	-10,994	1,533	-627
순현금 (순차입금)	-56,903	-59,413	-70,407	-68,874	-69,501

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	206,970	214,978	221,017	227,554	237,820
유동자산	64,835	67,463	62,151	66,932	72,138
현금 및 현금성자산	22,684	24,647	20,434	21,113	22,873
단기금융자산	3,399	2,966	3,891	4,260	4,580
매출채권	13,879	13,454	13,341	14,668	15,771
재고자산	15,007	13,638	13,489	14,850	15,967
기타유동자산	9,866	12,757	10,997	12,040	12,946
비유동자산	142,136	147,515	158,866	160,622	165,683
투자자산	37,905	39,661	42,821	40,010	42,355
유형자산	73,494	80,364	89,796	95,415	98,890
무형자산	18,587	15,905	14,688	13,637	12,878
기타비유동자산	12,149	11,585	11,560	11,560	11,560
부채총계	129,091	134,690	140,932	144,830	151,342
유동부채	65,353	71,533	72,506	75,439	81,113
매입채무	12,949	12,753	12,263	13,426	14,436
단기금융부채	30,408	34,791	36,484	36,000	38,707
기타유동부채	21,996	23,988	23,759	26,013	27,969
비유동부채	63,738	63,157	68,426	69,391	70,229
장기금융부채	52,578	52,235	58,247	58,247	58,247
기타비유동부채	11,160	10,923	10,179	11,144	11,982
자본총계	77,879	80,288	80,084	82,723	86,478
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	13,105	13,105	13,105
기타자본항목	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948	-1,948
기타포괄손익누계액	18	1,967	1,880	1,880	1,880
이익잉여금	13,668	11,882	14,117	15,245	16,560
지배지분 계	20,727	25,115	27,169	28,298	29,612
비지배지분	57,152	55,173	52,915	54,426	56,866

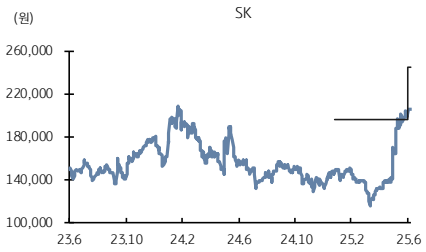
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	5.6	9.6	8.5
P/B	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	9.3	11.6	13.6	9.8	9.2
EV/EBIT	26.7	52.7	65.5	23.5	19.3
배당수익률	2.8	5.3	3.5	3.5	3.5
EPS	-10,496	-17,618	35,501	20,669	23,210
BVPS	280,985	343,711	371,829	387,275	405,262
SPS (주당매출액)	1,740,299	1,699,362	1,650,231	1,806,766	1,942,648
DPS (주당배당금)	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
배당성향 (%)	0.0	0.0	14.7	25.3	22.5
수익성지표					
ROE	-3.7	-5.6	9.9	5.5	5.9
ROA	-0.2	0.3	1.8	1.4	1.8
ROIC	2.3	2.2	5.2	4.0	3.9
안정성지표					
부채비율	165.8	167.8	176.0	175.1	175.0
순차입비율	73.1	74.0	87.9	83.3	80.4
유동비율	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
이자보상배율 (배)	1.5	0.6	0.6	1.8	2.3
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	9.1	9.1	9.0	9.4	9.3
매입채무회전율	9.6	9.7	9.6	10.3	10.2
재고자산회전율	8.4	8.7	8.9	9.3	9.2

자료: SK, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



SK (034730)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-11-02	Buy		335,000	-48.75	
23-11-02	1년 경과 이후			-48.02	-38.06
24-11-02	1년 경과 이후			-58.19	-54.60
25-01-21	담당자변경	박건영			
25-01-23	Buy	박건영	196,000	-24.75	3.83
25-06-30	Buy	박건영	245,000		

투자등급 비율 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.