COMPANY INITIATION

2025. 12. 2.

금융/소비재팀

박세웅 Analyst

sewoong.park@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

SK (034730)

구조 개편의 효과를 기다리며

- 목표주가 326,000원으로 BUY 투자의견 제시하며 커버리지 개시.
- AI 중심의 ROE 개선 및 에너지 부문 실적 개선으로 NAV 기울기 향상 전망.
- Divest 통한 재무 구조 개선으로 NAV 증가 기대. 향후 금융 비용 부담 완화 관건.

WHAT'S THE STORY?

구조 개편의 효과를 기다리며: SKI에 대한 커버리지를 개시. 동사는 1) AI 관련 이익 성장을 중심으로 한 수익성 개선과 2) 에너지 부문 이익 회복에 따른 리밸런싱 성과 창출을 통해 NAV 회귀선 기울기 개선 가능할 전망. 추가적으로, 3) divest를 통한 재무 구조 개선에 따른 순부채 감소로 NAV 증가 효과 기대.

- **① AI 중심으로 ROE 개선:** SK는 별도 사업(SK AX) 및 AI 유관 관계회사를 통해 AI 관련 수익을 확대함으로써, 동사 '27년 ROE target인 10% 달성에 근접해갈 것으로 기대. AI 통합 솔루션 provider로서의 사업 모델 달성 및 이에 기반한 수익성 제고에 따라 NAV 기울기 향상 가능할 전망.
- **② 에너지 부문 실적 개선:** SK의 핵심 자회사 SK이노베이션이 정유 업황 개선 등에 힘입어 '26년부터 이익 개선을 본격화함에 따라 지주회사 SK의 실적이 본격적 반등 시현할 전망. 특히, 에너지 부문 실적 개선을 통해 실적 변동성이 축소되는 등, 그간 진행했던 동 부문 리밸런싱의 성과 창출이 기대된다는 점 긍정적.
- **③ Divest 통한 재무 구조 개선:** 동사는 리밸런싱 과정에서 비핵심 자회사를 매각하는 등 divestment 지속. '26년에도 이러한 재무 구조 개선 노력의 효과들이 누적되면서 동사 순부채가 감소할 것으로 예상되며, 이에 따른 NAV 증가 효과 기대. 다만, 여전히 연결 기준 금융 비용 부담은 개선 필요한 상황.

목표주가 326,000원으로 BUY 투자의견 제시: 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 NAV를 적정 NAV-시가총액 회귀식에 대입하여 산정. 회귀선 기울기는 '25년 6~11월 기울기에 10% 할증한 0.46, Y절편은 동 기간 Y절편인 2,614를 적용.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	124,690	125,973	130,302	136,106
영업이익 (십억원)	2,355	1,812	3,930	5,528
순이익 (십억원)	529	7,393	6,487	8,439
EPS (adj) (원)	-17,618	53,921	56,882	73,246
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	5.5	28.8
EBITDA margin (%)	8.4	7.5	9.0	9.7
ROE (%)	-5.6	14.9	14.0	15.7
P/E (adj) (배)	n/a	4.7	4.4	3.5
P/B (배)	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	12.0	14.3	11.1	9.5
Dividend yield (%)	5.3	2.8	3.0	3.2

자료: SK, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	326,000원	28.9%
현재주가	253,000원	
시가총액	18.3조원	
주식수 (유동주식 비중)	72,502,703주 (49.8%)	
52주 최저/최고	115,400원/279,500원	
60일-평균거래대금	610.1억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
SK (%)	1.8	54.6	85.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	6.7	6.3	16.0

▶

커버 증권사 수	12
목표주가	325,750
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

SK: 구조 개편의 효과를 기다리며

SK 목표주가 326,000원 제시 – 구조 개편 효과가 본격화될 시점이 투자의 관건

SK의 목표주가를 326,000원으로, BUY 투자의견 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자 포인트는 세 가지를 제시한다. 1) AI 관련 이익 성장을 중심으로 한 지주회사의 수익성 개선과 2) 에너지 부문 이익 회복에 따른 리밸런싱 성과 창출에 따라 NAV-시가총액 회귀선 기울기가 개선될 것으로 전망되기 때문이다. 또한, 지속적인 divestment를 통해 재무 구조를 개선함으로써 순차입금 감소 등 NAV 및 NAV 할인율 측면의 긍정적 영향 기대되는 점도 주목이 필요하다.

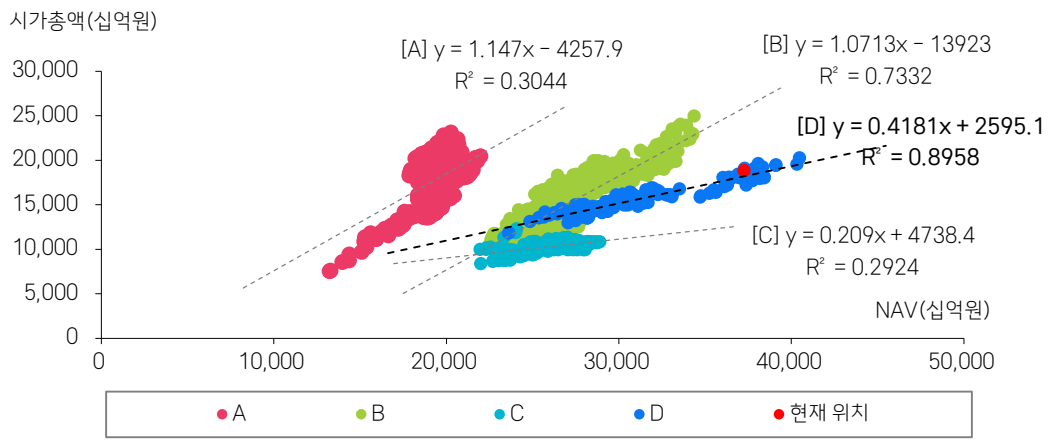
향후 주가 관건은 리밸런싱 성과 창출 양상

SK의 향후 주가 관건은 구조 개편(리밸런싱) 효과의 가시화 여부이다. 리밸런싱 효과가 재무 상태 및 실적에 가시적으로 반영되는 것이, '25년 상법개정 기대감으로 개선된 동사의 현 NAV 회귀선 기울기 수준을 중장기적으로 유지하기 위한 핵심이다. SK는 리밸런싱을 본격화한 작년 7월부터 올해 5월까지, NAV-시가총액 회귀선 기울기가 다소 약화되었는데, 이는 상장 자회사 주가 상승에 따른 NAV 증가 폭 대비 지주회사의 주가 상승 폭은 제한적이었음을 의미한다. 1) 에너지 자회사 리밸런싱 과정에서 SK의 배당수익에 불확실성이 더해졌다는 점과, 2) 그룹 리밸런싱의 가시적 성과가 지연되는 점이 주가 상승을 제한하는 요인으로 작용했다고 해석 가능하다.

한편, 올해 6월부터는 SK의 NAV 회귀선 기울기 개선 양상이 관찰되고 있다. 이는 동사의 높은 자사주 보유량에 근거한 증시 부양책 수혜 기대감 및 일부 계열사 주가 상승 영향 때문이기도 하지만, 동시에 자회사 실적 개선에 따른 리밸런싱 성과 기대감 영향도 있다고 판단한다. '25년~'26년에 걸쳐 주요 자회사의 실적이 흑자 전환 및 성장할 것이란 시장 컨센서스가 형성되고 있기 때문이다. 자회사 이익 개선은 1) SK의 배당수입 증가를 통한 배당 재원 확보 측면에서 긍정적 요소이며, 2) 동사의 기업 가치 제고 계획상 '27년 target ROE 10% 달성에 따른 PBR 1.0배 달성이 가시화될 수 있다는 점에서도 긍정적이다.

결론적으로, '25년 하반기부터는 동사의 리밸런싱이 시장 기대치에 부합하는 이익 개선의 과실을 맺는지 여부에 주목할 것을 권고한다. 현재 동사는 A·B·C (AI·배터리·반도체) 중심으로 그룹 방향성을 설정하고, 구조 개편을 지속하고 있다. 따라서 반도체를 포함한 범 AI 영역과, 배터리 및 기존 석화 사업을 포함한 범 에너지 영역에서 공히 리밸런싱의 성과가 창출되는 것이 best case이다.

SK: NAV-시가총액 상관관계



자료: 삼성증권 추정

SK: NAV-시가총액 회귀 분석 수치 분석

	A	B	C	D
구간 시작일 구간 종료일	2017-08-18 2020-07-01	2020-07-06 2024-07-17	2024-07-18 2025-05-30	2025-06-02 2025-12-01
NAV 회귀선 기울기 Y절편	1.09 -3,349.8	1.06 -13,453.6	0.21 4,800.8	0.42 2,614.3
비고	SK실트론 인수 이후	SK바이오팜 상장 이후	SK이노베이션-SK E&S 합병 등 리밸런싱 본격화 이후	법 개정 기대감 본격화

자료: 삼성증권 추정

SK그룹 리밸런싱 타임라인 정리

시기	회사명	Event	비고
2021년 2월	SK	SK바이오팜 지분 11% 매각 (1.1조원)	
2021년 12월	SK	ESR케이만 지분 3.1% 매각 (3,500억원)	
2022년 10월	SK머티리얼즈	에어플러스 M16 가스공급 사업부 매각 (1조원)	
2023년 10월	SKC	SK엔펄스 파인세라믹스 사업부 매각 (3,600억원)	
2024년 7월	SK	SK E&S-SK이노베이션 합병 결정	
2024년 8월	SK네트웍스	SK렌터카 지분 100% 매각 (8,200억원)	
2024년 11월	SK에코플랜트	에센코어 및 SK머티리얼즈에어플러스 자회사 편입	
2024년 12월	SKC	SK엔펄스 CMP패드 사업부 매각 (3,300억원)	
2024년 11월 ~ 2025년 1월	SK이노베이션	SK온, SK엔텀 및 SK트레이딩인터와 합병	
2025년 3월	SK	SK스페셜티 지분 85% 매각 (2.6조원)	'24년 9월부터 진행
2025년 5월	SK에코플랜트	SK머티리얼즈 *4개사 편입	
2025년 5월	SK	SK AX (前 SK C&C)의 판교 데이터센터 매각 (5,000억원)	SK브로드밴드에 매각
2025년 6월	SK이노베이션	SK온-SK엔무브 합병	합병비율 (1:1.66)
2025년 8월	SK에코플랜트	환경자회사 **3개사 매각 (총 1.78조원)	
진행 중	SK	SK실트론 지분 매각 검토	
	SK	Londian Wason 지분 매각 검토	
	SK이노베이션	보령LNG터미널 보유 지분 50% 유동화	

참고: *트리켐, 레조낙, 제이엔씨, 머티리얼즈퍼포먼스; **리뉴어스, 리뉴원, 리뉴에너지충북
자료: 각 사, 언론 보도, 삼성증권

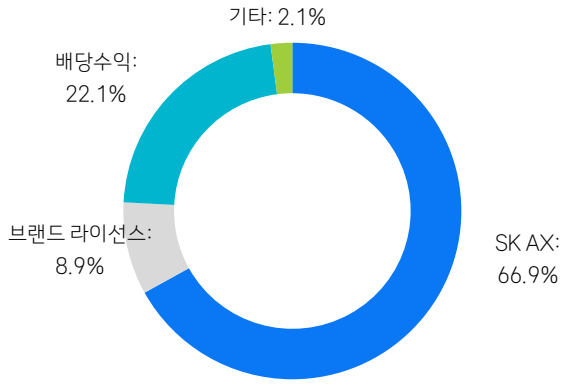
SK 기업 개요

비즈니스 모델

SK는 사업형 지주회사로서, 별도 자체 사업 부문과 투자 부문으로 구분하여 사업을 영위하고 있다. 별도 사업의 경우, SK AX를 통한 IT서비스(AI/DX)업이 대표적이다. '24년 별도 재무제표 기준 SK AX를 통한 매출은 2.5조원으로 전체의 67%를 차지했다. 이를 제외하면 배당 수익 및 브랜드 라이선스 로열티 수익이 1.1억원으로 전체의 31%를 구성했다. 이외 매출은 임대수익 등으로 구성된다. '25년 상반기 별도기준 영업이익률은 28.3%이며, 비용은 주로 판매관리비(인건비, 용역비 等) 항목에서 발생한다.

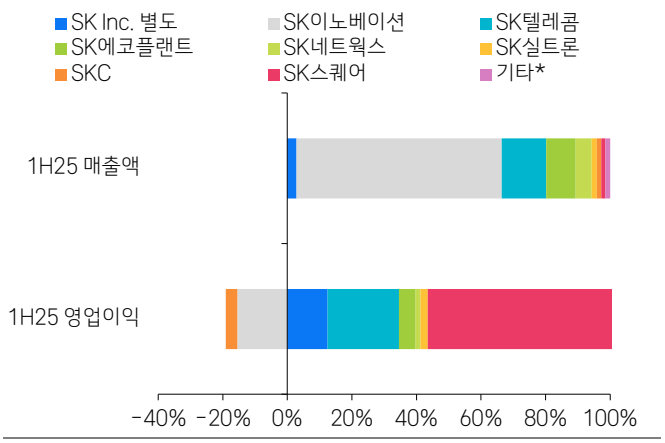
투자 부문의 경우, 동사는 총 193개의 주요 연결대상 자회사를 보유함으로써 해당 사업을 영위 중이다. 이 중 7개사(지분 30% 이상 회사만 포함)가 상장되어 있다. 투자 포트폴리오는 4대 핵심 사업 영역인 첨단 소재, 바이오, 그린, 디지털로 구성된다. '25년 3분기 연결 재무제표 기준, 주요 자회사 연결에 따른 매출은 59.6조원(연결 효과 포함)으로 전체 연결 매출액의 총 97%를 차지하며, 자회사 연결에 따른 영업이익(연결조정 포함)은 923억원으로 전체 연결 영업이익 중 총 51%를 차지한다. 자회사별로 영업이익 내 비중을 breakdown 하면, SK스퀘어, SK텔레콤, SK에코플랜트 순으로 기여 중이다. (3Q25 누적 기준)

SK: 별도 기준 매출액 breakdown (2024)



자료: SK, 삼성증권

SK: 연결 기준 매출액 및 영업이익 비중 breakdown (1H25)



참고: *SK스퀘어 영업이익은 지분법 손익 포함
**SK팜테코, SK머티리얼즈CIC 실적; 매출액 및 영업이익은 연결조정 제외한 수치
자료: SK, 삼성증권

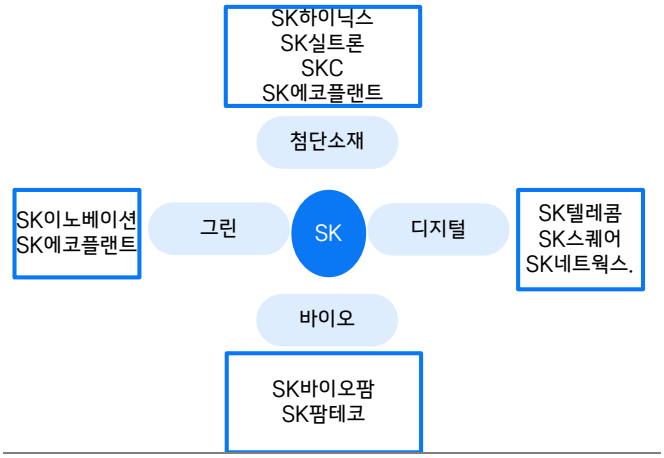
AI 관련 사업 포트폴리오 확대

'25년 상반기 기준, SK의 수익 구조는 4대 핵심 사업 중에서도 첨단 소재(반도체) 및 디지털(AI) 영역에 편중되어 있는 상황이다. 손익계산서상 top-line 기여도는 에너지 부문으로 분류되는 SK이노베이션의 비중이 높지만, 최근의 업황 둔화에 따른 실적 침체가 이어지면서 bottom-line은 적자가 지속되고 있기 때문이다. 영업이익 기여도가 높은 SK스퀘어(SK하이닉스 지분법 인식), SK텔레콤, SK AX (지주회사 별도 사업) 등이 AI 및 반도체 관련 사업을 영위 중이고, 이들 계열사의 '26년 이후 실적도 긍정적으로 전망되고 있다는 점에서, SK의 첨단 소재 및 디지털 중심 수익 구조는 당분간 유지될 것이다.

이러한 최근의 경향성을 반영하듯, SK는 4대 핵심 사업 중에서도, 인공지능(AI) 영역에 초점을 두고, AI 시대 통합 솔루션 provider로서 자리매김하기 위한 노력을 진행 중이다. 4대 핵심 사업 중심 비즈니스 모델의 시작은 '21년 3월로 거슬러 올라간다.

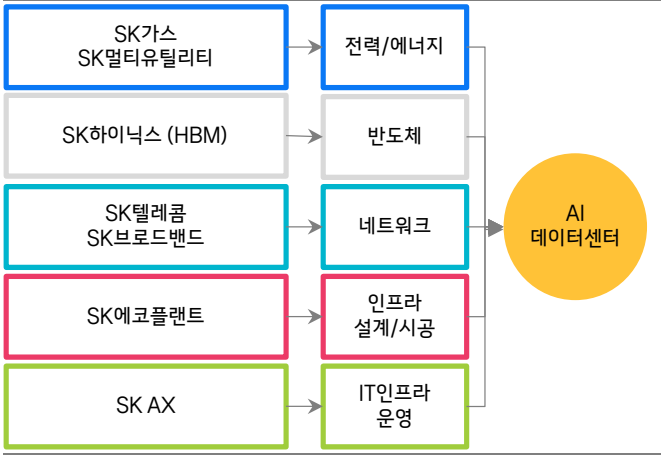
당시에 동사는 경영 전략인 Financial Story를 통해 첨단 소재-바이오-그린-디지털을 4대 핵심 사업 영역으로 선정하였으며, 총 46조원 + α의 투자 재원을 통한 포트폴리오 리밸런싱 계획을 공시했다. 이후, '22년엔 배터리(Battery)-바이오(Bio)-반도체(Chip), 일명 BBC를 중심으로 247조원 규모의 투자를 계획하며 사업 전략을 세분화했다. '24년부턴 AI 영역으로 핵심 사업의 무게 중심을 이동하면서, BBC에서 ABC [인공지능(AI) – 배터리(Battery) – 반도체(Chip)]로 방향을 선회, 이를 중심으로 리밸런싱을 지속하고 있다. 이러한 AI 중심 사업 재편의 대표적 성과는 지난 6월 착공한 울산 AI 데이터센터(AI DC)이다. 해당 AI DC는 전력/에너지부터 인프라 설계/구축, 네트워크, 반도체, 운영 솔루션까지 아우르는 범 SK그룹의 AI 관련 역량이 집결되었다.

SK 4대 핵심 사업



자료: SK, 삼성증권

SK 계열사의 울산 AI 데이터센터 분야별 기여 현황

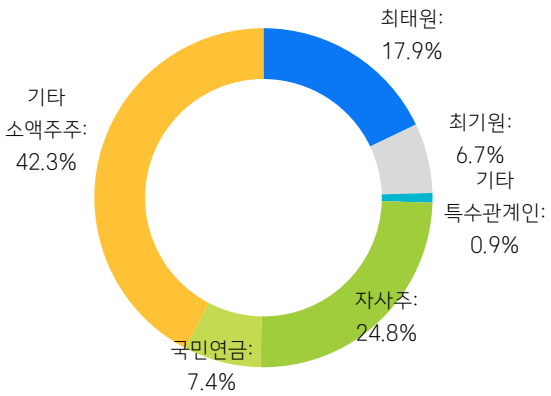


자료: 삼성증권

지배 구조

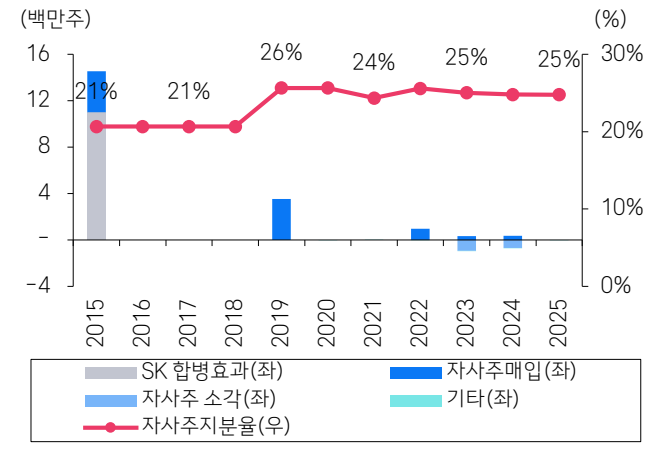
SK의 최대 주주 및 특수관계인 합산 지분율은 약 25.5%로, 전체 발행 주식 수의 4분의 1 수준이다. 한편, '25년 9월 말 현재 보유 자사주 지분율이 24.8%로 높은데, 이는 2015년 당시 1) SK C&C(現 SK)와 SK(소멸법인)의 합병에 따른 합병 신주 교부 등 효과(11,010,816주)와 2) 같은 해 단행한 자사주 매입(3,514,276주) 영향에 주로 기인한다.

SK: 주주 구성



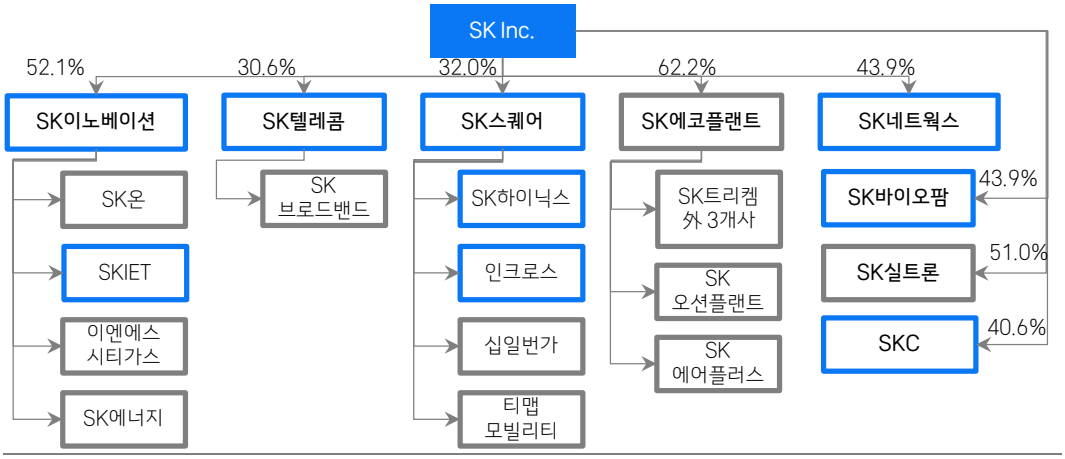
참고: '25년 9월 말 기준
자료: SK, 삼성증권

SK: 자사주 지분율 변화 추이 및 내역



참고: 2015년 합병 및 자사주 매입에 따라 자사주 지분율 21%로 일시에 증가
자료: SK, 삼성증권

SK: 지배 구조도



참고: 파란색 테두리 박스는 상장회사; '25년 9월 말 기준
자료: SK, 삼성증권

자본 정책

SK는 지주회사 및 자회사 4곳(SK이노베이션, SK텔레콤, SK스퀘어, SK네트웍스)가 기업 가치 제고 계획 공시를 완료하는 등, 그룹 차원에서 전향적인 자본 정책을 수립 및 운영 중이다. 특히 SK 지주회사의 경우, 1) 최소 DPS 설정 등 주주 환원 정책과 더불어, 2) target ROE 및 PBR을 설정함으로써 기업 가치 상승을 위한 계획을 수립하고 있다는 점이 긍정적이다.

SK그룹 자본 정책 정리

기업명	자본 정책
SK Inc.	ROE: '26년 target 8%, '27년 이후 target 10% PBR: '27년 target 1.0배 주주 환원: 최소 DPS 5,000원, 시가총액의 1~2% 규모 자사주 매입 및 소각
SK스퀘어	ROE: '25~'27년 COE를 초과하는 ROE 달성 PBR: '27년 target 1.0배 이상 주주 환원: 高 NAV 할인율 상황에서 자사주 매입/소각 적극 검토. 경상 배당수입의 30% 이상 + Harvest 성과 일부 주주 환원에 사용 NAV 할인율: 50% 이하
SK이노베이션	ROE: '27년 target 10% 주주 환원: '27년 총 주주 환원율 target 35% 이상
SK텔레콤	ROE: '26년 target 10% 주주 환원: '26년까지 총 주주 환원율 50% 이상 (조정 연결 순이익 기준) 사업 전략: '30년까지 총 매출 30조원 달성 및 AI 관련 매출 5조원 달성
SK네트웍스	ROE: '26년 target 3.5% + α PBR: KOSPI 평균 수준의 PBR 달성 목표 (ROE 증대를 통해) 주주 환원: 현재 배당 수준 (정기 배당 DPS 200원; 중간 배당 DPS 최소 50원)
SK하이닉스	주주 환원: 고정 배당 DPS 1,500원 + net cash 전환 및 적정 현금 확보 시 3년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원

자료: 각 사, 삼성증권 정리

투자 포인트 ① - AI 중심으로 ROE 개선

SK는 별도 자체 사업 (SK AX) 및 유관 관계회사(SK하이닉스, SK텔레콤 등)를 통해 AI 반도체 및 데이터 센터 관련 수익을 확대하고, 이를 중심으로 '27년 ROE target인 10%를 안정적으로 달성하기 위한 노력을 지속할 전망이다. 현재 AI 인프라 및 관련 제품/서비스를 통해 가시적인 매출을 창출하고 있는 자회사들의 실적이 지속 성장할 것으로 예상되며, 그룹 차원의 역량이 집결된 AI데이터센터(AIDC)와 같은 미래 먹거리의 이익 기여도 또한 상승할 것으로 기대된다. AI 시대 통합 솔루션 provider라는 사업 모델과 이를 통해 달성하는 수익성 제고는 SK의 NAV 기울기 향상을 견인할 것이다.

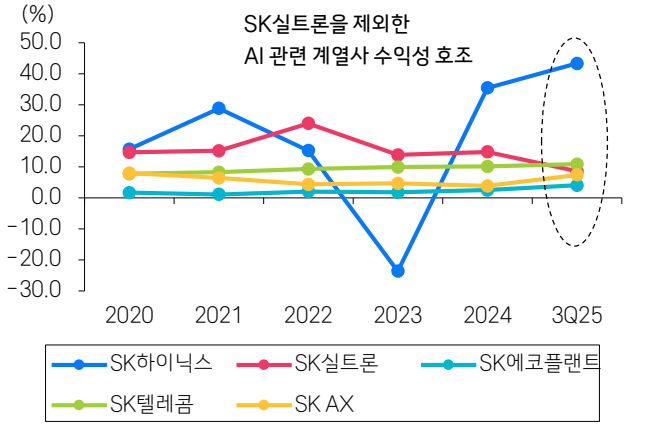
반도체 관련 계열회사의 AI향 이익 증가

우선, AI 상용화를 위한 데이터센터 건립 및 HW 제품 개발 등으로 반도체 수요가 증가하면서, 반도체 관련 계열회사의 '25~'26년 영업이익 및 순이익 증가가 전망된다. 주요 계열사인 SK하이닉스는 SK스퀘어를 통한 지분법 이익의 형태로, SKC와 SK실트론 등 자회사의 실적은 연결 실적으로 기여할 것이다. 당사 리서치센터 추정치에 따르면, SK하이닉스의 '25년 연결 지배주주 순이익은 34.1조원 (y-y +72.3%), '26년 순이익은 54.9조원 (y-y +60.9%)으로 증가할 전망이다. 이는 SK의 세전계속사업이익이 '25년 5.5조원 (y-y +405), '26년 4.2조원 (y-y +48%)으로 지속 증가하는 것에 기여할 것이다. SK실트론은 '26년 고객 재고 안정화에 따른 수요 회복 및 원가 절감 노력을 통해 이익 반등이 기대된다. SKC는 AI향 반도체 테스트 소켓(자회사 ISC)의 실적을 통해 적자 폭을 축소할 것으로 기대된다.

자체 사업의 외형 성장 지속 기대

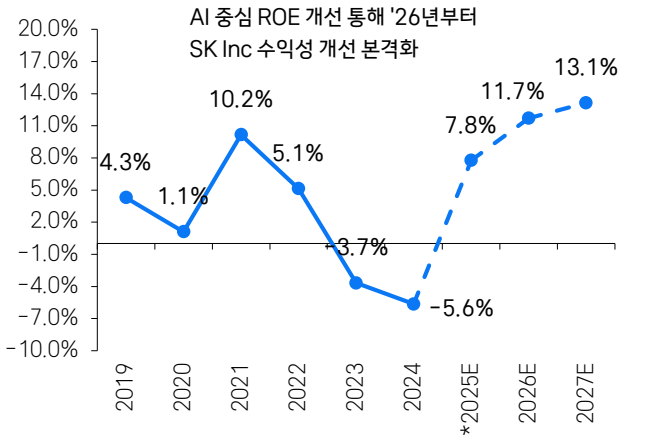
IT솔루션 분야 자체 사업 부문인 SK AX는 신규 고객 확보 및 AI/DX 프로젝트 중심 수주 확대가 지속되면서 견조한 영업이익을 기록할 것으로 전망한다. 올해 4분기에도 AI 프로젝트 발주 증가에 따른 외형 성장이 지속될 것으로 기대되며, 향후 지속적인 생산성 향상 및 비용 효율화 노력으로 OPM 또한 두 자릿수 초반 수준까지 개선이 가능할 것으로 예상한다. (vs '25년 3분기 9.4%)

SK: AI 관련 계열회사의 OPM 추이



참고: 3Q25는 누적 기준
자료: WiseFn, 각 사, 삼성증권

SK: 연결 지배 ROE 추이 및 전망



참고: *2025년은 SK스페셜티 등 매각에 따른 중단영업이익 제외한 수치
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

투자 포인트 ② – 에너지 부문의 실적 개선

'26년부터는 SK의 핵심 자회사이자, 에너지 부문 계열사의 중간 지주회사 격인 SK이노베이션(및 그 자회사)의 실적이 개선됨에 따라 SK의 NAV 기울기 개선이 가능할 것으로 전망된다. 이는 에너지 부문 실적 개선이 1) 지주회사 SK 실적의 본격적인 반등을 견인할 것으로 전망되며, 2) 동 부문의 실적 개선을 통해 그간의 SK 그룹 리밸런싱 성과도 가시화될 것이기 때문이다.

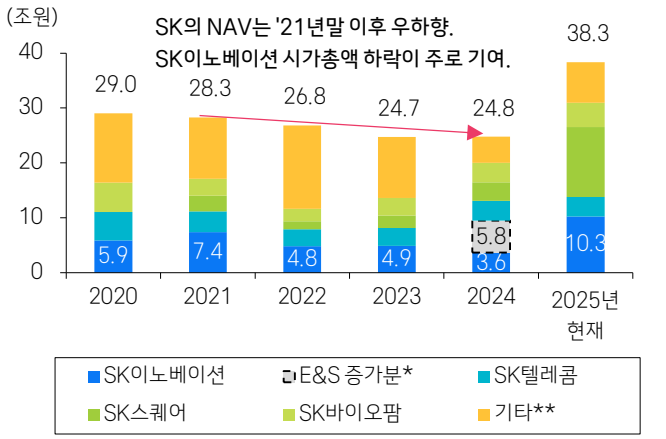
에너지 부문 수익성 반등은 지주 이익 성장의 핵심

우선, SK이노베이션의 SK 연결 매출액 내 높은 비중을 감안 시, SK이노베이션의 수익성 개선은 '26년 지주 이익 성장의 핵심이 될 것으로 전망한다. 2020년~2024년 5년간 SK이노베이션의 연결 매출액 내 비중은 40~60%로 높았으나, '23년을 기점으로 SK이노베이션의 영업이익이 하락세를 보이면서 SK의 영업이익도 덩달아 하락이 불가피했다. 한편, '26년부터는 영업이익의 반등이 본격화될 수 있을 전망이다. 당사 추정치에 따르면, SK이노베이션의 '26년 연결 영업이익은 2.1조원으로 y-y 796% 증가할 것으로 추정된다. 이는 정제 마진 강세 등 정유 업황 개선이 기대되며, SK이노베이션 E&S의 실적 또한 견조할 것으로 기대되기 때문이다. 다만, 자회사 SK ON의 배터리 부문은 이노베이션의 정유/화학/LNG 부문 대비 실적 회복 시점이 다소 밀릴 것으로 예상된다. 미국 등 주요 시장 EV 수요 회복 및 ESS 관련 수주 확보 등이 필요한 시점이다.

에너지 부문 리밸런싱 성과 가시화 긍정적

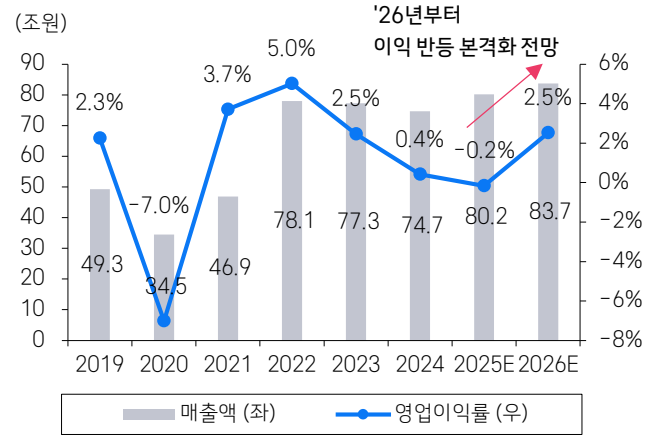
또한, 리밸런싱 성과 가시화 측면에서의 NAV 기울기 개선에도 초점이 필요하다. 에너지 부문 리밸런싱의 효과가 실적 변동성 축소를 통해 가시화되면서, 지주회사 SK의 NAV 변동성 축소 및 NAV 기울기 향상으로 이어질 수 있기 때문이다. SK는 1) SK이노베이션의 SK E&S 합병, 2) SK ON -SK엔텀 - SK트레이딩인터 합병, 3) SK ON의 SK엔무브 합병 등 에너지 부문 중심으로 한 리밸런싱을 진행한 바 있으며, 이의 주요 목적 중 하나는 실적 변동성 축소였다.

SK: NAV 추이



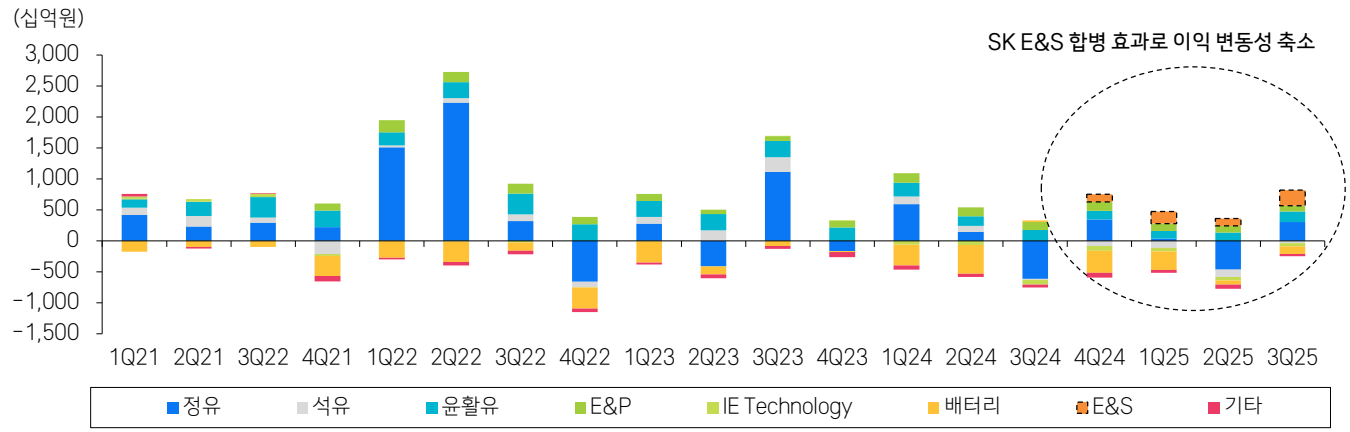
참고: *SK이노베이션-SK E&S 합병에 따른 SK이노베이션 시가총액 증가분
**기재된 상장 자회사 시가총액 외 NAV 구성요소의 합
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

SK이노베이션: 리밸런싱 효과로 이익 변동성 축소

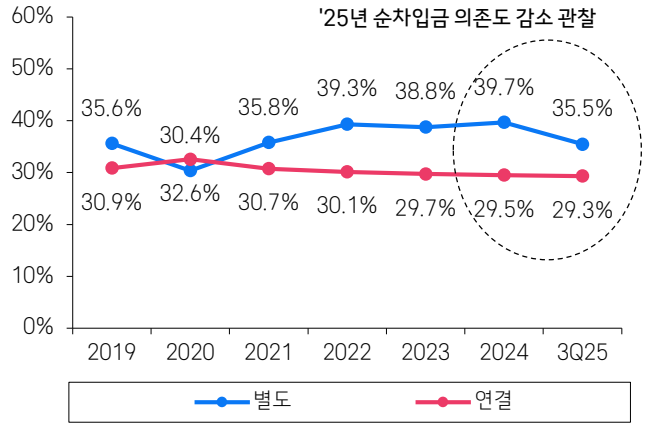


자료: SK이노베이션, 삼성증권

투자 포인트 ③ - Divest 통한 재무 구조 개선

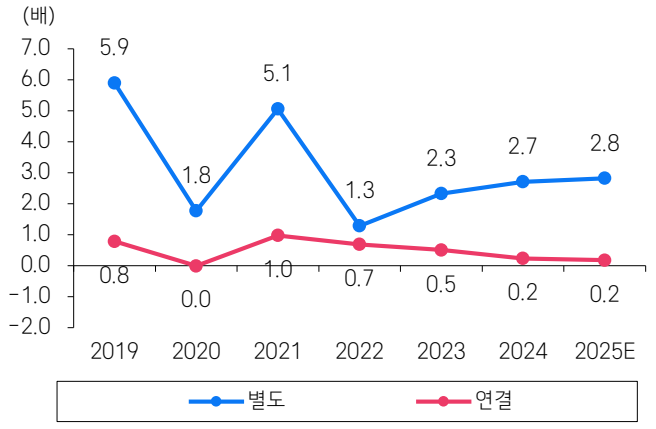
SK는 리밸런싱 과정에서 비핵심 자회사들을 매각하는 divestment를 진행하며, 자본 배치의 효율성을 제고하고 있다. Divestment에 따른 재무 구조 개선 효과가 누적되면서, 순차입금 감소에 따른 NAV 증가는 물론, 리밸런싱 과정에서의 재무 구조 부담 해소에 따른 NAV 할인율 개선 또한 가능할 것으로 전망한다. 현재 SK는 divestment를 통해 수취한 재원을 차입금 상환 등 재무 구조 개선에 우선적으로 투입하고 있다. '25년 8월까지 divestment를 통해 누적 4. 7조원의 재원을 마련하는 등 노력을 지속한 결과 '25년 3분기 기준 별도 순차입금은 10.4조원으로 '24년말 대비 4,310억원원 감소했다. 언론 보도에 따르면, 동사는 SK실트론과 Londian Wason 보유 지분 매각 등 추가적인 divestment 방안을 검토 중이다. 예상대로 추가적인 divestment가 진행될 시, '25년 4분기 ~ '27년에 걸쳐 추가적인 차입금 상환에 따른 재무구조 개선 가능성을 기대할 수 있다고 판단한다. 한편, 동사의 '25년 예상 연결 기준 이자보상 배율은 0.2배 수준에 머무는 등 금융 비용 부담이 지속되고 있는 상황인 점은 개선이 필요하다.

SK: 별도 및 연결 기준 순차입금 의존도 추이



자료: SK, 삼성증권

SK: 별도 및 연결 기준 이자보상 배율 추이 및 전망



자료: SK, 삼성증권 추정

SK 연결 실적 추정

(십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (연결)	**30,637.3**	**30,230.5**	**31,229.9**	**30,142.0**	**31,041.4**	**33,559.3**	**124,690.4**	**125,972.6**	**130,302.3**	**136,105.6**
SK (별도)	736.5	937.1	787.5	1,003.8	865.0	1,011.8	3,706.8	3,668.1	3,852.9	4,166.4
SK이노베이션	17,657.1	19,405.7	21,146.6	19,306.6	20,533.2	21,492.3	74,717.0	82,478.7	83,124.3	86,760.9
SK텔레콤	4,532.1	4,511.5	4,453.7	4,338.8	4,690.4	4,757.9	17,940.6	18,633.6	19,248.0	19,890.5
SK실트론	568.4	579.5	462.0	518.0	516.7	488.5	2,126.8	1,985.1	1,961.4	2,168.3
기타 및 연결조정	7,143.2	4,796.7	4,380.1	4,974.8	4,436.0	5,808.9	26,199.3	19,207.0	22,115.8	23,119.5
매출원가	28,187.1	28,130.7	28,937.8	28,116.3	28,377.7	30,874.5	113,998.9	116,306.4	118,362.9	122,610.7
매출원가율 (%)	92.0%	93.1%	92.7%	93.3%	91.4%	92.0%	91.4%	92.3%	90.8%	90.1%
판매관리비	1,997.8	2,589.4	2,063.1	2,099.5	2,009.4	2,349.2	8,628.6	8,521.1	8,209.0	8,166.3
판관비율 (%)	6.5%	8.6%	6.6%	7.0%	6.5%	7.0%	6.9%	6.8%	6.3%	6.0%
기타영업손익	60.7	81.3	170.8	273.4	173.1	50.0	292.4	667.3	200.0	200.0
영업이익	**513.1**	**-408.3**	**399.8**	**199.6**	**827.4**	**385.6**	**2,355.3**	**1,812.3**	**3,930.4**	**5,528.5**
SK(별도)	124.1	137.4	176.2	330.9	196.9	186.7	998.3	890.7	1,050.9	1,252.8
SK이노베이션	-484.1	78.7	-215.4	-417.6	573.5	293.8	23.1	234.3	2,099.7	4,303.5
SK텔레콤	533.3	254.2	567.4	338.3	563.5	366.3	1,823.4	1,835.5	1,777.7	1,942.8
SK실트론	94.3	109.7	37.8	53.8	37.0	39.1	315.5	167.7	184.6	225.7
기타 및 연결조정	245.5	-988.2	-166.2	-105.8	-543.5	-500.3	-805.1	-1,315.8	-1,182.5	-2,196.3
금융손익	-655.1	-940.3	-992.6	-872.9	-249.0	-957.2	-3,364.4	-3,071.7	-3,071.7	-3,071.7
*기타영업외손익	-118.0	-1,796.0	440.8	-387.6	12.9	-1,166.4	-1,706.3	-1,100.3	-2,402.5	-2,504.6
지분법 손익	1,205.8	1,490.0	1,794.4	1,551.1	2,630.3	1,922.4	3,812.0	7,898.2	9,754.9	10,730.4
세전계속사업이익	945.7	-1,654.6	1,642.4	490.1	3,221.6	184.4	1,096.6	5,538.5	8,211.1	10,682.6
**중단영업손익	84.9	-15.5	1,865.9	142.6	-237.9	0.0	180.0	1,770.6	0.0	0.0
당기순이익	**1,147.9**	**-1,798.4**	**3,590.7**	**976.8**	**2,680.0**	**145.7**	**528.8**	**7,393.2**	**6,486.8**	**8,439.2**
연결지배주주순이익	**511.5**	**-2,142.6**	**2,349.1**	**547.5**	**950.9**	**92.4**	**-1,292.7**	**3,939.9**	**3,479.3**	**4,480.2**
비지배지분	636.4	344.2	1,241.6	429.3	1,729.1	53.3	1,821.5	3,453.3	3,007.5	3,959.0
이익률 (%)										
영업이익	**1.7%**	**-1.4%**	**1.3%**	**0.7%**	**2.7%**	**1.1%**	**1.9%**	**1.4%**	**3.0%**	**4.1%**
SK (별도)	16.8%	14.7%	22.4%	33.0%	22.8%	18.5%	26.9%	24.3%	27.3%	30.1%
SK이노베이션	-2.7%	0.4%	-1.0%	-2.2%	2.8%	1.4%	0.0%	0.3%	2.5%	5.0%
SK텔레콤	11.8%	5.6%	12.7%	7.8%	12.0%	7.7%	10.2%	9.9%	9.2%	9.8%
세전이익	3.1%	-5.5%	5.3%	1.6%	10.4%	0.5%	0.9%	4.4%	6.3%	7.8%
순이익	**3.7%**	**-5.9%**	**11.5%**	**3.2%**	**8.6%**	**0.4%**	**0.4%**	**5.9%**	**5.0%**	**6.2%**
연결지배주주순이익	**1.7%**	**-7.1%**	**7.5%**	**1.8%**	**3.1%**	**0.3%**	**-1.0%**	**3.1%**	**2.7%**	**3.3%**

참고: *공동기업 투자 및 관계기업 투자 처분 이익 등; **SK스페셜티, SK에코플랜트 환경 사업, SK네트웍스 렌터카 사업, SKC Industry 소재 사업의 중단영업 손익
자료: SK, 삼성증권 추정

Valuation

SK에 대해 목표주가 326,000원으로 BUY 투자의견을 제시한다 (상승 여력 28.9%). 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 NAV를 적정 NAV-시가총액 회귀식에 대입하여 산정하였다. 적정 NAV-시가총액 회귀선 기울기는 2025년 6월~11월 구간 기울기에 10% 할증한 0.46를 적용하였다. 할증의 근거는 1) AI 관련 이익의 성장 및 2) 에너지 부문 수익성 개선, 그리고 3) 지속된 재무 구조 개선 노력에 따라 NAV 기울기가 향상될 것으로 전망하기 때문이다. Y절편은 동 기간 회귀선의 Y절편인 2,614.3을 적용했다.

SK: SOTP valuation

		지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부 가치 (십억원)	평가 방식	공정 가치 (십억원)	할인/할증 (%)	목표 가치 (십억원)	비고
투자 자산 지분 가치	[A = B+C]							53,280.9	
투자 자산	[B]							49,603.9	
상장 자회사						35,475.7		41,813.3	
SK이노베이션		52.1%	19,373.5	6,066.9	당사 추정	10,091.6	40%	14,089.5	당사 목표주가 적용
SK텔레콤		30.6%	11,491.3	2,929.9	당사 추정	3,512.9	23%	4,333.6	당사 목표주가 적용
SK스퀘어		32.0%	40,027.3	2,486.1	시가평가	12,820.8	0%	12,820.8	
SK네트웍스		43.9%	1,038.9	706.2	당사 추정	456.1	21%	553.7	당사 목표주가 적용
SKC		40.6%	4,135.2	548.7	당사 추정	1,680.6	24%	2,077.6	당사 목표주가 적용
SK바이오팜		64.0%	10,799.4	369.2	당사 추정	6,913.8	2%	7,019.1	당사 목표주가 적용
기타 상장사				919.0	장부가치			919.0	
비상장 자회사 및 비계열 상장사	[C]							7,790.6	
SK실트론		51.0%	n/a	622.6	EV/EBITDA	1,350.8		1,350.8	*EV/EBITDA 8.7배 적용
SK팜테코		86.6%	n/a	1,651.2	장부가치			1,651.2	
기타			n/a	4,788.6	장부가치			4,788.6	
기타 자산								3,677.1	
자기주식					시가평가			3,677.1	
별도 영업 가치								3,003.7	
브랜드가치 (로열티수익)					EV/EBITDA			3,003.7	*EV/EBITDA 6.2배 적용
차감 항목	[D]							10,482.7	
우선주				107.6	장부가			107.6	
순차입금 (별도 기준)				10,375.1	장부가			10,375.1	
현금				452.7				452.7	
차입금				10,827.8				10,827.8	
Estimated NAV	[E = A-D]							45,801.9	
NAV 대비 할인율 (%)								-60.6%	
NAV 회귀선 기울기								0.46	
Y절편								2,614.3	
표준오차 조정									
예상 시가총액 (십억원)								23,647.6	
Target 시가총액 (십억원)								23,650.0	NAV 대비 48.36% 할인
발행 주식 수 (천주)								72,503	
Target price (원)								326,000	
현재 주가 (원)								253,000	
상승 여력 (%)								28.9%	

참고: 글로벌 peer 10년 평균 EV/EBITDA 멀티플 ;**KOSPI 5년 평균 EV/EBITDA 멀티플; 현재 주가는 12/1 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**128,798**	**124,690**	**125,973**	**130,302**	**136,106**
매출원가	116,610	113,999	116,306	118,363	122,611
매출총이익	**12,189**	**10,692**	**9,666**	**11,939**	**13,495**
(매출총이익률, %)	9.5	8.6	7.7	9.2	9.9
판매 및 일반관리비	8,052	8,629	8,521	8,209	8,166
영업이익	**4,754**	**2,355**	**1,812**	**3,930**	**5,528**
(영업이익률, %)	3.7	1.9	1.4	3.0	4.1
영업외손익	**-4,439**	**-1,023**	**5,497**	**4,281**	**5,154**
금융수익	7,086	6,813	7,198	7,198	7,198
금융비용	9,453	10,178	10,269	10,269	10,269
지분법손익	-2,359	3,812	7,898	9,755	10,730
기타	287	-1,471	670	-2,402	-2,505
세전이익	**315**	**1,332**	**7,309**	**8,211**	**10,683**
법인세	571	748	-84	1,724	2,243
(법인세율, %)	181.2	56.1	-1.2	21.0	21.0
계속사업이익	-1,424	349	5,623	6,487	8,439
중단사업이익	1,018	180	1,771	0	0
순이익	**-406**	**529**	**7,393**	**6,487**	**8,439**
(순이익률, %)	-0.3	0.4	5.9	5.0	6.2
지배주주순이익	-777	-1,293	3,940	4,156	5,352
비지배주주순이익	370	1,821	3,453	2,330	3,087
EBITDA	13,125	10,447	9,466	11,764	13,155
(EBITDA 이익률, %)	10.2	8.4	7.5	9.0	9.7
EPS (지배주주)	-10,496	-17,618	53,921	56,882	73,246
EPS (연결기준)	-5,491	7,207	101,181	88,777	115,497
수정 EPS (원)*	-10,496	-17,618	53,921	56,882	73,246

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**64,835**	**67,463**	**68,325**	**73,021**	**79,548**
현금 및 현금등가물	22,684	24,647	23,033	27,731	34,058
매출채권	13,879	13,454	13,891	13,910	13,964
재고자산	15,007	13,638	14,081	14,100	14,155
기타	13,265	15,723	17,321	17,279	17,371
비유동자산	**142,136**	**147,515**	**149,351**	**148,003**	**148,008**
투자자산	36,070	39,597	46,369	46,013	46,798
유형자산	73,494	80,364	78,080	78,256	78,408
무형자산	18,587	15,905	12,939	11,530	10,351
기타	13,984	11,650	11,964	12,205	12,451
자산총계	**206,970**	**214,978**	**217,677**	**221,024**	**227,556**
유동부채	**65,353**	**71,533**	**66,137**	**65,019**	**64,282**
매입채무	12,949	12,753	12,945	12,882	13,022
단기차입금	17,388	20,003	14,605	13,605	12,605
기타 유동부채	35,016	38,777	38,588	38,533	38,655
비유동부채	**63,738**	**63,157**	**65,483**	**63,863**	**63,107**
사채 및 장기차입금	48,570	48,073	51,066	49,466	48,666
기타 비유동부채	15,168	15,084	14,417	14,397	14,441
부채총계	**129,091**	**134,690**	**131,620**	**128,882**	**127,388**
지배주주지분	**20,727**	**25,115**	**27,864**	**31,618**	**36,557**
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	12,689	12,689	12,689
이익잉여금	13,668	11,882	15,418	19,173	24,112
기타	-1,942	19	-260	-260	-260
비지배주주지분	**57,152**	**55,173**	**58,193**	**60,523**	**63,611**
자본총계	**77,879**	**80,288**	**86,057**	**92,142**	**100,168**
순부채	59,669	60,941	58,717	51,429	43,278

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**11,354**	**8,110**	**8,618**	**9,420**	**10,464**
당기순이익	-406	529	7,393	6,487	8,439
현금유출입이없는 비용 및 수익	14,489	11,053	4,122	6,828	5,946
유형자산 감가상각비	7,232	6,531	6,649	6,624	6,648
무형자산 상각비	1,756	1,853	1,671	1,409	1,179
기타	5,501	2,669	-4,199	-1,205	-1,880
영업활동 자산부채 변동	1,383	737	246	-145	129
투자활동에서의 현금흐름	**-21,628**	**-12,158**	**-5,019**	**-7,022**	**-7,089**
유형자산 증감	-18,719	-15,265	-8,187	-6,800	-6,800
장단기금융자산의 증감	544	-631	-1,917	19	-43
기타	-3,453	3,738	5,085	-241	-246
재무활동에서의 현금흐름	**11,524**	**5,085**	**-3,433**	**-3,006**	**-2,203**
차입금의 증가(감소)	4,825	4,090	-1,935	-2,604	-1,790
자본금의 증가(감소)	574	4,213	-509	0	0
배당금	-1,674	-1,815	-1,434	-402	-413
기타	7,799	-1,404	445	-0	-0
현금증감	1,290	1,963	-1,614	4,698	6,327
기초현금	21,394	22,684	24,647	23,033	27,731
기말현금	22,684	24,647	23,033	27,731	34,058
Gross cash flow	**14,083**	**11,582**	**11,515**	**13,315**	**14,386**
Free cash flow	**-7,561**	**-7,563**	**216**	**2,620**	**3,664**

재무비율 및 주당지표

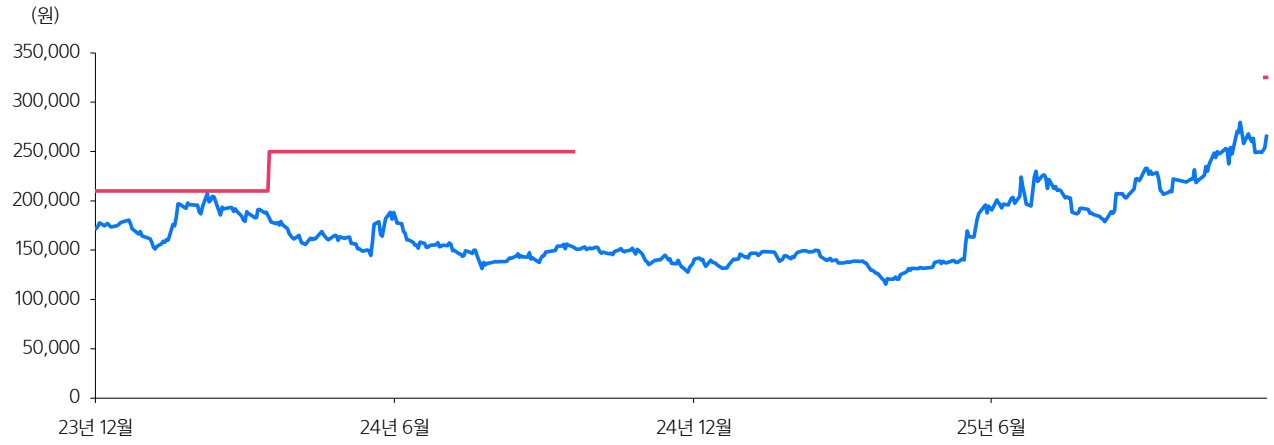
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-2.5	-3.2	1.0	3.4	4.5
영업이익	-41.7	-50.5	-23.1	116.9	40.7
순이익	적전	흑전	1,298.1	-12.3	30.1
수정 EPS**	적전	적지	흑전	5.5	28.8
주당지표					
EPS (지배주주)	-10,496	-17,618	53,921	56,882	73,246
EPS (연결기준)	-5,491	7,207	101,181	88,777	115,497
수정 EPS**	-10,496	-17,618	53,921	56,882	73,246
BPS	373,965	455,927	505,823	573,977	663,638
DPS (보통주)	5,000	7,000	7,000	7,500	8,000
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	4.7	4.4	3.5
P/B***	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.9	12.0	14.3	11.1	9.5
비율					
ROE (%)	-3.7	-5.6	14.9	14.0	15.7
ROA (%)	-0.2	0.3	3.4	3.0	3.8
ROIC (%)	7.8	0.7	1.7	3.0	4.2
배당성향 (%)	-35.3	-29.5	9.7	9.8	8.1
배당수익률 (보통주, %)	2.8	5.3	2.8	3.0	3.2
순부채비율 (%)	76.6	75.9	68.2	55.8	43.2
이자보상배율 (배)	1.5	0.6	0.6	1.3	1.9

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주 기준
자료: SK, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 12월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 12월 1일 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 당사에게 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	2023/7/7	2024/3/28	2025/12/2
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	210000	250000	326000
괴리율 (평균)	-22.31	-37.75	
괴리율 (최대or최소)	-1.19	-24.56	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 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 2025.9.30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·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 CSA