

리밸런싱 진행 중

1Q25 Review: 비상장, 자체사업 이익 개선

1Q25 연결 매출액은 31.2조원(-3.7% YoY), 영업이익은 3,998억원(-72.8% YoY)을, 별도 매출액은 7,875억원(-36.3% YoY), 영업이익은 1,762억원(-70.5% YoY)을 기록했다. SK이노베이션의 실적 부진과 SK E&S가 SK이노베이션으로 흡수합병되면서 배당금 수익이 감소한 것이 주요 원인이다. 자체사업과 주요 비상장 자회사 실적은 견조했다. SK실트론은 매출액 4,620억원(-2.9% YoY), 영업이익 380억원(-9.6% YoY)을 기록했다. Si Wafer는 PV 판매가 증가했지만 SiC 웨이퍼는 고객 재고 조정으로 판매량이 감소했다. 하반기 재고 조정 완화로 24년과 같이 상저하고 흐름이 예상된다. 머티리얼즈CIC는 매출액 900억원(+14% YoY), 영업이익 190억원(+31.4% YoY)으로 두 자릿수 성장했다. 신규 고객 확대와 생산성이 개선된 것으로 파악된다. 고부가 신규제품의 판매 확대가 예상돼 2Q-4Q에도 두 자릿수 성장이 이어질 것으로 전망한다. SK팜테코는 가동률 확대로 합성, CGT 사업이 전반적으로 성장하며 매출액은 2,380억원(+38.3% YoY), 영업이익은 -400억원(+306억원 YoY)으로 적자 축소흐름을 이어갔다. SK C&C 실적은 매출액 5,860억원(+6.9% YoY), 영업이익 290억원(+2,874% YoY)으로 개선됐다.

올해도 재무구조 개선 지속

25년에도 그룹 내 리밸런싱이 이어질 것이다. 1Q25 SK스페셜티 매각으로 처분이익 2.6조원이 인식되면서 별도 순차입금은 8.1조원(24년말 10.5조원)으로 감소했다. 지난 5/13에는 동사가 보유한 반도체소재 회사인 SK트리켄(지분 65%), SK레조낙(51%), SK머티리얼즈제이엔씨(51%)와 SK머티리얼즈퍼포먼스(100%)를 SK에코플랜트에 현물출자 및 포괄적 주식교환할 예정이다. 또한 C&C가 보유한 판교DC를 SK브로드밴드에 매각하기로 결정했다. 매각대금은 5,068억원으로 6/30까지 매각 작업을 완료할 예정이다. 사업 및 포트폴리오 조정 효과로 재무구조 개선이 하반기에도 이어질 전망이다.

투자이건 BUY, 목표주가 17만원으로 커버리지 재개



이승웅 통신/지주/방산/우주항공
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 170,000원 (I)

직전 목표주가 **190,000원**

현재주가 (5/27) **140,100원**

상승여력 **21%**

시가총액	101,576억원
총발행주식수	73,068,838주
60일 평균 거래대금	155억원
60일 평균 거래량	116,380주
52주 고/저	188,600원 / 115,400원
외인지분율	23.50%
배당수익률	5.32%
주요주주	최태원 외 33인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.4	(6.3)	(6.8)
상대	2.7	(6.8)	(3.8)
절대 (달러환산)	11.6	(1.3)	(7.2)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	31,230	-5.4	3.3	32,545	-4.0
영업이익	229	-84.7	흑전	1,351	-83.1
세전계속사업이익	1,642.38	44.9	흑전	671	흑전
지배순이익	2,349.10	223.9	흑전	382	515.8
영업이익률 (%)	0.7%	-3.8%pt	+2.4%pt	4.2%	-3.4%pt
지배순이익률 (%)	7.5%	+7.0%pt	+14.6%pt	1.2%	+6.3%pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	128,798	124,690	124,501	128,865
영업이익	4,754	2,355	3,970	5,528
지배순이익	-777	-1,293	731	1,278
PER	-15.5	-8.9	13.9	8.0
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.9	12.3	10.2	9.1
ROE	-3.7	-5.6	2.9	4.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표 1] SK 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
연결 매출액	33,027	31,197	30,637	29,829	31,230	30,287	31,182	31,803	131,238	124,690	124,501
SK 별도	1,237	796	736	937	788	787	741	965	4,137	3,707	3,280
투자부문	638	166	153	143	204	126	128	131	1,724	1,101	590
C&C	599	630	596	794	583	662	613	833	2,413	2,618	2,691
연결 자회사	34,559	32,779	32,680	32,842	33,724	31,293	32,078	33,341	134,709	132,861	130,435
연결 영업이익	1,537	756	513	-451	400	889	1,213	1,176	5,056	2,355	3,678
SK 별도	606	131	124	137	176	96	103	146	1,550	998	521
연결 자회사	2,050	1,589	1,674	1,901	2,153	2,160	2,647	2,442	3,207	7,216	9,403
YoY %											
연결 매출액	1.0	-2.3	-9.5	-8.9	-5.4	-2.9	1.8	6.6	-2.5	-5.0	-0.2
SK 별도	-24.6	0.7	-3.8	-0.3	-36.3	-1.1	0.6	2.9	22.8	-10.4	-11.5
투자부문	-45.7	2.7	-37.6	1.6	-68.0	-24.3	-16.3	-8.5	47.0	-36.2	-46.4
C&C	28.7	0.2	14.5	-0.6	-2.6	5.0	2.8	5.0	9.8	8.5	2.8
연결 자회사	5.2	2.8	-3.5	-9.0	-2.4	-4.5	-1.8	1.5	-0.7	-1.4	-1.8
연결 영업이익	36.0	8.8	-81.1	적전	-74.0	17.5	136.4	흑전	-36.4	-53.4	56.2
SK 별도	-45.9	18.9	-35.5	7.4	-70.9	-26.1	-16.9	6.0	39.8	-35.6	-47.8
연결 자회사	200.6	1,235.5	-26.8	1,485.5	5.0	35.9	58.1	28.4	-63.7	125.0	30.3
OPM %											
연결 OPM	4.7	2.4	1.7	-1.5	1.3	2.9	3.9	3.7	3.9	1.9	3.0
SK 별도	49.0	16.4	16.8	14.7	22.4	12.2	13.9	15.1	37.5	26.9	15.9
연결 자회사	5.9	4.8	5.1	5.8	6.4	6.9	8.3	7.3	2.4	5.4	7.2

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			4,816	
C&C			928	12M fwd 예상 영업이익에 6x 적용
머티리얼즈 CIC			949	12M fwd 예상 EBITDA에 8x 적용
브랜드사용 수익			2,940	12M fwd 예상치에 10x 적용
B. 자회사 가치			15,533	B=a+b
a. 상장 자회사 가치			5,430	a=@*25.5%(지배주주 지분율)
③ 상장 자회사 총 지분가치			21,303	전일 증가 기준
SK 이노베이션	12,385	55.9%	6,924	
SK 텔레콤	11,126	30.6%	3,401	
SK 스퀘어	13,320	31.5%	4,196	
SK 네트워크스	890	43.9%	390	
SKC	3,423	40.6%	1,391	
SK 바이오팜	7,111	64.0%	4,551	
SK 리츠	1,326	32.1%	426	
에스엠코어	86	26.6%	23	
b. 비상장 자회사 가치			10,103	
SK 에코플랜트	1,615	42.9%	693	장외 시가총액 기준
SK 실트론	5,448	51.0%	2,778	25년 예상 EBITDA에 8x 적용
기타	6,632		6,632	장부가
C. 순차입금			8,108	2Q24말 별도 기준
D. 적정 기업가치			12,242	D=A+B-C
E. NAV			28,114	$E=A+(\textcircled{a}+b)-C$
F. 발행주식수(백만주)			72.5	
G. 적정주가(원)			168,848	$G=D/F$
목표주가(원)			170,000	

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	128,798	124,690	124,501	128,865	132,989	
매출원가	116,610	113,999	113,826	117,816	121,586	
매출총이익	12,189	10,692	10,675	11,049	11,403	
판매비	8,052	8,629	6,997	5,814	6,000	
영업이익	4,754	2,355	3,970	5,528	5,695	
EBITDA	13,125	10,447	12,529	14,202	14,397	
영업외손익	-5,608	-1,259	-488	-1,269	-766	
외환관련손익	-157	-459	366	-459	0	
이자손익	-2,219	-2,744	-2,498	-2,454	-2,411	
관계기업관련손익	-2,359	3,812	3,512	3,512	3,512	
기타	-873	-1,868	-1,868	-1,868	-1,868	
법인세비용차감전순손익	-854	1,097	3,482	4,259	4,929	
법인세비용	571	748	871	1,065	1,744	
계속사업순손익	-1,424	349	2,612	3,194	3,185	
중단사업순손익	1,018	180	0	0	0	
당기순이익	-406	529	2,612	3,194	3,185	
지배지분순이익	-777	-1,293	731	1,278	1,593	
포괄순이익	-609	5,479	2,612	3,194	3,185	
지배지분포괄이익	-1,113	533	254	311	310	

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	11,354	8,110	10,362	11,565	11,153	
당기순이익	-406	529	2,612	3,194	3,185	
감가상각비	7,232	6,531	6,851	6,991	7,317	
외환손익	-194	367	-366	459	0	
중속, 관계기업관련손익	2,359	-3,812	-3,512	-3,512	-3,512	
자산부채의 증감	1,383	737	-486	-805	-777	
기타현금흐름	980	3,759	5,264	5,238	4,940	
투자활동 현금흐름	-21,628	-12,158	-10,229	-9,478	-9,181	
투자자산	-2,008	1,049	50	-1,151	-1,087	
유형자산 증가 (CAPEX)	-18,915	-15,673	-8,884	-7,884	-9,384	
유형자산 감소	196	409	0	0	0	
기타현금흐름	-901	2,057	-1,395	-443	1,290	
재무활동 현금흐름	11,524	5,085	-1,791	-1,721	-1,725	
단기차입금	54	2,833	-3	64	61	
사채 및 장기차입금	4,771	1,257	0	0	0	
자본	574	4,213	0	0	0	
현금배당	-1,674	-1,815	-385	-382	-382	
기타현금흐름	7,799	-1,404	-1,404	-1,404	-1,404	
연결범위변동 등 기타	40	926	3,139	742	1,163	
현금의 증감	1,290	1,963	1,480	1,108	1,410	
기초 현금	21,394	22,684	24,647	26,127	27,236	
기말 현금	22,684	24,647	26,127	27,236	28,646	
NOPLAT	7,932	2,355	3,970	5,528	5,695	
FCF	-7,561	-7,563	1,478	3,681	1,769	

자료: 유안타증권

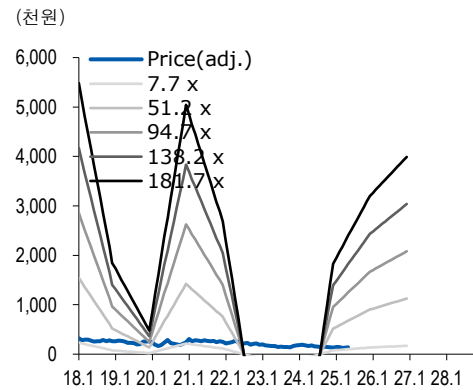
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	64,835	67,463	69,129	71,635	74,466
현금및현금성자산	22,684	24,647	26,127	27,236	28,646
매출채권 및 기타채권	17,057	16,776	17,001	17,597	18,160
재고자산	15,007	13,638	13,618	14,095	14,546
비유동자산	142,136	147,515	148,007	149,905	151,383
유형자산	73,494	80,364	82,397	83,290	85,358
관계기업등 지분관련자산	26,538	31,108	31,061	32,150	33,179
기타투자자산	9,532	8,488	8,486	8,547	8,606
자산총계	206,970	214,978	217,136	221,540	225,849
유동부채	65,353	71,533	71,477	72,761	73,974
매입채무 및 기타채무	29,144	29,892	29,847	30,893	31,881
단기차입금	17,388	20,003	20,003	20,003	20,003
유동성장기부채	13,019	14,789	14,789	14,789	14,789
비유동부채	63,738	63,157	63,144	63,453	63,744
장기차입금	19,261	22,039	22,039	22,039	22,039
사채	29,309	26,034	26,034	26,034	26,034
부채총계	129,091	134,690	134,621	136,213	137,718
지배지분	20,727	25,115	25,461	26,357	27,568
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	13,198	13,198	13,198
이익잉여금	13,668	11,882	12,228	13,124	14,335
비지배지분	57,152	55,173	57,053	58,970	60,563
자본총계	77,879	80,288	82,515	85,327	88,131
순차입금	59,964	62,016	60,540	59,452	57,962
총차입금	86,338	91,034	91,031	91,095	91,156

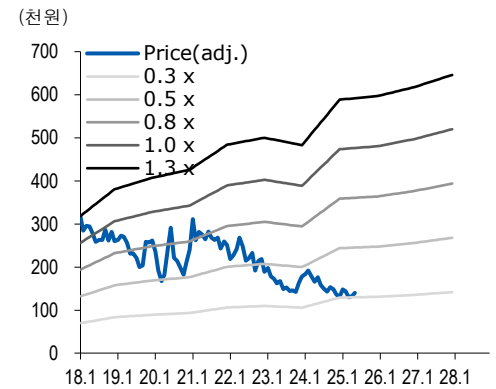
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-10,616	-17,809	10,087	17,622	21,967
BPS	373,965	455,927	462,204	478,469	500,453
EBITDAPS	177,341	142,376	171,473	194,361	197,033
SPS	1,740,299	1,699,362	1,703,889	1,763,612	1,820,048
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
PER	-15.5	-8.9	13.9	8.0	6.4
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.9	12.3	10.2	9.1	8.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-2.5	-3.2	-0.2	3.5	3.2	
영업이익 증가율 (%)	-41.7	-50.5	68.6	39.2	3.0	
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	74.7	24.7	
매출총이익률 (%)	9.5	8.6	8.6	8.6	8.6	
영업이익률 (%)	3.7	1.9	3.2	4.3	4.3	
지배순이익률 (%)	-0.6	-1.0	0.6	1.0	1.2	
EBITDA 마진 (%)	10.2	8.4	10.1	11.0	10.8	
ROIC	8.6	0.8	2.9	4.1	3.7	
ROA	-0.4	-0.6	0.3	0.6	0.7	
ROE	-3.7	-5.6	2.9	4.9	5.9	
부채비율 (%)	165.8	167.8	163.1	159.6	156.3	
순차입금/자기자본 (%)	289.3	246.9	237.8	225.6	210.2	
영업이익/금융비용 (배)	1.5	0.6	1.1	1.6	1.6	

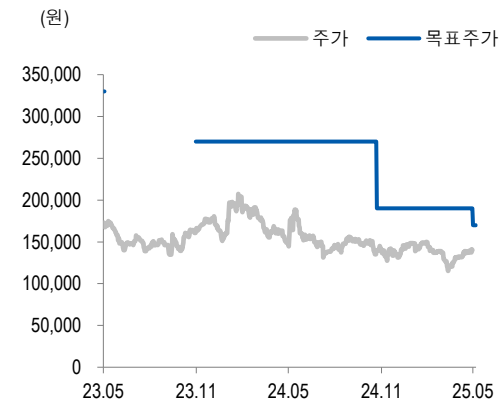
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	170,000	1년		
2024-11-19	BUY	190,000	1년	-27.57	-21.05
2023-11-27	BUY	270,000	1년	-39.76	-23.15
2023-05-16	담당자변경				
	BUY	330,000	1년	-48.54	-47.64

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
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.