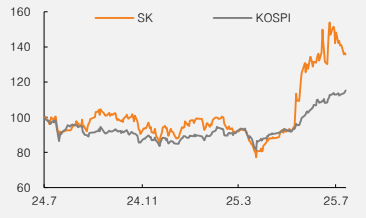
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.7.31

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	275,000원
현재주가(25/7/30)	203,000원
상승여력	35.5%

영업이익(25F,십억원)	1,110
Consensus 영업이익(25F,십억원)	3,617
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.2
P/E(25F,x)	15.4
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,254.47
시가총액(십억원)	14,718
발행주식수(백만주)	73
유동주식비율(%)	49.7
외국인 보유비중(%)	25.3
베타(12M) 일간수익률	1.43
52주 최저가(원)	115,400
52주 최고가(원)	230,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.7	36.7	38.4
상대주가	-6.3	6.6	16.4



[반도체]
김영건
younggun.kim.a@miraeasset.com
김제호
jaeho.kim.b@miraeasset.com

034730 · 반도체

SK

책임투자로 할인요인 완화

여전히 높은 주주환원 기댓값

동사에 대한 투자의견 '매수' 및 목표가 27.5만원을 유지한다. Divest 경영 기조로 별도 기준 순차입금이 축소되고 있고, 금번 SK이노베이션-SK온에 대한 증자로 그룹사의 전반적 재무 부담이 완화되고 있다는 판단이다. 최근 지주사 투심 회복으로 주가가 급등했으나, 재무적 우려에 동반되었던 디스카운트는 해소될 여지가 있다.

동사는 연내 SK실트론 등 추가적인 투자자산 매각을 진행할 것으로 예상된다. 계획대로 진행될 경우 순차입금 규모는 7조원 이내로 줄어들 수 있다. 이에 따라 계획된 주주환원 정책은 변동없이 진행될 전망이다. 동사는 금일 유상증자 출자와 동시에 주당 1,500원 중간배당 결의를 공시했다.

동사의 주주환원 정책은 연간 최소 5,000원/주의 배당금을 보증하였고, 시가총액의 1 ~ 2%를 자사주 매입/소각 또는 특별배당으로 지급할 예정이다. 연초 대비 시가총액이 70% 이상 상승하였기에 시총 연동 주주환원의 규모는 더욱 커질 수 있다. 현주가 기준에서 예상되는 배당수익률(기본배당+특별배당)은 3.5 ~ 4.5%다.

자본차익을 기대할 수 있는 책임투자

전일 자회사인 SK이노베이션은 2.0조원 규모의 3자배정 유상증자를 공시했다. 이 중 외부 투자자(SPC)가 1.6조원, 동사(SK Inc)가 4,000억원을 출자할 예정이다. 외부 투자자의 1.6조원에 대해서도 동사가 PRS(Price Return Swap)을 체결했다. SK이노베이션 신주의 발행 가격과 3년 이후 주가의 차액을 정산하는 방식이다.

발행가격은 111,000원이며, 3년 만기 후 신주 인수권 행사시 주가가 발행가보다 낮을 경우 동사가 차액(1.6조원x손실률)을 보전해주는 방식이다. 반대로 3년내 주가가 발행가격을 초과할 경우 투자자는 인수권을 행사할 수 있고, 행사시점 수익금(1.6조원x수익률)은 동사에 귀속된다. 단, 투자자의 보호예수는 1년이다.

금번 PRS는 외부의 투자에 지주사로서 신용을 공여한 성격으로 해석함이 적절해 보인다. SK이노→SK온/SKIET 사례와 같이 100% PRS만을 통해 조달할 수도 있다. 동사가 0.4조원을 직접 출자한 점도 지주사로서의 책임투자에 가깝다는 판단이다. 물론, 모회사로서 자회사의 턴어라운드에 대한 가시성도 확보했을 것이 자명하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	4,137	3,707	4,093	4,785	5,551
영업이익 (십억원)	1,550	998	1,110	1,319	1,550
영업이익률 (%)	37.5	26.9	27.1	27.6	27.9
순이익 (십억원)	363	-746	965	1,285	1,682
EPS (원)	4,904	-10,166	13,204	17,582	23,025
ROE (%)	2.3	-4.9	6.5	8.2	10.0
P/E (배)	36.3	-	15.4	11.5	8.8
P/B (배)	0.7	0.6	0.9	0.8	0.8
배당수익률 (%)	2.8	5.3	3.4	3.4	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. (주) SK 밸류에이션 및 목표주가 산정

구 분	가 치	비 고
별도기준 사업가치 (A)	7.4 조원	26F EBITDA에 EV/EBITDA 4.7배 적용(LG CNS, 삼성SDS 평균)
자회사 지분가치 (B)	19.0 조원	자회사 지분가치 38.0조원 할인율 50% 적용
순차입금 (C)	7.9 조원	별도기준
자사주 지분가치 (D)	1.8 조원	총 17,982,485주
적정 시가총액 (E)	20.3 조원	(E) = (A) + (B) – (C) +(D)
발행주식수 (F)	73,068,838 주	(F), 보통주+우선주
목표주가	277,890 원	(E)/(F) (기존 목표가 275,000원 유지)
현재주가	203,000 원	
상승여력	39.2 %	

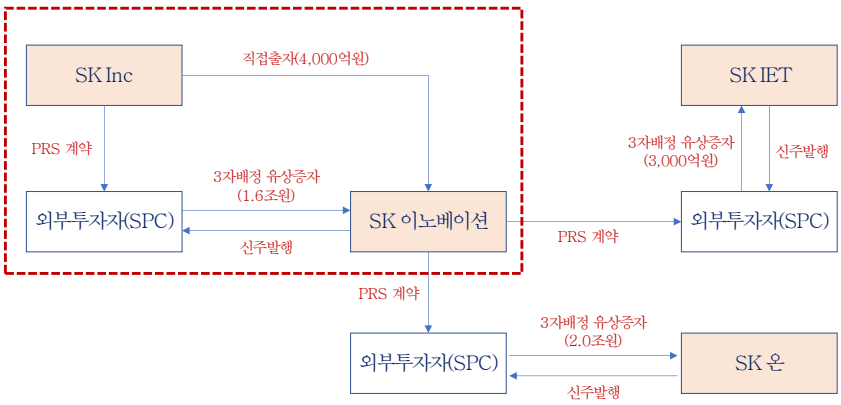
자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. (주) SK 자회사 지분가치 산정

기업명	목표가치	지분율	지분가치	비 고
비상장 자회사			**3.5**	**당사 추정치**
SK 실트론	5.0	70.0	3.5	
상장 자회사			**26.4**	**현 시가총액**
SK 이노베이션	16.8	55.5	9.3	유상증자 이후 55.1%로 변동 예정
SK 텔레콤	11.8	30.6	3.6	
SK 스퀘어	19.8	31.5	6.2	
SK 네트웍스	1.0	43.9	0.4	
SKC	3.9	40.6	1.6	
SK 바이오팜	7.9	64.0	5.1	
SK 시그넷	0.2	51.4	0.1	
기타 자회사			**8.2**	**장부가액**
합계			38.0	

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. SK이노베이션 유상증자 구조



자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

SK (034730)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,707**	**4,093**	**4,785**	**5,551**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**3,707**	**4,093**	**4,785**	**5,551**
판매비와관리비	**2,708**	**2,983**	**3,466**	**4,001**
조정영업이익	**998**	**1,110**	**1,319**	**1,550**
영업이익	**998**	**1,110**	**1,319**	**1,550**
비영업손익	**-1,544**	**-261**	**-161**	**-152**
금융손익	-376	-261	-161	-152
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-546	849	1,158	1,398
계속사업법인세비용	199	-116	-127	-284
계속사업이익	-746	965	1,285	1,682
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-746**	**965**	**1,285**	**1,682**
지배주주	-746	965	1,285	1,682
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-964**	**965**	**1,285**	**1,682**
지배주주	-964	965	1,285	1,682
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,127	1,239	1,446	1,674
FCF	657	1,051	1,331	1,718
EBITDA 마진율 (%)	30.4	30.3	30.2	30.2
영업이익률 (%)	26.9	27.1	27.6	27.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-20.1	23.6	26.9	30.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,814**	**6,321**	**6,714**	**7,481**
현금 및 현금성자산	250	3,492	3,407	3,644
매출채권 및 기타채권	494	544	636	737
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,070	2,285	2,671	3,100
비유동자산	**24,419**	**19,724**	**20,479**	**21,284**
관계기업투자등	20,500	16,400	17,220	18,081
유형자산	564	358	253	151
무형자산	2,108	1,685	1,662	1,640
자산총계	**27,233**	**26,045**	**27,193**	**28,765**
유동부채	**5,211**	**3,403**	**3,575**	**3,766**
매입채무 및 기타채무	275	304	355	412
단기금융부채	4,384	2,490	2,508	2,527
기타유동부채	552	609	712	827
비유동부채	**7,402**	**7,442**	**7,515**	**7,595**
장기금융부채	7,013	7,013	7,013	7,013
기타비유동부채	389	429	502	582
부채총계	**12,613**	**10,846**	**11,090**	**11,361**
지배주주지분	**14,620**	**15,200**	**16,103**	**17,404**
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	5,182	5,182	5,182	5,182
이익잉여금	11,374	11,954	12,857	14,158
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**14,620**	**15,200**	**16,103**	**17,404**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**704**	**1,051**	**1,331**	**1,718**
당기순이익	-746	965	1,285	1,682
비현금수익비용가감	983	-547	-661	-830
유형자산감가상각비	100	106	104	102
무형자산상각비	29	23	23	22
기타	854	-676	-788	-954
영업활동으로인한자산및부채의변동	20	-43	-81	-89
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-152	-51	-91	-101
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	87	24	44	48
법인세납부	-13	116	127	284
투자활동으로 인한 현금흐름	**11**	**370**	**-233**	**-257**
유형자산처분(취득)	-27	100	0	0
무형자산감소(증가)	1	400	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-210	-130	-233	-257
기타투자활동	247	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-836**	**-2,279**	**-364**	**-362**
장단기금융부채의 증가(감소)	-313	-1,894	18	20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-275	-385	-382	-382
기타재무활동	-248	0	0	0
현금의 증가	**-119**	**3,242**	**-86**	**237**
기초현금	369	250	3,492	3,407
기말현금	250	3,492	3,407	3,644

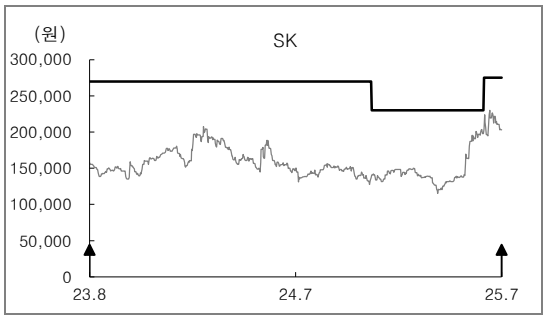
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	15.4	11.5	8.8
P/CF (x)	40.8	35.5	23.8	17.4
P/B (x)	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	17.6	16.0	13.7	11.5
EPS (원)	-10,166	13,204	17,582	23,025
CFPS (원)	3,225	5,714	8,541	11,666
BPS (원)	226,749	234,687	247,046	264,848
DPS (원)	7,000	7,000	7,000	7,000
배당성향 (%)	-51.2	39.6	29.7	22.7
배당수익률 (%)	5.3	3.5	3.5	3.5
매출액증가율 (%)	-10.4	10.4	16.9	16.0
EBITDA증가율 (%)	-33.0	10.0	16.7	15.8
조정영업이익증가율 (%)	-35.6	11.2	18.8	17.5
EPS증가율 (%)	적전	흑전	33.2	31.0
매출채권 회전율 (회)	7.8	8.0	8.2	8.2
재고자산 회전율 (회)	30,761.6	44,207.3	45,407.8	45,242.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-2.7	3.6	4.8	6.0
ROE (%)	-4.9	6.5	8.2	10.0
ROIC (%)	36.5	35.6	45.1	56.6
부채비율 (%)	86.3	71.4	68.9	65.3
유동비율 (%)	54.0	185.7	187.8	198.6
순차입금/자기자본 (%)	70.0	32.9	30.6	26.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	3.0	3.9	4.6

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK (034730)				
2025.06.30	매수	275,000	-	-
2024.12.13	매수	230,000	-36.48	-11.52
2024.11.28	1년 경과 이후	270,000	-50.17	-48.22
2023.11.28	1년 경과 이후	270,000	-40.03	-23.15
2022.11.28	매수	270,000	-37.89	-18.89



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.