



BUY (유지)

목표주가(12M) 200,000원
현재주가(3.19) 138,400원

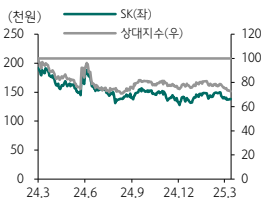
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,628.62
52주 최고/최저(원)	191,200/127,600
시가총액(십억원)	10,034.4
시가총액비중(%)	0.47
발행주식수(천주)	72,502.7
60일 평균 거래량(천주)	95.8
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6
외국인지분율(%)	23.85
주요주주 지분율(%)	
최대원 외 38 인	25.51
국민연금공단	7.75

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	128,943.3	135,491.3
영업이익(십억원)	6,276.8	7,765.0
순이익(십억원)	5,693.3	6,802.5
EPS(원)	25,387	30,779
BPS(원)	421,515	461,780

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	128,798.5	124,690.4	124,891.5	132,748.1
영업이익	4,754.0	2,355.3	4,715.8	5,017.4
세전이익	(853.6)	1,096.6	2,339.5	3,228.9
순이익	(776.8)	(1,292.7)	593.3	818.6
EPS	(10,496)	(17,618)	8,119	11,204
증감율	적전	적지	흑전	38.00
PER	(16.96)	(7.46)	17.05	12.35
PBR	0.58	0.36	0.37	0.37
EV/EBITDA	9.92	12.14	10.97	11.07
ROE	(3.67)	(5.64)	2.35	3.21
BPS	307,557	370,376	372,841	379,144
DPS	5,000	7,000	6,500	7,000



Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 김현수 hskim02@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 3월 20일 | 기업분석_Earnings Review

SK (034730)

기업가치 제고 의지는 확인. 실적도 점차 회복 예상

해외 자회사 부진으로 4분기 적자 전환. 다만 올해 SK이노베이션의 실적 회복 기대

SK에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 200,000원을 유지. 4분기 연결 실적은 매출액 29.8조 원으로 YoY 8.9% 감소했고, 영업이익은 -4,500억원의 손실을 기록해 부진. 이는 배터리와 화학부문의 해외자회사 실적 악화로 지분법손익이 크게 감소했기 때문. 그러나 주요 상장자회사인 SK이노베이션과 SK스퀘어의 매출액과 영업이익이 QoQ 개선되면서 최악의 국면은 지나가고 있다고 판단. 1) SK이노베이션은 정유부문 수익성 개선이 배터리 및 석유화학 부문 적자폭을 상쇄해 1,599억원의 영업이익을 기록하며 흑자전환에 성공했고, 2) SK스퀘어는 SK하이닉스의 고부가가치 AI형 메모리반도체(HBM) 수요 강세로 지분법이익이 증가해 분기 최대 실적인 1.66조원의 영업이익을 시현. 3) 반면 SKT는 대규모 희망퇴직 비용 발생으로 연결 영업이익이 2,541억원으로 YoY 14% 감소했고, SKC는 2차전지 소재 부문 판관비 증가로 영업손실 826억원을 기록해 부진한 실적 기록. 다만 지난해 크게 부진했던 SK이노베이션이 올해부터는 E&S 편입 효과 및 SMP 가격 상승으로 에너지사업 수익성 개선이 예상되고, 배터리 부문에서도 현대차와 포드형 출하량 증가 등이 예상된다는 점에서 실적 회복을 기대

주요 비상장자회사들은 실적 개선 추세 지속. 2025년에도 실적 전망은 긍정적

주요 비상장자회사인 SK실트론은 300mm PW 중심 Si-Wafer 판매량 증가와 SiC Wafer 생산성 향상 효과로 YoY 89.7% 증가한 1,100억원의 영업이익을 기록해 4개분기 연속 영업이익 증가세를 이어가는 중. 머티리얼즈 CIC는 전방시장 회복 지연에도 고부가제품 위주의 포트폴리오 다변화로 생산성이 개선되면서 영업이익이 230억원으로 YoY 43.8% 증가. 팜테코는 CBM 연결 편입 및 CGT 사업 초기 손실 영향으로 부진한 실적이 지속됐지만 4분기에는 영업손실 규모를 YoY 약 250억원 축소했음. 2025년에도 비상장자회사들의 실적 개선세는 지속될 전망. 머티리얼즈 CIC는 고부가제품 포트폴리오 다변화가 지속되고 있고, 팜테코 또한 CGT 시장 수요 확대에 따른 선제적 설비 확보 및 운용 효율성 개선이 지속되고 있기 때문. SK실트론은 AI 수요 증가 및 신규 고객 확보 등으로 Si-Wafer 판매량 증가가 지속될 것으로 예상되어 2025년에도 전반적으로 비상장자회사들의 실적 전망은 긍정적인 상황

기업가치 제고 의지는 확인. 최소 현재 수준의 주주환원율은 유지 가능할 전망

SK는 올해 6월 마무리될 것으로 예상되는 스페셜티사업 매각익을 올해 배당에 선반영해 전년 대비 40% 증가한 주당 7,000원의 배당금을 결의. 자회사들의 실적 부진으로 주주환원에 대한 시장의 우려가 있었지만 기업가치 제고 계획대로 자산매각이익을 배당에 적극적으로 반영하면서 기업가치 제고 의지를 시장에 명확히 보여주고 있음. 자산 리밸런싱을 통해 부진했던 자회사들의 재무구조 개선이 기대되면서 별도 영업수익은 전년대비 20% 이상 증가할 것으로 예상되고, 지속적인 리밸런싱 과정에서 추가 일회성 매각익이 발생할 가능성도 상존. 최소한 현재 수준의 주주환원율은 계속 유지 가능할 것으로 판단

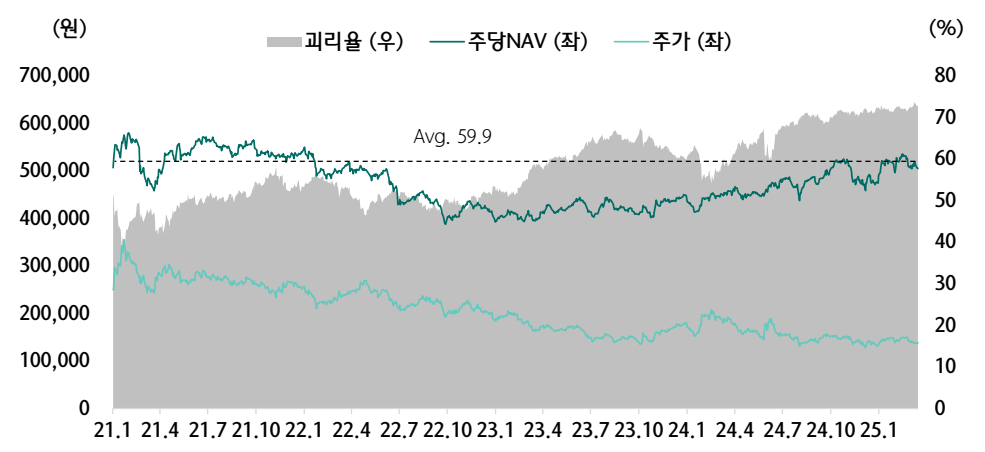
도표 1. SK NAV 및 SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고	
영업가치		자체사업 (IT)	378.3	8.0	3,026	10.3	
		로열티	347.4	5.0	1,737	5.9	
		임대료	79.3	5.0	396	1.3	
		소계			5,160	17.5	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		SK 텔레콤	30.6	12,179	3,723	12.7	상장 자회사 가치 50% 할인
		SK 스퀘어	31.8	12,647	4,020	13.7	
		SK 이노베이션	55.9	18,819	10,522	35.8	
		SK 바이오팜	64.0	8,208	5,319	18.1	
		SK 네트워크	43.9	979	430	1.5	
		SKC	40.6	4,779	1,942	6.6	
		에스엠코어	26.6	88	24	0.1	
		SK리츠	31.9	1,376	440	1.5	
		소계			26,420	89.9	
	상장사 50% 할인 적용			13,210	44.9		
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가	Value	NAV 비중	비고
		SK 에코플랜트	62.2	911	322	1.1	K-OTC 장외시장 시가총액에 50% 할인
		SK 실트론	51.0	623	1,177	4.0	SUMCO, Shin-etsu chemical, Globalwafers 평균 12M Trailing PER 18.6배에 자회사 가치 50% 할인
		SK 팜테코	86.6	1,651	715	2.4	장부가에 50% 할인
		기타		4,981	2,490	8.5	장부가에 50% 할인
		소계			4,704	16.0	
자기주식			2,489	8.5	시가 적용		
순차입금(별도)			9,373	-31.9	4Q24, 별도기준		
실제 NAV			29,400	100.0			
목표 NAV			16,189	55.1			
발행주식수			72,502,703				
목표주가			200,000				
현재주가 (3/19)			138,400				
상승여력(%)			44.5%				

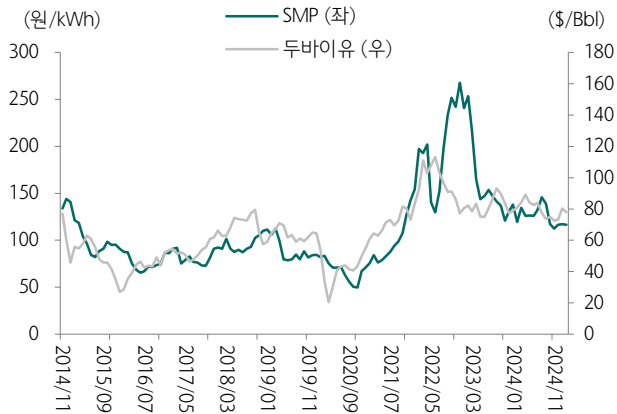
주: 상장 자회사 시가총액은 3월 19일 종가 기준
자료: 하나증권

도표 2. SK NAV와 실제 주가 및 괴리를 추이



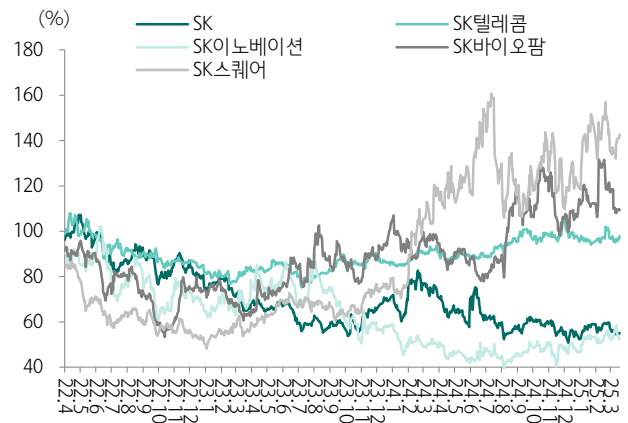
주: 2025년 3월 19일 종가 기준
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 3. SK이노베이션의 SK E&S 흡수합병 개요



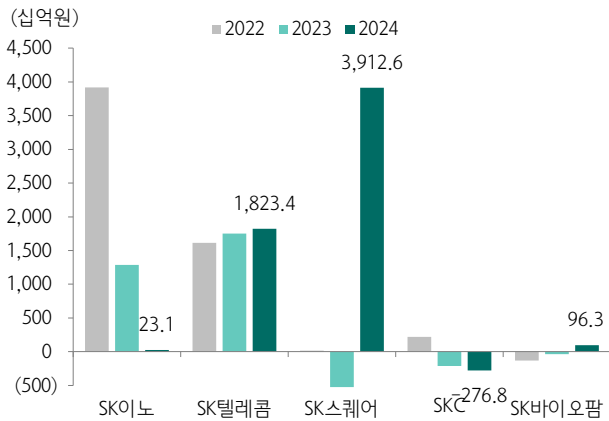
자료: 하나증권

도표 4. SK와 주요 자회사 주가지수 추이



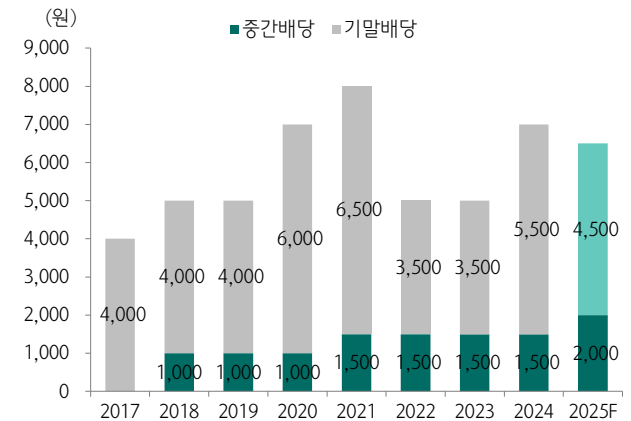
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. SK 주요 상장 계열사 연간 영업이익 추이



자료: 하나증권

도표 6. SK 중간배당 및 기말배당 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798.5	124,690.4	124,891.5	132,748.1	144,179.1
매출원가	116,609.6	113,998.9	112,295.1	119,101.6	129,347.4
매출총이익	12,188.9	10,691.5	12,596.4	13,646.5	14,831.7
판매비	8,052.0	8,628.6	7,880.6	8,629.0	9,482.1
영업이익	4,754.0	2,355.3	4,715.8	5,017.4	5,349.7
금융손익	(2,367.0)	(3,364.4)	(2,800.3)	(2,608.5)	(1,231.6)
종속/관계기업손익	(2,359.5)	3,812.0	424.0	820.0	840.0
기타영업외손익	(881.1)	(1,706.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(853.6)	1,096.6	2,339.5	3,228.9	4,958.1
법인세	570.6	747.8	362.0	500.1	769.0
계속사업이익	(1,424.3)	348.8	1,977.5	2,728.8	4,189.1
중단사업이익	1,017.9	180.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(406.4)	528.8	1,977.5	2,728.8	4,189.1
비지배주주지분 순이익	370.4	1,821.5	1,384.3	1,910.2	2,932.4
지배주주순이익	(776.8)	(1,292.7)	593.3	818.6	1,256.7
지배주주지분포괄이익	(1,113.4)	532.8	553.7	764.1	1,173.0
NOPAT	7,932.0	749.2	3,986.1	4,240.3	4,520.0
EBITDA	13,124.9	10,446.8	11,212.9	10,689.1	10,302.7
성장성(%)					
매출액증가율	(2.48)	(3.19)	0.16	6.29	8.61
NOPAT증가율	62.70	(90.55)	432.05	6.38	6.60
EBITDA증가율	(22.54)	(20.40)	7.33	(4.67)	(3.61)
영업이익증가율	(41.75)	(50.46)	100.22	6.40	6.62
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	37.97	53.52
EPS증가율	적전	적지	흑전	38.00	53.51
수익성(%)					
매출총이익률	9.46	8.57	10.09	10.28	10.29
EBITDA이익률	10.19	8.38	8.98	8.05	7.15
영업이익률	3.69	1.89	3.78	3.78	3.71
계속사업이익률	(1.11)	0.28	1.58	2.06	2.91

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(10,496)	(17,618)	8,119	11,204	17,199
BPS	307,557	370,376	372,841	379,144	391,066
CFPS	190,287	157,844	159,259	157,510	168,918
EBITDAPS	177,341	142,376	153,456	146,288	140,999
SPS	1,740,299	1,699,362	1,709,231	1,816,754	1,973,196
DPS	5,000	7,000	6,500	7,000	7,000
주기지표(배)					
PER	(16.96)	(7.46)	17.05	12.35	8.05
PBR	0.58	0.36	0.37	0.37	0.35
PCFR	0.94	0.83	0.87	0.88	0.82
EV/EBITDA	9.92	12.14	10.97	11.07	11.08
PSR	0.10	0.08	0.08	0.08	0.07
재무비율(%)					
ROE	(3.67)	(5.64)	2.35	3.21	4.80
ROA	(0.39)	(0.61)	0.27	0.37	0.55
ROIC	7.83	0.70	4.03	4.80	5.44
부채비율	165.76	167.76	169.28	167.51	163.35
순부채비율	77.00	77.24	68.79	59.12	48.47
이자보상배율(배)	1.54	0.64	1.25	1.33	1.41

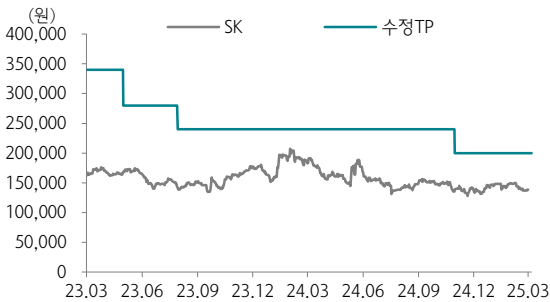
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	64,834.6	67,462.9	76,477.1	85,140.1	94,561.3
금융자산	26,373.3	29,017.3	34,894.3	41,513.8	48,746.4
현금성자산	22,683.7	24,647.0	30,137.1	36,504.5	43,467.2
매출채권	13,879.4	13,454.4	14,649.3	15,427.7	16,261.4
재고자산	15,006.6	13,638.5	14,849.8	15,638.8	16,483.9
기타유동자산	9,575.3	11,352.7	12,083.7	12,559.8	13,069.6
비유동자산	142,135.6	147,514.9	143,937.6	140,167.8	137,251.7
투자자산	36,070.0	39,596.8	42,516.5	44,418.4	46,455.2
금융자산	9,532.5	8,488.3	8,645.1	8,747.2	8,856.6
유형자산	73,494.4	80,363.7	75,498.7	71,204.0	67,412.8
무형자산	18,587.3	15,904.8	14,272.8	12,895.8	11,734.1
기타비유동자산	13,983.9	11,649.6	11,649.6	11,649.6	11,649.6
자산총계	206,970.3	214,977.8	220,414.7	225,307.9	231,813.0
유동부채	65,353.3	71,532.8	74,622.2	76,634.5	78,789.7
금융부채	32,051.2	36,694.4	36,857.6	36,963.9	37,077.8
매입채무	12,949.4	12,752.9	13,885.6	14,623.4	15,413.6
기타유동부채	20,352.7	22,085.5	23,879.0	25,047.2	26,298.3
비유동부채	63,737.9	63,157.4	63,940.6	64,450.8	64,997.2
금융부채	54,286.4	54,339.1	54,339.1	54,339.1	54,339.1
기타비유동부채	9,451.5	8,818.3	9,601.5	10,111.7	10,658.1
부채총계	129,091.2	134,690.2	138,562.8	141,085.3	143,786.9
지배주주지분	20,726.8	25,114.6	25,294.7	25,755.2	26,626.3
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	8,985.0	13,197.9	13,197.9	13,197.9	13,197.9
자본조정	(1,960.1)	(1,948.4)	(1,948.4)	(1,948.4)	(1,948.4)
기타포괄이익누계액	17.6	1,967.0	1,967.0	1,967.0	1,967.0
이익잉여금	13,668.1	11,881.9	12,062.0	12,522.6	13,393.7
비지배주주지분	57,152.3	55,172.9	56,557.2	58,467.4	61,399.8
자본총계	77,879.1	80,287.5	81,851.9	84,222.6	88,026.1
순금융부채	59,964.3	62,016.3	56,302.4	49,789.2	42,670.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	11,353.9	8,110.3	9,109.1	8,813.7	9,584.7
당기순이익	(406.4)	528.8	1,977.5	2,728.8	4,189.1
조정	10,377.5	6,844.1	6,497.1	5,671.6	4,953.0
감가상각비	8,988.0	8,383.9	6,497.1	5,671.6	4,953.0
외환거래손익	(194.0)	366.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1,570.9	(4,245.6)	0.0	0.0	0.0
기타	12.6	2,338.9	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	1,382.8	737.4	634.5	413.3	442.6
투자활동 현금흐름	(21,627.8)	(12,157.9)	(3,306.7)	(2,153.9)	(2,306.8)
투자자산감소(증가)	3,405.1	285.2	(2,919.7)	(1,901.9)	(2,036.9)
자본증가(감소)	(18,719.1)	(15,264.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(6,313.8)	2,821.5	(387.0)	(252.0)	(269.9)
재무활동 현금흐름	11,524.0	5,084.6	(250.0)	(251.8)	(271.8)
금융부채증가(감소)	4,825.1	4,090.4	163.2	106.3	113.8
자본증가(감소)	574.0	4,212.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	7,798.9	(1,403.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1,674.0)	(1,815.0)	(413.2)	(358.1)	(385.6)
현금의 증감	1,289.8	1,963.4	6,132.8	6,367.4	6,962.6
Unlevered CFO	14,083.0	11,581.8	11,636.9	11,509.1	12,342.7
Free Cash Flow	(7,561.3)	(7,563.2)	9,109.1	8,813.7	9,584.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.18	BUY	200,000		
23.8.17	BUY	240,000	-32.09%	-13.54%
23.5.19	BUY	280,000	-44.01%	-37.57%
22.11.23	BUY	340,000	-45.75%	-35.59%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 3월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2025년 3월 20일 현재 해당 회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율				

* 기준일: 2025년 3월 19일