

SK (034730/KS)

리밸런싱 승부수

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(유지)
현재주가: 203,000 원
상승여력: 18.2%



Analyst
최관순

ks1.choi@sk.com
3773-8812

Company Data

발행주식수	7,250 만주
시가총액	14,718 십억원
주요주주	
최태원(외33)	25.45%
자사주	24.80%

Stock Data

주가(25/07/30)	203,000 원
KOSPI	3,254.47 pt
52주 최고가	230,000 원
52주 최저가	115,400 원
60일 평균 거래대금	66 십억원

주가 및 상대수익률



SK 이노베이션의 리밸런싱 결정

전일 SK 이노베이션은 2 조원 규모의 제 3 자 배정 유상증자와 7,000 억원 규모의 영구채 발행을 발표하였다. 조달된 자금으로 SK 이노베이션은 26 년까지 상장을 약속한 SK 온의 FI 가 보유한 전환우선주 전량을 3 조 5,880 억원에 매입할 예정이다. 이와 함께 SK 온과 SK 아이이티테크놀로지는 각각 2 조원, 3,000 억원을 유상증자하고 SK 온은 SK 엔무브와 합병하게 된다. SK 이노베이션의 최대주주인 SK 는 SK 이노베이션 유상증자에 4,000 억원 규모로 참여 예정이며, 유상증자 후 SK 의 SK 이노베이션 지분율은 55.9%에서 52.1%로 소폭 감소할 전망이다.

수익성 개선을 위한 승부수

SK 온은 이번 리밸런싱으로 기존 FI 와의 주주간 계약이 해지되어 단기 상장 에 대한 부담을 덜었다. 이는 성장에서 수익성 중심으로 기업의 체질 개선을 가능하게 하는 요인이다. 실제로 2030 년까지 1)수익 창출력 확대 및 안정적 재무건전성 확보와 2)기업가치 제고를 통한 주주의 극대화 목표를 경영계획으로 공시하였다. SK 온 수익성 개선은 SK 이노베이션 주가에 긍정적 영향을 미치고 SK 연결 재무구조 개선에 기여할 전망이다. SK 는 1분기 SK 스페셜티(2.7 조원), 2분기 데이터센터(0.5 조원) 매각대금을 확보하였기 때문에 유상증자 참여 재원은 충분하며 시가총액에 연동된 주주환원 정책을 보유하고 있어 연말 배당금도 전년 대비 증가가 유력하다.

투자의견 매수, 목표주가 24 만원(유지)

이번 리밸런싱을 통해 SK 온의 단기 상장 부담이 없어지면서 수익성 중심의 경영이 가능한 환경이 조성됨에 따라 SK 이노베이션 및 SK 주가에 긍정적 영향이 예상된다. 또한 SK 의 25년 주주환원 확대 가능성이 높고 자사주 의무 소각 등 정부가 추진하고 있는 증시정책에 따른 수혜가 예상되어 중장기적인 리레이팅 가능성이 높다고 판단한다. 현 주가는 NAV 대비 할인을 60%를 상회해 밸류에이션 매력도 충분하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	132,079	128,798	124,690	121,491	124,707	135,276
영업이익	십억원	8,161	4,754	2,355	3,263	7,074	7,877
순이익(지배주주)	십억원	1,099	-777	-1,293	2,658	989	1,424
EPS	원	8,792	-24,330	-20,155	10,839	13,541	19,488
PER	배	21.5	-7.3	-6.5	18.7	15.0	10.4
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	7.1	9.9	12.1	10.6	7.3	6.4
ROE	%	5.1	-3.7	-5.6	10.2	3.6	5.0

SK 리밸런싱 전후 지분을 변화



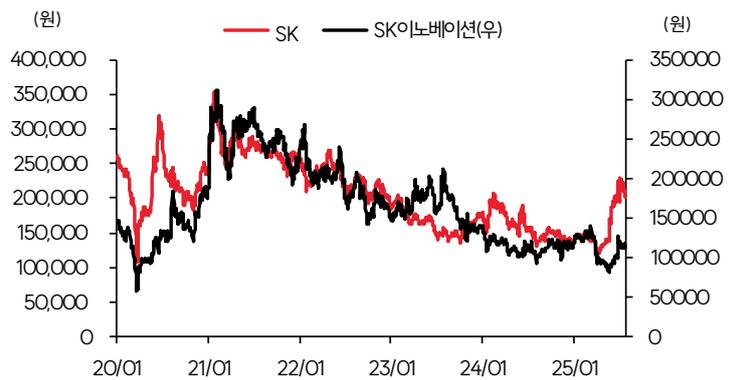
자료: SK 증권

현재 SK NAV 대비 할인율은 60.1%



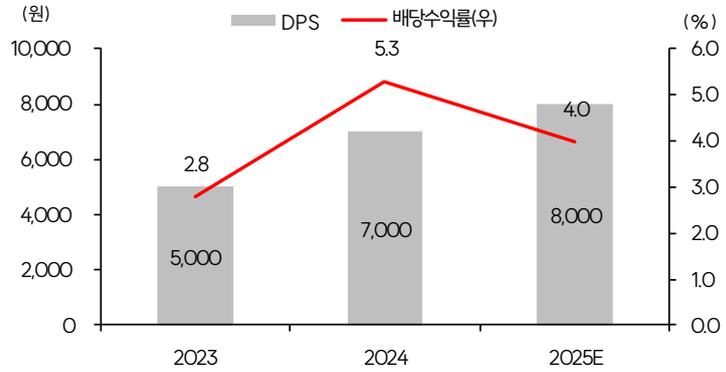
자료: SK 증권

SK와 SK 이노베이션 주가의 높은 상관관계



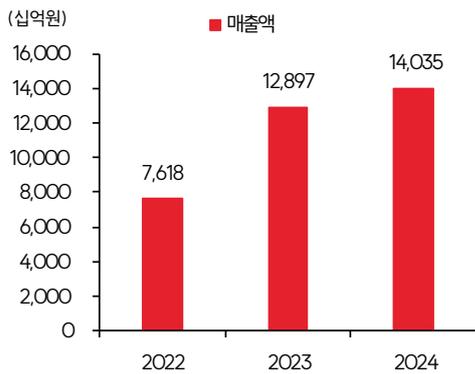
자료: SK 증권

25년 SK 주주환원 확대 예상



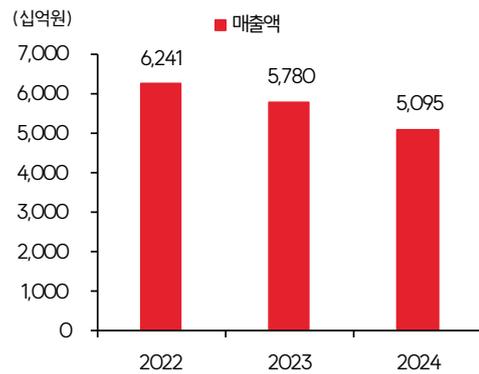
자료: SK 증권

SK 온 매출액 추이



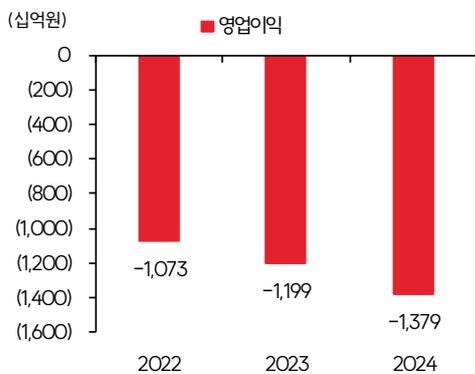
자료: SK 온, SK 증권

SK 엔무브 매출액 추이



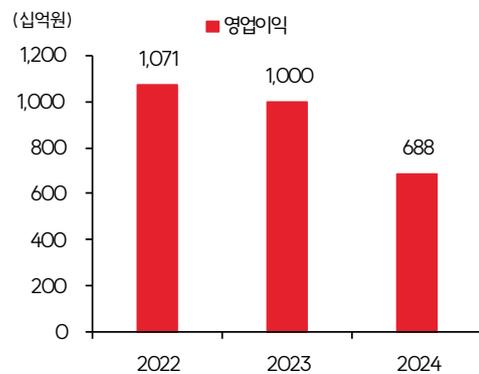
자료: SK 엔무브, SK 증권

SK 온 매출액 추이



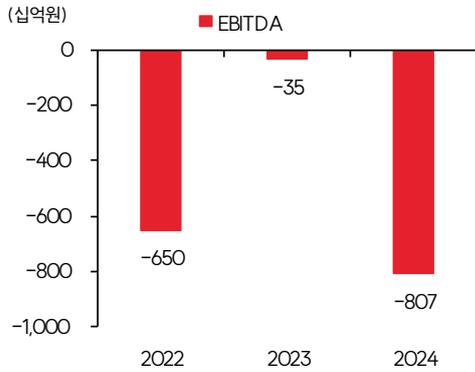
자료: SK 온, SK 증권

SK 엔무브 영업이익 추이



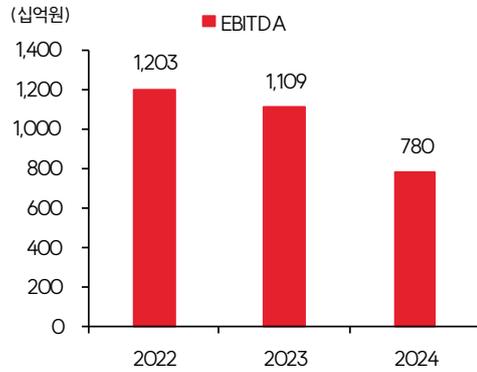
자료: SK 엔무브, SK 증권

SK 온 EBITDA 추이



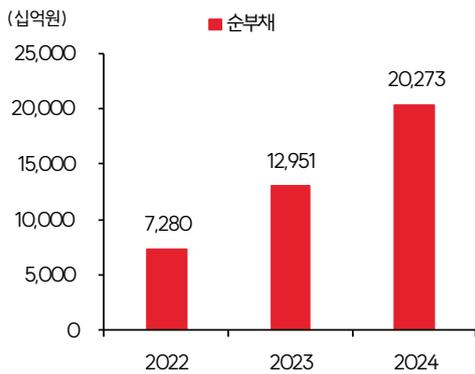
자료: SK 온, SK 증권

SK 엔무브 EBITDA 추이



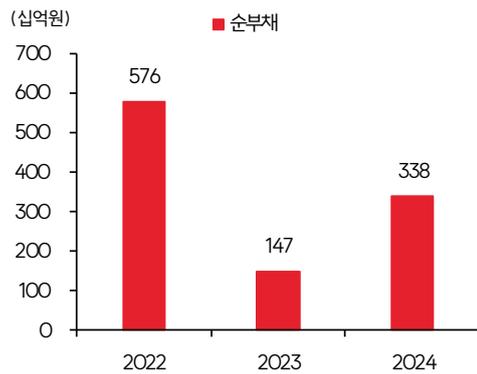
자료: SK 엔무브, SK 증권

SK 온 순부채 추이



자료: SK 온, SK 증권

SK 엔무브 순부채 추이



자료: SK 엔무브, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	64,835	67,463	75,730	86,708	100,509
현금및현금성자산	22,684	24,647	34,832	45,575	57,194
매출채권 및 기타채권	17,057	16,776	17,355	17,473	18,569
재고자산	15,007	13,638	13,695	13,788	14,652
비유동자산	142,136	147,515	142,355	133,841	125,326
장기금융자산	10,051	8,828	8,710	8,710	8,710
유형자산	73,494	80,364	75,215	68,444	61,672
무형자산	18,587	15,905	14,223	12,480	10,736
자산총계	206,970	214,978	218,086	220,549	225,835
유동부채	65,353	71,533	70,249	70,451	72,325
단기금융부채	32,026	36,629	35,434	35,434	35,434
매입채무 및 기타채무	22,681	23,176	29,680	29,882	31,756
단기충당부채	571	588	601	601	601
비유동부채	63,738	63,157	67,641	67,641	67,641
장기금융부채	53,829	53,317	58,481	58,481	58,481
장기매입채무 및 기타채무	1,754	1,065	720	720	720
장기충당부채	1,227	1,308	1,337	1,337	1,337
부채총계	129,091	134,690	137,890	138,092	139,965
지배주주지분	20,727	25,115	27,233	27,786	28,774
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	13,105	13,105	13,105
기타자본구성요소	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948	-1,948
자기주식	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948	-1,948
이익잉여금	13,668	11,882	14,180	14,734	15,722
비지배주주지분	57,152	55,173	52,986	54,671	57,096
자본총계	77,879	80,288	80,219	82,457	85,870
부채외자본총계	206,970	214,978	218,109	220,549	225,835

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	11,354	8,110	7,508	11,180	12,277
당기순이익(손실)	-406	529	4,063	2,674	3,849
비현금성항목등	14,489	11,053	10,275	10,605	10,694
유형자산감가상각비	7,232	6,531	6,771	6,771	6,771
무형자산상각비	1,756	1,853	1,743	1,743	1,743
기타	5,501	2,669	1,761	2,091	2,179
운전자본감소(증가)	1,383	737	-4,051	-9	-86
매출채권및기타채권의감소(증가)	1,240	1,570	2,201	-118	-1,096
재고자산의감소(증가)	881	1,466	-144	-93	-864
매입채무및기타채무의증가(감소)	549	-1,954	-6,081	202	1,874
기타	-6,093	-5,766	-3,218	-2,091	-2,608
법인세납부	-1,982	-1,558	-439	0	-428
투자활동현금흐름	-21,628	-12,158	-391	0	0
금융자산의감소(증가)	649	360	-617	0	0
유형자산의감소(증가)	-18,719	-15,265	-3,100	0	0
무형자산의감소(증가)	-480	-17	-62	0	0
기타	-3,078	2,764	3,389	0	0
재무활동현금흐름	11,524	5,085	1,536	-436	-436
단기금융부채의증가(감소)	-1,144	3,074	-2,324	0	0
장기금융부채의증가(감소)	5,989	2,738	7,130	0	0
자본의증가(감소)	574	4,213	-93	0	0
배당금지급	-1,674	-1,815	-143	-436	-436
기타	7,779	-3,126	-3,034	0	0
현금의 증가(감소)	1,290	1,963	10,181	10,694	11,685
기초현금	21,394	22,684	24,647	34,828	45,522
기말현금	22,684	24,647	34,828	45,522	57,208
FCF	-7,365	-7,154	4,408	11,180	12,277

자료 : SK, SK증권 추정

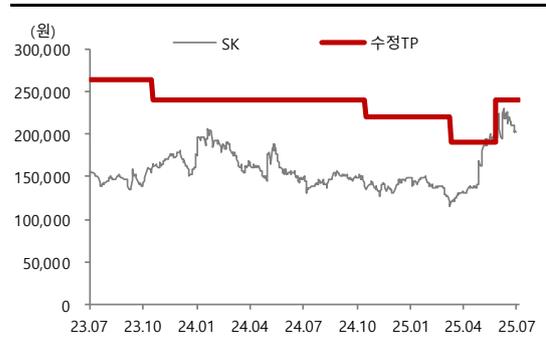
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	128,798	124,690	121,491	124,707	135,276
매출원가	116,610	113,999	110,772	112,888	122,429
매출총이익	12,189	10,692	10,719	11,820	12,847
매출총이익률(%)	95	86	88	95	95
판매비와 관리비	8,052	8,629	7,627	4,745	4,970
영업이익	4,754	2,355	3,263	7,074	7,877
영업이익률(%)	37	19	27	57	58
비영업손익	-5,608	-1,259	-1,157	-4,400	-3,600
순금융손익	-2,219	-2,744	-2,441	-2,091	-1,751
외환관련손익	-157	-459	56	0	0
관계기업등 투자손익	-2,359	3,812	1,794	0	0
세전계속사업이익	-854	1,097	2,105	2,674	4,277
세전계속사업이익률(%)	-0.7	0.9	1.7	2.1	3.2
계속사업법인세	571	748	-92	0	428
계속사업이익	-1,424	349	2,197	2,674	3,849
중단사업이익	1,018	180	1,866	0	0
*법인세효과	151	56	659	0	0
당기순이익	-406	529	4,063	2,674	3,849
순이익률(%)	-0.3	0.4	3.3	2.1	2.8
지배주주	-777	-1,293	2,658	989	1,424
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-1.0	2.2	0.8	1.1
비지배주주	370	1,821	1,405	1,685	2,425
총포괄이익	-609	5,479	3,894	2,674	3,849
지배주주	-1,113	533	2,548	1,750	2,519
비지배주주	504	4,946	1,345	924	1,330
EBITDA	13,125	10,447	11,607	15,589	16,392

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-2.5	-3.2	-2.6	2.6	8.5
영업이익	-41.7	-50.5	38.5	116.8	11.3
세전계속사업이익	적전	흑전	92.0	27.0	59.9
EBITDA	-22.5	-20.4	11.1	34.3	5.1
EPS	적전	적지	흑전	24.9	43.9
수익성 (%)					
ROA	-0.2	0.3	1.9	1.2	1.7
ROE	-3.7	-5.6	10.2	3.6	5.0
EBITDA마진	10.2	8.4	9.6	12.5	12.1
안정성 (%)					
유동비율	99.2	94.3	107.8	123.1	139.0
부채비율	165.8	167.8	171.9	167.5	163.0
순차입금/자기자본	77.0	77.2	69.4	54.5	38.8
EBITDA/이자비용(배)	4.3	2.8	3.3	4.4	4.6
배당성향	-35.6	-29.8	16.4	44.1	30.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-24,330	-20,155	10,839	13,541	19,488
BPS	307,557	370,376	399,368	406,940	420,459
CFPS	111,316	97,048	152,906	130,073	136,020
주당 현금배당금	5,000	7,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER	-7.3	-6.5	18.7	15.0	10.4
PBR	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	1.6	1.4	1.3	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.9	12.1	10.6	7.3	6.4
배당수익률	2.8	5.3	3.9	3.9	3.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.06.26	매수	240,000원	6개월		
2025.04.10	매수	190,000원	6개월	-19.06%	6.58%
2024.11.15	매수	220,000원	6개월	-36.60%	-31.82%
2023.11.15	매수	240,000원	6개월	-32.14%	-13.54%
2023.08.16	매수	265,000원	6개월	-44.32%	-39.32%



Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 07월 31일 기준)

매수	95.57%	중립	4.43%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------