

SK (034730/KS)

자회사 가치 상승과 할인을 축소의 트리거

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순 / ks1.choi@sk.co.kr /

Signal: 자회사 가치 상승분 목표주가에 반영**Key:** 상법개정안 앞두고 리레이팅 기대감 확대**Step:** 점진적 할인을 축소가 예상됨에 따른 비중확대 유효

매수(유지)

목표주가: 340,000 원(상향)

현재주가: 265,000 원

상승여력: 28.3%

STOCK DATA

주가(25/12/10)	265,000 원
KOSPI	4,135.00 pt
52 주 최고가	279,500 원
60 일 평균 거래대금	62 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	7,250 만주
시가총액	19,213 십억원
주요주주	
최태원(외 32)	25.43%
자사주	24.80%
외국인 지분율	26.59%

주가 및 상대수익률



리밸런싱 통한 선택과 집중

SK는 24년부터 포트폴리오에 대한 선택과 집중, 재무구조 개선을 위해 리밸런싱을 진행하고 있다. 이에 따라 SK의 연결대상 법인은 23년말 716개에서 3Q25말 기준 619개까지 감소하였으며 별도기준 순차입금도 11.0조원에서 8.4조원으로 감소하였다. 향후 SK 실트론, 론디안 왓슨 등을 매각예정자산으로 분류하고 있는 만큼 리밸런싱을 통한 재무구조 개선효과는 26년에도 지속될 전망이다. 포트폴리오 간결화를 통해 회사에 대한 직관성이 높아지고 자원배분에 효율성을 극대화 할 수 있어 할인을 축소 등 주가에도 긍정적 영향을 미치고 있다.

자사주 소각 시 상대적 가격 메리트 발생

25년 소수주주권을 강화한 두 차례 상법개정과 배당소득에 대한 분리과세가 확정됨에 따라 지주회사 주가는 크게 상승하였다. 향후 자사주 의무 소각안을 포함한 3차 상법개정 연내 국회 본회의 통과가 유력한 상황이다. 가장 최근 발의된 오기형 의원 상법 개정안에 따르면 특정주주 이익을 위한 자사주의 임의활용이 코리아 디스카운트의 원인으로 명시하고 자사주 제도 정비 내용을 포함하고 있다. 구체적으로 자사주는 취득일로부터 1년 이내 소각하고 기존 자사주에 대하여도 신규 취득 자사주와 동일한 의무를 부과(소각시기의 경우 6개월의 추가 유예기간 부여)하게 된다. 자사주 소각은 시가총액 감소효과를 발생시킨다는 측면에서 기업의 밸류에이션 매력을 향상시킬 수 있는 요인이다. SK의 경우 전일 종가 기준 시가총액은 19.2조원으로 만약 보유 자사주(24.8%)가 일괄 소각된다면 시가총액은 14.4조원으로 하락하게 되어 상대적 가격 메리트가 발생할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	124,779	128,000	139,738
영업이익	십억원	2,666	6,466	8,299
순이익(지배주주)	십억원	4,104	1,760	1,789
EPS	원	31,940	24,085	24,479
PER	배	8.3	11.0	10.8
PBR	배	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	13.0	8.5	7.0
ROE	%	15.4	6.1	6.0
배당성향	%	10.6	24.8	24.4

투자의견 매수, 목표주가 34만원(상향)

SK에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 포트폴리오 리밸런싱을 통한 재무구조 개선효과가 26년에도 지속되고 자사주 의무 소각에 대한 연내 처리가 유력해 주가 상승의 트리거가 될 가능성이 높기 때문이다. 목표주가는 기존 30만원에서 34만원으로 상향한다. SK스퀘어, SK바이오팜 등 주요 자회사 주가 상승분을 반영하였으며 Target NAV 대비 할인율은 기존 50%를 유지한 결과이다. 현재 주가는 NAV 대비 할인율 60.9%, PBR 0.6배로 절대적 저평가 상태가 지속되고 있어 최근 주가 상승에도 추가 상승여력은 충분하다.

SK 목표주가 산정						(단위: 십억원, 주, 원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	SK 이노베이션	19,712	55.5%	6,067	10,932	25년 9월 16일 매각 완료
	SK 텔레콤	11,513	30.6%	2,930	3,519	
	SK 스퀘어	42,943	31.5%	2,486	13,527	
	SK 네트워크	1,021	43.9%	706	448	
	SKC	4,313	40.6%	549	1,753	
	에스엠코어	83	0.0%	0	0	
	SK 리츠	1,710	32.1%	436	549	
	SK 바이오팜	10,658	64.0%	369	6,824	
	SK	19,213	24.8%		4,765	
비상장사	SK 실트론		51.0%	623	1,753	EV/EBITDA 9배 유상증자 가치(22.07.15)
	SK 에코플랜트		62.2%	911	2,347	
	SK 팜테코		86.6%	1,651	1,651	
	기타			4,668	4,668	
합계				21,396		
지분가치					52,737	
순차입금					8,416	
사업가치					1,630	IT 서비스 1.1조원 + 머티리얼즈 0.5조원
브랜드가치					3,294	24년 브랜드 수수료 10배
우선주차감					112	
NAV					49,132	
SK 시가총액					19,213	
현재 NAV 대비 할인율					60.9%	
Target NAV 대비 할인율					50%	
목표 시가총액					24,566	
발행주식수					72,502,703	
적정주가					338,830	
목표주가					340,000	
현재주가					265,000	
상승여력					28.3%	

자료: SK 증권

SK NAV 대비 할인율 추이

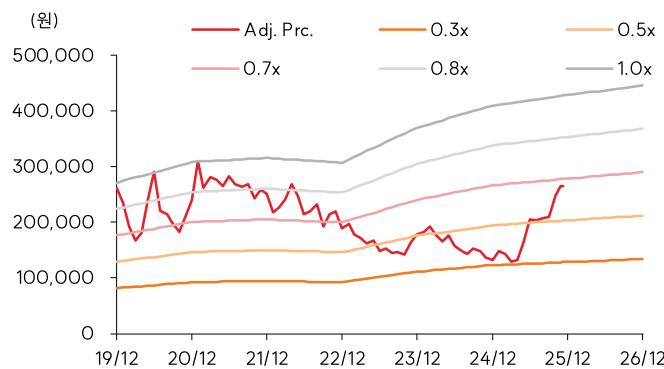


자료: SK 증권

SK 분기별 실적전망									(단위: 조원)		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024A	2025E	2026E
매출액	31.23	30.14	31.04	32.37	32.54	31.15	32.46	32.03	124.69	124.78	128.17
별도	0.79	1.00	0.87	0.97	1.61	0.69	0.83	1.06	3.71	3.63	4.19
이노베이션	21.15	19.31	20.53	20.05	20.72	19.41	19.22	19.92	74.72	81.04	79.27
스퀘어	0.40	0.41	0.41	1.61	1.04	0.93	1.51	0.79	1.91	2.83	4.27
텔레콤	4.45	4.34	3.98	4.32	4.36	4.37	4.47	4.50	17.94	17.09	17.70
네트웍스	1.64	1.52	1.97	1.75	1.67	1.54	2.01	1.78	8.06	6.88	7.00
SKC	0.44	0.47	0.51	0.50	0.48	0.51	0.55	0.54	1.72	1.92	2.08
에코플랜트	2.61	3.19	3.25	3.41	2.71	3.31	3.34	3.55	9.31	12.46	12.91
머티리얼즈	0.09	0.09	0.10	0.11	0.09	0.10	0.11	0.10	0.86	0.39	0.40
실트론	0.45	0.52	0.52	0.58	0.53	0.54	0.55	0.60	2.12	2.07	2.22
영업이익	0.40	0.20	0.83	1.24	2.06	1.62	1.58	1.38	2.29	2.67	6.64
별도	0.18	0.33	0.12	0.10	0.94	0.09	0.18	0.12	1.00	0.73	1.32
이노베이션	-0.04	-0.42	-0.42	0.33	0.37	0.37	0.50	0.47	-0.27	-0.55	1.71
스퀘어	1.65	1.40	2.65	2.23	2.10	2.46	2.19	2.37	3.91	7.93	9.12
텔레콤	0.57	0.34	0.05	0.20	0.50	0.51	0.50	0.33	1.74	1.16	1.84
네트웍스	0.02	0.04	0.02	0.03	0.02	0.05	0.02	0.04	0.16	0.11	0.13
SKC	-0.07	-0.07	-0.05	-0.04	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.28	-0.23	-0.04
에코플랜트	0.06	0.15	0.16	0.07	0.12	0.16	0.15	0.17	0.11	0.44	0.60
머티리얼즈	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.15	0.08	0.08
실트론	0.04	0.05	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.26	0.18	0.23

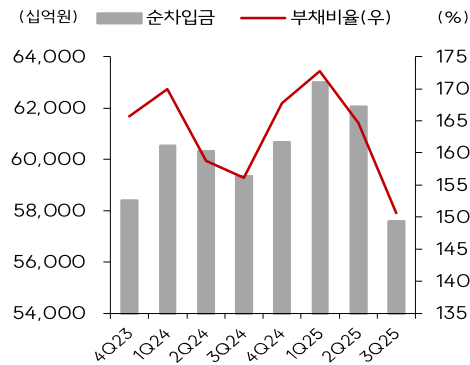
자료: SK, SK 증권

SK 12MFPBR 밴드 차트



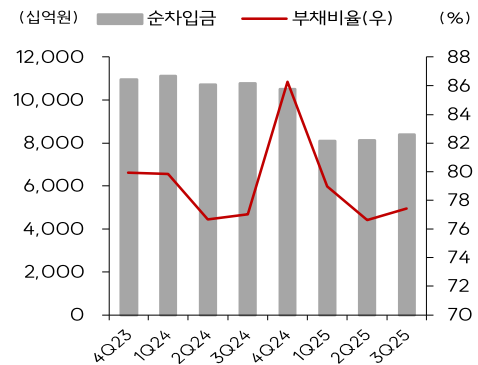
자료: SK 증권

SK 연결기준 순차입금 및 부채비율 추이



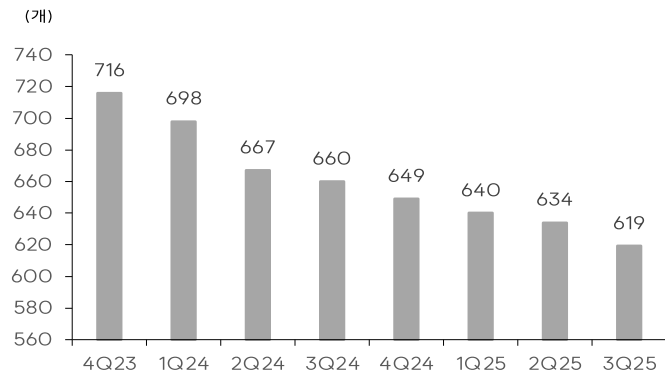
자료: SK, SK 증권

SK 별도기준 순차입금 및 부채비율 추이



자료: SK, SK 증권

SK 연결대상 자회사 수 추이



자료: SK, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	64,835	67,463	69,450	82,921	98,452
현금및현금성자산	22,684	24,647	27,012	40,862	54,351
매출채권 및 기타채권	17,057	16,776	17,140	16,946	17,990
재고자산	15,007	13,638	13,097	12,949	13,747
비유동자산	142,136	147,515	147,216	138,867	130,518
장기금융자산	10,051	8,828	10,126	10,126	10,126
유형자산	73,494	80,364	77,056	70,352	63,648
무형자산	18,587	15,905	12,921	11,276	9,631
자산총계	206,970	214,978	216,666	221,788	228,970
유동부채	65,353	71,533	64,164	63,856	65,514
단기금융부채	32,026	36,629	31,417	31,417	31,417
매입채무 및 기타채무	22,681	23,176	27,219	26,911	28,568
단기충당부채	571	588	576	576	576
비유동부채	63,738	63,157	65,867	65,867	65,867
장기금융부채	53,829	53,317	57,029	57,029	57,029
장기매입채무 및 기타채무	1,754	1,065	838	838	838
장기충당부채	1,227	1,308	1,272	1,272	1,272
부채총계	129,091	134,690	130,031	129,724	131,381
지배주주지분	20,727	25,115	28,028	29,351	30,703
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	12,689	12,689	12,689
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	15,583	16,906	18,257
비지배주주지분	57,152	55,173	58,607	62,713	66,887
자본총계	77,879	80,288	86,635	92,064	97,589
부채와자본총계	206,970	214,978	216,666	221,788	228,970

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	11,354	8,110	7,644	14,249	14,127
당기순이익(손실)	-406	529	7,971	5,866	5,962
비현금성항목등	14,489	11,053	3,621	10,196	11,759
유형자산감가상각비	7,232	6,531	6,673	6,704	6,704
무형자산상각비	1,756	1,853	1,689	1,645	1,645
기타	5,501	2,669	-4,742	1,847	3,410
운전자본감소(증가)	1,383	737	-771	34	-184
매출채권및기타채권의감소(증가)	1,240	1,570	-1,059	194	-1,044
재고자산의감소(증가)	881	1,466	564	148	-797
매입채무및기타채무의증가(감소)	549	-1,954	256	-307	1,657
기타	-6,093	-5,766	-4,769	-1,847	-5,347
법인세납부	-1,982	-1,558	-1,591	0	-1,937
투자활동현금흐름	-21,628	-12,158	-3,950	0	0
금융자산의감소(증가)	649	360	-3,105	0	0
유형자산의감소(증가)	-18,719	-15,265	-7,187	0	0
무형자산의감소(증가)	-480	-17	1,294	0	0
기타	-3,078	2,764	5,048	0	0
재무활동현금흐름	11,524	5,085	-2,998	-437	-437
단기금융부채의증가(감소)	-1,144	3,074	-5,389	0	0
장기금융부채의증가(감소)	5,989	2,738	4,445	0	0
자본의증가(감소)	574	4,213	-509	0	0
배당금지급	-1,674	-1,815	-1,434	-437	-437
기타	7,779	-3,126	-110	0	0
현금의 증가(감소)	1,290	1,963	2,365	13,783	13,581
기초현금	21,394	22,684	24,647	27,012	40,795
기말현금	22,684	24,647	27,012	40,795	54,376
FCF	-7,365	-7,154	457	14,249	14,127

자료 : SK, SK증권 추정

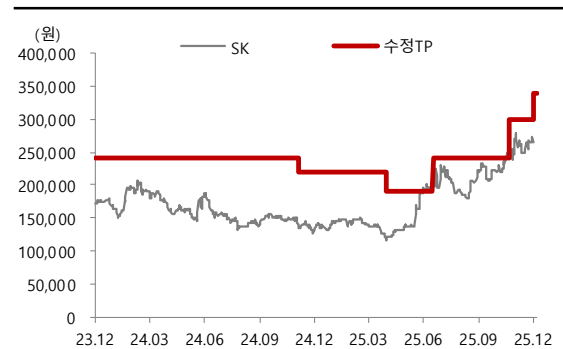
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	128,798	124,690	124,779	128,000	139,738
매출원가	116,610	113,999	115,762	116,008	126,449
매출총이익	12,189	10,692	9,017	11,992	13,289
매출총이익률(%)	9.5	8.6	7.2	9.4	9.5
판매비와 관리비	8,052	8,629	6,969	5,526	4,990
영업이익	4,754	2,355	2,666	6,466	8,299
영업이익률(%)	3.7	1.9	2.1	5.1	5.9
비영업손익	-5,608	-1,259	3,497	-600	-400
순금융손익	-2,219	-2,744	-2,309	-1,847	-1,473
외환관련손익	-157	-459	339	0	0
관계기업등 투자손익	-2,359	3,812	5,976	0	0
세전계속사업이익	-854	1,097	6,163	5,866	7,899
세전계속사업이익률(%)	-0.7	0.9	4.9	4.6	5.7
계속사업법인세	571	748	-38	0	1,937
계속사업이익	-1,424	349	6,201	5,866	5,962
중단사업이익	1,018	180	1,771	0	0
*법인세효과	151	56	634	0	0
당기순이익	-406	529	7,971	5,866	5,962
순이익률(%)	-0.3	0.4	6.4	4.6	4.3
지배주주	-777	-1,293	4,104	1,760	1,789
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	-1.0	3.3	1.4	1.3
비지배주주	370	1,821	3,867	4,106	4,174
총포괄이익	-609	5,479	7,425	5,866	5,962
지배주주	-1,113	533	3,882	2,459	2,499
비지배주주	504	4,946	3,543	3,408	3,463
EBITDA	13,125	10,447	10,411	14,815	16,648

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-2.5	-3.2	0.1	2.6	9.2
영업이익	-41.7	-50.5	13.2	142.6	28.3
세전계속사업이익	적전	흑전	462.0	-4.8	34.7
EBITDA	-22.5	-20.4	-0.3	42.3	12.4
EPS	적전	적지	흑전	-24.6	1.6
수익성 (%)					
ROA	-0.2	0.3	3.7	2.7	2.6
ROE	-3.7	-5.6	15.4	6.1	6.0
EBITDA마진	10.2	8.4	8.3	11.6	11.9
안정성 (%)					
유동비율	99.2	94.3	108.2	129.9	150.3
부채비율	165.8	167.8	150.1	140.9	134.6
순차입금/자기자본	77.0	77.2	65.5	46.6	30.1
EBITDA/이자비용(배)	4.3	2.8	3.3	5.0	5.6
배당성향	-35.6	-29.8	10.6	24.8	24.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-24,330	-20,155	31,940	24,085	24,479
BPS	307,557	370,376	410,252	428,356	446,854
CFPS	111,316	97,048	170,621	138,346	138,739
주당 현금배당금	5,000	7,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER	-7.3	-6.5	8.3	11.0	10.8
PBR	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
PCR	1.6	1.4	1.6	1.9	1.9
EV/EBITDA	9.9	12.1	13.0	8.5	7.0
배당수익률	2.8	5.3	2.9	2.9	2.9

일시	투자의견	목표주가 대상시점	목표가격	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.12.11	매수	340,000원	6개월		
2025.10.31	매수	300,000원	6개월	-13.36%	-6.83%
2025.06.26	매수	240,000원	6개월	-11.90%	4.17%
2025.04.10	매수	190,000원	6개월	-19.06%	6.58%
2024.11.15	매수	220,000원	6개월	-36.60%	-31.82%
2023.12.15	매수	240,000원	6개월	-32.31%	-13.54%



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 3 자에게 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 12월 11일 기준)

매수 93.45% 중립 6.55% 매도 0.00%