

SK — 8.8조를 벌어 1.8조가 남았다

계열 영업이익은 뛰었는데 연결 영업이익률은 1.48%다

- SK스퀘어 계열 영업이익 8조 7,974억원(+124.9%), SK텔레콤 계열 1조 732억원 (-41.1%).
- 공시된 세 계열 합 10조 6,838억원인데 FY2025 연결 영업이익은 1조 8,185억원.
- 1Q26 순이익 9조 9,063억원 — 직전 분기는 -3조 6,923억원이었다.

계열은 벌었고 연결은 남지 않았다

FY2025 계열별 영업이익은 SK스퀘어 계열 8조 7,974억원(전년 3조 9,126억원, +124.9%), SK텔레콤 계열 1조 732억원(1조 8,234억원, -41.1%), SK 본체 8,132억원(9,983억원, -18.5%)이다. 방향이 정반대인 계열이 한 지붕 아래 있다.

그런데 이 세 계열의 합 10조 6,838억원에 대해 FY2025 연결 영업이익은 1조 8,185억원이다. 차이 8조 8,653억원은 공시되지 않은 나머지 계열의 손익과 내부거래 제거 분인데, 어느 쪽이 얼마인지는 공시 범위에서 분리되지 않는다. 다만 SK이노베이션 계열 매출이 80조 2,961억원으로 연결 매출 122조 7,033억원의 65.4%를 차지한다는 사실은 그 규모를 짐작하게 한다(표 2).

연결 영업이익률 1.48%는 이 상쇄의 결과이지 어느 사업의 마진이 아니다. FY2022 8조 47억원에서 FY2025 1조 8,185억원으로 77.3% 줄어드는 동안 매출은 129조 5,317억원에서 122조 7,033억원으로 5.3% 줄었을 뿐이다 — 매출이 아니라 이익만 무너진 구간이다.

분기 손익이 조 단위로 뒀다

분기 순이익은 2025년 1Q 3조 5,907억원, 2Q 9,768억원, 3Q 2조 6,800억원, 4Q -3조 6,923억원, 그리고 2026년 1Q +9조 9,063억원이다. 한 분기 만에 13조 6천억원 가까이 방향이 바뀌었다.

1Q26 영업이익 3조 6,731억원에 대해 순이익이 2.70배라는 점이 그 성격을 보여준다. 지주회사의 손익은 본업 영업이익보다 보유 지분의 평가·처분과 자회사 손익 반영이 더 크게 움직인다. 따라서 이 회사에서 분기 순이익 하나를 이익 체력으로 읽으면 매번 틀린다(표 1).

지배주주 몫도 별도로 봐야 한다. FY2024는 연결 순이익이 5,288억원 흑자인데 EPS는 -23,455원으로 지배주주 기준으로는 적자였다. FY2025 EPS 29,000원에 발행주식수 0.725억주를 곱하면 지배주주 순이익은 약 2조 1,026억원으로 연결 3조 5,552억원의 59.1%다.

차입과 투자를 함께 줄였다

FY2025 유동 단기차입금은 20조 26억원에서 11조 7,142억원으로 41.4% 줄었고, 비유동 사채도 26조 340억원에서 24조 9,332억원으로 4.2% 줄었다. 둘을 합하면 46조 366억원에서 36조 6,474억원으로 20.4% 감소다. 부채총계도 134조 6,902억원에서 127조 8,283억원으로 줄었다.

CAPEX 역시 15조 9,275억원에서 10조 809억원으로 36.7% 줄었다. 차입과 투자를 같은 해에 함께 줄인 셈이다(표 3).

자본배분에서는 10년간 배당 3건·주식소각 1건에 더해 전환사채 발행 1건(2026-08-03)이 있다. 배당 결정과 같은 날짜다. 12개 위험신호 중 켜진 것은 이 CB 발행 1건이며 표시점수는 84점·등급 A다. PER 17.52배는 동종 중앙값 7.66배의 2.3배, PBR 1.11배는 중앙값 0.51배의 2.2배로 둘 다 분포 중간대에 있다.

국면 판단

계열 손익 양극화
차입·투자 동시 축소

현재주가 (26/08/07)

508,000원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

계열 합 대비 연결 영업이익
(FY2025 17.0%)

Key Data

시가총액	36.8조원
발행주식수(보통주)	0.73억주
PER / PBR	17.5배 / 1.1배
외국인지분율	29.8%
공매도잔고비율	0.0%
업종	기타금융(지주회사)
위험신호	1건 / 12건 (CB 발행)
표시점수 / 등급	84 / A

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1Q26
매출액(억원)	1,274,350	1,233,997	1,227,033	367,513
영업이익(억원)	47,885	23,960	18,185	36,731
영업이익률(%)	3.76	1.94	1.48	9.99
연결 순이익(억원)	-4,064	5,288	35,552	99,063
EPS(원)	-13,941	-23,455	29,000	61,371
영업활동 현금흐름(억원)	113,539	83,196	60,988	6,611
CAPEX(억원)	194,565	159,275	100,809	20,086
자기자본(억원)	778,790	802,875	856,913	주식
부채총계(억원)	1,290,912	1,346,902	1,278,283	주식

FY2024는 연결 순이익 흑자에도 EPS가 음수 — 지배주주 기준 적자다. 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 분기 손익의 진폭 (단위: 억원, 원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
매출액	312,299	301,420	310,414	302,900	367,513
영업이익	3,998	1,996	8,274	3,917	36,731
연결 순이익	35,907	9,768	26,800	-36,923	99,063
순이익 ÷ 영업이익(배)	8.98	4.89	3.24	-	2.70
TTM 영업이익	12,586	7,020	10,163	18,185	50,918

주: EPS는 1Q25 42,645원 → 1Q26 61,371원. 다섯 분기 중 순이익이 영업이익보다 작은 분기가 한 번도 없다(4Q25는 적자라 배수 미산출). 지주회사 손익은 지분 평가·처분과 자회사 손익 반영이 본업 영업이익보다 크게 작용한다. 잠정실적 공시가 없어 2Q26은 다루지 않았다. 자료: 분기보고서(2026.03, 20260515001990)·사업보고서

표 2. 계열별 손익과 매출 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
SK스퀘어 계열 영업이익	39,126	87,974	+124.9%
SK텔레콤 계열 영업이익	18,234	10,732	-41.1%
SK 본체 영업이익	9,983	8,132	-18.5%
세 계열 합	67,343	106,838	+58.6%
연결 영업이익	23,960	18,185	-24.1%
연결 ÷ 세 계열 합(%)	35.6	17.0	-18.6%p
매출			
SK이노베이션 계열	747,170	802,961	+7.5%
SK 본체	37,068	36,123	-2.5%
연결 매출	1,233,997	1,227,033	-0.6%

주: 세 계열 합과 연결 영업이익의 차이 8조 8,653억원은 공시되지 않은 나머지 계열 손익과 내부거래 제거분이며, 어느 쪽이 얼마인지 공시 범위에서 분리되지 않아 산출하지 않았다. SK이노베이션 계열은 매출만 공시되고 영업이익이 없어 손익 표에 넣지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 부문·계열별 실적

표 3. 차입과 투자 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
유동 단기차입금	200,026	117,142	-41.4%
비유동 사채	260,340	249,332	-4.2%
CAPEX	159,275	100,809	-36.7%
영업활동현금흐름	83,196	60,988	-26.7%
자본배분 — 10년 환원 4건(배당 3, 최근 2026-08-03 · 소각 1) · 희석 1건(전환사채 2026-08-03)			
PER / PBR 대비 동종	17.52배(중앙값 7.66, P90 32.77, 63사) / 1.11배(중앙값 0.51, 84사)		

주: 단기차입금과 사채의 합은 460,366억원에서 366,474억원(-20.4%)이 됐다. 차입 항목은 사업보고서 기재값이며 리스부채 등은 포함되지 않는다. 전환사채와 배당이 같은 날 결정됐다. 공시 건수는 빈도이며 금액 규모가 아니다. 자료: 사업보고서(2025.12) 차입금 주석, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 세 계열 합 대비 연결 영업이익 비율이다. FY2024 35.6%에서 FY2025 17.0%로 떨어졌다는 것은 공시되지 않은 나머지 계열이 그만큼 깎아먹고 있다는 뜻이므로, 이 비율이 회복되는지가 연결 이익의 방향을 가른다. 연결 영업이익률 1.48%를 특정 사업의 마진으로 읽지 않는다. 분기 순이익은 조 단위로 튀므로 단일 분기가 아니라 TTM(1Q26 기준 5조 918억원)으로 본다. 지배주주 기준 EPS는 FY2024에 연결 흑자에도 음수였으므로 연결 순이익과 반드시 따로 확인한다. 차입 20.4% 축소와 CAPEX 36.7% 감소가 이어지는지는 차기 사업보고서에서 본다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515001990).

한계: ① 이 회사는 영업(잠정)실적 공정공시를 내지 않아 2Q26을 다루지 않았다 — 최신 확정 분기는 1Q26이다. ② 계열별 영업이익이 세 곳만 공시돼 나머지 계열의 손익을 산출하지 않았다. ③ 세 계열 합과 연결의 차이를 계열 손익과 내부거래 제거분으로 나누지 않았다. ④ 지배주주 순이익은 EPS×발행주식수 산출값이라 자기주식 등으로 실제와 차이가 날 수 있다. ⑤ 순이익 변동의 요인(지분 평가·처분 등)이 분기보고서 요약 범위에서 금액으로 분리되지 않아 항목별로 다루지 않았다. ⑥ 2026-05-12 자기주식 처분(20260512000680)은

임원 장기 성과급

지급분 17,981주(102.7억원)라 희석·환원 어느 쪽으로도 세지 않았다. 전환사채 조건은 조회 기간 밖이다.