

SK스퀘어 (402340)

맞물려 돌아가기 시작하는 성장 전략

투자의견 BUY, 목표주가 79,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 79,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 상장회사 가치 5.7조원과 비상장 자회사 가치 4.8조원에 순현금 5,616억원을 더하여 산출했다. 자회사로부터 수취하는 배당수익과 포트폴리오 리밸런싱으로 발생하는 투자이익을 바탕으로 23년부터 자사주 매입 등 주주환원이 본격화됐다. 24년에도 포트폴리오 리밸런싱은 지속될 것으로 전망되며 반도체 관련 밸류체인 투자도 가속화될 것으로 예상된다. 핵심 자회사의 업황 개선에 따른 실적 성장, 비상장 자회사의 고성장으로 지속될 것으로 기대된다.

저평가의 이유가 사라졌다.

동사의 주주환원이 본격화되면서 타 지주사 대비 저평가 받아야하는 이유는 사라졌다. 동사는 지난 3월 2023~2025년 중기 주주환원 정책을 공개했다. 1)경상 배당수입의 30% 이상, 2)Harvest 성과의 일부를 주주환원 재원으로 자사주 매입과 전량 소각 또는 현금배당으로 지급한다는 계획이다. 실제로 주주환원 정책 공시 직후 1,100억원 규모의 자사주 매입을 실시했고, 지난 10월 매입한 259만주 중 249만주를 소각했다. 지난 8월에는 SK실더스 매각 대금 중 일부인 2,000억원을 재원으로 자사주를 매입하고 전량 소각하기로 결정했다. Harvest 성과를 23년 3,100억원 규모의 자사주 매입, 소각을 고려한 주주환원율은 4.6%에 달한다.

2024년 주요 자회사 실적 회복 및 비상장 자회사 고성장 지속

2024년 연결 영업수익은 3.9조원(+969% YoY), 영업이익은 1.2조원(흑전 YoY, OPM 32.1%)으로 전망한다. 2023년 SK하이닉스 실적 부진에 따른 지분법 손실로 실적이 대폭 감소했지만 2024년 반도체 업황 회복과 주요 비상장 자회사의 실적 고성장으로 영업이익 흑자전환이 예상된다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **79,000원 (I)**

현재주가 (11/24) **48,050원**

상승여력 **64%**

시가총액	66,780억원
총발행주식수	138,981,036주
60일 평균 거래대금	146억원
60일 평균 거래량	333,517주
52주 고/저	49,350원 / 32,000원
외인지분율	45.28%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 10 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.7	7.7	28.3
상대	7.6	9.5	25.5
절대 (달러환산)	15.8	9.1	30.4

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11	-99.2	-97.3	736	-98.5
영업이익	-639	적전	적지	-130	-391.6
세전계속사업이익	-619	적전	적지	-96	-545.0
지배순이익	-530	적전	적지	-174	-204.8
영업이익률 (%)	-5,716.9	적전	적지	-17.7	-
				5,699.2 %pt	
지배순이익률 (%)	-4,744.0	적전	적지	-23.6	-
				4,720.4 %pt	

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,146	4,511	365	3,897
영업이익	420	163	-2,300	1,249
지배순이익	375	260	-2,357	906
PER	4.0	24.8	-2.9	7.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	20.8	14.5	-2.9	3.3
ROE	2.3	1.6	-15.0	6.0

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 79,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 79,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 상장자회사 가치 5.7조원과 비상장 자회사 가치 4.8조원에 순현금 5,616억원을 더하여 산출했다. 자회사로부터 수취하는 배당수익과 포트폴리오 리밸런싱으로 발생하는 투자이익을 바탕으로 2023년부터 자사주 매입 등 주주환원이 본격화됐다. 2024년에도 포트폴리오 리밸런싱은 지속될 것으로 전망되며 반도체 관련 밸류체인 투자도 가속화될 것으로 예상된다. 핵심 자회사의 업황 개선에 따른 실적 성장, 비상장 자회사의 고성장도 지속될 것으로 기대된다.

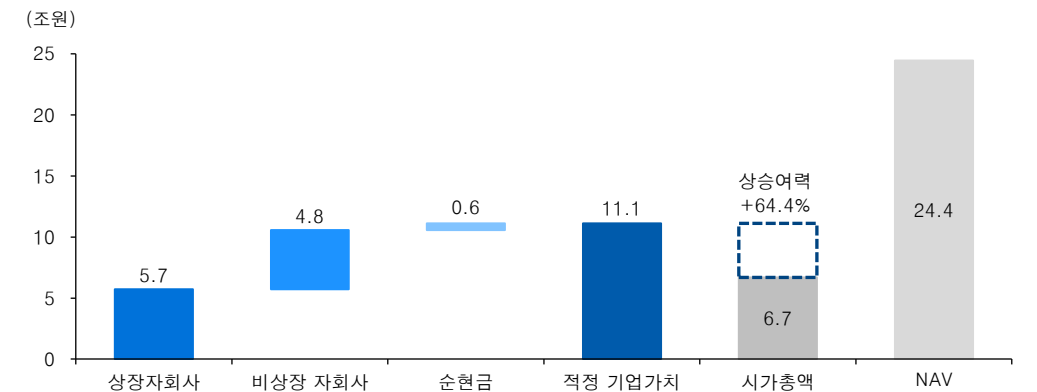
[표 1] SK스퀘어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 상장 자회사 가치			5,725	A=㉠*30.1%(지배주주 지분율)
㉠ 상장 자회사 총 지분가치			19,044	
SK 하이닉스	93,184	20.1%	18,702	전일 시가총액
드림어스컴퍼니	176	41.8%	73	
인크로스	135	36.1%	49	
크래프톤	9,939	2.2%	220	
B. 비상장 자회사 지분가치			4,837	
티맵모빌리티	2,400	60.1%	1,442	2022년 Post-money 2.4조원 적용
SK 쉘더스	3,200	32.0%	1,024	2023년 Pre-money 3.2조원 적용
기타			2,371	장부가
C. 순현금			562	3Q23말 기준
D. 적정 기업가치			11,123	D=A+B+C
E. NAV			24,443	E=㉠+B+C
F. 발행주식수(백만주)			141	
G. 적정주가(원)			78,629	G = D/F
목표주가(원)			79,000	상승여력 +64.4%
현재주가(원)			48,050	

자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SK스퀘어 적정 기업가치 구성 및 시가총액, NAV



자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

저평가의 이유가 사라졌다.

동사의 주주환원이 본격화되면서 타 지주사 대비 저평가 받아야하는 이유는 사라졌다. 동사는 지난 3월 2023~2025년 중기 주주환원 정책을 공개했다. 1)경상 배당수입의 30% 이상, 2)Harvest 성과의 일부를 주주환원 재원으로 자사주 매입과 전량 소각 또는 현금배당으로 지급한다는 계획이다. 실제로 주주환원 정책 공시 직후 1,100억원 규모의 자사주 매입을 실시했고, 지난 10월 매입한 259만주 중 249만주를 소각했다. 지난 8월에는 SK실터스 매각대금 중 일부인 2,000억원을 재원으로 자사주를 매입하고 전량 소각하기로 결정했다. Harvest 성과를 23년 3,100억원 규모의 자사주 매입, 소각을 고려한 주주환원율은 4.6%에 달한다. 2024년에도 자회사로부터 발생하는 배당금수익을 바탕으로 자사주 매입과 소각을 이어갈 것으로 예상된다. 더불어 2Q23 SK하이닉스 등과 해외 반도체 투자법인을 설립했다. 일본, 미국 등 해외의 반도체 소재, 부품, 장비 기업에 대한 투자가 본격화되고 기존 포트폴리오 내 Harvest 자산에 대한 매각이 가시화되면서 추가적인 주주환원도 가능할 것으로 기대된다.

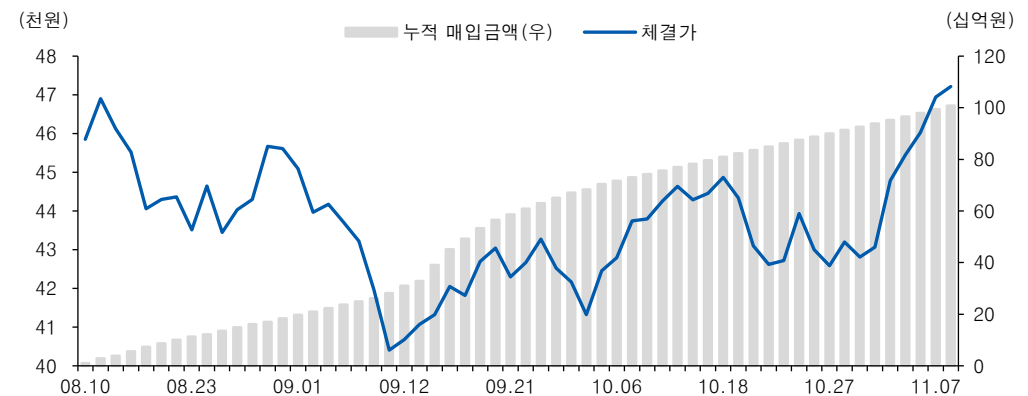
[표 2] SK 스캐어 주주환원 정책 및 실행

(단위: 억원)

구분		내용	
2023~2025년 주주환원정책	규모	경상 배당수입의 30% 이상	Harvest 성과의 일부
	방식	자사주매입 후 전량 소각 혹은 현금배당	
2023년 실행안	규모	1,100억원	2,000억원(SK 실터스 Harvest 성과 공유)
	방식	자사주 매입 후 전량 소각	
2023년 실행 경과		<ul style="list-style-type: none"> - 2023.03.31 자사주 취득신탁계약 체결 - 2023.06.22 자사주 소각 이사회 결의 완료 - 2023.10.04 자사주 소각 완료" 	<ul style="list-style-type: none"> - 2023.08.09 자사주 취득 신탁계약 체결 (2023.08.09~2024.03.31) - 2023.11.13까지 자사주 매입 약 52.6% 진행 (1,051억원, 242만주)"

자료: SK 스캐어, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 실터스 Harvest 성과에 대한 자사주 2,000 억원 매입 추이



자료: SK 스캐어, 유안타증권 리서치센터

2024년 주요 자회사 실적 회복 및 비상장 자회사 고성장 지속

2024년 연결 영업수익은 3.9조원(+969% YoY), 영업이익은 1.2조원(흑전 YoY, OPM 32.1%)으로 전망한다. 2023년 SK하이닉스 실적 부진에 따른 지분법 손실로 실적이 대폭 감소했지만 2024년 반도체 업황 회복과 주요 비상장 자회사의 실적 고성장으로 영업이익 흑자전환이 예상된다. **SK하이닉스**는 3Q23 D램부문이 2분기만에 흑자 전환했으며, 고객사의 재고 감소로 인한 메모리 수요 확대와 제품 가격인 안정되고 있는 것으로 파악된다. **11번가**는 직매입 확대에 따른 3Q23 누적 매출액이 6,019억원(+27.6% YoY)으로 증가하고 누적 영업이익률은 -15%(+8%p YoY)로 개선됐다. **티맵모빌리티**는 3Q23 매출액 763억원(+30.6% YoY)로 고성장을 이어갔다. 사업부문별 매출 성장률은 플랫폼 중개(화물중개, 대리, 발렛) +14% YoY, Data&Tech(TMAP Auto, API/Data, UBI) +68% YoY, Mobility Life(공항버스, 광고 등) +131% YoY로 전 사업부문이 고르게 성장한 것으로 파악된다. 티맵은 지난 9월 대리, 발렛, 대중교통 등을 통합한 All New TMAP을 출시하고 슈퍼앱으로 진화하면서 MAU도 증가세를 지속했다. **원스토어**는 10월 크래프톤으로부터 200억원 규모의 신규 투자를 유치하고 글로벌 진출을 위한 발판을 마련했다.

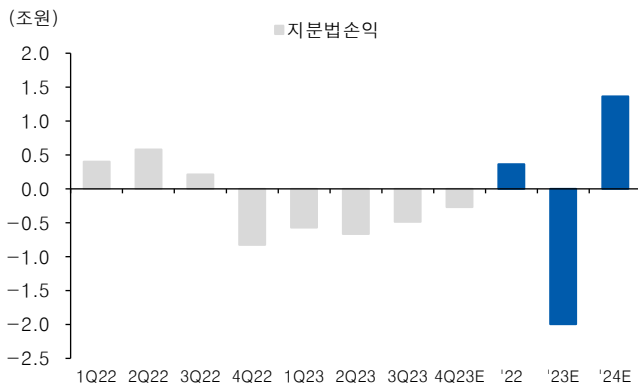
[표 3] SK 스퀘어 연결 영업수익 및 영업이익 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 영업수익	1,321	1,529	1,244	417	11	-127	40	440	4,511	365	3,897
별도 영업수익	277	44	44	226	46	44	44	44	591	178	178
연결 자회사	894	954	1,036	1,237	582	535	526	714	3,317	4,121	2,356
11번가	140	142	190	317	216	197	189	344	561	789	946
SK 플래닛	60	64	75	79	61	67	68	73	281	278	270
드림어스컴퍼니	58	68	74	74	70	67	71	74	244	274	283
SK 쉐더스	400	438	453	502					1,550		
원스토어	57	52	58	56	49	43	40	47	214	223	178
FSK L&S	133	133	114	124	115	80	70	78	340	504	343
인크로스	9	13	14	17	10	12	11	18	52	53	52
티맵모빌리티	36	45	58	67	61	69	76	80	75	207	285
연결 영업이익	380	509	169	-896	-639	-735	-561	-366	163	-2,300	1,249
OPM %	28.8	33.3	13.6	-214.9	-5,716.9	576.6	-1,386.1	-83.0	3.6	-630.8	32.1

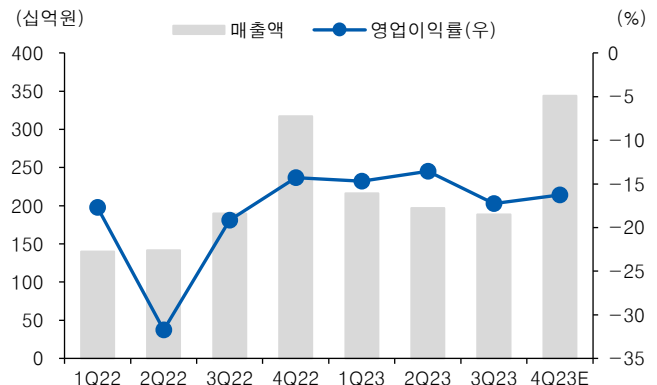
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SK 스퀘어 지분법 손익 추이 및 전망



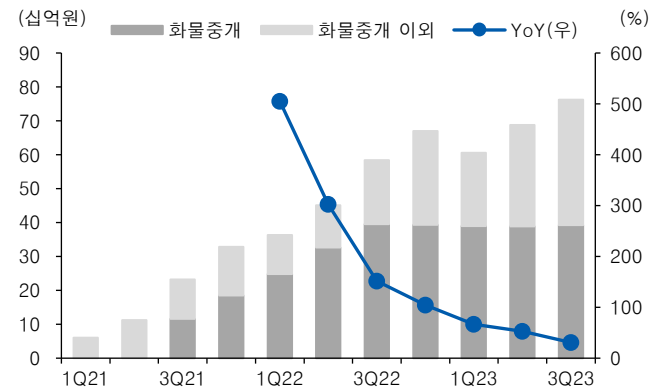
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 11 번가 실적 추이 및 전망



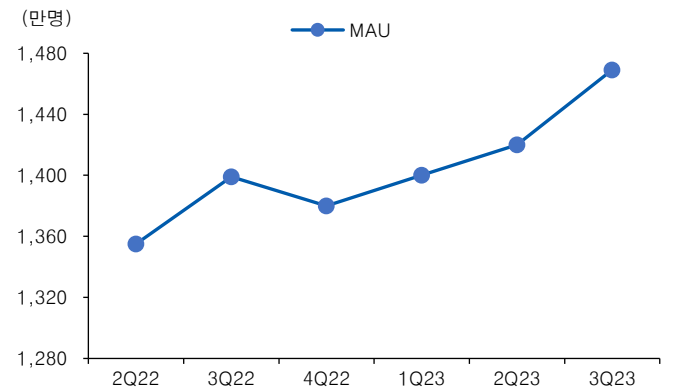
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 티맵모빌리티 매출액 추이



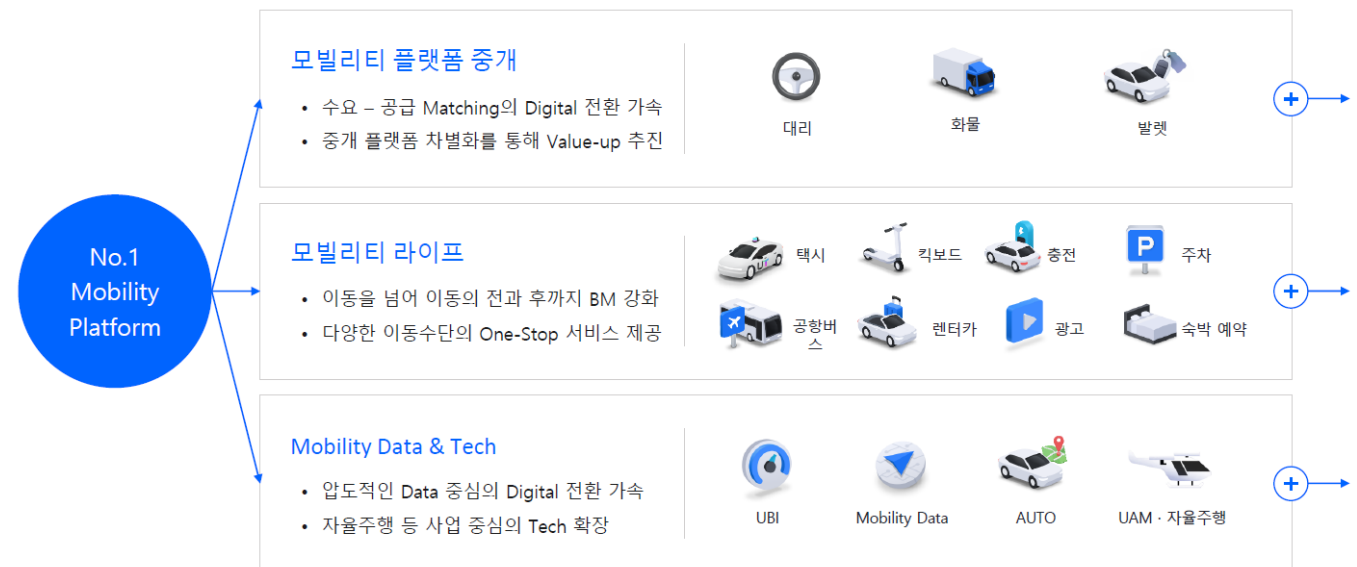
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 티맵모빌리티 MAU 추이



자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 티맵모빌리티 사업 확장 전략

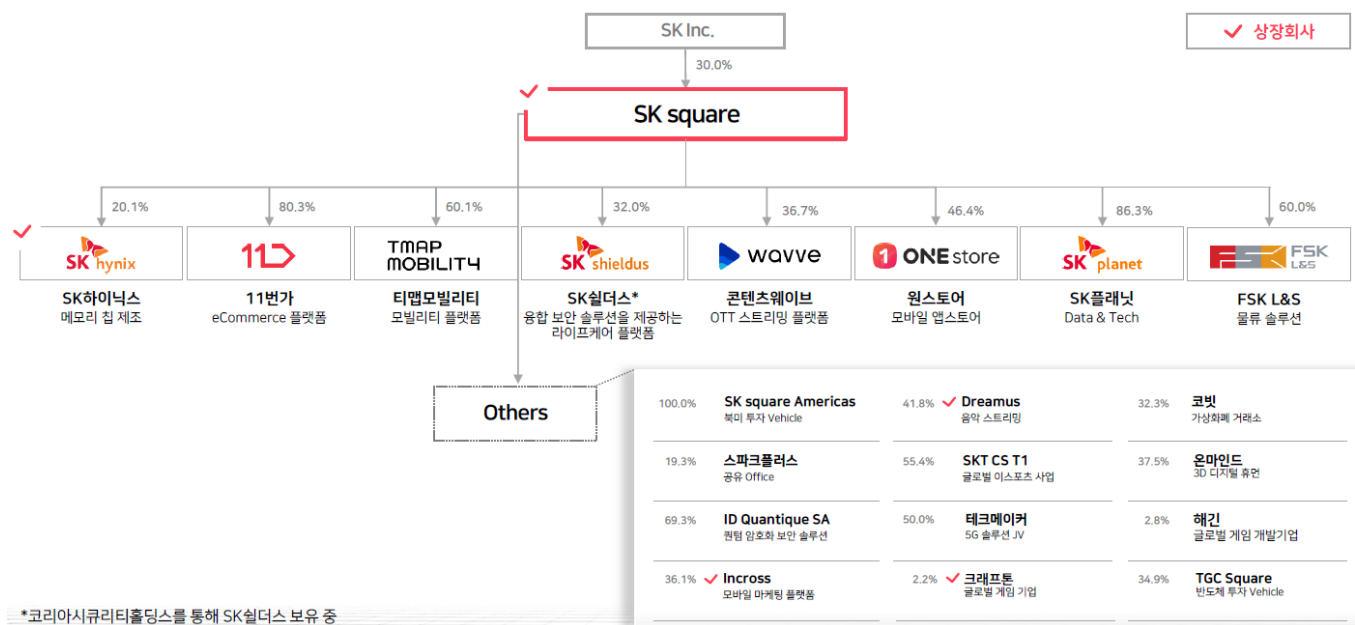


자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

반도체/ICT 플랫폼 투자전문회사

동사는 2021년 SK텔레콤에서 인적분할을 통해 설립돼 반도체/ICT 플랫폼에 특화된 투자전문 회사이다. SK하이닉스(메모리 반도체), 11번가(이커머스), 티맵모빌리티(모빌리티), SK실더스(융합 보안), 콘텐츠웨이브(OTT), 원스토어(앱스토어), SK플래닛(Data&Tech), FSK L&S(물류) 등 자회사를 통해 반도체, 커머스, 플랫폼, 모빌리티 등 사업을 영위하고 있다. 동사의 성장전략은 기존의 포트폴리오와 신규 투자를 통해 보유한 자산의 가치 성장시킨 후 자산을 Long Term Hold와 Harvest로 구분한다. Long Term Hold는 지속적인 보유를 통해 동사 기업가치에 기여하고 배당금수익을 창출한다. Harvest는 일부 혹은 전체 지분을 매각하고 신규 투자와 주주환원을 위한 재원으로 활용한다.

[그림 8] SK스퀘어 지배구조



자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

SK 스쿼어 (402340) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,146	4,511	365	3,897	5,093
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,146	4,511	365	3,897	5,093
판매비	727	4,348	2,665	2,648	2,740
영업이익	420	163	-2,300	1,249	2,354
EBITDA	483	537	-1,950	1,583	2,677
영업외손익	-55	-61	-44	-8	-2
외환관련손익	-1	-3	0	0	0
이자손익	-10	-49	-17	19	25
관계기업관련손익	-4	17	0	0	0
기타	-40	-27	-27	-27	-27
법인세비용차감전순이익	364	101	-2,344	1,241	2,352
법인세비용	3	4	-20	347	240
계속사업순이익	362	97	-2,324	893	2,111
중단사업순이익	2	159	0	0	0
당기순이익	363	256	-2,324	893	2,111
지배지분순이익	375	260	-2,357	906	2,141
포괄순이익	372	-226	-2,165	1,052	2,270
지배지분포괄이익	395	30	-1,909	927	2,001

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	103	342	-2,143	1,058	2,264
당기순이익	363	256	-2,324	893	2,111
감가상각비	63	375	350	334	323
외환손익	1	2	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	36	-205	-146	-146	-146
기타현금흐름	-360	-85	-25	-25	-25
투자활동 현금흐름	-143	-58	4,270	-1,058	-2,286
투자자산	-8	-227	2,568	-690	-1,918
유형자산 증가 (CAPEX)	-52	-322	-300	-300	-300
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-83	490	2,002	-68	-68
재무활동 현금흐름	55	69	-1,906	66	66
단기차입금	172	-88	1	1	1
사채 및 장기차입금	2,213	100	-1,971	0	0
자본	6,926	0	0	0	0
현금배당	0	-8	0	0	0
기타현금흐름	-9,256	65	65	65	65
연결범위변동 등 기타	1	6	176	338	339
현금의 증감	16	359	397	404	383
기초 현금	626	642	1,002	1,398	1,803
기말 현금	642	1,002	1,398	1,803	2,185
NOPLAT	420	163	-2,300	1,249	2,354
FCF	51	20	-2,443	758	1,964

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

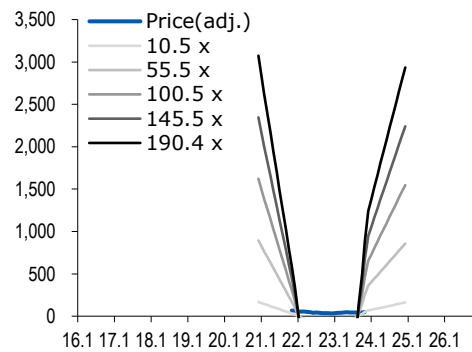
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,967	2,865	3,170	3,590	3,989
현금및현금성자산	642	1,002	1,398	1,803	2,185
매출채권 및 기타채권	1,151	1,099	1,110	1,121	1,132
재고자산	37	117	118	119	120
비유동자산	19,672	19,296	14,594	15,250	17,145
유형자산	805	887	837	803	780
관계기업 등 지분관련자산	14,837	15,105	12,537	13,227	15,145
기타투자자산	1,315	483	483	484	484
자산총계	22,639	22,161	17,765	18,840	21,134
유동부채	2,517	1,820	1,552	1,566	1,581
매입채무 및 기타채무	2,162	1,619	1,350	1,363	1,377
단기차입금	121	32	32	32	32
유동성장기부채	30	31	31	31	31
비유동부채	3,266	3,178	1,216	1,225	1,234
장기차입금	1,703	1,706	1	1	1
사채	266	266	0	0	0
부채총계	5,784	4,997	2,767	2,791	2,815
지배지분	16,660	16,820	14,621	15,686	17,985
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	6,912	6,912	6,912	6,912
이익잉여금	369	759	-1,598	-692	1,449
비지배지분	195	344	377	364	334
자본총계	16,855	17,163	14,998	16,050	18,319
순차입금	809	975	-1,395	-1,801	-2,185
총차입금	2,478	2,413	443	443	444

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	16,134	1,836	-16,733	6,521	15,408
BPS	117,768	118,972	107,332	115,147	132,031
EBITDAPS	20,774	3,798	-13,841	11,391	19,259
SPS	49,298	31,885	2,589	28,042	36,648
DPS	0	0	0	0	0
PER	4.0	24.8	-2.9	7.4	3.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	20.8	14.5	-2.9	3.3	1.8
PSR	1.3	1.4	18.6	1.7	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	0.0	293.5	-91.9	968.8	30.7
영업이익 증가율 (%)	na	-61.2	적전	흑전	88.4
지배순이익 증가율 (%)	na	-30.8	적전	흑전	136.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	36.6	3.6	-630.8	32.1	46.2
지배순이익률 (%)	32.7	5.8	-646.4	23.3	42.0
EBITDA 마진 (%)	42.1	11.9	-534.7	40.6	52.6
ROIC	17.5	5.5	-99.8	70.4	168.5
ROA	1.7	1.2	-11.8	5.0	10.7
ROE	2.3	1.6	-15.0	6.0	12.7
부채비율 (%)	34.3	29.1	18.4	17.4	15.4
순차입금/자기자본 (%)	4.9	5.8	-9.5	-11.5	-12.2
영업이익/금융비용 (배)	34.4	2.2	-53.6	93.8	176.5

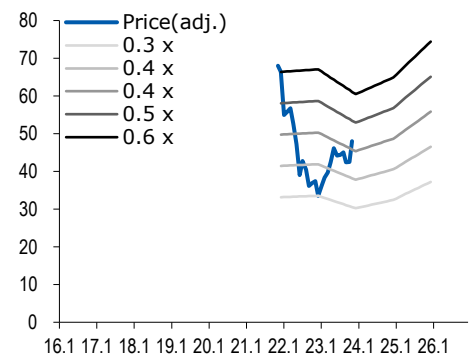
P/E band chart

(천원)



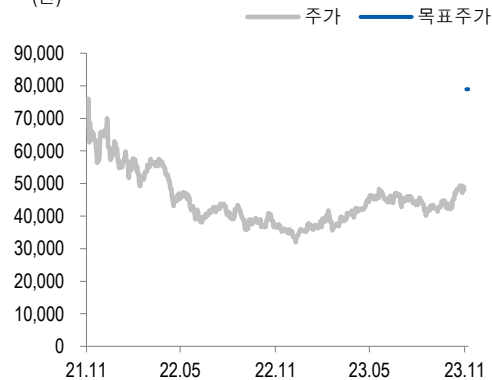
P/B band chart

(천원)



SK스퀘어 (402340) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-27	BUY	79,000	1년		
2022-12-06	담당자변경 1년 경과 이후		1년		
2021-12-06	NOT RATED	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 **자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상** 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 **자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한** 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.