

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	70,000원
현재가 (3/8)	40,750원

KOSPI (3/8)	2,431.91pt
시가총액	5,765십억원
발행주식수	141,468천주
액면가	100원
52주 최고가	57,500원
최저가	32,000원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	42.3%
배당수익률 (2022F)	0.0%

주주구성	
SK 외 10 인	30.05%
국민연금공단	6.59%
주가상승	1M 6M 12M
상대기준	12% -5% -11%
절대기준	9% -3% -17%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	70,000	70,000	-
EPS(22)	1,836	8,528	▼
EPS(23)	-5,627	3,484	▼

SK스퀘어 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK스퀘어 (402340)

좋은 사례를 만들어 가는 투자형 지주

전략적 투자자를 찾은 SK실더스

SK스퀘어가 SK실더스의 주식상장을 철회한 후 선택한 전략적 투자자 모색이 마침내 성공했다. 스웨덴 발렌베리가의 글로벌 투자회사가 맥쿼리자산운용 컨소시엄 지분과 SK스퀘어의 지분 절반 가량을 매입한다. 이는 다음 세가지 관점에서 긍정적이다. 첫째는 보유 지분의 유동화이고, 둘째는 재무적 투자자의 오버행 이슈 해소이며, 셋째는 보안사업의 글로벌 확장성을 기대할 수 있다. SK스퀘어는 이로 인해 남은 지분의 가치가 높아지는 기회도 갖게 될 것이다.

투자 업무에 충실함이 기업가치에 긍정적

보유하고 있는 기업의 지분 중에서 SK하이닉스를 제외한 모든 지분은 매각이 가능하리라 본다. 이 판단이 너무 앞선 것일 수도 있겠으나, 투자 업무를 지향하는 중간 지주회사로 등장 당시부터 이런 모습을 기대했는지 모른다. 사업적 관점에서 투자를 접근한다면 선택은 제한적일 것이고, 많은 검토단계로 의사결정은 느려질 수 밖에 없을 것이다. 비상장기업의 지분가치를 현금화하는 방법은 주식시장 또는 전략적 투자자를 통한 지분매각으로 SK실더스 최대주주에서 내려오는 것은 투자자금 부담을 줄이고 SK그룹 차원에서 사업적 시너지를 통해 지분가치를 극대화하는 좋은 선택이라고 생각한다. SK실더스에 이어 보유 지분의 유동화와 기업가치가 객관화된다면 투자 업무를 지향하는 다른 지주회사와 차별화가 될 것이다.

개선된 현금흐름의 유용성

순자산가치와 주가의 괴리율이 큰 것은 순자산가치가 주주가치로 이어지는 연결고리가 약하기 때문일 것이다. 투자를 지향하는 사업 성격상 매각자금이 재투자로 이어지겠지만, 주주환원에도 일부를 사용한다면 괴리율은 좁혀질 것이다. 2023년 SK하이닉스를 기반한 배당금에 불확실성이 존재하지만 2022년에 이어 2023년에도 현금흐름이 개선될 이벤트가 있어 주주가치가 제고될 여지가 크다고 본다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	0	1,146	4,511	3,354	5,539
영업이익	0	420	163	-838	166
세전이익	0	366	101	-857	148
지배주주순이익	0	375	260	-796	132
EPS(원)	0	16,134	1,836	-5,627	930
증가율(%)	0.0	0.0	-88.6	-406.4	-116.5
영업이익률(%)	0	36.6	3.6	-25.0	3.0
순이익률(%)	0	31.7	5.7	-23.5	2.4
ROE(%)	0.0	2.3	1.5	-4.7	0.8
PER	0.0	4.1	18.3	-7.4	44.8
PBR	0.0	0.6	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	0.0	21.3	11.0	-15.7	11.6

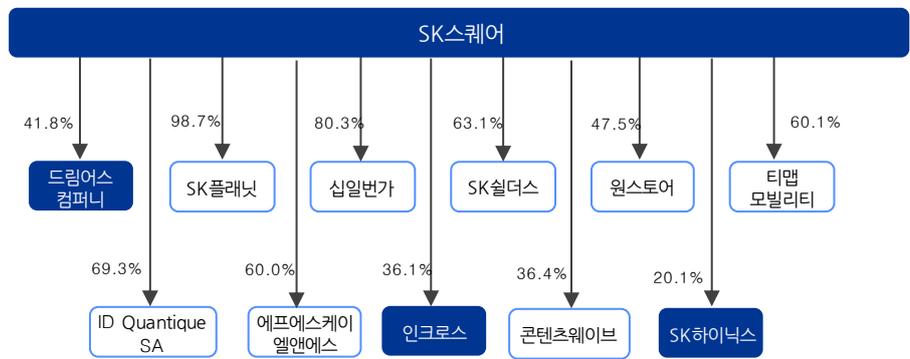
자료: Company data, IBK투자증권 예상

전문투자회사

SK텔레콤을 통신과 비통신으로 구분해 비통신부문으로 인적 분할된 SK스퀘어는 SK하이닉스를 주축으로 한 IT 뿐만 아니라 다양한 산업에 관심을 갖는 투자전문업을 지향하며 전략적 투자와 순수 투자 관점에서 어느 한쪽에 치우치지보다는 투자 수익이 극대화될 결정에 역량을 집중한다.

2022년 원스토어와 SK실더스 주식상장을 추진하다가 주식시장 상황이 여의치 않자 계획을 포기한 것도 이후 SK실더스의 전략적 투자자를 찾는 것도 모두 이런 투자 전략의 일환이라고 생각한다.

그림 1. 계열구도



자료: 사업보고서, IBK투자증권

전략적 투자자를 영입하는 SK실더스

주식상장 계획 철회 후 소문이 무성했던 전략적 투자자 확보가 실현되었다. 스웨덴 발렌베리가의 글로벌 투자회사 EQT 산하 EQT 인프라스트럭처가 SK실더스의 2대주주 맥쿼리 지분 전체와 SK스퀘어 보유지분 중 45.6%를 인수해 SK실더스의 최대주주가 되는 구조이다. SK스퀘어는 8,646억원에 매각하며 EQT는 2천억원 규모의 신주 투자를 포함해 2조원을 투입하고 사세를 확장해 나갈 계획이다.

그림 2. SK실더스 지분 매각



자료: SK스퀘어 공시, IBK투자증권

현금 흐름 개선

연결 실적은 SK하이닉스를 지분법손익으로 매출에 반영하고 대부분의 계열사는 종속 기업으로 매출부터 합산 반영하고 있다. 별도는 배당금이 주류로 계열사의 배당에 의한 배당금은 SK하이닉스가 대부분을 차지하며, 2022년의 경우 SK플래닛으로부터 현물배당이 있었다. 2022년 별도 매출은 SK하이닉스로부터 수취한 배당금은 3,565억원과 SK플래닛으로부터 받은 크래프톤 주식 가치 1,824억원이 포함되어 있다.

2023년에는 SK하이닉스의 실적 부진으로 배당 정책에 변화가 있을 수 있으나, 지난 해부터 분기 배당을 실시한 SK하이닉스가 적자를 시현한 4분기에도 전분기와 동일한 주당 300원의 배당을 실시한 점은 배당 지속 가능성도 배제할 수 없다는 것으로 해석할 수 있다. 3월말에는 나노엔텍 지분 매각으로 580억원이 들어올 예정이고, 9월에는 SK실터스 지분 매각대금 중 절반 수준인 4,145억원을 받으며, 나머지는 2년내 수령할 예정이다. 이에 단기금융상품을 포함한 현금자산이 지난해 말 1,880억원에서 6,600억원으로 늘어날 전망이며, SK하이닉스가 지금처럼 배당을 유지한다면 8천억원을 상회할 수도 있다.

표 1. 2022년 SK스퀘어 실적 (십억원)

별도		연결	
매출	591	매출	4,511
배당금	591	지분법손익	365
영업이익	516	영업이익	163
순이익	433	순이익	256

자료: 사업보고서, IR 자료, IBK투자증권

주주가치 제고를 위한
재원 마련

지분가치가 가장 큰 기업은 SK하이닉스이며, SK실터스는 비상장이나, 이번 지분 매각으로 객관화 된 주당가치를 반영해 상장기업으로 간주할 수 있게 되었다. 지난해 말 현물배당으로 주식을 소유하게 된 크래프톤도 상장기업가치에 포함시켰다. 주식상장을 추진했다가 철회한 윈스토어는 지분가치를 상장가치에서 장부가액으로 기준을 변경했다. 순현금구조로 2022년말 1,880억원의 순현금을 2023년 3월 나노엔텍 지분매각 대금과 9월 SK실터스 1차 매각 대금 유입을 반영해 6,605억원을 적용했으며, SK하이닉스 배당정책에 따라 순현금은 더 높아질 수 있지만, 반영하지 않았다. 순자산가치가 비상장기업의 지분 매각과 현금성자산 증가로 상승했다. 최근 주가가 이점에 반응을 보였지만, 주가와 자산가치의 괴리율은 여전히 큰 상태로 유동화된 자산이 주주 환원으로도 일부가 사용된다면 시작 자체가 매우 유의미하게 작용할 것이다.

표 2. 기업가치 (억원, 원)

항목	가치	비고
SK하이닉스	131,257	상장 기업으로 시가총액에 보유 지분율 20% 적용
SK실터스	9,497	EQT 지분 매각시 주당 가격으로 매각 후 남은 지분 가치
십일번가	10,494	장부가액
순자산	181,198	SK플래닛, 콘텐츠 웨이브, 인크로스 등 종속, 관계 및 공동기업의 시가총액과 장부가액
순차입금	-6,605	2022년말 별도 순차입금에 나노엔텍(580억원)과 SK실터스 우선 매각대금 합산
주당가치	75,443	SK실터스를 포함한 상장기업 40%, 비상장기업 50% 할인율 적용

자료: 사업보고서, IR 자료, IBK투자증권

SK스퀘어 (402340)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	0	1,146	4,511	3,354	5,539
증가율(%)	na	na	293.5	-25.6	65.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	1,146	4,511	3,354	5,539
매출총이익률 (%)	0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	0	727	4,348	4,192	5,373
판매비율(%)	0	63.4	96.4	125.0	97.0
영업이익	0	420	163	-838	166
증가율(%)	na	na	-61.2	-615.1	-119.8
영업이익률(%)	0	36.6	3.6	-25.0	3.0
순금융손익	0	-37	37	10	10
이자손익	0	-10	-53	-52	-49
기타	0	-27	90	62	59
기타영업외손익	0	-13	-139	-29	-29
종속/관계기업손익	0	-4	40	1	1
세전이익	0	366	101	-857	148
법인세	0	2	-155	-69	15
법인세율	na	0.5	-153.5	8.1	10.1
계속사업이익	0	363	256	-788	134
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	363	256	-788	134
증가율(%)	na	na	-29.5	-407.7	-116.9
당기순이익률 (%)	0	31.7	5.7	-23.5	2.4
지배주주당기순이익	0	375	260	-796	132
기타포괄이익	0	9	-84	0	0
총포괄이익	0	372	172	-788	134
EBITDA	0	483	547	-424	609
증가율(%)	na	na	13.1	-177.6	-243.6
EBITDA마진율(%)	0	42.1	12.1	-12.6	11.0

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	0	16,134	1,836	-5,627	930
BPS	0	117,768	121,520	115,893	116,823
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	4.1	18.3	-7.4	44.8
PBR	0.0	0.6	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	0.0	21.3	11.0	-15.7	11.6
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	293.5	-25.6	65.2
EPS증가율	0.0	0.0	-88.6	-406.4	-116.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	2.3	1.5	-4.7	0.8
ROA	0.0	1.6	1.1	-3.6	0.6
ROIC	0.0	16.2	10.2	-28.5	5.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	34.3	28.8	29.7	29.4
순차입금 비율(%)	na	4.1	5.2	2.4	4.8
이자보상배율(배)	0.0	34.4	2.2	-12.0	2.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	10.9	8.1	13.0
재고자산회전율	0.0	0.0	133.6	68.8	79.1
총자산회전율	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	0	2,967	2,585	3,056	2,651
현금및현금성자산	0	642	490	1,013	602
유가증권	0	831	667	643	658
매출채권	0	414	417	413	438
재고자산	0	37	30	67	73
비유동자산	0	19,672	19,913	18,573	19,108
유형자산	0	805	778	643	490
무형자산	0	2,503	2,604	2,604	2,604
투자자산	0	16,151	16,386	15,179	15,868
자산총계	0	22,639	22,498	21,629	21,759
유동부채	0	2,517	1,849	1,721	1,714
매입채무및기타채무	0	230	208	211	205
단기차입금	0	121	25	10	18
유동성장기부채	0	30	31	31	31
비유동부채	0	3,266	3,181	3,227	3,231
사채	0	266	266	266	266
장기차입금	0	1,703	1,706	1,706	1,706
부채총계	0	5,784	5,030	4,948	4,945
지배주주지분	0	16,660	17,191	16,395	16,527
자본금	0	14	14	14	14
자본잉여금	0	6,912	6,912	6,912	6,912
자본조정등	0	8,894	9,015	9,015	9,015
기타포괄이익누계액	0	472	619	619	619
이익잉여금	0	369	630	-166	-34
비지배주주지분	0	195	278	286	288
자본총계	0	16,855	17,469	16,681	16,814
비이자부채	0	3618	2893	2826	2815
총차입금	0	2,166	2,137	2,122	2,130
순차입금	0	693	910	397	800

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	0	103	-328	-440	527
당기순이익	0	363	256	-788	134
비현금성 비용 및 수익	0	-298	-681	430	459
유형자산감가상각비	0	63	384	414	443
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	36	-147	-30	-16
매출채권등의 감소	0	-45	-34	4	-25
재고자산의 감소	0	-1	4	-37	-6
매입채무등의 증가	0	41	-31	3	-7
기타 영업현금흐름	0	2	244	-52	-50
투자활동 현금흐름	0	-143	-272	1,529	-484
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-52	-286	-280	-290
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-18	-22	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-8	-124	1,723	-221
기타	0	-65	159	86	27
재무활동 현금흐름	0	55	438	-566	-454
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	55	438	-566	-454
기타 및 조정	0	1	9	0	0
현금의 증가	0	16	-153	523	-411
기초현금	0	626	642	490	1,013
기말현금	0	642	490	1,013	602

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	150	95.5
중립	7	4.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

SK스퀘어	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2022.05.30	매수	85,000	-52.55	-44.35					
	2022.11.29	매수	70,000	-48.39	-42.64					
	2023.03.08	매수	70,000							