

## SK스퀘어 (402340.KS)

## 합병 가능성은 낮으나, 주주환원은 늘어날 것

주요 자회사 하이닉스의 업황 개선과 티맵모빌리티, 11번가의 사업 성장으로 동사의 순자산가치 상승 중. 일부에서 제기하고 있는 SK(주)와의 합병 가능성은 실효성도 크지 않고, 실현 가능성도 높아 보이지 않음

Analyst 안재민  
02)768-7647, jaemin.ahn@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## 주요 자회사의 기업가치 상승에 따른 NAV 증가

SK스퀘어에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 90,000원에서 120,000원으로 상향. 동사의 NAV(순자산가치, Net Asset Value) 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 SK하이닉스가 반도체 업황 개선에 따라 실적이 빠르게 좋아지며 주가가 상승하고 있어 동사의 기업가치도 동반해서 상승

반도체 사업의 업황 개선 이외에도 티맵모빌리티의 매출 성장, 11번가의 수익성 개선 노력 등 기타 자회사들의 사업 개선 노력은 지속되고 있음

동사의 목표주가는 보유하고 있는 자회사의 기업가치를 합산한 Sum of the Parts Valuation으로 산정하고 있는데, 보유 자산의 주가 상승을 반영하였고, NAV 대비 목표할인율은 기존 50%를 유지. 이를 감안하여 기업가치 16.6조원으로 산정

## SK(주)와의 합병 가능성은 낮아 보임

일각에서 언급되고 있는 SK(주)와 SK스퀘어의 합병 가능성은 낮다고 판단. 합병을 진행하게 되면 현재 대주주인 최태원 회장의 지분이 희석될 수밖에 없고, 대주주의 이혼 소송 결과에 따라 현금이 필요할 수 있는 상황에서 이러한 결정을 내릴 가능성은 높지 않을 것. 실제 합병을 시도한다고 해도 주주총회 특별결의 사항으로 전체 주주의 2/3이상 찬성할 가능성도 낮아 보임

하지만 대주주가 현금이 필요한 상황을 감안할 때 SK스퀘어의 현금 배당은 늘어날 수 있을 전망. 동사는 지난해까지 현금배당은 하지 않았고, 자사주 매입만 진행. 참고로 동사의 주주환원정책은 2025년까지 경상 배당수입의 30% 이상을 주주에게 지급하고, 투자 성과의 일부를 추가로 주주에게 환원하겠다고 발표함. 지난 2분기 크래프톤 지분을 전량 매각하였고, 추가적인 보유회사 지분 매각도 진행될 예정

Buy (유지)

목표주가 120,000원 (상향)

현재가 (24/06/18) 93,400원

업종	기타금융업
KOSPI / KOSDAQ	2,763.92 / 858.95
시가총액(보통주)	12,585.6십억원
발행주식수(보통주)	134.7백만주
52주 최고가('24/06/13)	93,800원
최저가('23/09/11)	40,150원
평균거래대금(60일)	40.9십억원
배당수익률(2024E)	1.28%
외국인지분율	52.4%

## 주요주주

SK 외 10 인		31.6%
Macquarie Investment Management Trust 외 3 인	Business	6.8%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	35.4	86.4	96.4
상대수익률 (%p)	31.5	73.1	86.6

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	2,277	2,387	2,506	2,582
증감률	-4.0	4.8	5.0	3.0
영업이익	-287.1	1,818	2,276	2,349
증감률	-17.6	-733.2	25.2	3.2
영업이익률	-12.6	76.2	90.8	91.0
(지배지분)순이익	-1,287	1,700	2,135	2,257
EPS	-9,137	12,519	15,848	16,750
증감률	-597.7	-237.0	26.6	5.7
PER	N/A	7.5	5.9	5.6
PBR	0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	N/A	5.3	3.5	2.6
ROE	-8.0	10.6	12.1	11.4
부채비율	13.6	12.0	10.8	9.8
순차입금	-1,327	-2,796	-4,724	-6,719

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

SK스퀘어는 2021년 11월 SK텔레콤에서 인적분할 되어 상장한 지주회사. 2023년 매출액은 2.28조원으로 주요 수익원 비중은 커머스사업 38.0%, 플랫폼사업 19.9%, 모빌리티사업 27.0%로 구성. SK하이닉스, 11번가, 원스토어, 티맵모빌리티 등 다양한 포트폴리오를 보유하고 있고, 이들 투자 자산의 매각이 완료되면 또 다른 M&A를 통해 신규 자산을 확보해 나갈 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- SK그룹 내 전략적 제휴를 통해 포트폴리오 기업 value-up 용이
- 자회사 배당금 통한 신규 투자 재원 확보 가능

Downside Risk

- 지주회사로서 기업가치 할인율 적용 불가피
- 금리인상 및 경기 둔화 우려로 기업공개(IPO) 시장이 냉각되었고, 이로 인한 자회사 상장 지연 및 기업가치 하락 우려

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Berkshire Hathaway	19.6	18.7	1.5	1.4	7.5	7.3
Investor AB	17.1	17.8	1.1	1.1	5.4	4.5
Nolato AB	23.1	19.8	2.9	2.8	12.6	14.0
Swire Pacific	10.1	8.8	0.4	0.4	3.5	3.9
CK Hutchison Holdings	5.4	4.9	0.2	0.2	4.5	4.7

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	18.3	N/A	7.5	5.9	5.6
PBR	0.3	0.5	0.8	0.7	0.6
PSR	2.0	3.3	5.3	5.0	4.9
ROE	1.6	-8.0	10.6	12.1	11.4
ROIC	-14.4	-28.1	139.1	172.2	176.4

자료: NH투자증권 리서치본부

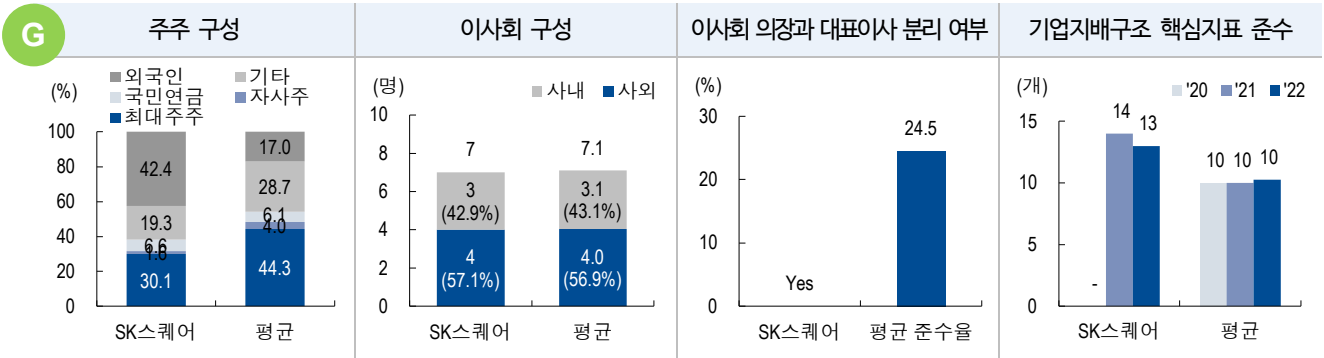
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

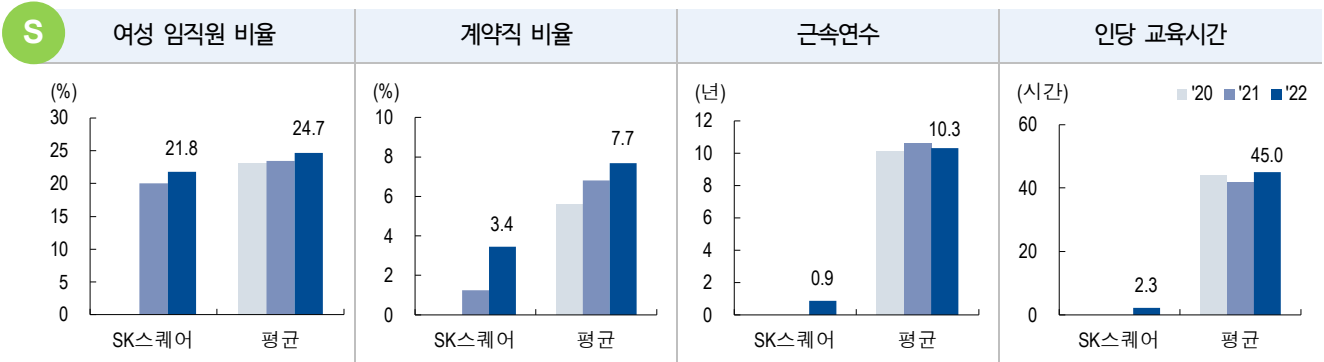
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,146	4,511	2,277
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	420	163	-287
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	36.6	3.6	-12.6
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	364	101	-2,598
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	363	256	-1,315
지배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	375	260	-1,287
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	483	537	-144
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	52	322	237
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	51	20	28
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16,134	1,836	-9,137
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	117,768	118,893	109,381
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	644	794	-1,327
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.3	1.6	-8.0
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.7	-28.1
배당성장(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.8	4.6	-8.4

자료: SK스퀘어, NH투자증권 리서치본부

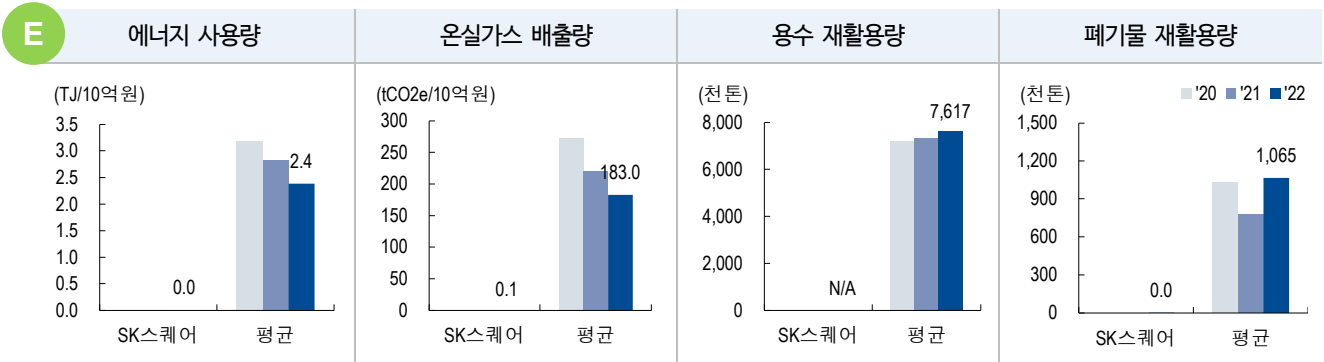
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: SK스퀘어, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: SK스퀘어, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: SK스퀘어, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2023~	- 청정기술 직접 및 간접 투자 통한 포트폴리오사 넷제로 목표 달성 지원
S	~	- 구성원 위한 인권 선언과 인권영향 평가 선제적 시행
G	~	- SK스퀘어홀딩스가 본체인 SK스퀘어 및 SK스퀘어의 자회사를 포함한 전체 그룹을 지배하는 구조

자료: SK스퀘어, NH투자증권 리서치본부

### 목표주가는 120,000원으로 상향

SK스퀘어에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 90,000원에서 120,000원으로 상향한다. 당사는 지주회사로 보유하고 있는 자회사의 기업가치를 더한 NAV(Net Asset Value)를 활용한 Sum of the Parts Valuation으로 목표주가를 산출하는데, 최근 SK하이닉스가 반도체 업황 개선에 따라 실적이 빠르게 좋아지면서 주가가 상승하고 있어 이를 감안하였고, 최근 매각한 크래프톤 지분은 순현금으로 반영하여 전체 합산가치를 상향 조정하였다.

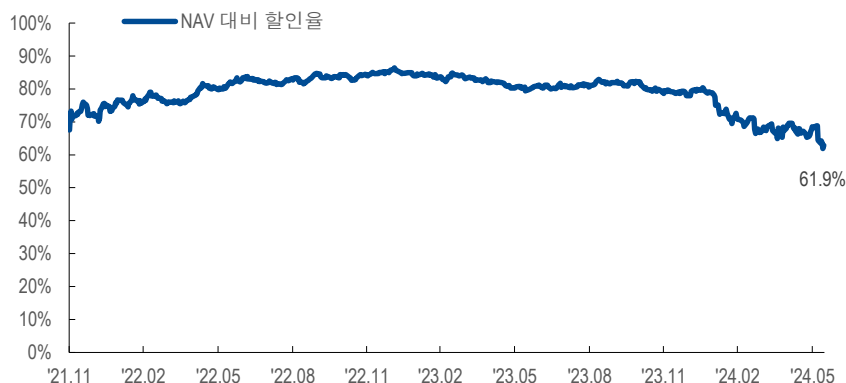
SK스퀘어의 기업가치는 33.1조원으로 SK하이닉스, 인크로스, 드림어스컴퍼니의 상장사 지분가치 29.2조원과 11번가, 원스토어, 콘텐츠웨이브, 티맵모빌리티 등 비상장사 지분가치 3.2조원을 합산하여 산정하였다. 이에 지주회사 할인율 50%를 적용한 기업가치는 16.6조원, 주당 가치는 117,122원이다.

표1. NAV(Net Asset Value) 33.1조원에서 50% 할인율을 적용한 목표주가는 120,000원

	적정가치(십억원)	비고
<b>상장사 - ①</b>	<b>29,236</b>	
SK 하이닉스	29,134	최근 1 주일 주가 평균 적용. 지분율 20.1%
인크로스	22.7	최근 1 주일 주가 평균 적용. 지분율 36.1%
드림어스컴퍼니	79.6	최근 1 주일 주가 평균 적용. 지분율 41.8%
<b>비상장사 - ②</b>	<b>3,233</b>	
11번가	1,617	2024년 예상 거래대금 0.25 배 적용. 지분율 80.3%
원스토어	253	2024년 예상 매출액 PSR 3 배 적용. 지분율 47.5%
티맵모빌리티	571	2024년 예상 매출액 PSR 3 배 적용. 지분율 60.1%
FSK L&S	189	2024년 예상 당기순이익 PER 10 배 적용. 지분율 60.0%
기타	604	장부가 및 투자 금액 적용 SK 플래닛, 공항리무진, 스파크플러스, 콘텐츠웨이브, 온마인드, SKT CS T1, 코빗, Nano-X, Sapeon 등
<b>순차입금 (별도) - ③</b>	<b>-669</b>	2 분기 중 매각한 크래프톤 지분 반영
<b>합산가치 (①+②-③)</b>	<b>33,138</b>	
주식수	141,467,571	
<b>주당 NAV (원)</b>	<b>234,245</b>	
지주회사 할인율	50%	
<b>할인율 적용한 주당 NAV (원)</b>	<b>117,122</b>	

자료: NH투자증권 리서치본부

그림1. 최근 주가 상승으로 낮아진 NAV. NAV 대비 주가 할인율 62% 수준



자료: NH투자증권 리서치본부

표2. SK스퀘어 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	2,277	2,387	2,506	2,582
	- 수정 전	-	2,523	2,951	3,560
	- 변동률	-	-5.4	-15.1	-27.5
영업이익	- 수정 후	-287.1	1,818	2,276	2,349
	- 수정 전	-	688.7	1,209	1,372
	- 변동률	-	164.0	88.3	71.2
영업이익률(수정 후)		-12.6	76.1	90.8	91.0
EBITDA		-143.6	1,941	2,391	2,461
(지배지분)순이익		-1,287	1,700	2,135	2,257
EPS	- 수정 후	-9,137	12,519	15,848	16,750
	- 수정 전	-	1,776	4,804	5,776
	- 변동률	-	604.9	229.9	190.0
PER		N/A	7.5	5.9	5.6
PBR		0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA		N/A	5.3	3.5	2.6
ROE		-8.0	10.6	12.1	11.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	2,277	2,387	2,506	2,582
증감률 (%)	-4.0	4.8	5.0	3.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,277	4,482	5,098	5,306
Gross 마진 (%)	100.0	187.8	203.4	205.5
판매비와 일반관리비	2,564	2,665	2,822	2,957
영업이익	-287.1	1,818	2,276	2,349
증감률 (%)	-17.6	-733.2	25.2	3.2
OP 마진 (%)	-12.6	76.2	90.8	91.0
EBITDA	-143.6	1,941	2,391	2,461
영업외손익	-2,310	74.9	122.9	189.7
금융수익(비용)	-200.2	122.6	183.8	253.1
기타영업외손익	-2,076	-22.5	-26.9	-27.7
중속, 관계기업관련손익	-34.1	-25.2	-34.0	-35.7
세전계속사업이익	-2,598	1,893	2,399	2,539
법인세비용	-292.3	214.5	286.0	305.5
계속사업이익	-2,305	1,678	2,113	2,234
당기순이익	-1,315	1,678	2,113	2,234
증감률 (%)	적전	후전	25.9	5.7
Net 마진 (%)	-57.8	70.3	84.3	86.5
지배주주지분 순이익	-1,287	1,700	2,136	2,257
비지배주주지분 순이익	-27.8	-22.2	-22.8	-23.5
기타포괄이익	41.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-1,273	1,678	2,113	2,234

Valuations/profitability/stability				
	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	N/A	7.5	5.9	5.6
PBR(배)	0.5	0.8	0.7	0.6
PCR(배)	156.6	6.4	5.2	5.1
PSR(배)	3.3	5.3	5.0	4.9
EV/EBITDA(배)	N/A	5.3	3.5	2.6
EV/EBIT(배)	N/A	5.7	3.7	2.7
EPS(배)	-9,137	12,519	15,848	16,750
BPS(배)	109,381	124,141	138,752	154,215
SPS(배)	16,161	17,578	18,599	19,164
자기자본이익률(ROE, %)	-8.0	10.6	12.1	11.4
총자산이익률(ROA, %)	-6.6	9.0	10.4	10.0
투자자본이익률(ROIC, %)	-28.1	139.1	172.2	176.4
배당수익률(%)	0.0	1.3	1.4	1.4
배당성장률(%)	0.0	9.4	7.8	7.7
총현금배당금(십억원)	0.0	160.0	166.7	173.3
보통주 주당배당금(원)	0	1,200	1,250	1,300
순부채(현금)/자기자본(%)	-8.4	-16.1	-24.5	-31.5
총부채/자기자본(%)	13.6	12.0	10.8	9.8
이자발생부채	47.7	1.2	1.2	1.3
유동비율(%)	165.8	277.2	420.8	567.7
총발행주식수(백만주)	139	135	135	135
액면가(원)	100	100	100	100
주가(원)	52,600	93,400	93,400	93,400
시가총액(십억원)	7,310	12,586	12,586	12,586

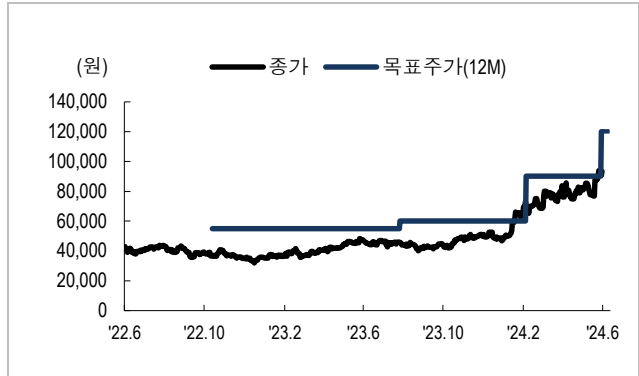
Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	1,271	2,693	4,621	6,616
매출채권	237.5	237.6	237.7	238.6
유동자산	2,289	3,711	5,640	7,639
유형자산	242.9	219.5	207.6	202.4
투자자산	14,302	14,316	14,330	14,387
비유동자산	15,681	15,696	15,715	15,784
자산총계	17,970	19,407	21,355	23,423
단기성부채	385.0	338.9	339.3	340.6
매입채무	95.9	96.0	96.1	96.5
유동부채	1,381	1,339	1,340	1,346
장기성부채	238.7	213.3	213.3	213.3
장기충당부채	4.8	4.8	4.8	4.8
비유동부채	772.9	748.0	748.5	750.6
부채총계	2,153	2,087	2,089	2,096
자본금	14.1	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320.4	1,861	3,829	5,913
비지배주주지분	614.7	592.5	569.7	546.3
자본총계	15,817	17,320	19,266	21,327

Cash flow statement				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	265.7	1,672	2,257	2,378
당기순이익	-1,315	1,678	2,113	2,234
+ 유/무형자산상각비	143.5	123.4	114.9	111.3
+ 중속, 관계기업관련손익	1,043	25.2	34.0	35.7
+ 외화환산손실(이익)	0.8	0.6	1.2	1.3
Gross Cash Flow	47.3	1,969	2,417	2,487
- 운전자본의증가(감소)	62.5	-155.5	-5.6	-4.3
투자활동 현금흐름	284.3	-164.1	-169.4	-217.5
+ 유형자산 감소	9.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-237.3	-100.0	-103.0	-106.1
+ 투자자산의매각(취득)	1,301	-38.8	-48.3	-92.1
Free Cash Flow	28.5	1,572	2,154	2,271
Net Cash Flow	550.1	1,508	2,088	2,160
재무활동 현금흐름	-281.1	-85.6	-159.6	-165.3
자기자본 증가	-1,000.0	-14.1	0.0	0.0
부채증감	718.9	-71.5	-159.6	-165.3
현금의증가	269.3	1,422	1,928	1,995
기말현금 및 현금성자산	1,271	2,693	4,621	6,616
기말 순부채(순현금)	-1,327	-2,796	-4,724	-6,719

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.06.19	Buy	120,000원(12개월)	-	-
2024.02.23	Buy	90,000원(12개월)	-13.5%	4.2%
2023.08.14	Buy	60,000원(12개월)	-19.1%	21.5%
2022.10.31	Buy	55,000원(12개월)	-27.0%	-12.1%

SK스퀘어 (402340.KS)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급 (Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 3월 31일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'SK스퀘어'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.