

주주환원에 이어 투자활동으로 기업가치 제고

적극모드로 전환할 투자활동

SK텔레콤의 비통신 자회사들을 가지고 분할해 SK 자회사이자 중간지주회사 체제로 투자활동을 지향한다고 밝힌 SK스퀘어는 3,800억원 가량 투자를 집행했고, 1조 2,274억원의 투자지분을 매각했다. 1.6조원 규모의 투자거래가 있었음에도 투자활동이 둔하다고 보는 시각은 분할당시 언급했던 반도체 소부장에 투자가 없었기 때문일 것이다. SK그룹이 추구하는 선택과 집중 그리고 압축 경영으로 SK스퀘어도 투자활동이 신중모드에서 적극모드로 전환하여 반도체 소부장 중심으로 의사결정이 빨라질 가능성이 높아 보인다. 지분 가치가 SK하이닉스와 그외 나머지로 구분되는 계열구도를 반도체 중심으로 전환하는 것이 성장주로 인식하는 계기로 긍정적일 수 있다.

주주가치 중심의 의사결정 지속

지금까지 주주가치에 반하는 의사결정은 없었다고 본다. 배당 여건이 갖춰지는대로 주주환원에 나섰고, 근본적인 수익이라 할 수 있는 배당수입과 자산 매각의 비경상이익까지 주주환원 재원으로 사용했다. 11번가에 투자를 집행하지 않은 것도 투자가 주주가치에 반한다고 판단해서다. 주주가치에 역행하는 투자는 이사회 및 주주구성 측면에서도 의사결정이 쉽지 않다.

투자의견 매수 /유지, 목표주가 125,000원 상향

SK그룹이 추구할 내실경영을 토대로 질적성장에서 SK하이닉스와 이를 지배하는 SK스퀘어의 역할이 중요해진다. 그룹 상황에 돌파구로 거론되는 여러 가설은 비용 후폭풍을 고려하면 현실성이 높지 않다. 투자활동은 가치의 중심이 주주환원에서 성장주로 도약하는 계기로 주가에 긍정적이다.

Fig. 1: SK스퀘어 연결재무제표 요약

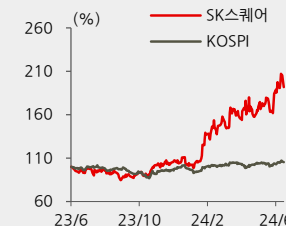
| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 2,371 | 2,277 | 2,402 | 2,045 | 2,057 |
| 영업이익 | -349 | -2,340 | 2,930 | 3,021 | 3,117 |
| 세전이익 | 41 | -2,598 | 2,951 | 3,060 | 3,174 |
| 순이익[지배] | 260 | -1,287 | 2,958 | 3,062 | 3,188 |
| EPS(원) | 1,836 | -9,137 | 21,778 | 22,723 | 23,657 |
| 증감률(%) | -88.6 | 적자전환 | 흑자전환 | 4.3 | 4.1 |
| PER(배) | 18.3 | - | 4.2 | 4.0 | 3.9 |
| PBR | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 233.6 | - | 53.9 | - | - |
| ROE(%) | 1.6 | -8.0 | 18.1 | 17.0 | 16.8 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: SK스퀘어, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

| 투자의견 | 매수 |
|-----------|----------|
| [유지] | |
| 목표주가(6M) | 125,000원 |
| [상향] | 37.1% |
| 현재주가 | 91,200원 |
| 2024/6/24 | |

| 주식지표 | |
|---------------|----------------|
| 시가총액 | 12,289십억원 |
| 52주최고가 | 98,500원 |
| 52주최저가 | 40,150원 |
| 상장주식수 | 13,475만주/0.0만주 |
| 자본금/액면가 | 14십억원/100원 |
| 60일평균거래량 | 50만주 |
| 60일평균거래대금 | 41십억원 |
| 외국인지분율 | 52.3% |
| 자기주식수 | 142만주/1.1% |
| 주요주주및지분율 | |
| SK 외 | 31.6% |
| Macquarie외 3인 | 6.8% |

주가동향



김장원

통신/지주

jw_kim@bnkfn.co.kr

02-2115-5085

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

변화가 예상되는 계열사 구조

사업과 투자대상을 반도체 중심으로 재편할 가능성이 크다.

표 1. SK스퀘어 투자기업

(단위: 억원, %)

| 기업명 | 지분율 | 투자구분 | 사업내용 | 기업가치 | 상장여부 |
|-----------------|-------|------|----------------|--------|------|
| SK플래닛 | 86.3 | 중속 | 정보통신, 소프트웨어 개발 | 2,437 | 비상장 |
| 11번가 | 80.3 | 중속 | 온라인 유통 | 8,340 | 비상장 |
| 드림어스컴퍼니 | 38.7 | 중속 | 음악서비스, 콘텐츠 | 1,035 | 상장 |
| 원스토어 | 45.8 | 중속 | 모바일 게임/앱 마켓 | 822 | 비상장 |
| id Quantique SA | 56.9 | 중속 | | 785 | 비상장 |
| SK Square 미국 | 100.0 | 중속 | | 2,679 | 비상장 |
| FSK L&S | 60.0 | 중속 | 화물운송, 물류컨설팅 | 178 | 비상장 |
| 인크로스 | 36.1 | 중속 | 디지털 광고 | 537 | 상장 |
| 티맵모빌리티 | 60.1 | 중속 | 위치기반서비스 | 3,176 | 비상장 |
| TGC 스퀘어 | 34.9 | 중속 | | 60 | 비상장 |
| SK하이닉스 | 20.1 | 관계 | 반도체 | 33,747 | 상장 |
| 콘텐츠웨이브 | 36.7 | 관계 | OTT, 방송 프로그램 | 1,449 | 비상장 |
| 스파크플러스 | 19.1 | 관계 | 사업시설 유지 관리 | 271 | 비상장 |
| 온마인드 | 37.5 | 관계 | 방송 프로그램 제작 | 79 | 비상장 |
| 코빅 | 32.3 | 관계 | 가상자산 거래소 | 141 | 비상장 |
| SKT 일본 | 33.0 | 관계 | 투자업 | 12 | 비상장 |
| 코리아시큐리티홀딩스 | 32.0 | 공동 | 투자업 | 4,270 | 비상장 |
| SKTCT1 | 55.4 | 공동 | 스포츠 클럽 운영 | 735 | 비상장 |
| Techmaker GmbH | 50.0 | 공동 | 정보통신업 | 56 | 비상장 |

자료: 감사보고서, BNK투자증권

표 2. 티맵모빌리티 투자기업

(단위: 억원, %)

| 기업명 | 지분율 | 투자 | 사업내용 | 기업가치 |
|---------|-------|----|-------------|-------|
| 와이엘피 | 100.0 | 중속 | 화물운송 중개 서비스 | 1,040 |
| 굿서비스 | 100.0 | 중속 | | 100 |
| 서울공항리무진 | 100.0 | 중속 | 공항리무진 버스 운영 | 579 |
| 로지소프트 | 100.0 | 중속 | | 795 |
| 캐롯손해보험 | 10.1 | 관계 | | 301 |
| 공항리무진 | 40.0 | 관계 | 공항리무진 버스 운영 | 577 |
| A사 | 23.5 | 관계 | | 164 |
| B사 | 9.1 | 관계 | | 40 |

자료: 감사보고서, BNK투자증권

표 3. SK스퀘어 투자 및 매각 진행 상황

(단위: 억원)

| 기업명 | 투자 | | 매각 | | |
|--------|-----|---------|-------|---------|-------|
| | 금액 | 기업명 | 금액 | 기업명 | |
| 코빗 | 873 | 로지소프트 | 253 | 나노엔텍 | 280 |
| 온마인드 | 80 | 서울공항리무진 | 650 | SK실더스 | 8,646 |
| HAEGIN | 250 | 공항리무진 | 1,329 | SK엠앤서비스 | 723 |
| 그린랩 | 350 | | | 크라프트론 | 2,625 |

주: 로지소프트, 서울공항리무진, 공항리무진은 티맵모빌리티가 인수 주체 자료: 전자공시시스템, 회사 IR자료, BNK투자증권

적극적인 주주환원

배당수입과 투자성과금에 주주환원을 대입해 왔고, 앞으로도 유지할 계획이다.

표 4. 주주환원 재원과 실행

(단위: 억원)

| 재원 | | | | 실행 | | | |
|------|------|--------|-------|--------|------|-------|----------|
| 항목 | 시기 | 대상 | 금액 | 항목 | 시기 | 금액 | 비고 |
| 배당 | 2022 | 전체 | 4,085 | 자사주 매입 | 2023 | 1,100 | 배당 재원 활용 |
| | | sk하이닉스 | 3,565 | 후 소각 | | 2,000 | 투자 성과 활용 |
| | 2023 | 전체 | 1,771 | 자사주 매입 | 2024 | 1,000 | 배당 재원 활용 |
| | | sk하이닉스 | 1,753 | | | | |
| 자산매각 | 2023 | 나노엔텍 | 515 | | | | |
| | | SK실더스 | 4,146 | | | | |
| | 2024 | 크라프트톤 | 2,700 | | | | |

자료: 공시시스템, BNK투자증권

표 5. 주주환원 중장기 정책('23~'25)

| | |
|----|-------------------------------|
| 규모 | 경상배당수입의 30% 이상. 투자 성과의 일부도 포함 |
| 방식 | 자사주 매입 후 전량 소각 또는 현금배당 |

자료: 공시시스템, BNK투자증권

외국인 지분율과 주주가치 중심의 의사결정이 주가 상승 동력

SK하이닉스의 실적 개선에 이은 배당여력과 외국인 지분율이 주가 상승의 원동력이다.

Fig. 2: SK스퀘어 주가와 외국인 지분율



자료: Quantwise, BNK투자증권

표 6. Valuation

(단위: 억원, 원)

| 항목 | 가치 | 비고 |
|------|---------|--|
| 상장사 | 329,577 | SK하이닉스 등 상장사 시가총액 기준 지분가치로 직전 보고서 시점대비 상승 |
| 비상장사 | 45,829 | 주요 계열사가치는 회사측 제시안 참고 |
| 순차입금 | -12,000 | 2024년 1분기 별도기준. SK실더스 매각 잔여금과 크래프트톤 지분 매각 포함 |
| 주당가치 | 124,703 | 상장사 할인율 65%에서 60% 변경, 비상장사 55% 유지 |

자료: 회사측 IR 자료, 사업보고서, BNK투자증권

재무상태표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산 | 2,865 | 2,289 | 2,610 | 3,040 | 3,818 |
| 현금성자산 | 1,002 | 1,271 | 1,544 | 1,884 | 2,420 |
| 매출채권 | 458 | 237 | 196 | 214 | 267 |
| 재고자산 | 117 | 113 | 79 | 82 | 97 |
| 비유동자산 | 19,296 | 15,681 | 17,488 | 17,848 | 17,917 |
| 투자자산 | 15,588 | 14,302 | 16,124 | 16,375 | 16,345 |
| 유형자산 | 887 | 243 | 224 | 222 | 221 |
| 무형자산 | 2,626 | 513 | 519 | 519 | 519 |
| 자산총계 | 22,161 | 17,970 | 20,097 | 20,888 | 21,735 |
| 유동부채 | 1,820 | 1,381 | 1,261 | 1,259 | 1,256 |
| 매입채무 | 260 | 96 | 68 | 67 | 67 |
| 단기차입금 | 32 | 47 | 46 | 46 | 46 |
| 비유동부채 | 3,178 | 773 | 788 | 775 | 765 |
| 사채및장기차입금 | 1,972 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 부채총계 | 4,997 | 2,153 | 2,049 | 2,034 | 2,021 |
| 지배기업지분 | 16,819 | 15,202 | 17,528 | 18,440 | 19,427 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 6,912 | 5,912 | 5,912 | 5,912 | 5,912 |
| 이익잉여금 | 759 | 320 | 3,277 | 6,339 | 9,527 |
| 자본총계 | 17,163 | 15,817 | 18,049 | 18,854 | 19,713 |
| 총차입금 | 2,413 | 624 | 590 | 591 | 591 |
| 순차입금 | 975 | -911 | -1,116 | -1,463 | -2,037 |

현금흐름표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동현금흐름 | 342 | 266 | 2,531 | 2,958 | 2,944 |
| 당기순이익 | 256 | -1,315 | 2,858 | 2,955 | 3,059 |
| 비현금비용 | 672 | 1,672 | 230 | 224 | 233 |
| 감가상각비 | 375 | 143 | 103 | 102 | 101 |
| 비현금수익 | -662 | -310 | -485 | -98 | -120 |
| 자산및부채의증감 | -205 | 63 | -50 | -99 | -217 |
| 매출채권감소 | -32 | 316 | 75 | -19 | -52 |
| 재고자산감소 | -84 | -18 | 33 | -2 | -15 |
| 매입채무증가 | 46 | -179 | -54 | 0 | -1 |
| 법인세환급(납부) | -39 | -24 | -80 | -104 | -114 |
| 투자활동현금흐름 | -58 | 284 | -2,174 | -2,620 | -2,407 |
| 유형자산증가 | -322 | -237 | -86 | -100 | -100 |
| 유형자산감소 | 1 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산순감 | -50 | -20 | -4 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 69 | -281 | -46 | 1 | 0 |
| 차입금증가 | 29 | -1,790 | -34 | 1 | 0 |
| 자본의증감 | 0 | -1,000 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -8 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 359 | 269 | 273 | 340 | 536 |
| 기말현금 | 1,002 | 1,271 | 1,544 | 1,884 | 2,420 |
| 인여현금흐름(FCF) | 20 | 28 | 2,445 | 2,858 | 2,844 |

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 2,371 | 2,277 | 2,402 | 2,045 | 2,057 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 2,371 | 2,277 | 2,402 | 2,045 | 2,057 |
| 매출총이익률 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와관리비 | 2,719 | 2,564 | 2,287 | 2,295 | 2,301 |
| 판관비용 | 114.7 | 112.6 | 95.2 | 112.2 | 111.9 |
| 영업이익 | -349 | -2,340 | 2,930 | 3,021 | 3,117 |
| 영업이익률 | -14.7 | -102.8 | 122.0 | 147.7 | 151.5 |
| EBITDA | 26 | -144 | 217 | -149 | -143 |
| 영업외손익 | 389 | -258 | 21 | 38 | 56 |
| 금융이자손익 | 17 | 45 | 56 | 73 | 96 |
| 외화관련손익 | -3 | -1 | 3 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 375 | -302 | -38 | -35 | -40 |
| 세전이익 | 41 | -2,598 | 2,951 | 3,060 | 3,174 |
| 세전이익률 | 1.7 | -114.1 | 122.9 | 149.6 | 154.3 |
| 법인세비용 | 2 | -292 | 93 | 104 | 114 |
| 법인세율 | 4.9 | 11.2 | 3.2 | 3.4 | 3.6 |
| 계속사업이익 | 39 | -2,305 | 2,858 | 2,955 | 3,059 |
| 당기순이익 | 256 | -1,315 | 2,858 | 2,955 | 3,059 |
| 당기순이익률 | 10.8 | -57.8 | 119.0 | 144.5 | 148.7 |
| 지배기업순이익 | 260 | -1,287 | 2,958 | 3,062 | 3,188 |
| 총포괄손익 | -226 | -1,273 | 2,300 | 805 | 859 |

주요투자지표

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS (원) | 1,836 | -9,137 | 21,778 | 22,723 | 23,657 |
| BPS | 118,943 | 110,540 | 131,586 | 138,353 | 145,684 |
| CFPS | 1,886 | 336 | 19,163 | 22,867 | 23,541 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER (배) | 18.3 | - | 4.2 | 4.0 | 3.9 |
| PSR | 2.0 | 3.3 | 5.2 | 6.0 | 6.0 |
| PBR | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| PCR | 17.8 | 156.6 | 4.8 | 4.0 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 233.6 | - | 53.9 | - | - |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출액증가율 | 106.8 | -4.0 | 5.5 | -14.9 | 0.6 |
| 영업이익증가율 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.1 | 3.2 |
| 순이익증가율 | -30.8 | 0.0 | 0.0 | 3.5 | 4.1 |
| EPS증가율 | -88.6 | 0.0 | 0.0 | 4.3 | 4.1 |
| 부채비율 (%) | 29.1 | 13.6 | 11.4 | 10.8 | 10.3 |
| 차입금비율 | 14.1 | 3.9 | 3.3 | 3.1 | 3.0 |
| 순차입금/자기자본 | 5.7 | -5.8 | -6.2 | -7.8 | -10.3 |
| ROA (%) | 1.1 | -6.6 | 15.0 | 14.4 | 14.4 |
| ROE | 1.6 | -8.0 | 18.1 | 17.0 | 16.8 |
| ROIC | -11.4 | -94.7 | 337.8 | 386.5 | 298.9 |

주: K-IFRS 연결 기준, 2024/6/24 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

| 종목명 | 날짜 | 투자의견 | 목표주가 (6M) | 과리율(%) | |
|-------------------|----------|------|--------------|--------|-------|
| | | | | 평균 | H/L |
| SK스퀘어 (402340) | 23/10/06 | 보유 | 49,000원 | -11.1 | -8.3 |
| | 23/11/03 | 보유 | 49,000원 | -0.7 | 4.1 |
| | 23/12/04 | 보유 | 49,000원 | 2.6 | -0.9 |
| | 24/01/03 | 보유 | 49,000원 | 1.9 | -4.4 |
| | 24/02/05 | 보유 | 49,000원 | 36.2 | 27.3 |
| | 24/02/27 | 매수 | 87,000원 | -20.3 | -19.3 |
| | 24/03/05 | 매수 | 87,000원 | -14.9 | -8.0 |
| | 24/04/03 | 매수 | 87,000원 | -9.8 | -1.7 |
| | 24/05/02 | 매수 | 97,000원 | -21.8 | -20.7 |
| | 24/05/08 | 매수 | 97,000원 | -16.5 | -12.0 |
| | 24/06/05 | 매수 | 97,000원 | -4.7 | 1.5 |
| | 24/06/25 | 매수 | 125,000원 | - | - |

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2024.03.31기준) / 매수(Buy) 83.2%, 보유(Hold) 15.9%, 매도(Sell) 0.9%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.