

SK 스퀘어 (402340/KS)

극단적 가정에도 상승여력 충분

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 62,000 원(유지)

현재주가: 47,100 원

상승여력: 31.6%



Analyst
최관순

ks1.choi@sks.co.kr
3773-8812

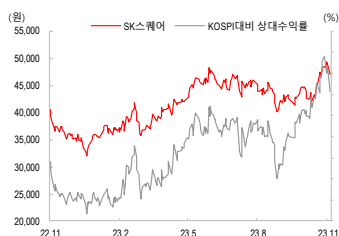
Company Data

발행주식수	13,898 만주
시가총액	6,546 십억원
주요주주	
SK(외10)	30.59%
국민연금공단	6.59%

Stock Data

주가(23/11/20)	47,100 원
KOSPI	2,491.20 pt
52주 최고가	49,350 원
52주 최저가	32,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



11 번가 리스크 부각되며 전일 주가 하락

전일 SK 스퀘어는 11 번가 지분매각 불발 뉴스로 주가가 3.1% 하락했다. 언론보도에 따르면 SK 스퀘어는 11 번가 FI 인 나일홀딩스 지분 18.18% 매각을 위해 큐텐과의 협상을 진행하였으나 최근 협상중단을 통보했다. 보도에 따르면 나일홀딩스는 18년 11 번가에 5,000 억원을 투자하며 5년 내 기업공개의 조건을 걸었는데 시장상황이 여의치 않아 지분매각을 추진했다. 만약 매각이 되지 않을 경우 SK 스퀘어는 일정 이자를 지급하고 FI의 지분을 매입하거나 FI는 SK 스퀘어 보유 지분을 포함하여 지분을 매각하는 Drag-along을 행사할 가능성이 있는 것으로 보도되었다.

극단적 가정에서도 매력적인 SK 스퀘어 주가

극단적인 가정 하에서도 SK 스퀘어 주가는 충분히 매력적이다. 전일 기준 SK 스퀘어의 NAV는 23.6 조원(할인율: 72.4%)으로 이 중 11 번가의 NAV는 1 조원에 불과하다. 극단적으로 11 번가의 가치를 0으로 가정한다고 해도 SK 스퀘어 NAV는 22.6 조원, NAV 대비 할인율은 71.1%로 지주회사 내 가장 저평가 상태이다. 정확한 계약조건은 업체간 비밀준수조약으로 확인하기 어렵지만 SK 스퀘어는 올해에만 두차례(1,100 억원 + 2,000 억원) 자사주를 매입하고 있다는 점을 고려하면 이번 딜 무산을 가정해도 단기간 SK 스퀘어에 미치는 재무적인 영향은 제한적일 것으로 추정된다.

투자의견 매수, 목표주가 62,000 원(유지)

SK 스퀘어에 대한 투자의견 매수를 유지한다. SK 하이닉스가 52주 신고가를 경신하는 등 자회사 가치의 지속적인 증가에도 불구하고 70%를 상회하는 NAV 대비 할인율은 과도하다고 판단하기 때문이다. 11 번가 지분매각 지연에도 불구하고 SK 스퀘어의 재무 상태에 미치는 영향은 제한적일 것으로 추정되며, 11 번가 가치를 0으로 가정하는 극단적인 전제하에서도 SK 스퀘어는 여전히 밸류에이션 매력이 높다. 현재 진행중인 자사주 매입까지 고려한다면 SK 스퀘어의 현 주가는 충분한 상승여력이 있는 매력적인 주가이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,146	4,511	563	3,434	4,861
영업이익	십억원	0	420	163	-2,148	696	1,954
순이익(지배주주)	십억원	0	375	260	-955	543	1,446
EPS	원	0	2,641	713	-13,981	3,906	10,402
PER	배	0.0	25.1	47.1	-3.4	12.1	4.5
PBR	배	0.0	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	0.0	21.5	11.3	-2.4	6.7	1.9
ROE	%	0.0	2.3	1.6	-5.9	3.4	8.5

SK 스퀘어 NAV 대비 할인율

(단위: 억원)

구분	지분율	장부가액	시가총액	NAV	비고
(1)상장사					
SK 하이닉스	20.1%	33,747	956,595	192,276	
드림어스컴퍼니	41.8%	1,568	1,740	727	
인크로스	34.6%	537	1,356	469	
크라프트온	2.2%		98,176	2,172	
SK 스퀘어	0.1%		65,460	55	
(2)비상장사					
원스토어	47.5%	822		822	장부가액
11 번가	80.3%	10,494		10,494	장부가액
티맵모빌리티	66.3%	3,176		3,176	장부가액
콘텐츠웨이브	37.5%	1,909		1,909	장부가액
SK 실더스	32.2%	7,856		7,856	장부가액
FSK L&S	60.0%	178		178	장부가액
SK 플래닛	98.7%	4,048		4,048	장부가액
기타		6,916		6,916	장부가액
지분가치 합계		71,251		231,098	
SK 스퀘어 별도기준 순차입금				-5,661	3Q23 별도 기준
SK 스퀘어 NAV				236,759	
SK 스퀘어 시가총액				65,460	
현주가 NAV 대비 할인율				72.4%	

자료: SK 증권

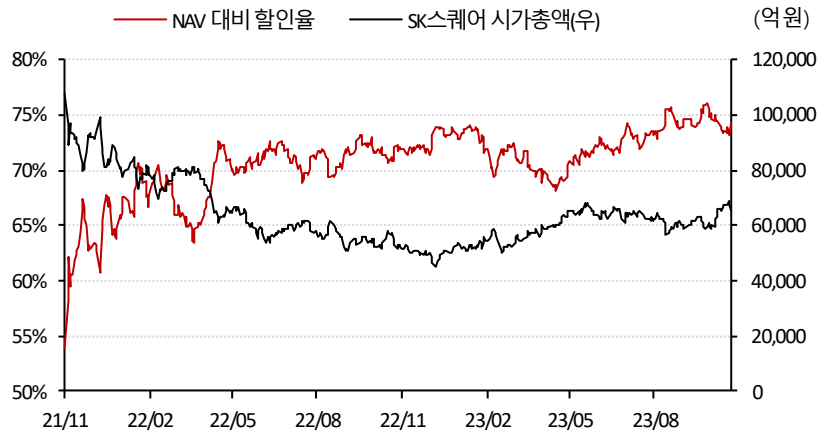
SK 스퀘어 NAV 대비 할인율(11 번가 가치 0 으로 가정)

(단위: 억원)

구분	지분율	장부가액	시가총액	NAV	비고
(1)상장사					
SK 하이닉스	20.1%	33,747	956,595	192,276	
드림어스컴퍼니	41.8%	1,568	1,740	727	
인크로스	34.6%	537	1,356	469	
크라프트온	2.2%		98,176	2,172	
SK 스퀘어	0.1%		65,460	55	
(2)비상장사					
원스토어	47.5%	822		822	장부가액
11 번가	80.3%	10,494		0	장부가액
티맵모빌리티	66.3%	3,176		3,176	장부가액
콘텐츠웨이브	37.5%	1,909		1,909	장부가액
SK 실더스	32.2%	7,856		7,856	장부가액
FSK L&S	60.0%	178		178	장부가액
SK 플래닛	98.7%	4,048		4,048	장부가액
기타		6,916		6,916	장부가액
지분가치 합계		71,251		220,604	
SK 스퀘어 별도기준 순차입금				-5,661	3Q23 별도 기준
SK 스퀘어 NAV				226,265	
SK 스퀘어 시가총액				65,460	
현주가 NAV 대비 할인율				71.1%	

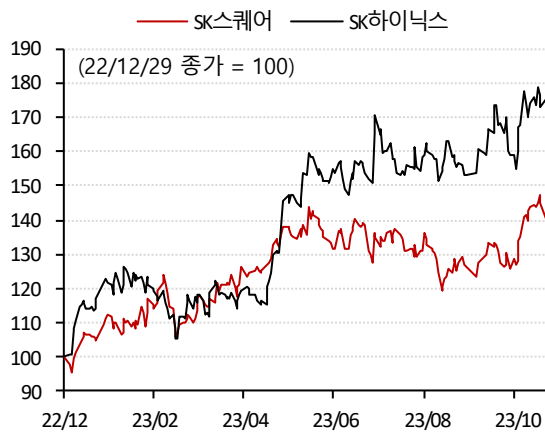
자료: SK 증권

SK 스퀘어 NAV 대비 할인율과 시가총액 추이



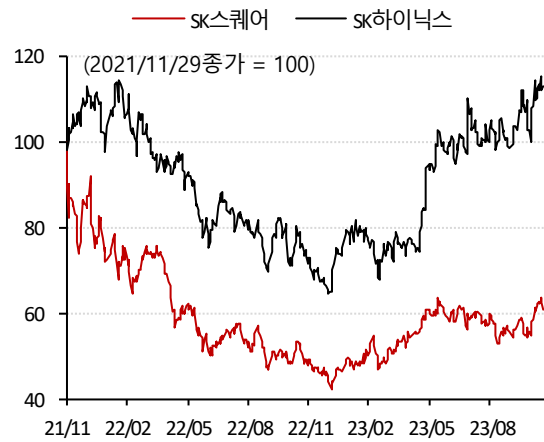
자료: SK 증권

연초 이후 SK 스퀘어와 SK 하이닉스 상대주가



자료: SK 증권

SK 스퀘어 상장 이후 SK 스퀘어와 SK 하이닉스 상대주가



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,967	2,865	7,519	6,998	8,682
현금및현금성자산	642	1,002	2,183	1,763	3,290
매출채권 및 기타채권	1,151	1,099	766	715	794
재고자산	37	117	255	358	397
비유동자산	19,672	19,296	15,160	15,514	15,617
장기금융자산	1,319	516	448	448	448
유형자산	805	887	249	603	707
무형자산	2,503	2,626	516	516	516
자산총계	22,639	22,161	22,679	22,511	24,299
유동부채	2,517	1,820	5,830	5,073	5,289
단기금융부채	202	114	84	84	84
매입채무 및 기타채무	1,094	784	2,724	1,966	2,183
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	3,266	3,178	710	710	710
장기금융부채	2,183	2,282	248	248	248
장기매입채무 및 기타채무	30	23	11	11	11
장기충당부채	5	6	5	5	5
부채총계	5,784	4,997	6,540	5,783	5,999
지배주주지분	16,600	16,820	15,804	16,347	17,792
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	6,912	5,912	5,912	5,912
기타자본구성요소	8,894	9,023	8,919	8,919	8,919
자기주식	-9	-7	-112	-112	-112
이익잉여금	369	759	763	1,305	2,751
비지배주주지분	195	344	335	382	508
자본총계	16,855	17,163	16,139	16,729	18,300
부채외자본총계	22,639	22,161	22,679	22,511	24,299

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	101	23	1,959	-122	1,766
당기순이익(손실)	363	256	-964	590	1,571
비현금성항목등	-298	11	1,365	229	481
유형자산감가상각비	63	375	144	96	96
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-361	-364	1,221	133	384
운전자본감소(증가)	36	-205	1,568	-809	98
매출채권및기타채권의감소(증가)	-66	-32	168	51	-79
재고자산의감소(증가)	-1	-84	-155	-102	-39
매입채무및기타채무의증가(감소)	54	46	1,623	-757	217
기타	48	-135	-67	0	0
법인세납부	-0	-39	-27	-162	-438
투자활동현금흐름	-138	330	-21	-450	-200
금융자산의감소(증가)	-29	605	111	0	0
유형자산의감소(증가)	-52	-321	-226	-450	-200
무형자산의감소(증가)	-18	-50	2,110	0	0
기타	-39	96	-2,016	0	0
재무활동현금흐름	62	-16	-69	0	0
단기금융부채의증가(감소)	72	-89	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-9	-50	-29	0	0
자본의증가(감소)	6,926	0	-1,000	0	0
배당금지급	0	-8	-6	0	0
기타	-6,928	131	966	0	0
현금의 증가(감소)	16	359	1,181	-419	1,527
기초현금	626	642	1,002	2,183	1,763
기말현금	642	1,002	2,183	1,763	3,290
FCF	49	-298	1,733	-572	1,566

자료 : SK스퀘어, SK증권 추정

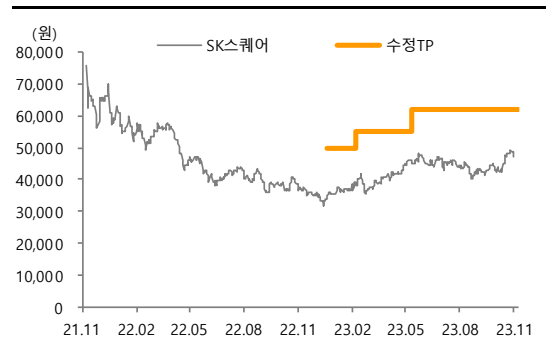
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,146	4,511	563	3,434	4,861
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,146	4,511	563	3,434	4,861
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	727	4,348	2,711	2,738	2,907
영업이익	420	163	-2,148	696	1,954
영업이익률(%)	36.6	3.6	-381.8	20.3	40.2
비영업손익	-55	-61	47	56	56
순금융손익	-10	-49	24	23	48
외환관련손익	-1	-3	3	0	0
관계기업등 투자손익	-4	17	1	0	0
세전계속사업이익	364	101	-2,101	752	2,010
세전계속사업이익률(%)	31.8	2.2	-373.3	21.9	41.3
계속사업법인세	3	4	-149	162	438
계속사업이익	362	97	-1,952	590	1,571
중단사업이익	2	159	988	0	0
*법인세효과	-1	-29	102	0	0
당기순이익	363	256	-964	590	1,571
순이익률(%)	31.7	5.7	-171.4	17.2	32.3
지배주주	375	260	-955	543	1,446
지배주주귀속 순이익률(%)	32.7	5.8	-169.8	15.8	29.7
비지배주주	-12	-4	-9	47	126
총포괄이익	372	-226	-923	590	1,571
지배주주	395	30	-923	581	1,548
비지배주주	-23	-256	0	9	23
EBITDA	483	537	-2,004	792	2,050

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-	293.5	-87.5	510.2	41.6
영업이익	N/A	-61.2	적전	흑전	180.8
세전계속사업이익	N/A	-72.2	적전	흑전	167.3
EBITDA	N/A	11.2	적전	흑전	158.8
EPS	N/A	-73.0	적전	흑전	166.3
수익성 (%)					
ROA	1.6	1.1	-4.3	2.6	6.7
ROE	2.3	1.6	-5.9	3.4	8.5
EBITDA마진	42.1	11.9	-356.2	23.1	42.2
안정성 (%)					
유동비율	117.9	157.4	129.0	138.0	164.1
부채비율	34.3	29.1	40.5	34.6	32.8
순차입금/자기자본	4.8	5.7	-13.5	-10.5	-17.9
EBITDA/이자비용(배)	39.6	7.3	-327.3	136.8	354.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,641	713	-13,981	3,906	10,402
BPS	117,832	118,943	114,516	118,421	128,823
CFPS	3,100	4,484	-5,838	4,599	11,095
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	25.1	47.1	-3.4	12.1	4.5
PBR	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
PCR	21.4	7.5	-8.1	10.2	4.2
EV/EBITDA	21.5	11.3	-2.4	6.7	1.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.06.02	매수	62,000원	6개월		
2023.02.27	매수	55,000원	6개월	-26.26%	-15.73%
2023.01.10	매수	50,000원	6개월	-26.58%	-21.40%



Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 21일 기준)

투자등급	비율
매수	93.51%
중립	6.49%
매도	0.00%