

SK스퀘어 (402340)

나 혼자만 밸류업

1Q24 Review: 6개 분기만에 턱어라운드

1Q24 연결 매출액은 4,983억원 (-14.6% YoY), 영업이익은 3,238억원(흑전 YoY)으로 6개 분기만에 흑자전환 했다. 11번가의 수익성 중심 전략과 계열사 CAPEX 감소에 따른 FSK L&S의 외형이 축소되며 연결 매출액은 감소했으나 SK하이닉스의 흑자전환으로 지분법손익이 (+)로 전환했다. 티맵모빌리티는 MAU가 1,469만명(+5.1% YoY)으로 성장했으며, 매출액은 791억원(+30.4% YoY)으로 화물중개를 비롯한 전사업부가 고성장을 기록한 것으로 파악된다. 11번가는 마케팅비 효율화와 비용절감 등이 이어지며 영업손실이 1Q23 -313억원에서 1Q24 -195억원으로 축소됐다. 원스토어는 국내 및 중국 대작 게임을 유치하며 6개 분기만에 매출액이 턱어라운드했다. 지난 2월 디지털터빈으로부터 1,000만달러 투자유치(이후 5,000만달러까지 확대 예정)를 받으며 해외 진출이 본격화되고 있다. 2Q24 중 해피톡(게임 퍼블리셔)과 공동사업을 추진할 예정이며 일본, 유럽 시장 확대를 위한 파트너십도 확대 중이다.

업종 내 가장 활발한 주주환원

25년까지 경상 배당수입의 30% 이상, Harvest 성과 일부를 활용하는 주주환원 정책을 실행하고 있다. 23년 3월 1,100억원(22년 경상 배당수입의 30%, 소각 완료), 23년 8월 2,000억원(SK실더스 매각대금 일부, 소각 완료), 24년 4월 1,000억원(23년 경상 배당수입의 60%, 소각 예정) 등 23년 이후 총 4,100억원 규모의 자사주 매입과 672만주(발행주식의 4.7%) 소각을 완료했다. 지난 4월 크래프톤 지분 전량을 2,625억원에 매각해 연내 추가적인 주주환원이 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 상향

SK하이닉스 지분가치 상승과 순차입금 변동, 크래프톤 매각을 반영한 동사의 적정 기업가치는 14.0조원이다. 투자 포트폴리오 성과도 지속적으로 나타날 것으로 예상된다. 동사에 대해 목표주가를 기존 79,000원에서 100,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다.



이승웅 통신/지주/방산/우주항공
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **100,000원 (U)**

현재주가 (5/24) **85,400원**

상승여력 **17%**

| | |
|-------------|-------------------|
| 시가총액 | 115,076억원 |
| 총발행주식수 | 134,749,960주 |
| 60일 평균 거래대금 | 383억원 |
| 60일 평균 거래량 | 502,959주 |
| 52주 고/저 | 85,500원 / 40,150원 |
| 외인지분율 | 51.96% |
| 배당수익률 | 0.00% |
| 주요주주 | SK 외 10인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|-------|------|------|
| 절대 | (0.1) | 23.2 | 92.3 |
| 상대 | (0.6) | 22.3 | 83.7 |
| 절대 (달러환산) | (0.1) | 19.8 | 85.0 |

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 2Q24E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|------------|-----------|------|-----------|
| 매출액 | 536 | 흑전 | -39.5 | 591 | -9.4 |
| 영업이익 | 501 | 흑전 | 54.7 | 370 | 35.3 |
| 세전계속사업이익 | 495 | 흑전 | 40.9 | | |
| 지배순이익 | 438 | 흑전 | 27.1 | 586 | -25.2 |
| 영업이익률 (%) | 93.5 | -483.1 %pt | +56.9 %pt | 62.7 | +30.8 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 81.9 | -463.7 %pt | +43.0 %pt | 99.2 | -17.3 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 2,371 | 2,277 | 2,188 | 2,355 |
| 영업이익 | -349 | -2,340 | 2,244 | 3,543 |
| 지배순이익 | 260 | -1,287 | 1,589 | 2,633 |
| PER | 24.8 | -4.7 | 7.3 | 4.4 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 299.4 | -40.0 | -163.8 | 274.5 |
| ROE | 1.6 | -8.0 | 9.9 | 14.5 |

자료: 유안타증권

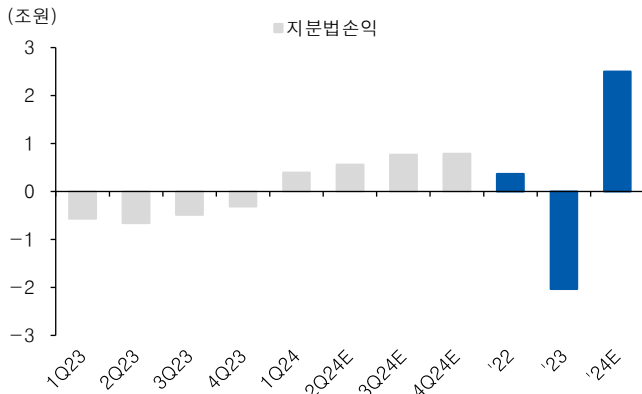
[표 1] SK스퀘어 연결 영업수익 및 영업이익 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E |
|---------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 연결 영업수익 | 584 | 536 | 527 | 630 | 498 | 536 | 534 | 620 | 2,277 | 2,188 |
| 별도 영업수익 | 46 | 44 | 44 | 44 | 45 | 44 | 44 | 44 | 178 | 177 |
| 연결 자회사 | 582 | 535 | 526 | 609 | 494 | 531 | 529 | 614 | 2,252 | 2,168 |
| 11번가 | 216 | 197 | 189 | 264 | 171 | 183 | 178 | 251 | 865 | 783 |
| SK 플래닛 | 61 | 67 | 68 | 90 | 62 | 68 | 69 | 91 | 286 | 290 |
| 드림어스컴퍼니 | 70 | 67 | 71 | 62 | 63 | 64 | 68 | 62 | 270 | 257 |
| 원스토어 | 49 | 43 | 40 | 36 | 41 | 49 | 45 | 41 | 167 | 176 |
| FSK L&S | 115 | 80 | 70 | 59 | 68 | 68 | 60 | 47 | 324 | 243 |
| 인크로스 | 10 | 12 | 11 | 13 | 8 | 13 | 13 | 15 | 47 | 49 |
| 티맵모빌리티 | 61 | 69 | 76 | 86 | 79 | 87 | 97 | 107 | 292 | 371 |
| 연결 영업이익 | -639 | -735 | -561 | -405 | 324 | 501 | 713 | 707 | -2,340 | 2,244 |

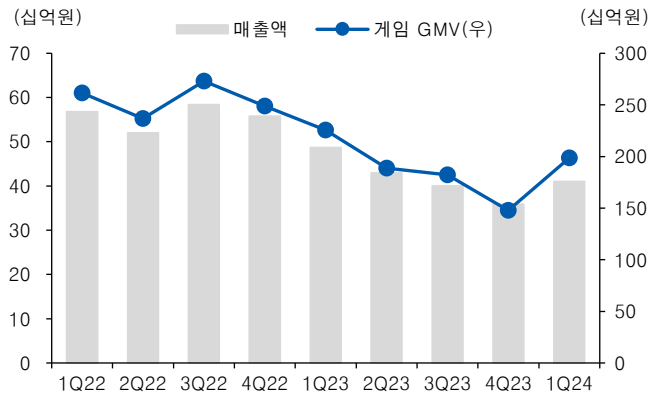
자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SK스퀘어 지분법 손익 추이 및 전망



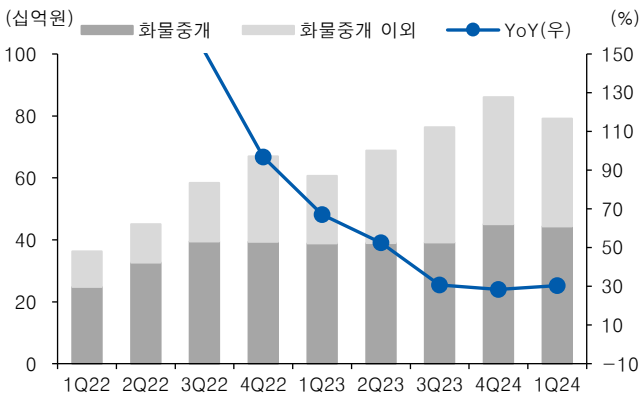
자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 원스토어 매출액 및 게임 GMV 추이



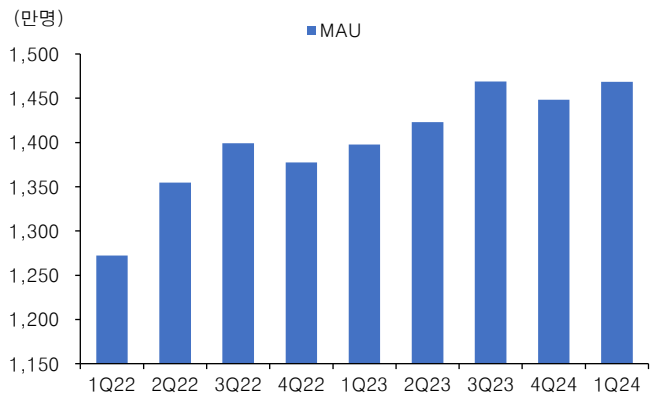
자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 티맵모빌리티 매출액 추이



자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 티맵모빌리티 MAU 추이



자료: SK스퀘어, 유안타증권 리서치센터

[표 2] SK 스퀘어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

| | 기업 가치 | 지분율 | 적정 가치 | 비고 |
|--------------------|---------|-------|---------|---------------------|
| A. 상장 자회사 가치 | | | 8,983 | A=@*30.1%(지배주주 지분율) |
| @ 상장 자회사 총 지분가치 | | | 29,404 | |
| SK 하이닉스 | 144,581 | 20.1% | 29,017 | 전일 시가총액 |
| 드림어스컴퍼니 | 207 | 41.8% | 87 | |
| 인크로스 | 105 | 36.1% | 38 | |
| 크라프트온 | 263 | | 263 | 4/23 매각 대금 |
| B. 비상장 자회사 지분가치 | | | 4,757 | |
| 티맵모빌리티 | 2,400 | 60.1% | 1,442 | |
| 코리아시큐리티홀딩스(SK 설더스) | 3,200 | 32.0% | 1,474 | 잔여 매각대금 포함 |
| 기타 | | | 1,840 | 장부가 |
| C. 순현금 | | | 429 | 3Q23말 기준 |
| D. 적정 기업가치 | | | 14,169 | D=A+B+C |
| E. NAV | | | 34,590 | E=@+B+C, 할인율 66.7% |
| F. 발행주식수(백만주) | | | 139 | |
| G. 적정주가(원) | | | 101,947 | G = D/F |
| 목표주가(원) | | | 100,000 | 상승여력 +17.1% |
| 현재주가(원) | | | 85,400 | |

자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

SK스퀘어 (402340) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 매출액 | 2,371 | 2,277 | 2,188 | 2,355 | 2,501 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 2,371 | 2,277 | 2,188 | 2,355 | 2,501 |
| 판매비 | 2,719 | 2,564 | 2,445 | 2,514 | 2,648 |
| 영업이익 | -349 | -2,340 | 2,244 | 3,543 | 3,579 |
| EBITDA | 26 | -144 | -68 | 34 | 70 |
| 영업외손익 | 389 | -258 | -215 | -181 | -116 |
| 외환관련손익 | -3 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 이자손익 | 17 | 45 | 53 | 86 | 151 |
| 관계기업관련손익 | 17 | -34 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 358 | -268 | -268 | -268 | -268 |
| 법인세비용차감전순손익 | 41 | -2,598 | 2,029 | 3,362 | 3,463 |
| 법인세비용 | 2 | -292 | 406 | 672 | 693 |
| 계속사업순손익 | 39 | -2,305 | 1,623 | 2,690 | 2,770 |
| 중단사업순손익 | 217 | 990 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 256 | -1,315 | 1,623 | 2,690 | 2,770 |
| 지배지분순이익 | 260 | -1,287 | 1,589 | 2,633 | 2,712 |
| 포괄순이익 | -226 | -1,273 | 1,623 | 2,690 | 2,770 |
| 지배지분포괄이익 | 30 | -1,243 | 1,585 | 2,626 | 2,705 |

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

| 현금흐름표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 영업활동 현금흐름 | 342 | 266 | 1,930 | 3,001 | 3,087 |
| 당기순이익 | 256 | -1,315 | 1,623 | 2,690 | 2,770 |
| 감가상각비 | 375 | 143 | 188 | 193 | 217 |
| 외환손익 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -205 | 63 | -65 | -64 | -83 |
| 기타현금흐름 | -85 | 1,374 | 183 | 183 | 183 |
| 투자활동 현금흐름 | -58 | 284 | -1,325 | -656 | -750 |
| 투자자산 | -227 | 56 | -1,376 | -757 | -795 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -322 | -237 | -250 | -200 | -250 |
| 유형자산 감소 | 1 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 490 | 457 | 301 | 301 | 295 |
| 재무활동 현금흐름 | 69 | -2,895 | 19 | 21 | 22 |
| 단기차입금 | -72 | 285 | -17 | -16 | -15 |
| 사채 및 장기차입금 | 100 | -2,074 | -12 | -11 | -11 |
| 자본 | 0 | -1,000 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 48 | -106 | 48 | 48 | 48 |
| 연결범위변동 등 기타 | 6 | 0 | 2,064 | -547 | -564 |
| 현금의 증감 | 359 | -2,345 | 2,689 | 1,819 | 1,795 |
| 기초 현금 | 642 | 1,002 | -1,344 | 1,345 | 3,164 |
| 기말 현금 | 1,002 | -1,344 | 1,345 | 3,164 | 4,959 |
| NOPLAT | -349 | -2,340 | 2,244 | 3,543 | 3,579 |
| FCF | 20 | 28 | 1,680 | 2,801 | 2,837 |

자료: 유안타증권

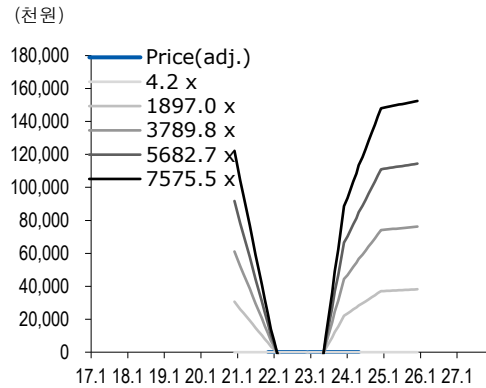
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 유동자산 | 2,865 | 2,289 | 2,371 | 4,199 | 6,048 |
| 현금및현금성자산 | 1,002 | 1,271 | 1,345 | 3,164 | 4,959 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,099 | 590 | 596 | 602 | 639 |
| 재고자산 | 117 | 113 | 114 | 116 | 123 |
| 비유동자산 | 19,296 | 15,681 | 17,119 | 17,883 | 18,711 |
| 유형자산 | 887 | 243 | 305 | 311 | 344 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 15,105 | 13,758 | 15,134 | 15,890 | 16,685 |
| 기타투자자산 | 483 | 544 | 545 | 545 | 545 |
| 자산총계 | 22,161 | 17,970 | 19,490 | 22,082 | 24,759 |
| 유동부채 | 1,820 | 1,381 | 1,315 | 1,253 | 1,194 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,619 | 932 | 885 | 841 | 799 |
| 단기차입금 | 32 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 유동성장기부채 | 31 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 3,178 | 773 | 735 | 699 | 665 |
| 장기차입금 | 1,706 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 사채 | 266 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 4,997 | 2,153 | 2,050 | 1,952 | 1,859 |
| 지배지분 | 16,820 | 15,202 | 16,791 | 19,424 | 22,136 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 6,912 | 5,912 | 5,912 | 5,912 | 5,912 |
| 이익잉여금 | 759 | 320 | 1,910 | 4,542 | 7,254 |
| 비지배지분 | 344 | 615 | 649 | 706 | 764 |
| 자본총계 | 17,163 | 15,817 | 17,440 | 20,130 | 22,900 |
| 순차입금 | 975 | -911 | -1,015 | -2,863 | -4,691 |
| 총차입금 | 2,413 | 624 | 595 | 568 | 542 |

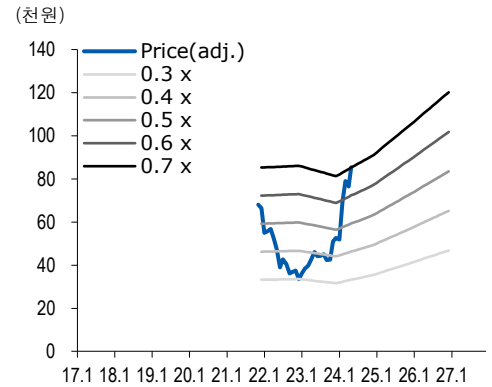
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| EPS | 1,836 | -9,137 | 11,701 | 19,539 | 20,124 |
| BPS | 118,972 | 112,264 | 125,938 | 145,686 | 166,024 |
| EBITDAPS | 184 | -1,020 | -501 | 253 | 519 |
| SPS | 16,757 | 16,161 | 16,113 | 17,477 | 18,557 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER | 24.8 | -4.7 | 7.3 | 4.4 | 4.2 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 299.4 | -40.0 | -163.8 | 274.5 | 108.4 |
| PSR | 2.7 | 2.7 | 5.3 | 4.9 | 4.6 |

| 재무비율 (단위: 배, %) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 매출액 증가율 (%) | 106.8 | -4.0 | -3.9 | 7.6 | 6.2 |
| 영업이익 증가율 (%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 57.9 | 1.0 |
| 지배순이익 증가율 (%) | -30.8 | 적전 | 흑전 | 65.7 | 3.0 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 (%) | -14.7 | -102.8 | 102.6 | 150.5 | 143.1 |
| 지배순이익률 (%) | 11.0 | -56.5 | 72.6 | 111.8 | 108.4 |
| EBITDA 마진 (%) | 1.1 | -6.3 | -3.1 | 1.4 | 2.8 |
| ROIC | -11.8 | -110.3 | 310.3 | 425.6 | 377.4 |
| ROA | 1.2 | -6.4 | 8.5 | 12.7 | 11.6 |
| ROE | 1.6 | -8.0 | 9.9 | 14.5 | 13.0 |
| 부채비율 (%) | 29.1 | 13.6 | 11.8 | 9.7 | 8.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 5.8 | -6.0 | -6.0 | -14.7 | -21.2 |
| 영업이익/금융비용 (배) | -74.7 | -283.1 | 676.6 | 1,119.9 | 1,185.7 |

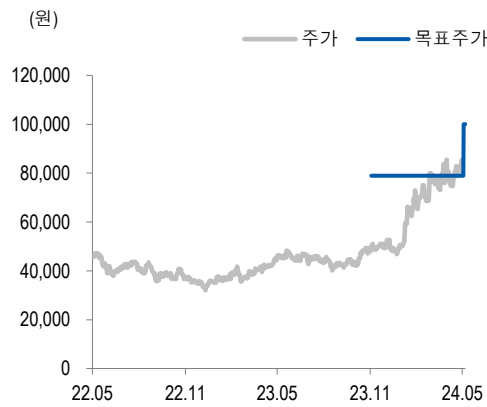
P/E band chart



P/B band chart



SK 스캐어 (402340) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------------------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-05-27 | BUY | 100,000 | 1년 | | |
| 2023-11-27 | BUY | 79,000 | 1년 | -17.61 | 8.23 |
| 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) | 84.2 |
| Hold(중립) | 15.8 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-05-25

※ 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 투자의사결정은 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.