

SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

96,000

상향

현재주가

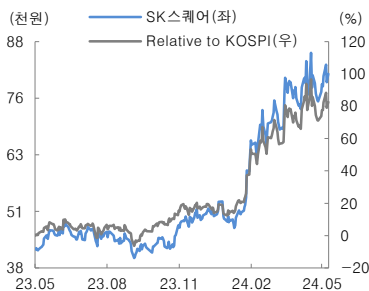
80,900

(24.05.16)

통신서비스업중

KOSPI	2753
시가총액	10,901십억원
시가총액비중	0.51%
지분금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	85,500원 / 40,150원
120일 평균거래대금	308억원
외국인지분율	51.57%
주요주주	SK 외 10 인 31.55% Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.1	23.5	63.9	89.7
상대수익률	-4.1	18.8	48.2	70.9



끊김 없는 주주환원

- NAV 대비 할인율은 70%로 4Q23의 74%대비 축소
- 영업수익 5천억원(-15% yoy), OP 3.2천억원(흑전 yoy)
- 23년 3.1천억원, 25년까지 최소 3.3천억원의 주주환원 전망

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 96,000원으로 +14% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 64% 적용, 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 72%. 초기 1개월간의 할인율인 64%를 목표 할인율로 적용

4Q23 대비 하이닉스 지분가치 7.5조원 상승 포함 NAV +8.2조원 상승, 주당 NAV +67천원(+34%) 상승을 반영하여 목표주가 +14% 상향

1Q24 Review: NAV 대비 할인율 67%. 24.5월 현재 할인율 70%

영업수익 5천억원(-15% yoy, -20% qoq), OP 3.2천억원(흑전 yoy, 흑전 qoq) 하이닉스 흑자전환에 따라 지분법이익 흑자전환. 주요 자회사 실적과 지표도 개선

커머스 수익 1.7천억원(-20% yoy, -35% qoq), OP -195억원(적지 / +123억원 yoy). 마케팅 효율화 진행되면서 수익성 개선, 24.3월 오픈마켓 월별 흑자 달성

플랫폼 1.7천억원(-51% yoy, +33% qoq), OP -103억원(적지 yoy, 적전 qoq). 원스토어는 국내외 대작 게임 유치로 매출 +15% yoy 달성. 23.10월 크래프톤으로부터 200억원 유치 및 24.2월 디지털터닝으로부터 1천만달러 유치하면서(향후 4천만달러 추가 유치 예정) 기업가치 9.2천억원 형성

모빌리티 1.5천억원(-16% yoy, +2% qoq), OP -135억원(적지 yoy/qoq). Tmap은 MAU 1.5천만명(+5% yoy) 달성하면서 고성장 지속. 화물중개는 +15% yoy

23년 3.1천억원, 25년까지 최소 3.3천억원의 주주환원 전망

23년 3.1천억원의 자사주 취득/소각, 25년까지 최소 주주환원은 3.3천억원 전망 (경상 배당수입 연간 1.8천억원의 30%, SK실더스 Harvest 4.5천억원의 50%)

최근 크래프톤 지분 유동화 통해 2.6천억원 확보, 투자재원 및 주주환원으로 활용

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24				2Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추경	YoY	QoQ
매출액	584	629	656	498	-14.6	-20.8	617	649	21.0	30.3
영업이익	-639	-405	296	324	흑전	흑전	100	651	흑전	101.0
순이익	-530	-521	268	345	흑전	흑전	137	586	흑전	69.7

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,371	2,277	2,568	3,231	3,713
영업이익	16	-2,340	2,759	4,416	4,436
세전순이익	41	-2,598	2,800	4,439	4,465
총당기순이익	256	-1,315	2,588	4,101	3,036
자배지분순이익	260	-1,287	2,531	3,978	2,945
EPS	1,836	-9,137	18,633	29,523	21,856
PER	18.3	NA	4.3	2.7	3.7
BPS	118,893	107,921	130,562	161,116	182,585
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
ROE	1.6	-8.0	15.4	20.2	12.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,726	3,231	2,568	3,231	-5.8	0.0
판매비와 관리비	2,735	3,168	2,630	3,168	-3.8	0.0
영업이익	2,330	3,526	2,759	4,416	18.4	25.2
영업이익률	85.5	109.1	107.4	136.7	21.9	27.5
영업외손익	18	23	41	23	130.6	0.0
세전순이익	2,348	3,549	2,800	4,439	19.2	25.1
지배지분순이익	2,096	3,167	2,531	3,978	20.8	25.6
순이익률	79.3	101.1	100.7	126.9	21.5	25.9
EPS(지배지분순이익)	15,431	23,505	18,633	29,523	20.8	25.6

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

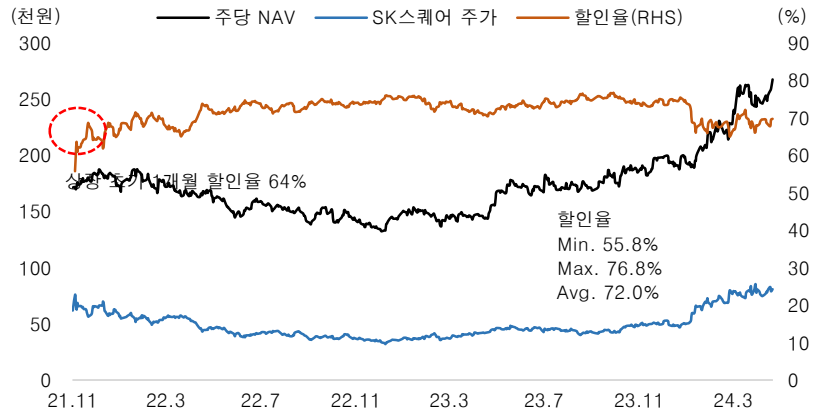
표 1. SK스퀘어 NAV Valuation

(억원, %, 천주, 원)

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 상장사 지분가치			283,653	78.6
SK 하이닉스	1,405,040	20.1	282,413	78.3 시가총액에 보유 지분을 반영
드림어스 컴퍼니	2,140	38.7	828	0.2 시가총액에 보유 지분을 반영
인크로스	1,140	36.1	412	0.1 시가총액에 보유 지분을 반영
C 비상장사 지분가치			63,644	17.6
11번가	27,500	80.3	22,083	6.1 18.6월 5천억원 유상증자 가치 반영
SK 쉐더스	32,000	32.2	10,304	2.9 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
EPM모빌리티	24,255	60.1	14,577	4.0 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.7 Book Value
기타			14,243	3.9
D 순차입금	(1.3)		(1.3)	3.7 1Q24 기준 순현금 4.3천억원에 SK 쉐더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.5천억원과 하이닉스 연간 배당금 1.8천억원 및 크래프트론 지분 매각 대금 2.6천억원 반영
E NAV			360,676	
발행주식수			134,700	24.3월 소각 예정 자사주 반영
주당 NAV			267,762	
할인율			64.0	상장 이후 할인율 55.7%~76.9%, 평균 72.4%, 초기 1개월 평균 64% 적용
적정주가			96,394	
현재주가			80,900	
업사이드			19.2	

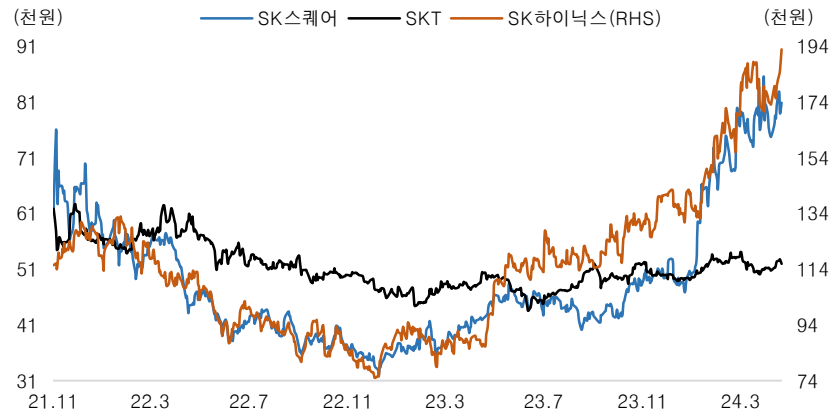
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.8%~76.8%, 평균 72.0%



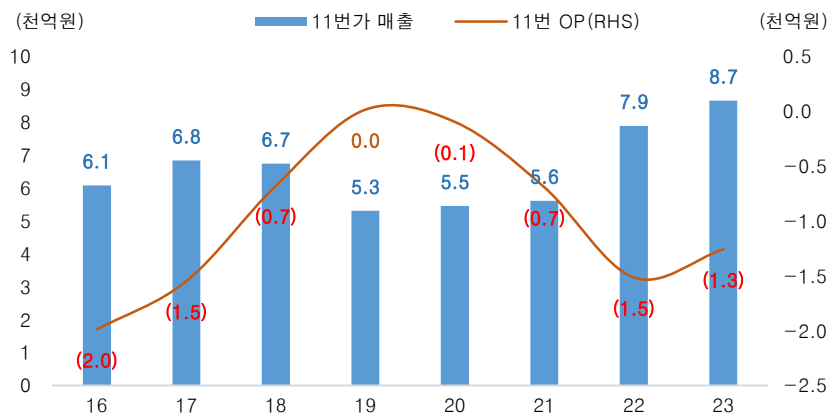
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 주가 비교: SK 스퀘어, SKT, SK 하이닉스



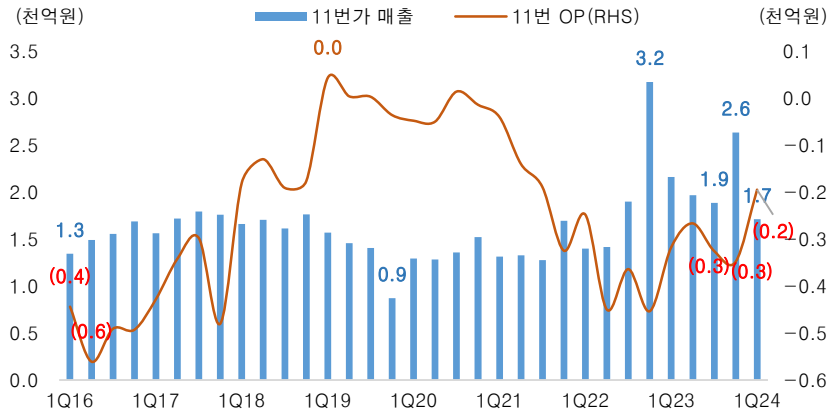
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 11 번가 매출 및 영업이익



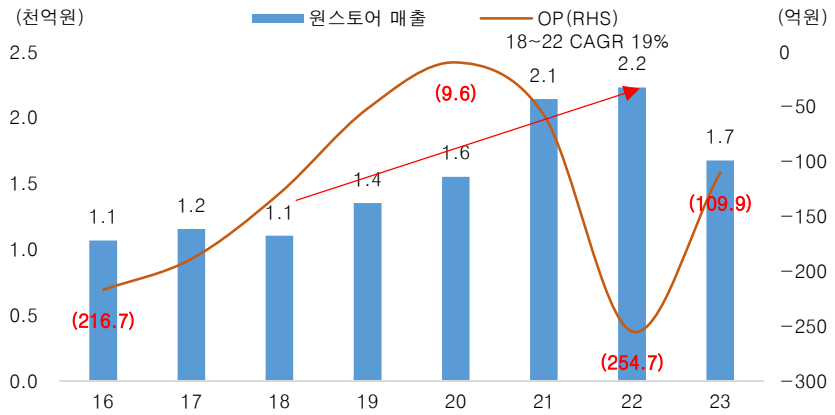
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 4. 11번가 매출 및 영업이익



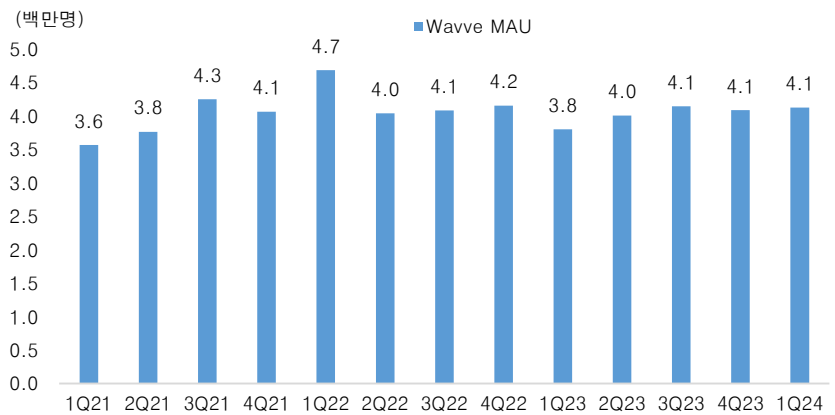
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. 원스토어 매출 및 영업이익



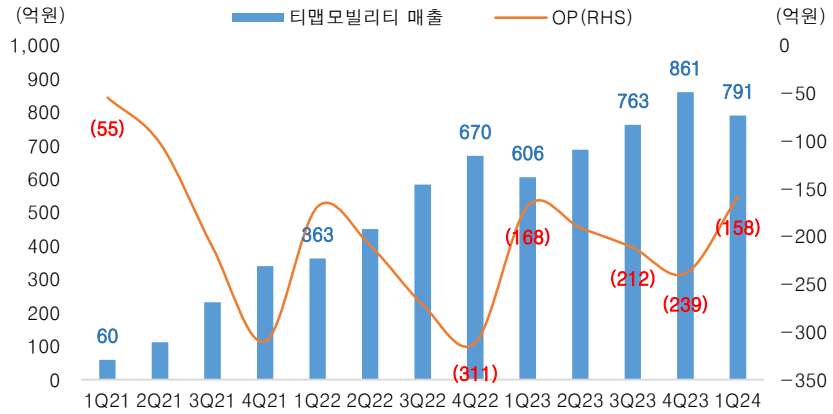
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 6. Wavve MAU



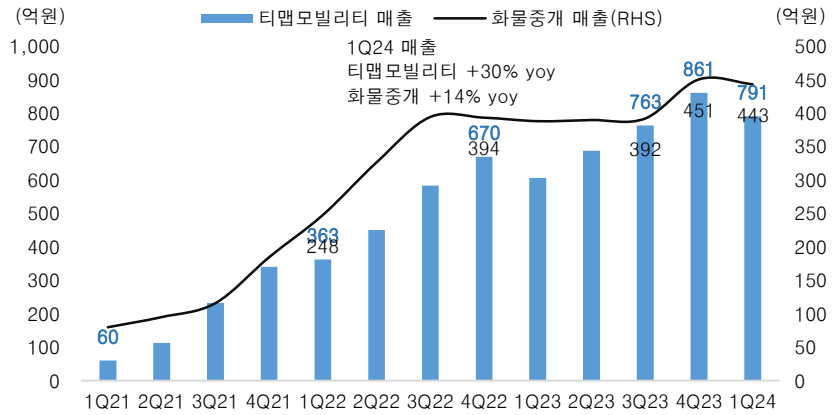
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 7. 티맵모빌리티 매출 및 영업이익



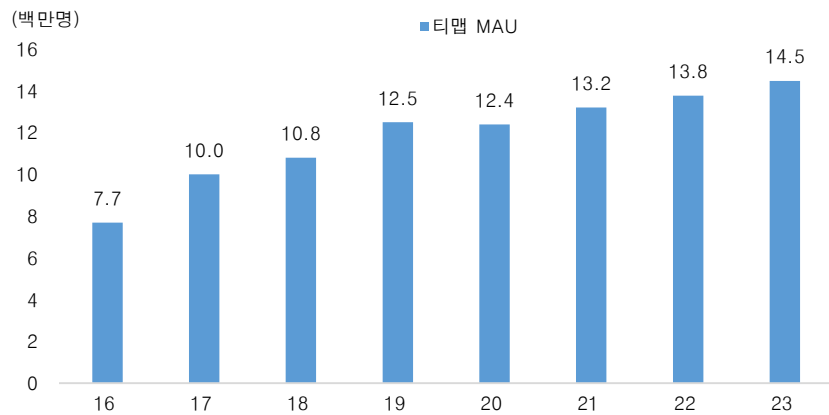
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 8. 티맵모빌리티. 화물중개 매출 고성장



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 9. 티맵모빌리티. 티맵 MAU 상승



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

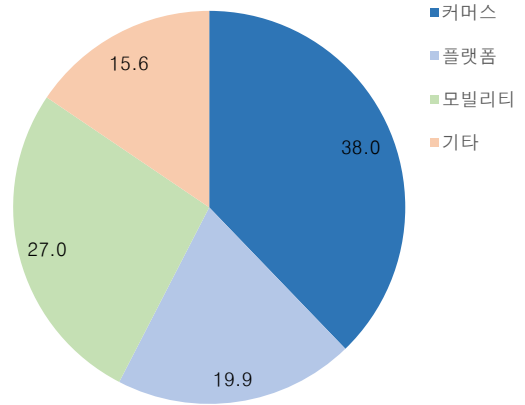
- 2023년 매출 22,765억원 영업이익 -23,397억원 순이익 -13,418억원
- 2023년 기준 각 사업별 비중은 커머스 38%, 플랫폼 20%, 모빌리티 27%, 기타 16%
- 1Q24 기준 주요 주주는 (주) 31.6%, Macquarie 외 3인 6.83%

주가 코멘트

- 21.11월 SKT로부터 인적분할하여 신설법인으로 상장 후 주가 하락. 상장 초기에는 SKT와 디카플링, SK하이닉스와 카플링을 보여왔으나, 최근 주가는 SKT 및 SK하이닉스와 전반적인 카플링을 보이는 모습
- 반도체 수요 증가에 따른 SK하이닉스의 주가 상승 및 23년부터 시작된 주주환원에 따라 SK스퀘어 주가는 신고가 형성
- 향후 주가는 NAV의 20%를 차지하는 비상장사의 IPO 또는 매각이 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

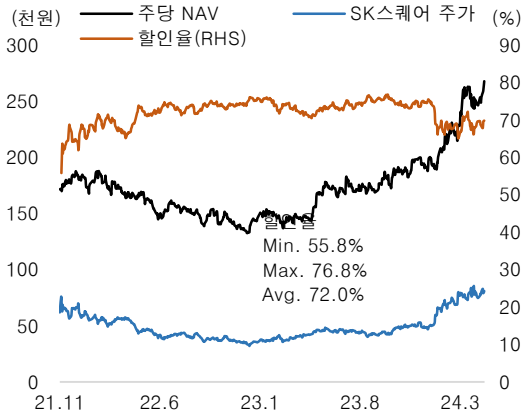
매출 비중(2023)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

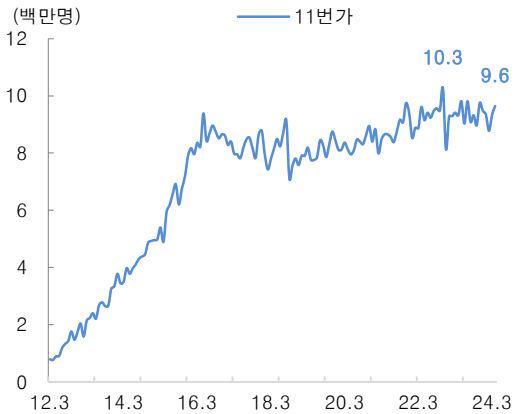
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



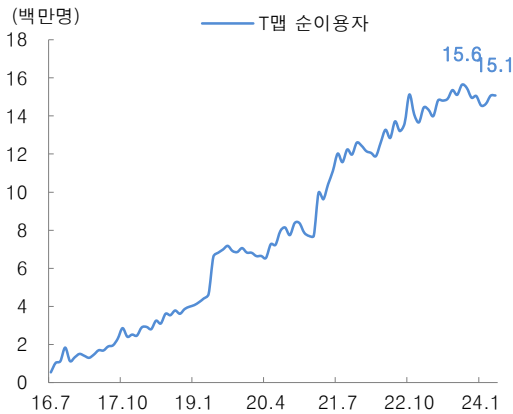
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 964만명(24.4월)



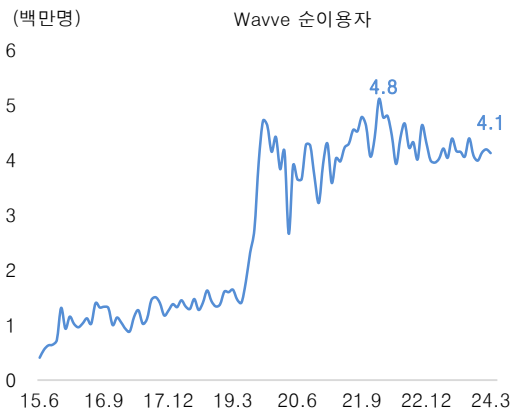
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,508만명(24.4월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wave 순이용자 413만명(24.3월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,371	2,277	2,568	3,231	3,713
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,371	2,277	2,568	3,231	3,713
판매비와관리비	2,719	2,564	2,630	3,168	3,613
영업이익	16	-2,340	2,759	4,416	4,436
영업외수익	0.7	-102.8	107.4	136.7	119.5
EBITDA	26	-144	72	228	286
영업외손익	25	-258	41	23	29
관계기업손익	17	-34	4	0	0
금융수익	125	135	137	143	141
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-103	-336	-88	-104	-96
외환관련손실	16	12	0	0	0
기타	-14	-24	-12	-16	-16
법인세비용차감전순이익	41	-2,598	2,800	4,439	4,465
법인세비용	-2	292	-213	-337	-1,429
계속사업순이익	39	-2,305	2,588	4,101	3,036
중단사업순이익	217	990	0	0	0
당기순이익	256	-1,315	2,588	4,101	3,036
당기순이익	108	-57.8	100.7	126.9	81.8
비재계분순이익	-4	-28	57	123	91
재계분순이익	260	-1,287	2,531	3,978	2,945
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-482	42	42	42	42
포괄순이익	-226	-1,273	2,629	4,143	3,078
비재계분포괄이익	-256	-30	58	124	92
재계분포괄이익	30	-1,243	2,572	4,019	2,986

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,836	-9,137	18,633	29,523	21,856
PER	18.3	NA	4.3	2.7	3.7
BPS	118,893	107,921	130,562	161,116	182,585
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	184	-1,020	529	1,695	2,125
EV/EBITDA	233.6	NA	114.2	18.9	5.3
SPS	16,757	16,161	18,911	23,978	27,553
PSR	2.0	3.3	4.3	3.4	2.9
CFPS	1,886	336	31,758	44,440	44,799
DPS	0	0	0	330	330

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	106.8	-4.0	12.8	25.8	14.9
영업이익 증/감	-96.2	작전	흑전	60.1	0.5
순이익 증/감	-29.5	작전	흑전	58.5	-26.0
수익성					
ROIC	0.4	-84.9	24.2	34.4	23.1
ROA	0.1	-11.7	14.4	19.6	17.0
ROE	1.6	-8.0	15.4	20.2	12.7
안정성					
부채비율	29.1	13.6	11.6	10.0	9.1
순차입금비율	5.7	-5.8	-18.1	-32.3	-39.7
이자보상비율	3.4	-283.1	579.5	760.4	647.4

자료: SK 스쿼어 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	4,689	8,714	11,617
현금및현금성자산	1,002	1,271	3,616	7,538	10,367
매출채권 및 기타채권	1,099	590	620	690	740
재고자산	117	113	128	161	185
기타유동자산	648	314	325	325	325
비유동자산	19,296	15,681	15,781	15,844	15,886
유형자산	887	243	338	401	443
관계기업투자지급	15,105	13,758	13,762	13,762	13,762
기타비유동자산	3,303	1,681	1,681	1,681	1,681
자산총계	22,161	17,970	20,470	24,558	27,503
유동부채	1,820	1,381	1,404	1,464	1,516
매입채무 및 기타채무	1,619	932	944	972	993
차입금	32	47	79	110	142
유동상채무	31	0	0	0	0
기타유동부채	137	401	381	381	381
비유동부채	3,178	773	719	769	769
차입금	1,972	1	1	1	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,206	772	718	768	768
부채총계	4,997	2,153	2,123	2,233	2,285
자본부분	16,820	15,202	17,732	21,710	24,603
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	759	320	2,851	6,829	9,722
기타자본변동	9,135	8,955	8,955	8,955	8,955
비재계분	344	615	615	615	615
자본총계	17,163	15,817	18,347	22,325	25,218
순차입금	975	-911	-3,315	-7,205	-10,002

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	342	266	4,026	5,534	4,510
당기순이익	256	-1,315	2,588	4,101	3,036
비현금항목의 가감	11	1,362	1,726	1,887	3,001
감가상각비	375	143	133	165	186
외환손익	2	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	-4	0	0
기타	-366	1,218	1,597	1,722	2,815
자산부채의 증감	-205	63	-88	-130	-110
기타현금흐름	281	156	-199	-325	-1,417
투자활동 현금흐름	-58	284	49	73	73
투자자산	-228	56	-4	0	0
유형자산	-321	-228	-228	-228	-228
기타	491	457	282	302	302
재무활동 현금흐름	69	-281	1,053	1,054	1,002
단기차입금	-89	32	32	32	32
사채	0	-31	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	-1,000	0	0	0
현금배당	-8	-38	0	0	-52
기타	166	756	1,022	1,022	1,022
현금의 증감	359	269	2,345	3,923	2,829
기초 현금	642	1,002	1,271	3,616	7,538
기말 현금	1,002	1,271	3,616	7,538	10,367
NOPLAT	15	-2,076	2,549	4,080	3,016
FCF	18	-2,190	2,445	4,008	2,965

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK스퀘어(402340) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.05.17	24.02.23	23.12.20	23.12.02	23.11.16	23.08.10
투자이견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	96,000	84,000	70,000	70,000	70,000	70,000
과다율(평균%)		(9.89)	(21.30)	(35.01)	(35.74)	(36.46)
과다율(최대/최소%)		1.79	4.14	(27.00)	(27.14)	(30.50)

제시일자	23.06.20	23.05.16	23.03.31	23.03.21	23.03.11	23.02.25
투자이견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	70,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
과다율(평균%)	(35.24)	(26.12)	(29.90)	(34.54)	(36.08)	(36.04)
과다율(최대/최소%)	(32.79)	(16.64)	(26.72)	(31.47)	(28.10)	(28.10)

제시일자	22.11.14	22.09.21
투자이견	Buy	Buy
목표주가	58,000	58,000
과다율(평균%)	(36.42)	(34.39)
과다율(최대/최소%)	(29.66)	(29.66)

제시일자
투자이견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240515)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상