Results Comment

SK스퀘어 (402340)

올랐어도 여전히 싸다

- NAV 대비 할인율은 67%로 1Q24의 67% 수준 유지
- 영업수익 4.7천억원(-13% yoy), OP 7.8천억원(흑전 yoy)
- 23년 3.1천억원, 24년 1천억원, 25년까지 최대 4천억원의 주주환원 전망

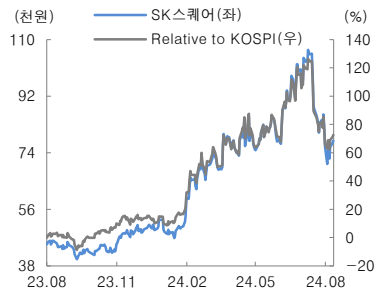
김회재

hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	96,000 유지
현재주가 (24.08.13)	77,900
	통신서비스업종

KOSPI	2621.5
시가총액	10,497십억원
시가총액비중	0.45%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 40,150원
120일 평균거래대금	408억원
외국인지분율	52.97%
주요주주	SK 외 10 인 31.56% Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.0	-6.0	18.6	69.3
상대수익률	-19.4	-2.2	19.8	67.4



투자의견 매수(Buy), 목표주가 96,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 72%. 할인율 밴드 하단 적용

2Q24 Review: NAV 대비 할인율 67%. 24.8월 현재 할인율 69%

영업수익 4.7천억원(-13% yoy, -6% qoq), OP 7.8천억원(흑전 yoy, +139% qoq) 하이닉스 흑자전환에 따라 지분법이익 흑자전환. 주요 자회사 실적과 지표도 개선

커머스 수익 1.7천억원(-32% yoy, -21% qoq), OP -183억원(적지 / +84억원 yoy). 마케팅 효율화로 수익성 개선, 24.3월부터 4개월 연속 오픈마켓 월별 흑자

플랫폼 1.6천억원(-9% yoy, -3% qoq), OP -57억원(적지 / +20억원 yoy). 원스토어 매출 333억원(-23% yoy). 수익성 중심 경영전략 하에 매출은 감소 했지만, 순이익률은 반기 개선. 24년 상반기 순이익율 -6.3%(+6.8%p yoy)

또한, 23.10월 크래프톤으로부터 200억원 유치 및 24.2월 디지털터빈으로부터 1천만달러 유치하면서(향후 4천만달러 추가 유치 예정) 기업가치 9.2천억원 형성

모빌리티 1.5천억원(+4% yoy, +5% qoq), OP -117억원(적지 / +63억원 yoy). Tmap은 MAU 1.5천만명(+5% yoy) 달성하면서 고성장, 화물중개는 +7% yoy

25년까지 추가 2.4~4천억원의 주주환원 전망

23년 3.1천억원의 자사주 취득/소각. 24년 1천억원 자사주 취득 중(24.9월까지)

25년까지 추가 주주환원은 약 2.4~4천억원 전망. SK쉴더스 Harvest 5.3천억원과 최근 크래프톤 지분 유동화 통해 확보한 2.6천억원의 30~50%
기타 비핵심 포트폴리오의 추가 Harvest를 통한 주주환원도 기대

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24					3Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	536	498	649	469	-12.6	-6.0	700	612	16.1	30.6
영업이익	-735	324	651	775	흑전	139.3	515	1,025	흑전	32.3
순이익	-695	345	586	707	흑전	105.0	646	917	99.7	29.7

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,735	224	2,337	2,779	3,189
영업이익	16	-2,340	3,269	5,421	5,285
세전순이익	41	-2,598	3,291	5,444	5,314
총당기순이익	256	-1,315	3,066	5,008	4,889
지배지분순이익	260	-1,287	3,029	4,858	4,742
EPS	1,836	-9,137	22,305	36,052	35,191
PER	18.3	NA	3.5	2.2	2.2
BPS	118,893	107,921	134,234	171,345	206,150
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
ROE	1.6	-8.0	18.1	23.5	18.6

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	2,568	3,231	2,337	2,779	-9.0	-14.0
판매비와 관리비	2,630	3,168	2,475	2,792	-5.9	-11.9
영업이익	2,759	4,416	3,269	5,421	18.5	22.8
영업이익률	107.4	136.7	139.9	195.1	32.5	58.4
영업외손익	41	23	22	23	-46.1	0.2
세전순이익	2,800	4,439	3,291	5,444	17.5	22.6
지배지분순이익	2,531	3,978	3,029	4,858	19.7	22.1
순이익률	100.7	126.9	131.2	180.2	30.5	53.3
EPS(지배지분순이익)	18,633	29,523	22,305	36,052	19.7	22.1

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

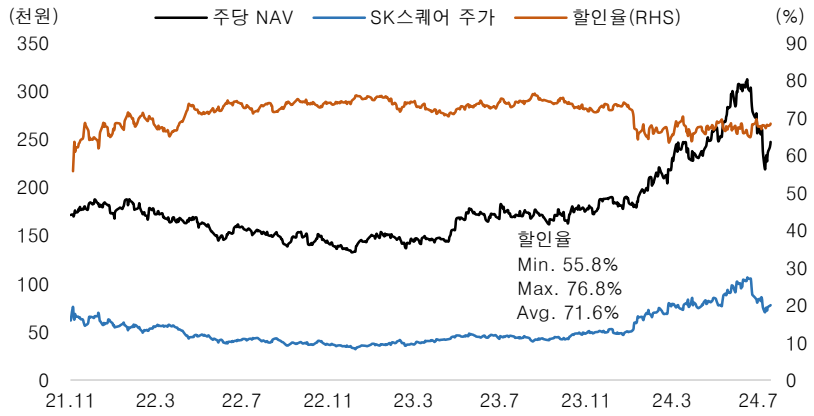
표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation

(억원, %, 천주, 원)

	항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A	영업가치					
B	**상장사 지분가치**			**267,092**	**80.9**	
	SK 하이닉스	1,324,236	20.1	266,171	80.6	시가총액에 보유 지분율 반영
	드림어스 컴퍼니	1,565	38.7	606	0.2	시가총액에 보유 지분율 반영
	인크로스	871	36.1	314	0.1	시가총액에 보유 지분율 반영
C	**비상장사 지분가치**			**49,843**	**15.1**	
	11번가	10,760	80.3	8,340	2.5	Book Value
	SK 쉴더스	32,000	32.2	10,304	3.1	23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
	티맵모빌리티	24,255	60.1	14,577	4.4	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
	SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.7	Book Value
	기타			14,185	3.5	
D	**순차입금**	(1.3)		(1.3)	**4.1**	2Q24 기준 순현금 6.3천억원에 SK 쉴더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.6천억원과 하이닉스 연간 배당금 1.8천억원 및 크래프톤 지분 매각 대금 2.6천억원 반영
E	**NAV**			**330,337**		
	발행주식수			133,478		
	주당 NAV			**247,484**		
	할인율			60.0		상장 이후 할인율 55.8%~76.6%, 평균 71.2%, 할인율 밴드 하단인 60% 적용
	적정주가			**98,994**		
	현재주가			77,900		
	업사이드			27.1		

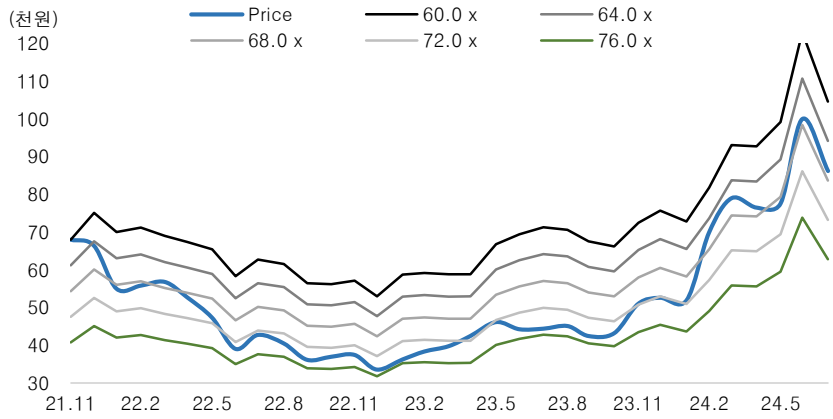
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.8%~76.8%, 평균 71.6%



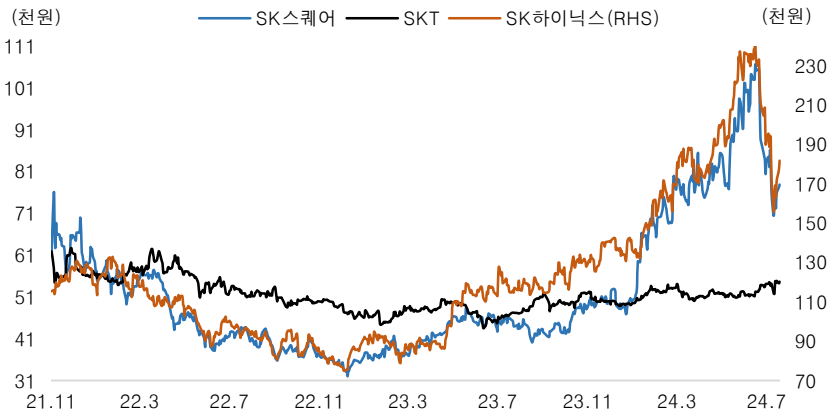
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK 스퀘어 할인율 Band



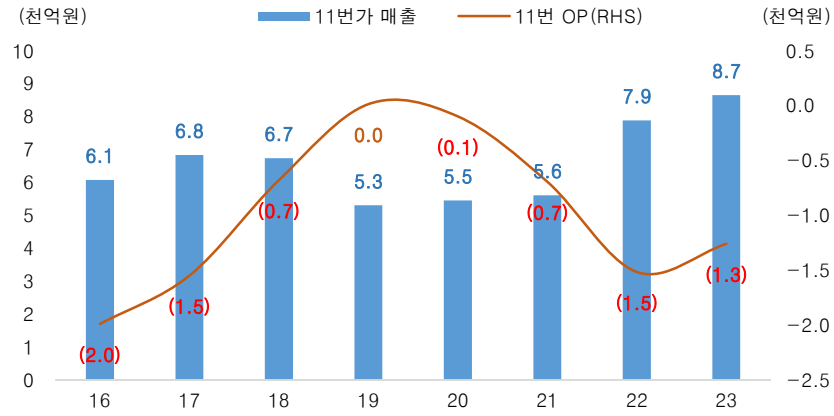
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 주가 비교: SK 스퀘어, SKT, SK 하이닉스



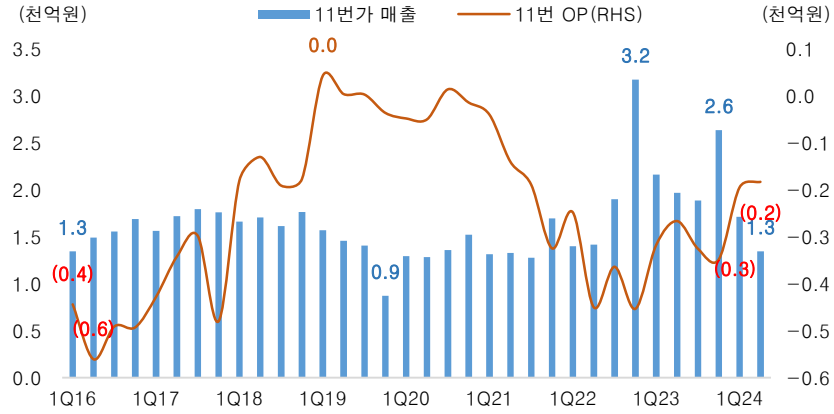
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 11 번가 매출 및 영업이익



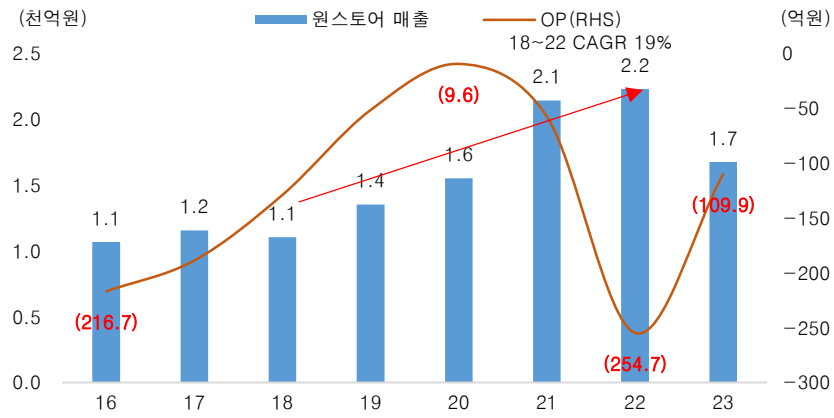
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. 11 번가 매출 및 영업이익



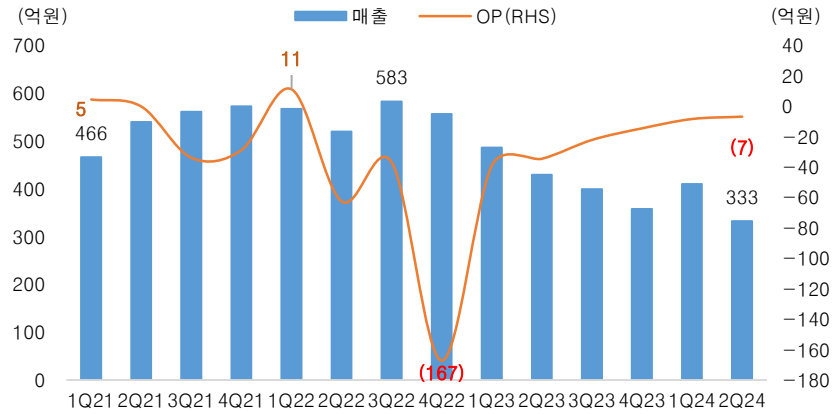
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 6. 원스토어 매출 및 영업이익



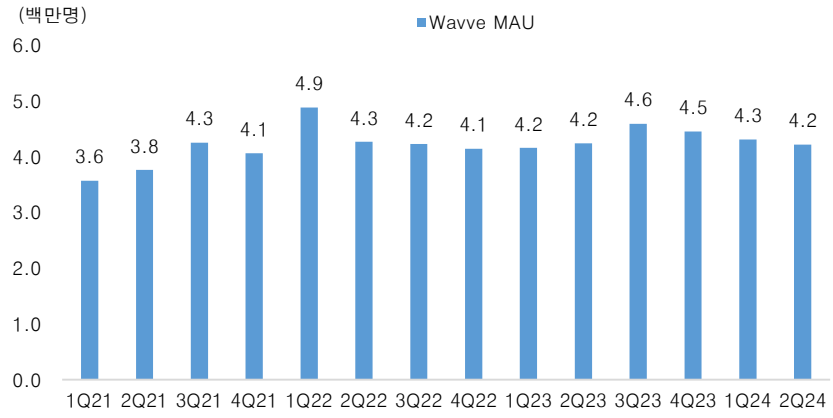
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 7. 원스토어 매출 및 영업이익



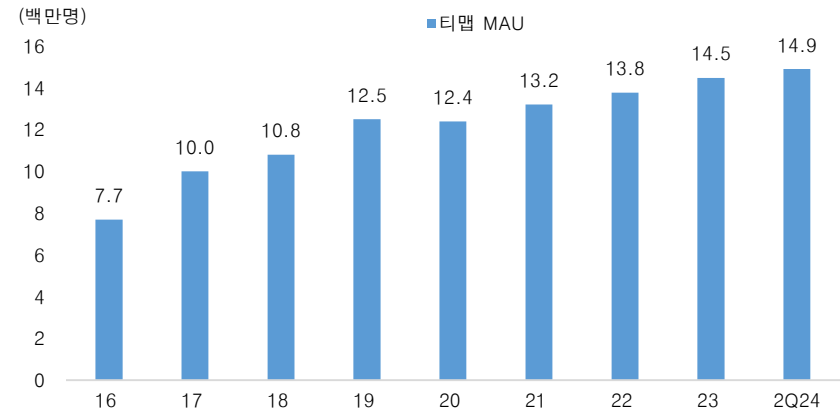
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 8. Wavve MAU



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 9. 티맵모빌리티. 티맵 MAU 상승



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

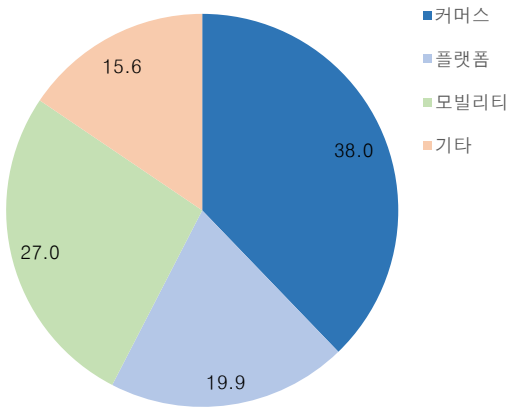
- 2023년 매출 22,765억원, 영업이익 -23,397억원, 순이익 -13,418억원
- 2023년 기준 각 사업별 비중은 커머스 38%, 플랫폼 20%, 모빌리티 27%, 기타 16%
- 2Q24 기준 주요 주주는 ㈜ 31.6%, Macquarie 외 3인 6.83%

주가 코멘트

- 21.11월 SKT로부터 인적분할하여 신설법인으로 상장 후 주가 하락. 상장 초기에는 SKT와 디커플링, SK하이닉스와 커플링을 보여왔으나, 최근 주가는 SKT 및 SK하이닉스와 전반적인 커플링을 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

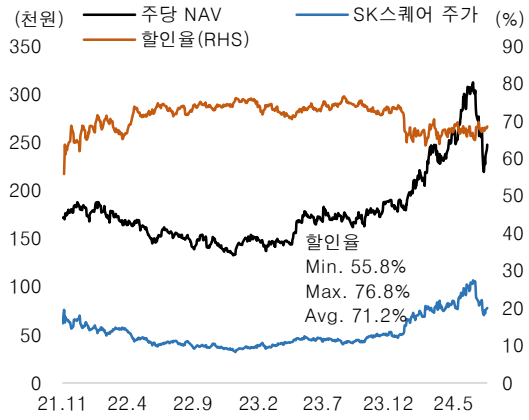
매출 비중(2023)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

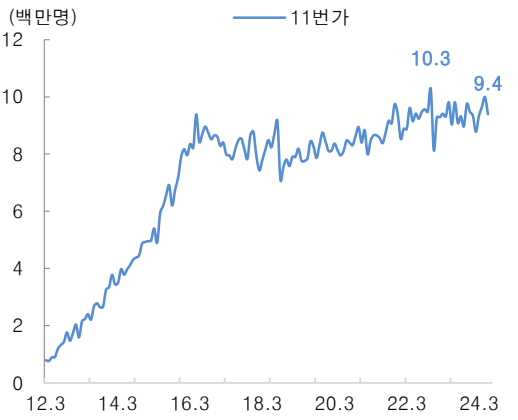
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



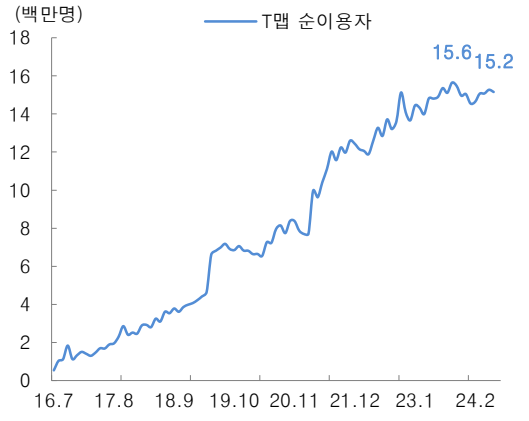
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 940만명(24.6월)



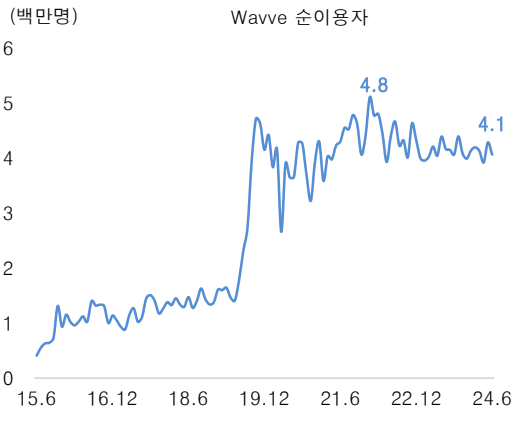
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T 맵 순이용자 1,516만명(24.6월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wavve 순이용자 407만명(24.6월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,735	224	2,337	2,779	3,189
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,735	224	2,337	2,779	3,189
판매비와관리비	2,719	2,564	2,475	2,792	3,170
영업이익	16	-2,340	3,269	5,421	5,285
영업이익률	0.6	-1,044.9	139.9	195.1	165.7
EBITDA	391	-2,196	-5	152	205
영업외손익	25	-258	22	23	29
관계기업손익	17	-34	7	0	0
금융수익	125	135	129	143	141
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-103	-336	-102	-104	-96
외환관련손실	16	12	0	0	0
기타	-14	-24	-12	-16	-16
법인세비용차감전순손익	41	-2,598	3,291	5,444	5,314
법인세비용	-2	292	-225	-435	-425
계속사업순손익	39	-2,305	3,066	5,008	4,889
중단사업순손익	217	990	0	0	0
당기순이익	256	-1,315	3,066	5,008	4,889
당기순이익률	9.4	-587.2	131.2	180.2	153.3
비지배지분순이익	-4	-28	37	150	147
지배지분순이익	260	-1,287	3,029	4,858	4,742
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-482	42	42	42	42
포괄순이익	-226	-1,273	3,108	5,050	4,930
비지배지분포괄이익	-256	-30	37	152	148
지배지분포괄이익	30	-1,243	3,071	4,899	4,783

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	6,085	11,151	16,006
현금및현금성자산	1,002	1,271	1,746	6,120	10,333
매출채권 및 기타채권	1,099	590	2,831	3,300	3,734
재고자산	117	113	1,182	1,406	1,613
기타유동자산	648	314	325	325	325
비유동자산	19,296	15,681	15,776	15,840	15,882
유형자산	887	243	338	401	443
관계기업투자금	15,105	13,758	13,758	13,758	13,758
기타비유동자산	3,303	1,681	1,681	1,681	1,681
자산총계	22,161	17,970	21,861	26,990	31,888
유동부채	1,820	1,381	2,297	2,518	2,725
매입채무 및 기타채무	1,619	932	1,837	2,027	2,202
차입금	32	47	79	110	142
유동성채무	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	3,016	3,287	3,494
지배지분	16,820	15,202	18,231	23,089	27,779
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	759	320	3,350	8,208	12,898
기타자본변동	9,135	8,955	8,955	8,955	8,955
비지배지분	344	615	615	615	615
자본총계	17,163	15,817	18,845	23,703	28,393
순차입금	975	-911	-1,445	-5,787	-9,969

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,836	-9,137	22,305	36,052	35,191
PER	18.3	NA	3.5	2.2	2.2
BPS	118,893	107,921	134,234	171,345	206,150
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	2,761	-15,591	-37	1,128	1,522
EV/EBITDA	15.5	NA	NA	35.0	5.6
SPS	19,334	1,590	17,207	20,623	23,663
PSR	1.7	33.1	4.5	3.8	3.3
CFPS	1,886	336	35,055	51,548	50,743
DPS	0	0	0	390	390

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	342	266	2,136	6,012	5,950
당기순이익	256	-1,315	3,066	5,008	4,889
비현금항목의 가감	11	1,362	1,695	1,938	1,949
감가상각비	375	143	133	165	186
외환손익	2	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-366	1,218	1,561	1,773	1,763
자산부채의 증감	-205	63	-2,460	-559	-522
기타현금흐름	281	156	-164	-375	-365
투자활동 현금흐름	-58	284	53	73	73
투자자산	-228	56	0	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	475	4,373	4,213
기초 현금	642	1,002	1,271	1,746	6,120
기말 현금	1,002	1,271	1,746	6,120	10,333
NOPLAT	15	-2,076	3,045	4,987	4,862
FCF	18	-2,190	2,941	4,915	4,811

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	138.6	-91.8	943.7	18.9	14.7
영업이익 증가율	-96.2	적전	흑전	65.8	-2.5
순이익 증가율	-29.5	적전	흑전	63.3	-2.4
수익성					
ROIC	0.4	-84.9	136.0	132.2	112.8
ROA	0.1	-11.7	16.4	22.2	18.0
ROE	1.6	-8.0	18.1	23.5	18.6
안정성					
부채비율	29.1	13.6	16.0	13.9	12.3
순차입금비율	5.7	-5.8	-7.7	-24.4	-35.1
이자보상배율	3.4	-283.1	453.1	770.1	848.4

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

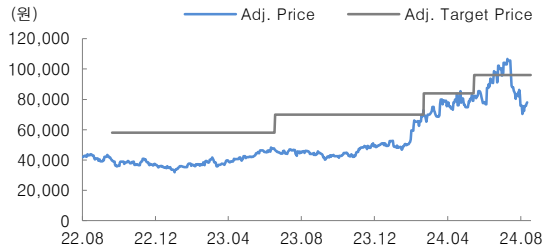
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

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	24.08.14	24.05.17	24.02.23	23.12.20	23.12.02	23.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	96,000	96,000	84,000	70,000	70,000	70,000
괴리율(평균,%)		(7.54)	(9.74)	(21.30)	(35.01)	(35.74)
괴리율(최대/최소,%)		11.15	1.79	4.14	(27.00)	(27.14)
제시일자	23.08.10	23.06.20	23.05.16	23.03.31	23.03.21	23.03.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	70,000	70,000	58,000	58,000	58,000	58,000
괴리율(평균,%)	(36.46)	(35.24)	(26.12)	(29.90)	(34.54)	(36.08)
괴리율(최대/최소,%)	(30.50)	(32.79)	(16.64)	(26.72)	(31.47)	(28.10)
제시일자	23.02.25	22.11.14	22.09.21			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	58,000	58,000	58,000			
괴리율(평균,%)	(36.04)	(36.42)	(34.39)			
괴리율(최대/최소,%)	(28.10)	(29.66)	(29.66)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240811)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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