Issue & News

SK스퀘어 (402340)

할인율 축소 과정

- 전일 SK하이닉스 -9.9% vs. SK스퀘어 -5.8%
- 적극적인 주주환원과 포트폴리오 가치 상승에 대한 신뢰로 할인율 축소
- 당사 추정 25년 주주환원은 3.7~4.8천억원, 시총의 2.9~3.8% 수준

김회재

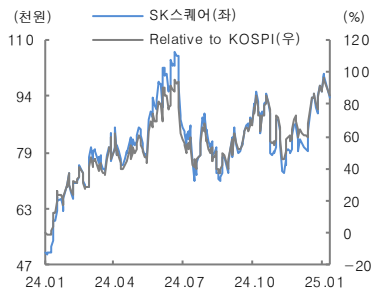
hjaeje.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	110,000 상향
현재주가 (25.01.31)	94,100

통신서비스업종

KOSPI	2517.37
시가총액	12,567십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 51,900원
120일 평균거래대금	297억원
외국인지분율	51.89%
주요주주	SK 외 9 인 31.82% Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.7	11.0	9.2	81.3
상대수익률	13.1	12.7	20.1	79.8



투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 110,000원으로 15% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 71%. 할인율 밴드 하단 적용

목표주가 상향은, NAV의 82%를 차지하는 SK하이닉스의 기업가치가 당사의 지난 리포트 작성일(12/4) 이후 21% 상승한 것을 반영

향후 SK스퀘어의 보유 포트폴리오 가치 상승과 자사주 취득/소각 등을 반영하여 할인율을 50%로 적용할 경우, 현재 NAV 기준 TP는 14만원까지 적용 가능

할인율 축소 과정. 강화되는 주주환원 등 기업가치 제고 영향

설연휴 기간 발생한 딥시크 이슈로 전일 SK하이닉스 주가는 -9.9% 하락했지만, SK스퀘어 주가는 -5.8% 하락으로 마감

스퀘어와 하이닉스의 YTD 주가 수익율은 1/24 기준 각각 26%와 27.1%였지만, 전일 기준 18.7%와 14.5%로 스퀘어가 선방

전일 스퀘어의 주가 하락폭이 상대적으로 적었던 이유는, 24.11월 기업가치 제고 계획 발표 후 1천억원의 자사주 취득이 진행되고 있는 등(1/24 기준 25% 진행 중), 향후 적극적인 주주환원과 보유 포트폴리오 가치 상승에 대한 신뢰 때문

당사 추정 25년 주주환원은 3.7~4.8천억원, 시총의 2.9~3.8% 수준
재원은 SK쉴더스 매각 대금 잔여분 및 이자와 SK하이닉스로부터의 배당금 유입

스퀘어의 주가는 NAV의 82%를 차지하는 하이닉스와 상당히 유사하게 움직이지만, 강화되는 주주환원과 개선되는 보유 포트폴리오 가치에 따라 할인율 축소 중

21.11월 분할 상장 후 최대 77%까지 상승했던 할인율은 23년부터 주주환원이 시작되면서 축소, 24년부터는 60%대에 진입하여 전일 기준 66% 수준

27년 할인율 50% 이하 달성을 위해서는 보유 포트폴리오의 가치 향상도 필요
27년 주요 포트폴리오의 흑자 달성을 목표로 제시했는데, 3Q24 누적 기준 11번가 OP -533억원(+320억원 yoy), SK플래닛 순이익 -2억원(+138억원 yoy), T맵 순이익 -494억원(+134억원 yoy) 등 실적 개선이 나타나는 중

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,371	2,276	2,152	2,434	2,733
영업이익	16	-2,340	3,826	5,099	5,600
세전순이익	41	-2,598	3,870	5,122	5,628
총당기순이익	256	-1,315	3,638	4,712	5,178
지배지분순이익	260	-1,287	3,627	4,571	5,023
EPS	1,836	-9,137	26,704	34,222	37,611
PER	18.3	NA	3.0	2.9	2.7
BPS	118,893	107,921	138,633	175,188	212,820
PBR	0.3	0.5	0.7	0.5	0.4
ROE	1.6	-8.0	21.3	21.6	19.4

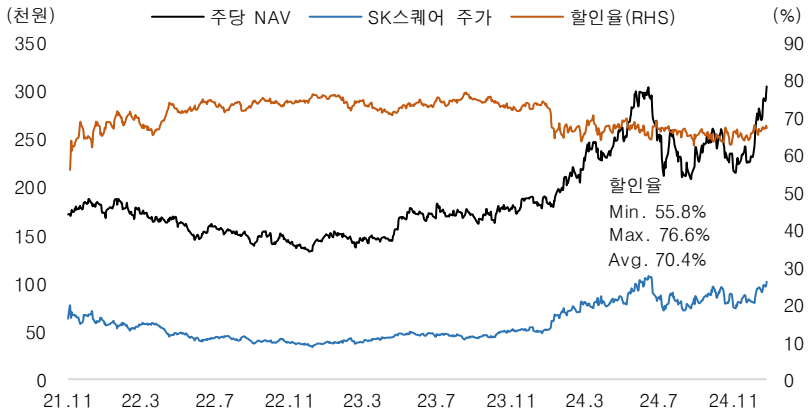
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation (억원, %, 천주, 원)

	항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A	영업가치					
B	**상장사 지분가치**			**292,310**	**81.8**	
	SK 하이닉스	1,450,180	20.1	291,486	81.5	시가총액에 보유 지분율 반영
	드림어스 컴퍼니	1,270	38.7	491	0.1	시가총액에 보유 지분율 반영
	인크로스	920	36.1	332	0.1	시가총액에 보유 지분율 반영
C	**비상장사 지분가치**			**49,843**	**13.9**	
	11번가	10,760	80.3	8,340	2.3	Book Value
	SK 쉴더스	32,000	32.2	10,304	2.9	23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
	티맵모빌리티	24,255	60.1	14,577	4.1	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
	SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.7	Book Value
	기타			14,185	4.0	
D	**순차입금**	(1.5)		(1.5)	**4.3**	3Q24 기준 순현금 6.6천억원에 SK 쉴더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.6천억원과 이자 수익 및 하이닉스 연간 배당금 3.2천억원 반영
E	**NAV**			**357,432**		
	발행주식수			129,611		25년 자사주 취득/소각 3.7~4.8천억원 반영한 주식수
	주당 NAV			**275,772**		
	할인율			60.0		상장 이후 할인율 55.8%~76.6%, 평균 70.7%, 할인율 밴드 하단인 60% 적용
	적정주가			**110,309**		
	현재주가			94,100		
	업사이드			17.2		

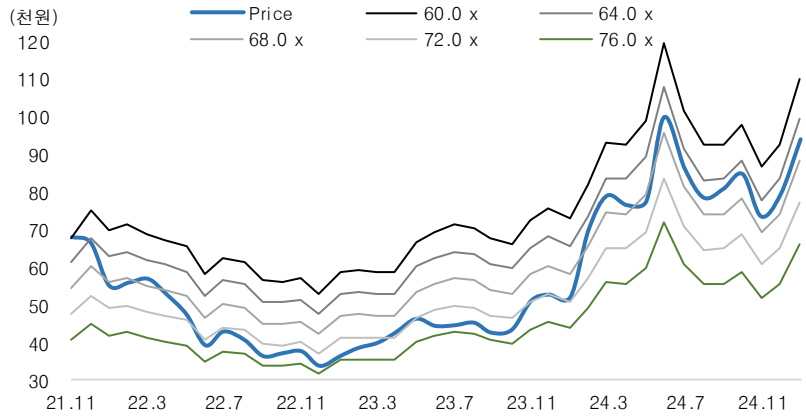
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.8%~76.6%, 평균 70.8%



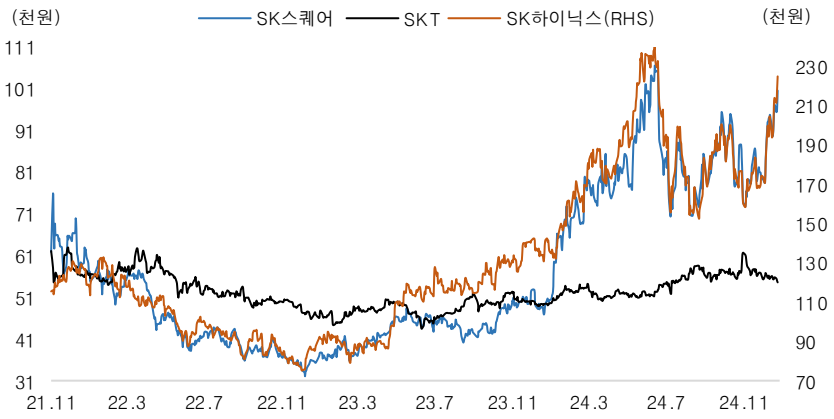
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK 스퀘어 할인율 Band



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 주가 비교: SK 스퀘어, SKT, SK 하이닉스



자료: 대신증권 Research Center

2024 SK 스퀘어 기업가치 제고 계획

목표 설정

1. 27년까지 NAV 할인율 50% 이하

2. 25~27년COE를 초과하는 ROE 실현

3. 27년까지 PBR 1배 이상

계획 수립

① 이사회 중심의 기업가치제고 실행
이사회 중심의 기업가치제고 방안 논의 및 실행
NAV 할인율 등 기업가치제고 목표지표를 경영진 핵심 KPI로 도입 및 Incentive 연계
독립성/전문성을 갖춘 이사 추가 선임

② Capital Allocation
투자 수익성 고려하여 최적 배분
기존 주주환원 정책의 지속적인 실행
고 NAV 할인율 상황에서는 자사주 매입/소각 확대

③ 예측가능한 주주환원 지속
'24년 연내 추가 자사주 매입(1천억원) 등 일관성 있고, 예측가능한 주주환원 지속

④ Portfolio Value-up
Operation Improvement(O/I) 실행을 통해 ICT Portfolio 수익성 강화

⑤ 신규 투자
반도체, AI 영역에서 미래 핵심 성장기회 발굴

자사주 소각, 자사주 추가 취득 공시

21.11월 이후 누적 자사주 취득/소각 3.1천억원

24년 자사주 취득 1천억원 → 25.1.6 소각

24.11~25.2월 자사주 취득 1천억원 예정. 1/24 기준 25% 진행 중

25.2월까지 누적 자사주 취득/소각(예정) 금액은 5.1천억원

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

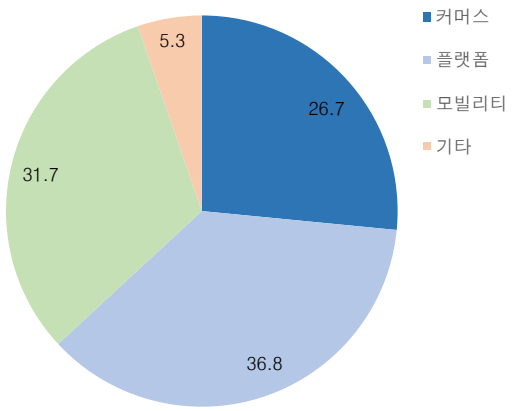
- 2023년 매출 22,765억원, 영업이익 -23,397억원, 순이익 -13,418억원
- 3Q24 기준 각 사업별 비중은 커머스 27%, 플랫폼 37%, 모빌리티 32%, 기타 5%
- 3Q24 기준 주요 주주는 ㈜ 31.5%, Macquarie 외 3인 6.8%

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 후 변동성 확대
- 향후 주가는 NAV의 20%를 차지하는 비상장사의 IPO 또는 매각이 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

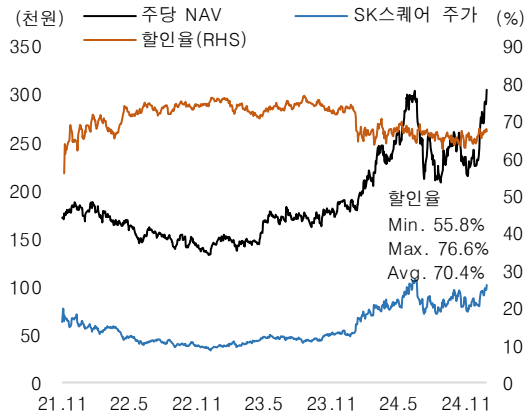
매출 비중(3024)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

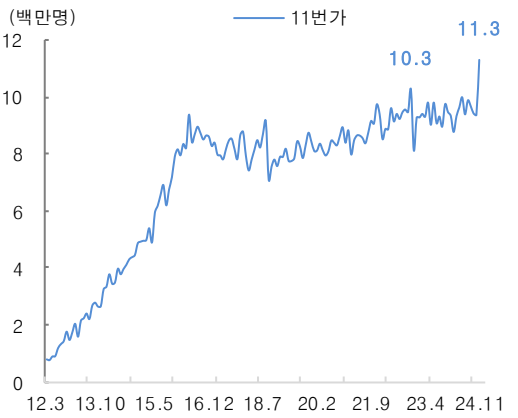
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



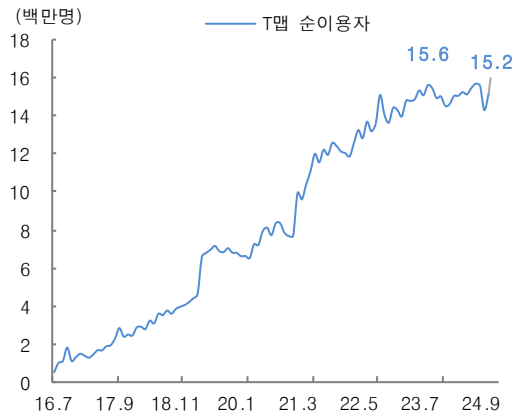
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 1,131만명(24.11월)



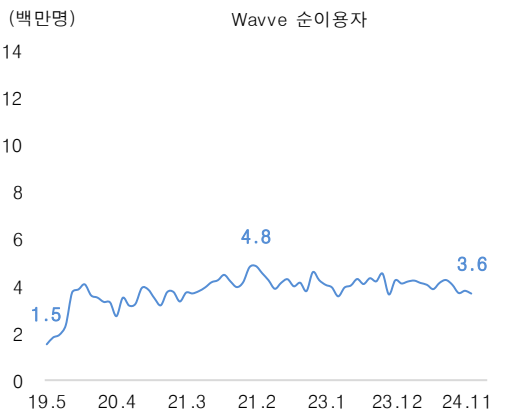
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T 맵 순이용자 1,522만명(24.11월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wavve 순이용자 365만명(24.12월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,371	2,276	2,152	2,434	2,733
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,371	2,276	2,152	2,434	2,733
판매비와관리비	2,719	2,564	2,359	2,516	2,768
영업이익	16	-2,340	3,826	5,099	5,600
영업이익률	0.7	-102.8	177.8	209.5	204.9
EBITDA	26	-144	-73	82	152
영업외손익	25	-258	43	23	29
관계기업손익	17	-34	17	0	0
금융수익	125	135	115	143	141
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-103	-336	-85	-104	-96
외환관련손실	16	12	0	0	0
기타	-14	-24	-4	-16	-16
법인세비용차감전순손익	41	-2,598	3,870	5,122	5,628
법인세비용	-2	292	-232	-410	-450
계속사업순손익	39	-2,305	3,638	4,712	5,178
중단사업순손익	217	990	0	0	0
당기순이익	256	-1,315	3,638	4,712	5,178
당기순이익률	10.8	-57.8	169.1	193.6	189.4
비지배지분순이익	-4	-28	11	141	155
지배지분순이익	260	-1,287	3,627	4,571	5,023
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-482	42	42	42	42
포괄순이익	-226	-1,273	3,680	4,754	5,220
비지배지분포괄이익	-256	-30	11	143	157
지배지분포괄이익	30	-1,243	3,668	4,611	5,063

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	5,772	10,373	15,398
현금및현금성자산	1,002	1,271	4,763	9,320	14,299
매출채권 및 기타채권	1,099	590	577	606	638
재고자산	117	113	107	121	136
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	21,549	26,213	31,280
유동부채	1,820	1,381	1,387	1,430	1,475
매입채무 및 기타채무	1,619	932	927	939	951
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	2,106	2,199	2,243
지배지분	16,820	15,202	18,828	23,399	28,422
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	759	320	3,947	8,518	13,541
기타자본변동	9,135	8,955	8,955	8,955	8,955
비지배지분	344	615	615	615	615
자본총계	17,163	15,817	19,443	24,014	29,036
순차입금	975	-911	-4,462	-8,987	-13,934

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,836	-9,137	26,704	34,222	37,611
PER	18.3	NA	3.0	2.9	2.7
BPS	118,893	107,921	138,633	175,188	212,820
PBR	0.3	0.5	0.7	0.6	0.5
EBITDAPS	184	-1,020	-541	617	1,135
EV/EBITDA	233.2	NA	NA	60.3	0.1
SPS	16,757	16,161	15,844	18,222	20,468
PSR	2.0	3.3	6.3	5.5	4.9
CFPS	1,886	336	39,315	49,596	53,556
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	342	266	5,127	6,187	6,673
당기순이익	256	-1,315	3,638	4,712	5,178
비현금항목의 가감	11	1,362	1,702	1,912	1,974
감가상각비	375	143	133	165	186
외환손익	2	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-366	1,218	1,569	1,747	1,788
자산부채의 증감	-205	63	-42	-87	-89
기타현금흐름	281	156	-171	-350	-391
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	1,053	1,054
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	0
기타	166	756	1,022	1,022	1,022
현금의 증감	359	269	3,492	4,558	4,979
기초 현금	642	1,002	1,271	4,763	9,320
기말 현금	1,002	1,271	4,763	9,320	14,299
NOPLAT	15	-2,077	3,597	4,691	5,152
FCF	18	-2,190	3,493	4,619	5,100

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	488.4	-4.0	-5.5	13.1	12.3
영업이익 증가율	-96.0	적전	흑전	33.3	9.8
순이익 증가율	-29.5	적전	흑전	29.5	9.9
수익성					
ROIC	0.4	-84.9	349.5	419.9	428.4
ROA	0.1	-11.7	19.4	21.4	19.5
ROE	1.6	-8.0	21.3	21.6	19.4
안정성					
부채비율	29.1	13.6	10.8	9.2	7.7
순차입금비율	5.7	-5.8	-22.9	-37.4	-48.0
이자보상배율	3.4	-283.1	530.4	724.4	898.9

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

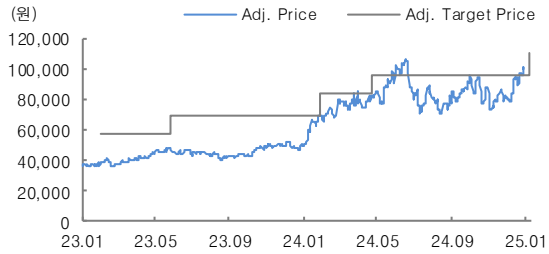
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.02.03	24.12.03	24.11.25	24.11.21	24.11.18	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	96,000	96,000	96,000	96,000	96,000
괴리율(평균,%)		(11.22)	(17.11)	(13.85)	(17.26)	(10.46)
괴리율(최대/최소,%)		4.90	(8.65)	(8.65)	(16.25)	11.15
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,%)	(10.46)	(7.54)	(9.89)	(21.30)	(35.01)	(35.74)
괴리율(최대/최소,%)	11.15	11.15	1.79	4.14	(27.00)	(27.14)
제시일자	23.08.10	23.06.20	23.05.16	23.03.31	23.03.11	23.02.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	70,000	58,000	58,000	58,000	58,000
괴리율(평균,%)	(36.46)	(35.24)	(28.63)	(31.78)	(34.17)	(31.48)
괴리율(최대/최소,%)	(30.50)	(32.79)	(16.64)	(26.72)	(28.10)	(28.10)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250129)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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