

SK스퀘어 (402340)

김화재

hjaje.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

96,000

유지

현재주가

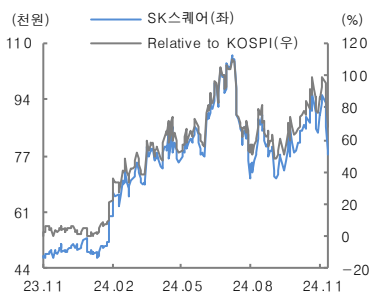
77,600

(24.11.15)

통신서비스업중

KOSPI	2416.86
시가총액	10,457십억원
시가총액비중	0.49%
지분금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 46,850원
120일 평균거래대금	369억원
외국인지분율	52.25%
주요주주	SK 외 9 인 31.53% Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.83%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	-5.7	-1.8	59.5
상대수익률	-2.1	3.2	11.0	64.1



투자의 귀재, 환원의 천재

- NAV 대비 할인율은 66%로 2Q24의 67% 대비 할인율 개선
- 3Q24 영업수익 4.6천억원(-13% yoy), OP 1.2조원(흑전 yoy)
- 23년 3.1천억원, 24년 1천억원, 25년까지 4.5천억원의 주주환원 전망

투자의견 매수(Buy), 목표주가 96,000원 유지

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

3Q24 Review: NAV 대비 할인율 66%, 24.11월 현재 할인율 68%

영업수익 4.6천억원(-13% yoy, -2% qoq), OP 1.2조원(흑전 yoy, +50% qoq)
하이닉스 분기 최대 실적 달성 및 주요 자회사 실적과 지표 개선

커머스 수익 1.2천억원(-35% yoy, -9% qoq), OP -146억원(적지 / +179억원 yoy). 마케팅 효율화 및 비용절감으로 6개분기 연속 손실 축소, 24.3월부터 7개월 연속 오픈마켓 월별 흑자 달성

플랫폼 1.7천억원(+55% yoy), OP -60억원(적지 yoy)
원스토어 매출 287억원(-28% yoy), 게임 GMV 1.3천억원(-27% yoy), GMV M/S 8.4%(-2.1%p yoy), 당기순이익 -77억원(적지 / -58억원 yoy)
SK플래닛 매출 644억원(-6% yoy), 당기순이익 5억원(-96% yoy). 3Q 누적 기준으로는 -2억원으로 +108억원 개선. 자체 광고 솔루션 사업 성장으로 이익 개선

모빌리티 1.5천억원(-1% yoy, -6% qoq), OP -54억원(적지 / +118억원 yoy). Tmap은 처음으로 MAU 1.5천만명(+4% yoy) 달성하면서 고성장, 당기순이익 -122억원(적지 / +126억원 yoy)으로 개선, 수익성 높은 광고 매출 증가에 기인

25년까지 추가 2.9~4.5천억원의 주주환원 전망

23년 3.1천억원의 자사주 취득/소각. 24년 1천억원 자사주 취득 완료, 소각 예정
25년까지 추가 주주환원은 약 2.9~4.5천억원 전망. SK실더스 Harvest 5.3천억원과 SK하이닉스 배당금 및 크래프톤 지분 유동화 2.6천억원의 30~50%
기타 비핵심 포트폴리오의 추가 Harvest를 통한 주주환원도 기대

주가는 7월 중 106,700원의 최고가 달성 후 하락과 상승 반복. 반도체 업황에 대한 전망에 따라 SK하이닉스의 주가 변동성이 커지면서 동사의 주가 변동성 확대

SK하이닉스 외의 자회사들의 실적이 개선되고 있고, 당사 추정 4.5천억원의 주주환원은 시총 대비 4.3%로 규모가 크고, 보유(예정) 현금 및 자금조달을 통해 25년까지 3조원의 가용 재원으로 투자와 Harvest 및 주주환원을 반복할 예정이어서, 할인율은 꾸준히 축소될 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24					4Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	527	469	612	458	-13.2	-2.4	732	727	15.6	59.0
영업이익	-561	775	1,025	1,162	흑전	50.0	886	1,082	흑전	-6.9
순이익	459	741	917	1,136	147.4	53.4	895	970	흑전	-14.6

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,735	224	2,152	2,434	2,733
영업이익	16	-2,340	3,343	5,226	5,573
세전순이익	41	-2,598	3,386	5,248	5,602
총당기순이익	256	-1,315	3,192	4,829	5,154
지배지분순이익	260	-1,287	3,192	4,684	4,999
EPS	1,836	-9,137	23,506	34,759	37,101
PER	18.3	NA	3.3	2.2	2.1
BPS	118,893	107,921	135,434	171,262	207,977
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
ROE	1.6	-8.0	19.0	22.6	19.6

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	2,337	2,779	2,152	2,434	-7.9	-12.4
판매비와 관리비	2,475	2,792	2,359	2,516	-4.7	-9.9
영업이익	3,269	5,421	3,343	5,226	2.3	-3.6
영업이익률	139.9	195.1	155.4	214.7	15.5	19.6
영업외손익	22	23	43	23	94.3	0.0
세전순이익	3,291	5,444	3,386	5,248	2.9	-3.6
지배지분순이익	3,029	4,858	3,192	4,684	5.4	-3.6
순이익률	131.2	180.2	148.3	198.4	17.1	18.2
EPS(지배지분순이익)	22,305	36,052	23,506	34,759	5.4	-3.6

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

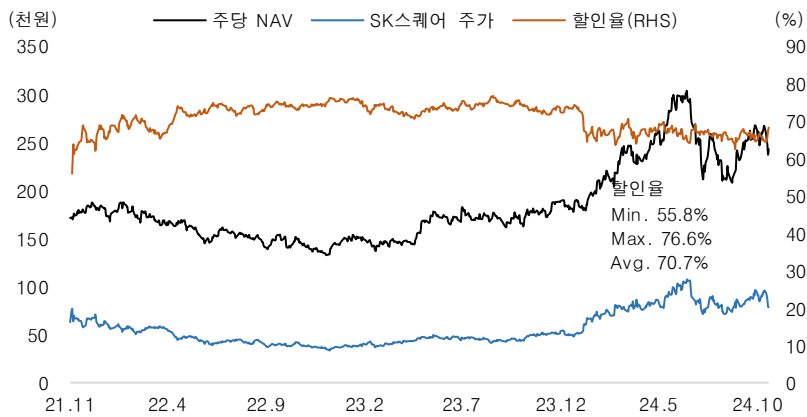
표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation

(억원 %, 천주, 원)

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 상장사 지분가치			261,554	80.5
SK 하이닉스	1,297,300	20.1	260,757	80.3 시가총액에 보유 지분율 반영
드림어스 컴퍼니	1,174	38.7	454	0.1 시가총액에 보유 지분율 반영
인크로스	949	36.1	343	0.1 시가총액에 보유 지분율 반영
C 비상장사 지분가치			49,843	15.3
11번가	10,760	80.3	8,340	2.6 Book Value
SK 실더스	32,000	32.2	10,304	3.2 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티엠모빌리티	24,255	60.1	14,577	4.5 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.8 Book Value
기타			14,185	4.4
D 순차입금			(1.3)	4.3
3Q24 기준 순현금 6.6천억원에 SK 실더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.6천억원과 이자 수익 및 하이닉스 연간 배당금 1.8천억원 반영				
E NAV			324,817	
발행주식수			133,478	
주당 NAV			243,349	
할인율			60.0	상장 이후 할인율 55.8%~76.6%, 평균 70.7%, 할인율 밴드 하단인 60% 적용
적정주가			97,340	
현재주가			77,600	
업사이드			25.4	

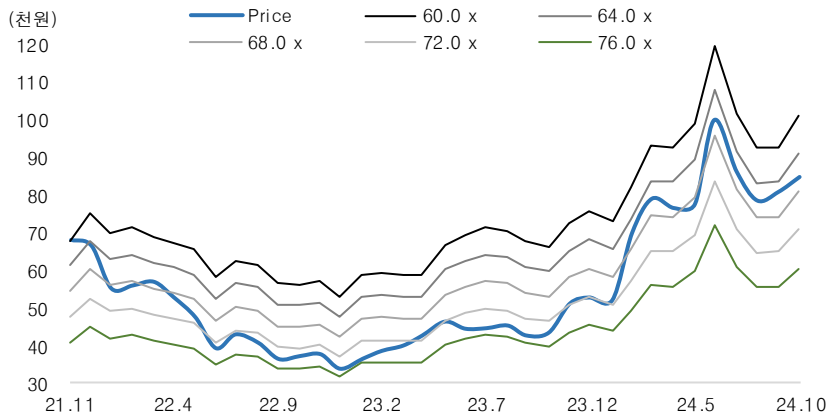
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.8%~76.6%, 평균 70.7%



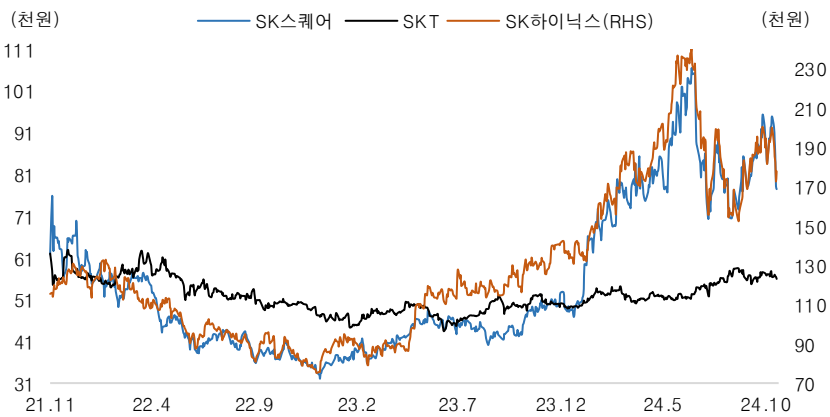
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK스퀘어 할인율 Band



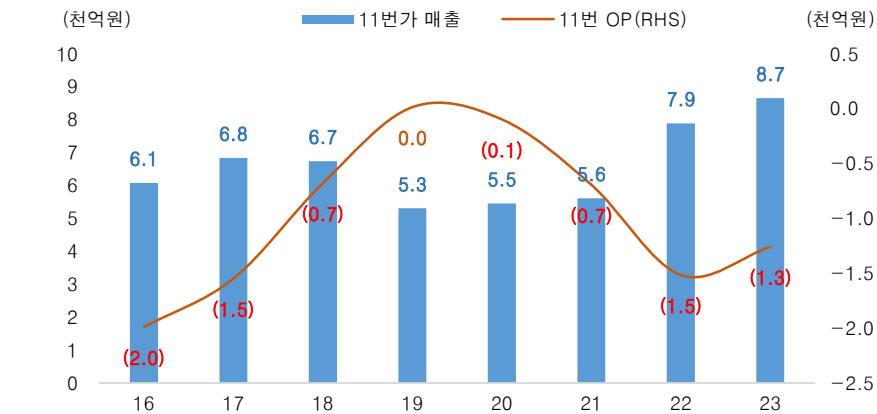
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 주가 비교: SK스퀘어, SKT, SK하이닉스



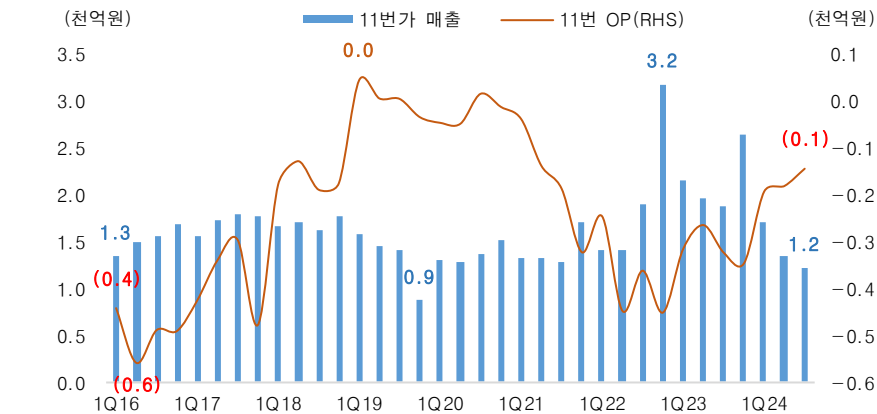
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 11 번가 매출 및 영업이익



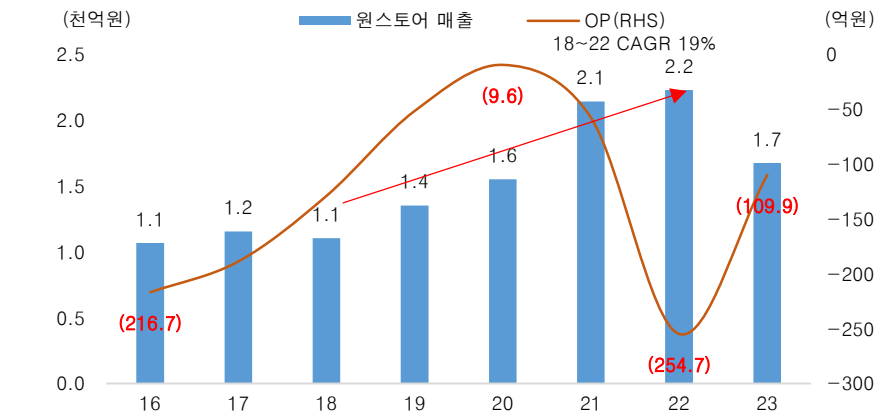
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. 11 번가 매출 및 영업이익. 매분기 적자폭 축소



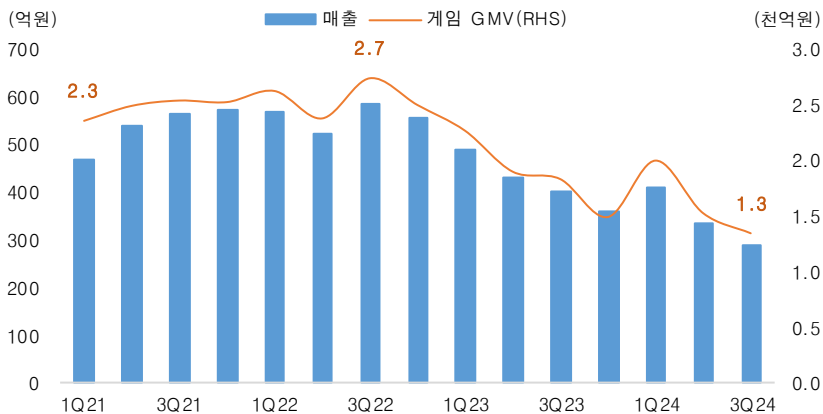
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 6. 원스토어 매출 및 영업이익



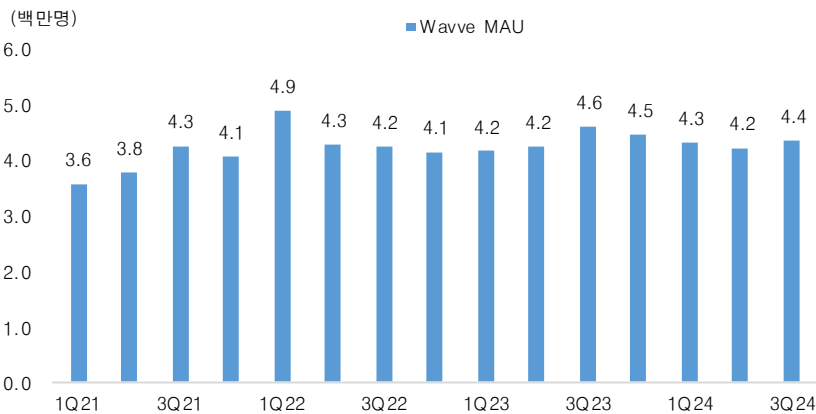
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 7. 원스토어 매출 및 게임 GMV



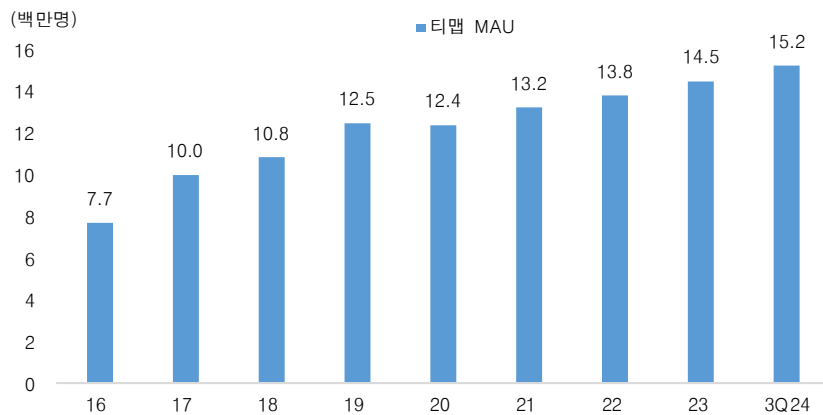
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 8. Wavve MAU, 4.4 백만명 수준 유지



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 9. 티맵모빌리티, 티맵 MAU 상승 추세, 처음으로 15 백만명 돌파



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

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 (주) 31.5%, Macquarie 외 3인 6.8%

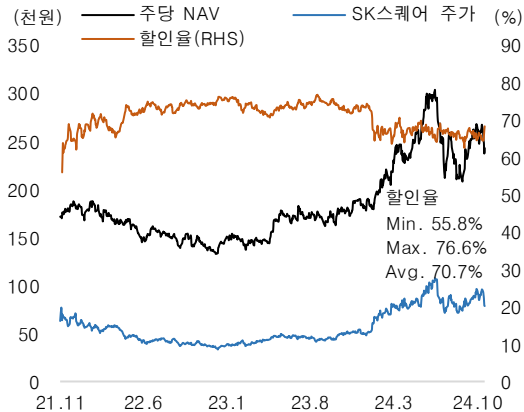
주가 코멘트

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

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

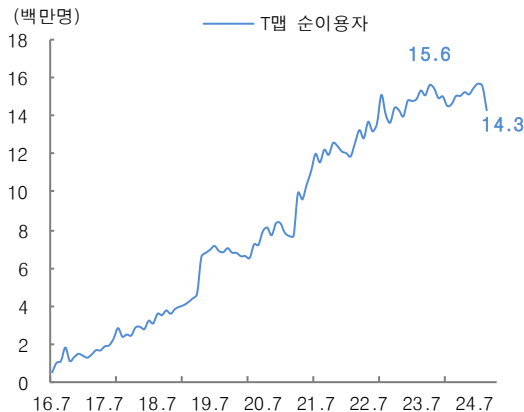
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



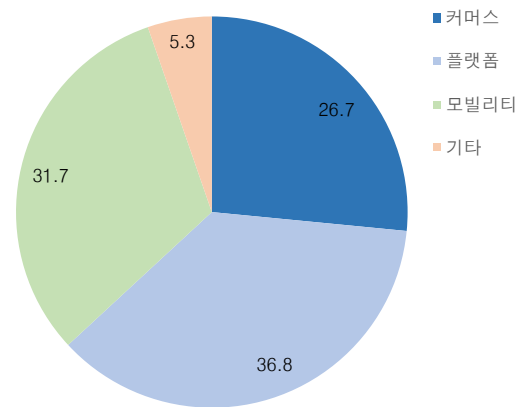
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

T맵 순이용자 1,433만명(24.10월)



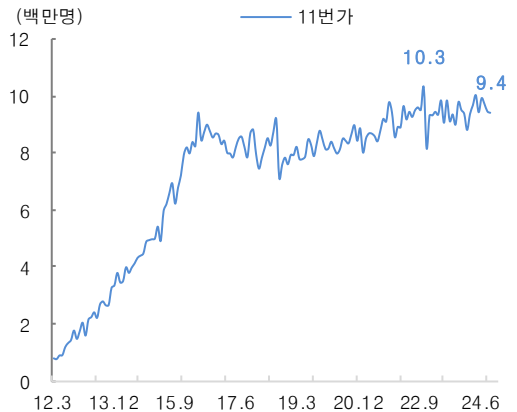
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

매출 비중(3Q24)



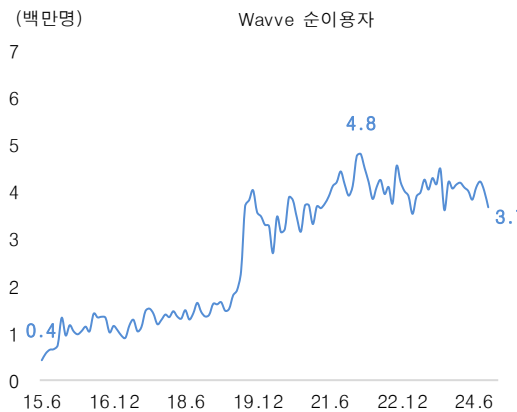
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 938만명(24.10월)



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

WAVE 순이용자 367만명(24.10월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,735	224	2,152	2,434	2,733
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,735	224	2,152	2,434	2,733
판매비와관리비	2,719	2,564	2,359	2,516	2,768
영업이익	16	-2,340	3,343	5,226	5,573
영업외수익	0.6	-1,044.9	155.4	214.7	203.9
EBITDA	391	-2,196	-73	82	152
영업외손익	25	-258	43	23	29
관계기업손익	17	-34	17	0	0
금융수익	125	135	115	143	141
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-103	-336	-85	-104	-96
외환평가손실	16	12	0	0	0
기타	-14	-24	-4	-16	-16
법인세비용차감전순이익	41	-2,598	3,386	5,248	5,602
법인세비용	-2	292	-195	-420	-448
계속사업순이익	39	-2,305	3,192	4,829	5,154
중단사업순이익	217	900	0	0	0
당기순이익	256	-1,315	3,192	4,829	5,154
당기순이익률	9.4	-587.2	148.3	198.4	188.6
비자비자분순이익	-4	-28	-1	145	155
자비자분순이익	260	-1,287	3,192	4,684	4,999
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-482	42	42	42	42
포괄순이익	-226	-1,273	3,234	4,870	5,196
비자비자분포괄이익	-256	-30	-1	146	156
자비자분포괄이익	30	-1,243	3,234	4,724	5,040

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,836	-9,137	23,506	34,759	37,101
PER	18.3	NA	3.3	2.2	2.1
BPS	118,893	107,921	135,434	171,262	207,977
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	2,761	-15,591	-541	611	1,125
EV/EBITDA	15.5	NA	NA	59.5	2.2
SPS	19,334	1,590	15,844	18,062	20,285
PSR	1.7	33.1	4.9	4.3	3.8
CFPS	1,886	336	35,756	50,099	52,883
DPS	0	0	0	390	390

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	138.6	-91.8	861.0	13.1	12.3
영업이익 증/감	-96.2	작전	흑전	56.3	6.7
순이익 증/감	-29.5	작전	흑전	51.3	6.7
수익성					
ROIC	0.4	-84.9	147.7	138.5	133.1
ROA	0.1	-11.7	16.8	21.4	19.0
ROE	1.6	-8.0	19.0	22.6	19.6
안정성					
부채비율	29.1	13.6	15.4	13.2	11.5
순차입금비율	5.7	-5.8	-9.6	-26.0	-37.5
이자보상비율	3.4	-283.1	463.4	742.4	894.7

자료: SK 스캐머 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	6,169	10,992	16,057
현금및현금성자산	1,002	1,271	2,120	6,501	11,097
매출채권 및 기타채권	1,099	590	2,635	2,934	3,252
재고자산	117	113	1,088	1,231	1,383
기타유동자산	648	314	325	325	325
비유동자산	19,296	15,681	15,776	15,840	15,882
유형자산	887	243	338	401	443
관계기업투자지급	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	21,945	26,831	31,939
유동부채	1,820	1,381	2,218	2,370	2,530
매입채무 및 기타채무	1,619	932	1,758	1,879	2,007
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	2,937	3,139	3,299
자본부분	16,820	15,202	18,394	23,078	28,025
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	759	320	3,513	8,197	13,144
기타자본변동	9,135	8,955	8,955	8,955	8,955
비자비자분	344	615	615	615	615
자본총계	17,163	15,817	19,008	23,692	28,640
순차입금	975	-911	-1,819	-6,169	-10,733

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	342	266	2,473	6,014	6,341
당기순이익	256	-1,315	3,192	4,829	5,154
비현금항목의가감	11	1,362	1,664	1,922	1,972
감가상각비	375	143	133	165	186
외환손익	2	1	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-366	1,218	1,531	1,757	1,786
자산부채의증감	-205	63	-2,250	-377	-397
기타현금흐름	281	156	-134	-360	-389
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
현금의증감	359	269	849	4,381	4,596
기초 현금	642	1,002	1,271	2,120	6,501
기말 현금	1,002	1,271	2,120	6,501	11,097
NOPLAT	15	-2,076	3,151	4,807	5,127
FCF	18	-2,190	3,047	4,735	5,076

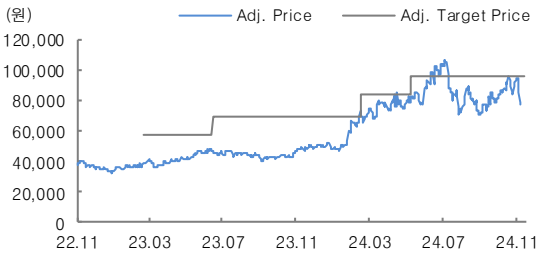
[Compliance Notice]

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: 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	24.11.18	24.08.14	24.05.17	24.02.23	23.12.20	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	96,000	96,000	96,000	84,000	70,000	70,000
과다율(평균%)		(10.46)	(7.64)	(9.89)	(21.30)	(35.01)
과다율(최대/최소%)		11.15	11.15	1.79	4.14	(27.00)
제시일자	23.11.16	23.08.10	23.06.20	23.05.16	23.03.31	23.03.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	70,000	70,000	58,000	58,000	58,000
과다율(평균%)	(35.74)	(36.46)	(35.24)	(28.63)	(31.78)	(34.17)
과다율(최대/최소%)	(27.14)	(30.50)	(32.79)	(16.64)	(26.72)	(28.10)
제시일자	23.02.25					
투자의견	Buy					
목표주가	58,000					
과다율(평균%)	(31.48)					
과다율(최대/최소%)	(28.10)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20241114)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	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