

SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

84,000

상향

현재주가

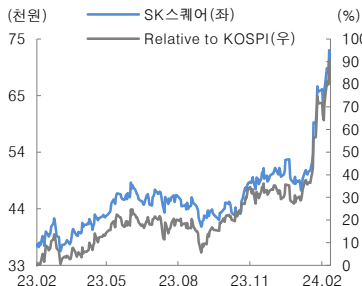
69,300

(24.02.23)

통신서비스업중

KOSPI	2667.7
시가총액	9,631십억원
시가총액비중	0.50%
지분급(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	72,900원 / 35,650원
120일 평균거래대금	200억원
외국인지분율	48.56%
주요주주	SK 외 10 인 30.59% 국민연금공단 6.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.7	41.4	59.9	83.1
상대수익률	27.0	33.3	50.1	67.4



주주환원 강화는 기업가치 상승

- NAV 대비 할인율은 70%로 4Q23의 74%대비 축소
- 영업수익 6.3천억원(-15% yoy), OP -4.1천억원(적지 yoy)
- 23년 3.1천억원, 25년까지 최소 3.3천억원의 주주환원 전망

투자의견 매수(Buy), 목표주가 84,000원으로 +20% 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 2.9조원 상승 포함 NAV +3.7조원 상승, 주당 NAV +33천원(+17%) 상승을 반영하여 목표주가 +20% 상향

4Q23 Review: NAV 대비 할인율 73%, 24.2월 현재 할인율 70%

영업수익 6.3천억원(-15% yoy, +19% qoq), OP -4.1천억원(적지 yoy, 적지 qoq)
23년 영업수익 2.3조원(-4% yoy), OP -2.3조원(적전 yoy)

하이닉스 당기순손실에 따라 지분법손실 발생. 주요 자회사들은 영업적자를 지속 중이나 연간 적자폭은 축소, +631억원 yoy. 자회사들의 주요 지표들도 개선

커머스 수익 2.6천억원(-17% yoy, +40% qoq), 23년 8.7천억원(+10% yoy). OP -352억원(적지 yoy/qoq), 23년 -1.3천억원(적지 yoy, +253억원 yoy). 오픈마켓 중심으로 마케팅 효율화 진행되면서 수익성 개선, 23.12월 EBITDA 흑전

플랫폼 1.3천억원(-6% yoy, +16% qoq), 23년 4.5천억원(-16% yoy). OP 81억원(흑전 yoy/qoq), 23년 -107억원(적지 yoy, +123억원 yoy). 원스토어는 멜론, 카카오페이지 등 대형 미디어앱 입점으로 수익성 개선. 23.10월 크래프톤으로부터 200억원 유치 및 24.2월 디지털터빈으로부터 1천만달러 유치하면서(향후 4천만달러 추가 유치 예정) 기업가치 9.2천억원 형성

모빌리티 1.5천억원(-24% yoy, -1% qoq), 23년 6.2천억원(-13% yoy). OP -209억원(적지 yoy/qoq), 23년 -688억원(적지 yoy, +32억원 yoy). Tmap은 MAU 1.5천만명(+5% yoy)을 달성하면서 고성장 지속. 화물중개는 23년 +19% yoy 성장

지분법손익 -3.3천억원(적지 yoy), 23년 -2.3조원(적전 yoy). 하이닉스 당기순손실이 지속되면서 4Q 지분법손실 발생. 하이닉스의 4Q OP는 3.5천억원(흑전 yoy)의 흑자 달성. AI항 메모리 수요 증가에 따라 24년 매분기 하이닉스 흑자폭 확대 및 SK스퀘어 지분법손익도 1Q24 흑자 전환 및 이후 흑자폭 확대 전망

전일 기준 NAV는 32조원, 주당 NAV는 234천원으로 4Q23 대비 +17% 상승. SK 하이닉스의 지분가치 +2.9조원 상승 영향. 할인율은 74%에서 70%로 축소

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%)

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23			1Q24		
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	743	527	549	629	-15.2	19.4	538	656
영업이익	-941	-561	-200	-406	적지	적지	-215	149
순이익	-860	459	-174	-519	적지	적전	-174	137

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,146	2,371	2,277	2,726	3,231
영업이익	420	16	-2,340	1,590	2,680
세전순이익	364	41	-2,598	1,608	2,703
총당기순이익	363	256	-1,315	1,479	2,487
지배지분순이익	375	260	-1,285	1,435	2,412
EPS	16,134	1,836	-9,122	10,324	17,356
PER	4.1	18.3	NA	6.7	4.0
BPS	716,422	118,893	107,919	113,612	130,968
PBR	0.1	0.3	0.6	0.6	0.5
ROE	4.5	1.6	-8.0	9.3	14.2

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	473	4,014	2,277	2,726	381.2	-32.1
판매비와 관리비	2,607	2,837	4,616	1,136	77.1	-60.0
영업이익	-2,134	1,176	-2,340	1,590	적자유지	35.2
영업이익률	-451.0	29.3	-102.8	58.3	적자유지	29.0
영업외손익	39	18	-258	18	적자조정	-2.4
세전순이익	-2,095	1,194	-2,598	1,608	적자유지	34.6
지배지분순이익	-965	1,066	-1,285	1,435	적자유지	34.6
순이익률	-202.8	27.4	-57.8	54.3	적자유지	26.9
EPS(지배지분순이익)	-6,852	7,668	-9,122	10,324	적자유지	34.6

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

두 차례의 자사주 취득/소각 진행 중, 시총의 5% 수준

SK스퀘어의 주주환원정책은(23~25년) 경상 배당수입(하이닉스로부터의 배당금 등)의 30% 이상과 Harvest 성과의 일부를 재원으로 배당 또는 자사주 취득/소각

23년은 경상 배당수입 1.1천억원과 Harvest 성과의 일부인 2천억원(4.1천억원의 약 50%) 등 총 3.1천억원에 대해 자사주 취득/소각 진행

23.3월부터 진행된 1.1천억원 규모의 자사주 취득은 소각 완료

23.8월부터 2천억원 규모의 자사주 매입 진행 중. SK윌더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 1차 유입분인 4.1천억원의 약 50%에 해당. 자사주는 24.3월 중 전량 소각 예정

25년까지 최소 주주환원은 3.3천억원 전망(경상 배당수입 연간 1.8천억원의 30%, SK윌더스 Harvest 4.5천억원의 50%) 전망.

경상 배당수입은 하이닉스로부터의 배당금 연간 최소 1.8천억원의 30% 이상
하이닉스의 실적이 빠르게 개선되고 있어서 배당금 수익의 증가 가능성

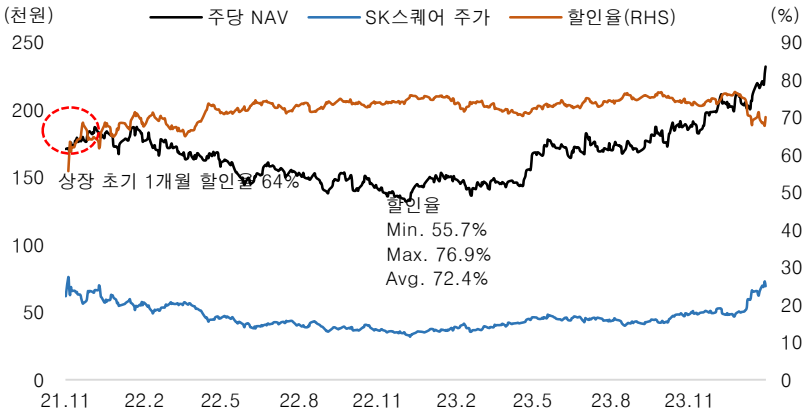
SK윌더스 매각 잔여분 4.5천억원은 25.8월 이내 유입 및 당사 추정 2.3천억원 수준의 자사주 취득/소각 전망

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

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 상장사 지분가치			240,132	76.0
SK 하이닉스	1,174,996	20.1	236,174	74.8 시가총액에 보유 지분을 반영
드림어스 컴퍼니	2,492	41.8	1,042	0.3 시가총액에 보유 지분을 반영
인크로스	1,431	36.1	516	0.2 시가총액에 보유 지분을 반영
크라프트온	108,578	2.2	2,400	0.8 시가총액에 보유 지분을 반영
C 비상장사 지분가치			64,304	20.4
11번가	27,500	80.3	22,083	7.0 18.6월 5천억원 유상증자 가치 반영
SK 쉐더스	32,000	32.2	10,304	3.3 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티맵모빌리티	24,000	60.1	14,424	4.6 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	2,800	86.3	2,416	0.8 Book Value
기타			15,077	5.4
D 순차입금	(1.2)		(1.2)	3.6 4Q23 기준 순현금 5.1천억원에 SK 쉐더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.5천억원과 하이닉스 연간 배당금 1.8천억원 반영
E NAV			315,947	
발행주식수			134,853	24.3월 소각 예정 자사주 반영
주당 NAV			234,290	
할인율			64.0	상장 이후 할인율 55.7%~76.9%. 평균 72.4%. 초기 1개월 평균 64% 적용
적정주가			84,344	
현재주가			69,300	
업사이드			21.7	

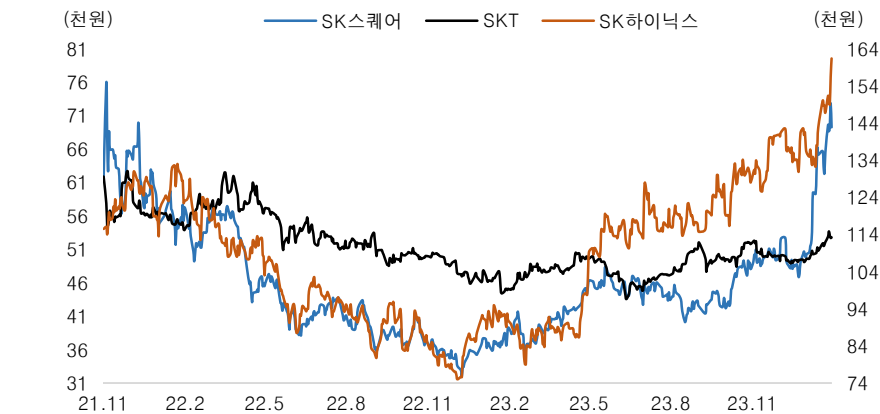
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.7%~76.9%, 평균 72.4%



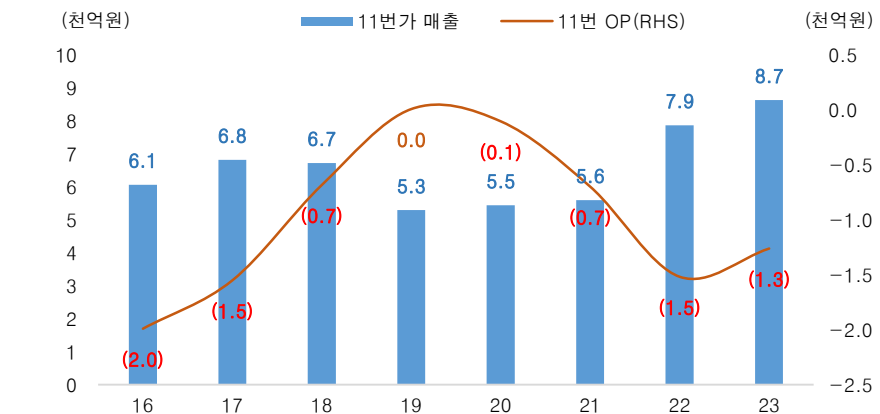
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 주가 비교: SK스퀘어, SKT, SK하이닉스



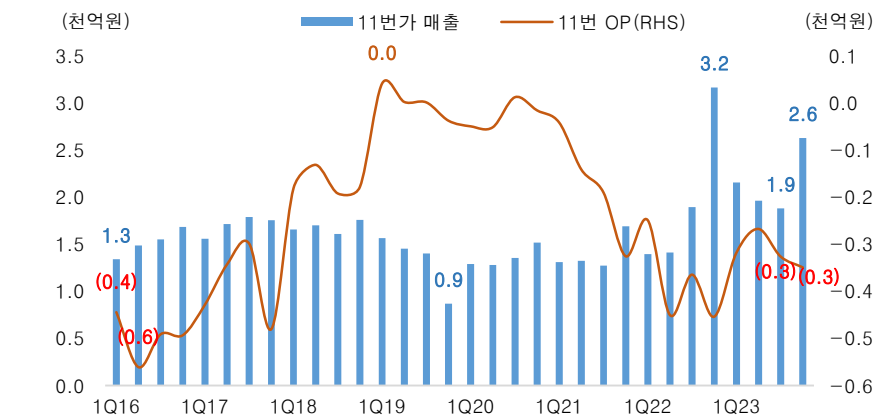
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 11 번가 매출 및 영업이익



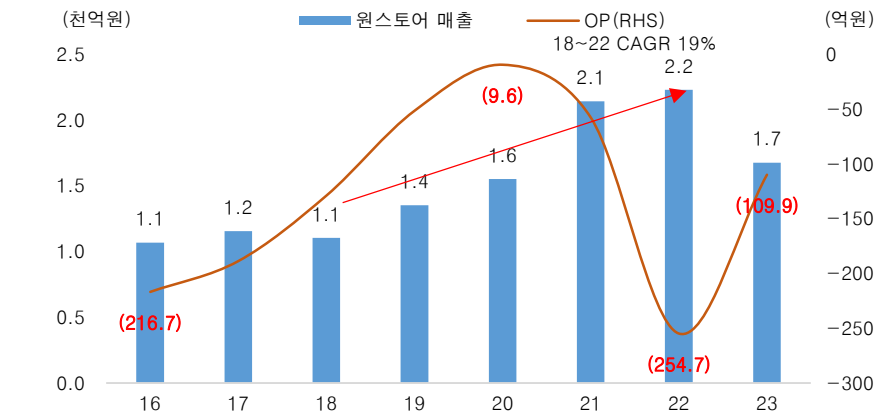
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 4. 11 번가 매출 및 영업이익



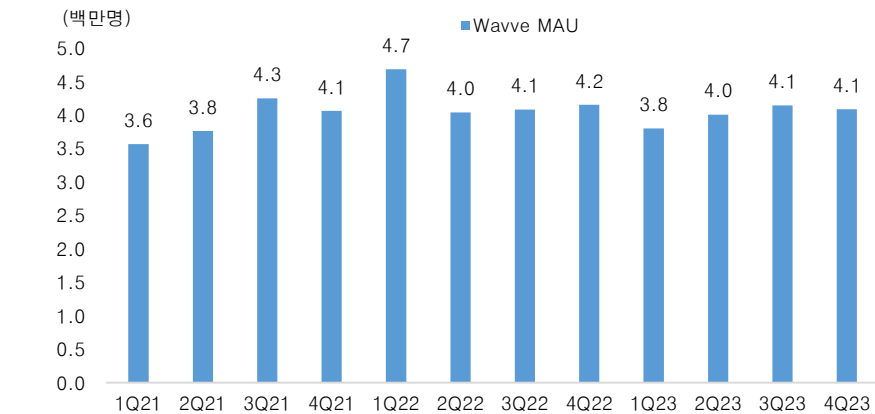
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. 원스토어 매출 및 영업이익



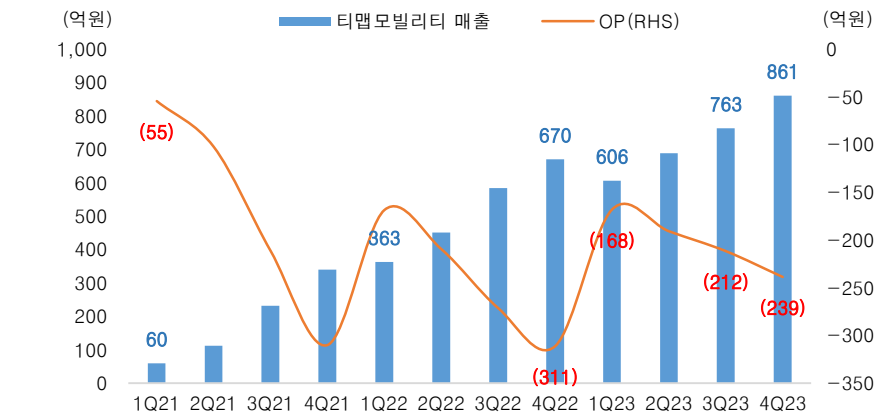
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 6. Wavve MAU



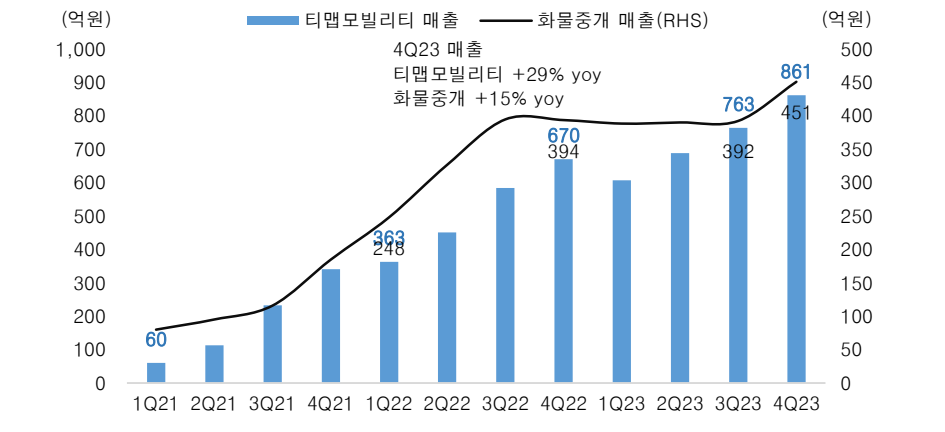
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 7. 티맵모빌리티 매출 및 영업이익



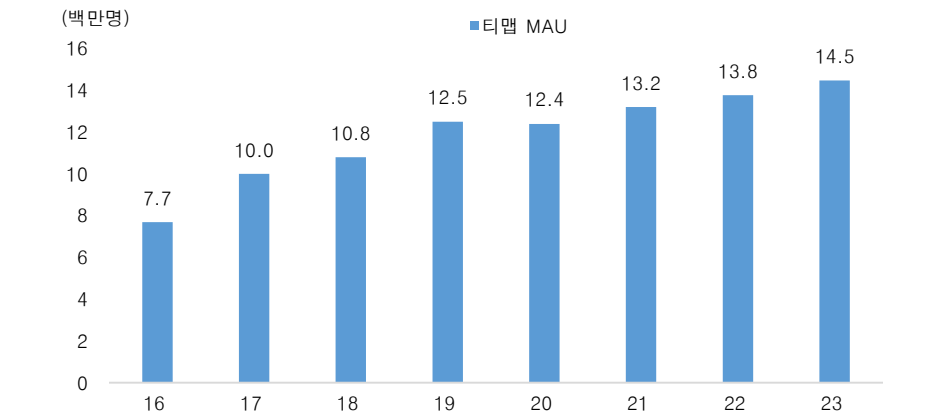
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 8. 티맵모빌리티, 화물중개 매출 고성장



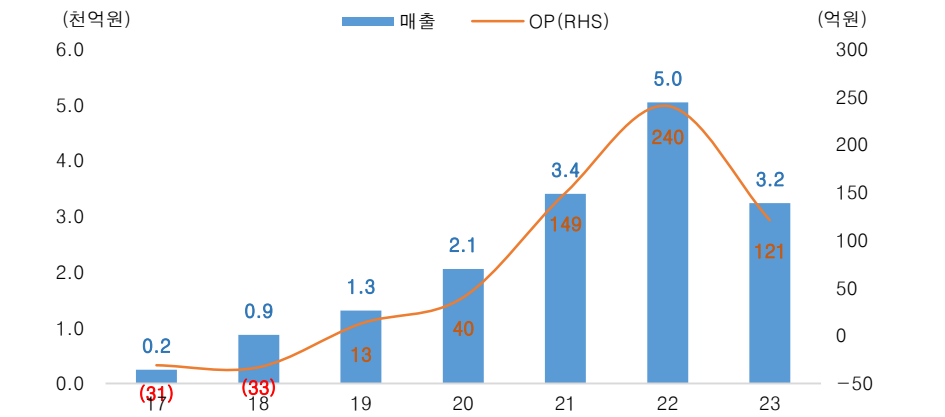
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 9. 티맵모빌리티, 티맵 MAU 상승



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 10.FSK L&S 매출 및 영업이익



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

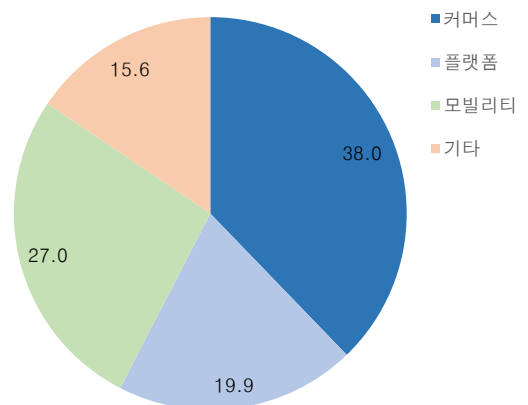
- 2023년 매출 22,765억원, 영업이익 -23,397억원, 순이익 -13,418억원
- 2023년 기준 각 사업별 비중은 커머스 38%, 플랫폼 20%, 모빌리티 27%, 기타 16%
- 4Q23 기준 주요 주주는 (주) 30.6%, 국민연금 6.6%

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
- 상장 직후 NAV 대비 할인율은 60% 수준이었으나, 자회사 IPO가 연기되면서 최근 할인율은 70%를 소폭 상회하는 수준
- 향후 주가는 NAV의 20%를 차지하는 비상장사의 IPO 또는 매각이 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

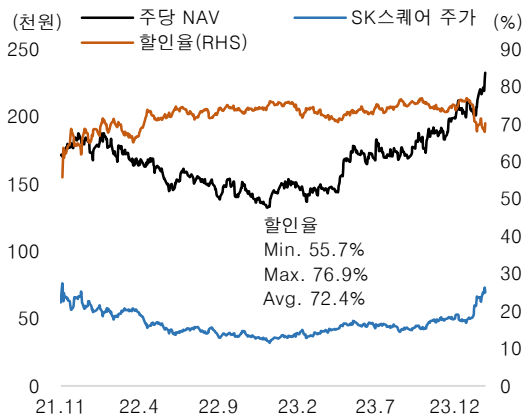
매출 비중(2023)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

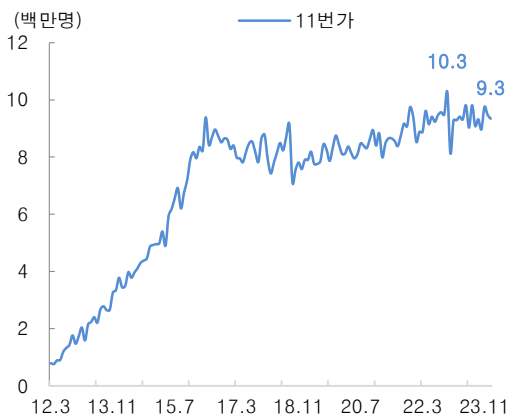
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



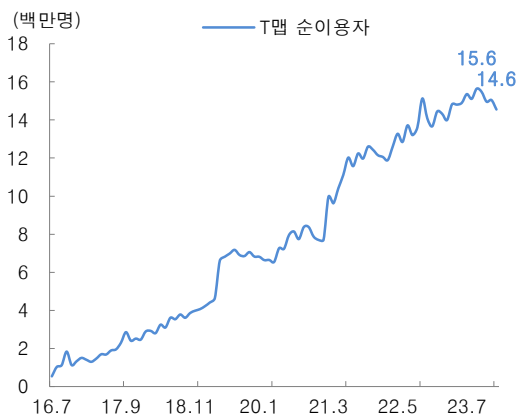
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 934만명(24.1월)



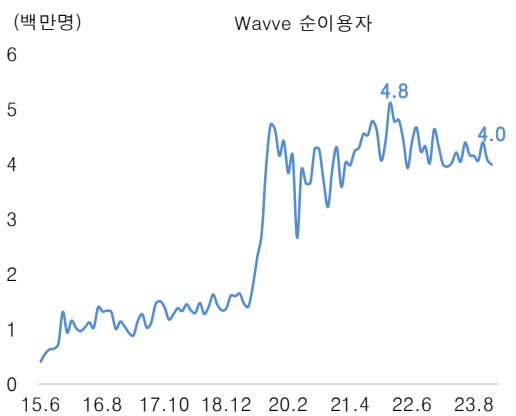
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,455만명(24.1월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

WAVE 순이용자 400만명(23.12월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,146	2,371	2,277	2,726	3,231
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,146	2,371	2,277	2,726	3,231
판매비와관리비	727	2,355	4,616	1,136	551
영업이익	420	16	-2,340	1,590	2,680
영업외수익	366	0.7	-102.8	58.3	83.0
EBITDA	483	391	-2,049	1,891	2,968
영업외손익	-55	-67	-258	18	23
관계기업손익	-4	17	-291	0	0
금융수익	16	126	97	138	143
외환보편이익	0	0	0	0	0
금융비용	-57	-173	-59	-104	-104
외환보편손실	2	17	0	0	0
기타	-10	-37	-6	-16	-16
법인세비용차감전순이익	364	41	-2,598	1,608	2,703
법인세비용	-3	-4	292	-129	-216
계속사업순이익	362	39	-2,306	1,479	2,487
중단사업순이익	2	217	990	0	0
당기순이익	363	256	-1,315	1,479	2,487
당기순이익률	31.7	10.8	-57.8	54.3	77.0
비자본비용이익	-12	-4	-30	44	75
자본비용이익	375	260	-1,285	1,435	2,412
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	-482	-482	-482	-482
포괄손익	372	-226	-1,797	997	2,005
비자본비용포괄이익	-23	-256	-41	30	60
자본비용포괄이익	395	30	-1,756	967	1,945

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	16,134	1,836	-9,122	10,324	17,356
PER	4.1	18.3	NA	6.7	4.0
BPS	716,422	118,893	107,919	113,612	130,968
PBR	0.1	0.3	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	20,774	2,761	-14,547	13,605	21,497
EV/EBITDA	21.5	15.5	NA	4.8	2.3
SPS	49,298	16,757	16,161	19,613	23,248
PSR	1.3	2.0	4.3	3.5	3.0
CFPS	2,809	1,886	-5,176	10,618	18,546
DPS	0	0	0	0	390

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	na	106.8	-4.0	19.7	18.5
영업이익 증/감률	na	-96.2	작전	흑전	68.6
순이익 증/감률	na	-29.5	작전	흑전	68.1
수익성					
ROIC	23.5	0.4	-79.9	109.6	174.2
ROA	3.7	0.1	-11.7	8.7	13.5
ROE	4.5	1.6	-8.0	9.3	14.2
안정성					
부채비율	34.3	29.1	13.6	13.2	12.1
순차입금비율	4.8	5.7	-3.8	-6.9	-18.7
이자보상비율	34.4	0.2	-559.0	379.9	640.4

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,967	2,865	2,288	2,866	5,370
현금및현금성자산	642	1,002	484	932	3,314
매출채권 및 기타채권	1,151	1,099	1,080	1,167	1,265
재고자산	37	117	112	134	159
기타유동자산	1,136	648	612	632	632
비유동자산	19,672	19,296	15,682	15,702	15,715
유형자산	805	887	917	938	951
관계기업투자지급	14,837	15,105	14,086	14,086	14,086
기타비유동자산	4,030	3,303	678	678	678
자산총계	22,639	22,161	17,970	18,567	21,085
유동부채	2,517	1,820	1,381	1,410	1,465
매입채무 및 기타채무	2,162	1,619	1,231	1,280	1,336
차입금	121	32	32	32	32
유동상채무	30	31	0	0	0
기타유동부채	204	137	117	97	97
비유동부채	3,266	3,178	773	753	803
차입금	1,969	1,972	13	13	13
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,297	1,206	760	740	790
부채총계	5,784	4,997	2,153	2,163	2,268
자본부분	16,660	16,820	15,202	15,790	18,202
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	6,912	6,912	6,912	6,912
이익잉여금	369	759	320	909	3,321
기타자본변동	9,365	9,135	7,955	7,955	7,955
비자본부분	195	344	615	615	615
자본총계	16,855	17,163	15,816	16,405	18,817
순차입금	809	975	-597	-1,136	-3,517

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	103	342	-527	1,186	2,193
당기순이익	363	256	-1,315	1,479	2,487
비현금항목의가감	-298	11	586	-4	91
감가상각비	63	375	291	301	307
외환손익	1	2	0	0	0
자본법정평가손익	0	0	291	0	0
기타	-362	-366	5	-304	-217
자산부채의증감	36	-205	-123	-195	-202
기타현금흐름	2	281	324	-95	-182
투자활동 현금흐름	-143	-58	3,229	-406	-386
투자자산	-8	-228	1,019	0	0
유형자산	-52	-321	-321	-321	-321
기타	-83	491	2,531	-85	-65
재무활동 현금흐름	55	69	-1,825	166	166
단기차입금	72	-89	0	0	0
사채	0	0	-253	0	0
장기차입금	0	0	-1,706	0	0
유상증자	6,926	0	0	0	0
현금배당	0	-8	0	0	0
기타	-6,944	166	135	166	166
현금의증감	16	359	-518	449	2,382
기초 현금	0	642	1,002	484	932
기말 현금	16	1,002	484	932	3,314
NOPLAT	416	14	-2,076	1,463	2,466
FCF	410	17	518	1,442	2,451

[Compliance Notice]

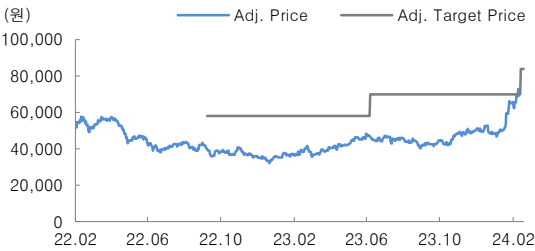
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.02.26	23.12.20	23.12.02	23.11.16	23.08.10	23.06.20
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	84,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000
과다율(평균%)		(21.30)	(35.01)	(35.74)	(36.46)	(35.24)
과다율(최대/최소%)		4.14	(27.00)	(27.14)	(30.50)	(32.79)
제시일자	23.05.16	23.03.31	23.03.21	23.03.11	23.02.25	22.11.14
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
과다율(평균%)	(26.12)	(29.90)	(34.54)	(36.08)	(36.04)	(36.42)
과다율(최대/최소%)	(16.64)	(26.72)	(31.47)	(28.10)	(28.10)	(29.66)
제시일자	22.09.21					
투자의견	Buy					
목표주가	58,000					
과다율(평균%)	(34.39)					
과다율(최대/최소%)	(29.66)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240221)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	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