

# SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**70,000**

유지

현재주가

**48,650**

(23.11.15)

통신서비스업중

## 두 번째 자사주, 두 번째 물결

- NAV 대비 할인율은 75%로 2Q23과 동일
- 영업수익 405억원(-95% yoy), OP -5.6천억원(적전 yoy), 하이닉스 적자
- 두 차례의 자사주 취득/소각 진행. 총 주주환원 규모는 시총의 5% 수준

### 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 70,000원 유지

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

NAV 27조원, 상장사 지분가치 20조원(73%), 비상장사 지분가치 6.4조원(23%), 순현금 1조원(4%). 주: 비상장사 지분가치와 순현금은 SK실더스 지분 일부 매각 가치 및 매각 대금 유입 후 기준

### 3Q23 Review: NAV 대비 할인율 75% 수준

영업수익 405억원(-95% yoy, 흑전 qoq), OP -5.6천억원(적전 yoy, 적지 qoq) SK실더스 지분매각 처분이익 및 잔여 지분 평가이익 등 9.1천억원이 중단영업이익에 반영되어, 당기순이익은 4.5천억원 달성

지주. -4.9천억원(적전 yoy). SK하이닉스의 당기순손실 영향으로 적자 달성했으나, 4Q22의 -8.2천억원에서 지속적으로 개선 중

커머스(11번가). 1.9천억원(-1% yoy). 3Q 매출은 -1% yoy 감소했으나, 누적 매출은 +28% yoy, 누적 OPM은 -23%에서 -15%로 %p 개선. 3Q22부터 아이폰 등 직매입 상품을 확대하면서 매출 증가, 마케팅비 효율화 통해 적자폭 축소

플랫폼. 1.1천억원(-19% yoy). 원스토어 매출 400억원(-31% yoy), 게임 GMV 기준 M/S 11.5%(-4.6%p yoy)로 부진. 앤데미오로 인한 시장 축소 영향. 누적 매출도 1.3천억원(-21% yoy)으로 감소. 다만, 마케팅비 효율화 통해 수익성은 개선. 순이익은 동기간 -142억원에서 +1억원으로 흑자 전환. 원스토어는 10월중 크래프톤으로부터 200억원 신규 투자 유치, 게임 중심의 GMV 상승 전망

모빌리티. 1.5천억원(-15% yoy). 티맵 매출 763억원(+31% yoy), MAU 1.5천만명(+5% yoy)으로 고성장 지속. 티맵 중 화물중개는 392억원(-1% yoy). 앤데미오에 따른 여행 수요 증가로, 22.5월에 인수한 서울공항리무진 매출 67억원(+644% yoy)

전일 기준 NAV는 27조원, 주당 NAV는 197천원으로 2Q23 대비 +16% 상승. SK하이닉스의 지분가치 2.8조원 상승 영향. 할인율은 75% 유지

### 두 차례의 자사주 취득/소각, 시총의 5% 수준

23.3월부터 진행된 1.1천억원 규모의 자사주 취득은 소각 완료

SK실더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 4.1천억원 유입. 23.8월부터 2천억원 규모의 자사주 매입 진행 중. 24.3월 완료 후 전망 소각 예정

(단위: 십억원 %)

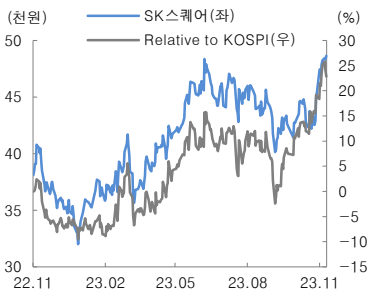
구분	3Q22	2Q23	3Q23		4Q23					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	796	-127	334	41	-94.9	흑전	522	549	31.6	1,255.1
영업이익	131	-735	-391	-561	적전	적지	-200	-200	적지	적지
순이익	204	-695	-364	434	흑전	흑전	-259	-174	적지	적전

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2486.67						
시가총액	6,761십억원						
시가총액비중	0.35%						
지분금(보통주)	14십억원						
52주 최고/최저	48,650원 / 32,000원						
120일 평균거래대금	154억원						
외국인지분율	45.27%						
주요주주	SK 외 10 인 30.59% 국민연금공단 6.59%						

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.0	6.9	14.5	21.5
상대수익률	7.6	10.5	14.1	21.2



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,146	4,511	473	4,014	5,622
영업이익	420	163	-2,134	1,176	2,286
세전순이익	364	101	-2,095	1,194	2,309
총당기순이익	363	256	-959	1,099	2,124
지배지분순이익	375	260	-965	1,066	2,060
EPS	16,134	1,836	-6,852	7,668	14,826
PER	4.1	18.3	NA	6.3	3.3
BPS	716,422	118,893	112,552	121,742	136,568
PBR	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	4.5	1.6	-5.9	6.5	11.5

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	909	4,418	473	4,014	-47.9	-9.2
판매비와 관리비	2,871	3,289	2,607	2,837	-9.2	-13.7
영업이익	-1,962	1,129	-2,134	1,176	적자유지	4.2
영업이익률	-216.0	25.5	-451.0	29.3	적자유지	3.8
영업외손익	24	18	39	18	63.6	0.3
세전순이익	-1,939	1,147	-2,095	1,194	적자유지	4.2
지배지분순이익	-1,708	1,023	-965	1,066	적자유지	4.2
순이익률	-191.3	23.9	-202.8	27.4	적자유지	3.5
EPS(지배지분순이익)	-12,129	7,362	-6,852	7,668	적자유지	4.2

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

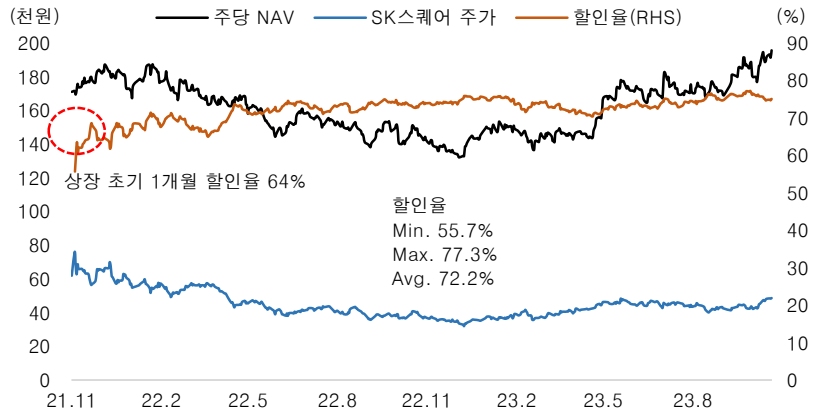
표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation

(억원 %, 천주, 원)

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A 영업가치					
B 상장사 지분가치			199,607	72.8	
SK 하이닉스	976,251	20.1	196,226	71.6	시가총액에 보유 지분을 반영
드림어스 컴퍼니	1,694	41.8	708	0.3	시가총액에 보유 지분을 반영
인크로스	1,361	36.1	491	0.2	시가총액에 보유 지분을 반영
크라프트온	98,660	2.2	2,180	0.8	시가총액에 보유 지분을 반영
C 비상장사 지분가치			64,123	23.4	
11번가	27,500	80.3	22,083	8.1	18.6월 5천억원 유상증자 가치 반영
SK 쉐더스	32,000	32.2	10,304	3.8	23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티맵모빌리티	24,000	60.1	14,424	5.3	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	4,048	86.3	2,416	0.9	Book Value
기타			14,896	5.4	
D 순차입금	(1.02)		(1.03)	3.8	3Q23 기준 순현금 5.6천억원에 SK 쉐더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.5천억원 반영
E NAV			274,023		
발행주식수			138,981		
주당 NAV			197,166		
할인율			64.0		상장 이후 할인율 55.7%~77.3%, 평균 72.2%, 초기 1개월 평균 64% 적용
적정주가			70,980		
현재주가			48,650		
업사이드			45.9		

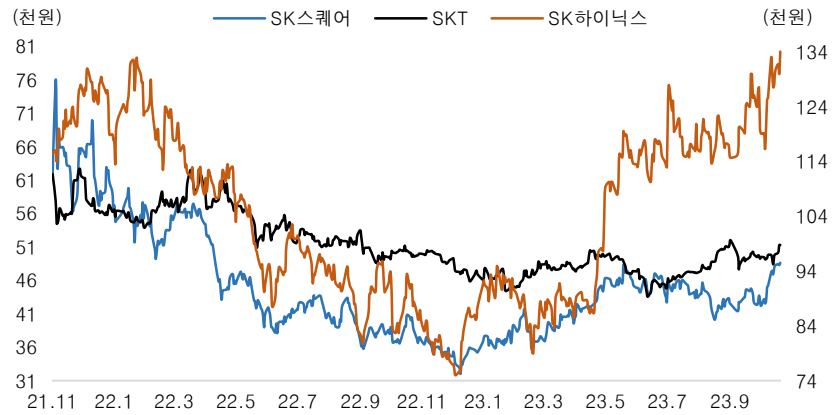
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.7%~77.3%, 평균 72.2%



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 주가 비교: SK스퀘어, SKT, SK하이닉스



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 차트 제목을 입력하세요

그림 4. 차트 제목을 입력하세요

주: 차트 (서체 HY중고딕 7pt, 크기: 5.5 X 7cm)  
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

주: 차트 (서체 HY중고딕 7pt, 크기: 5.5 X 7cm)  
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

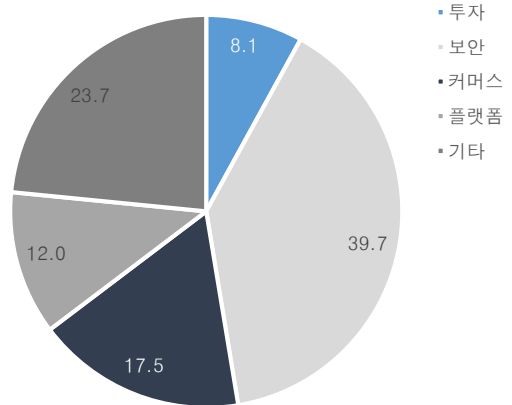
- 2022년 매출 45,107억원, 영업이익 1,628억원, 지배순이익 2,363억원
- 2022년 기준 각 사업별 비중은 투자 8%, 보안 40%, 커머스 18%, 플랫폼 12%, 기타 24%
- 3Q23 기준 주요 주주는 (주) 30.0%, 국민연금 6.6%

### 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 35%를 차지하는 비상장사의 IPO 또는 매각이 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

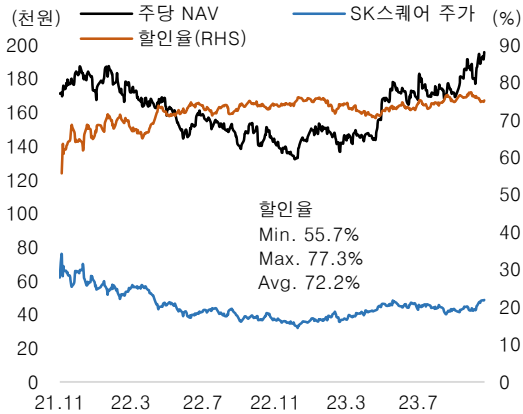
### 매출 비중(2022)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

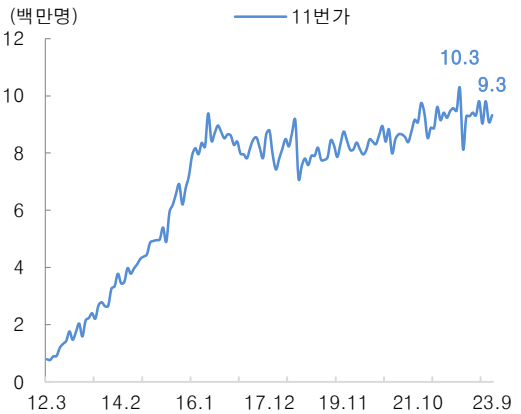
## 2. Key Driver

### 주당 NAV 및 할인율



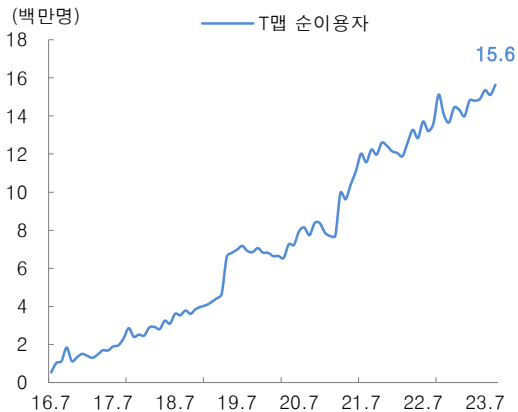
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

### 11번가 순이용자 932만명(23.9월)



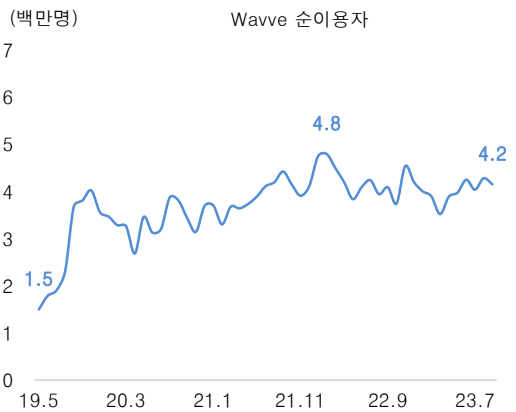
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

### T맵 순이용자 1,564만명(23.9월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

### Wave 순이용자 420만명(23.9월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,146	4,511	473	4,014	5,622
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,146	4,511	473	4,014	5,622
판매비와관리비	727	4,348	2,607	2,837	3,336
영업이익	420	163	-2,134	1,176	2,286
영업외수익	366	36	-451.0	29.3	40.7
EBITDA	483	537	-1,843	1,477	2,593
영업외손익	-55	-61	39	18	23
관계기업손익	-4	17	23	0	0
금융수익	16	131	105	138	143
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-57	-173	-81	-104	-104
외환평가손실	2	17	0	0	0
기타	-10	-37	-9	-16	-16
법인세비용차감전순이익	364	101	-2,095	1,194	2,309
법인세비용	-3	-4	148	-96	-185
계속사업순이익	362	97	-1,947	1,099	2,124
중단사업순이익	2	159	988	0	0
당기순이익	363	256	-959	1,099	2,124
당기순이익	31.7	5.7	-202.8	27.4	37.8
비재계분순이익	-12	-4	6	33	64
재계분순이익	375	260	-965	1,066	2,060
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	-482	-482	-482	-482
포괄순이익	372	-226	-1,441	617	1,642
비재계분포괄이익	-23	-256	9	18	49
재계분포괄이익	395	30	-1,450	598	1,593

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	16,134	1,836	-6,852	7,668	14,826
PER	4.1	18.3	NA	6.3	3.3
BPS	716,422	118,893	112,552	121,742	136,568
PBR	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	20,774	3,798	-13,086	10,626	18,659
EV/EBITDA	21.5	11.3	NA	3.9	1.4
SPS	49,298	31,885	3,359	28,879	40,452
PSR	1.3	1.1	14.5	1.7	1.2
CFPS	2,809	1,886	-9,026	7,639	15,708
DPS	0	0	0	0	390

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	na	293.5	-89.5	748.4	40.1
영업이익 증/감	na	-61.2	작전	흑전	94.3
순이익 증/감	na	-29.5	작전	흑전	93.3
수익성					
ROIC	23.5	4.2	-80.4	93.3	155.1
ROA	3.7	0.7	-10.5	6.2	11.0
ROE	4.5	1.6	-5.9	6.5	11.5
안정성					
부채비율	34.3	29.1	14.2	14.3	13.5
순차입금비율	4.8	5.7	-3.6	-8.2	-17.6
이자보상비율	34.4	2.2	-567.5	312.8	607.9

자료: SK 스쿼어 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,967	2,865	1,770	2,980	5,170
현금및현금성자산	642	1,002	457	1,196	3,181
매출채권 및 기타채권	1,151	1,099	689	1,048	1,211
재고자산	37	117	12	104	145
기타유동자산	1,136	648	612	632	632
비유동자산	19,672	19,296	16,723	16,744	16,757
유형자산	805	887	917	938	951
관계기업투자지급	14,837	15,105	15,128	15,128	15,128
기타비유동자산	4,030	3,303	678	678	678
자산총계	22,639	22,161	18,494	19,724	21,927
유동부채	2,517	1,820	1,536	1,720	1,813
매입채무 및 기타채무	2,162	1,619	1,386	1,590	1,683
차입금	121	32	32	32	32
유동상채무	30	31	0	0	0
기타유동부채	204	137	117	97	97
비유동부채	3,266	3,178	760	740	790
차입금	1,969	1,972	0	0	0
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,297	1,206	760	740	790
부채총계	5,784	4,997	2,296	2,460	2,603
자본부분	16,660	16,820	15,854	16,920	18,980
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	6,912	6,912	6,912	6,912
이익잉여금	369	759	-206	859	2,920
기타보전비	9,365	9,135	9,134	9,135	9,135
비재계분	195	344	344	344	344
자본총계	16,855	17,163	16,198	17,264	19,324
순차입금	809	975	-583	-1,412	-3,397

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	103	342	-945	619	1,785
당기순이익	363	256	-959	1,099	2,124
비현금항목의기감	-298	11	-312	-37	59
감가상각비	63	375	291	301	307
외환손익	1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	-23	0	0
기타	-362	-366	-579	-338	-248
자산부채의증감	36	-205	146	-382	-247
기타현금흐름	2	281	181	-61	-150
투자활동 현금흐름	-143	-58	2,187	-406	-386
투자자산	-8	-228	-23	0	0
유형자산	-52	-321	-321	-321	-321
기타	-83	491	2,531	-85	-65
재무활동 현금흐름	55	69	-1,837	166	166
단기차입금	72	-89	0	0	0
사채	0	0	-266	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	-544	739	1,985
기초 현금	0	642	1,002	457	1,196
기말 현금	16	1,002	457	1,196	3,181
NOPLAT	416	156	-1,983	1,082	2,103
FCF	410	158	611	1,061	2,088

[Compliance Notice]

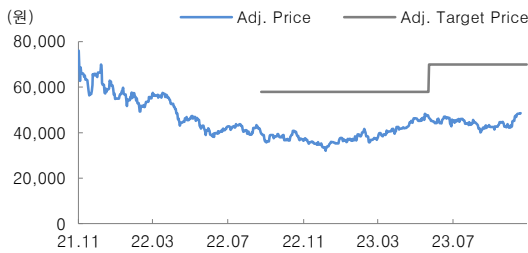
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	23.11.16	23.08.10	23.06.20	23.05.16	23.03.31	23.03.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	70,000	70,000	70,000	58,000	58,000	58,000
과다율(평균%)		(36.46)	(35.22)	(26.12)	(29.90)	(34.54)
과다율(최대/최소%)		(30.50)	(32.79)	(16.64)	(26.72)	(31.47)
제시일자	23.03.11	23.02.25	22.11.14	22.09.21		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	58,000	58,000	58,000	58,000		
과다율(평균%)	(36.08)	(36.04)	(36.42)	(34.39)		
과다율(최대/최소%)	(28.10)	(28.10)	(29.66)	(29.66)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231113)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	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

[ESG 평가 등급체계]

\* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

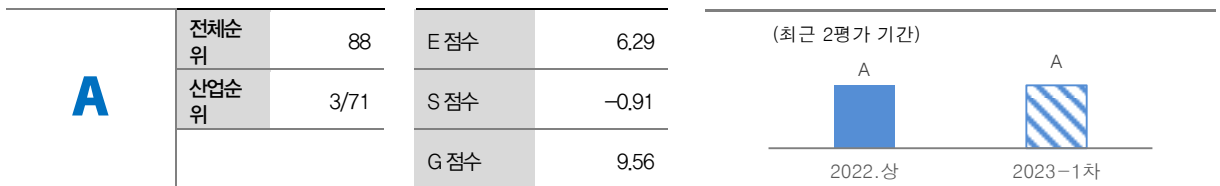
등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

SK스퀘어

통합 ESG 등급

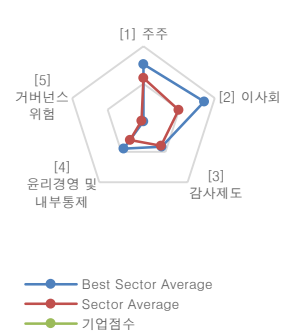
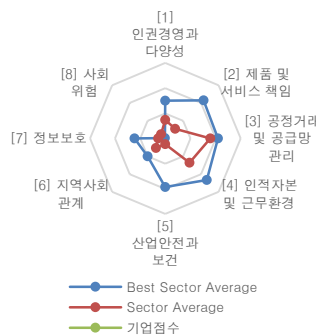
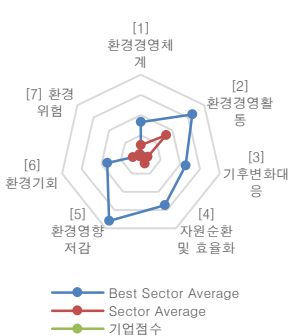
직전 대비 변동

최근 2평가 기간



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■	인권경영과 다양성	■■■	주주	■■■■■
환경경영활동	■■■	제품 및 서비스 책임	■	이사회	■■■■■
기후변화대응	■	공정거래 및 공급망 관리	■■■■	감사제도	■■■■
자원순환 및 효율화	■	인적자본 및 근무환경	■■■	윤리경영 및 내부통제	■■■■■
환경영향 저감	■	산업안전과 보건	■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■	지역사회 관계	■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■		
		사회 위험	■■■■■		



\* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

\* 환경/사회/거버넌스 위험은 0에 가까울수록 리스크가 낮음

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제사치료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대신경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.