Issue & News

SK스퀘어 (402340)

주주환원은 24/7

- 25.4~9월 자사주 1천억원 취득 후 소각 계획 공시
- 23년 주주환원 정책 제시 후 누적 5.1천억원. 25E 3.6~4.6천억원
- 강화되는 주주환원 및 포트폴리오 가치 향상으로 할인율 축소, 65% 수준

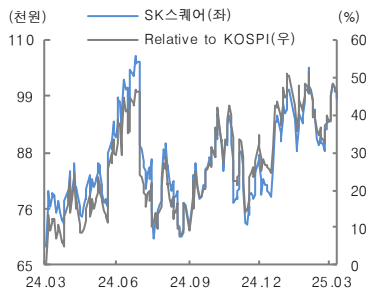
김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	110,000 유지
현재주가 (25.03.27)	97,900
	통신서비스업종

KOSPI	2607.15
시가총액	13,074십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 70,400원
120일 평균거래대금	287억원
외국인지분율	51.95%
주요주주	SK 외 9 인 31.82% Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	22.5	14.9	23.5
상대수익률	4.2	13.0	16.8	30.5



투자의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 70%. 할인율 밴드 하단 적용

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

자사주 1천억원 취득 공시. 23년 이후 누적 취득/소각(예정) 금액은 5.1천억원

전일 SK스퀘어는 자사주 신탁계약 체결. 기간은 4/1~9/30, 금액은 1천억원

SK스퀘어의 주주환원 정책(23~25년): 경상 배당수입의 30% 이상과 Harvest 성과의 일부를 자사주 매입 후 전량 소각 또는 현금 배당. 누적 금액은 5.1천억원
23.3~23.9월 1.1천억원 취득, 23.10월 소각
23.8~24.3월 2천억원 취득, 24.4월 소각. SK쉴더스 지분 일부 매각 관련
24.11~25.2월 1천억원 취득, 25.4월 소각 예정
25.4~25.9월 1천억원 취득 후 소각 예정

당사 추정 25년 주주환원은 3.6~4.6천억원, 시총의 2.7~3.5% 수준
경상 배당수입의 30%에 해당하는 주주환원 2천억원은 시행 및 예정
SK쉴더스 매각 대금 잔여분 관련 주주환원은 1.6~2.6천억원으로 추정

지속적으로 강화되는 주주환원 및 포트폴리오 가치 향상으로 할인율 축소

스퀘어의 주가는 NAV의 83%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 65% 수준
전일 기준 YTD 수익률은 스퀘어 +25%, 하이닉스 +19%

27년 할인율 50% 이하 달성을 위해서는 보유 포트폴리오의 가치 향상도 필요
27년 주요 포트폴리오의 흑자 달성 목표. 24년 11번가 OP -754억원(+504억원 yoy), T맵 OP -434억원(+356억원 yoy) 등 실적 개선 중

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,276	1,907	2,183	2,343	2,507
영업이익	-2,340	3,913	5,251	5,975	7,407
세전순이익	-2,598	3,836	5,229	5,962	7,392
총당기순이익	-1,315	3,651	4,968	5,663	7,023
지배지분순이익	-1,287	3,714	5,067	5,777	7,163
EPS	-9,137	27,346	38,280	44,661	56,693
PER	NA	2.9	2.6	2.2	1.8
BPS	107,921	140,137	180,028	226,336	285,554
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
ROE	-8.0	21.7	23.6	21.8	21.9

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

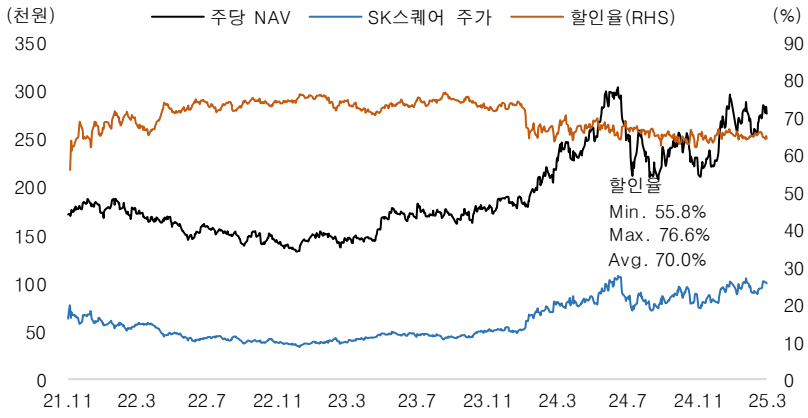
표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation

(억원, %, 천주, 원)

	항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A	영업가치					
B	**상장사 지분가치**			**304,450**	**83.8**	
	SK 하이닉스	1,510,600	20.1	303,631	83.6	시가총액에 보유 지분율 반영
	드림어스 컴퍼니	1,260	38.7	488	0.1	시가총액에 보유 지분율 반영
	인크로스	920	36.1	332	0.1	시가총액에 보유 지분율 반영
C	**비상장사 지분가치**			**45,895**	**12.6**	
	11번가	8,220	80.3	6,600	1.8	Book Value
	SK 쉴더스	32,000	32.2	10,304	2.8	23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
	티맵모빌리티	24,255	60.1	14,577	4.0	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
	SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.7	Book Value
	기타			11,977	3.3	
D	**순차입금**	(1.3		(1.3)	**3.5**	4Q24 기준 순현금 5.4천억원에 SK 쉴더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.6천억원과 이자 수익 및 하이닉스 연간 배당금 2.4천억원 반영
E	**NAV**			**363,125**		
	발행주식수			131,125		25년 자사주 취득/소각 3.7~4.8천억원 반영한 주식수
	주당 NAV			**276,930**		
	할인율			60.0		상장 이후 할인율 55.8%~76.6%. 평균 70.0%. 할인율 밴드 하단인 60% 적용
	적정주가			**110,772**		
	현재주가			98,900		
	업사이드			12.0		

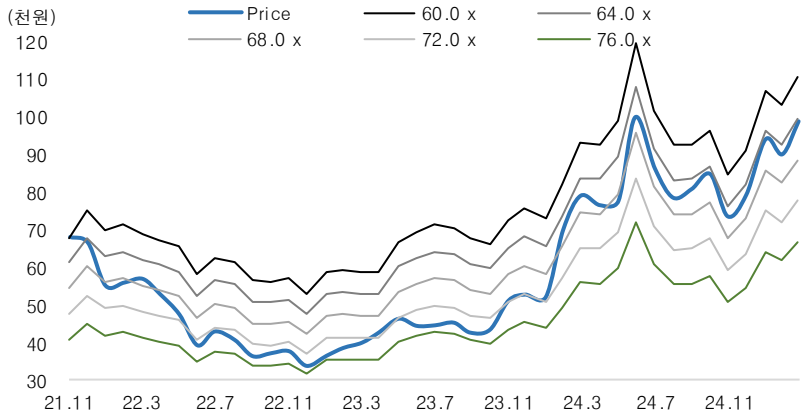
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.8%~76.6%, 평균 70.0%



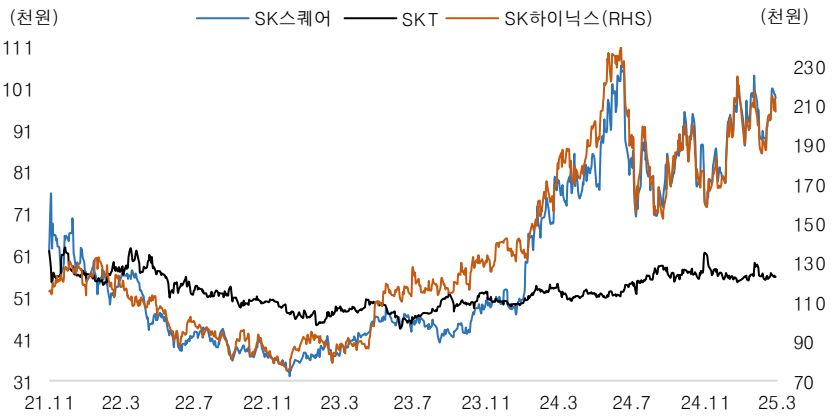
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK 스퀘어 할인율 Band



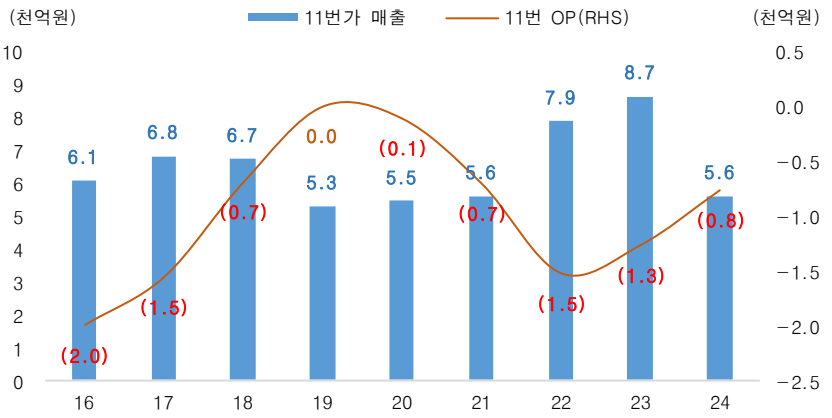
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 주가 비교: SK 스퀘어, SKT, SK 하이닉스



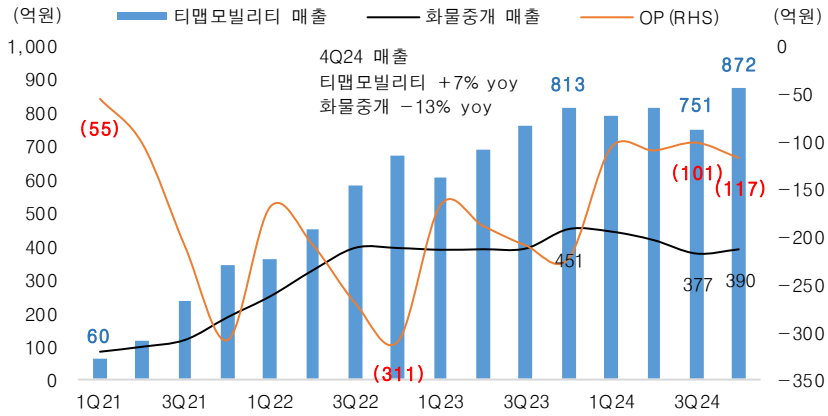
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 11번가 적자폭 축소



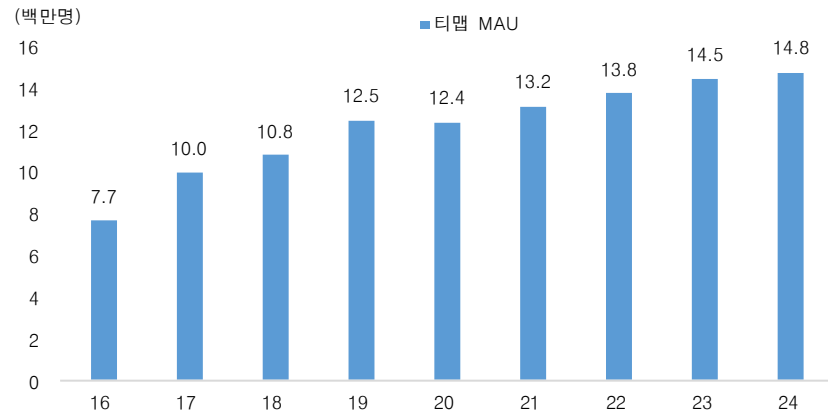
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. **티맵모빌리티 적자폭 축소**



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 6. **티맵 MAU 증가**



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

자사주 소각, 자사주 추가 취득 공시

상장 후 누적 자사주 취득 4.1천억원 /소각 3.1천억원

당사 추정 25년까지 누적 취득 금액은 6.7~7.7천억원

취득 완료. 4.1천억원

23.3~23.9월 1,100억원 취득, 23.10월 소각

23.8~24.3월 2,000억원 취득, 24.4월 소각. SK쉴더스 지분 일부 매각 관련

24.11~25.2월 1,000억원 취득 완료, 25.4월 소각 예정

취득 예정. 1천억원 확정 + 추가 1.6~2.6천억원

25.4~25.9월 1,000억원 취득 및 소각 예정

25년 하반기 1.6~2.6천억원 취득 및 소각 전망. SK쉴더스 지분 일부 매각 관련

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

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

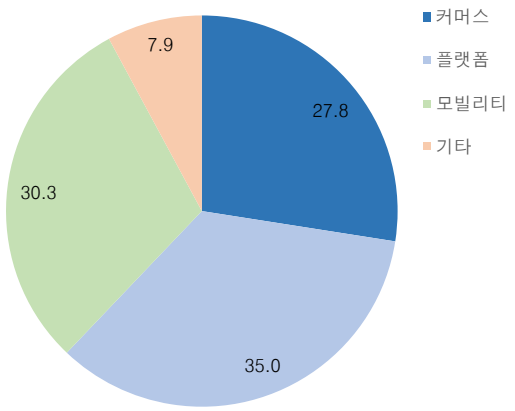
- 2024년 매출 19,066억원, 영업이익 39,1267억원, 순이익 37,140억원
- 4Q24 기준 각 사업별 비중은 커머스 30%, 플랫폼 35%, 모빌리티 31%, 기타 5%
- 4Q24 기준 주요 주주는 ㈜ 31.5%, Macquarie 외 3인 6.9%

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

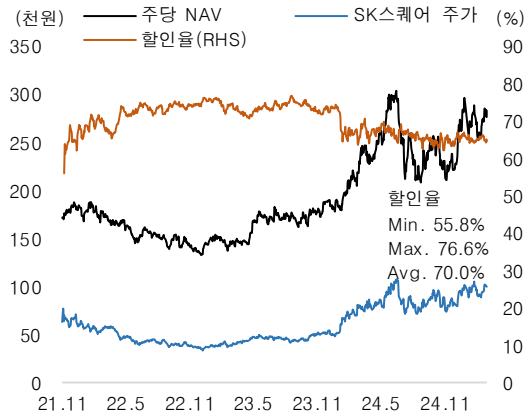
매출 비중(4024)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

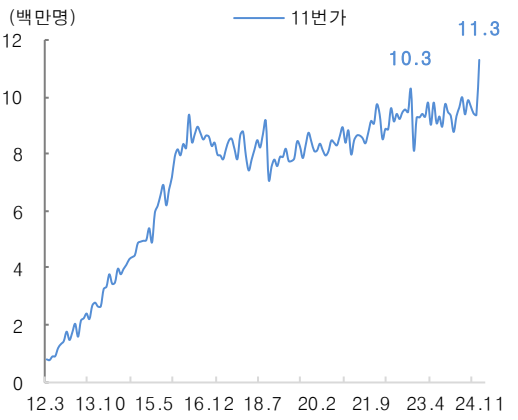
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



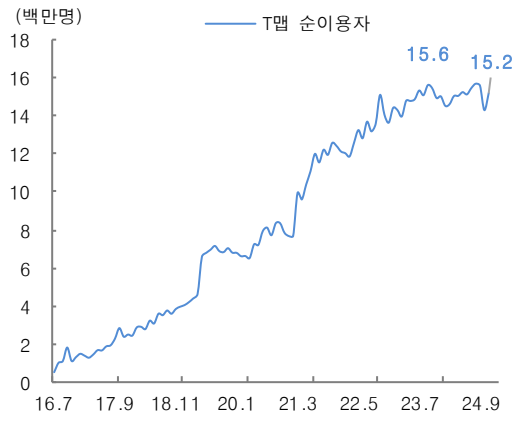
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 1,131만명(24.11월)



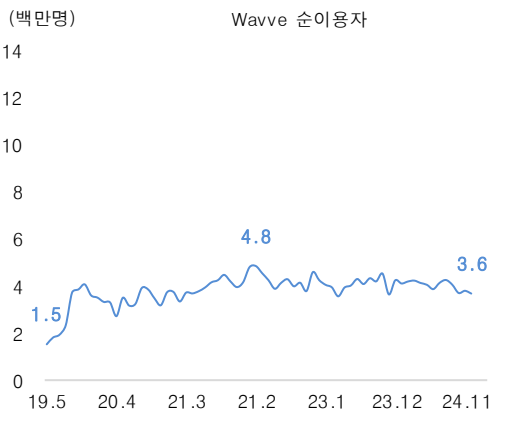
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

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)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,276	1,907	2,183	2,343	2,507
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,276	1,907	2,183	2,343	2,507
판매비와관리비	2,564	2,101	2,196	2,314	2,438
영업이익	-2,340	3,913	5,251	5,975	7,407
영업이익률	-102.8	205.2	240.6	255.0	295.4
EBITDA	-144	-91	38	75	112
영업외손익	-258	-77	-22	-13	-15
관계기업손익	-34	30	0	0	0
금융수익	135	110	126	128	130
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-336	-187	-120	-116	-116
외환관련손실	12	9	6	6	6
기타	-24	-30	-28	-25	-29
법인세비용차감전순손익	-2,598	3,836	5,229	5,962	7,392
법인세비용	292	-185	-261	-298	-370
계속사업순손익	-2,305	3,651	4,968	5,663	7,023
중단사업순손익	990	0	0	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	4,968	5,663	7,023
당기순이익률	-57.8	191.5	227.6	241.7	280.1
비지배지분순이익	-28	-63	-99	-113	-140
지배지분순이익	-1,287	3,714	5,067	5,777	7,163
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	42	257	257	257	257
포괄순이익	-1,273	3,908	5,225	5,921	7,280
비지배지분포괄이익	-30	-67	-104	-118	-146
지배지분포괄이익	-1,243	3,975	5,329	6,039	7,425

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,289	2,703	7,472	12,908	19,697
현금및현금성자산	1,271	1,368	6,119	11,537	18,307
매출채권 및 기타채권	590	1,001	1,026	1,041	1,057
재고자산	113	42	48	52	56
기타유동자산	314	291	278	278	278
비유동자산	15,681	19,218	19,224	19,234	19,247
유형자산	243	170	155	145	139
관계기업투자금	13,758	17,992	18,013	18,033	18,053
기타비유동자산	1,681	1,055	1,055	1,055	1,055
자산총계	17,970	21,921	26,695	32,142	38,944
유동부채	1,381	1,396	1,396	1,396	1,396
매입채무 및 기타채무	932	913	913	913	913
차입금	47	16	16	16	16
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	401	468	468	468	468
비유동부채	773	939	917	916	916
차입금	1	0	0	0	-1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	772	939	917	917	917
부채총계	2,153	2,336	2,313	2,313	2,312
지배지분	15,202	19,033	23,829	29,276	36,079
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320	3,908	8,615	14,061	20,864
기타자본변동	8,955	9,198	9,289	9,289	9,289
비지배지분	615	553	553	553	553
자본총계	15,817	19,585	24,382	29,829	36,632
순차입금	-911	-950	-5,701	-11,119	-17,890

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-9,137	27,346	38,280	44,661	56,693
PER	NA	2.9	2.6	2.2	1.8
BPS	107,921	140,137	180,028	226,336	285,554
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
EBITDAPS	-1,020	-667	286	580	888
EV/EBITDA	NA	NA	209.1	33.4	-38.0
SPS	16,161	14,038	16,489	18,115	19,844
PSR	3.3	5.6	5.9	5.4	4.9
CFPS	336	-217	9,899	15,765	27,448
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	266	190	975	1,679	3,034
당기순이익	-1,315	3,651	4,968	5,663	7,023
비현금항목의 가감	1,362	-3,680	-3,657	-3,624	-3,555
감가상각비	143	104	51	46	43
외환손익	1	-5	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,218	-3,778	-3,704	-3,666	-3,593
자산부채의 증감	63	66	-136	-123	-124
기타현금흐름	156	154	-199	-237	-310
투자활동 현금흐름	284	90	53	53	53
투자자산	56	-35	-20	-20	-20
유형자산	-228	-36	-36	-36	-36
기타	457	161	109	109	109
재무활동 현금흐름	-281	-201	-103	-12	-12
단기차입금	32	-31	0	0	0
사채	-31	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-1,000	0	0	0	0
현금배당	-38	-2	0	0	0
기타	756	-167	-103	-12	-12
현금의 증감	269	97	4,751	5,418	6,770
기초 현금	1,002	1,271	1,368	6,119	11,537
기말 현금	1,271	1,368	6,119	11,537	18,307
NOPLAT	-2,077	3,724	4,988	5,676	7,037
FCF	-2,190	3,789	5,001	5,683	7,041

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-4.0	-16.2	14.5	7.4	7.0
영업이익 증가율	적전	흑전	34.2	13.8	24.0
순이익 증가율	적전	흑전	36.1	14.0	24.0
수익성					
ROIC	-84.9	415.4	613.9	687.9	842.3
ROA	-11.7	19.6	21.6	20.3	20.8
ROE	-8.0	21.7	23.6	21.8	21.9
안정성					
부채비율	13.6	11.9	9.5	7.8	6.3
순차입금비율	-5.8	-4.9	-23.4	-37.3	-48.8
이자보상배율	-283.1	223.1	301.5	354.9	455.5

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

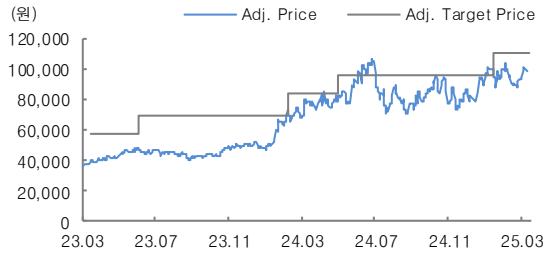
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.03.28	25.01.31	24.12.03	24.11.25	24.11.21	24.11.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	96,000	96,000	96,000	96,000
괴리율(평균,%)		(13.56)	(11.02)	(17.11)	(13.85)	(17.26)
괴리율(최대/최소,%)		(5.18)	4.90	(8.65)	(8.65)	(16.25)
제시일자	24.11.16	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
괴리율(평균,%)	(10.46)	(10.46)	(7.54)	(9.89)	(21.30)	(35.01)
괴리율(최대/최소,%)	11.15	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	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	70,000	70,000	70,000	58,000	58,000	
괴리율(평균,%)	(35.74)	(36.46)	(35.24)	(26.12)	(29.90)	
괴리율(최대/최소,%)	(27.14)	(30.50)	(32.79)	(16.64)	(26.72)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250325)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.3%	7.7%	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