Results Comment

SK스퀘어 (402340)

김회재

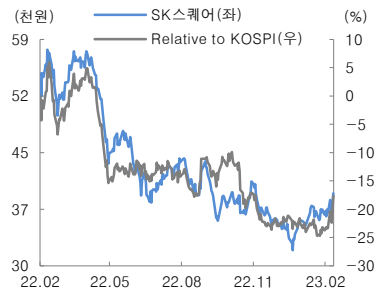
hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	58,000 유지
현재주가 (23.02.24)	39,300
	통신서비스업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2423.61
시가총액	5,560십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	57,500원 / 32,000원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	42.60%
주요주주	SK 외 10 인 30.05% 국민연금공단 6.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	4.9	-3.0	-28.9
상대수익률	10.2	5.7	-2.0	-22.3



통신과 반도체의 피난처

- 4Q22 영업수익 4.2천억원(-66% qoq), 영업이익 -8.9천억원(적전 qoq)
- 11번가 역대 최대 매출 달성. FSK 18년 이후 연평균 55% 성장
- NAV 대비 할인율은 74%로 상장 후 최대 수준

투자의견 매수(Buy), 목표주가 58,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60%를 적용하여 산정. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~76%, 평균 71%. SKT를 분할해서 신규 상장했기 때문에, 상장 직후 형성된 초기 5거래일간의 할인율인 60%를 목표 할인율로 적용

NAV는 상장사의 경우 시가총액, 비상장사 중 외부자금 유치 등으로 시장에서 거래된 기업의 경우는 EV, 기타 비상장사는 BV 적용

NAV 21조원, 상장사 지분가치 14조원(66%), 비상장사 지분가치 7조원(34%), 순현금 1.9천억원(0.9%)

4Q22 Review: NAV 대비 할인율 74% 수준

4Q22 영업수익 4.2천억원(-66% qoq), OP -8.9천억원(적전 qoq) 달성

부문별. 지주 -8.2천억원(-적전 qoq), 보안 5천억원(+11% qoq), 커머스 3.2천억원(+67% qoq), 플랫폼 1.3천억원(+1% qoq), 기타 3천억원(+11% qoq). 지주 부문은 SK하이닉스의 당기순손실 영향

커머스는 11번가의 직매입 사업 강화 영향. 11번가의 22년 매출액은 7.9천억원(+41% yoy)으로 역대 최대 매출 달성. 아마존과의 협업 강화에 따른 마케팅비 증가 등의 영향으로 22년 OP는 1.5천억원(적지 yoy) 달성

기타 중 티맵 모빌리티는 화물중개 매출의 +113% yoy 성장에 힘입어, 매출 670억원(+97% yoy) 달성. 22년 매출액은 2.1천억원(+178% yoy). MAU는 1,378만명(+5% yoy). 22년 OP는 -960억원(적지 yoy) 달성

기타 중 FSK는 반도체 및 배터리 사업 호조로 매출 1.2천억원(+11% yoy) 달성. 22년 매출액은 5천억원(+65% yoy), 18년 이후 연평균 55%씩 성장. 22년 OP는 240억원(+61% yoy) 달성

전일 기준 NAV는 21조원, 주당 NAV는 148천원으로 4Q 대비 +13% 상승. SK하이닉스의 지분가치가 2.3조원 상승한 영향. 할인율은 74%로, 상장 후 할인율 최대치인 76%에 근접한 수준

주가는 NAV의 64%를 차지하는 SK하이닉스의 주가에 연동되어 움직이지만, 투자와 Exit이 활발히 진행되고 있고, 1.9천억원의 순현금을 보유 중이며, 매분기 최소 438억원의 배당 유입을 감안하면 현재의 할인율은 지나친 저평가 국면

(단위: 십억원, %)

구분	4Q21	3Q22	4Q22					1Q23		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,146	1,244	1,342	417	-63.6	-66.5	424	736	-44.3	76.4
영업이익	420	169	52	-896	적전	적전	-460	-475	적전	적지
순이익	375	204	71	-883	적전	적전	0	-397	적전	적지

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	0	1,146	4,511	3,997	6,882
영업이익	0	420	163	-1,303	841
세전순이익	0	366	101	-1,167	987
총당기순이익	0	363	256	-1,073	908
지배지분순이익	0	375	236	-1,041	880
EPS	0	16,134	1,669	-7,359	6,223
PER	#DIV/0!	4.1	20.1	NA	6.3
BPS	0	716,422	119,437	112,078	117,702
PBR	0.0	0.1	0.3	0.4	0.3
ROE	0.0	4.5	1.4	-6.4	5.4

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	5,435	5,512	4,511	3,997	-17.0	-27.5
판매비와 관리비	4,324	5,195	4,348	5,301	0.5	2.0
영업이익	1,111	318	163	-1,303	-85.3	적자조정
영업이익률	20.4	5.8	3.6	-32.6	-16.8	적자조정
영업외손익	177	137	-61	137	적자조정	-0.5
세전순이익	1,288	455	101	-1,167	-92.1	적자조정
지배지분순이익	1,190	406	236	-1,041	-80.2	적자조정
순이익률	22.8	7.6	5.7	-26.8	-17.1	적자조정
EPS(지배지분순이익)	8,412	2,871	1,669	-7,359	-80.2	적자조정

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

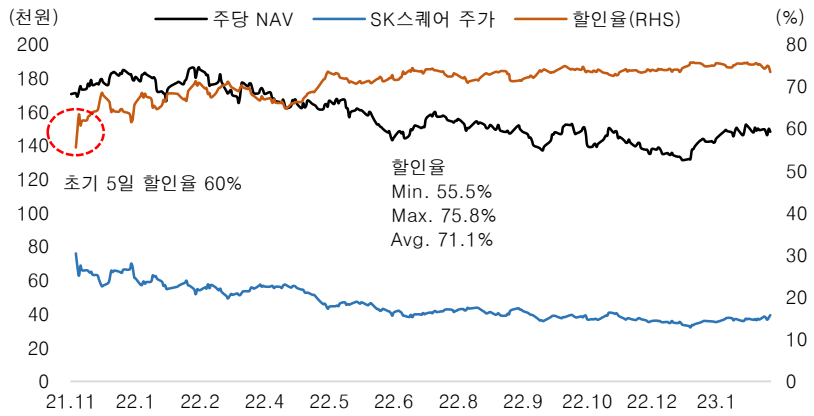
표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation

(억원, %, 천주, 원)

	항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A	영업가치					
B	**상장사 지분가치**			**137,272**	**65.5**	
	SK 하이닉스	662,482	20.1	133,159	63.5	시가총액에 보유 지분율 반영
	드림어스 컴퍼니	2,169	41.8	907	0.4	시가총액에 보유 지분율 반영
	인크로스	2,566	34.6	888	0.4	시가총액에 보유 지분율 반영
	나노엔텍	1,555	28.4	442	0.2	시가총액에 보유 지분율 반영
	크래프톤	84,930	2.2	1,877	0.9	시가총액에 보유 지분율 반영
C	**비상장사 지분가치**			**70,420**	**33.6**	
	11번가	27,500	80.3	22,083	10.5	18.6월 5천억원 유상증자 가치 반영
	티맵모빌리티	24,000	60.8	14,592	7.0	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
	SK 플래닛	4,048	98.7	3,996	1.9	Book Value
	기타			29,749	14.2	
D	**순차입금**	(0.19)		(0.19)	**0.9**	
E	**NAV**			**209,572**		
	발행주식수			141,468		
	주당 NAV			**148,141**		
	할인율			60.0		상장 이후 할인율 55.5%~75.8%, 평균 71.1%
	적정주가			**59,256**		
	현재주가			39,300		
	업사이드			50.8		

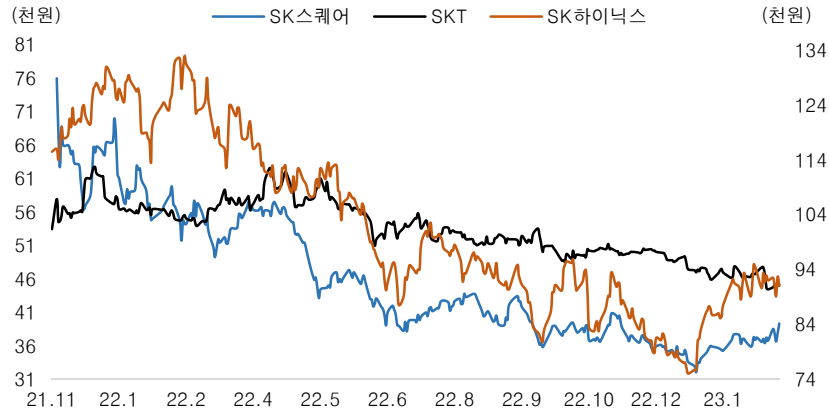
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.5%~75.8%, 평균 71.1%



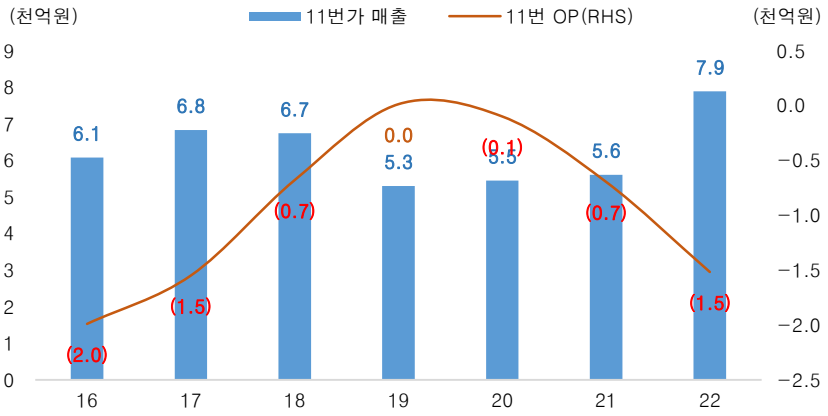
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 주가 비교: SK 스퀘어, SKT, SK 하이닉스



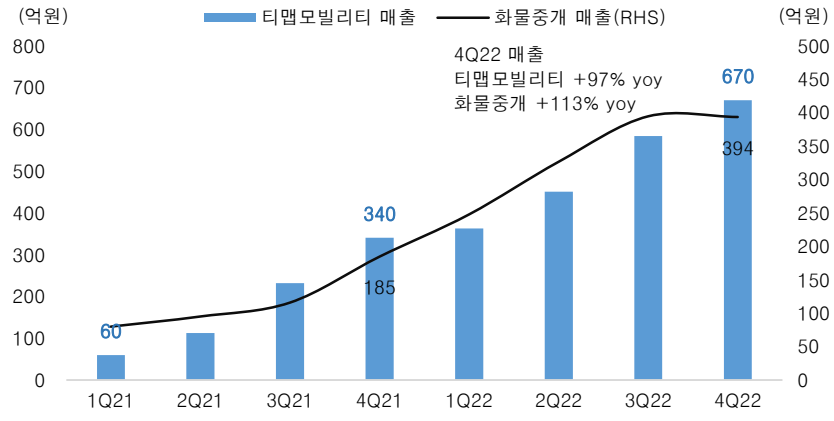
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 11 번가 22 년 매출 7.9 천억원(+41% yoy), OP -1.5 천억원(적지 yoy)



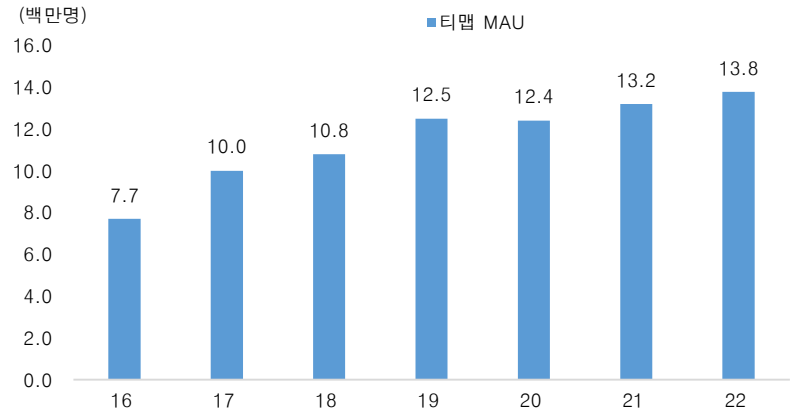
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 4. 티맵모빌리티 22 년 매출 2.1 천억원(+178% yoy), OP –960 억원(적지 yoy)



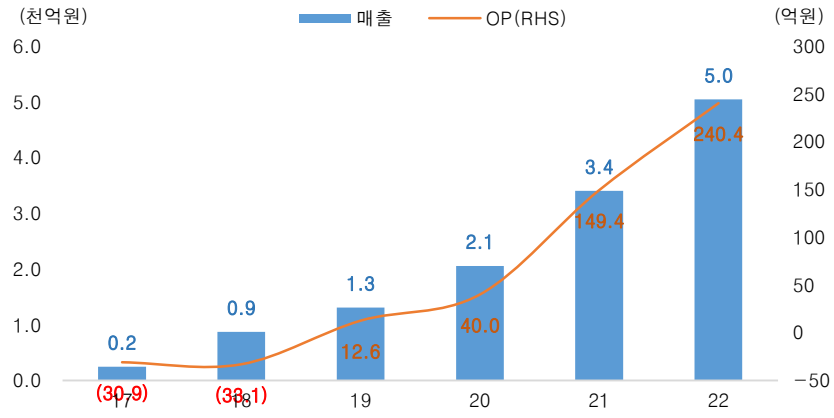
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. 티맵 MAU 1,380 만명(+4.4% yoy)



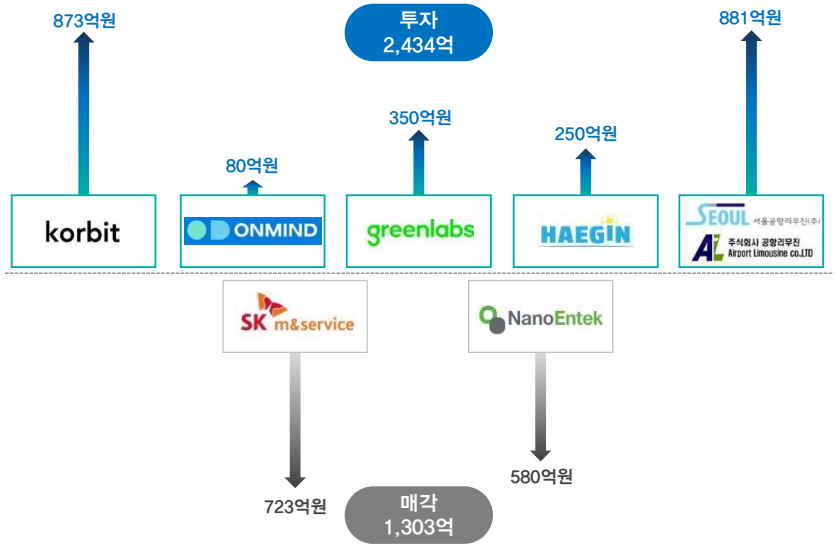
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 6. FSK L&S 22 년 매출 5 천억원(+48% yoy), OP 240 억원(+61% yoy)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 7. SK 스퀘어 투자 성과



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

표 2. SK 스퀘어 투자 성과 (억원)

시점	투자금액(매각금액)	대상	비고
4Q21	873	Korbit	가상자산 거래소
4Q21	80	Onmind	디지털 휴먼
4Q21	350	Green labs	Smart Farm
1Q22	250	HAEGIN	글로벌 게임 개발사
1Q22	881	공항리무진, 서울공항리무진	공항버스. 25년까지의 Milestone 달성 여부에 따라, 최대 1,098억원 추가 투자 예정
1Q22	(723)	SK 엠앤서비스	SK 플래닛의 자회사. SK 스퀘어에에 500억원 배당금 유입
2Q22	(580)	나노엔텍	처분 예정일은 23.3.31

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

표 3. SK 스퀘어 실적 현황 및 전망 (억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	21	22E	23E
매출액	**13,211**	**15,290**	**12,436**	**4,170**	**11,464**	**45,107**	**39,973**
투자	3,992	5,787	2,102	(8,234)	4,424	3,646	(13,203)
커머스	1,400	1,418	1,899	3,174	1,054	7,890	9,275
플랫폼	1,563	1,162	1,331	1,342	1,351	5,397	5,166
기타	6,256	6,924	7,105	7,888	4,635	28,173	38,735
영업이익	**3,802**	**5,093**	**1,694**	**(8,961)**	**4,198**	**2,944**	**(13,033)**
당기순이익	**4,650**	**4,938**	**2,079**	**(9,106)**	**3,632**	**2,561**	**(10,727)**
지배순이익	**4,295**	**4,862**	**2,038**	**(8,833)**	**3,752**	**2,363**	**(10,405)**

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center
주: 21년 실적은 21.11.1~21.12.31

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

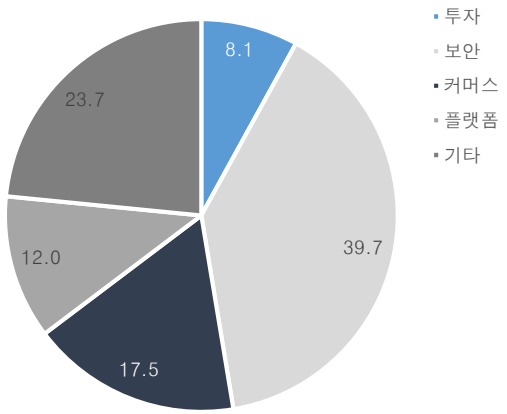
- 2022년 매출 45,107억원, 영업이익 1,628억원, 지배순이익 2,363억원
- 2022년 기준 각 사업별 비중은 투자 8%, 보안 40%, 커머스 18%, 플랫폼 12%, 기타 24%
- 4Q22 기준 주요 주주는 ㈜ 30.0%, 국민연금 6.6%

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
- 상장 직후 NAV 대비 할인율은 60% 수준이었으나, 자회사의 IPO가 연기되면서 최근 할인율은 70%를 소폭 상회하는 수준
- 향후 주가는 NAV의 34%를 차지하는 비상장사의 IPO가 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

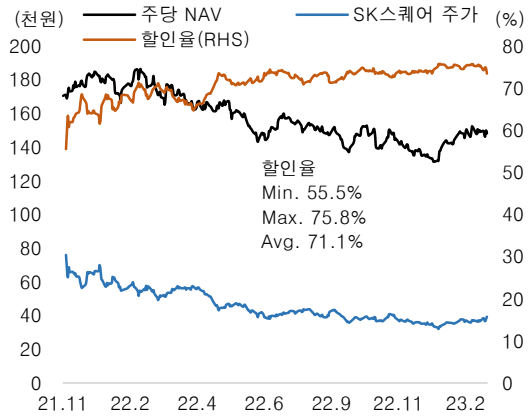
매출 비중(2022)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

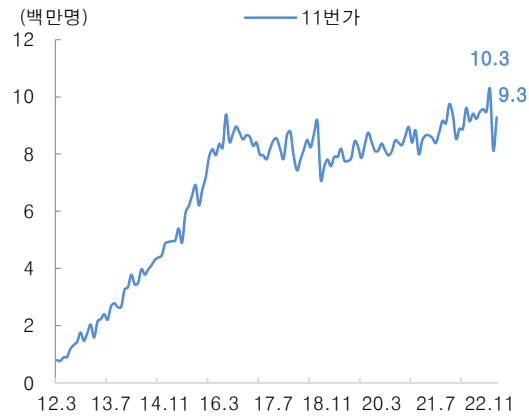
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



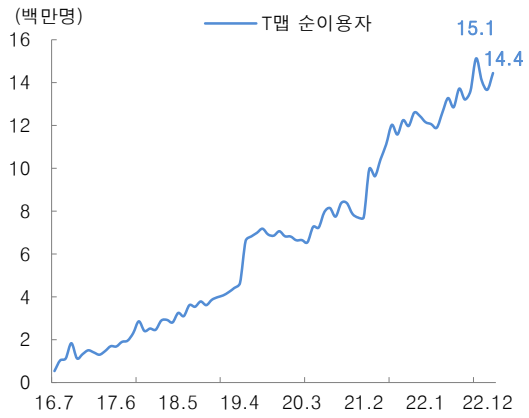
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 928만명(23.1월)



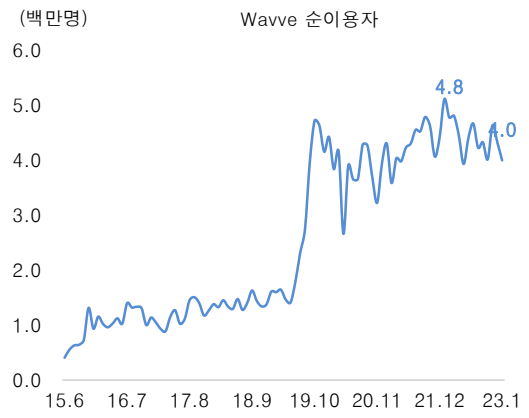
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T 맵 순이용자 1,444만명(23.1월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wavve 순이용자 400만명(23.1월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	0	1,146	4,511	3,997	6,882
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	1,146	4,511	3,997	6,882
판매비와관리비	0	727	4,348	5,301	6,041
영업이익	0	420	163	-1,303	841
영업이익률	na	36.6	3.6	-32.6	12.2
EBITDA	0	483	257	-1,181	989
영업외손익	0	-54	-61	137	146
관계기업손익	0	-4	0	0	0
금융수익	0	20	256	230	240
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-57	-99	-85	-86
외환관련손실	0	2	8	0	0
기타	0	-13	-218	-8	-8
법인세비용차감전순손익	0	366	101	-1,167	987
법인세비용	0	-2	154	93	-79
계속사업순손익	0	363	256	-1,073	908
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	363	256	-1,073	908
당기순이익률	na	31.7	5.7	-26.8	13.2
비지배지분순이익	0	-12	20	-32	27
지배지분순이익	0	375	236	-1,041	880
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	9	9	9	9
포괄순이익	0	372	264	-1,065	916
비지배지분포괄이익	0	-23	20	-32	27
지배지분포괄이익	0	395	244	-1,033	889

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	0	2,967	2,793	2,250	3,170
현금및현금성자산	0	642	993	462	1,125
매출채권 및 기타채권	0	1,151	543	518	662
재고자산	0	37	146	129	223
기타유동자산	0	1,136	1,111	1,141	1,161
비유동자산	0	19,672	19,296	19,625	19,979
유형자산	0	805	1,063	1,293	1,496
관계기업투자금	0	14,837	14,947	15,047	15,197
기타비유동자산	0	4,030	3,286	3,286	3,286
자산총계	0	22,639	22,089	21,875	23,149
유동부채	0	2,517	1,820	1,696	2,255
매입채무 및 기타채무	0	2,162	1,485	1,382	1,961
차입금	0	121	121	121	121
유동성채무	0	30	0	0	0
기타유동부채	0	204	213	193	173
비유동부채	0	3,266	3,178	4,128	4,048
차입금	0	1,969	1,969	1,969	1,969
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1,297	1,209	2,159	2,079
부채총계	0	5,784	4,997	5,824	6,303
지배지분	0	16,660	16,896	15,855	16,651
자본금	0	14	14	14	14
자본잉여금	0	6,912	6,912	6,912	6,912
이익잉여금	0	369	605	-436	359
기타자본변동	0	9,365	9,365	9,365	9,365
비지배지분	0	195	195	195	195
자본총계	0	16,855	17,091	16,050	16,846
순차입금	0	809	419	850	97

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	0	16,134	1,669	-7,359	6,223
PER	#DIV/0!	4.1	20.1	NA	6.3
BPS	0	716,422	119,437	112,078	117,702
PBR	0.0	0.1	0.3	0.4	0.3
EBITDAPS	#DIV/0!	20,774	1,815	-8,345	6,989
EV/EBITDA	0.0	21.5	24.0	NA	5.9
SPS	0	49,298	31,885	28,256	48,646
PSR	0.0	1.3	1.2	1.4	0.8
CFPS	0	2,809	-957	-9,719	5,686
DPS	0	0	0	600	830

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	na	na	293.5	-11.4	72.2
영업이익 증가율	na	na	-61.2	적전	흑전
순이익 증가율	na	na	-29.6	적전	흑전
수익성					
ROIC	0.0	23.5	12.5	-37.7	23.7
ROA	0.0	3.7	0.7	-5.9	3.7
ROE	0.0	4.5	1.4	-6.4	5.4
안정성					
부채비율	0.0	34.3	29.2	36.3	37.4
순차입금비율	0.0	4.8	2.4	5.3	0.6
이자보상배율	0.0	34.4	2.4	-18.5	11.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	0	103	774	-1,343	1,066
당기순이익	0	363	256	-1,073	908
비현금항목의 가감	0	-298	-391	-302	-103
감가상각비	0	63	94	123	148
외환손익	0	1	1	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	-362	-486	-424	-251
자산부채의 증감	0	36	802	-13	389
기타현금흐름	0	2	107	45	-128
투자활동 현금흐름	0	-143	237	-518	-558
투자자산	0	-8	634	-100	-150
유형자산	0	-52	-352	-352	-352
기타	0	-83	-46	-66	-56
재무활동 현금흐름	0	55	-6,965	-6,935	-7,020
단기차입금	0	72	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	6,926	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-85
기타	0	-6,944	-6,965	-6,935	-6,935
현금의 증감	0	16	351	-531	663
기초 현금	0	0	642	993	462
기말 현금	0	16	993	462	1,125
NOPLAT	0	417	411	-1,199	773
FCF	0	410	153	-1,428	569

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

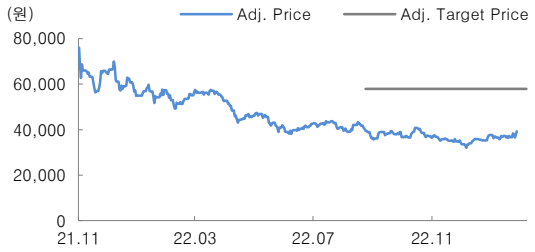
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	23.02.27	22.11.14	22.09.21
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	58,000	58,000
괴리율(평균,%)		(36.42)	(34.27)
괴리율(최대/최소,%)		(29.66)	(29.66)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			00.06.29
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20230222)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

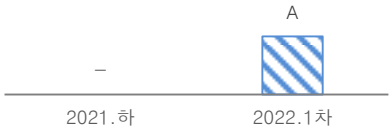
등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG 에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	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**

A - 신규편입된 기업입니다.

최근 2평가 기간 기준일: 2022.09.30

(최근 2평가 기간)

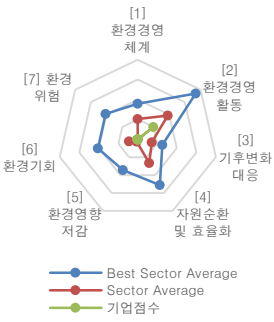


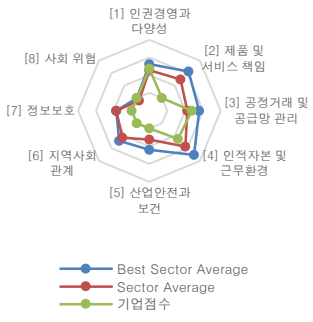
영역별 대분류 평가 결과

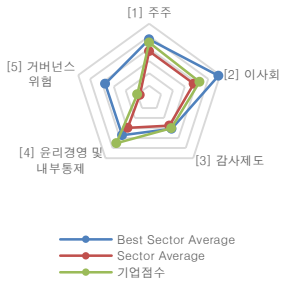
환경 (Environmental)	
환경 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■
환경경영활동	■
기후변화대응	■
자원순환 및 효율화	■
환경영향 저감	■
환경기회	■
환경 위험	■■■■■

사회 (Social)	
사회 대분류	평가기업 수준
인권경영과 다양성	■■■
제품 및 서비스 책임	■
공정거래 및 공급망 관리	■■■
인적자본 및 근무환경	■■
산업안전과 보건	■
지역사회 관계	■
정보보호	■
사회 위험	■■■■■

지배구조 (Governance)	
지배구조 대분류	평가기업 수준
주주	■■■
이사회	■■■
감사제도	■■■
윤리경영 및 내부통제	■■■■■
거버넌스 위험	■■■■■







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

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 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 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.