

SK스퀘어 (402340)

ICT 투자 전문 회사 출범



김화재
hojae.kim@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 신규

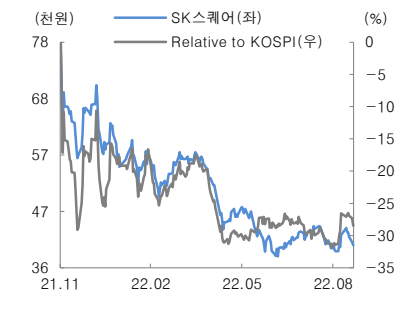
6개월 목표주가 58,000
신규

현재주가 40,200
(22.09.20)

통신서비스 업종

KOSPI	2367.85
시가총액	5,687십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	76,000원 / 38,100원
120일 평균거래대금	211억원
외국인지분율	41.28%
주요주주	SK 외 10 인 30.03% 국민연금공단 6.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.4	-3.8	-24.9	0.0
상대수익률	-1.5	-2.9	-14.1	0.0



투자의견 매수(Buy), 목표주가 58,000원으로 분석 시작

- 목표주가는 NAV에 할인율 60%를 적용하여 산정. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~74%, 평균 69%. 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 20조원, 상장사 지분가치 13조원(64%), 비상장사 지분가치 7.3조원(36%), 순현금 1.5천억원(0.7%)
- 주가는 자회사의 IPO가 진행되면서 정당한 가치를 인정받을 것으로 전망

단순 지주회사 아닌 ICT 투자 전문 회사. 투자재원 2조원 이상 확보

- SK스퀘어는 21.11.29 SKT에서 인적 분할을 통해 설립된 투자전문회사
- 사업영역은 투자(지주사업), 보안(인력 및 기계경비, 정보보호), 커머스(전자상거래), 플랫폼(정보통신, 인터넷 플랫폼), 기타(음악, 콘텐츠 유통, 광고, 운송주선)
- 빠른 투자와 회수 통한 Capital Gain 극대화 추구. 하이닉스 배당금, Financing 통해 향후 3년간 2조원, 기타 자산 유동화와 편딩 통해 추가 재원 마련
- 누적 투자: 총 2,434억원. 코빗(가정자산 거래소, 873억원), 온마인드(디지털 휴먼, 80억원), 그린랩스(스마트팜, 350억원), 해긴(글로벌 게임개발사, 250억원), 공항리무진/서울공항리무진(881억원)
- 누적 회수: 총 1,303억원. SK 엠엔서비스(723억원), 나노엔텍(580억원)
- 온마인드와 코빗 및 해긴은 SK플래닛의 블록체인 사업과 연계 후, SKT가 21년 하반기부터 신성장 동력으로 추진하고 있는 A.(에이닷. AI 서비스) 및 ifland(메타버스 사업)와 시너지를 발휘할 것으로 전망. 리무진 서비스는 T맵과 연계 후 SKT의 모바일 사업과의 시너지 기대. 향후 투자는 SK하이닉스의 반도체 밸류체인 영역으로 확대될 예정
- SK스퀘어는 SK하이닉스의 지분 20.1%를 보유한 최대주주, 매년 2천억원 이상의 배당금 수입 발생 전망. 21년에 대한 배당금으로 2Q22에 2,250억원 유입, SK하이닉스가 배당정책을 분기배당으로 변경함에 따라, 22년부터는 매분기 최소 438억원의 고정배당금 유입, 4분기에는 추가배당금까지 반영하여 438억원~900억원 수준의 배당금 유입 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	0	1,146	6,212	6,958	8,378
영업이익	0	420	1,745	1,736	2,462
세전순이익	0	366	1,960	1,873	2,615
총당기순이익	0	363	1,807	1,723	2,406
지배지분순이익	0	375	1,739	1,671	2,333
EPS	0	16,134	12,289	11,814	16,494
PER	-	4.1	3.3	3.5	2.5
BPS	0	716,422	130,057	141,872	157,766
PBR	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	0.0	4.5	9.9	8.7	11.0

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

SK스퀘어. ICT 투자 전문 회사로 출범

SK스퀘어 연혁

21.11월 SK텔레콤으로부터 인적분할 통해 설립 후 21.12월 지주회사 전환

사업별 소개

SK스퀘어의 사업은 투자(지주사업), 보안(인력 및 기계경비, 정보보호), 커머스(전자상거래), 플랫폼(정보통신, 인터넷 플랫폼) 및 기타(음악서비스, 콘텐츠 유통, 광고, 운송주선업) 사업으로 구성되어있다.

투자사업: SK 스퀘어, SK 실더스, 11번가와 같은 주요종속회사 및 SK 하이닉스와 같은 주요 자회사를 포함하여 반도체·ICT 섹터를 중심으로 한 효율적인 포트폴리오 및 지배구조 형성. 사업 부문별 특성에 맞는 신속하고 전문적인 의사 결정 체제의 확립 및 사업 부문별 전문화된 사업 역량 집중을 통한 기업 경쟁력 강화 및 주주 가치 증대 도모

보안사업: SK 실더스, 무인기계경비 및 인력경비, 종합 정보보호서비스 및 컴퓨터 시스템 통합 자문 및 구축 서비스

커머스사업: 11번가, 국내 대표 오픈마켓 기업으로 전자상거래 사업 영위. Amazon과 제휴해 '아마존 글로벌 스토어' 서비스를 런칭하고, SK텔레콤의 구독서비스 'T 우주'와 함께 인기 해외상품을 차별화된 무료배송 혜택으로 제공하는 등 해외 직구 영역에 혁신적인 고객 경험 구현. 또한, 최신 트렌드에 발맞추어 라이브커머스 방송, 선물하기 서비스 등 차별화된 서비스 런칭

플랫폼사업: SK 플래닛은 OK캐쉬백과 시럽이라는 고객 점접을 바탕으로 혁신적인 서비스 제공. 윈스토어는 모바일 앱마켓 사업자로 모바일 앱 유통을 주 사업으로 영위, 사업은 크게 통신판매 중개업, 통신판매업, 운영대행업으로 구성

실적 현황 및 전망

21년 매출 11,464억원, 영업이익 4,198억원. 2Q22 기준 각 사업별 매출 비중은 투자사업 38.6%, 보안사업 26.3%, 커머스사업 9.2%, 플랫폼사업 11.8%, 기타사업 14.1%

2Q22 매출 9,504억원, 영업이익 5,093억원, 순이익 4,938억원

SK스퀘어의 별도 기준 자체수익은 SK하이닉스 등으로부터 발생하는 배당금수익이 대부분이고, 아직 로열티 및 임대료 등의 수익은 발생하지 않고있다.

SK스퀘어의 연결 기준 실적은 2Q22 기준 비중이 38%로 가장 큰 투자사업 매출(SK하이닉스의 지분법 이익 등) 위주로 성장할 것으로 전망한다.

22E 매출 6.2조원, 영업이익 1.7조원

Valuation

투자의견 매수(Buy), 목표주가 58,000원을 제시한다.

목표주가는 NAV에 할인율 60%를 적용하여 산정했다. 21.11.29 분할 상장 후 현재까지 형성된 할인율은 56~74%, 평균 69%이고, 분할 직후 5거래일 할인율은 60%이다. 기존 SKT를 분할해서 신규 상장했기 때문에, 상장 직후 형성된 초기 할인율이 적절한 목표 할인율이라고 판단한다.

NAV는 상장사의 경우 시가총액, 비상장사 중 외부자금 유치 등으로 시장에서 거래된 기업의 경우는 EV, 기타 비상장사는 BV를 적용했다.

NAV는 20조원, 상장사 지분가치는 13조원(64%), 비상장사 지분가치는 7.3조원(36%), 순현금은 1.5천억원(0.7%)이다.

주가 현황 및 전망

SKT로부터 분할 상장한 기준 주가는 61.9천원이다. 현재 주가는 40천원으로, 분할 기준 주가대비 -35% 하락한 수준이다. 동기간 SK하이닉스는 -24%, SKT는 -16% 하락했다.

주가는 NAV의 63%를 차지하는 SK하이닉스의 주가와 대체적으로 유사한 움직임을 보이고 있다. 상장 초기에는 SKT와 디커플링을 보여왔으나, 자회사 IPO가 연기된 후에는 SK스퀘어와 SKT의 주가도 대체적으로 유사한 움직임을 보이는 중이다.

향후 주가는 자회사의 IPO가 진행되면서 정당한 가치를 인정받을 것으로 전망한다.

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

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A 영업가치					
B 상장사 지분가치			130,090	63.7	
SK 하이닉스	640,640	20.1	128,769	63.1	시가총액에 보유 지분율 반영
드림어스 컴퍼니	1,770	41.8	740	0.4	시가총액에 보유 지분율 반영
인크로스	1,680	34.6	581	0.3	시가총액에 보유 지분율 반영
C 비상장사 지분가치			72,534	35.5	
11번가	27,500	80.3	22,083	10.8	18.6월 5천억원 유상증자 가치 반영
테맘모빌리티	24,000	60.8	14,592	7.1	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	6,222	98.7	6,109	3.0	BV와 크래프톤 지분가치 합산
기타			29,750	14.6	
D 순차입금	(0.15)		(0.15)	0.7	
E NAV			204,106		
발행주식수			141,468		
주당 NAV			144,278		
할인율			60.0		상장 이후 할인율 55.5%~74.4%, 평균 69.4%
적정주가			57,711		
현재주가			40,200		
업사이드			43.6		

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.5%~74.4%, 평균 69.4%

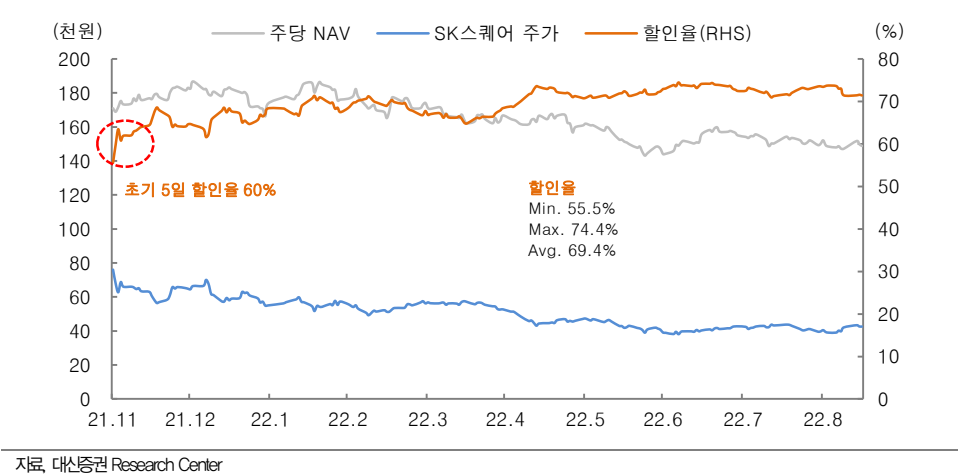


그림 2. 주가 비교: SK 스퀘어, SKT, SK 하이닉스

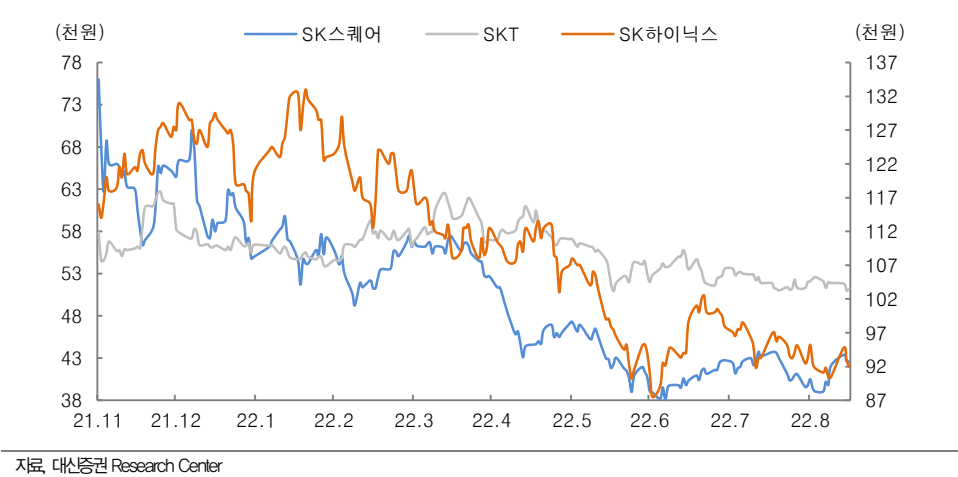
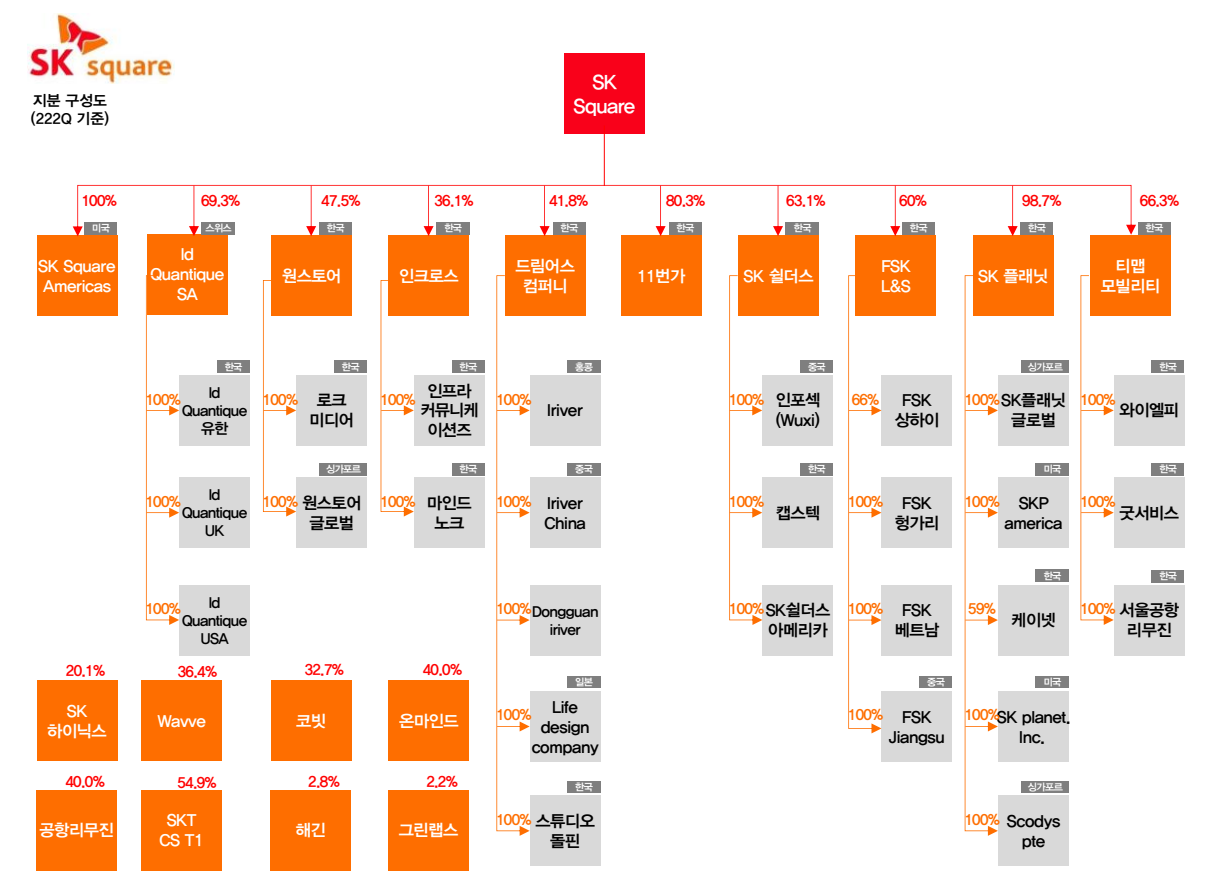


표 2. SK 스퀘어 연결대상 주요종속회사 사업의 내용

사업구분	회사명	주요 사업 내용
투자 사업	SK 스퀘어	지주회사, 투자업
보안 사업	SK 쉐더스	무인기계경비 및 인력경비, 종합 정보보호서비스 및 컴퓨터 시스템 통합 자문 및 구축 서비스
커머스 사업	11번가	전자상거래 및 인터넷 관련 사업
플랫폼 사업	원스토어	앱스토어 운용
	SK 플래닛	정보통신사업 및 소프트웨어 개발
	티맵모빌리티	모빌리티 관련 데이터베이스 및 온라인정보 제공업
기타사업	드림어스컴퍼니	온라인 음악서비스, 음반 및 디지털 콘텐츠 유통
	인크로스	디지털 광고 미디어렐
	FSK L&S	물류 BPO 서비스 및 ICT 솔루션 사업

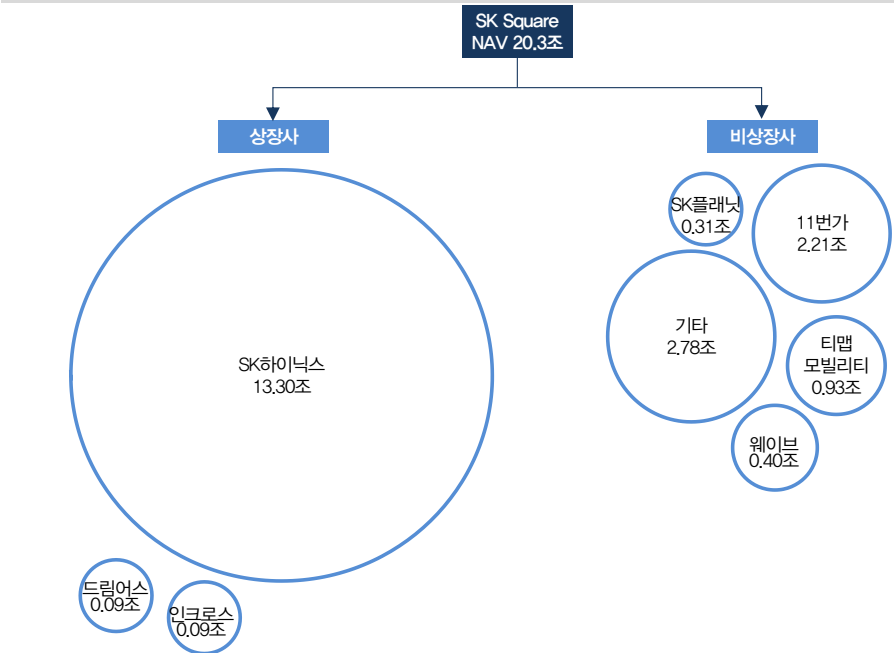
자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

그림 3. SK스퀘어 자회사 지분 구성도



자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

그림 4. SK스퀘어 NAV 구성도(2Q22 기준)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

SK 스퀘어의 투자 성과

SK스퀘어가 지향하는바는 단순 지주회사가 아닌 “투자 회사”로서,
빠른 투자와 회수를 통해 Capital Gain을 극대화 하는 것이다.

4Q21 출범 이후 투자회사는 총 5개, 금액은 2,434억원이고, 그 동안 매각한 회사는 총 2개, 금액은 1,303억원이다.

인수회사 중 디지털 휴먼 제작사인 Onmind와 가상자산 거래소인 Korbit 및 글로벌 게임 개발사인 HAEGIN은 SK플래닛의 블록체인 사업과 연계 후, SKT가 21년 하반기부터 신성장 동력으로 추진하고 있는 AI 및 메타버스 사업과 시너지를 발휘할 것으로 전망한다.

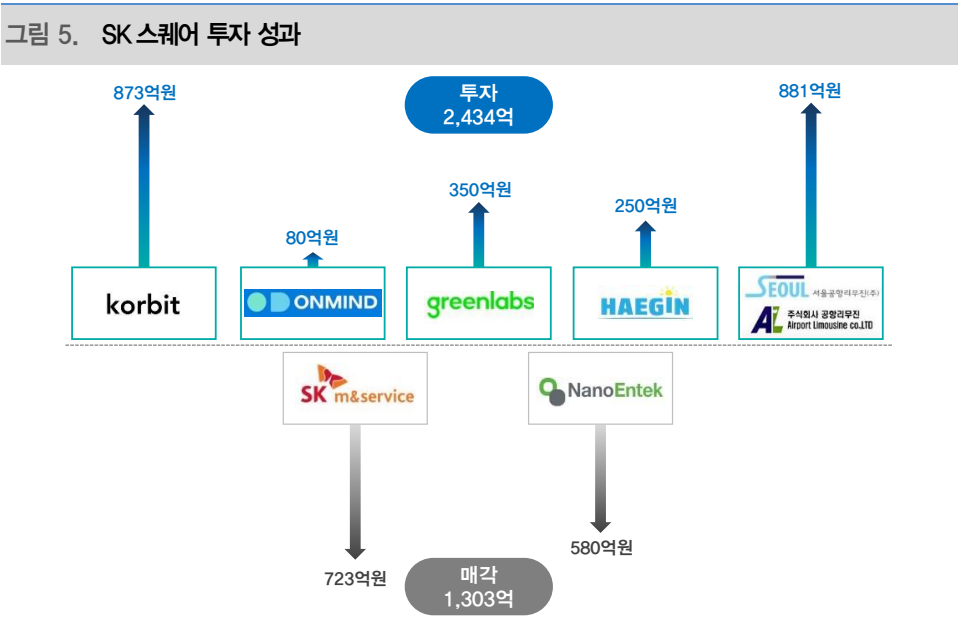
SK스퀘어는 새로운 산업에 대한 투자를 통해 SKT와의 시너지를 추구하는 한편, 빠른 회수를 통해 Capital Gain의 극대화도 추구하고 있다. 1Q22에는 SK플래닛의 자회사인 SK 엠앤서비스를 723억원에 매각하여 500억원의 배당금이 SK스퀘어에 유입되었고, 2Q22에는 나노엔텍을 580억원에 매각하기로 결정했다.

표 3. 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 스퀘어에 500억원 배당금 유입
2Q22	(580)	나노엔텍	처분 예정일은 22.9.19

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

그림 5. SK 스퀘어 투자 성과



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

투자 재원은 2조원 플러스 알파

SK스퀘어는 향후 3년간 SK하이닉스 등의 자회사를 통한 배당금과 Debt Financing을 통해 2조원의 투자 재원을 확보하고, 기타 자산 유동화와 펀딩을 통해 추가 재원을 마련하여 활발한 투자와 회수를 반복할 것으로 전망한다.

SK하이닉스로부터 유입되는 배당금은 향후 3년간 최소 6,750억원(연간 2,250억원)이고, FCF에 연계한 추가 배당금도 유입될 예정이다.

SK스퀘어가 보유한 크래프톤의 지분가치도 3천억원이어서, 넉넉한 재원을 토대로 활발한 투자가 이루어질 것으로 전망한다.

표 4. SK 스퀘어 실적 현황 및 전망							(억원)
구분	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	21	22E	23E
매출액	13,211	15,290	16,274	17,340	11,464	62,115	69,576
투자	3,992	5,787	4,857	4,315	4,424	18,951	16,842
커머스	1,393	1,415	1,537	1,829	1,054	6,174	6,925
플랫폼	1,455	1,134	1,345	1,586	1,351	5,519	5,509
기타	6,371	6,955	8,535	9,609	4,635	31,471	40,299
영업이익	3,802	5,093	4,558	3,998	4,198	17,451	17,355
투자	3,842	5,590	4,684	4,141	4,337	18,257	16,148
커머스	(248)	(450)	(307)	(366)	(231)	(1,371)	(346)
플랫폼	50	(159)	7	9	12	(93)	110
기타	157	112	174	214	80	658	1443
당기순이익	4,650	4,938	4,549	3,927	3,632	18,065	17,230
자배순이익	4,295	4,862	4,413	3,810	3,752	17,390	16,713

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

SK 하이닉스로부터의 배당금 유입

SK스퀘어는 SK하이닉스의 지분 20.1%를 보유한 최대주주로서, 매년 2천억원 이상의 배당금 수입이 발생할 것으로 전망한다. 21년 회계연도에 대한 배당금으로 2Q22에 2,250억원이 유입되었고, SK하이닉스가 배당정책을 분기배당으로 변경함에 따라, 22년부터는 매 분기 최소 438억원의 고정배당금이 유입되고, 4분기에는 추가배당금까지 반영하여 438억원~900억원 수준의 배당금이 유입될 것으로 전망한다.

SK하이닉스로부터의 배당금 수익은 21년 2.3천억원, 22E 2.2천억원, 23E 2.5천억원

배당금 유입으로, 1Q22 기준 1.3천억원이었던 순차입금은 2Q22 기준 1.5천억원의 순현금으로 전환되었고, 향후 순현금 상태를 유지할 것으로 전망한다.

SK스퀘어가 출범한 21년 회계연도 기준으로는 이익잉여금이 없어서 배당이 불가능하고, 22년 회계연도의 재무제표는 23.3월에 확정되기 때문에, SK스퀘어의 배당은 23년 회계연도부터 발생 가능할 것으로 전망한다.

SK하이닉스의 주주환원정책(22~24년)

- 1) 배당금: 고정배당금 DPS 1.2천원(+20% yoy) + 추가배당금(FCF의 5%)
- 2) 3년간(22~24년) 발생하는 FCF의 50% 수준을 주주환원의 재원으로 활용
- 3) 분기배당 실시. 고정배당금 DPS 1.2천원을 4개 분기로 균등하게 배분. 분기당 DPS 300원, 배당금 438억원 유입

SK스퀘어는 SK하이닉스의 지분 20.1%를 보유한 최대 주주로서, 21년도 배당금액 2,250억원이 2Q22에 현금으로 유입

22년부터는 하이닉스의 고정배당금 438억원이 매분기 유입될 것으로 전망. 추가배당금은 하이닉스의 결산실적을 반영하여 4Q에 발생하고, 다음 해 1Q 중 이사회 의결을 거쳐서 2Q에 유입될 것으로 전망

컨센서스를 반영한 하이닉스로부터의 배당금은 22E 2.2천억원, 23E 2.5천억원, 24E 2.9천억원 전망. 1~3Q는 438억원으로 고정되어 있기 때문에, 4Q22(실제 현금 유입은 2Q23) 배당금은 890억원으로 추정

11 번가

11번가 연혁

11번가는 18.9월 SK플래닛으로부터 인적분할하여 분할신설법인으로 설립되었다.

SK스퀘어가 지분 80.3%의 최대주주이고, 나일홀딩스가 18.2%, 자기주식을 1.6% 보유하고 있다.

사업 소개

국내 오픈마켓의 대표 기업 중 하나로 이커머스(전자상거래) 사업을 영위하고있다. 21년 세계 최대 전자상거래 기업인 Amazon과 제휴해 ‘아마존 글로벌 스토어’ 서비스를 런칭했고, SK텔레콤의 구독서비스 ‘T 우주’와 함께 인기 해외상품을 차별화된 무료배송 혜택으로 제공하는 등 해외 직구 영역에 혁신적인 고객 경험을 구현하고있다. 또한, 최신 트렌드에 발맞추어 라이브커머스 방송, 선물하기 등 차별화된 서비스를 런칭하고 있다.

실적 현황 및 전망

2021년 매출 5,614억원, 영업이익 -694억원, 당기순이익 -669억원

2Q22 매출 1,418억원, 영업이익 -450억원, 당기순이익 -515억원

Valuation

18.6월 2.75조원의 가치를 인정받으면서 5천억원의 신규자금을 유치했다.

SK스퀘어가 보유한 11번가의 가치는, EV 2.75조원에 지분을 80.3%를 반영한 2.2조원을 적용한다.

표 5. 11번가 주주 구성

(단위: 주, %)

주주명	주식수	우선주	지분율
SK 스퀘어	8,224,709		80.26
나일홀딩스 유한회사		1,863,093	18.18
자기주식	158,645		1.55
기타	577		0.01
Total		10,247,024	100.00

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

그림 6. e-Commerce 순이용자. 11 번가 10 년간 1,100% 증가. 22.8 월 947 만명

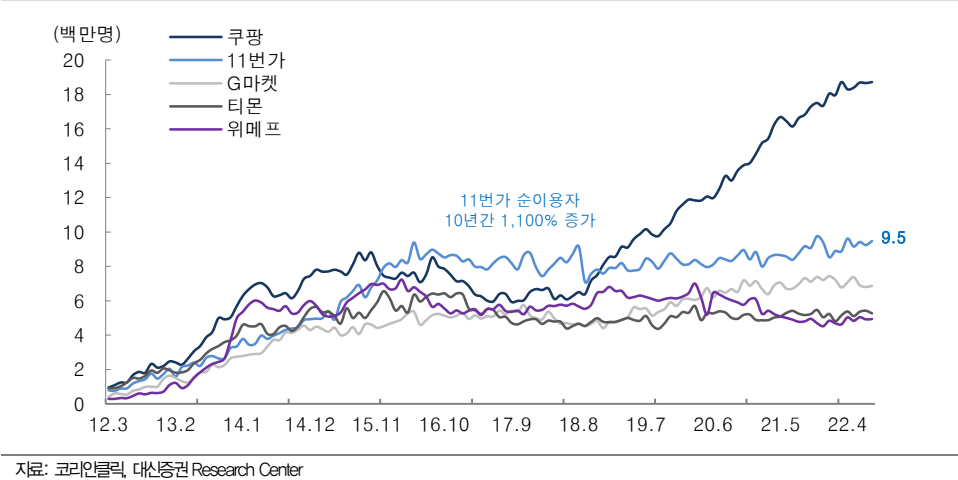


그림 7. e-Commerce 평균이용시간. 11 번가 10 년간 226% 증가. 22.8 월 월평균 45 분

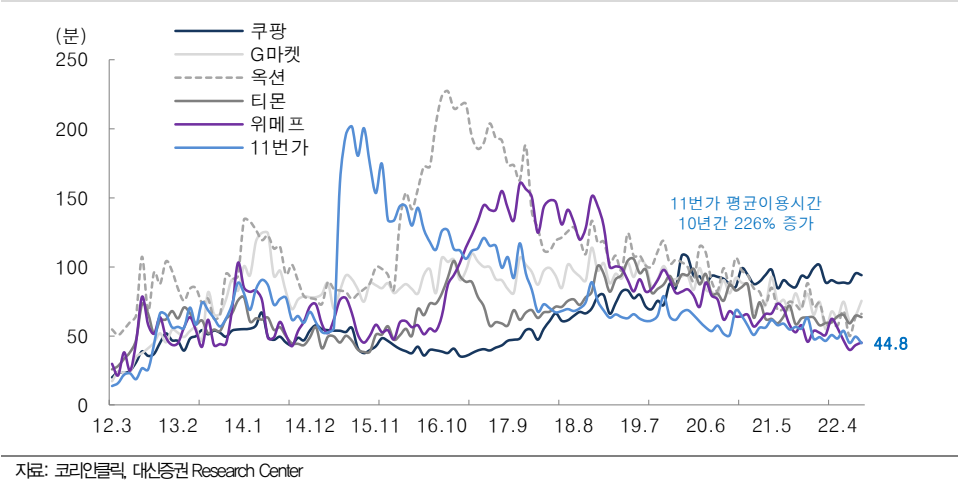
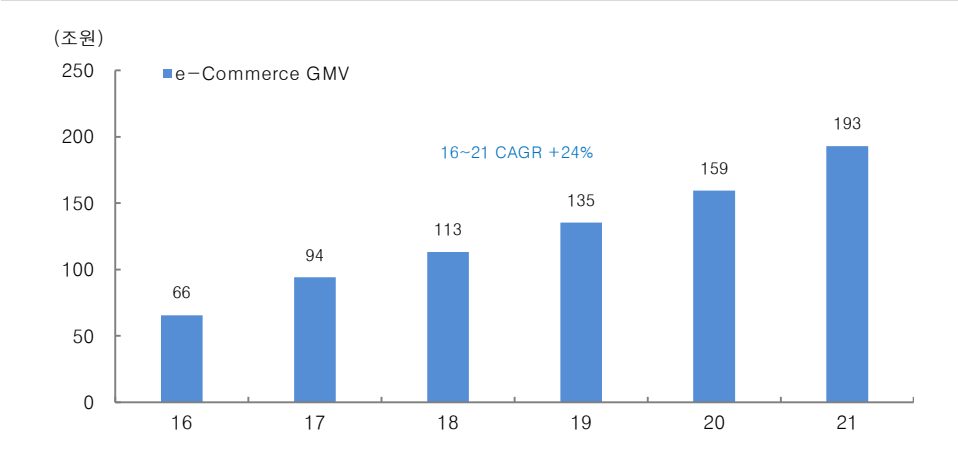


그림 8. e-Commerce 연평균 +24% 성장



콘텐츠 웨이브(Wave)

Wavve 연혁 및 사업소개

방송프로그램, 영화, 비디오물, 오디오물의 배급, 제작 등의 사업을 위해 12.5월 설립되었다. 주주 구성은 SK스퀘어가 지분 36.4%를 보유한 최대주주이고, 지상파 3사(SBS, 문화방송, 이케이비에스)가 각각 21.2%씩을 보유 중이다.

매출은 미디어, 판권, 광고, 제휴 매출로 구성되어있다.

- 미디어: Wavve를 통해 가입자들에게 콘텐츠를 제공하고 이와 관련되어 인식하는 매출. 콘텐츠의 제공 유형은 주로 유료방송에 대한 월정액 서비스
- 판권: 제작, 투자 및 외부에서 구입한 판권을 통해 발생하는 매출
- 광고: 웨이브 플랫폼을 통한 광고 서비스 제공에 따른 매출
- 제휴: 플랫폼 서비스 제휴를 통한 매출 등

실적 현황

2021년 매출 2,301억원, 영업이익 -558억원, 당기순이익 -664억원

부문별 매출은 미디어 1,747억원, 판권 413억원, 제휴 84억원, 광고 58억원

Valuation

19.12월 Pre-money 기준 1조원(Post-money 기준 1.2조원)의 가치를 인정받으면서 2천억원의 신규자금을 유치했다. SK스퀘어가 보유한 Wavve의 가치는, EV 1.2조원에 지분을 36.4%를 반영한 4.4천억원을 적용한다.

19~23년, 5년간 오리지널 콘텐츠에 3천억원 이상의 투자 계획 및 23년까지 유료가입자 5백만명, 매출 5천억원 규모를 목표(18년 가입자 70만명, 매출 651억원)로 제시했다.

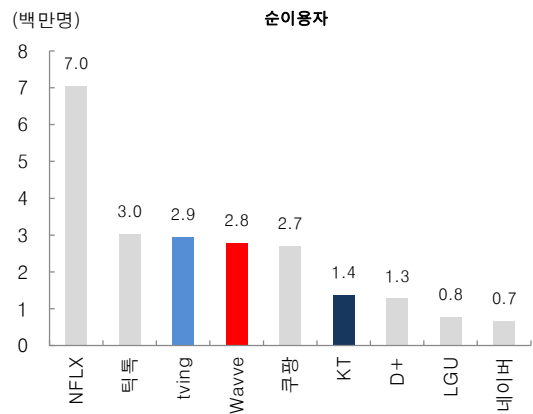
21.3월 KT스튜디오지니가 출범하면서 향후 3년간 오리지널 콘텐츠 100편(금액은 밝히지 않았지만, 약 4~5천억원 수준으로 추정) 공급 계획을 발표한 후, Wavve는 21.3.26에 25년까지 총 1조원 규모의 투자 계획을 발표했다.

표 6. 콘텐츠 웨이브 주주 구성 (주, %)

주주명	주식수	우선주	지분율
SK스퀘어	435,431	1,306,286	36.4
(주) 에스비에스	1,016,000		21.2
(주) 이케이비에스	1,016,000		21.2
(주) 문화방송	1,016,000		21.2
Total		4,789,717	100.00

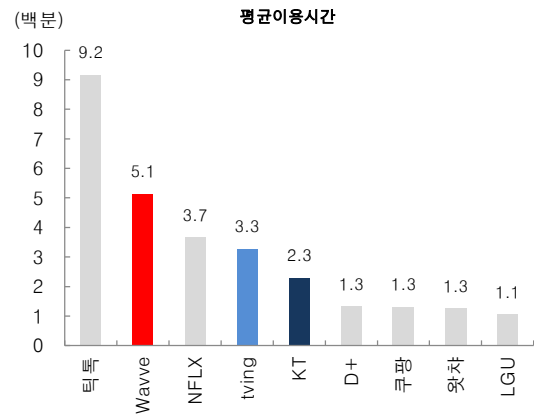
자료: 전자공시, 대신증권 Research Center / 주: 전환주는 전환권을 제외하고 보통주와 동일한 권리를 가지고 있으며, 향후 보통주로 전환시 지분율은 변경 가능

그림 9. Wavve 순이용자 280 만명(22.8 월)



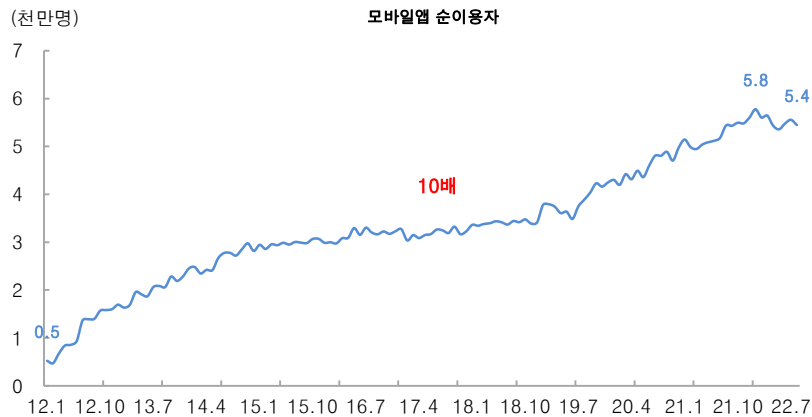
자료: 코리안블록 대신증권 Research Center

그림 10. Wavve 월평균이용시간 510 분(22.8 월)



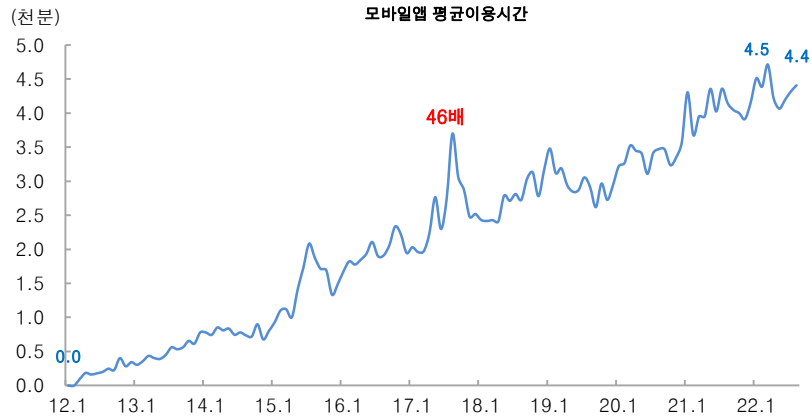
자료: 코리안블록 대신증권 Research Center

그림 11. 동영상 모바일앱 순이용자 5.4 천만명(22.8 월)



자료: 코리안블록 대신증권 Research Center

그림 12. 동영상 모바일앱 월평균이용시간 4.4 천분, 일평균 147 분(22.8 월)



자료: 코리안블록 대신증권 Research Center

티맵 모빌리티

티맵모빌리티 연혁 및 소개

20.12월 위치정보 및 위치기반서비스업, 지도제작업 등을 영위할 목적으로 SK텔레콤의 모빌리티 사업부문이 물적분할되어 설립되었다.

티맵모빌리티에는 우버(Uber)가 5천만 달러를 투자했고, 티맵모빌리티와 우버가 설립한 JV에는 우버가 1억 달러를 투자했다. JV는 기존 티맵택시와 우버택시가 결합하여 택시 호출 사업을 영위할 목적으로 설립되었다.

주주 구성은 SK스퀘어가 지분 66.26%의 최대주주이고, [유]어썬타모빌리티투자목적회사가 13.99%, 테라미터홀딩스가 13.99%, 기타 주주가 1.63%를 보유 중이다. 우버는 의결권이 부여된 전환우선주를 4.13% 보유하고 있다.

M&A 및 투자유치

1) 2Q22 중 공항버스 2곳을 인수했다. 총 투자금액은 기투자금 881억원과, 향후 마일스톤에 따라 추가 투자할 1,098억원 등 총 1,979억원이다.

- 서울공항리무진. 지분 100%를 약 650억원에 인수
- 공항리무진. 지분 60%를 약 1,300억원에 인수

두 회사가 보유한 공항버스는 약 350대이고, 서울에서 공항을 이용하는 인구의 약 20% 정도를 수용 중이다. 공항버스 인수를 통해 티맵이 궁극적으로 추구하는바는 서비스형모빌리티 즉, Maas(Mobility as a Service)를 구축하는 것이다.

항공기의 이착륙 정보와 연동해 항공기 스케줄 변동에 따른 공항버스의 출도착 시간을 변경하고, 우티(UT) 택시와 결합한 환승할인도 적용 및 연계 추천경로 안내 서비스 등을 제공할 예정이다.

또한, 2030년까지 두 회사가 보유한 모든 공항버스를 전기 및 수소 등 친환경 차량으로 전환하고, 탄소 마일리지제도를 도입하여 절감한 탄소량만큼 마일리지를 제공, 이를 플랫폼 내에서 사용할 수 있도록 시스템을 구축할 예정이다.

2) 22.8월 KB국민은행으로부터 2천억원의 자금을 유치했다. KB금융그룹의 KB차차차는 모빌리티 데이터를 제공받고, 전국 900여개의 KB금융 지점을 티맵 주차, 발레, 전기차 충전 거점으로 활용할 전망이다. 또, KB국민은행은 티맵모빌리티의 다양한 데이터와 모빌리티 서비스와 연계한 결제/보험 등 금융서비스를 제공하는 '모빌리티 금융' 신사업 기회를 확대할 계획이다.

티맵 모빌리티는 플랫폼 종사자들을 대상으로 소액 대출 상품을 출시하고, 모빌리티 보험/중고차/결제 분야에서 KB금융그룹 계열사들과 사업 협력을 이어갈 계획이다.

실적 현황 및 전망

2021년 매출 745억원, 영업이익 -678억원, 당기순이익 -53억원

2Q22 매출 451억원, 당기순이익 -239억원

- 매출 중 73%는 화물중개. 3Q21부터 신사업인 화물중개 서비스가 반영되면서 매출은 빠르게 성장

- 기존사업인 T맵도 가파른 성장 성장 지속. 22.8월 기준 순이용자는 13.2백만명으로 지난 6년간 2,340% 증가

2025년 매출 6천억원, 기업가치 4.5조원 타겟

Valuation

20.10월 1조원의 가치를 인정받으면서 우버(Uber)로부터 1.5억 달러의 자금을 유치했고, 25년 기업가치 4.5조원을 타겟으로 제시했다.

21.4월 국내외 사모펀드 대상 제3자 배정 유상증자를 통해 4천억원의 자금을 유치하며 기업가치 1.4조원을 평가받았다.

22.8월 KB국민은행으로부터 2천억원 규모의 투자 유치에 성공하면서, 기업가치 2.2조원 (Pre-Money 기준)을 평가받았고, KB 국민은행은 티맵모빌리티 지분 8.3%를 보유한 4대 주주로 등극하였다.

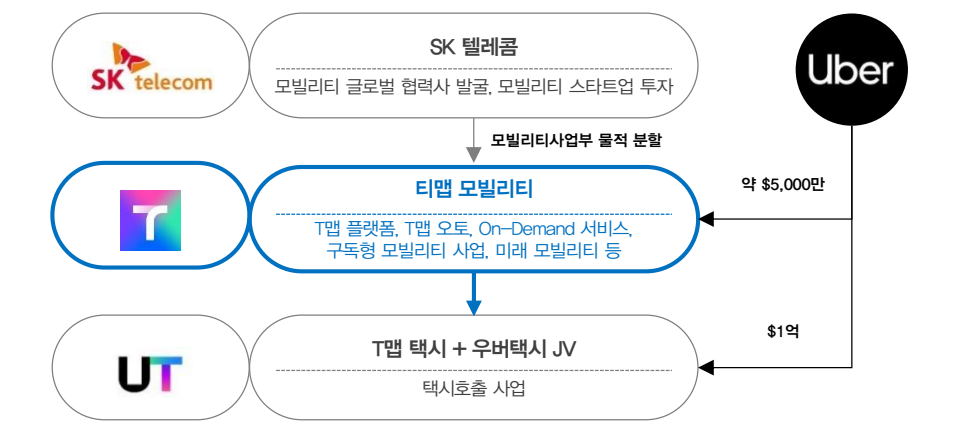
SK스퀘어가 보유한 티맵모빌리티의 가치는, EV 2.4조원에 지분을 60.8%(22.8월 유증 후 기준)를 반영한 1.5조원을 적용한다.

표 7. 티맵모빌리티 주주 구성(2Q22 기준) (주, %)

주주명	주식수	우선주	지분율
SK 스퀘어	10,838,500		66.26
(유) 어센티모빌리티 투자목적회사	2,287,859		13.99
테라미터홀딩스 (유)	2,287,859		13.99
기타	267,700		1.63
Uber Singapore Technology Pte. Ltd.		676,330	4.13
Total		16,358,248	100.00

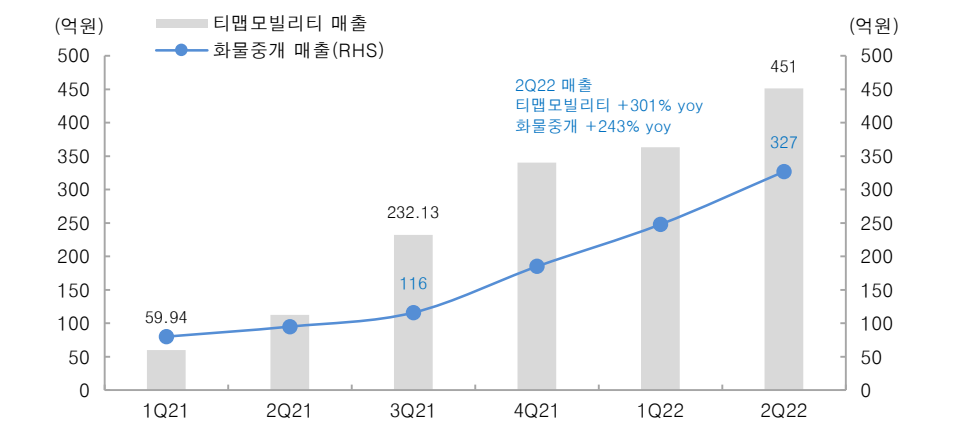
자료: 전자공시, 대신증권 Research Center
주: 22.8월 KB국민은행으로부터 2천억원의 자금을 유치하면서 KB국민은행이 지분 8.3%의 4대 주주로 등극

그림 13.T 맵 모빌리티



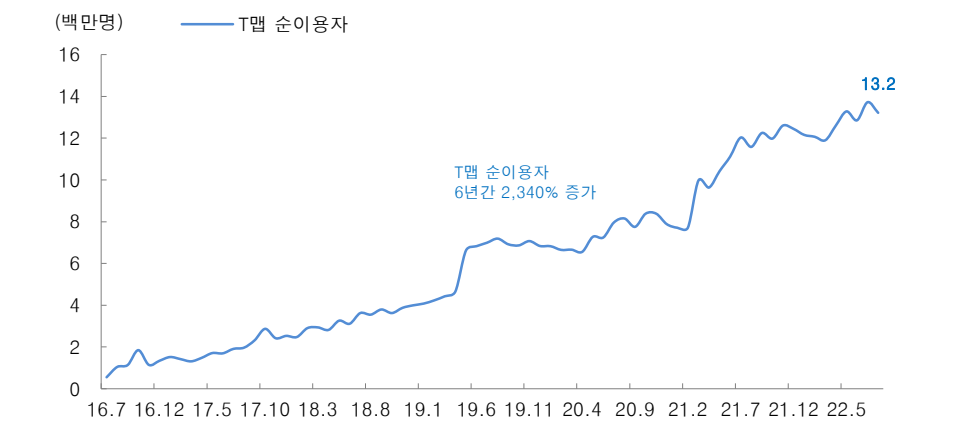
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 14.티맵모빌리티 매출. 신사업 화물중개 서비스 시작하면서 빠르게 성장



자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center
주: 화물중개 매출은 3Q21부터 연결 실적에 반영

그림 15.T 맵 순이용자 1.3 천만명, 6 년간 2,340% 증가



자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center

SK 플레닛

SK 플레닛 연혁 및 소개

SK플레닛은 11.10월 SK텔레콤의 플랫폼사업부문을 물적분할하여 신설된 법인이다. 21년 기준 정보통신사업, 소프트웨어 개발 등을 주목적 사업으로 영위하고 있다. 21년 SK텔레콤이 분할함에 따라 분할신설법인인 SK스퀘어로 최대주주가 변경되었다.

SK스퀘어가 지분 98.65%의 최대주주이고, 자기주식을 1.35% 보유하고 있다.

사업 소개

SK 플레닛은 OK캐쉬백과 시럽이라는 강력한 고객 점점(PoC)과 1.3억 개에 달하는 SK 그룹의 대표 서비스 Data를 활용해 고객사의 Marketing 효율을 제공하는 ‘Marketing Platform 사업’ 및 ICT Family와의 다양한 Synergy 사업을 수행하는 과정에서 축적해온 S/W 엔지니어링 역량을 토대로 IoT, Media 챗봇 영역 등에서 혁신적인 서비스 제공

실적 현황

2021년 매출 2,806억원, 영업이익 4.9억원, 당기순이익 60억원

2Q22 매출 642억원, 당기순이익 -136억원

Valuation

SK스퀘어는 SK플레닛의 지분을 98.65% 보유하고 있고, SK플레닛은 케이넷문화컨텐츠투 자조합의 지분을 59% 보유하고 있으며, 케이넷문화컨텐츠투자조합은 크래프톤의 지분을 약 4.7% 보유중이다. 크래프톤의 시가총액 11.1조원을 반영한 SK스퀘어의 크래프톤 보유지분 가치는 3천억원이다.

SK스퀘어가 보유한 SK플레닛의 가치는 BV 4천억원에 크래프톤의 보유지분 가치에 30%를 할인한 2.1천억원을 추가하여, 6.1천억원을 적용한다.

표 8. SK 플레닛 연혁

연도	개요
2013	전자상거래 및 광고대행업을 영위하고 있는 SK 마케팅앤컴퍼니(주) 합병
2015	Cloud Streaming 및 Hoppin 사업부문의 인적분할
2016	화장품 도소매 등을 영업목적으로 하는 (주)커머스플레닛 합병
2016	플랫폼사업, T store 사업, LBS 사업 및 휴대폰 인증 부가서비스 사업 부문의 인적분할
2017	광고사업 부문의 물적분할 후 매각
2018	11번가 사업 부문의 인적분할
2018	시스템 소프트웨어 개발 및 공급업을 영위하고 있는 SK 테크엑스(주)를 합병

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

표 9. SK 플레닛 주주 구성 (주, %)

주주명	주식수	지분율
SK스퀘어	69,593,562	98.65
자기주식	950,784	1.35
Total	70,544,346	100.00

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

FSK L&S

FSK L&S 연혁 및 소개

FSK L&S는 16.10월 화물운송 주선업 및 물류 컨설팅사업을 주 목적으로 설립되었고, 21년 SK텔레콤 분할로 분할신설법인인 SK스퀘어로 최대주주가 변경되었다.

SK스퀘어가 지분 60%의 최대주주이고, Jusda International Limited가 나머지 지분 40%를 보유 중이다.

실적 현황 및 전망

2021년 매출 3,402억원, 영업이익 149억원, 당기순이익 153억원

2Q22 매출 1,330억원, 당기순이익 91억원

Valuation

SK스퀘어가 보유한 FSK L&S의 가치는, BV 178억원에 지분율 60%를 반영한 107억원을 적용한다.

표 10. FSK L&S 주주 구성 (주, %)

주주명	주식수	지분율
SK스퀘어	2,415,750	60
Jusda International Limited	1,610,500	40
Total	4,026,250	100

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

- 2Q22년 매출 15,290억원, 영업이익 5,093억원, 지배순이익 4,862억원
- 2Q22 기준 각 사업별 비중은 투자 38%, 보안 28%, 커머스 9%, 플랫폼 7%, 기타 17%
- 2Q22 기준 주요 주주는 (주) 30.0%, 국민연금 6.6%

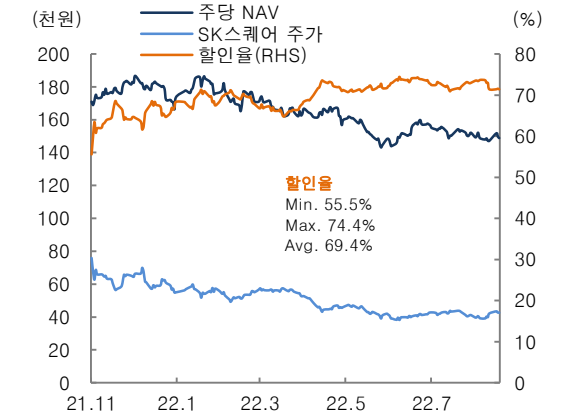
주가 코멘트

- 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, 자회사의 IPO가 연기되면서 최근 할인율은 70%를 소폭 상회하는 수준
- 향후 주가는 NAV의 35%를 차지하는 비상장사의 IPO가 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

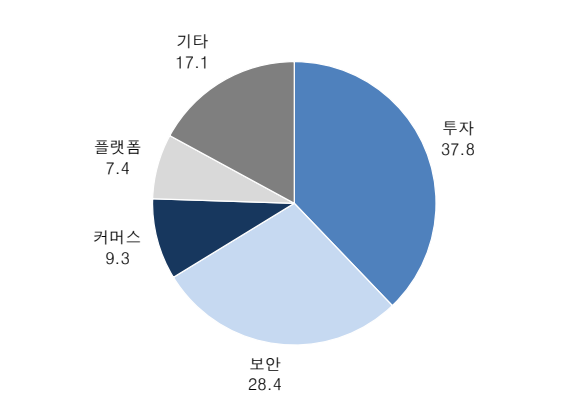
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



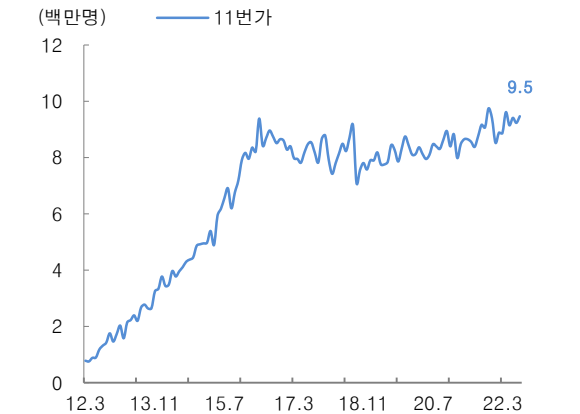
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

매출 비중(2Q22)



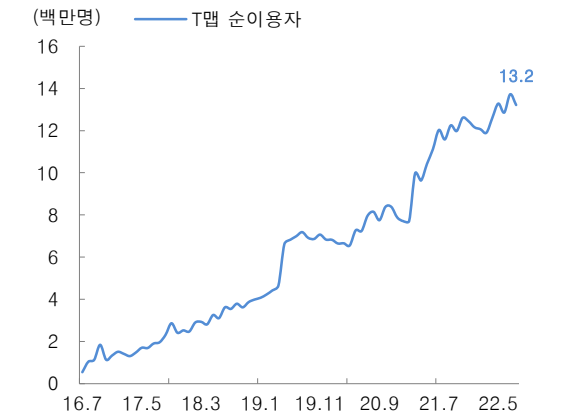
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 950만명(22.8월)



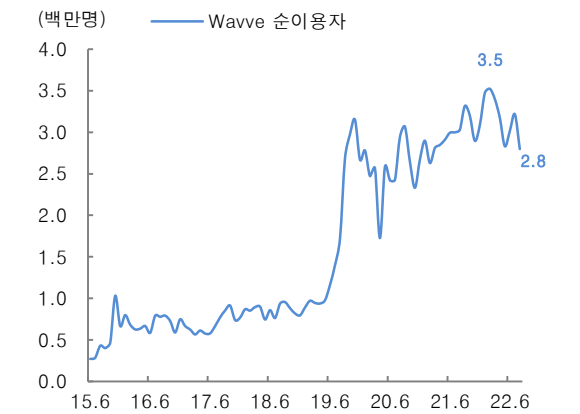
자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center

T맵 순이용자 1,320만명(22.8월)



자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center

WAVE 순이용자 280만명(22.8월)



자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	0	1,146	6,212	6,958	8,378
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	1,146	6,212	6,958	8,378
판매비와관리비	0	727	4,466	5,222	5,915
영업이익	0	420	1,745	1,736	2,462
영업외수익	na	36.6	28.1	24.9	29.4
EBITDA	0	483	1,839	1,858	2,611
영업외손익	0	-54	215	137	152
관계기업손익	0	-4	40	0	0
금융수익	0	20	288	230	240
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-57	-99	-85	-79
외환포함손실	0	2	8	0	0
기타	0	-13	-13	-8	-8
법인세비용차감전순이익	0	366	1,960	1,873	2,615
법인세비용	0	-2	-153	-150	-209
계속사업순이익	0	363	1,807	1,723	2,406
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	363	1,807	1,723	2,406
당기순이익률	na	31.7	29.1	24.8	28.7
비재계분순이익	0	-12	69	52	72
재계분순이익	0	375	1,739	1,671	2,333
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	9	9	9	9
포괄순이익	0	372	1,816	1,732	2,414
비재계분포괄이익	0	-23	69	52	72
재계분포괄이익	0	395	1,747	1,680	2,342

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	0	16,134	12,289	11,814	16,494
PER	-	4.1	3.3	3.5	2.5
BPS	0	716,422	130,057	141,872	157,766
PBR	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	-	20,774	13,000	13,135	18,453
EV/EBITDA	0.0	21.5	3.4	2.7	1.3
SPS	0	49,298	43,908	49,182	59,219
PSR	0.0	1.3	0.9	0.8	0.7
CFPS	0	2,809	12,217	11,761	17,150
DPS	0	0	0	600	830

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증감률	na	na	441.8	12.0	20.4
영업이익 증감률	na	na	315.7	-0.5	41.9
순이익 증감률	na	na	397.6	-4.7	39.6
수익성					
ROIC	0.0	23.5	38.7	32.2	42.0
ROA	0.0	3.7	7.2	6.6	8.7
ROE	0.0	4.5	9.9	8.7	11.0
안정성					
부채비율	0.0	34.3	37.2	33.6	30.3
순차입금비율	0.0	4.8	2.0	-3.9	-10.6
이자보상비율	0.0	34.4	23.9	24.9	37.2

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	0	2,967	5,474	6,696	8,606
현금및현금성자산	0	642	1,183	2,082	3,413
매출채권 및 기타채권	0	1,151	2,979	3,248	3,761
재고자산	0	37	201	225	271
기타유동자산	0	1,136	1,111	1,141	1,161
비유동자산	0	19,672	20,040	20,369	20,723
유형자산	0	805	1,063	1,293	1,496
관계기업투자금	0	14,837	14,947	15,047	15,197
기타비유동자산	0	4,030	4,030	4,030	4,030
자산총계	0	22,639	25,514	27,065	29,329
유동부채	0	2,517	3,654	3,764	4,009
매입채무 및 기타채무	0	2,162	3,179	3,329	3,614
차입금	0	121	121	101	81
유동상채무	0	30	150	150	150
기타유동부채	0	204	204	184	164
비유동부채	0	3,266	3,266	3,036	2,806
차입금	0	1,969	1,969	1,819	1,669
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1,297	1,297	1,217	1,137
부채총계	0	5,784	6,920	6,800	6,815
자본계분	0	16,660	18,399	20,070	22,319
자본금	0	14	14	14	14
자본잉여금	0	6,912	6,912	6,912	6,912
이익잉여금	0	369	2,107	3,779	6,027
기타자본변동	0	9,365	9,365	9,365	9,365
비자본계분	0	195	195	195	195
자본총계	0	16,855	18,594	20,265	22,514
순차입금	0	809	378	-790	-2,381

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	0	103	596	1,371	1,949
당기순이익	0	363	1,807	1,723	2,406
비현금항목의 가감	0	-298	-79	-59	21
감가상각비	0	63	94	123	148
외환손익	0	1	1	0	0
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	0	-362	-174	-182	-128
자산부채의 증감	0	36	-927	-96	-226
기타현금흐름	0	2	-205	-197	-251
투자활동 현금흐름	0	-143	-508	-518	-558
투자자산	0	-8	-110	-100	-150
유형자산					0
기타	0	-83	-46	-66	-56
재무활동 현금흐름	0	55	-6815	-7,105	-7,190
단기차입금	0	72	0	-20	-20
사채	0	0	0	-50	-50
장기차입금	0	0	0	-100	-100
유상증자	0	6,926	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-85
기타	0	-6,944	-6,815	-6,935	-6,935
현금의 증감	0	16	541	898	1,331
기초 현금	0	0	642	1,183	2,082
기말 현금	0	16	1,183	2,082	3,413
NOPLAT	0	417	1,609	1,597	2,265
FCF	0	410	1,351	1,367	2,061

[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&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK스퀘어(402340) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	22.09.21
투자의견	Buy
목표주가	58,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220917)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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