

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sksec.kr

02-3773-8812

Company Data

자본금	141 억원
발행주식수	14,147 만주
자사주	9 만주
액면가	100 원
시가총액	49,231 억원
주요주주	
SK(와10)	30.03%
국민연금공단	6.59%
외국인지분률	42.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(23/01/09)	34,800 원
KOSPI	2,350.19 pt
52주 Beta	1.43
52주 최고가	62,900 원
52주 최저가	32,000 원
60일 평균 거래대금	124 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.5%	-0.2%
6개월	-10.6%	-10.5%
12개월	-44.8%	-29.6%

SK 스캐어 (402340/KS | 매수(신규편입) | T.P 50,000 원(신규편입))

필요한 건 용기와 인내

- SK 스캐어의 NAV 대비 할인율은 70%로 국내 지주회사 중 가장 높음
- 높은 할인율의 이유는 SK 하이닉스의 불확실성 및 SK와의 합병 가능성 때문
- SK 하이닉스에 대한 높은 의존도 및 불확실한 전망은 이미 상장 이후 충분히 기반영
- SK와의 합병에 대한 불확실성은 올해 3월 이후 SK의 자기주식 소각으로 해소될 전망
- 기존 지주회사 대비 보수적 밸류에이션 적용해도 현 주가 대비 상승여력은 40% 이상

국내 지주회사 중 가장 높은 NAV 대비 할인율 적용 중

SK 스캐어는 SK 하이닉스의 최대주주이자 11 번가, SK 샵터스, 윈스토어 등의 최대주주인 중간지주회사이다. SK 텔레콤이 인적분할하여 2021년 11월 상장하였다. SK 스캐어 현 주가는 NAV 대비 할인율이 70%이다. 이는 국내 상장 지주회사 내에서 가장 높다. SK 스캐어의 할인율이 높은 이유는 1) SK 하이닉스에 대한 불확실한 전망과 2) SK와의 합병 가능성에 대한 우려가 주요 원인이다.

과도한 밸류에이션 할인이 해소될 시점

2023년엔 SK 스캐어에 대한 과도한 할인을 해소가 가능할 전망이다. 상장 이후 SK 스캐어 주가는 지주회사임에도 불구하고 SK 하이닉스 주가하락 폭 대비 컸기 때문에 불확실한 SK 하이닉스 전망을 상당부분 선반영했다. 또한 지난해 SK가 취득한 자기주식이 소각된다면 SK와의 합병가능성이 현저하게 낮아지게 되어 SK 스캐어가 과도하게 적용받던 밸류에이션 할인이 정상화될 것으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 50,000 원(신규편입)

SK 스캐어에 대해 투자의견 매수를 제시한다. 타 지주사 대비 밸류에이션 매력은 높음에, 점차 밸류에이션 할인 요인이 축소가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 밸류에이션 매력이 높아 주가 하락리스크는 제한적이며, 2022년 회계연도에 대한 주주환원도 시작될 것으로 예상된다. 목표주가는 50,000 원을 제시한다. 목표주가는 Sum of the parts 방식으로 산정했는데, SK 증권에서 지주회사 목표주가 산정 시 적용하는 Target NAV 대비 할인율 50% 대비 20% 추가 할인한 60%를 적용했음에도 불구하고 현 주가 대비 40% 이상의 상승여력이 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원			11,464	49,430	39,553	64,614
yoy	%			0.0	331.2	-20.0	63.4
영업이익	억원			4,198	7,485	-6,101	13,519
yoy	%			0.0	78.3	적전	흑전
EBITDA	억원			4,831	10,275	-3,600	15,154
세전이익	억원			3,655	9,279	-4,736	15,035
순이익(지배주주)	억원			3,752	7,732	-4,499	13,044
영업이익률%	%			36.6	15.1	-15.4	20.9
EBITDA%	%			42.1	20.8	-9.1	23.5
순이익률	%			31.7	16.7	-10.6	20.7
EPS(계속사업)	원			2,652	5,465	-3,180	9,221
PER	배			25.0	6.4	N/A	3.8
PBR	배			0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배			21.8	5.4	-13.1	1.3
ROE	%			2.3	4.5	-2.6	7.2
순차입금	억원			8,094	2,999	-4,067	-29,739
부채비율	%			34.3	33.3	43.5	51.9

Contents

밸류에이션 및 실적전망	3
필요한 건 용기와 인내	7
주요 자회사 현황 및 전망	11
1. 11 번가	
2. SK 실더스	
3. 원스토어	
4. 콘텐츠웨이브	
5. SK 하이닉스	
6. 기타 자회사	

밸류에이션 및 실적전망

투자의견 매수, 목표주가 50,000 원

투자의견 매수

- 1) 높은 밸류에이션 매력
- 2) 비상장 자회사 실적개선
- 3) 23 년은 주주환원의 원년

Target NAV 할인율 60% 적용
 목표주가: 50,000 원

SK 스쿼어에 대한 투자의견 매수를 제시한다. ① 현 주가는 NAV 대비 할인율이 타 지주회사 대비 과도하며, ② 주요 비상장 자회사의 실적이 점진적으로 개선될 것으로 예상하고, ③ 2022 년 재무제표 확정으로 2023 년 자기주식 취득, 배당지급 등 주주환원 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

SK 스쿼어에 대한 목표주가는 50,000 원으로 제시한다. 목표주가 산정에 비상장 자회사의 경우 외부투자 유치 이력이 있는 자회사는 외부에서 인정받은 기업가치를 인용했으며, Target NAV 대비 할인율은 SK 증권이 지주회사에 일관하여 적용하고 있는 50% 대비 20% 할증한 60%를 적용하였다.

SK 스쿼어 목표주가 산정

(단위: 억원, 천주, 원)

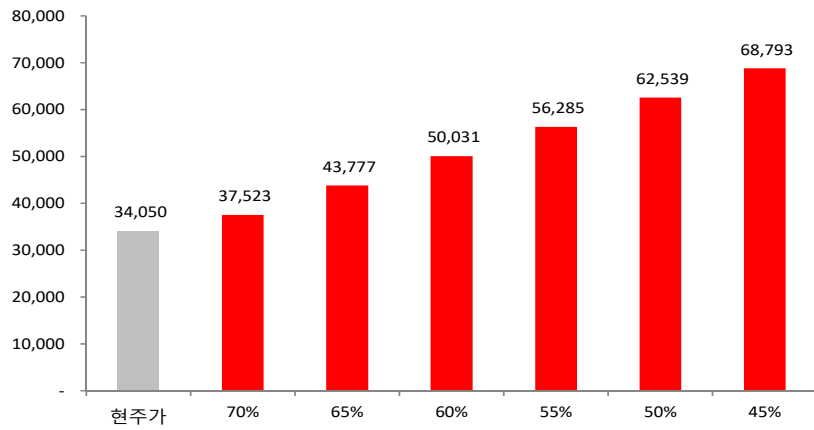
구분	지분율	장부가액 (억원)	시가총액 (억원)	NAV (억원)	비고
(1)상장사					
SK하이닉스	20.1%	33,747	604,970	121,599	시가총액 X 지분율
드림어스컴퍼니	41.8%	1,568	1,558	651	시가총액 X 지분율
인크로스	34.6%	537	1,856	642	시가총액 X 지분율
SK스쿼어	0.1%		48,170	41	시가총액 X 지분율
(2)비상장사					
원스토어	48.4%	822		4,211	유상증자 당시(21.06.17) 가치
11번가	80.3%	10,494		10,494	장부가액
티맵모빌리티	66.3%	3,176		14,577	유상증자 당시(22.08.22) 가치
콘텐츠웨이브	37.5%	1,909		3,955	유상증자 당시(21.03.29) 가치
SK실더스	63.1%	7,856		7,856	장부가액
FSK L&S	60.0%	178		178	장부가액
SK플래닛	98.7%	4,048		4,048	장부가액
기타		7,947		6,916	장부가액
지분가치 합계		71,251		175,168	
별도기준 순차입금				-1,775	3Q22 별도 기준
SK스쿼어 NAV				176,944	
Target NAV 대비 할인율				60.0%	
목표 시가총액				70,778	
발행주식 수(천주)				141,468	
적정주가(원)				50,031	
목표주가(원)				50,000	

자료: SK 증권

SK 스퀘어 현 주가는
현저한 저평가 상태

Target NAV 대비 할인을 적용에 따른 SK 스퀘어 적정주가

(단위: 원)



자료: SK 증권

주: 원스토어, 티맵모빌리티, 콘텐츠웨이브는 외부투자유치 당시 기업가치 적용

실적전망

SK 하이닉스 실적부진에 따른

SK 스퀘어 실적 부진 전망

지주부문 제외 시 2023년 영업이익
턴어라운드 전망단기실적이 지주회사 주가를
견인하는 중요한 요소는 아님

SK 스퀘어 4Q22 실적은 부진할 것으로 예상된다. 지분법으로 인식하는 SK 하이닉스 실적이 부진할 것으로 예상되기 때문이다. 컨센서스 기준 SK 하이닉스 4분기 순이익은 -1.4조원대까지 하락한 상태이다. 이에 SK 스퀘어 4Q22 실적은 매출액 8,493억원, 영업이익 -3,104억원으로 영업이익 적자전환이 예상된다. 2022년 연간 매출액은 4조 9,430억원, 영업이익 7,485억원으로 예상된다. 최근 반도체 업황에 대한 불확실성에 따라 SK 하이닉스의 2023년 실적 하향을 반영하여 SK 스퀘어의 2023년 영업이익은 적자가 예상된다. 다만 SK 하이닉스 지분법 이익이 포함된 지주사업을 제외한 영업이익은 2022년 -893억원에서 2023년 957억원으로 턴어라운드가 예상된다. 또한 SK 스퀘어와 같이 자체사업을 보유하지 않은 순수 지주회사의 경우 주가와 영업이익과의 연관성은 낮은 것으로 보인다.

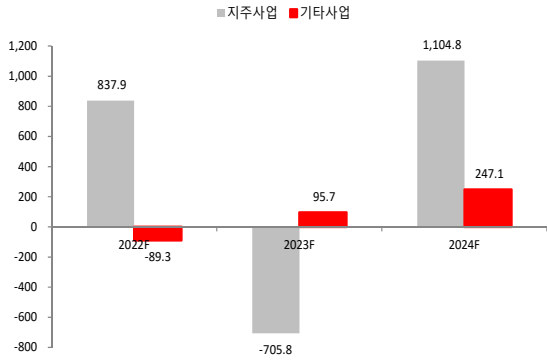
SK 스퀘어 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	2024F
매출액	1,321.1	1,529.0	1,243.6	849.3	851.0	883.5	1,007.1	1,213.8	4,943.0	3,955.3	6,461.4
지주사업	399.2	578.7	210.2	-290.1	-203.2	-226.0	-163.2	-90.8	897.9	-683.3	1,149.8
보안사업	399.8	437.6	453.1	492.6	454.6	499.7	512.4	568.0	1,783.1	2,034.7	2,323.1
커머스사업	140.0	141.8	189.9	182.3	148.1	150.7	202.6	194.9	653.9	696.4	742.4
플랫폼사업	156.3	116.2	133.1	143.8	127.9	131.1	139.5	150.4	549.3	549.0	590.7
원스토어	56.8	52.0	58.3	61.5	62.7	63.1	61.6	65.7	228.6	253.2	271.3
SK플래닛	60.4	64.2	74.8	82.3	65.3	68.0	77.9	84.7	281.7	295.9	319.4
기타사업	241.3	264.7	266.0	331.3	336.5	339.8	328.8	404.9	1,103.3	1,410.0	1,708.7
FSK L&S	132.8	133.0	114.1	167.7	179.1	172.2	144.3	209.2	547.6	704.8	877.4
인크로스	9.3	12.6	13.9	16.8	11.2	13.9	15.1	18.1	52.7	58.3	63.0
티맵모빌리티	36.3	45.1	58.4	68.6	69.3	74.2	84.3	94.4	208.4	322.2	415.3
드림어스컴퍼니	58.2	67.9	73.9	73.2	70.6	73.6	79.3	77.1	273.2	300.6	322.9
기타	4.7	6.1	5.3	4.9	6.2	5.9	5.9	6.1	21.0	24.1	30.1
영업비용	940.9	1,019.7	1,074.2	1,159.6	1,047.9	1,099.0	1,142.9	1,275.6	4,194.5	4,565.4	5,109.5
영업이익	380.2	509.3	169.4	-310.4	-197.0	-215.5	-135.9	-61.7	748.5	-610.1	1,351.9
지주사업	384.2	559.0	192.5	-297.8	-208.6	-230.5	-170.9	-95.8	837.9	-705.8	1,104.8
보안사업	32.1	29.5	39.5	39.9	35.5	38.0	44.1	47.7	141.0	165.2	196.4
커머스사업	-24.8	-45.0	-36.4	-34.5	-8.6	-13.0	-6.9	-20.3	-140.6	-48.7	3.8
플랫폼사업	5.0	-15.9	-4.0	3.5	3.6	4.1	4.0	5.0	-11.5	16.7	21.0
기타사업	-17.2	-18.5	-22.2	-21.9	-19.2	-14.6	-6.9	1.2	-79.7	-39.5	23.7
영업이익률	28.8%	33.3%	13.6%	-36.5%	-23.1%	-24.4%	-13.5%	-5.1%	15.1%	-15.4%	20.9%

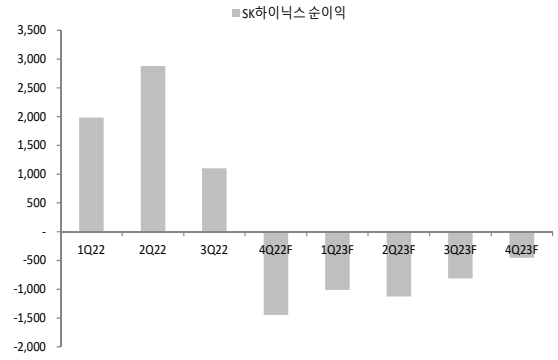
자료: SK 스퀘어, SK 증권

SK 스퀘어 부문별 영업이익 전망 (단위: 십억원)



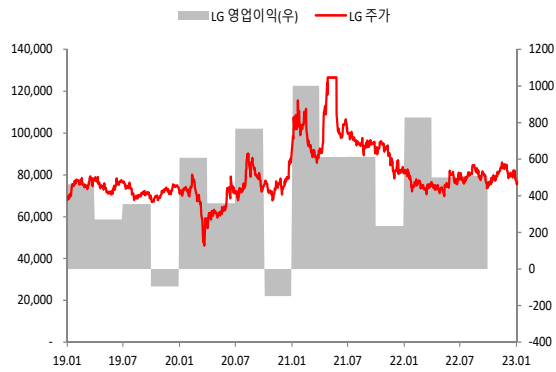
자료: SK 스퀘어, SK 증권

SK 하이닉스 순이익은 4Q23 까지 적자 전망 (단위: 십억원)



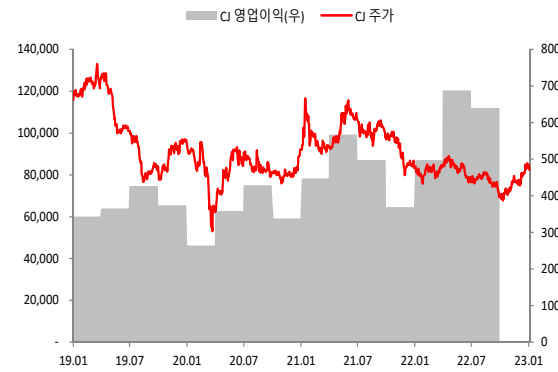
자료: FnGuide 컨센서스

LG 주가와 영업이익 (단위: 원 십억원)



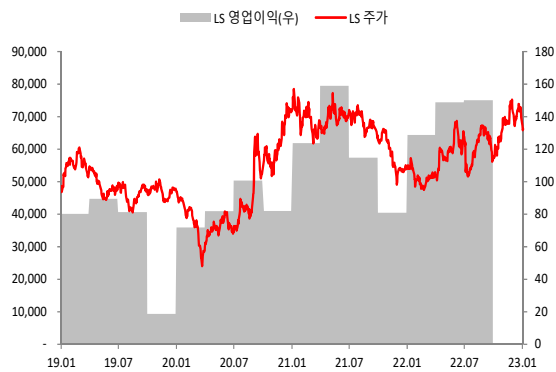
자료: LG, SK 증권

CJ 주가와 영업이익 (단위: 원 십억원)



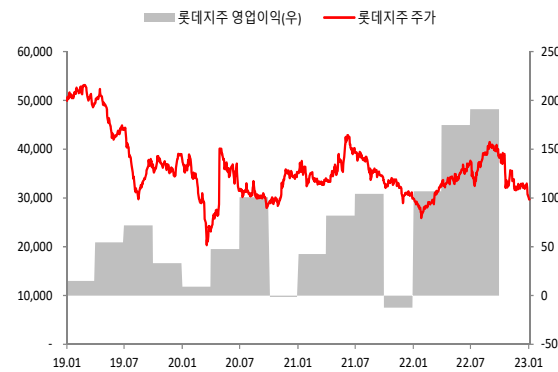
자료: CJ, SK 증권

LS 주가와 영업이익 (단위: 원 십억원)



자료: LS, SK 증권

롯데지주 주가와 영업이익 (단위: 원 십억원)



자료: 롯데지주, SK 증권

필요한 건 용기와 인내

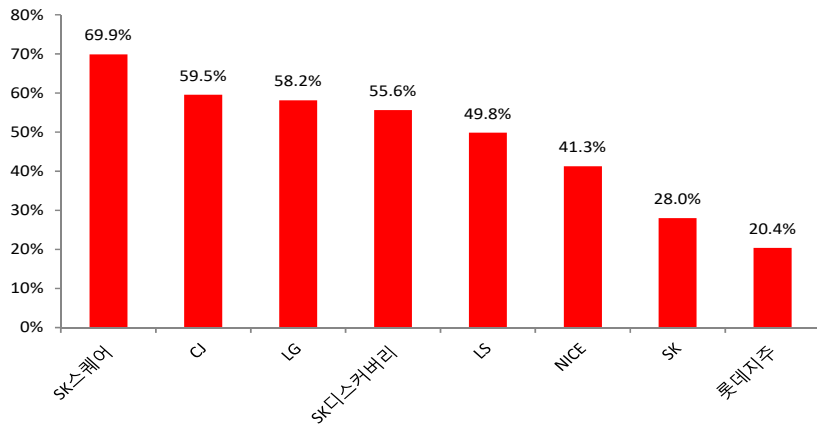
현저한 저평가 상태

NAV 대비 할인율만 정상화되어도
충분한 주가 상승여력

SK 스퀘어의 현 주가는 현저한 저평가 상태이다. SK 스퀘어의 NAV 대비 할인율은 비상장 자회사의 가치를 장부가치로 적용해도 70%에 달한다. 동일한 기준으로 국내 지주회사에 적용했을 경우 SK 스퀘어의 주가는 가장 높은 할인을 적용 받고 있다. 만약 SK 스퀘어에 적용되는 NAV 대비 할인율이 타 지주회사 수준으로 정상화되는 것만으로도 SK 스퀘어의 주가 상승여력은 충분하다.

SK 스퀘어의 NAV 대비 할인율은
국내 지주회사 중 가장 높음

국내 주요 지주회사 NAV 대비 할인율 현황

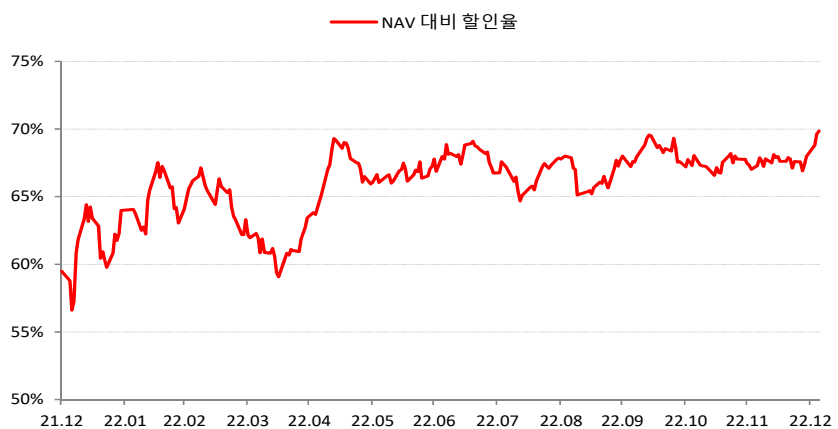


자료: SK 증권

주: 비상장자회사 가치는 일괄 장부가치 적용(2023.01.04 종가 기준)

최근 SK 스퀘어의 NAV 대비
할인율은 상장 이후 최고치
수준까지 상승

SK 스퀘어 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

비상장자회사를 모두 장부가치로
계산해도 현주가의 NAV 대비
할인율은 70%

SK 스퀘어 NAV 대비 할인율

구분	지분율	장부가액 (억원)	시가총액 (억원)	NAV (억원)
(1)상장사				
SK하이닉스	20.1%	33,747	551,098	110,771
드림어스컴퍼니	41.8%	1,568	1,530	639
인크로스	34.6%	537	1,837	635
SK스퀘어	0.1%		46,543	39
(2)비상장사				
원스토어	48.4%	822		822
11번가	80.3%	10,494		10,494
티맵모빌리티	66.3%	3,176		3,176
콘텐츠웨이브	37.5%	1,909		1,909
SK실더스	63.1%	7,856		7,856
FSK L&S	60.0%	178		178
SK플래닛	98.7%	4,048		4,048
기타		7,947		7,947
지분가치 합계		71,251		155,240
SK스퀘어 별도기준 순차입금				-1,775
SK스퀘어 NAV				157,016
SK스퀘어 시가총액				47,321
현주가 NAV 대비 할인율				69.9%

자료 SK 증권

주 1: 비상장 자회사 가치는 일괄하여 장부가 적용

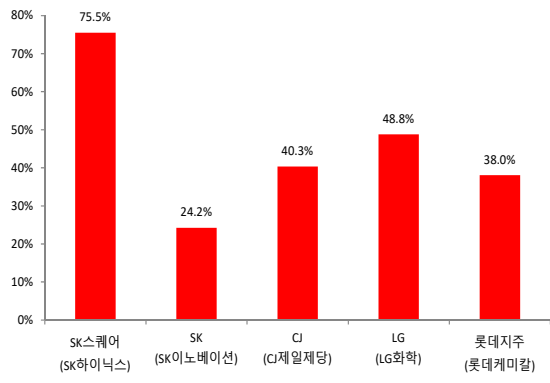
주 2: 목표주가 산정 시 원스토어, 티맵모빌리티, 콘텐츠웨이브는 외부투자유치 당시 기업가치 적용

SK 하이닉스에 대한 불확실성

23년 반도체 경기 우려는
SK 스퀘어 주가에 부담요인이거나,
이미 상당부분 SK 스퀘어 주가에
반영된 것으로 판단

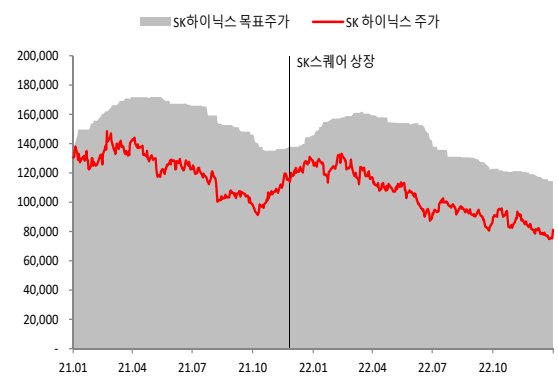
SK 스퀘어의 NAV 중 SK 하이닉스가 차지하는 비중은 75.5%이다. 이는 타 지주회사와 비교해도 매우 높은 수준이다. SK 하이닉스에 대한 NAV 의존도가 높기 때문에 SK 하이닉스 주가가 부진할 경우 SK 스퀘어 주가 부진은 불가피하다. 최근 반도체 경기에 대한 우려로 SK 하이닉스 실적추정치 및 목표주가가 하향 조정되고 있다. 하지만 SK 스퀘어 상장 이후 SK 하이닉스 주가상승은 SK 스퀘어 주가에 반영되지 못했다. 2023년 반도체 경기에 대한 우려가 여전한 점은 SK 스퀘어 주가에 부담요인이 되겠지만, SK 스퀘어 주가는 이미 2022년 이를 상당부분 반영한 것으로 판단한다.

국내 주요 지주회사의 NAV 중 비중이 가장 높은 자회사



자료: SK 증권
주: 비상장자회사 가치는 장부가로 계산

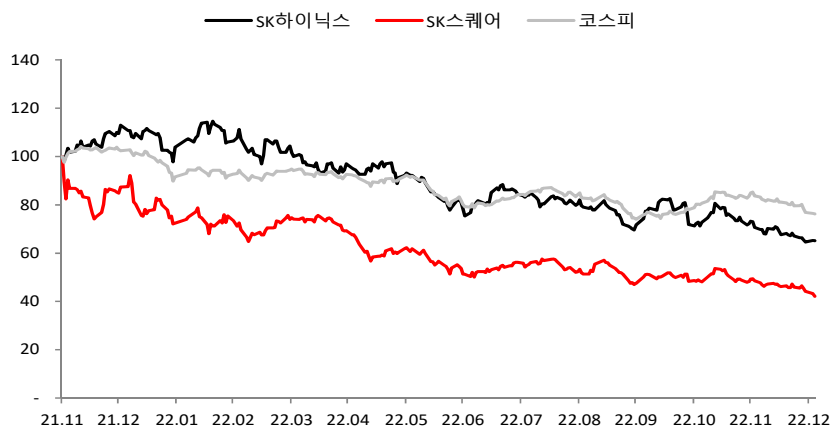
SK 하이닉스 주가와 목표주가 컨센서스 추이 (단위: 원)



자료: FnGuide

SK 스퀘어는 지주회사임에도
불구하고 SK 하이닉스 주가 하락 폭
대비 낙폭 과대
→ SK 하이닉스의 불확실성 선반영

SK 스퀘어 상장 이후 SK 스퀘어 SK 하이닉스, 코스피 상대주가 추이



자료: SK 증권

SK 스퀘어 주가상승 트리거

SK의 자기주식 소각

- SK 스퀘어와의 합병 가능성 축소
- SK 스퀘어 밸류에이션 정상화

SK 하이닉스 업황 우려보다는

- 밸류에이션 정상화에 따른 주가상승
- 가능성에 주목할 시기

SK 스퀘어는 SK 텔레콤으로부터 인적분할 이후 SK와의 합병 가능성이 꾸준히 제기되었다. 지주회사 내에서 손자회사인 SK 하이닉스를 자회사로 올리기 위해서이다. 경영진의 부인에도 불구하고 여전히 SK와의 합병 가능성이 제기되며, 그 동안 주가에 부정적 요인으로 작용하였다.

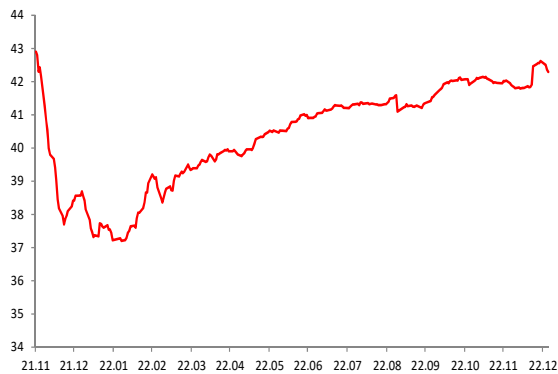
지난해 SK는 증기 주주환원 정책을 발표하면서 2025년까지 매년 시가총액의 1% 규모의 자기주식 취득과 소각을 발표한 바 있다. SK는 2023년 3월 2일까지 2,000억 원 규모의 자기주식을 취득예정이었으나, 이미 지난해 취득이 완료된 것으로 보인다. 이번 취득한 자기주식은 소각 예정인데, SK의 자기주식은 SK와 SK 스퀘어가 합병 과정에서 SK 신주발행 규모를 축소할 수 있기 때문에 SK의 자기주식 소각은 SK 스퀘어 주가 상승의 트리거가 될 수 있다고 판단한다. 합병에 대한 우려가 사라질 경우 SK 스퀘어에 과도하게 적용된 할인율이 축소되면서 SK 스퀘어 주가 상승을 견인할 것이다. 현 시점은 SK 하이닉스 업황에 대한 우려보다는 SK 스퀘어 밸류에이션 정상화를 통한 주가 상승을 기대할 수 있는 시기이다.

2023년 본격화될 주주환원

또한 2022년 재무제표가 확정될 경우 2023년 주주환원이 본격화될 것이다. 분할 전 SK 텔레콤의 주주는 배당 투자자의 비중이 높았기 때문에 SK 스퀘어 분할 상장 이후 주주 손바뀜이 불가피했을 것이다. 하지만 2022년 재무제표 확정 이후 배당가능 이익이 확정되면 SK 스퀘어의 주주환원정책이 확인될 것이다. 자기주식 매입, 배당금 지급 등 다양한 옵션이 검토 중이다.

SK 스퀘어 외국인 지분율 추이

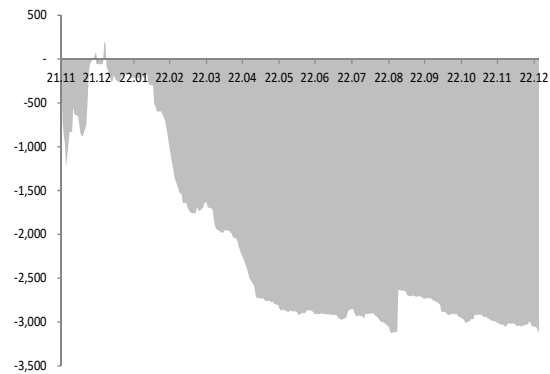
(단위: %)



자료: Quantwise

SK 스퀘어 기관 순매수 금액 추이

(단위: 억원)



자료: Quantwise

주요 자회사 현황 및 전망

1. 11 번가

11 번가 상장시기 미정

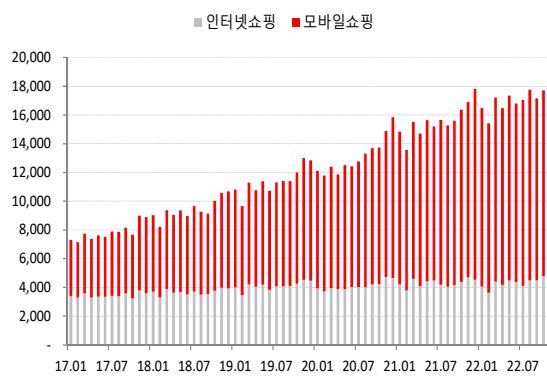
SK 스쿼어는 11 번가 지분 80.3%를 보유하고 있다. 2018 년 SK 플래닛에서 분사하면서 국민연금, 새마을금고, H&Q 코리아 등이 참여한 나일홀딩스에 상환전환우선주를 발행하는 과정에서 기업가치는 2.75 조원으로 인정받은 바 있다. 지난해 8 월 상장을 위해 주관사 선정을 마무리했으나, 최근 컬리가 상장을 연기하는 등 주식시장의 침체가 길어지면서 상장 시기는 확정되지 않았으며, 주식시장의 상황에 따라 유동적으로 결정 될 것으로 보인다.

3Q22 사상최대 매출액 기록 수익성 개선은 지연

커머스 시장의 경쟁이 강화되면서 11 번가의 실적개선은 지연되고 있다. 2019 년 연간 영업이익 흑자전환에 성공했으나, 2021 년 영업적자는 694 억원으로 확대되었다. 하지만 국내 온라인쇼핑 및 해외직접 구매액은 꾸준히 성장하며 이커머스 시장의 성장성은 유효하다. 11 번가는 아마존 글로벌스토어(2021 년 8 월 론칭, 11 번가 회원의 경우 28,000 원 이상 시 무료배송, 우주패스 가입 시 구매금액과 상관없이 무료배송 혜택을 제공) 론칭과 SK 텔레콤 T 우주를 통해 차별화된 서비스를 제공하고 있으며, 익일배송 서비스인 슈팅배송을 통해 3Q22 사상최대 분기매출을 기록하기도 했다. 2023 년 기존 사업에서의 성장이 지속되면서 비용 효율화를 통해 영업적자 규모는 축소될 것으로 예상된다.

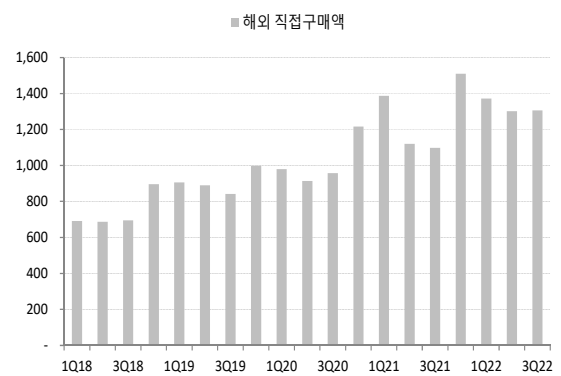
2023 년 영업적자 규모 축소 전망

국내 온라인쇼핑 거래액 추이 (단위: 십억원)



자료: 통계청

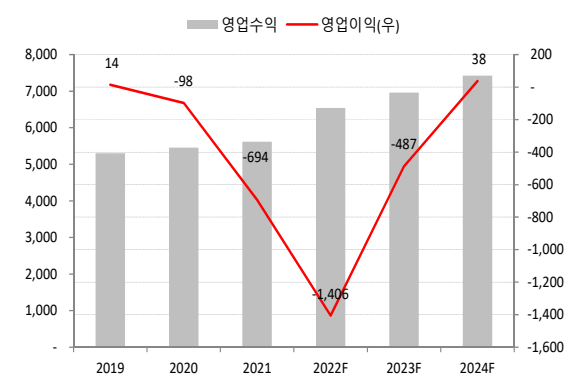
해외 직접구매액 추이 (단위: 십억원)



자료: 통계청

11 번가 연간 실적 전망

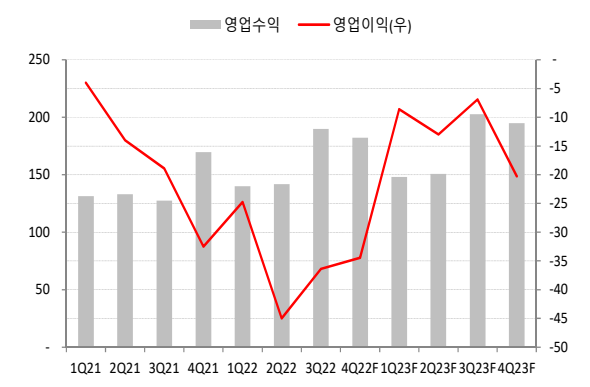
(단위: 억원)



자료: 11 번가, SK 증권

11 번가 분기당 실적 전망

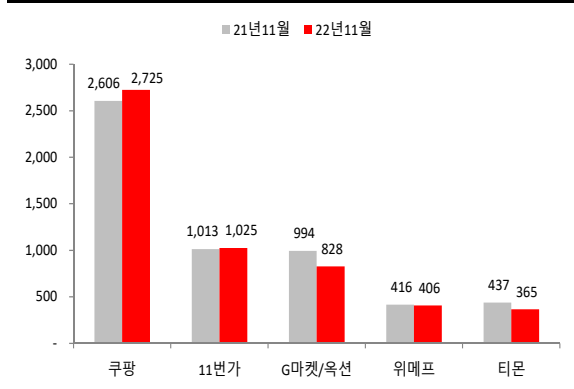
(단위: 억원)



자료: SK 스퀘어, 증권

국내 주요 커머스 플랫폼 MAU

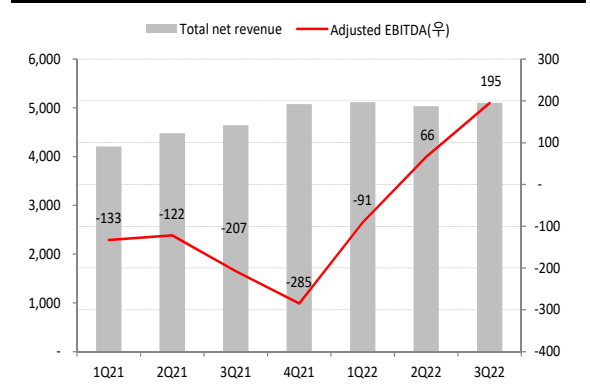
(단위: 만명)



자료: 모바일인덱스

쿠팡 분기별 실적추이

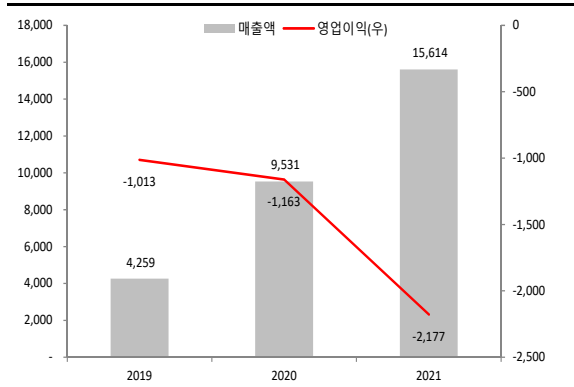
(단위: 백만달러)



자료: 쿠팡

마켓컬리 연간 실적 추이

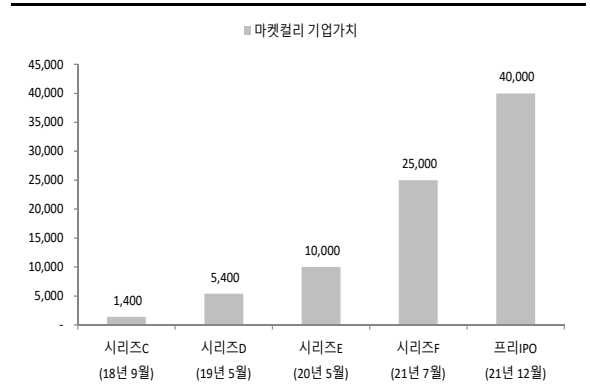
(단위: 억원)



자료: 마켓컬리

마켓컬리 기업가치 변화

(단위: 억원)



자료: 언론보도 종합, SK 증권

2. SK 실더스

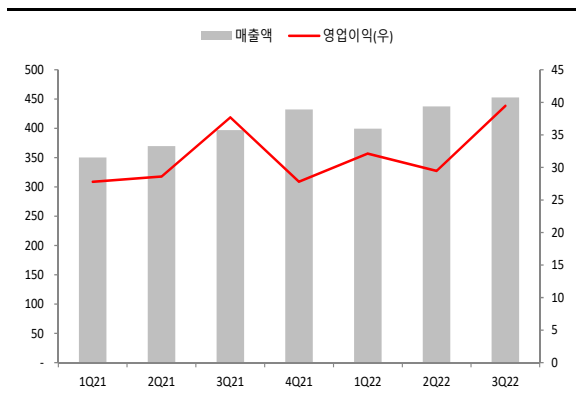
신사업 매출 비중 50% 육박하는 SK 실더스와 에스원 직접비교는 무리

SK 스퀘어는 SK 실더스 지분 63.1%를 보유하고 있다. 나머지 지분은 블루시큐리티인 베스트먼트가 보유하고 있다. 2022 년 상장을 추진했으나, 시장상황이 여의치 않아 상장을 철회한 상태이다. 상장 추진 당시 기업가치는 2.8 조원 ~ 3.5 조원이었다. SK 실더스의 상장 추진 당시 국내 물리보안 1 위 업체인 에스원(당시 시가총액 2 조원 후반)과 비교가 되었다. 하지만 SK 실더스의 물리보안을 제외한 신사업 매출비중이 현재 50%에 근접함에 따라 양사간 직접비교는 무리가 있다는 판단이며, 신사업에서의 높은 성장률과 수익성이 부각될 필요가 있다.

상장철회 후 투자유치 논의 중

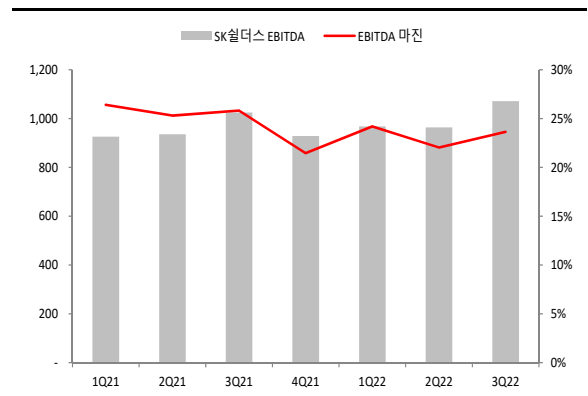
언론 보도에 따르면 SK 실더스는 상장 철회 후 최근 스웨덴 발렌베리그룹 계열 사모펀드로부터 투자금 유치 논의가 진행되고 있는 것으로 알려졌다. 구체적으로 결정된 사항은 없지만 일부 SK 스퀘어 일부 지분 매각도 포함된 것으로 알려졌다.

SK 실더스 분기별 실적 추이 (단위: 십억원)



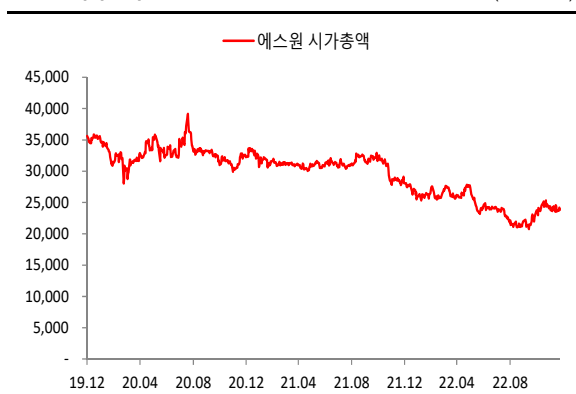
자료: SK 실더스

SK 실더스 분기별 실적 추이 (단위: 억원)



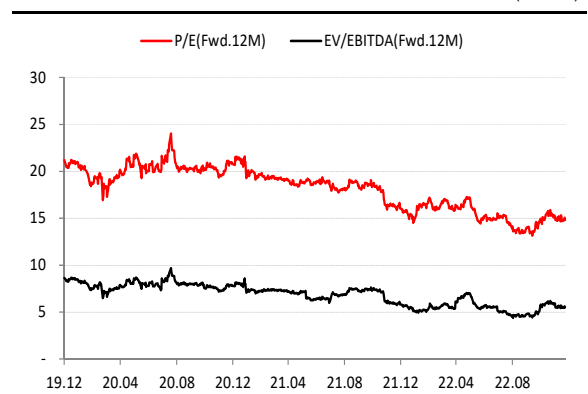
자료: SK 실더스

에스원 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

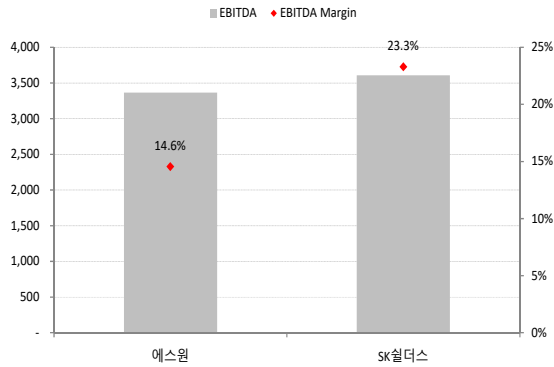
에스원 12MF 멀티플 (단위: 배)



자료: Quantwise

에스원과 SK 실더스 21년 EBITDA

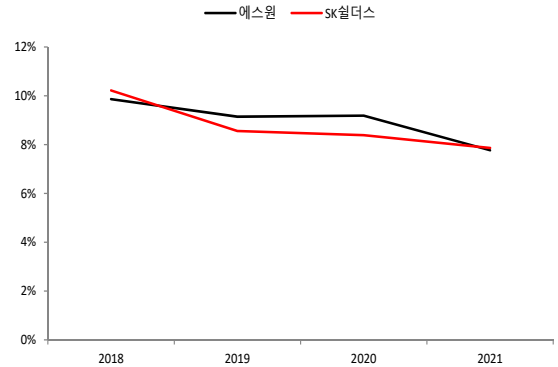
(단위: 억원)



자료: 각 사

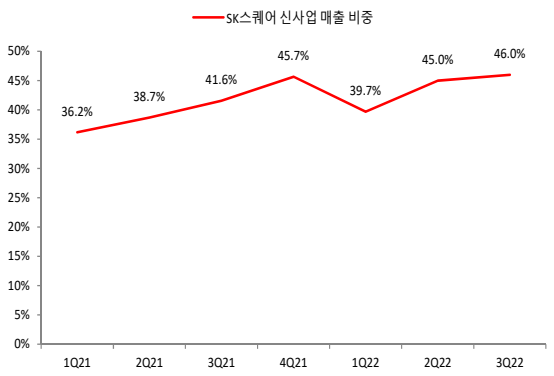
에스원과 SK 실더스 연도별 영업이익률 추이

(단위: 배)



자료: 각 사

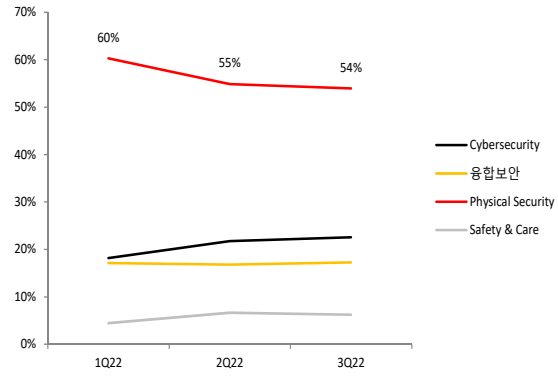
SK 실더스 신사업 매출 비중



자료: SK스퀘어

SK 실더스 부문별 매출액 비중 추이

(단위: 배)

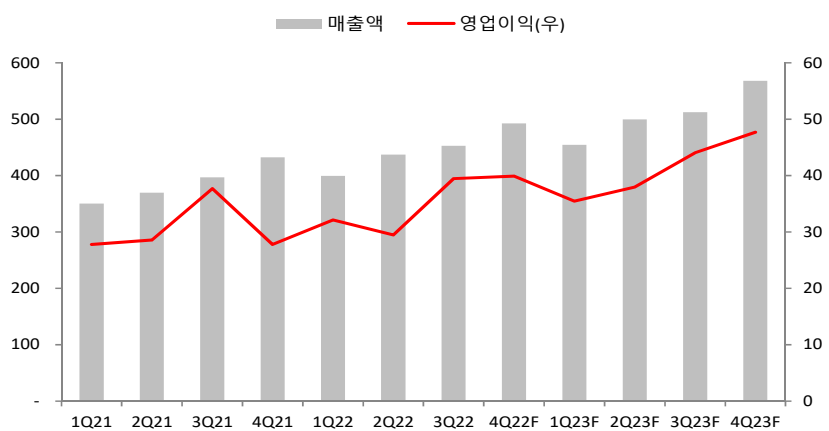


자료: SK실더스

물리보안의 안정적 성장과 융합보안 등 신사업 매출 증가로 SK 실더스의 지속적인 실적개선 전망

SK 실더스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)



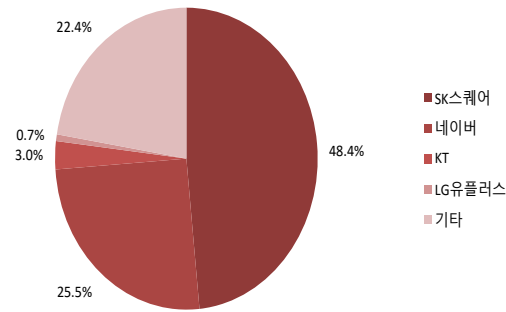
자료: SK스퀘어, SK증권

3. 원스토어

우호적인 업황으로 2023년 턴어라운드 기대

SK스퀘어는 원스토어 지분 48.4%를 보유하고 있다. 그 밖에 네이버, KT, LG유플러스가 주주로 참여하고 있으며, MicroSoft와 도이치텔레콤 캐피탈이 우선주를 보유하고 있다. 2022년 상장을 추진했으나 상장을 철회했으며, 상장 추진 당시 공모가 시가총액 밴드는 9,196억원 ~ 1조 1,180억원이다. 2022년 3분기 누적 순이익 적자는 142억원으로 전년 연간 순이익 적자 73억원을 넘어서며 부진한 실적이 이어졌다. 다만 최근 원스토어 우호적인 영업환경이 조성됨에 따라 2023년 턴어라운드 기대된다.

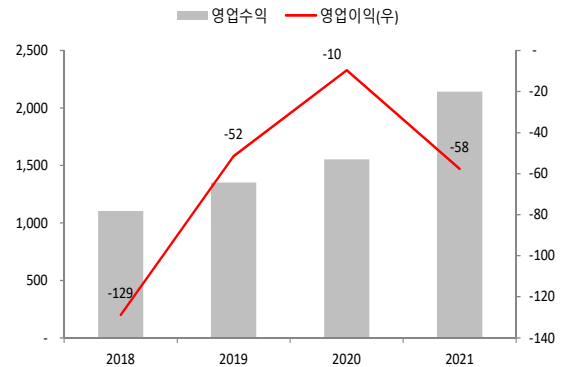
원스토어 주주구성



자료: 원스토어
주: 보통주 기준

원스토어 연간 실적 추이

(단위: 억원)



자료: 원스토어

앱수수료 경쟁력을 바탕으로 원스토어 통한 콘텐츠 소비증가 기대

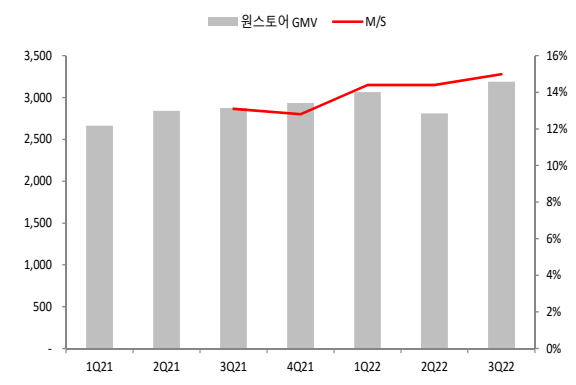
지난해 구글은 게임 이외의 앱 결제수수료를 15%에서 30%로 인상했다. 반면 원스토어는 미디어콘텐츠 앱에 기본 수수료 10%를 적용하고 있다. 이에 국내 최대음원 서비스인 멜론의 경우 지난해 6월 구글에서 모바일 스트리밍클럽의 경우 월 6,900원에서 7,600원으로 인상되었으나, 원스토어에서는 6,900원에 판매되고 있다. 동일상품에 대한 가격에 차이가 생기면서 소비자의 원스토어를 통한 콘텐츠 소비 증대가 기대된다. 멜론뿐 아니라 카카오 등 주요 앱의 원스토어 입점이 가속화되면서 원스토어에 우호적인 영업환경이 조성되고 있다.

중장기적으로 글로벌 시장 기회 확대

최근 보도에 따르면 EU에서 애플의 아이폰에 서드파티 앱스토어 설치가 허용될 것으로 보인다. EU에서 승인된 디지털시장법(23년 5월 시행 예정)에 따르면 일정 기준 이상의 빅테크 기업의 앱마켓에서 제3자 결제방식을 도입해야 하기 때문이다. 원스토어가 추진했던 동남아시아 지역뿐 아니라 EU 지역 진출 가능성도 열리게 된다면 장기적인 성장기회가 될 수 있을 것이다

원스토어 GMV 및 MS 추이

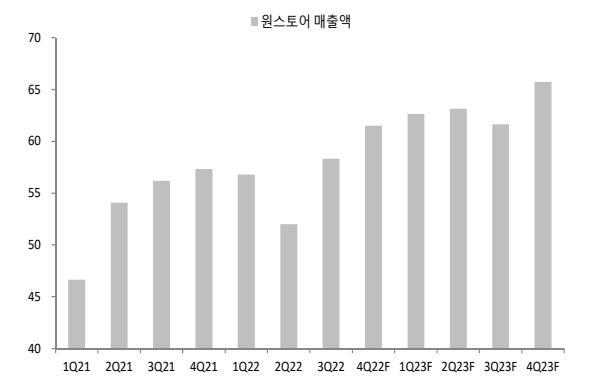
(단위: 억원)



자료: SK 스퀘어

원스토어 매출액 전망

(단위: 십억원)



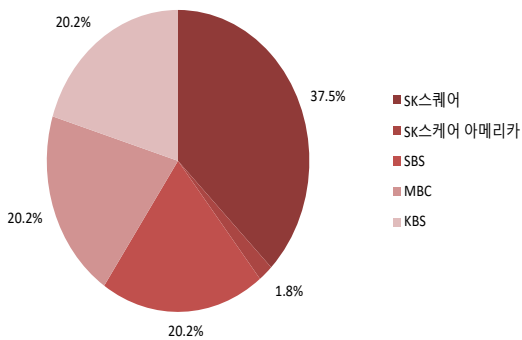
자료: SK 스퀘어, SK 증권

4. 콘텐츠웨이브

최근 웨이브 MAU 소폭 반등

SK 스퀘어는 콘텐츠웨이브 지분 37.5%(전환주 포함)를 보유하고 있다. KBS, MBC, SBS 등 지상파 3사 주요 주주로 참여하고 있다. 웨이브라는 실시간 지상파를 포함하는 OTT 서비스를 제공하고 있다. OTT 간 가입자 유치 경쟁이 격화되면서 콘텐츠 확보를 위한 투자 증가로 2021년 수익성은 악화되었다. 코로나 19 이후 OTT 콘텐츠 소비가 크게 증가했으나, 최근 엔데믹 이후 OTT 이용자 수는 전반적으로 다소 정체국면이다. 다만 최근 웨이브의 월간 이용자수는 소폭 반등에 성공했다.

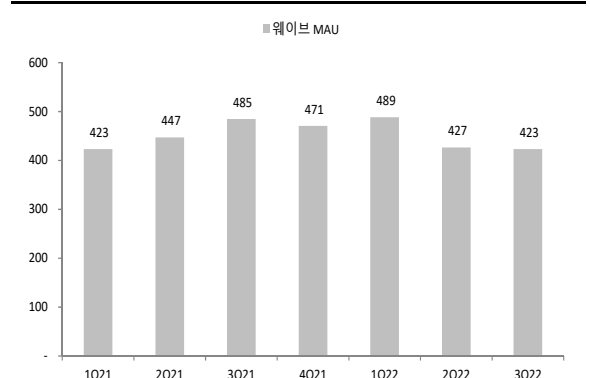
콘텐츠웨이브 주주 구성



자료: 콘텐츠웨이브

엔데믹 이후 MAU 정체 국면

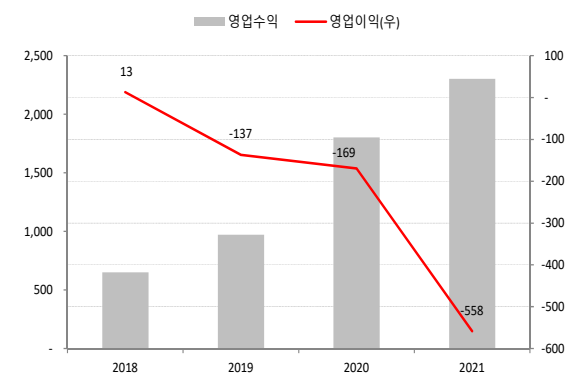
(단위: 만명)



자료: 모바일인덱스

콘텐츠웨이브 적자 폭 확대

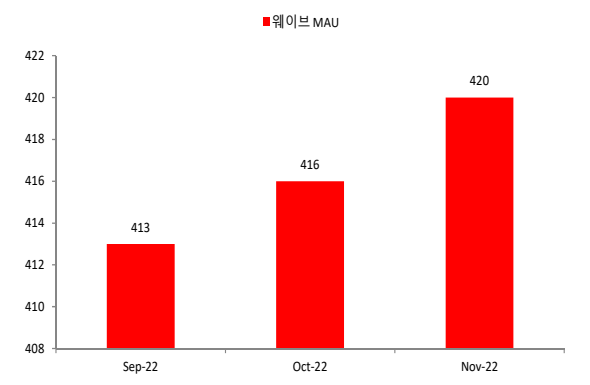
(단위: 억원)



자료: 콘텐츠웨이브

콘텐츠웨이브 MAU 는 최근 반등

(단위: 만명)



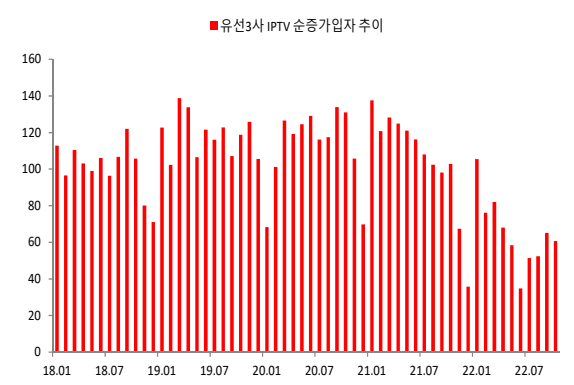
자료: 콘텐츠웨이브

22년 12월 기업가치 1.2조원 인정
티빙과 비교 시 기업가치 상향여지 있음

OTT 경쟁강화에도 불구하고 최근 IPTV 유료방송 순증가입자 정체는 OTT 업체에 기회가 될 전망이다. 특히 유일하게 실시간 지상파 전송이 가능한 OTT 인 웨이브는 IPTV 와 직접적인 경쟁이 가능할 전망이다. 경쟁업체인 티빙의 경우 2022년 2월 외부투자를 통해 기업가치를 2조원으로 인정받았는데, 웨이브는 2022년 12월 유상증자를 통해 1.2조원의 기업가치를 인정받은 바 있어 유사한 MAU를 보유하고 있는 웨이브의 추가적인 기업가치 상향 여지가 충분하다는 판단이다.

유선 3사 IPTV 순증가입자 감소세 확인

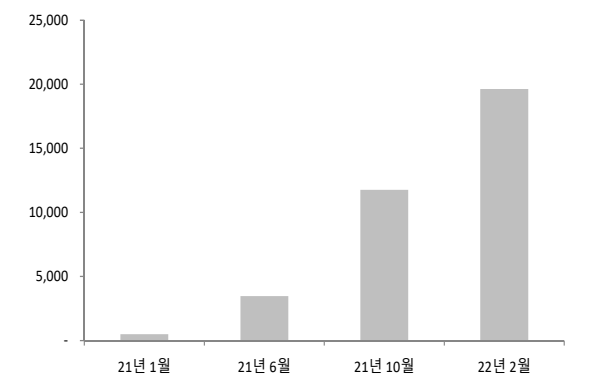
(단위: 천명)



자료: 유선3사(SK브로드밴드, KT, LG유플러스), SK증권

티빙 기업가치 추이

(단위: 억원)



자료: 티빙

5. SK 하이닉스

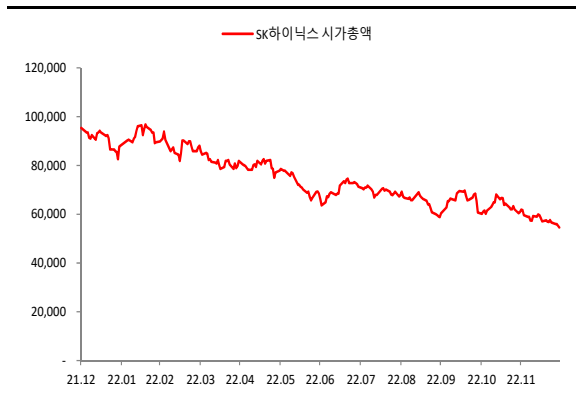
삼성전자의 경우 4Q22 부진한 실적발표에도 주가 반등

SK 하이닉스 불확실성이 SK 스퀘어 주가에 선반영

SK 스퀘어는 SK 하이닉스 지분 20.1%를 보유하고 있다. SK 스퀘어 NAV 의 75% 가량 차지하게 때문에 SK 스퀘어의 주가는 SK 하이닉스와 연동될 가능성이 높다. 2023 년 반도체 업황에 대한 우려가 여전하며, SK 하이닉스 실적 전망치가 하향조정되고 있어 SK 하이닉스 주가 반등 시기는 지연될 가능성이 있다. 하지만 삼성전자가 4Q22 부진한 실적을 발표했음에도 주가는 반등에 성공하였다. 주가 선반영 기대감에 따른 삼성전자 주가반등은 4분기 부진한 실적이 예상되는 SK 하이닉스 주가반등 가능성으로도 이어질 수 있다. 또한 SK 스퀘어 상장 이후 SK 하이닉스 주가 하락 대비 SK 스퀘어 주가 하락 폭이 컸기 때문에 SK 하이닉스의 불확실성이 SK 스퀘어 주가에 상당부분 선반영된 것으로 판단한다. SK 하이닉스는 올해 분기 배당으로 주당 300 원의 배당금과 FCF 의 5%에 해당하는 추가 배당을 예정하고 있는데 SK 스퀘어는 2023 년 연간 2,200 억 원대의 배당 수익이 예상된다.

SK 하이닉스 시가총액 추이

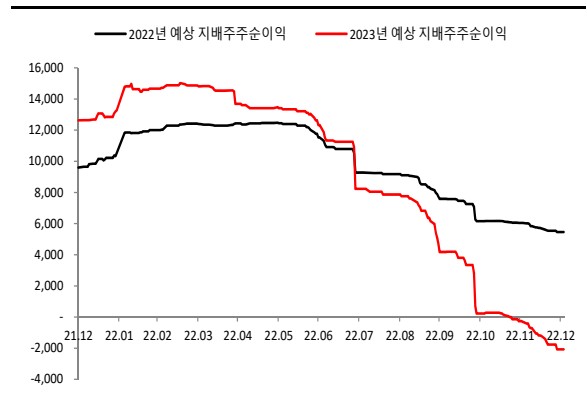
(단위: 십억원)



자료: Quantwise

SK 하이닉스 예상 순이익 하향 조정 중

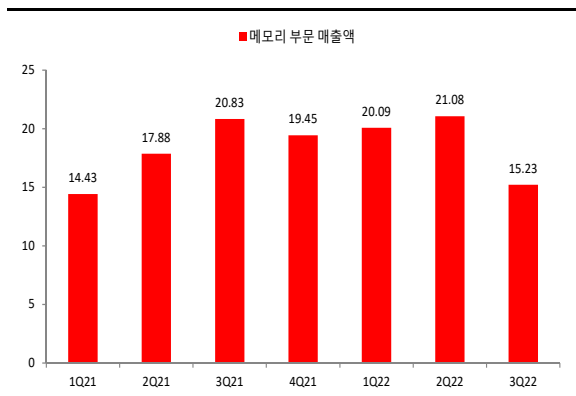
(단위: 십억원)



자료: Quantwise

삼성전자 메모리부문 매출액 추이

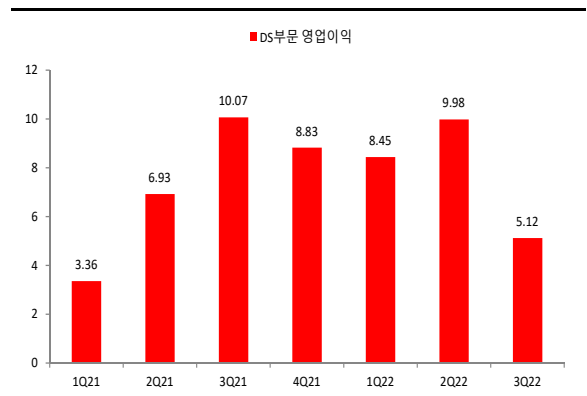
(단위: 조원)



자료: 삼성전자

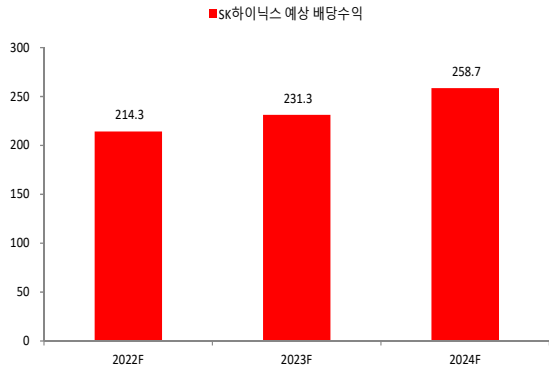
삼성전자 DS 부문 영업이익 추이

(단위: 조원)



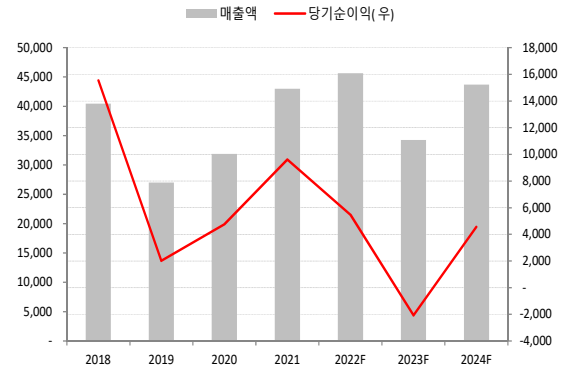
자료: 삼성전자

SK 하이닉스 배당금은 지속적으로 증가할 전망 (단위: 억원)



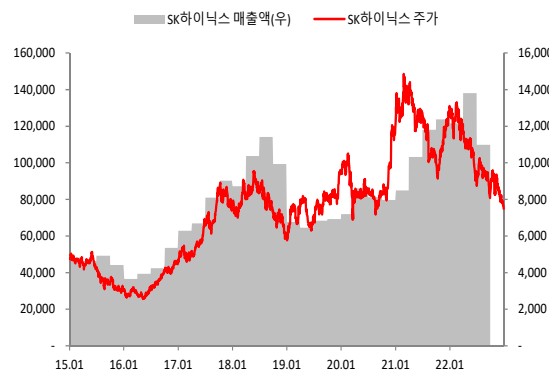
자료: SK 증권

SK 하이닉스 실적은 24년 반등 전망 (단위: 십억원)



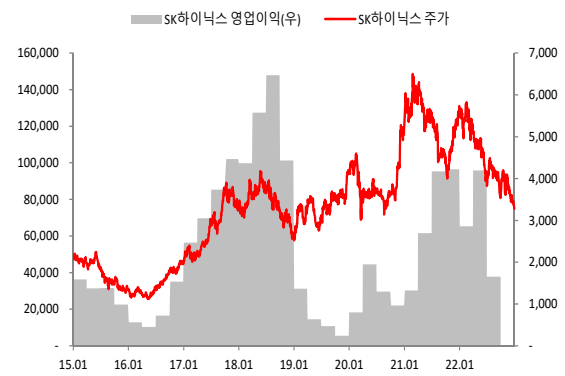
자료: FnGuide

SK 하이닉스 매출액과 주가 추이 (단위: 원 십억원)



자료: FnGuide

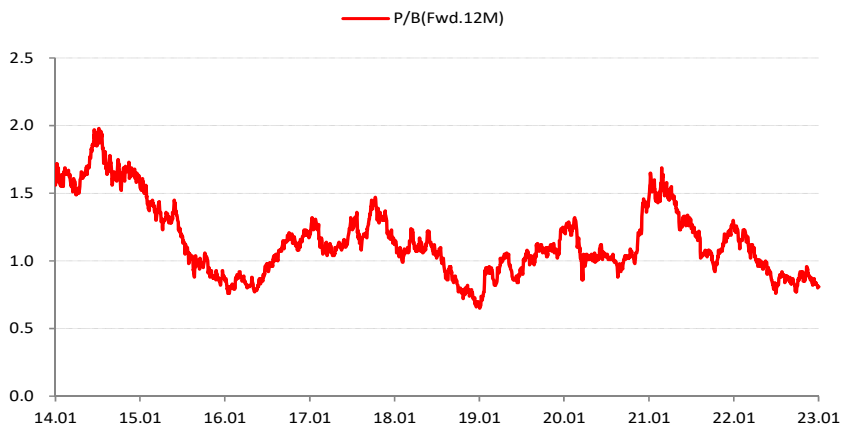
SK 하이닉스 영업이익과 주가 추이 (단위: 원 십억원)



자료: FnGuide

현재 SK 하이닉스 12MF PBR 은 0.8 배로 역사적 최저 수준

SK 하이닉스 12MF PBR 추이 (단위: 배)



자료: Quntwise

6. 기타 자회사

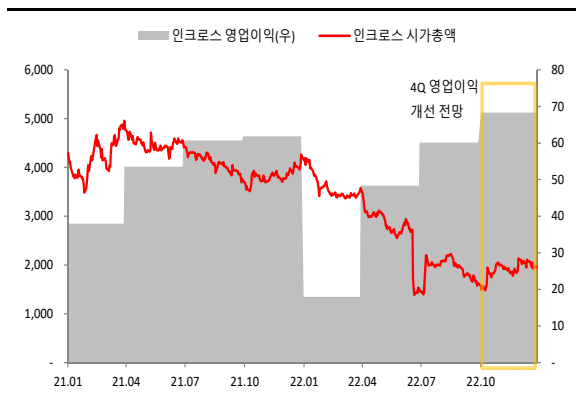
인크로스: 4Q22 양호한 실적전망

드림어스컴퍼니: 탑라인 성장 유효

인크로스는 미디어랩 성수기 효과와 티달 성장세로 4Q22 영업이익은 컨센서스 기준 68 억원으로 예상된다. 이는 전년동기 대비 10.5% 증가한 수치로 양호한 수준이다. 2021 년 높은 기저에 따른 2022 년 영업이익은 소폭 하락 하겠으나, 2023 년엔 반등해 2022 년 영업이익 대비 25.7% 증가할 것으로 예상된다. 드림어스컴퍼니는 오디오 플랫폼으로의 확장에 대한 투자 확대로 수익성이 악화되었다. 다만 3 분기 누적 매출액은 전년동기 대비 12.4% 증가하며 꾸준한 탑라인 성장은 확인되고 있어 2023 년 수익성 개선 가능성이 열려 있는 것으로 판단한다.

인크로스 시가총액 및 영업이익 추이

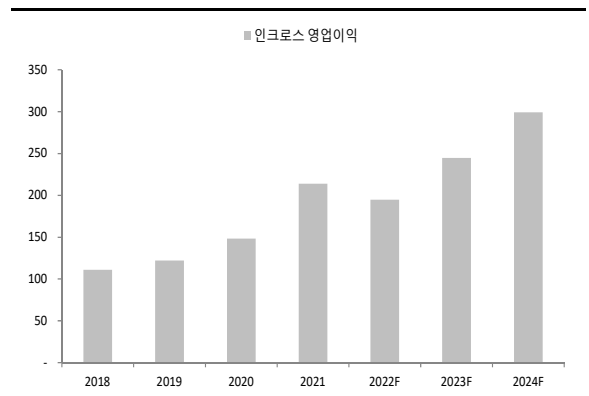
(단위: 억원)



자료: Quantwise

인크로스 영업이익 전망치

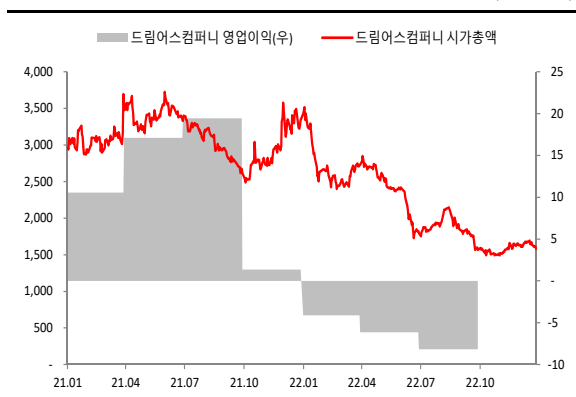
(단위: 억원)



자료: FnGuide

드림어스컴퍼니 시가총액 및 영업이익 추이

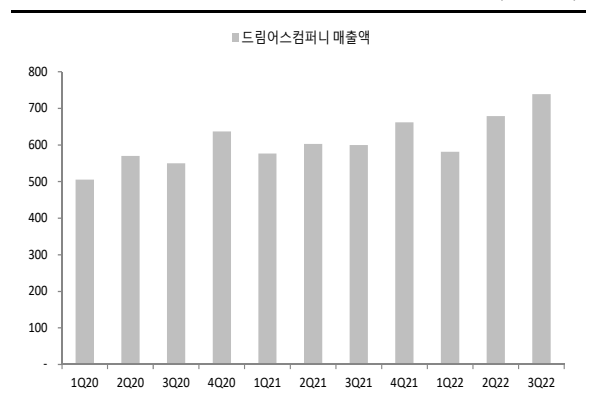
(단위: 억원)



자료: Quantwise

드림어스컴퍼니 매출액 추이

(단위: 억원)



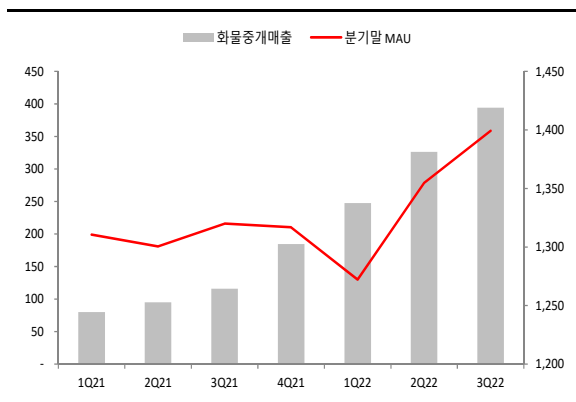
자료: 드림어스컴퍼니

**티맵모빌리티: 화물중개 부문
성장성 확인**

**FSK L&S: 물류 사이즈업에 따른
실적개선세 전망**

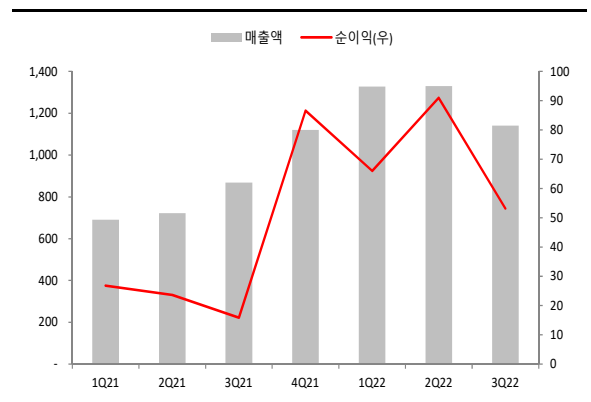
우버와의 합작법인인 우티가 다소 부진한 티맵모빌리티는 화물중개업에서 가시적인 성과를 내고 있다. 3Q22 티맵모빌리티 화물중개매출액은 395 억원으로 전기 대비 20% 증가했다. 올해 1 분기에는 데이터 기반 화물운송중개솔루션인 티맵화물을 출시할 예정으로 견적, 접수, 배차, 정산 등을 한번에 제공할 예정이다. FSK L&S 는 SK 그룹의 물류를 담당하고 있다. 최근 물류시황이 부진하지만 그룹 내 물류가 반도체에서 2 차전지 등으로 사이즈업 됨에 따른 단가상승 효과로 인해 지속적인 실적개선이 예상된다

티맵모빌리티 화물중개매출 및 MAU 추이 (단위: 억원, 만명)



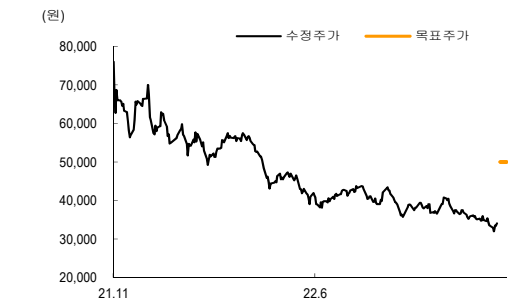
자료: SK 스쿼어

FSK L&S 실적 추이 (단위: 억원)



자료: SK 스쿼어

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.01.10	매수	50,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 1월 10일 기준)

매수	92.25%	중립	7.75%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산		29,672	30,377	41,573	74,156
현금및현금성자산		6,422	11,786	18,852	44,524
매출채권및기타채권		11,357	8,413	12,024	18,068
재고자산		371	275	393	590
비유동자산	196,720	210,064	210,234	211,438	
장기금융자산		13,190	8,534	8,534	8,534
유형자산		8,053	8,325	5,825	4,190
무형자산		25,034	26,214	26,615	27,016
자산총계	226,391	240,441	251,807	285,594	
유동부채	25,174	18,197	25,263	37,088	
단기금융부채		2,951	1,732	1,732	1,732
매입채무 및 기타채무		10,940	8,105	11,584	17,406
단기충당부채		10	9	12	16
비유동부채	32,665	41,799	51,058	60,435	
장기금융부채		21,828	22,023	22,023	22,023
장기매입채무 및 기타채무		95	82	70	57
장기충당부채		48	91	134	176
부채총계	57,838	59,996	76,321	97,524	
지배주주지분	166,604	177,243	174,438	189,176	
자본금		141	141	141	141
자본잉여금		69,121	69,121	69,121	69,121
기타자본구성요소		88,938	90,153	90,153	90,153
자기주식		-91	-71	-71	-71
이익잉여금		3,688	11,438	6,938	19,982
비지배주주지분		1,949	3,201	1,048	-1,105
자본총계	168,553	180,445	175,486	188,071	
부채외자본총계	226,391	240,441	251,807	285,594	

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름		1,010	5,390	8,043	26,497
당기순이익(손실)		3,632	8,233	-4,203	13,341
비현금성항목등		-2,978	-9,212	602	1,813
유형자산감가상각비		633	2,789	2,501	1,635
무형자산상각비		0	0	0	0
기타		649	-1,332	-1,927	-1,927
운전자본감소(증가)		360	-155	3,120	5,048
매출채권및기타채권의 감소(증가)		-655	2,259	-3,611	-6,044
재고자산감소(증가)		-6	68	-118	-197
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)		545	-1,021	3,479	5,822
기타		476	-1,462	3,370	5,467
법인세납부		-4	6,524	8,523	6,296
투자활동현금흐름	-1,380	-218	-199	-199	-48
금융자산감소(증가)		-294	1,641	0	0
유형자산감소(증가)		-519	-2,359	0	0
무형자산감소(증가)		-177	-401	-401	-401
기타		-390	901	202	353
재무활동현금흐름	525	93	-777	-777	-777
단기금융부채증가(감소)		723	-824	0	0
장기금융부채증가(감소)		-86	-395	0	0
자본의증가(감소)		-91	0	0	0
배당금의 지급		0	-82	0	0
기타		-21	1,394	-777	-777
현금의 증가(감소)	162	5,364	7,067	25,672	
기초현금		6,260	6,422	11,786	18,852
기말현금		6,422	11,786	18,852	44,524
FCF		13,106	4,187	-453	18,019

자료 : SK스퀘어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액		11,464	49,430	39,553	64,614
매출원가		0	0	0	0
매출총이익		11,464	49,430	39,553	64,614
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비		7,266	41,945	45,654	51,095
영업이익		4,198	7,485	-6,101	13,519
영업이익률 (%)		36.6	15.1	-15.4	20.9
비영업손익		-543	1,794	1,365	1,515
순금융비용		104	597	563	412
외환관련손익		-7	1	1	1
관계기업투자등 관련손익		-43	402	0	0
세전계속사업이익		3,655	9,279	-4,736	15,035
세전계속사업이익률 (%)		31.9	18.8	-12.0	23.3
계속사업법인세		24	1,046	-534	1,694
계속사업이익		3,632	8,233	-4,203	13,341
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익		3,632	8,233	-4,203	13,341
순이익률 (%)		31.7	16.7	-10.6	20.7
지배주주		3,752	7,732	-4,499	13,044
지배주주귀속 순이익률(%)		32.73	15.64	-11.38	20.19
비지배주주		-120	502	297	297
총포괄이익		3,717	7,477	-4,959	12,585
지배주주		3,950	9,425	-2,805	14,738
비지배주주		-233	-1,948	-2,153	-2,153
EBITDA		4,831	10,275	-3,600	15,154

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액		0.0	331.2	-20.0	63.4
영업이익		0.0	78.3	적전	흑전
세전계속사업이익		0.0	153.8	적전	흑전
EBITDA		0.0	112.7	적전	흑전
EPS(계속사업)		0.0	106.1	적전	흑전
수익성 (%)					
ROE		2.3	4.5	-2.6	7.2
ROA		1.6	3.5	-1.7	5.0
EBITDA마진		42.1	20.8	-9.1	23.5
안정성 (%)					
유동비율		117.9	166.9	164.6	200.0
부채비율		34.3	33.3	43.5	51.9
순차입금/자기자본		4.8	1.7	-2.3	-15.8
EBITDA/이자비용(배)		39.6	13.1	-4.7	19.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)		2,652	5,465	-3,180	9,221
BPS		117,768	125,289	123,306	133,724
CFPS		3,100	7,437	-1,413	10,376
주당 현금배당금		0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		28.7	12.8	N/A	3.7
PER(최저)		21.3	6.1	N/A	3.5
PBR(최고)		0.7	0.6	0.3	0.3
PBR(최저)		0.5	0.3	0.3	0.2
PCR		21.4	4.5	-24.1	3.3
EV/EBITDA(최고)		24.6	6.8	-13.1	1.3
EV/EBITDA(최저)		18.9	0.8	-12.3	1.1