

SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

560,000

상향

현재주가

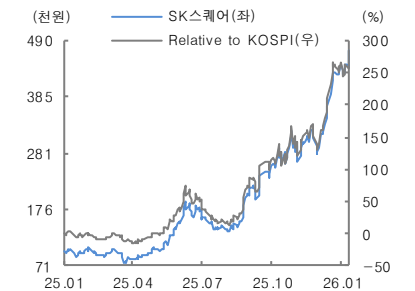
473,000

(26.01.27)

통신서비스업중

KOSPI	5084.85
시가총액	62,477십억원
시가총액비중	1.88%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	473,000원 / 75,200원
120일 평균거래대금	1,365억원
외국인지분율	51.56%
주요주주	SK 외 10 인 32.17% 국민연금공단 8.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	41.4	62.3	209.2	373.5
상대수익률	14.8	29.0	94.3	136.2



올랐어도 매력적입니다.

- NAV 대비 할인율은 49%, 역사적 저점 형성. 28년 목표 30% 이하
- 금투협의 단일 종목 편입 비중 상향. 여전히 하이닉스의 대안 매력은 충분
- 25년 1천억원 취득/소각에 이어 추가 1천억원 진행, 누적 7.1천억원

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 560,000원으로 +44% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 40% 적용. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 47~77%, 평균 67%. NAV의 95%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 추가 상승 전망을 반영하여 스퀘어 할인율에 20% 디스카운트 적용

SK스퀘어를 살 수 밖에 없는 이유

하이닉스 주가 급등에 따라 25.10월 하이닉스의 시총 비중 10% 상회
〈자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령〉 제8조에 따라 주식형 펀드에 대한 단일 종목 편입 한도 10% 제한 기준 적용

스퀘어가 하이닉스의 대안으로 부각되면서 NAV 대비 할인율은 25.6월 47%까지 축소. 이후 하이닉스의 급등으로 스퀘어의 NAV 대비 할인율은 25.8월 56%까지 확대되었으나, 전일 기준 49% 형성

하이닉스의 시총 비중이 10%를 상회하면서 금융투자협회에서는 하이닉스 시총 비중을 월 1회씩 조정하고 있으나, 하이닉스의 급등에 따라 금투협이 제시하는 비중과 실제 하이닉스 시총 사이의 괴리 발생

1/2에 공지한 시가총액 비중은 12월 평균 시총을 반영한 12.3%이나, 전일 기준 하이닉스의 시총 비중은 14.3%. 스퀘어의 하이닉스에 대한 대안 투자 매력 상승

하이닉스의 12M FWD PBR은 2.8배 수준으로 역사적 고점을 경신 중
스퀘어의 NAV 대비 할인율 역시 추가로 축소되어야 한다고 판단. 타겟 40% 제시
25.11월에 발표한 스퀘어의 기업가치 제고 계획에서 동사는 NAV 대비 할인율 목표를 기존 27년 50% 이하에서, 28년 30% 이하로 제시

주주환원 약속을 지키는 회사. 26년에도 지속되는 주주 보상 패키지

스퀘어의 주주환원 정책(23~25년): 경상 배당수입의 30% 이상과 Harvest 성과의 일부를 자사주 매입 후 전량 소각 또는 현금 배당. 누적 금액은 7.1천억원
25년 자사주 취득 1천억원 원로, 11/24 소각. 25.11~26.2월 1천억원 추가

26년 이후에도 유사한 수준의 주주환원 정책 도입 전망. 하이닉스로부터의 배당과 Harvest 성과를 반영한 26년 주주환원 규모는 당사 추정

SK실더스 매각 대금 잔여분 약 5천억원 유입에 따라, 26년 주주환원 규모는 당사 추정 3.9~4.4천억원(25.11~26.2월 취득 결정한 1천억원 포함
23.3월 주주환원 시작 이후 누적 자사주 취득 규모는 7.1천억원

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	1,670	1,736	1,835
영업이익	-2,340	3,913	8,472	16,321	18,719
세전순이익	-2,598	3,836	8,515	16,308	18,704
총당순이익	-1,315	3,651	8,162	15,492	17,769
지배지분순이익	-1,287	3,714	8,214	15,802	18,125
EPS	-9,137	27,346	61,871	120,082	140,944
PER	NA	2.9	5.9	3.1	2.6
BPS	107,921	140,137	203,198	322,570	468,240
PBR	0.5	0.6	2.3	1.5	1.0
ROE	-8.0	21.7	35.7	45.5	35.3

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

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,661	1,745	1,670	1,736	0.5	-0.5
판매비와 관리비	1,800	1,838	1,807	1,822	0.4	-0.8
영업이익	8,052	12,466	8,472	16,321	5.2	30.9
영업이익률	484.7	714.2	507.3	940.2	22.6	226.0
영업외손익	44	-13	44	-13	0.0	적자유지
세전순이익	8,095	12,453	8,515	16,308	5.2	31.0
지배지분순이익	7,807	12,067	8,214	15,802	5.2	31.0
순이익률	467.3	677.8	488.8	892.5	21.4	214.7
EPS(지배지분순이익)	58,784	91,385	61,871	120,082	5.3	31.4

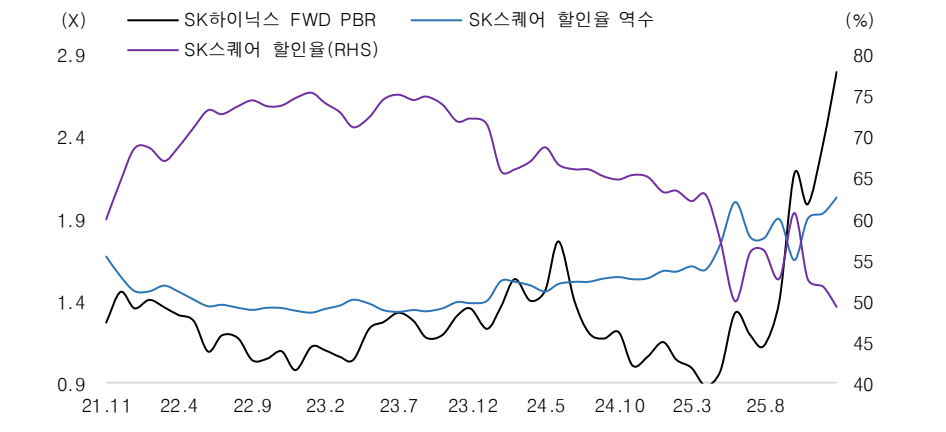
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

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

항목	가액가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업이익				
B 상장사 지분가치			1,171,049	95.1
SK 하이닉스	5,824,019	20.1	1,170,628	95.1 시가총액에 보유 지분율 반영
드림어스 컴퍼니	1,088	38.7	421	0.1 시가총액에 보유 지분율 반영
C 비상장사 지분가치			45,708	3.7
11번가	8,220	80.3	6,607	0.5 Book Value
SK 실더스	32,000	32.2	10,304	0.8 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티맵모빌리티	24,255	60.1	14,577	1.2 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.2 Book Value
기타			11,783	1.0
D 순차입금	(1.4)		(1.4)	1.1 3Q25 기준 순현금에 하이닉스 연간 배당금 3.2천억원 반영
E NAV			1,230,808	
발행주식수			131,777	25년 자사주 취득/소각 반영한 주식수
주당 NAV			934,008	
할인율			40	상장 이후 할인율 47%~77%, 평균 68%, 할인율 밴드 하단인 47% 대비 20% 추가 할인 적용
적정주가			560,405	
현재주가			473,000	
업사이드			18.5	

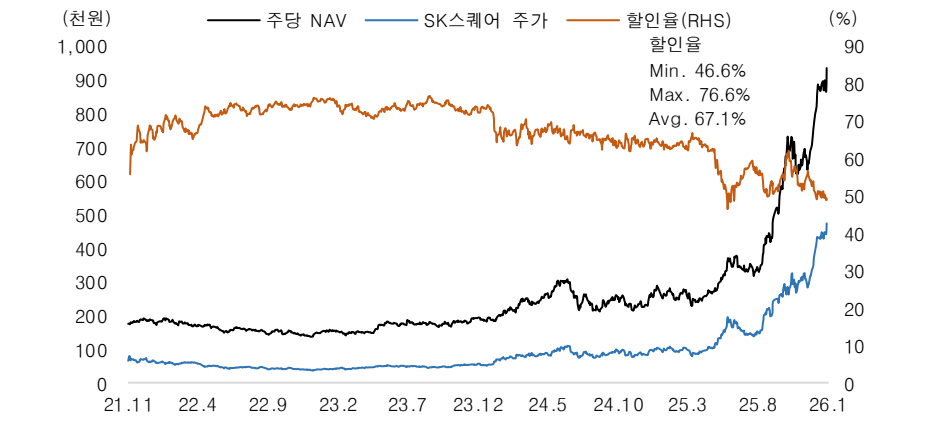
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 스퀘어 할인율 vs. SK 하이닉스 12M FWD PBR



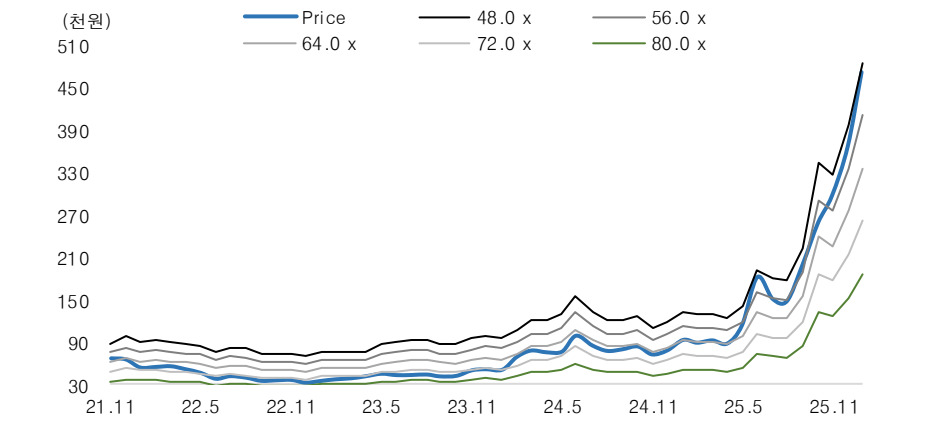
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 47%~77%, 평균 67%



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. SK 스퀘어 할인율 Band. 47%~77%, 평균 67%. 전일 기준 49%



자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

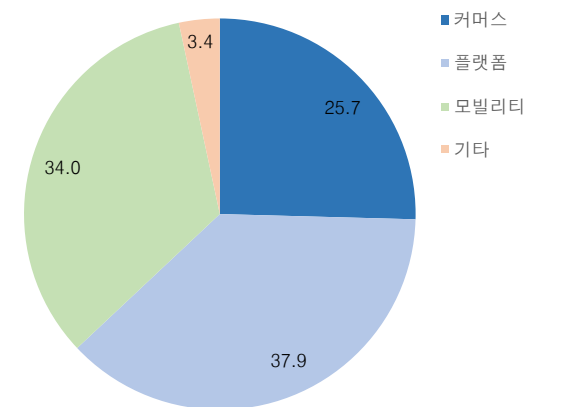
- 2024년 매출 19,066억원, 영업이익 39,126억원, 순이익 37,140억원
- 3Q25 기준 각 사업별 비중은 커머스 26%, 플랫폼 38%, 모빌리티 34%, 기타 3%
- 3Q25 기준 주요 주주는 (주)SK 외 10인 32.1%, 국민연금공단 7.7%

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
- 반도체 수요 증가에 따른 SK하이닉스의 주가 상승 및 23년부터 시작된 주주환원에 따라 SK스퀘어 주가는 신고가 형성 후 변동성 확대
- 향후 주가는 NAV의 15%를 차지하는 주요 포트폴리오의 실적 개선이 진행되면서 NAV 대비 할인율 50% 수준에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

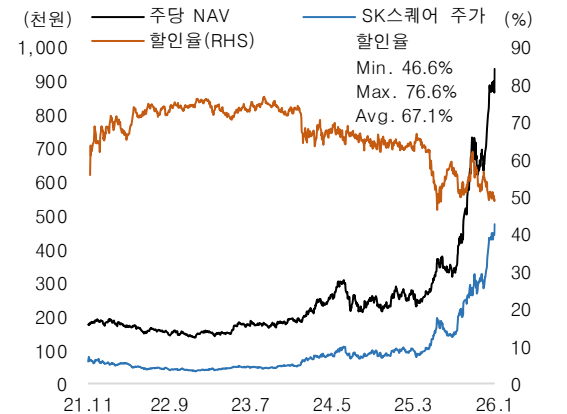
매출 비중(3Q25)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

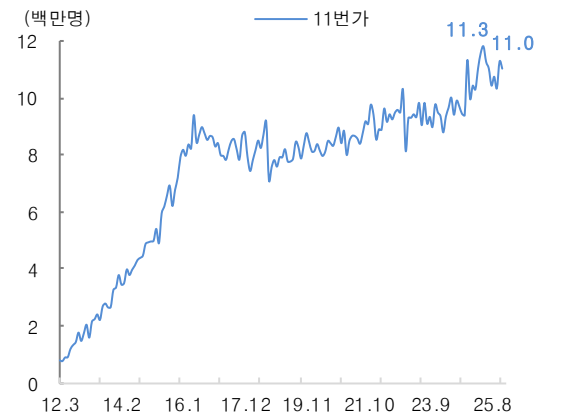
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



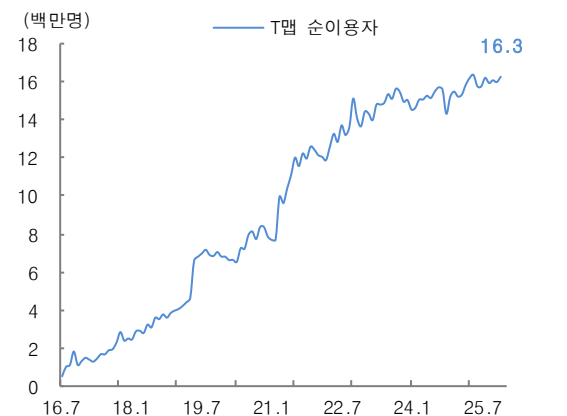
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 1,102만명(25.12월)



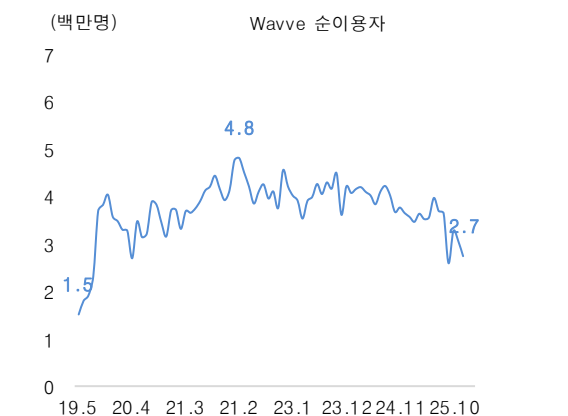
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,627만명(25.12월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

WAVE 순이용자 274만명(25.12월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	1,670	1,736	1,835
매출원가	2,055	125	54	0	0
매출총이익	224	6,013	1,616	1,736	1,835
판매비와관리비	2,564	2,101	1,807	1,822	1,872
영업이익	-2,340	3,913	8,472	16,321	18,719
영업외수익	-1027	63.7	507.3	940.2	1,020.1
EBITDA	-2,196	4,016	-141	-40	6
영업외손익	-258	-77	44	-13	-15
관계기업손익	-34	30	134	0	0
금융수익	135	110	108	128	130
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-336	-187	-122	-116	-116
외환평가손실	12	9	6	6	6
기타	-24	-30	-77	-25	-29
법인세비용차감전순이익	-2,598	3,836	8,515	16,308	18,704
법인세비용	292	-185	-354	-815	-935
계속사업순이익	-2,305	3,651	8,162	15,492	17,769
중단사업순이익	990	0	0	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	8,162	15,492	17,769
당기순이익률	-57.7	59.5	488.8	892.5	968.3
비자비자분순이익	-28	-63	-52	-310	-355
자비자분순이익	-1,287	3,714	8,214	15,802	18,125
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	42	257	257	257	257
포괄순이익	-1,273	3,908	8,419	15,749	18,026
비자비자분포괄이익	-30	-67	-54	-315	-361
자비자분포괄이익	-1,243	3,975	8,473	16,064	18,387

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-9,137	27,346	61,871	120,082	140,944
PBR	NA	2.9	5.9	3.1	2.6
BPS	107,921	140,137	203,198	322,570	468,240
PBR	0.5	0.6	2.3	1.5	1.0
EBITDAPS	-15,591	29,572	-1,059	-306	47
EV/EBITDA	NA	2.6	NA	NA	3,465.1
SPS	16,175	45,198	12,578	13,191	14,270
PSR	3.3	1.8	37.6	35.9	33.1
CFPS	336	-217	17,019	74,413	92,439
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-199	169.4	-72.8	40	5.7
영업이익 증/감	작전	흑전	116.5	92.6	14.7
순이익 증/감	작전	흑전	123.6	89.8	14.7
수익성					
ROIC	-84.9	415.4	1,132.6	2,477.7	2,866.7
ROA	-11.7	19.6	32.7	43.4	34.5
ROE	-8.0	21.7	35.7	45.5	35.3
안정성					
부채비율	136	11.9	8.4	5.4	3.8
순차입금비율	-5.8	-4.9	-32.3	-56.7	-69.3
이자보상비율	-283.1	223.1	486.4	969.4	1,151.2

자료: SK 스캐머 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,289	2,703	10,484	25,946	43,696
현금및현금성자산	1,271	1,368	9,323	24,782	42,529
매출채권 및 기타채권	590	1,001	872	874	877
재고자산	113	42	11	12	13
기타유동자산	314	291	278	278	278
비유동자산	15,681	19,218	19,358	19,368	19,382
유형자산	243	170	155	145	139
관계기업투자금	13,758	17,992	18,147	18,167	18,188
기타비유동자산	1,681	1,055	1,055	1,055	1,055
자산총계	17,970	21,921	29,842	45,314	63,078
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
유동상채무	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
자비자분	15,202	19,033	26,976	42,448	60,213
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320	3,908	11,762	27,234	44,998
기타자비자분	8,955	9,198	9,289	9,289	9,289
비자비자분	615	553	553	553	553
자본총계	15,817	19,585	27,529	43,001	60,766
순차입금	-911	-950	-8,905	-24,365	-42,112

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	266	190	2023	8,931	10,903
당기순이익	-1,315	3,651	8,162	15,492	17,769
비현금항목의기감	1,362	-3,680	-5,902	-5,700	-5,882
감가상각비	143	104	51	46	43
외환손익	1	-5	-4	-4	-4
자본평가이익	0	0	-134	0	0
기타	1,218	-3,778	-5,815	-5,742	-5,921
자산부채의증감	63	66	55	-107	-108
기타현금흐름	156	154	-291	-755	-876
투자활동 현금흐름	284	90	-81	53	53
투자자산	56	-35	-154	-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
현금의증감	269	97	7,955	15,459	17,747
기초 현금	1,002	1,271	1,368	9,323	24,782
기말 현금	1,271	1,368	9,323	24,782	42,529
NOPLAT	-2,076	3,724	8,120	15,505	17,783
FCF	-2,190	3,789	8,132	15,512	17,787

[Compliance Notice]

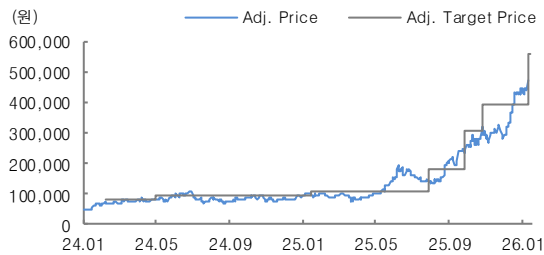
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research 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	26.01.28	25.12.01	25.11.28	25.11.13	25.10.14	25.08.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	560,000	390,000	390,000	390,000	310,000	180,000
과다율(평균%)		(10.11)	(25.64)	(25.92)	(11.27)	0.22
과다율(최대/최소%)		21.28	(21.92)	(21.92)	4.35	37.22
제시일자	25.07.31	25.06.16	25.03.27	25.01.31	24.12.03	24.11.25
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	96,000	96,000
과다율(평균%)	28.85	5.35	(16.37)	(13.63)	(11.22)	(16.79)
과다율(최대/최소%)	26.64	74.73	(5.18)	(5.18)	4.90	(8.65)
제시일자	24.11.21	24.11.18	24.11.16	24.08.14	24.05.17	24.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	96,000	96,000	96,000	96,000	96,000	84,000
과다율(평균%)	(15.16)	(17.76)	(10.46)	(10.46)	(7.54)	(9.89)
과다율(최대/최소%)	(8.85)	(16.88)	11.15	11.15	11.15	1.79
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20260125)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.9%	12.1%	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