Results Comment

SK스퀘어 (402340)

하나만 낳아 잘 키우자

- NAV 대비 할인율은 24년 65%, 25년 52%, 전일 기준 46%
- 금투협의 단일 종목 편입 비중 상향. 여전히 하이닉스의 대안 매력은 충분
- 23년 주주환원 시작 후 누적 7.1천억원 자사주 취득, 6.1천억원 소각

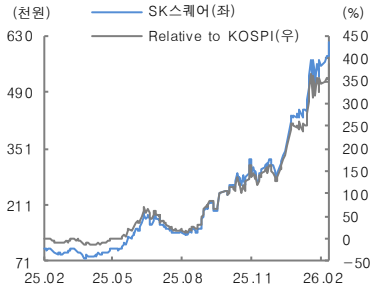
김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY
	매수, 유지
6개월 목표주가	760,000
	상향
현재주가 (26.02.24)	617,000
	통신서비스업종

KOSPI	5969.64
시가총액	81,498십억원
시가총액비중	2.45%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	617,000원 / 75,200원
120일 평균거래대금	1,918억원
외국인지분율	50.37%
주요주주	SK 외 10 인 32.17% 국민연금공단 8.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	38.5	123.6	356.4	530.2
상대수익률	15.8	44.0	142.2	179.3



투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 760,000원으로 +36% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 33% 적용(기존 40%). 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 45~77%, 평균 67%. NAV의 96%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 추가 상승 전망 반영, 스퀘어 할인율 밴드 하단에 26% 디스카운트 적용

컨센서스 기준 SK하이닉스의 목표 시총은 12M FWD BPS에 3.5배 적용 수준
PBR 3.5배는 12M FWD BPS 밴드 상단인 2.8배 대비 26% 할증 수준

4Q25 Review: 포트폴리오 실적 개선 및 할인율 축소

25년 매출 1.4조원(-14% yoy), OP 8.8조원(+124% yoy)
하이닉스 지분법 이익 증가와 보유 포트폴리오의 손익 개선

티맵 모빌리티. 데이터 사업 매출 성장(+36% yoy)으로 EBITDA 흑자 전환
MAU 1,539만명으로 역대 최대 달성. AI Agent 출시, 4Q25 이용자수 515만명

11번가. 영업이익 -396억원(+358억원 yoy). 오픈마켓 흑자 달성

25.11월~26.2월 자사주 1천억원 취득 완료. 23.3월 첫 주주환원 실행 후 누적 7.1천억원 자사주 취득, 6.1천억원 소각

하이닉스에 연동된 주가 상승 및 할인율 축소 전망

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, 26.2월 45%로 역대 최저 할인율 기록. 전일 기준 할인율은 46%

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

2/2에 공지한 시가총액 비중은 1월 평균 시총을 반영한 13.9%이나, 전일 기준 하이닉스의 시총 비중은 15.0%. 스퀘어의 하이닉스에 대한 대안 투자 매력 지속

하이닉스의 12M FWD PBR은 2.8배 수준으로 역사적 고점 경신
스퀘어의 NAV 대비 할인율 역시 추가로 축소되어야 한다고 판단. 타겟 33% 제시
25.11월에 발표한 스퀘어의 기업가치 제고 계획에서 동사는 NAV 대비 할인율 목표를 기존 27년 50% 이하에서, 28년 30% 이하로 제시

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	422	349	453	358	-15.0	2.7	1,609	324	-7.2	-9.5
영업이익	1,652	2,646	2,773	3,099	87.6	17.1	2,353	5,271	219.0	70.1
순이익	1,492	2,485	2,672	3,282	120.0	32.1	2,196	4,992	208.9	52.1

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	1,650	1,412	1,423	1,497
영업이익	-2,340	3,921	8,797	25,875	27,837
세전순이익	-2,598	3,853	9,507	25,861	27,822
총당기순이익	-1,315	3,651	8,819	24,568	26,431
지배지분순이익	-1,287	3,714	8,824	25,060	26,959
EPS	-9,137	27,346	66,467	190,432	209,646
PER	NA	2.9	5.5	1.9	1.8
BPS	107,921	140,137	207,793	397,557	613,678
PBR	0.5	0.6	3.0	1.6	1.0
ROE	-8.0	21.7	37.9	62.7	41.1

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	1,670	1,736	1,412	1,423	-15.5	-18.0
판매비와 관리비	1,807	1,822	1,545	1,509	-14.5	-17.2
영업이익	8,472	16,321	8,797	25,875	3.8	58.5
영업이익률	507.3	940.2	623.2	1,818.6	115.9	878.4
영업외손익	44	-13	710	-13	1,524.7	적자유지
세전순이익	8,515	16,308	9,507	25,861	11.6	58.6
지배지분순이익	8,214	15,802	8,824	25,060	7.4	58.6
순이익률	488.8	892.5	624.7	1,726.8	136.0	834.3
EPS(지배지분순이익)	61,871	120,082	66,467	190,432	7.4	58.6

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

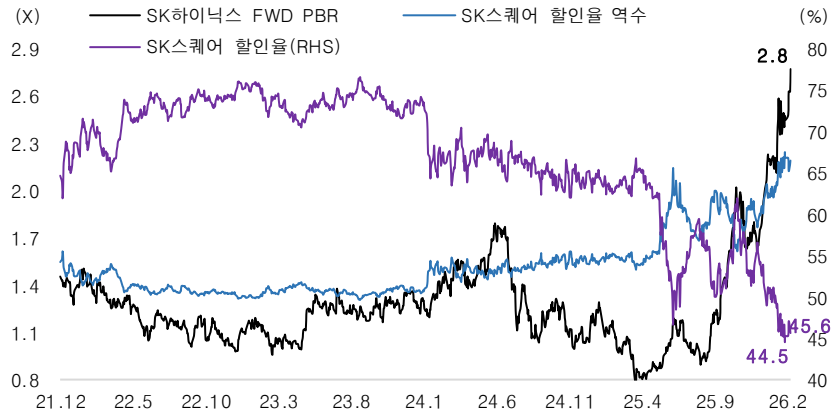
표 1. SK 스퀘어 NAV Valuation

(억원, %, 천주, 원)

	항목	기업가치	지분율	적정가치	비중	비고
A	영업가치					
B	**상장사 지분가치**			**1,439,694**	**96.3**	
	SK 하이닉스	7,162,659	20.1	1,439,694	96.3	시가총액에 보유 지분율 반영
C	**비상장사 지분가치**			**42,851**	**2.9**	
	SK 쉴더스	32,000	32.2	10,304	0.7	23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
	티맵모빌리티	24,255	60.1	14,577	1.0	22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
	SK 플래닛	6,187	99.5	6,187	0.4	Book Value
	기타			11,783	0.8	
D	**순차입금**	(1.2)		(1.2)	**0.8**	4Q25 기준 순현금에 하이닉스 연간 배당금 4.7천억원 반영
E	NAV			**1,494,937**		
	발행주식수			131,903		26.2월 취득 완료된 자사주 소각 반영한 주식수
	주당 NAV			**1,133,359**		
	할인율			33		상장 이후 할인율 45%~77%, 평균 67%, 할인율 밴드 하단인 45% 대비 33% 추가 할인 적용
	적정주가			**759,351**		
	현재주가			617,000		
	업사이드			23.1		

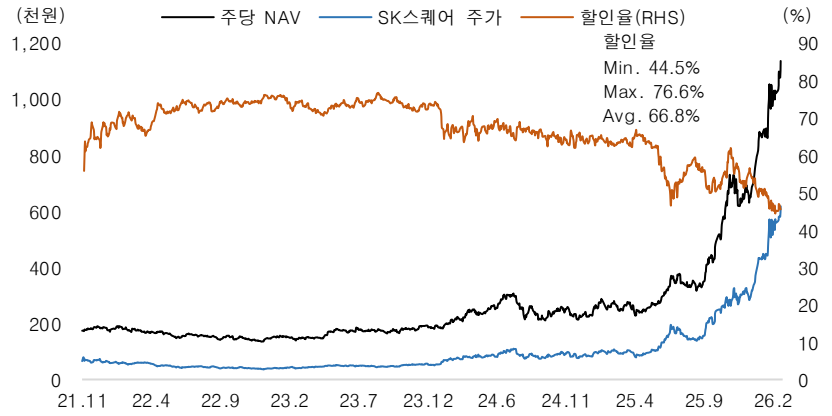
자료: 대신증권 Research Center

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



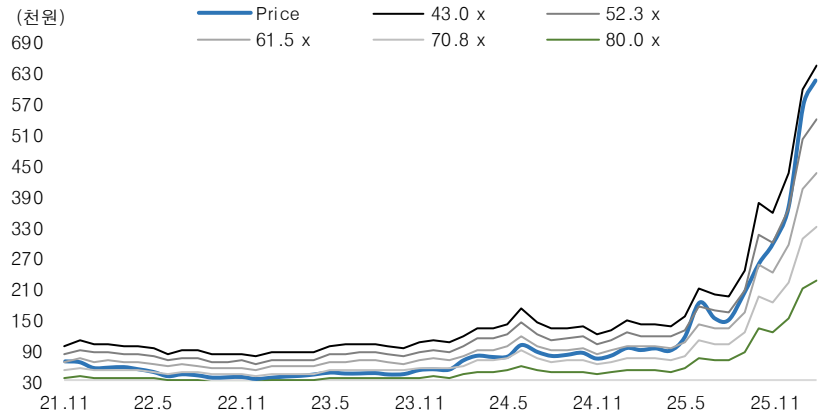
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK 스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 45%~77%, 평균 67%



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. SK 스퀘어 할인율 Band. 45%~77%, 평균 67%. 전일 기준 46%



자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

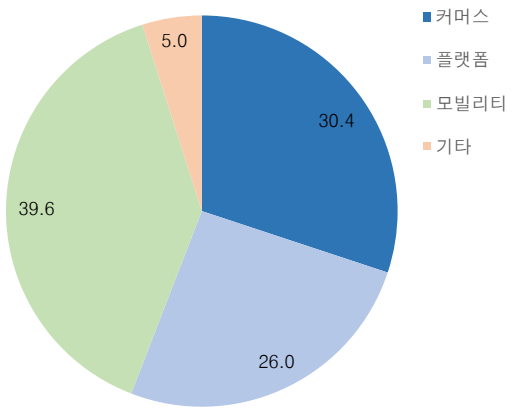
- 2025년 매출 14,115억원, 영업이익 87,974억원, 순이익 88,241억원
- 4Q25 기준 각 사업별 비중은 커머스 30%, 플랫폼 26%, 모빌리티 40%, 기타 5%
- 4Q25 기준 주요 주주는 ㈜SK 외 10인 32.2%, 국민연금공단 8.8%

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
- 향후 주가는 SK하이닉스의 주가와 유사하거나 조금 더 가파르게 움직일 것으로 전망. SK하이닉스의 시총 비중 10% 상회에 따른 투자 제한으로 대체 투자 성격 부각

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

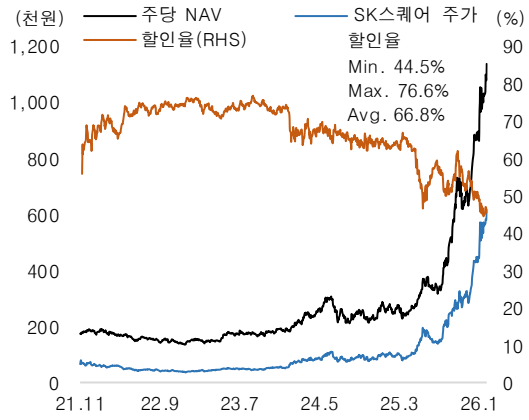
매출 비중(4Q25)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

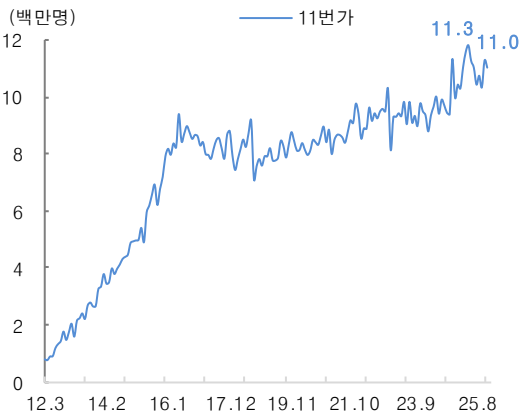
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



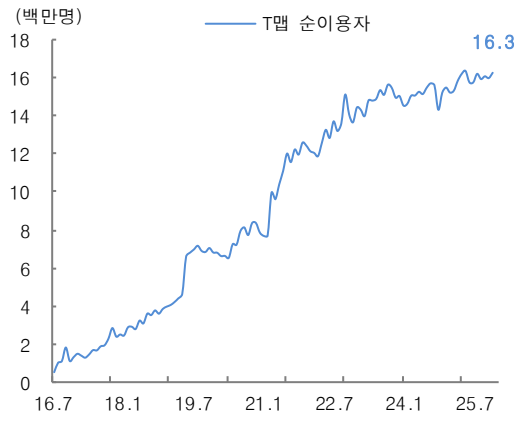
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 1,102만명(25.12월)



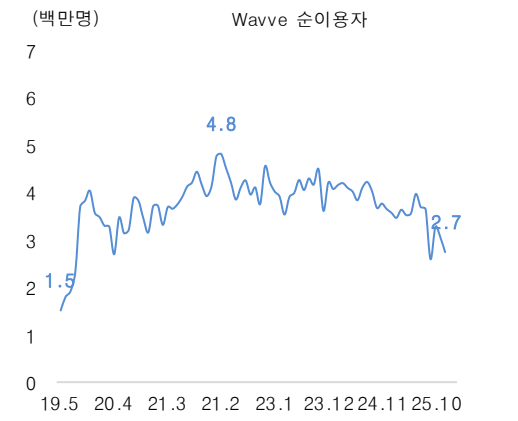
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T 맵 순이용자 1,627만명(25.12월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wavve 순이용자 274만명(25.12월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	1,650	1,412	1,423	1,497
매출원가	2,055	125	54	0	0
매출총이익	224	1,650	1,412	1,423	1,497
판매비와관리비	2,564	1,836	1,545	1,509	1,534
영업이익	-2,340	3,921	8,797	25,875	27,837
영업이익률	-102.7	237.6	623.2	1,818.6	1,859.9
EBITDA	-2,196	-208	-136	-40	6
영업외손익	-258	-77	710	-13	-15
관계기업손익	-34	30	800	0	0
금융수익	135	110	108	128	130
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-336	-187	-122	-116	-116
외환관련손실	12	9	6	6	6
기타	-24	-30	-77	-25	-29
법인세비용차감전순손익	-2,598	3,853	9,507	25,861	27,822
법인세비용	292	-184	-674	-1,293	-1,391
계속사업순손익	-2,305	3,651	8,819	24,568	26,431
중단사업순손익	990	0	0	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	8,819	24,568	26,431
당기순이익률	-57.7	221.3	624.7	1,726.8	1,765.9
비지배지분순이익	-28	-63	-5	-491	-529
지배지분순이익	-1,287	3,714	8,824	25,060	26,959
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	42	257	257	257	257
포괄순이익	-1,273	3,908	9,076	24,825	26,688
비지배지분포괄이익	-30	-67	-5	-497	-534
지배지분포괄이익	-1,243	3,975	9,081	25,322	27,221

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,289	2,703	2,411	27,131	53,716
현금및현금성자산	1,271	1,368	1,122	25,840	52,416
매출채권 및 기타채권	590	1,001	975	976	984
재고자산	113	42	36	36	38
기타유동자산	314	291	278	278	278
비유동자산	15,681	19,218	28,249	28,259	28,273
유형자산	243	170	155	145	139
관계기업투자금	13,758	17,992	18,813	18,833	18,854
기타비유동자산	1,681	1,055	9,281	9,281	9,281
자산총계	17,970	21,921	30,660	55,390	81,989
유동부채	1,381	1,396	975	975	975
매입채무 및 기타채무	932	913	893	893	893
차입금	47	16	16	16	16
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	401	468	66	66	66
비유동부채	773	939	1,547	1,546	1,546
차입금	1	0	0	0	-1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	772	939	1,547	1,547	1,547
부채총계	2,153	2,336	2,521	2,521	2,521
지배지분	15,202	19,033	27,586	52,316	78,915
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320	3,908	12,372	37,101	63,701
기타자본변동	8,955	9,198	9,289	9,289	9,289
비지배지분	615	553	553	553	553
자본총계	15,817	19,585	28,139	52,869	79,468
순차입금	-911	-950	-1,063	-25,781	-52,357

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-9,137	27,346	66,467	190,432	209,646
PER	NA	2.9	5.5	1.9	1.8
BPS	107,921	140,137	207,793	397,557	613,678
PBR	0.5	0.6	3.0	1.6	1.0
EBITDAPS	-15,591	-1,528	-1,024	-302	45
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	5,176.0
SPS	16,175	12,148	10,633	10,812	11,639
PSR	3.3	6.5	58.0	57.1	53.0
CFPS	336	-217	19,363	147,013	163,339
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	266	190	1,886	18,008	19,558
당기순이익	-1,315	3,651	8,819	24,568	26,431
비현금항목의 가감	1,362	-3,680	-6,248	-5,222	-5,426
감가상각비	143	104	51	46	43
외환손익	1	-5	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	-800	0	0
기타	1,218	-3,778	-5,495	-5,264	-5,465
자산부채의 증감	63	66	-73	-106	-115
기타현금흐름	156	154	-612	-1,232	-1,332
투자활동 현금흐름	284	90	-747	53	53
투자자산	56	-35	-821	-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	-246	24,718	26,576
기초 현금	1,002	1,271	1,368	1,122	25,840
기말 현금	1,271	1,368	1,122	25,840	52,416
NOPLAT	-2,076	3,733	8,174	24,581	26,445
FCF	-2,190	3,799	8,186	24,588	26,449

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-19.9	-27.6	-14.4	0.8	5.2
영업이익 증가율	적전	흑전	124.4	194.1	7.6
순이익 증가율	적전	흑전	141.6	178.6	7.6
수익성					
ROIC	-84.9	416.4	1,018.6	3,086.9	3,332.3
ROA	-11.7	19.7	33.5	60.1	40.5
ROE	-8.0	21.7	37.9	62.7	41.1
안정성					
부채비율	13.6	11.9	9.0	4.8	3.2
순차입금비율	-5.8	-4.9	-3.8	-48.8	-65.9
이자보상배율	-283.1	223.6	505.1	1,536.9	1,711.9

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

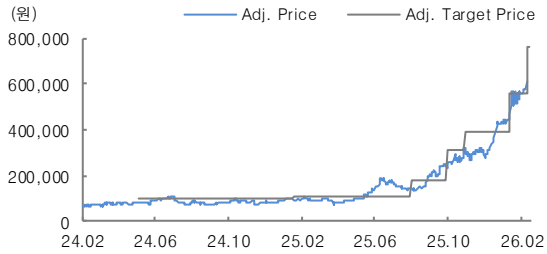
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.02.25	26.01.27	25.12.01	25.11.28	25.11.13	25.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	760,000	560,000	390,000	390,000	390,000	310,000
괴리율(평균,%)		(1.45)	(10.11)	(25.64)	(25.92)	(11.27)
괴리율(최대/최소,%)		10.18	21.28	(21.92)	(21.92)	4.35
제시일자	25.08.15	25.07.31	25.05.16	25.03.27	25.01.31	24.12.03
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	110,000	110,000	110,000	110,000	96,000
괴리율(평균,%)	(0.62)	28.85	5.35	(16.37)	(13.63)	(11.22)
괴리율(최대/최소,%)	37.22	26.64	74.73	(5.18)	(5.18)	4.90
제시일자	24.11.25	24.11.21	24.11.18	24.11.16	24.08.14	24.05.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	96,000	96,000	96,000	96,000	96,000	96,000
괴리율(평균,%)	(16.79)	(15.16)	(17.76)	(10.46)	(10.46)	(7.54)
괴리율(최대/최소,%)	(8.65)	(8.85)	(16.88)	11.15	11.15	11.15
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260222)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.0%	10.0%	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