

SK스퀘어 (402340)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,000,000

상향

현재주가

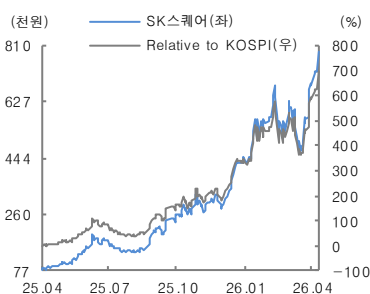
789,000

(26.04.27)

통신서비스업중

KOSPI	6615.03
시가총액	104,115십억원
시가총액비중	3.13%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	789,000원 / 86,700원
120일 평균거래대금	2,752억원
외국인지분율	49.94%
주요주주	SK 외 10 인 32.20% 국민연금공단 8.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	45.0	66.8	170.7	779.6
상대수익률	19.2	28.2	65.4	238.6



백조는 날고 싶다

- NAV 대비 할인율은 24년 65%, 25년 51%, 전일 기준 46%
- 금투협의 하이닉스 편입 비중과 시총 사이의 괴리. 스퀘어 대안 매력 증가
- 누적 환원 7.1천억원. 26년 2천억원 현금배당(비과세), 자사주 1.1천억원

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 1,000,000원으로 +32% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 30% 적용(기존 33%), 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 44~77%, 평균 66%. NAV의 97%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 추가 상승 전망 반영, 스퀘어 할인율 밴드 하단에 32% 디스카운트 적용
컨센서스 기준 SK하이닉스의 목표 시총은 12M FWD BPS에 3.0배 적용 수준 PBR 3.0배는 12M FWD PBR 밴드 상단인 2.3배 대비 32% 할증 수준

시가총액 100조원 달성. 하이닉스 실적/주가 전망 감안시 상승 여력 충분

전일 동사의 시가총액은 사상 처음으로 100조원 돌파. 5번째 100조원 기업 임직원 84명 기준 인당 시가총액 1.2조원으로 국내 최고
전일 상승률은 SK스퀘어 +8.8%, SK하이닉스 +5.7%

〈자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령〉 제8조에 따라 주식형 펀드에 대한 단일 종목 편입 한도 10% 제한 기준 적용. 25.10월부터 하이닉스에도 적용

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

4/1에 공지한 시가총액 비중은 3월 평균 시총을 반영한 14.7%이나, 전일 기준 하이닉스의 시총 비중은 17.5%. 하이닉스 실적 전망 상황에 따른 주가 급등이 지속되는 동안, 스퀘어의 하이닉스에 대한 대안 투자 매력 지속

하이닉스의 12M FWD PBR은 2.3배 수준으로 역사적 고점
스퀘어의 NAV 대비 할인율 역시 추가로 축소되어야 한다고 판단. 타겟 30% 제시
25.11월에 발표한 스퀘어의 기업가치 제고 계획에서 동사는 NAV 대비 할인율 목표를 기존 27년 50% 이하에서, 28년 30% 이하로 제시

26년 주주환원 3.1천억원. 2천억원의 현금배당(비과세) 및 자사주 1천억원

동사는 23년 첫 주주환원을 시작한 이후 누적 7.1천억원의 주주환원 실시
공식적인 주주환원은 경상배당수입의 30% 이상과 투자 성과의 일부이나, 매년 주주환원율은 경상배당수입과 투자 성과의 50~60% 수준

26년 주주환원은 첫 현금배당이면서 비과세 배당인 2천억원과 자사주 1.1천억원
26년 하이닉스로부터의 배당수입은 특별배당 포함 컨센서스 기준 7.1천억원
배당수입의 30%와 투자 성과의 일부를 감안하여 3.1천억원의 주주환원 공시

(단위: 십억원 %)

구분	1Q25	4Q25	1Q26(F)		2Q26					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	349	358	311	311	-11.0	-13.3	311	333	-6.3	7.2
영업이익	1,652	3,099	5,589	8,455	411.7	172.9	2,568	10,509	650.1	24.3
순이익	1,616	3,283	5,317	8,045	397.8	145.1	2,508	10,001	594.4	24.3

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,882	10,456	1,353	1,391	1,444
영업이익	3,921	8,797	43,825	54,457	57,562
세전순이익	3,853	9,507	43,812	54,444	57,546
총당기순이익	3,651	8,819	41,621	51,722	54,668
자배지분순이익	3,714	8,824	42,454	52,756	55,762
EPS	27,346	66,468	321,700	400,443	424,642
PER	2.9	5.5	2.3	1.8	1.7
BPS	140,137	208,172	530,362	927,895	1,353,281
PBR	0.6	1.8	1.5	0.9	0.6
ROE	21.7	37.8	87.0	54.9	37.2

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	1,353	1,391	1,353	1,391	0.0	0.0
판매비와 관리비	1,414	1,415	1,414	1,415	0.0	0.0
영업이익	28,976	32,895	43,825	54,457	51.2	65.5
영업이익률	2,142.4	2,365.3	3,240.3	3,915.8	1,097.9	1,550.5
영업외손익	-13	-13	-13	-13	적자유지	적자유지
세전순이익	28,962	32,882	43,812	54,444	51.3	65.6
자배지분순이익	28,065	31,863	42,454	52,756	51.3	65.6
순이익률	2,034.3	2,246.2	3,077.4	3,719.1	1,043.0	1,472.9
EPS(자배지분순이익)	213,424	248,025	321,700	400,443	50.7	61.5

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

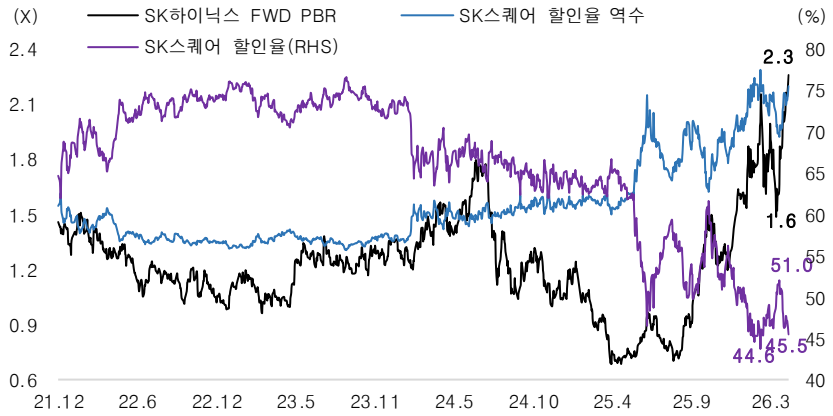
표 1. SK스퀘어 NAV Valuation

(억원 %, 천주, 원)

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 상장사 지분가치			1,850,831	97.0
SK 하이닉스	9,208,115	20.1	1,850,831	97.0 시가총액에 보유 지분율 반영
C 비상장사 지분가치			42,050	2.2
SK 실더스	32,000	32.2	10,304	0.5 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티맵모빌리티	24,255	63.2	15,329	0.8 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	6,187	99.5	6,187	0.3 Book Value
기타			10,230	0.5
D 순차입금	(1.5)		(1.5)	0.8 4Q25 기준 순현금에 하이닉스 연간 배당금 7천억원 반영
E NAV			1,907,567	
발행주식수			131,903	26.2월 취득 완료된 자사주 소각 반영한 주식수
주당 NAV			1,446,187	
할인율			30	상장 이후 할인율 44%~77%, 평균 66%, 할인율 밴드 하단인 44% 대비 32% 추가 할인 적용
적정주가			1,012,331	
현재주가			789,000	
업사이드			28.3	

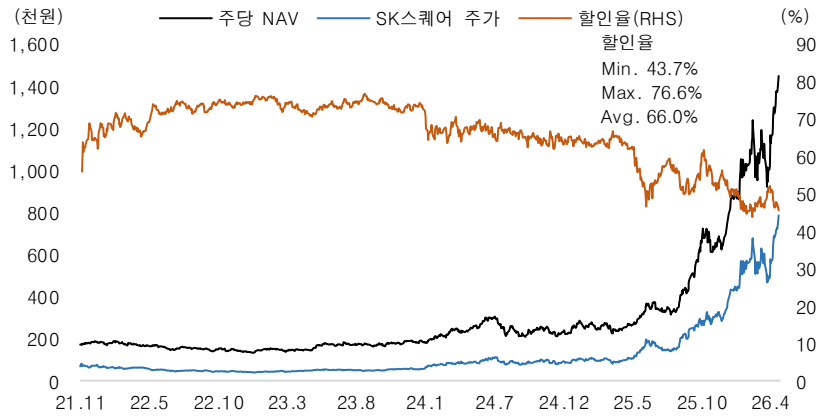
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK스퀘어 할인율 vs. SK하이닉스 12M FWD PBR



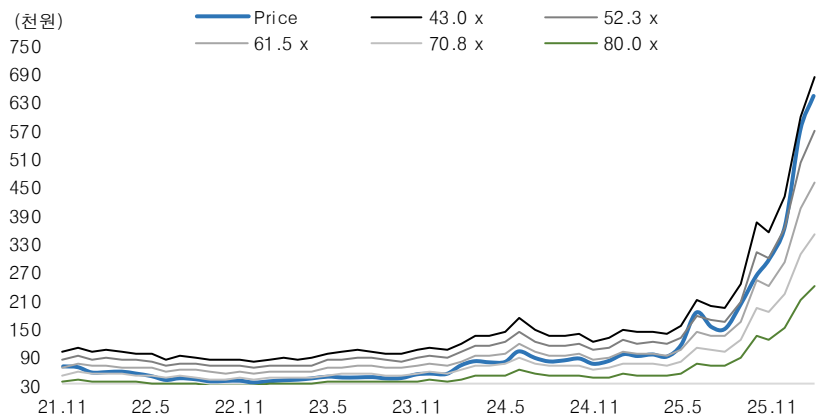
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 44%~77%, 평균 66%



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. SK스퀘어 할인율 Band. 44%~77%, 평균 66%. 전일 기준 46%



자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

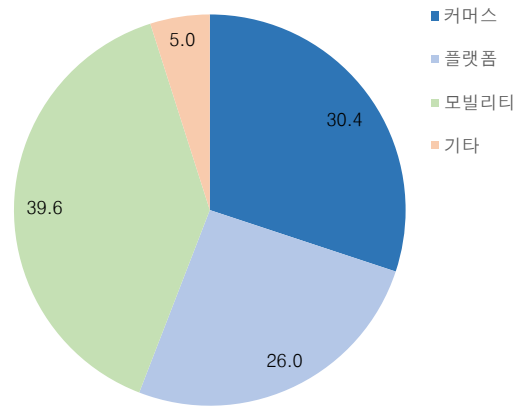
- 2025년 매출 14,115억원 영업이익 87,974억원 순이익 88,241억원
- 4Q25 기준 각 사업별 비중은 커머스 30%, 플랫폼 26%, 모빌리티 40%, 기타 5%
- 4Q25 기준 주요 주주는 (주)SK 외 10인 32.2%, 국민연금공단 8.8%

주가 코멘트

- 21.11월 SKT로부터 인적분할하여 신설법인으로 상장 후 주가 하락. 상장 초기에는 SKT와 디카플링, SK하이닉스와 카플링을 보여왔으나, 최근 주가는 SKT 및 SK하이닉스와 차별적인 카플링을 보이는 모습
- 반도체 수요 증가에 따른 SK하이닉스의 주가 상승 및 23년부터 시작된 주주환원에 따라 SK스퀘어 주가는 신고가 경신 중
- 향후 주가는 SK하이닉스의 주가와 유사하거나 조금 더 가파르게 움직일 것으로 전망. SK하이닉스의 시총 비중 10% 상화에 따른 투자 제한으로 대체 투자 성격 부각

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

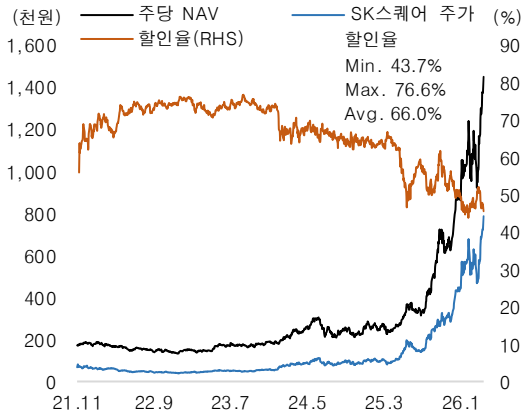
매출 비중(4Q25)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

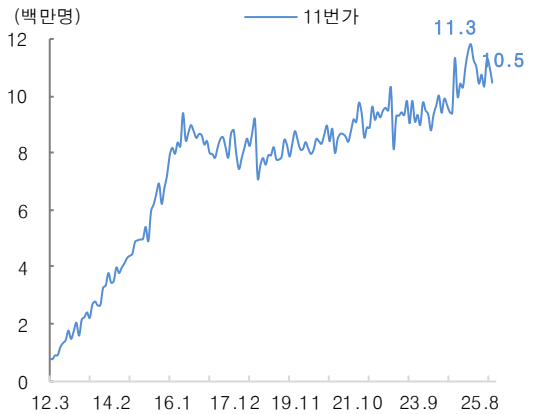
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



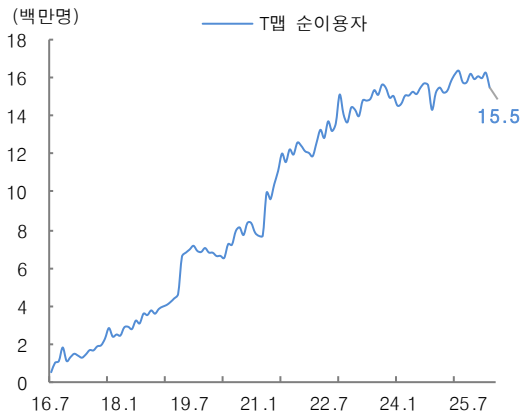
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 1,046만명(26.1월)



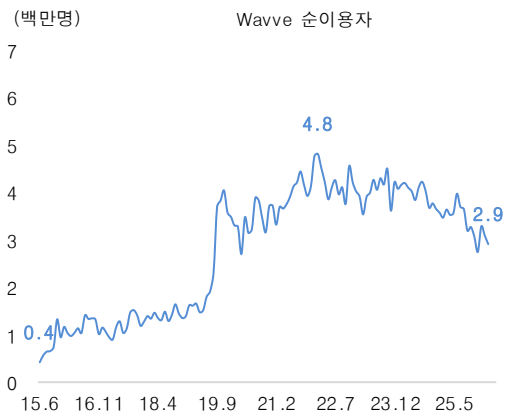
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,549만명(26.1월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wave 순이용자 290만명(26.3월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,882	10,456	1,353	1,391	1,444
매출원가	125	114	0	0	0
매출총이익	5,757	10,342	1,353	1,391	1,444
판매비와관리비	1,836	1,545	1,414	1,415	1,469
영업이익	3,921	8,797	43,825	54,457	57,562
영업외수익	66.7	84.1	3,240.3	3,915.8	3,986.3
EBITDA	4,024	8,880	-14	15	9
영업외손익	-67	710	-13	-13	-17
관계기업손익	30	743	0	0	0
금융수익	105	94	128	130	132
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-184	-141	-116	-114	-115
외환관련손실	8	13	8	8	8
기타	-18	13	-25	-29	-33
법인세비용차감전순이익	3,853	9,507	43,812	54,444	57,546
법인세비용	-184	-674	-2,191	-2,722	-2,877
계속사업순이익	3,669	8,833	41,621	51,722	54,668
중단사업순이익	-18	-15	0	0	0
당기순이익	3,651	8,819	41,621	51,722	54,668
당기순이익	62.1	84.3	3,077.4	3,719.1	3,785.9
비재계분순이익	-63	-5	-832	-1,034	-1,093
재계분순이익	3,714	8,824	42,454	52,756	55,762
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	257	62	62	62	62
포괄순이익	3,908	8,881	41,683	51,784	54,730
비재계분포괄이익	-67	-5	-834	-1,036	-1,095
재계분포괄이익	3,975	8,885	42,517	52,819	55,825

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	27,346	66,468	321,700	400,443	424,642
PER	2.9	5.5	2.3	1.8	1.7
BPS	140,137	208,172	530,362	927,895	1,353,281
PBR	0.6	1.8	1.5	0.9	0.6
EBITDAPS	29,631	66,890	-104	114	69
EV/EBITDA	2.6	5.4	NA	6,861.7	11,333.5
SPS	43,308	78,756	10,249	10,556	10,996
PSR	1.8	4.7	77.0	74.7	71.8
CFPS	-217	-31	282,731	361,572	386,334
DPS	0	0	1,520	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증/감	158.1	77.8	-87.1	2.8	3.8
영업이익 증/감	흑전	124.4	398.2	24.3	5.7
순이익 증/감	흑전	141.6	372.0	24.3	5.7
수익성					
ROIC	416.4	1,122.4	7,246.4	10,576.6	11,478.5
ROA	19.7	33.6	84.8	55.0	37.7
ROE	21.7	37.8	87.0	54.9	37.2
안정성					
부채비율	11.9	9.0	3.6	2.1	1.4
순차입금비율	-4.9	-4.4	-1.9	-1.1	-1.0
이자보상비율	229.0	568.8	2,809.5	3,514.2	3,739.4

자료: SK 스쿼어 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,703	2,255	2,224	2,286	2,649
현금및현금성자산	1,368	1,311	1,418	1,480	1,841
매출채권 및 기타채권	1,001	285	166	167	168
재고자산	42	15	2	2	2
기타유동자산	291	645	638	638	638
비유동자산	19,218	28,249	70,634	122,826	177,924
유형자산	170	153	129	113	102
관계기업투자지분	17,992	27,245	27,153	27,062	26,971
기타비유동자산	1,055	852	43,352	95,652	150,852
자산총계	21,921	30,505	72,858	125,113	180,573
유동부채	1,396	975	975	975	975
매입채무 및 기타채무	913	767	767	767	767
차입금	16	0	0	0	0
유동상채무	0	0	1	1	1
기타유동부채	468	208	208	208	208
비유동부채	939	1,547	1,546	1,546	1,545
차입금	0	0	-1	-1	-2
잔액증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	939	1,547	1,547	1,547	1,547
부채총계	2,336	2,521	2,521	2,521	2,520
자본부분	19,033	27,637	69,990	122,245	177,706
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	3,908	12,514	54,868	107,123	162,583
기타자본변동	9,199	9,196	9,196	9,196	9,196
비재계분	553	347	347	347	347
자본총계	19,585	27,983	70,337	122,592	178,053
순차입금	-950	-1,235	-1,343	-1,405	-1,767

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	190	387	35,229	44,890	47,831
당기순이익	3,651	8,819	41,621	51,722	54,668
비현금항목의 기입	-3,680	-8,823	-4,310	-4,087	-3,937
감가상각비	104	83	47	39	34
외환손익	-5	2	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3,778	-8,907	-4,358	-4,127	-3,972
자산부채의 증감	66	-47	58	-73	-74
기타현금흐름	154	438	-2,141	-2,672	-2,827
투자활동 현금흐름	90	30	-42,014	-51,814	-54,714
투자자산	-35	-305	-42,409	-52,209	-55,109
유형자산	-36	123	-23	-23	-23
기타	161	212	418	418	418
재무활동 현금흐름	-201	-419	-211	-412	-212
단기차입금	-31	-15	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-2	0	-200	0
기타	-167	-401	-211	-211	-211
현금의 증감	97	-58	108	61	361
기초 현금	1,271	1,368	1,311	1,418	1,480
기말 현금	1,368	1,311	1,418	1,480	1,841
NOPLAT	3,733	8,174	41,634	51,734	54,684
FCF	3,799	8,226	41,658	51,750	54,695

[Compliance Notice]

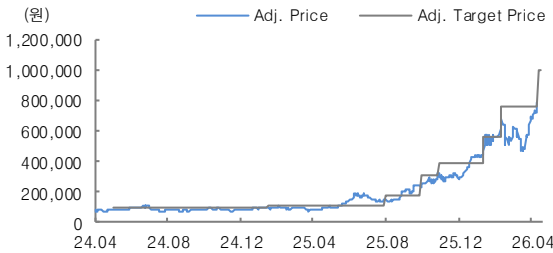
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.04.28	26.02.25	26.01.27	25.12.01	25.11.28	25.11.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	760,000	560,000	390,000	390,000	390,000
과다율(평균%)		(22.11)	(0.51)	(10.11)	(25.64)	(25.92)
과다율(최대/최소%)		3.82	15.54	21.28	(21.92)	(21.92)
제시일자	25.10.14	25.08.15	25.07.31	25.05.16	25.03.27	25.01.31
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	310,000	180,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)	(12.01)	(0.62)	28.85	5.35	(16.37)	(13.63)
과다율(최대/최소%)	4.03	37.22	26.64	74.73	(5.18)	(5.18)
제시일자	24.12.03	24.11.25	24.11.21	24.11.18	24.11.16	24.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	96,000	96,000	96,000	96,000	96,000	96,000
과다율(평균%)	(11.22)	(16.79)	(15.16)	(17.76)	(10.46)	(10.46)
과다율(최대/최소%)	4.90	(8.65)	(8.85)	(16.88)	11.15	11.15
제시일자	24.05.17					
투자의견	Buy					
목표주가	96,000					
과다율(평균%)	(7.54)					
과다율(최대/최소%)	11.15					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260425)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.1%	8.9%	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