

SK스퀘어 (402340)

프리미엄 확인하면 늦어!

- 24.11월 기업가치 제고계획 발표 후 상승률 +1,716%
- 하이닉스의 배당, 자사주, DR 등은 스퀘어의 주가 상승 및 현금 유입 수단
- KT의 DR 프리미엄 발생 사례 분석. 원주와 DR의 가격은 같아야 한다

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 2,100,000원으로 +12% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 30% 적용. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 36~77%, 평균 65%. NAV의 98%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 DR 프리미엄을 반영하여 목표주가 상향

SK하이닉스의 주가가 상승한다면, SK스퀘어의 주가도 상승

24.11월 기업가치 제고계획에서 NAV 할인율 50% 목표 제시 후 누적 상승률 SK스퀘어 +1,716%, SK하이닉스 +1,164%

25.11월 기업가치 제고계획 업데이트를 통해 NAV 할인율 30% 목표 제시 후 SK스퀘어 +483%, SK하이닉스 +311%

하이닉스의 배당, 자사주, DR 등은 스퀘어의 주가 상승 및 현금 유입 수단

KT의 DR 프리미엄 발생 사례 분석. 원주와 DR의 가격은 같아야 한다.

주: 이번 보고서는 SK하이닉스의 주가 전망에 대한 사항이 아님
통신주와 DR 프리미엄의 형성 과정도 다르기 때문에, 참고로만 활용

7/10 하이닉스의 DR이 상장되어 +13% 상승한 \$168에 첫 거래 마감
공모가 포함 DR 가격은 원주 대비 +15.5% 프리미엄 형성. 애프터 마켓에서 +2.5% 상승한 것을 감안하면, +18.3%의 프리미엄 형성

통신주의 경우 외인 한도(전기통신사업법상 총발행주식수의 49%) 소진시, 외인의 원주 매수 제한 및 내국인 원주 보유자의 DR 전환이 제한되어, DR 프리미엄 발생
00년 이후 KT는 7번, SKT는 5번 DR 프리미엄 발생
최근까지 DR 프리미엄이 형성되었던 KT 사례 분석(P3 참조)

DR 프리미엄이 형성된 후 프리미엄이 확대되는 과정에서 원주도 동반 상승
동기간 KT 주가는 +2 ~ +62% 상승
프리미엄이 형성된 시점부터 해소된 시점까지의 주가는 -15 ~ +30% 형성

원주보다 DR이 먼저 상승하면서 프리미엄이 형성되면 원주도 동반 상승
원주는 주가를 유지하거나 소폭 하락하고, DR이 크게 하락하면서 프리미엄 해소
또는, 원주와 DR이 동반 하락하되, DR이 더 크게 하락하면서 프리미엄 해소

통신주처럼 원주와 DR간의 전환이 자유롭고, 총발행주식수 내에서 외인 비중의 한도가 법적으로 정해져 있는 경우, DR 전환 물량이 남아있으면서 외인 한도의 소진이 임박한 경우 DR Squeeze 전략 실행 가능(P8 참조)

외인 한도에 대한 제약이 없더라도, 원주와 DR의 전환은 가능한데 DR 발행 한도가 소진되는 국면에서도 동일하게 DR Squeeze 전략 실행 가능할 것으로 판단

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

2,100,000

상향

현재주가

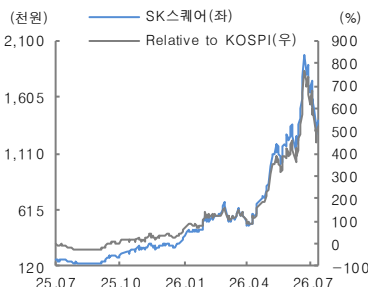
1,409,000

(26.07.10)

통신서비스업중

KOSPI	7475.94
시가총액	185,929십억원
시가총액비중	2.80%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	1,970,000원 / 135,200원
120일 평균거래대금	8,725억원
외국인지분율	45.53%
주요주주	SK 외 10 인 32.21% 국민연금공단 8.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.1	148.1	227.3	667.4
상대수익률	23.2	94.4	100.8	226.8



Contents

I	DR 움직임의 본질은 같다	3
II	기업가치 제고계획 우수 기업	10
III	Valuation	13

I. DR 움직임의 본질은 같다

KT의 DR 프리미엄 사례

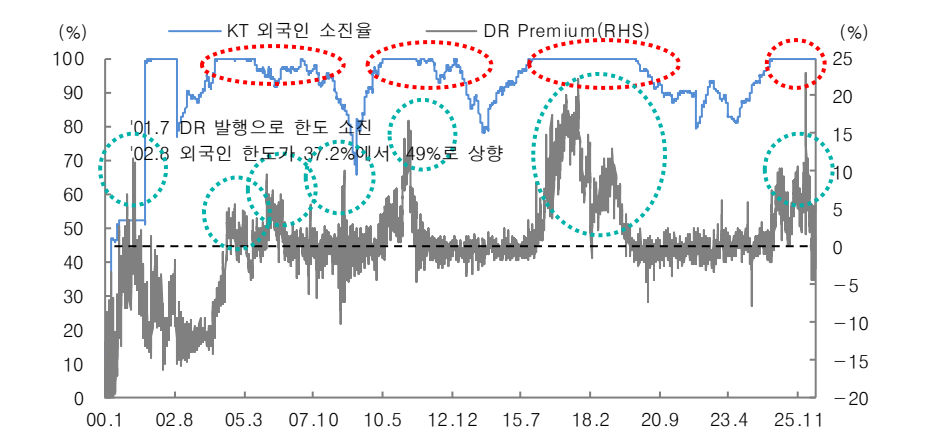
KT를 포함한 국내 통신사들은 전기통신사업법상 외국인 지분 한도가 발행주식 총수의 49%로 제한되어있다. KT는 99.5월, SKT는 99.6월에 DR을 발행/상장했고, DR의 발행한도는 각각 20%와 19%이며, 현재 발행물량은 각각 16%와 7%이다.

통신사 DR은 발행한도 내에서 원주와의 교환이 자유롭다. DR에 프리미엄이 발생하는 경우는 외국인의 원주와 DR 발행량을 합친 비중이 49%를 모두 소진하는 경우이다.

외인 한도가 소진되는 경우는 주로 이익이 개선되면서 주주환원이 증가하는 국면이고, 원주의 매수가 제한되다보니 DR을 매수하면서 프리미엄이 발생한다.

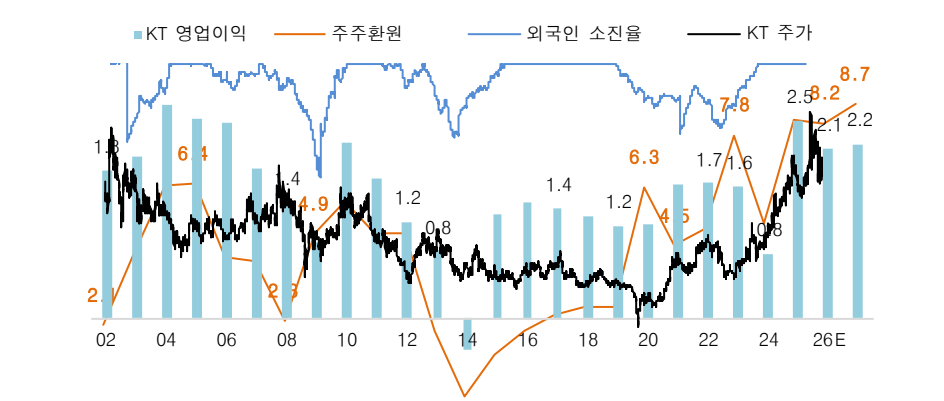
00년 이후 KT는 7번, SKT는 5번 프리미엄이 발생했다. 이 중 최근까지 DR 프리미엄이 형성되어있었던 KT의 사례를 분석해보자.

그림 1. KT의 DR 프리미엄 사례



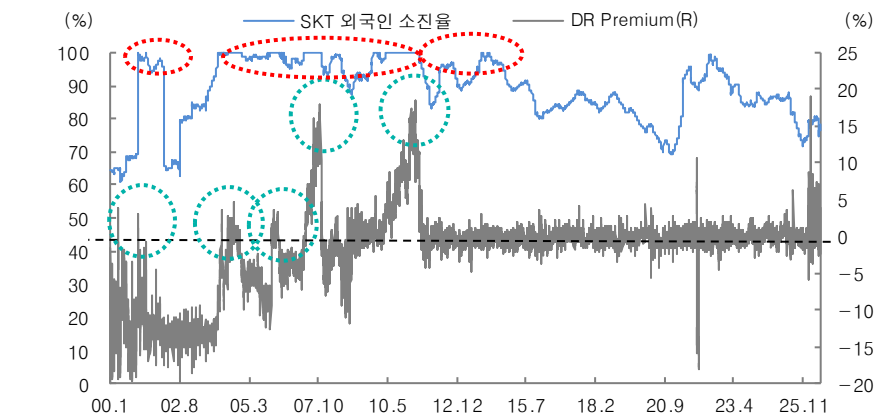
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. KT의 DR 프리미엄 사례. 이익개선, 주주환원 증가 구간에서 한도 소진 및 프리미엄



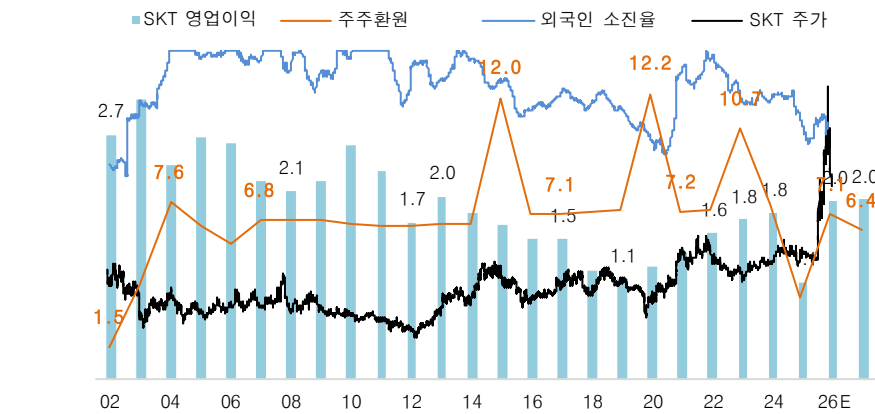
자료: KT, FnGuide, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. SKT의 DR 프리미엄 사례



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. SKT의 DR 프리미엄 사례. 이익개선, 주주환원 증가 구간에서 한도 소진 및 프리미엄



자료: SKT, FnGuide, 추정은 대신증권 Research Center

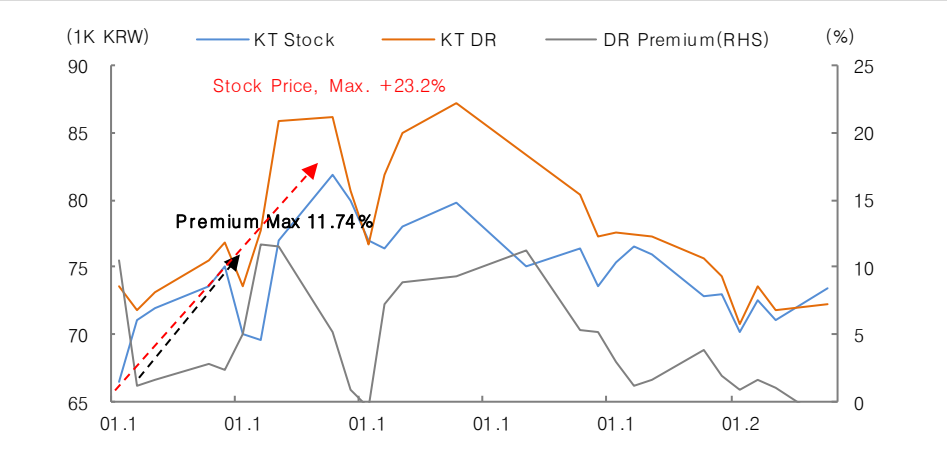
KT의 DR 프리미엄 사례. 프리미엄 형성 기간 동안 원주 상승

00년 이후 KT의 DR 프리미엄이 발생한 7번의 사례를 살펴보면, 프리미엄이 형성된 후 프리미엄이 확대되는 과정에서는 원주도 동반 상승했다. 물론, 그 당시의 시장 분위기에 따라 달라질 수는 있지만, 동기간 KT의 주가는 +2 ~ + 62% 상승했다.

프리미엄이 형성된 시점부터 해소된 시점까지의 주가는 -15 ~ +30%의 움직임을 보였다.

- 1) 원주보다 DR이 먼저 상승하면서 프리미엄이 형성되면 원주도 동반 상승
- 2-1) 원주는 주가를 유지하거나 소폭 하락하고, DR이 크게 하락하면서 프리미엄 해소
- 2-2) 원주와 DR이 동반 하락하되 DR이 더 크게 하락하면서 프리미엄 해소

그림 5. #1. 01.01.03~01.02.09. 프리미엄 최대 12%, 원주 최대 +23% 상승



자료: FnGuide, 대산증권 Research Center

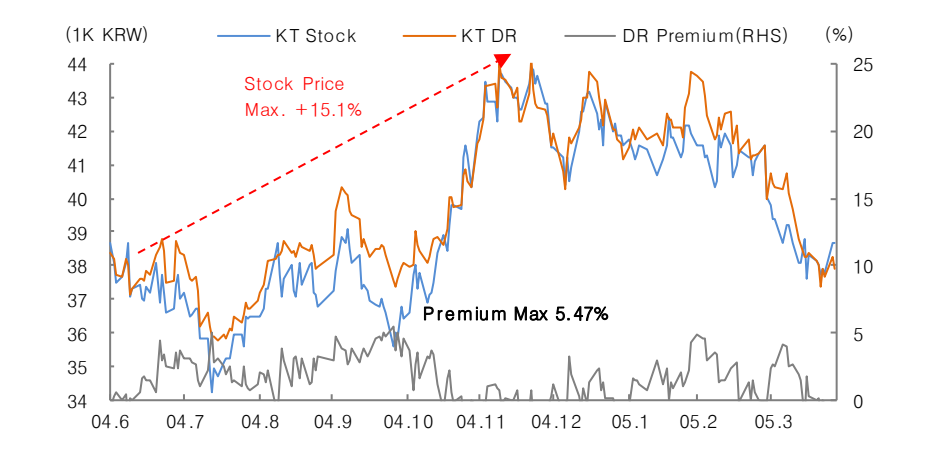
표 1. #1. 01.01.03~01.02.09

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	01.01.03	66,500		73,488	
프리미엄 끝	01.02.09	71,100	6.9	71,836	-2.3
프리미엄 최고	01.01.11	69,500	4.5	77,657	5.7
주가 최고	01.01.15	81,900	23.2	86,123	17.2

자료: 대산증권 Research Center

그림 6. #2. 04.07.01~05.04.19. 프리미엄 최대 5%, 원주 최대 +15% 상승



자료: FnGuide, 대산증권 Research Center

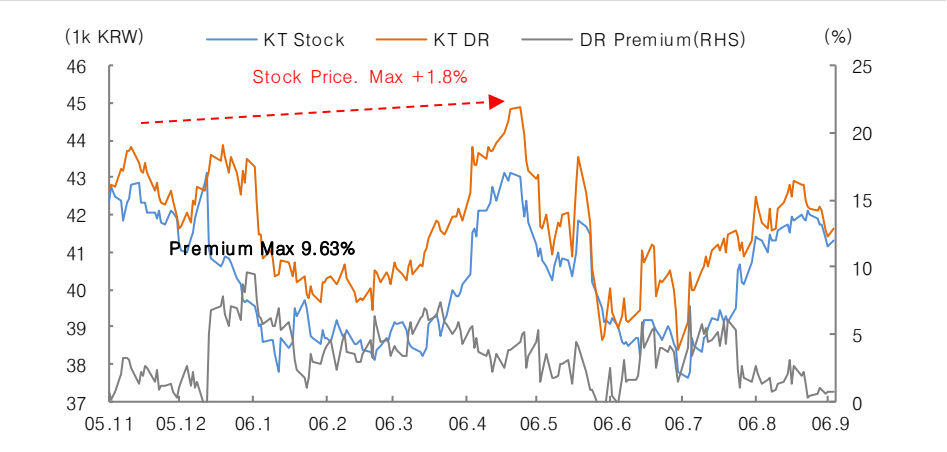
표 2. #2. 04.07.01~05.04.19

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	04.07.01	38,100		73,488	
프리미엄 끝	05.04.19	38,000	-0.3	71,836	-0.5
프리미엄 최고	04.10.25	35,600	-6.6	77,657	-1.8
주가 최고	04.12.22	43,850	15.1	86,123	13.2

자료: 대산증권 Research Center

그림 7. #3. 05.11.16~06.09.19. 프리미엄 최대 10%, 원주 최대 +2% 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

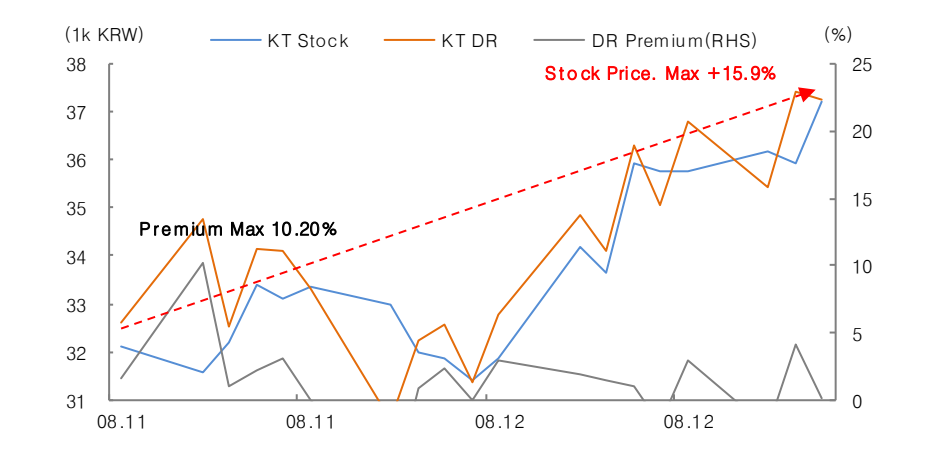
표 3. #3. 05.11.16~06.09.19

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	05.11.16	42,400		42,725	
프리미엄 끝	06.09.19	41,300	-26	41,608	-2.6
프리미엄 최고	06.01.13	39,700	-6.4	43,522	1.9
주가 최고	06.05.04	43,150	1.8	44,819	4.9

자료: 대신증권 Research Center

그림 8. #4. 08.11.21~08.12.17. 프리미엄 최대 10%, 원주 최대 +16% 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

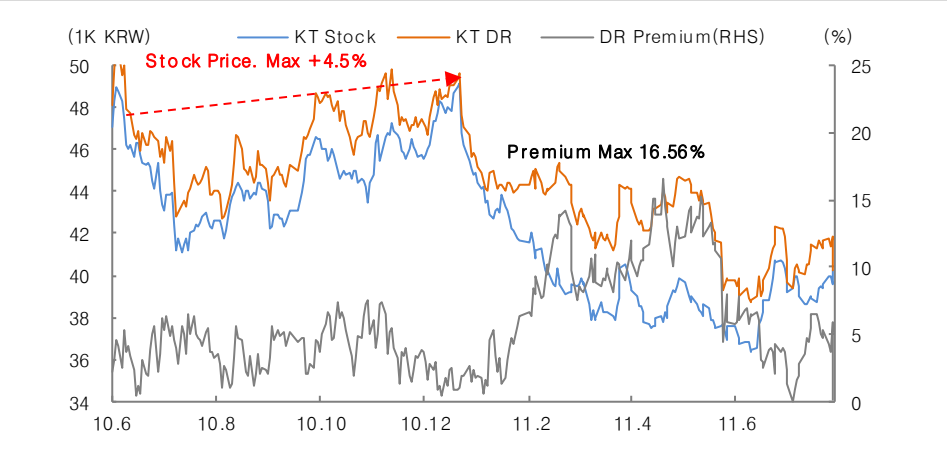
표 4. #4. 08.11.21~08.12.17

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	08.11.21	32,100		32,621	
프리미엄 끝	08.12.17	37,200	15.9	37,259	14.2
프리미엄 최고	08.11.24	31,550	-1.7	34,769	6.6
주가 최고	08.12.17	37,200	15.9	37,259	14.2

자료: 대신증권 Research Center

그림 9. #5. 10.06.08~11.08.04. 프리미엄 최대 17%, 원주 최대 +5% 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

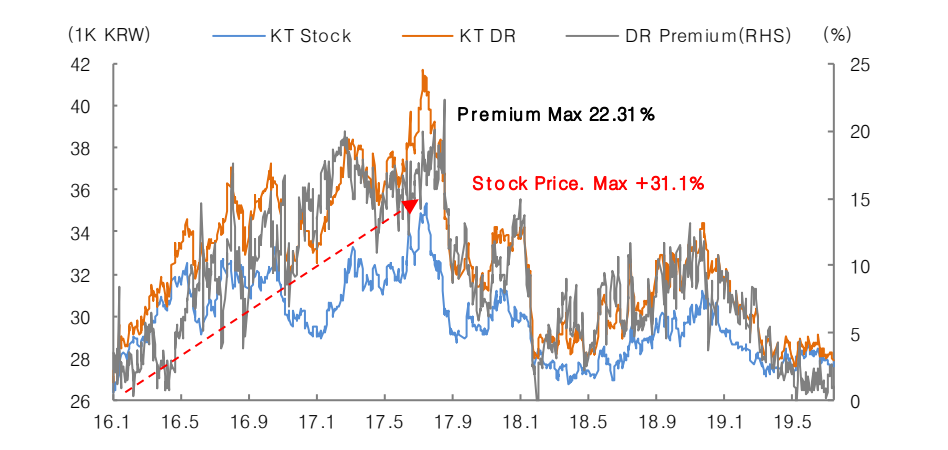
표 5. #5. 10.06.08~11.08.04

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	10.06.08	47,100		48,152	
프리미엄 끝	11.08.04	40,200	-14.7	40,260	-16.4
프리미엄 최고	11.04.26	37,800	-19.8	44,060	-8.5
주가 최고	10.12.28	49,200	4.5	49,685	3.2

자료: 대신증권 Research Center

그림 10. #6. 16.01.19~19.08.02. 프리미엄 최대 22%, 원주 최대 +31% 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

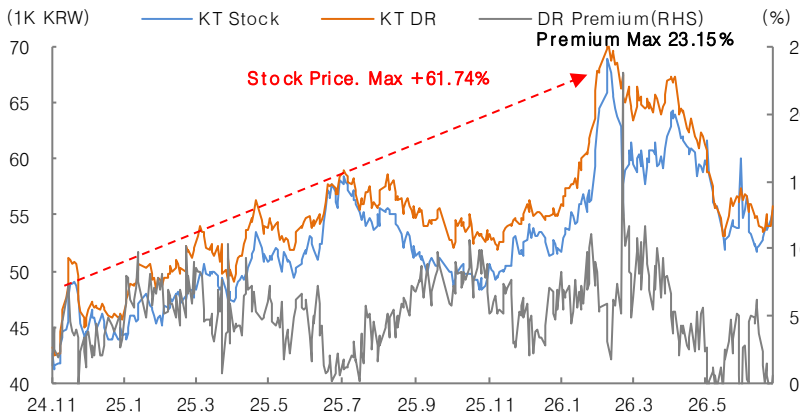
표 6. #6. 16.01.19~19.08.02

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	16.01.19	27,000		27,133	
프리미엄 끝	19.08.02	27,850	3.2	27,865	2.7
프리미엄 최고	17.09.04	30,050	11.3	36,755	35.5
주가 최고	17.08.02	35,400	31.1	41,386	52.5

자료: 대신증권 Research Center

그림 11.#7. 24.11.13~26.07.07. 프리미엄 최대 23%, 원주 최대 +62% 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 7. #6. 24.11.13~26.07.07

(원 %)

구분	일자	KT 주가	상승률	DR 주가	상승률
프리미엄 시작	24.11.13	42,600		43,126	
프리미엄 끝	26.07.07	55,500	30.3	55,810	29.4
프리미엄 최고	26.03.04	54,900	28.9	67,610	56.8
주가 최고	26.02.20	68,900	61.7	70,999	29.4

자료: 대신증권 Research Center

참고: DR Squeeze 전략. SKT 사례

만일 원주에서 DR로의 전환에 제약이 가해질 경우, DR과 원주간에 일물 일가의 법칙이 적용되지 않게되면서, 가격 차이가 발생할 수 있다. 가격 차이가 DR 프리미엄 발생으로 이어지게 된다면, DR Squeeze 전략을 통한 차익거래가 발생할 수도 있다. 아래는 SKT의 13.10월 사례이다.

표 8. SKT DR Squeeze 사례

(원 %, 주, \$)

일자	주가	증감	외인 비중	외인 보유 주식수	증감	공매도	DR	프리미엄	대차	상환
13.10.28	236,500	0.00	48.02	38,772,162	1,829	13,656	24.56	-0.83	26,237	
13.10.29	236,500	0.00	48.04	38,788,124	15,962	3,600	24.79	0.06	17,826	5,348
13.10.30	230,000	-2.75	48.50	39,158,510	370,386	370,572	24.09	-0.06	560,671	2,256
13.10.31	227,000	-1.30	48.79	39,394,418	235,908	228,323	24.48	2.95	1,260,634	300,328
13.11.01	233,500	2.86	48.99	39,559,171	164,753	86,311	24.78	1.31	108,166	285,807
13.11.04	231,500	-0.86	49.00	39,565,398	6,227	11,839	24.55	1.45	37,140	10,597
		Short			Volume	Volume			Long	
10.30~11.01		-4.05			606,294	598,895			2.89	
									Volume	Volume
									542,845	586,135

원주 Short 및 Short Cover, 원주의 DR 전환 및 DR 매도, 수익률 6.9%, 약 39억원 추정

자료: 대신증권 Research Center

13.10.29 기준 SKT의 외인 보유 지분은 48.04%로 한도 소진까지는 0.96%, 약 78만주 정도가 남아있었다. 10.30~31 이틀간 원주에 대한 외인 보유가 61만주 증가하면서 10.31 기준 지분을 48.79%로 한도가 거의 소진되었다. 같은 기간 공매도도 60만주 증가했다.

10.30~31 이틀간 SKT의 원주는 각각 -2.8%, -1.3%, 누적 -4.1% 하락했고, DR은 10.31 +3%의 프리미엄을 형성했다.

당사에서는 이를 DR Squeeze 전략이 적용된 사례로 판단한다.

Long: 원주를 DR로 전환하면서 외인 한도 소진 후 DR 프리미엄 발생

Short: 원주의 공매도로 인한 주가 하락 및 외인 한도 소진에 따른 일시적 추가 하락에 배팅

원주 하락시 DR도 같이 하락할 수 있으므로, DR 프리미엄은 바로 차익 실현 후, 원주 short cover 전략

10.30~31 공매도 후 11.1 Short Cover 했다면, Long-Short으로 최대 6.9%, 약 39억원의 Arbitrage가 발생한 것으로 추정된다.

즉, 통신주처럼 외인 한도에 대해 법적인 제약이 있는 경우, 외인 한도가 소진되면 원주와 DR 간의 전환이 원활히 이루어지지 못해서 가격의 괴리가 발생하는데, 많은 경우 DR에 프리미엄이 형성되기 때문에, 이를 사전에 예측한 차익거래가 발생한 것으로 판단한다.

외인 한도 소진시, DR Ceiling 대비 발행 한도가 남아있는 경우,

1) 내국인이 보유한 원주는 DR로 전환 불가. DR 발행 물량이 남아있다 하더라도, DR은 외인 지분이어서 추가 발행 불가

2) 외국인이 보유한 원주는 DR로 전환 가능

통신주처럼 원주와 DR간의 전환이 자유롭고, 총발행주식수 내에서 외인 비중의 한도가 법적으로 정해져 있는 경우, DR 전환 물량이 남아있으면서 외인 한도의 소진이 임박한 경우 DR Squeeze 전략의 실행이 가능하다.

외인 한도에 대한 제약이 없더라도, 원주와 DR의 전환은 가능한데 DR 발행 한도가 소진 되는 국면에서도 동일하게 DR Squeeze 전략은 실행 가능할 것으로 판단한다.

II. 기업가치 제고계획 우수 기업

하이닉스 보다 빠른 주가 상승. 할인율은 30%를 향해

〈자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령〉 제8조에 따라 주식형 펀드에 대해서는 단일 종목 편입 한도 10% 제한 기준이 적용된다. SK하이닉스의 주가 상승에 따라 25.10월 부터 하이닉스에도 이러한 기준이 적용되기 시작했다.

금융투자협회에서는 하이닉스 시총 비중을 월 1회씩 조정하고 있으나, 하이닉스의 급등에 따라 금투협이 제시하는 비중과 실제 하이닉스 시총 사이에는 괴리가 발생한다.

7/1에 공지한 시가총액 비중은 6월 평균 시총을 반영한 24.96%이나, 당일 하이닉스의 시총 비중은 27.7%였고, 전일 기준 하이닉스의 시총 비중은 26.2%이다. 하이닉스 실적 전망 상향에 따른 주가 급등이 지속되고 있기때문에, 8월초에 발표할 하이닉스 시총 비중은 여전히 하이닉스의 실제 시총 비중을 하회할 가능성이 높아서, 스퀘어의 대안 투자 매력은 지속될 것으로 전망한다.

SK스퀘어는 이러한 상황을 전략적으로 활용한 기업가치 제고 우수 기업이다.

기업가치 제고계획. 도전적인 목표 제시

스퀘어는 24.11.21 기업가치 제고계획을 발표했다. 주요 항목은 세 가지이다.

첫째, 27년까지 NAV 할인율 50% 이하. 당시 NAV 할인율은 3Q24 기준 65.1%였기 때문에, 상당히 도전적인 목표라고 볼 수 있다.

둘째, 25~27년 COE를 초과하는 ROE 실현. 3Q24 기준 COE는 약 13~14% 수준, ROE는 10.3%였다.

셋째, 27년까지 PBR 1배 이상. 3Q24 기준 PBR은 0.73배였다.

이를 위한 실행 계획으로, 이사회 중심의 기업가치 제고 실행, 명확한 기준에 따른 Capital Allocation, 예측가능한 주주환원 지속, Portfolio Value-up, 신규 투자 등을 제시했다. 특히, NAV 할인율 등 기업가치 제고 목표를 경영진 핵심 KPI로 도입하고 Incentive와 연계함으로써, NAV 할인율 축소에 중점을 뒀다.

24.11.21 기업가치제고계획 발표 이후 주가 상승률은 아래와 같다.

SK스퀘어 +1,716% vs. SK하이닉스 +1,164%

기업가치 제고계획 업데이트, 도전은 계속된다.

스퀘어는 25.11.25. 기업가치 제고계획을 업데이트하면서, 더 파격적인 목표를 제시했다.

주요 항목은 세 가지이다.

첫째, 28년까지 NAV 할인율 30% 이하. 당시 NAV 할인율은 3Q25 기준 52.7%였고, 6월 중에는 46.4%까지 형성되었었기 때문에, 기업가치 제고계획 발표 후 1년 만에 목표를 달성하고, 더 강화된 도전 목표를 제시한 셈이다.

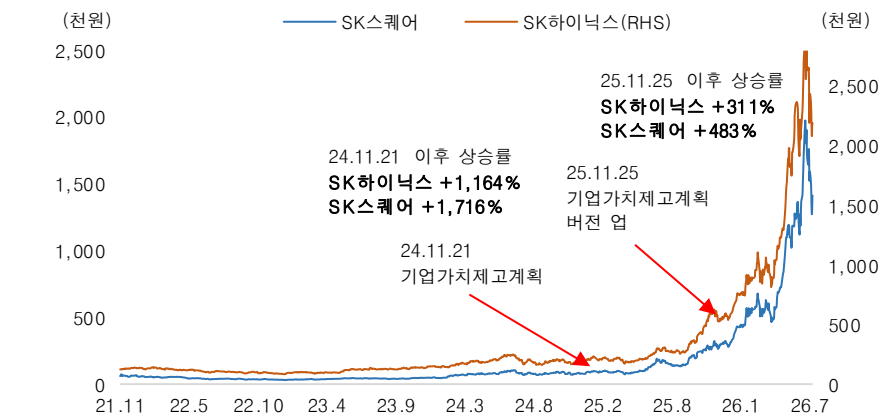
둘째, COE를 초과하는 ROE 실현 지속. 3Q25 기준 COE는 18~20% 수준, ROE는 33.7%였다.

셋째, 28년까지 PBR 1배 이상 유지. 3Q25 기준 PBR은 1.1배 였다.

25.11.25 기업가치제고계획 업데이트 이후 주가 상승률은 아래와 같다.

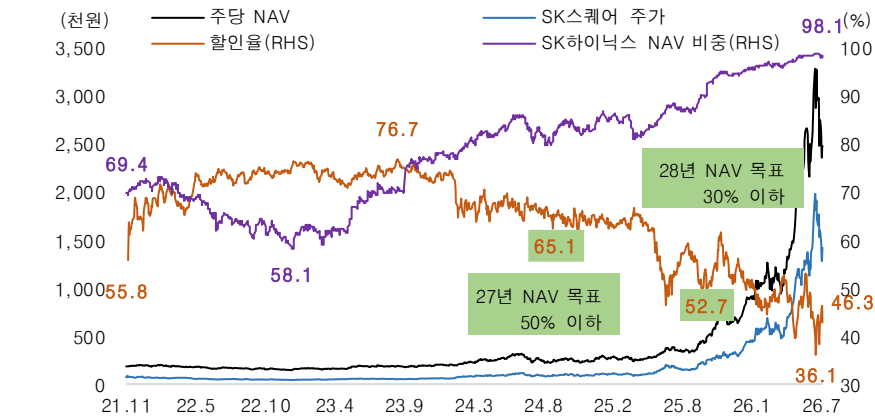
SK스퀘어 +483% vs. SK하이닉스 +311%

그림 12.기업가치 제고계획 발표 이후 주가 상승률



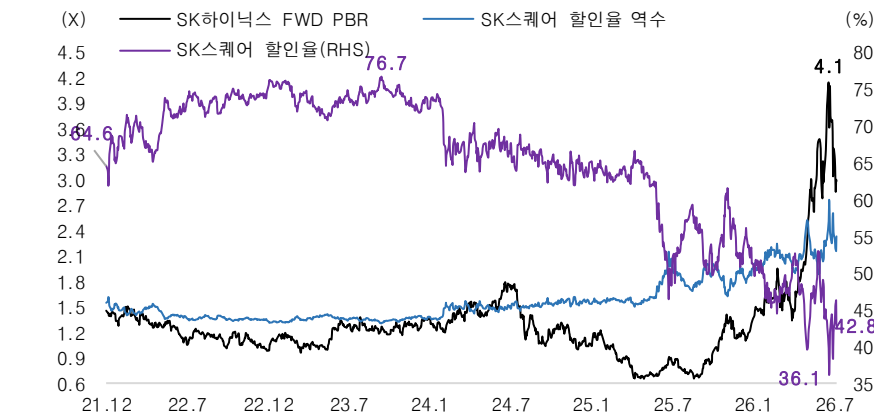
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 13.SK 스퀘어 주가, 주당 NAV, 하이닉스 NAV 비중, NAV 할인율



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 14.SK 스퀘어 할인을 vs. SK 하이닉스 12M FWD PBR



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주주환원의 업사이드는 열려있다.

동사는 23년 첫 주주환원을 시작한 이후 누적 7.1천억원의 주주환원을 실시했다.

공식적인 주주환원은 경상배당수입의 30% 이상과 투자 성과의 일부이나, 매년 주주환원율은 경상배당수입과 투자 성과의 50~60% 수준이다.

26년 주주환원은 첫 현금배당이면서 비과세 배당인 2천억원과 자사주 1.1천억원이다.

하이닉스로부터의 배당수입은 특별배당 포함 컨센서스 기준 26E 1.1조원, 27E 2.5조원이고 1Q26 기준 스퀘어의 보유 현금은 8천억원이다. 하이닉스의 DR 상장으로 스퀘어의 주주환원에 업사이드가 열렸다.

하이닉스의 주주환원 정책(24.11.27): 25~27년

1. 고정배당금 25% 상향. 주당 1,200원에서 주당 1,500원으로 상향
2. 정책기간 종료 후 추가 환원. 25~27년 발생하는 FCF의 50% 수준을 총재원으로 설정. 정책기간 종료 후 재무 건전성 목표 수준을 유지하는 범위 내에서 추가 환원 실행. 유의미한 수준의 FCF 창출이 예상될 경우 일부 조기 환원 여부를 검토

하이닉스는 DR을 통해 40조원대의 자금을 확보했다. 하이닉스가 추가 환원을 시행할 경우 스퀘어에는 주가 상승 및 현금 유입의 유인으로 작용할 수 있다.

- 1) 하이닉스의 배당은 스퀘어의 직접적인 현금 유입 및 주주환원의 재원
- 2) 하이닉스가 자사주 취득/소각을 시행할 경우, 하이닉스의 주가 상승에 따라 스퀘어의 주가도 동반 상승 전망
- 3) 하이닉스가 자사주 취득/소각을 시행할 경우, 스퀘어에 직접적인 현금 유입도 가능. 예를 들어, 하이닉스가 50조원 규모의 자사주 취득/소각을 시행할 경우 스퀘어의 지분율이 현재 20.0%에서 20.65%로 0.65%p 상승하기 때문에, 20%의 지분율만 유지하고자 한다면 약 10조원 규모의 하이닉스 지분 매각이 가능하다. 만일 하이닉스의 자사주 취득/소각 규모가 100조원일 경우는 20조원 수준의 지분 매각을 통한 현금 유입이 가능하다.

III . Valuation

NAV 의 98%를 차지하는 SK 하이닉스의 Valuation 과 연동

목표주가는 NAV에 할인율 30%를 적용했다. 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 36~77%, 평균 65%이다. NAV의 98%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 DR 프리미엄을 반영하여 목표주가를 상향했다.

7/10 SK하이닉스는 미국에 DR을 상장했고, 당일 주가는 +13% 상승했다. 공모가 프리미엄과 상승률을 감안하면 DR은 현재 원주 대비 +15.5%, 애프터 마켓에서 +2.5% 상승하 것을 감안하면 +18.3%의 프리미엄이 형성되어있다.

스퀘어의 NAV에서 하이닉스의 비중이 높고, 단일 종목 편입 한도 10% 제한 기준에 따라 스퀘어가 하이닉스에 대한 대안 투자의 성격이 높기 때문에, 스퀘어의 NAV에 대한 타겟 할인율을 하이닉스 목표주가의 타겟 PBR 할증/할인과 연동하여 제시하고 있다.

금융투자협회에서 발표한 26.7.1. 기준 하이닉스 비중은 전월 가중평균 비중인 24.96%. 당일 SK하이닉스의 시총 비중은 27.7%였고, 전일 기준 시총 비중은 26.2%이다.

컨센서스 기준 SK하이닉스의 목표 시총은 12M FWD BPS에 4.9배를 적용한 수준이고, PBR 4.9배는 12M FWD PBR 밴드 상단인 4.1배 대비 17% 할증이 적용된 수준이다.

스퀘어의 목표주가 산정을 위한 NAV 할인율을 밴드 하단인 36.1%에 17% 할인을 적용한 30%로 적용했다.

표 9. SK 스퀘어 NAV Valuation (억원 %, 천주, 원)

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 상장사 지분가치			3,822,080	98.4
SK 하이닉스	18,644,294	20.5	3,822,080	98.4 시가총액에 DR 프리미엄 20% 반영 후 보유 지분율 반영
C 비상장사 지분가치			42,050	1.1
SK 실더스	32,000	32.2	10,304	0.3 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티맵모빌리티	24,255	63.2	15,329	0.4 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	6,187	99.5	6,187	0.2 Book Value
기타			10,230	0.3
D 순차입금	-19,721		-19,721	0.5 1Q26 기준 순현금에 하이닉스 연간 예상 배당금 1.1조원 반영
E NAV			3,883,851	
발행주식수			131,774	
주당 NAV			2,947,355	
할인율			30	상장 이후 할인율 36%~77%, 평균 65%. 할인율 밴드 하단인 36% 대비 17% 추가 할인 적용
적정주가			2,063,149	
현재주가			1,409,000	
업사이드			46.4	

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

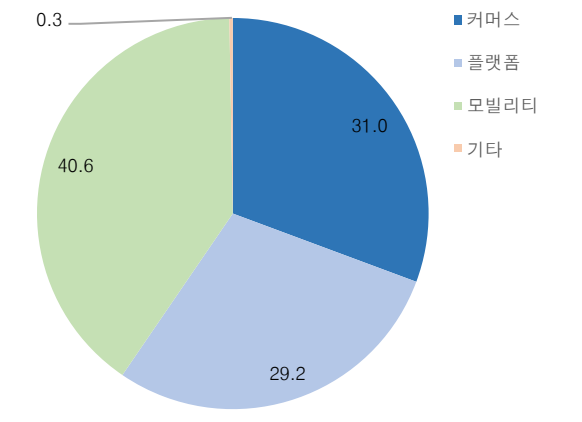
- 2025년 매출 14,115억원, 영업이익 87,974억원, 순이익 88,241억원
- 1Q26 기준 각 사업별 비중은 커머스 30%, 플랫폼 26%, 모빌리티 40%, 기타 5%
- 1Q26 기준 주요 주주는 (주)SK 외 10인 32.2%, 국민연금공단 8.8%

주가 코멘트

- 21.11월 SKT로부터 인적분할하여 신설법인으로 상장 후 주가 하락. 상장 초기에는 SKT와 디카플링, SK하이닉스와 카플링을 보여왔으나, 최근 주가는 SKT 및 SK하이닉스와 전반적인 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(1Q26)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

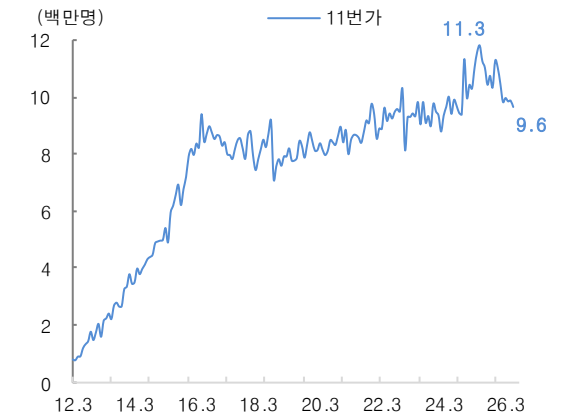
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



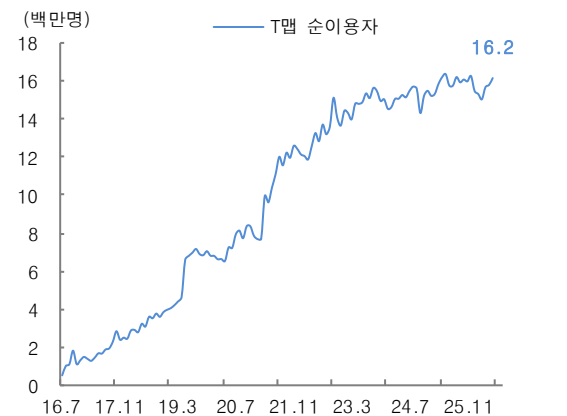
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 964만명(26.6월)



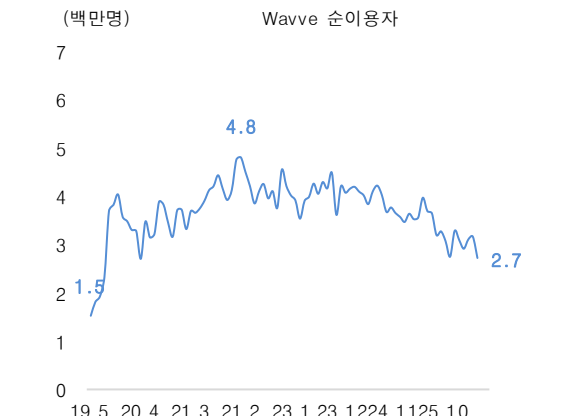
자료: 코리안블릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,616만명(26.6월)



자료: 코리안블릭, 대신증권 Research Center

WAVE 순이용자 271만명(26.7월)



자료: 코리안블릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,882	10,456	1,360	1,398	1,451
매출원가	125	114	0	0	0
매출총이익	5,757	10,342	1,360	1,398	1,451
판매비와관리비	1,836	1,545	1,444	1,426	1,480
영업이익	3,921	8,797	48,298	68,455	66,800
영업외수익	66.7	84.1	3,551.1	4,897.3	4,602.7
EBITDA	4,024	8,880	-37	11	5
영업외손익	-67	710	639	-13	-17
관계기업손익	30	743	650	0	0
금융수익	105	94	115	130	132
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-184	-141	-99	-114	-115
외환포함손실	8	13	8	8	8
기타	-18	13	-27	-29	-33
법인세비용차감전순이익	3,853	9,507	48,938	68,442	66,783
법인세비용	-184	-674	-2,555	-3,422	-3,339
계속사업순이익	3,669	8,833	46,383	65,019	63,444
중단사업순이익	-18	-15	0	0	0
당기순이익	3,651	8,819	46,383	65,019	63,444
당기순이익률	62.1	84.3	3,410.2	4,651.6	4,371.5
비재계분순이익	-63	-5	-762	-1,300	-1,269
재계분순이익	3,714	8,824	47,145	66,320	64,713
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	257	62	62	62	62
포괄순이익	3,908	8,881	46,444	65,081	63,506
비재계분포괄이익	-67	-5	-763	-1,302	-1,270
재계분포괄이익	3,975	8,885	47,207	66,383	64,776

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	27,346	66,468	357,246	503,397	492,807
PER	2.9	5.5	3.9	2.8	2.9
BPS	140,137	208,172	521,276	1,021,747	1,515,606
PBR	0.6	1.8	2.7	1.4	0.9
EBITDAPS	29,631	66,890	-280	84	39
EV/EBITDA	2.6	5.4	NA	8,877.1	8,390.7
SPS	43,308	78,756	10,306	10,610	11,052
PSR	1.8	4.7	136.7	132.8	127.5
CFPS	-217	-31	316,650	467,819	456,680
DPS	0	0	1,520	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증/감	158.1	77.8	-87.0	2.8	3.8
영업이익 증/감	흑전	124.4	449.0	41.7	-2.4
순이익 증/감	흑전	141.6	426.0	40.2	-2.4
수익성					
ROIC	416.4	1,122.4	7,966.7	13,292.3	13,317.7
ROA	19.7	33.6	94.1	65.1	39.2
ROE	21.7	37.8	97.8	65.2	38.8
안정성					
부채비율	11.9	9.0	4.4	2.3	1.5
순차입금비율	-4.9	-4.4	-47.1	-65.5	-71.7
이자보상비율	229.0	568.8	3,096.3	4,417.5	4,339.5

자료: SK 스쿼어 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,703	2,255	33,413	89,338	143,852
현금및현금성자산	1,368	1,311	32,607	88,532	143,044
매출채권 및 기타채권	1,001	285	167	167	168
재고자산	42	15	2	2	2
기타유동자산	291	645	638	638	638
비유동자산	19,218	28,249	38,784	48,676	58,574
유형자산	170	153	129	113	102
관계기업투자금	17,992	27,245	27,803	27,712	27,620
기타비유동자산	1,055	852	10,852	20,852	30,852
자산총계	21,921	30,505	72,196	138,015	202,426
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	2,084	2,083	2,082
차입금	0	0	-1	-1	-2
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	939	1,547	2,084	2,084	2,084
부채총계	2,336	2,521	3,059	3,058	3,058
자본계분	19,033	27,637	68,791	134,610	199,022
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	22	22	22
이익잉여금	3,908	12,514	59,558	125,377	189,789
기타자본변동	9,198	9,196	9,196	9,196	9,196
비재계분	553	347	347	347	347
자본총계	19,585	27,983	69,138	134,956	199,368
순차입금	-950	-1,235	-32,531	-88,457	-142,970

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	190	387	39,340	58,187	56,606
당기순이익	3,651	8,819	46,383	65,019	63,444
비현금항목의 가감	-3,680	-8,823	-4,595	-3,387	-3,475
감가상각비	104	83	47	39	34
외환손익	-5	2	1	1	1
자본법정이익	0	0	-650	0	0
기타	-3,778	-8,907	-3,993	-3,427	-3,510
자산부채의 증감	66	-47	58	-73	-74
기타현금흐름	154	438	-2,505	-3,372	-3,289
투자활동 현금흐름	90	30	-10,164	-9,514	-9,514
투자자산	-35	-305	-10,559	-9,909	-9,909
유형자산					-36
기타	161	212	418	418	418
재무활동 현금흐름	-201	-419	-6,101	-412	-212
단기차입금	-31	-15	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	0	-5,890	0	0
현금배당	-2	-2	0	-200	0
기타	-167	-401	-211	-211	-211
현금의 증감	97	-58	31,296	55,925	54,513
기초 현금	1,271	1,368	1,311	32,607	88,532
기말 현금	1,368	1,311	32,607	88,532	143,044
NOPLAT	3,733	8,174	45,777	65,032	63,460
FCF	3,799	8,226	45,801	65,048	63,470

[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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260709)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.3%	8.7%	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