

SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

유지

현재주가

100,800

(25.05.15)

통신서비스업중

적정 가치를 향해 순항 중

- NAV 대비 할인율은 62%로 4Q24의 65% 대비 할인율 개선
- 1Q25 매출 4천억원(-19% yoy), OP 1.7조원(+410% yoy)
- 당사 추정 25년 주주환원은 3.6~4.6천억원, 시총의 2.7~3.4% 수준

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용, 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 70%. 할인율 밴드 하단 적용

향후 SK스퀘어의 보유 포트폴리오 가치 상승과 자사주 취득/소각 등을 반영하여 할인율을 50%로 적용할 경우, 현재 NAV 기준 TP는 13만원까지 적용 가능

1Q25 Review: NAV 대비 할인율 62%

매출 4천억원(-19% yoy, -17% qoq), OP 1.7조원(+410% yoy, +0% qoq)
하이닉스 지분법 이익 증가와 보유 포트폴리오의 손익 개선

실적 개선과 주주환원 강화를 기반으로 할인율은 역대 최저 수준인 62%

주요 포트폴리오의 손익이 빠르게 개선되고 있어서, 기업가치 제고계획에서 제시한 27년 주요 포트폴리오 흑자 달성 및 할인율 50% 이하 달성 가능성 상승

11분기 OP 24년 -754억원(+504억원 yoy), 1Q25 -97억원(+98억원 yoy)

24.3월부터 오픈마켓 13개월 연속 월간 OP 흑자. 25년 EBITDA 흑자 목표

SK플래닛 OP 24년 23억원(+19억원 yoy), 1Q25 83억원(+113억원 yoy)

T맵 OP 24년 -434억원(+356억원 yoy), 1Q25 -94억원(+72억원 yoy)

MAU 1,486만명(+17만명 yoy). 25년 EBITDA 흑자 목표

웨이브 24년 OP -277억원(+527억원 yoy). 티빙과 합병을 위한 공정위의 기업결합심사 진행 중. 합병 OTT의 MAU는 1.1천만명, 경쟁 완화로 수익성 개선 전망

포트폴리오 손익 개선에 더해 꾸준히 증가하는 주주환원으로 할인율 축소

SK스퀘어의 주주환원 정책(23~25년): 경상 배당수입의 30% 이상과 Harvest 성과의 일부를 자사주 매입 후 전량 소각 또는 현금 배당. 누적 금액은 5.1천억원

23.3~23.9월 1.1천억원 취득, 23.10월 소각

23.8~24.3월 2천억원 취득, 24.4월 소각. SK윌더스 지분 일부 매각 관련

24.11~25.2월 1천억원 취득, 25.4월 소각

25.4~25.9월 1천억원 취득 후 소각 예정

25년 하반기 1.6~2.6천억원 취득 전망. SK윌더스 매각 대금 잔여분 관련

당사 추정 25년 주주환원은 기시행 포함 3.6~4.6천억원, 시총의 2.7~3.4% 수준

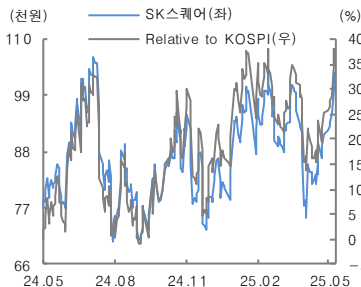
(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	작년추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	498	482	523	403	-19.2	-16.5	1,607	422	-9.9	4.8
영업이익	324	1,652	1,004	1,652	410.4	0.0	0	1,387	79.1	-16.0
순이익	345	1,492	969	1,648	377.7	10.4	0	1,346	81.7	-18.3

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2621.36
시가총액	13,360십억원
시가총액비중	0.62%
지분금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 70,400원
120일 평균거래대금	269억원
외국인지분율	52.15%
주요주주	SK 외 10 인 32.06% 국민연금공단 6.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.0	0.8	29.9	27.6
상대수익률	13.4	-0.4	19.8	32.9



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	1,709	1,804	1,905
영업이익	-2,340	3,913	6,289	6,084	6,061
세전순이익	-2,598	3,836	6,304	6,071	6,046
총당기순이익	-1,315	3,651	5,999	5,767	5,743
자배지분순이익	-1,287	3,714	6,089	5,883	5,858
EPS	-9,137	27,346	45,999	45,480	46,366
PER	NA	2.9	2.2	2.2	2.2
BPS	107,921	140,137	187,749	235,053	284,150
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE	-8.0	21.7	27.7	21.3	17.7

주: EPS와 BPS, ROE는 자배지분 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	2,183	2,343	1,709	1,804	-21.7	-23.0
판매비와 관리비	2,196	2,314	1,807	1,865	-17.7	-19.4
영업이익	5,251	5,975	6,289	6,084	19.8	1.8
영업이익률	240.6	255.0	368.0	337.2	127.5	82.2
영업외손익	-22	-13	16	-13	흑자조정	적자유지
세전순이익	5,229	5,962	6,304	6,071	20.6	1.8
자배지분순이익	5,067	5,777	6,089	5,883	20.2	1.8
순이익률	227.6	241.7	351.1	319.6	123.5	77.9
EPS(자배지분순이익)	38,280	44,661	45,999	45,480	20.2	1.8

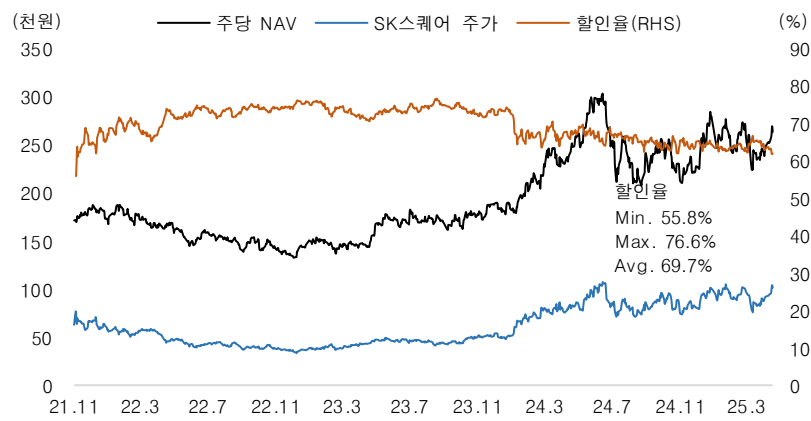
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

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

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 비상장사 지분가치			294,229	83.7
SK 하이닉스	1,459,645	20.1	293,389	83.4 시가총액에 보유 지분율 반영
드림어스 컴퍼니	1,105	38.7	500	0.1 시가총액에 보유 지분율 반영
인크로스	941	36.1	340	0.1 시가총액에 보유 지분율 반영
C 비상장사 지분가치			45,708	13.0
11번가	8,220	80.3	6,600	1.9 Book Value
SK 실더스	32,000	32.2	10,304	2.9 23.9월 지분 일부 매각 가치 반영
티맵모빌리티	24,255	60.1	14,577	4.1 22.8월 2천억원 유상증자 가치 반영
SK 플래닛	2,800	86.3	2,437	0.7 Book Value
기타			11,783	3.4
D 순채입금	(1.2)		(1.2)	3.6 1Q25 기준 순현금 4.4천억원에 SK 실더스 지분 일부 매각 대금 8.6천억원 중 잔여 대금 4.6천억원과 이자 수익 및 하이닉스 연간 배당금 2.4천억원 반영
E NAV			351,669	
발행주식수			131,199	25년 자사주 취득/소각 3.6~4.6천억원 반영한 주식수
주당 NAV			268,041	
할인율			60.0	상장 이후 할인율 55.8%~76.6%, 평균 70.0%, 할인율 밴드 하단인 60% 적용
적정주가			107,216	
현재주가			100,800	
업사이드			6.4	

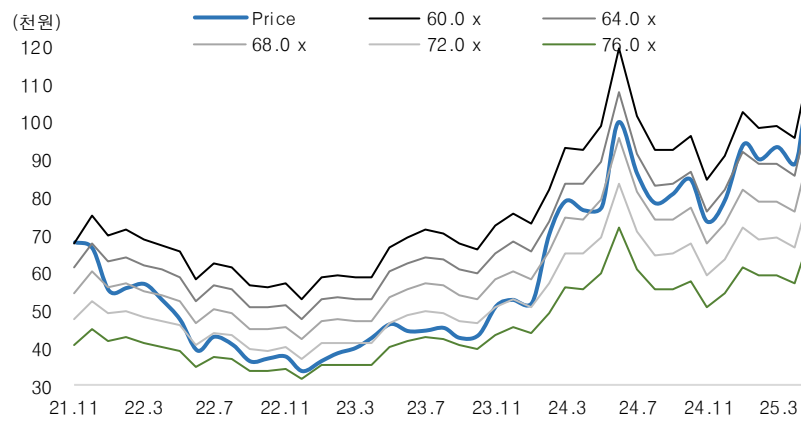
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK스퀘어 주당 NAV, 주가, 할인율. 할인율 55.8%~76.6%, 평균 69.7%



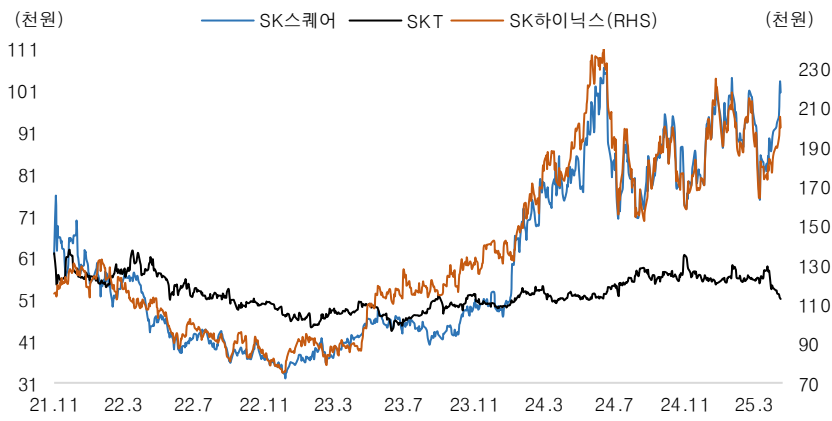
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK스퀘어 할인율 Band



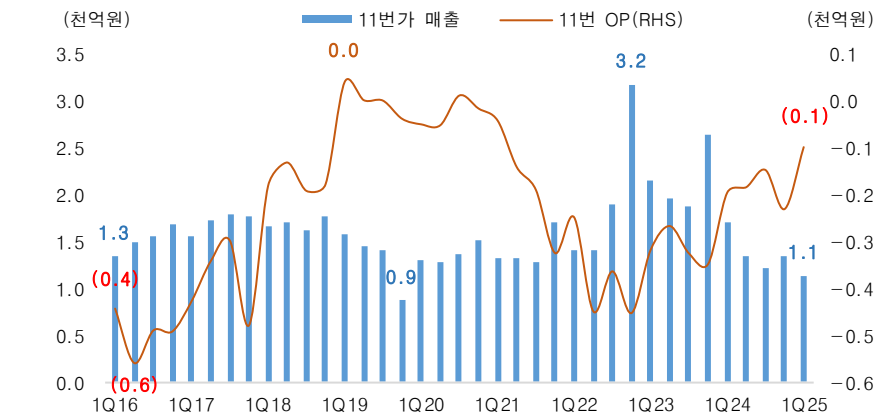
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 주가 비교: SK스퀘어, SKT, SK하이닉스



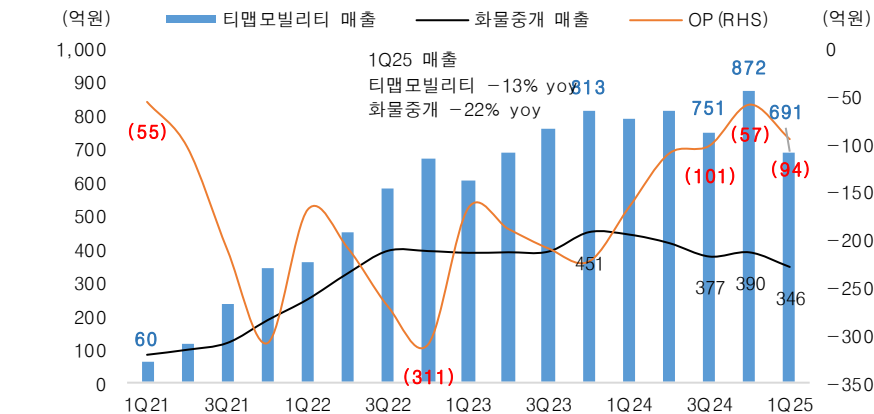
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 11 번가 적자폭 축소



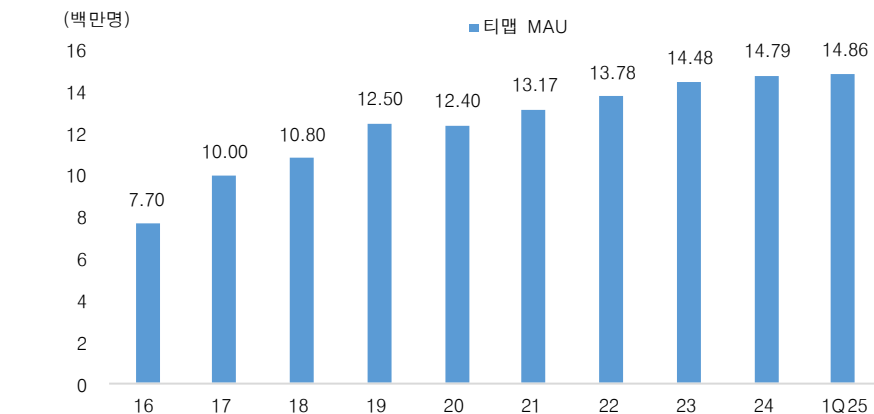
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 5. 티맵모빌리티 적자폭 축소



자료: SK스퀘어, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 티맵 MAU 증가



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

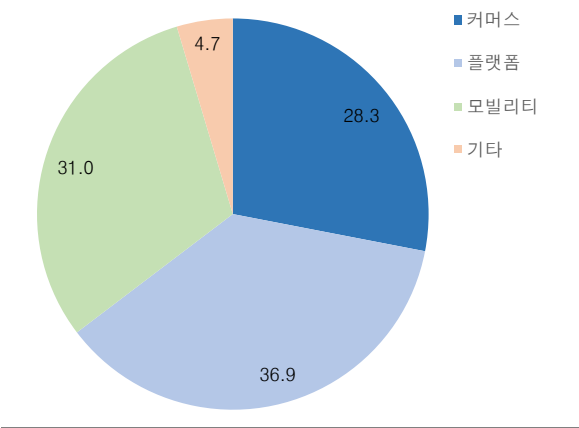
- 2024년 매출 19,066억원, 영업이익 39,126억원, 순이익 37,140억원
- 1Q25 기준 각 사업별 비중은 커머스 28%, 플랫폼 37%, 모빌리티 31%, 기타 5%
- 1Q25 기준 주요 주주는 (주)SK 외 10인 32.1%, 국민연금공단 6.8%

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 형성 후 변동성 확대
- 향후 주가는 NAV의 20%를 차지하는 주요 포트폴리오의 실적 개선이 진행되면서 적정 주가에 수렴할 것으로 전망

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

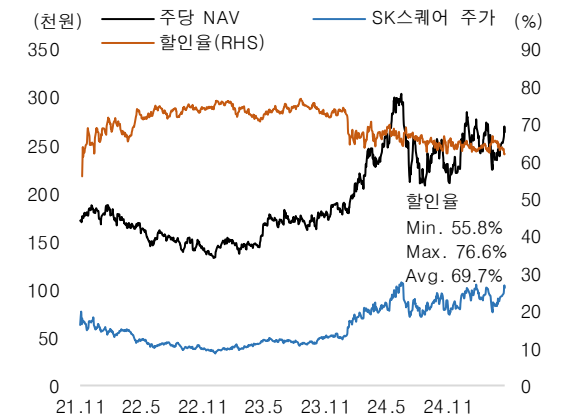
매출 비중(1Q25)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

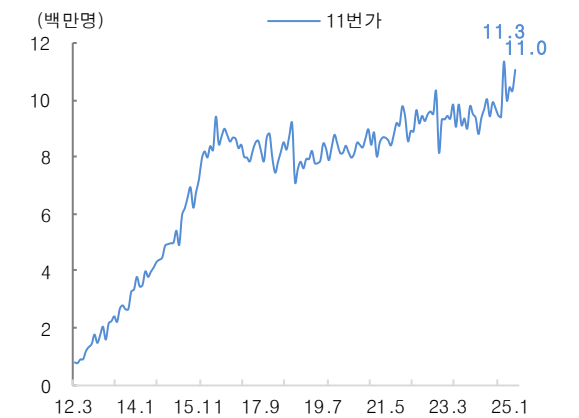
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



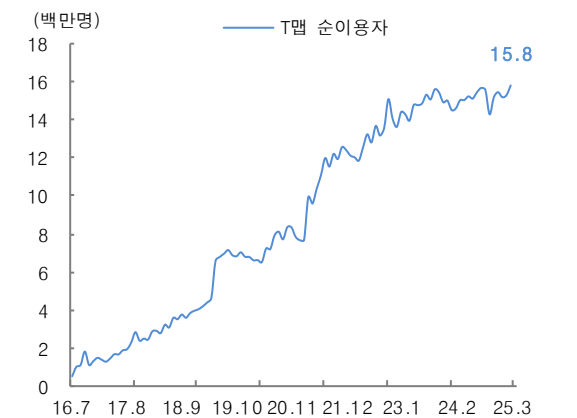
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 1,103만명(25.3월)



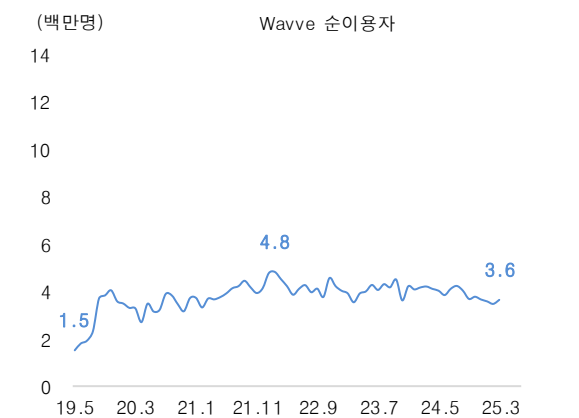
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,585만명(25.3월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

WAVE 순이용자 363만명(25.3월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	1,709	1,804	1,906
매출원가	2,055	125	0	0	0
매출총이익	224	6,013	1,709	1,804	1,906
판매비와관리비	2,564	2,101	1,807	1,865	1,914
영업이익	-2,340	3,913	6,289	6,084	6,061
영업외수익	-1027	637	3680	3372	318,1
EBITDA	-2,196	4016	-47	-15	34
영업외손익	-258	-77	16	-13	-15
관계기업손익	-34	30	16	0	0
금융수익	135	110	128	128	130
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-336	-187	-100	-116	-116
외환평가손실	12	9	6	6	6
기타	-24	-30	-28	-25	-29
법인세비용차감전순이익	-2,598	3,836	6,304	6,071	6,046
법인세비용	292	-185	-306	-304	-302
계속사업순이익	-2,305	3,651	5,999	5,767	5,743
중단사업순이익	990	0	0	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	5,999	5,767	5,743
당기순이익	-57.7	59.5	351.1	319.6	301.5
비자비자분순이익	-28	-63	-90	-115	-115
자비자분순이익	-1,287	3,714	6,089	5,883	5,858
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	42	257	257	257	257
포괄순이익	-1,273	3,908	6,256	6,024	6,000
비자비자분포괄이익	-30	-67	-94	-120	-120
자비자분포괄이익	-1,243	3,975	6,349	6,145	6,120

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-9,137	27,346	45,999	45,480	46,366
PER	NA	2.9	2.2	2.2	2.2
BPS	107,921	140,137	187,749	235,053	284,150
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	-15,591	29,572	-357	-115	269
EV/EBITDA	NA	2.6	NA	NA	-118.0
SPS	16,175	45,198	12,909	13,949	15,079
PSR	3.3	1.8	7.8	7.2	6.7
CFPS	336	-217	17,903	16,610	16,790
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-16.7	169.4	-72.2	5.6	5.6
영업이익 증/감	작전	흑전	60.7	-3.3	-0.4
순이익 증/감	작전	흑전	64.3	-3.9	-0.4
수익성					
ROIC	-84.9	415.4	833.8	920.8	924.4
ROA	-11.7	19.6	25.3	20.0	16.8
ROE	-8.0	21.7	27.7	21.3	17.7
안정성					
부채비율	136	11.9	9.1	7.5	6.3
순차입금비율	-5.8	-4.9	-27.1	-40.2	-49.1
이자보상비율	-283.1	223.1	361.1	361.4	372.7

자료: SK 스퀘어, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,289	2,703	8,477	14,019	19,503
현금및현금성자산	1,271	1,368	7,314	12,853	18,334
매출채권 및 기타채권	590	1,001	873	876	879
재고자산	113	42	12	12	13
기타유동자산	314	291	278	278	278
비유동자산	15,681	19,218	19,240	19,250	19,263
유형자산	243	170	155	145	139
관계기업투자금	13,758	17,992	18,029	18,049	18,069
기타비유동자산	1,681	1,055	1,055	1,055	1,055
자산총계	17,970	21,921	27,717	33,269	38,767
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
자본부분	15,202	19,033	24,851	30,404	35,902
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320	3,908	9,636	15,189	20,687
기타자본변동	8,955	9,198	9,289	9,289	9,289
비자비자분	615	553	553	553	553
자본총계	15,817	19,585	25,404	30,956	36,455
순차입금	-911	-950	-6,896	-12,435	-17,916

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	266	190	2,179	1,798	1,770
당기순이익	-1,315	3,651	5,999	5,767	5,743
비현금항목의가감	1,362	-3,680	-3,629	-3,619	-3,622
감가상각비	143	104	51	46	43
외환손익	1	-5	-4	-4	-4
자본법평가손익	0	0	-16	0	0
기타	1,218	-3,778	-3,660	-3,661	-3,661
자산부채의증감	63	66	53	-108	-108
기타현금흐름	156	154	-244	-243	-243
투자활동 현금흐름	284	90	37	53	53
투자자산	56	-35	-36	-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	5,946	5,539	5,481
기초 현금	1,002	1,271	1,368	7,314	12,853
기말 현금	1,271	1,368	7,314	12,853	18,334
NOPLAT	-2,076	3,724	5,983	5,780	5,758
FCF	-2,190	3,789	5,995	5,787	5,761

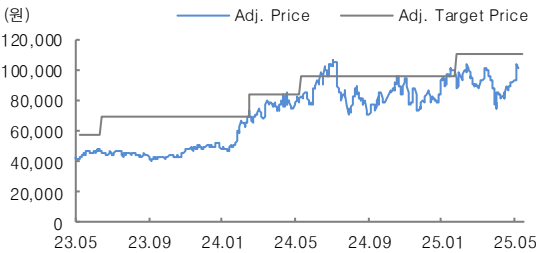
[Compliance Notice]

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	25.05.16	25.03.27	25.01.31	24.12.03	24.11.25	24.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	96,000	96,000	96,000
과다율(평균%)		(16.37)	(13.56)	(11.02)	(17.11)	(13.85)
과다율(최대/최소%)		(5.18)	(5.18)	4.90	(8.65)	(8.65)
제시일자	24.11.18	24.11.16	24.08.14	24.05.17	24.02.23	23.12.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	96,000	96,000	96,000	96,000	84,000	70,000
과다율(평균%)	(17.26)	(10.46)	(10.46)	(7.54)	(9.89)	(21.30)
과다율(최대/최소%)	(16.25)	11.15	11.15	11.15	1.79	4.14
제시일자	23.12.02	23.11.16	23.08.10	23.06.20	23.05.16	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	70,000	70,000	70,000	70,000	58,000	
과다율(평균%)	(35.01)	(35.74)	(36.46)	(35.24)	(21.12)	
과다율(최대/최소%)	(27.00)	(27.14)	(30.50)	(32.79)	(16.64)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250513)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	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