SK스퀘어 (402340)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

점진적 할인 개선 기대. 지분가치도 주목

BUY **TP 350,000원**

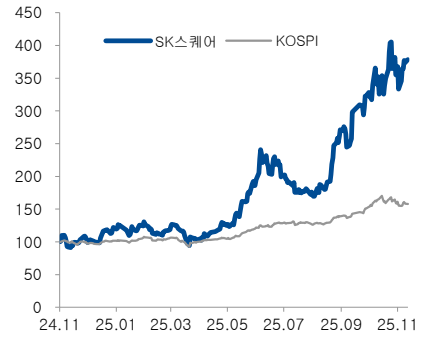
현재주가 (12/1)	302,000원
상승여력	15.9%
시가총액	40,027십억원
발행주식수	132,087천주
자본금/액면가	14십억원/100원
52주 최고가/최저가	323,500원/72,900원
일평균 거래대금 (60일)	151십억원
외국인 지분율	51.53%
주요주주 지분율	
SK외 10인	32.06%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	16.2	108.3	163.1
상대주가(%p)	21.7	67.0	81.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	45,337	48,355	243,000
After	57,765	89,939	351,000
Consensus	50,161	59,546	337,125
Cons. 차이	15.2%	51.0%	4.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY유지, TP 35만원으로 44% 상향. 증가한 NAV 반영, 목표할인율은 45% 유지. 1) 회사가 최근 NAV 할인율을 '28년까지 30% 이하로 축소하는 것을 골자로 한 신규 기업가치 제고 계획을 공시했고, 2) 기 취득한 자기주식의 소각 및 추가 1천억원 규모의 자기주식 취득도 결정했으며, 3) 연결종속회사 적자폭 축소되고 있으며 11번가 및 드림어스컴퍼니, 인크로스 등 보유지분 처분 통해 리밸런싱 꾸준히 진행하는 점에 기반하여 점진적으로 할인 개선 기대. 상장지분가치 증가 시 그만큼 도달 가능한 주가 눈높이 상향 가능. 꾸준한 관심으로 지켜볼 것을 추천. 현 NAV 대비 할인율은 52%수준

주요이슈 및 실적전망

- '24년 제시한 NAV 할인율 목표 50%를 금년 중 달성했던 바 있음. 최근 공시된 '25년 기업가치제고계획의 NAV 할인율 목표는 '28년까지 30% 이하. 또한 '26~'28년 COE(회사 제시 수치 18~20%)를 초과하는 ROE 실현 지속, '28년까지 PBR 1배 이상 유지하는 것도 제시된 목표. 추가 실행 방안으로 1천억원 규모 추가 자사주 매입과, 보유 자사주 45만주 소각을 발표함. 이사회 전문성/독립성 강화 위한 사외이사 추가 선임 계획
- 3Q25 연결 영업이익 2.65조원(+128% YoY, +89% QoQ). 대표 자회사가 견인한 지분법손익 증가에 기인. 제외 시 영업손실 145억원(+241억원 YoY, +489억원 QoQ). 모빌리티부문(티맵, FSK) 개선세 긍정적. 티맵모빌리티는 3Q25 MAU 1,531만명, 사상 최고치 기록했고 AI기반 장소 추천 서비스 이용자 수 증가에 따른 非 네비게이션 트래픽 YoY 49% 증가, 연간 EBITDA 흑전 전망 제시됨
- 4분기 중 지분 처분, 리밸런싱 지속. 드림어스컴퍼니 17% 303억원에 양도했고 인크로스 지분 전량도 양수도계약 체결된 상태. 11번가도 SK플래닛에 처분(3,810억원), 동사가 SK플래닛에 3,900억원 출자하며. 스파크플러스 등 4개사 지분도 299억원 규모로 SK플래닛에 출자 및 유상증자 진행. 11번가 장부가액은 3Q25 중 3,860억원으로 조정되어 있음(주주간 약정 포함된 권리들에 대한 파생금융부채도 3,557억원으로 증가)

주가전망 및 Valuation

- NAV 83.9조원에 목표 할인율 45% 반영하여 TP 상향. NAV 83.9조원, 상장지분가치 78.7조원, 비상장지분 4.5조원, 순현금 0.7조원
- 대표자회사 지분가치 증가함에 따라 상장지분가치가 10월초 53조원에서 현재 79조원으로 증가. 현 NAV에서 할인율이 45%로 축소된다면 TP 35만원 도달 가능하다는 계산

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,278	-2,340	-1,287	-2,196	-9,137	적전	NA	0.5	NA	-8.0	0.0
2024	6,138	3,913	3,714	4,016	27,346	흑전	2.9	0.6	2.6	21.7	0.0
2025F	9,900	8,004	7,669	8,085	57,765	111.2	5.2	1.5	4.8	33.6	0.0
2026F	14,224	12,361	11,880	12,422	89,939	55.7	3.4	1.0	3.1	36.6	0.0
2027F	15,198	13,327	12,845	13,374	97,247	8.1	3.1	0.8	2.8	28.8	0.0

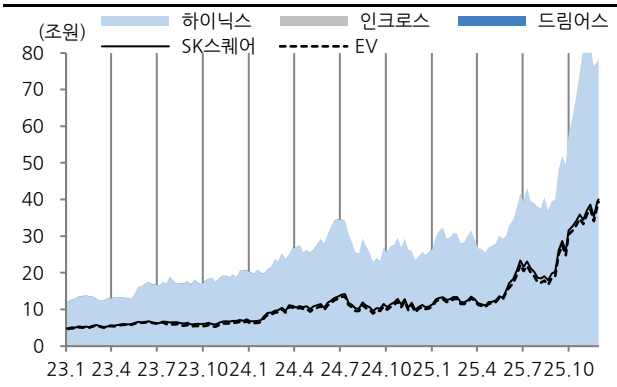
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 NAV 산출

(십억원, %)	지분율	시가총액	평가금액	비중	
영업가치			-	-	
상장자회사			**78,659**	**93.3**	**전일 종가**
SK하이닉스	20.1%	391,665	78,602	93.3	
드림어스컴퍼니	22.2%	119	26	0.0	11/28 지분 일부 처분, 지분율 하락
인크로스	36.1%	87	31	0.0	SK네트웍스에 주식양수도계약 체결
비상장자회사			**4,486**	**5.4**	**회사자료**
SK쉴더스			1,024	1.2	3Q23 last deal value
십일번가			-	-	3Q25 외부 기업가치평가 386bn. 4Q25 중 SK플래닛에 처분됨
티맵모빌리티			1,458	1.7	3Q22 last deal value
콘텐츠웨이브			258	0.3	3Q25 last deal value
원스토어(보통주)			421	0.5	1Q24 last deal value
SK플래닛			649	0.8	4Q25 last deal value : 유상증자 주당가액 역산
기타			662	0.8	IR 자료 기준. SK플래닛에 처분한 4개사 주식가액 29.9bn 단순차감
자기주식	-	-	-	-	**소각 추세 반영, 가산 x**
순차입금			**(729)**	**1.3**	**직전 별도 + 드림어스 매각대금, SK플래닛 출자금 가감**
NAV(십억원)			**83,859**	**100.0**	
목표할인율			45.0%		45% 유지
TP(원)			**350,000**		

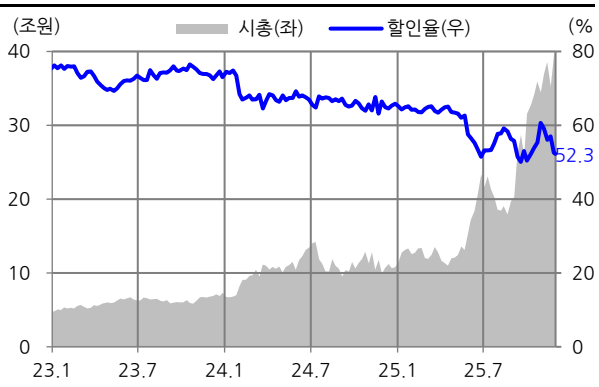
자료: 현대차증권

〈그림2〉 시가총액, EV vs. 상장지분가치



자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림3〉 시가총액 vs. NAV 대비 할인율



자료: 현대차증권

〈그림4〉 실적 추이

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F
연결영업수익	886	1,293	1,658	2,176	2,088	1,871	3,068	2,773	224	6,013	9,800
지분법손익	387	825	1,201	1,694	1,685	1,465	2,660	2,329	-2,053	4,107	8,139
하이닉스	407	873	1,218	1,696	1,715	1,480	2,664	2,334	-1,936	4,194	8,193
기타	-19	-49	-18	-2	-30	-15	-4	-4	-117	-87	-54
매출액	498	469	458	482	403	407	408	444	2,277	1,907	1,661
지주	0.12	0.12	0.12	0.30	0.39	0.39	0.39	0.39	0.48	0.66	1.57
커머스	171	135	122	134	114	110	105	121	866	562	449
플랫폼	167	161	168	169	149	137	155	161	724	665	602
모빌리티	148	155	145	146	125	150	139	143	615	594	556
기타	16	21	24	38	19	13	14	24	86	100	70
영업비용	562	518	496	524	435	470	422	468	2,564	2,101	1,796
연결영업이익	324	775	1,162	1,652	1,652	1,401	2,646	2,306	-2,340	3,913	8,004
- 지분법제외	-64	-50	-39	-42	-32	-63	-15	-24	-287	-194	-134
지주	369	808	1,185	1,679	1,672	1,451	2,646	2,315	-2,136	4,042	8,083
커머스	-19	-18	-15	-23	-10	-10	-9	-9	-126	-75	-38
플랫폼	-10	-6	-6	-5	3	-18	3	-6	-14	-27	-18
모빌리티	-13	-12	-5	-4	-10	-1	2	1	-69	-35	-8
기타	-2	1	5	6	-3	-21	4	5	-3	9	-14
당기순이익	333	729	1,129	1,459	1,612	1,447	2,482	2,127	-1,315	3,651	7,669
지배지분순익	345	741	1,137	1,459	1,612	1,447	2,482	2,127	-1,287	3,681	7,669

자료: SK스퀘어, 현대차증권

〈그림5〉 포트폴리오 리밸런싱 추진

WAVVE

- CJ ENM과 공동 투자를 통한 콘텐츠 경쟁력 강화로 글로벌 경쟁력을 갖춘 K-OTT로 도약

IDQ

- 양자보안 기업 IDQ (비상장사) 와 美 양자컴퓨팅 기업 IonQ (상장사)간 지분 교환

SK플래닛 + 11번가

- 양사 간 시너지를 통해 마일리지-커머스 플랫폼 경쟁력 강화
  플래닛: Anchor 커머스 확보를 통해 OK캐쉬백 revitalization. 11번가: AI/ data 기반 '인터랙티브 커머스'와 '맥락 커머스' 구현

티맵모빌리티

- 서울공항리무진, 굿서비스(법인대리), UT(택시), 캐롯손보(보험) 등 비핵심자산 매각
- 성장성과 수익성이 높은 data BM 중심 pivoting, AI / 자율주행 연계 본격화로 모빌리티 AI 기업으로 positioning 목표

드림어스컴퍼니, 인크로스

- 선택과 집중 관점의 rebalancing 진행중

자료: SK스퀘어, 현대차증권

〈그림6〉 리밸런싱 추진 주요 공시 내용 정리

공시일자	거래일자	금액(백만원)	내용
10 월 29 일	11 월 26 일	390,000	SK 플래닛에 유상증자 (주당 3,766 원)
	11 월 28 일	380,995	십일번가 보유주식 전량 SK 플래닛에 처분
10 월 29 일	11 월 26 일	29,875	SK 플래닛에 스파크플러스, 해긴, 코빗, 그린랩스 지분 출자. SK 플래닛은 해당 금액만큼 유상증자 (주당 3,766 원)
10 월 31 일	-	39,236	인크로스 36.1% 전량 SK 네트웍스에 주식양수도 계약 체결 - 거래종결일에 매매대금 전액 지급 - 거래종결일은 계약서 상 선행조건 충족된 날로부터 5 영업일 되는 날 또는 당사자들 합의 - 처분내역은 거래 진행상황 및 당사자간 합의로 변경될 수 있음
10 월 31 일	11 월 28 일	30,349	드림어스컴퍼니 지분 17.3% 주식회사 비마이프렌즈에 양도 - 10/30 계약금 지급, 11/28 잔금 지급. 11/28 거래 종결

자료: DART, 현대차증권

〈그림7〉 '25.11 기업가치제고계획 공시

'25년 기업가치제고 목표 설정
- '24년 국내기업 최초로 제시한 NAV 할인율 목표 조기 달성 예상, 글로벌 수준의 새로운 목표 제시
1) 2028년까지 NAV 할인율 30% 이하 ('25.3Q NAV 할인율 52.9%)
2) '26~'28년 COE를 초과하는 ROE* 실현 지속 ('25.3Q LTM 기준 ROE 33.7%) *SK스퀘어 COE 18~20%
3) '28년까지 PBR 1배 이상 유지 ('25.3Q LTM 기준 PBR 1.1배)

자료: SK스퀘어, 현대차증권

〈그림8〉 '25.11 기업가치제고계획 목표 추가 실행 계획

기존 실행 방안('24년 발표 내용)	추가 실행 방안
1) 이사회 중심 기업가치 제고계획 수립 및 실행 - NAV할인율을 경영진 핵심 KPI로 설정, 이사회 전문성/독립성 강화	**1) '25.11월 1천억원 규모 추가 자사주 매입 및 기 보유 자사주 45만주 소각**
2) 명확한 기준에 따른 capital allocation - 투자수익성 고려 최적 배분, 고 NAV할인율 상황에서는 자사주 매입/소각 확대	
3) 일관성 있고 예측가능한 주주환원 지속 - 低 평가된 자사주 매입/소각을 통해 주당 가치 제고	
4) Portfolio value-up - Operation improvement를 통한 수익성 강화	**2) 이사회 전문성/독립성 강화를 위한 사외이사 추가 선임**
5) 신규 투자 - 반도체 AI 영역에서 미래 핵심 성장 기회 발굴	

자료: SK스퀘어, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	9,900	14,224	15,198
증가율 (%)	-19.9	169.4	61.3	43.7	6.8
매출원가	2,055	125	100	80	64
매출원가율 (%)	90.2	2.0	1.0	0.6	0.4
매출총이익	224	6,013	9,800	14,144	15,134
매출이익률 (%)	9.8	98.0	99.0	99.4	99.6
증가율 (%)	-91.8	2,584.4	63.0	44.3	7.0
판매관리비	2,564	2,101	1,796	1,783	1,807
판관비율(%)	112.6	34.2	18.1	12.5	11.9
EBITDA	-2,196	4,016	8,085	12,422	13,374
EBITDA 이익률 (%)	-96.4	65.4	81.7	87.3	88.0
증가율 (%)	적전	흑전	101.3	53.6	7.7
영업이익	-2,340	3,913	8,004	12,361	13,327
영업이익률 (%)	-102.7	63.8	80.8	86.9	87.7
증가율 (%)	적전	흑전	104.5	54.4	7.8
영업외손익	-225	-107	-64	-166	-140
금융수익	135	110	102	122	149
금융비용	336	187	223	227	228
기타영업외손익	-24	-30	57	-61	-61
종속/관계기업관련손익	-34	30	0	0	0
세전계속사업이익	-2,598	3,836	7,941	12,195	13,186
세전계속사업이익률	-114.0	62.5	80.2	85.7	86.8
증가율 (%)	적전	흑전	107.0	53.6	8.1
법인세비용	-292	185	272	315	341
계속사업이익	-2,305	3,651	7,669	11,880	12,845
중단사업이익	990	0	0	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	7,669	11,880	12,845
당기순이익률 (%)	-57.7	59.5	77.5	83.5	84.5
증가율 (%)	적전	흑전	110.1	54.9	8.1
지배주주지분 순이익	-1,287	3,714	7,669	11,880	12,845
비지배주주지분 순이익	-28	-63	0	0	0
기타포괄이익	42	257	80	0	0
총포괄이익	-1,273	3,908	7,749	11,880	12,845

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,289	2,703	2,990	3,321	3,359
현금성자산	1,271	1,368	1,705	1,995	1,960
단기투자자산	104	203	223	320	342
매출채권	237	177	172	167	162
재고자산	113	42	68	98	105
기타유동자산	403	902	812	731	781
비유동자산	15,681	19,218	26,866	38,922	51,951
유형자산	243	170	191	153	128
무형자산	513	477	455	433	411
투자자산	14,302	18,403	26,054	38,171	51,248
기타비유동자산	623	168	166	165	164
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	17,970	21,921	29,857	42,242	55,310
유동부채	1,381	1,396	1,434	1,838	1,939
단기차입금	47	16	16	16	16
매입채무	96	84	88	93	97
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,238	1,296	1,330	1,729	1,826
비유동부채	773	939	1,212	1,514	1,836
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	0	0	0	0
장기금융부채	173	158	158	158	158
기타비유동부채	599	781	1,054	1,356	1,678
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,153	2,336	2,646	3,352	3,775
지배주주지분	15,202	19,032	26,658	38,337	50,983
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
자본조정 등	8,754	8,807	8,683	8,483	8,283
기타포괄이익누계액	201	391	471	471	471
이익잉여금	320	3,908	11,577	23,457	36,302
비지배주주지분	615	553	553	553	553
자본총계	15,817	19,585	27,211	38,890	51,536

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	266	190	343	586	191
당기순이익	-1,315	3,651	7,669	11,880	12,845
유형자산 상각비	143	104	81	61	47
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	-5	-4	-4	-5
운전자본의 감소(증가)	63	66	373	755	364
기타	1,374	-3,626	-7,776	-12,106	-13,060
투자활동으로인한현금흐름	20,231	20,241	20,251	20,261	20,271
투자자산의 감소(증가)	1,332	-3,865	-7,650	-12,117	-13,077
유형자산의 감소	9	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-237	-39	-22	-22	-22
기타	19,127	24,142	27,923	32,400	33,370
재무활동으로인한현금흐름	-281	-201	-117	-193	-193
차입금의 증가(감소)	-1,761	-15	0	0	0
사채의증가(감소)	-266	0	0	0	0
자본의 증가	-1,000	0	0	0	0
배당금	-38	-2	0	0	0
기타	2,784	-184	-117	-193	-193
기타현금흐름	0	18	-7	-8	-16
현금의증가(감소)	269	97	337	289	-35
기초현금	1,002	1,271	1,368	1,705	1,995
기말현금	1,271	1,368	1,705	1,995	1,960

(단위:원, 배, %)

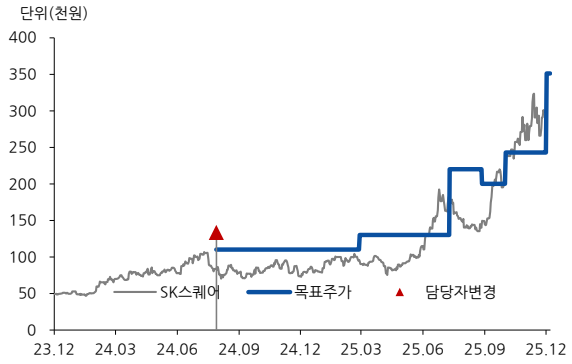
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-9,334	26,879	57,765	89,939	97,247
EPS(지배순이익 기준)	-9,137	27,346	57,765	89,939	97,247
BPS(자본총계 기준)	113,803	145,346	206,006	294,430	390,163
BPS(지배지분 기준)	109,381	141,243	201,820	290,244	385,977
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	3.0	5.2	3.4	3.1
P/E(지배순이익 기준)	NA	2.9	5.2	3.4	3.1
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.5	1.5	1.0	0.8
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.6	1.5	1.0	0.8
EV/EBITDA(Reported)	NA	2.6	4.8	3.1	2.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	114.9	55.7	8.1
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	111.2	55.7	8.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-8.0	20.6	32.8	35.9	28.4
ROE(지배순이익 기준)	-8.0	21.7	33.6	36.6	28.8
ROA	-6.6	18.3	29.6	33.0	26.3
안정성 (%)					
부채비율	13.6	11.9	9.7	8.6	7.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	223.1	451.9	556.0	576.4

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	110,000	-24.20	-8.45
2025.01.29	AFTER 6M	110,000	-12.50	-5.18
2025.02.27	BUY	130,000	-13.34	47.85
2025.07.11	BUY	220,000	-32.50	-18.95
2025.08.28	BUY	200,000	-7.33	10.00
2025.10.02	BUY	243,000	14.10	33.13
2025.12.02	BUY	350,000		

▶ 최근 2년간 SK스퀘어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김한이의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.3%
보유	17건	10.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.