SK스퀘어 (402340)

이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

엄마는 우리 아들 믿어

투자의견 BUY, 목표주가 84만원 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 840,000원으로 상향한다. 자회사 SK하이닉스의 지분가치 상승분을 반영했다. 동사는 기존 제시했던 목표인 NAV 할인율 50%를 조기 달성했고 28년 NAV 할인율을 30% 이하로 축소하는 목표를 다시 한번 제시했다. 비핵심 자산 유동화가 의미있게 진행되고 있으며, 적극적인 주주환원이 이어지며 주당가치 제고 흐름이 지속될 것으로 예상돼 주가 상승 여력은 충분하다고 판단한다. 목표주가는 상장 자회사 가치 151.8조원, 비상장 자회사 가치 4.4조원에 순현금 0.8조원을 합산해 목표 할인율 30%를 적용해 산출했다.

자회사 실적 개선 흐름 지속

25년 매출액은 1.4조원(-14.4% YoY), 영업이익은 8.8조원(+124.4% YoY)을 기록했다. SK하이닉스 중심의 지분법이익이 8.9조원(+117.5% YoY)을 기록한 가운데, 주요 포트폴리오의 영업이익 적자폭이 크게 개선됐다. SK하이닉스는 AI 중심으로 메모리 수요 강세가 이어지며 역대 최대 연간 실적을 달성했다. 티맵모빌리티는 Mobility Data 매출액이 957억원(+36% YoY) 증가하며 EBITDA 44억원(24년 -355억원) 흑자전환 했다. 26년에도 Mobility Data의 고성장이 지속되며 EBITDA 개선세가 이어질 전망이다. 11번가는 영업이익 -396억원(24년 -754억원)으로 적자폭이 크게 개선됐다. 특히 오픈마켓은 연간 영업이익이 흑자로 돌아선 것으로 파악된다. 26년에도 글로벌 파트너십 기반의 외형성장이 지속될 것이다.

주주환원 기대감 유효

업종 내 가장 적극적인 주주환원이 지속될 것이다. 25년 11월 자사주 45.4만주를 소각했고, 추가로 2월까지 자사주 1,000억원(18.4만주) 추가 취득했다. 1월 인크로스 지분 매각(392억원), SK하이닉스 배당금 유입을 감안한다면 주주환원 재원이 지속적으로 확대될 전망이다. 차기 주주환원 정책은 최소 기존 수준 이상을 제시할 것으로 기대된다.

BUY (M)

목표주가	840,000원 (U)
현재주가 (2/27)	645,000원
상승여력	30%

시가총액	851,962억원
총발행주식수	132,087,115주
60일 평균 거래대금	2,583억원
60일 평균 거래량	554,738주
52주 고/저	679,000원 / 75,200원
외인지분율	50.19%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 10 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	36.4	114.3	582.5
상대	11.0	36.8	186.6
절대 (달러환산)	37.0	118.0	584.1

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	-5,669	적전	적전	1,609	-452.5
영업이익	3,098	87.6	17.1	2,353	31.7
세전계속사업이익	3,778	145.9	48.3		
지배순이익	3,457	131.7	39.1	2,196	57.4
영업이익률 (%)	-54.7	적전	적전	146.3	-201.0 %pt
지배순이익률 (%)	-61.0	적전	적전	136.5	-197.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,278	6,138	1,412	1,473
영업이익	-2,340	3,913	8,797	31,096
지배순이익	-1,287	3,714	8,999	29,550
PER	-4.7	2.9	5.4	2.9
PBR	0.4	0.5	1.9	1.6
EV/EBITDA	-2.6	2.6	3,873.2	452.4
ROE	-8.0	21.7	40.8	74.2

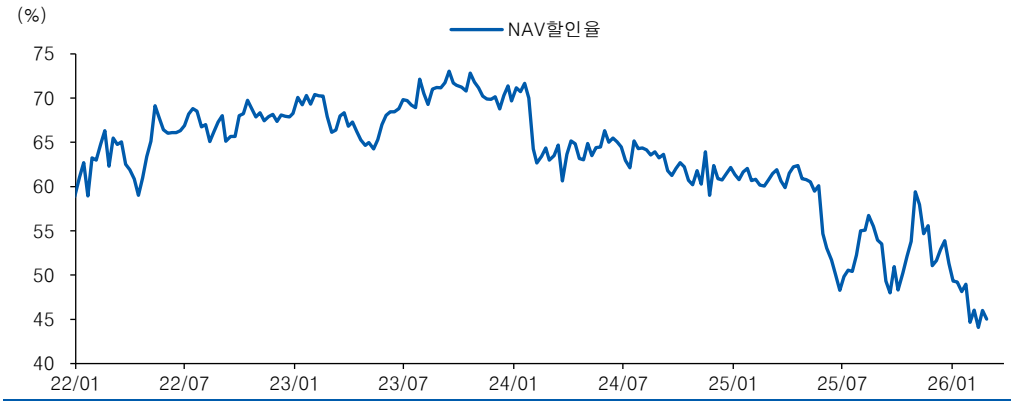
자료: 유안타증권

SK 스퀘어 목표주가 산정 (단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 상장 자회사 가치			**151,765**	
SK 하이닉스	756,177	20.1%	151,765	전일 시가총액
인크로스			39	매각대금
B. 비상장 자회사 지분가치			**4,448**	
티맵모빌리티	2,400	60.1%	1,517	22.09 Post-money 2.4조원 적용
코리아시큐리티홀딩스(SK 쉴더스)	3,200	32.0%	1,024	'23 Pre-money 3.2조원 적용
SK 플래닛			619	4Q25 순자산가액
원스토어	919	45.8%	421	1Q24 Last Deal Value
기타			868	장부가
C. 순현금			**769**	**4Q25말 기준**
D. NAV			**109,915**	**D=A+B+C**
E. 목표 할인율			30%	28년 목표할인율 적용
F. 발행주식수(백만주)			132	
G. 적정주가(원)			832,139	G = D/F
목표주가(원)			**840,000**	**상승여력 +30.2%**
현재주가(원)			645,000	

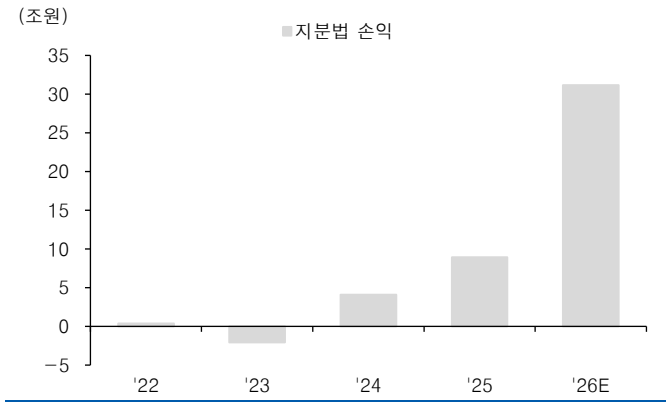
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

SK 스퀘어 NAV 할인율 추이



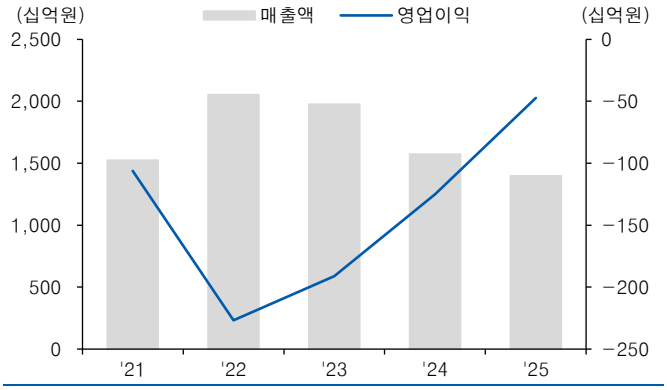
자료: 유안타증권 리서치센터

SK 스퀘어 지분법 손익 추이 및 전망



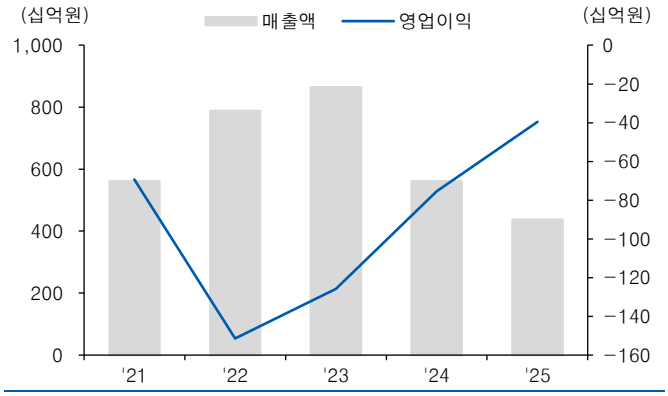
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

SK 스퀘어 주요 자회사 합산 실적 추이



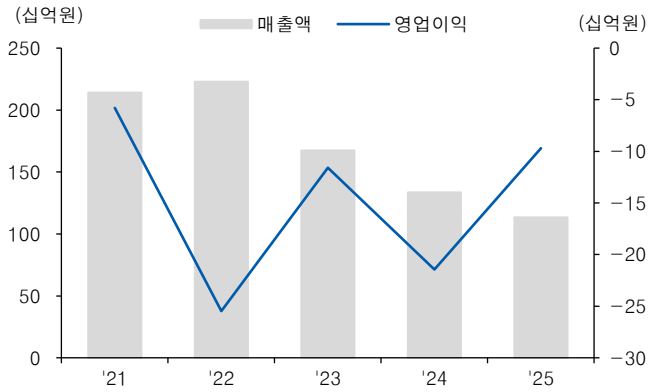
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

11번가 실적 추이



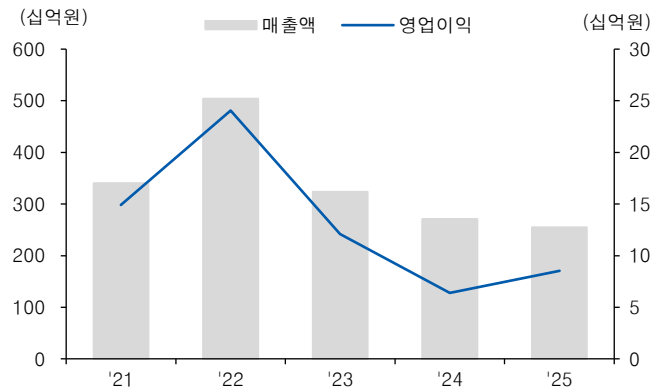
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

원스토어 실적추이



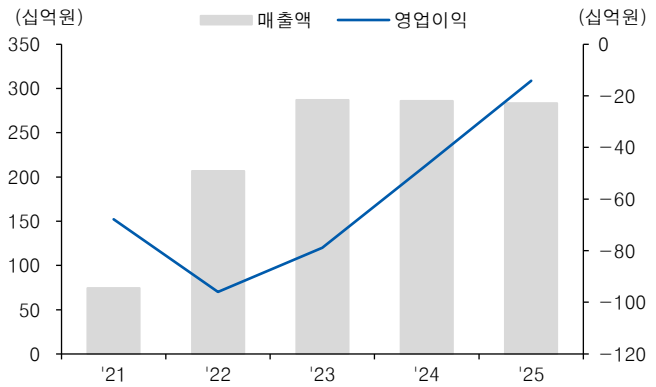
자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

FSK L&S 실적 추이



자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

티맵모빌리티 실적 추이



자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

SK 스퀘어 (402340) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,278**	**6,138**	**1,412**	**1,473**	**1,561**
매출원가	2,055	125	0	0	0
매출총이익	224	6,013	1,412	1,473	1,561
판관비	2,564	2,101	1,545	1,542	1,611
영업이익	**-2,340**	**3,913**	**8,797**	**31,096**	**33,811**
EBITDA	-2,196	4,016	11	120	59
영업외손익	-258	-77	738	1,176	2,015
외환관련손익	-1	10	4	0	0
이자손익	45	58	102	551	1,361
관계기업관련손익	-34	30	798	764	794
기타	-268	-175	-166	-139	-139
법인세비용차감전순손익	-2,598	3,836	9,535	32,272	35,826
법인세비용	-292	185	676	3,227	2,617
계속사업순손익	-2,305	3,651	8,859	29,045	33,209
중단사업순손익	990	0	-15	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	8,845	29,045	33,209
지배지분순이익	**-1,287**	**3,714**	**8,999**	**29,550**	**33,786**
포괄순이익	-1,273	3,908	8,845	29,045	33,209
지배지분포괄이익	-1,243	3,975	8,997	29,546	33,781

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**266**	**190**	**4,337**	**24,612**	**28,671**
당기순이익	-1,315	3,651	8,845	29,045	33,209
감가상각비	143	104	144	189	109
외환손익	1	-5	-4	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	-798	-764	-794
자산부채의 증감	63	66	-119	-127	-122
기타현금흐름	1,374	-3,624	-3,730	-3,731	-3,731
투자활동 현금흐름	**284**	**90**	**-1,007**	**-3,943**	**-4,452**
투자자산	56	-20	-900	-3,779	-4,534
유형자산 증가 (CAPEX)	-237	-39	-200	-250	0
유형자산 감소	9	3	0	0	0
기타현금흐름	457	146	93	86	82
재무활동 현금흐름	**-281**	**-201**	**-286**	**-285**	**-77**
단기차입금	285	-10	18	19	218
사채 및 장기차입금	-2,074	-48	-10	-9	0
자본	-1,000	0	0	0	0
현금배당	-38	-2	0	0	0
기타현금흐름	2,547	-140	-295	-295	-295
연결범위변동 등 기타	0	18	1,757	4,770	4,868
현금의 증감	**269**	**97**	**4,801**	**25,154**	**29,010**
기초 현금	1,002	1,271	1,368	6,169	31,323
기말 현금	1,271	1,368	6,169	31,323	60,333
NOPLAT	**-2,340**	**3,913**	**8,797**	**31,096**	**33,811**
FCF	**28**	**151**	**4,137**	**24,362**	**28,671**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,289**	**2,703**	**7,517**	**32,729**	**61,822**
현금및현금성자산	1,271	1,368	6,169	31,323	60,333
매출채권 및 기타채권	590	1,001	1,011	1,055	1,118
재고자산	113	42	43	45	47
비유동자산	15,681	19,218	20,174	24,014	28,439
유형자산	243	170	226	288	178
관계기업등 지분관련자산	13,758	17,992	18,892	22,670	27,205
기타투자자산	544	411	411	411	412
자산총계	**17,970**	**21,921**	**27,691**	**56,742**	**90,261**
유동부채	1,381	1,396	1,367	1,342	1,611
매입채무 및 기타채무	932	913	867	824	873
단기차입금	47	16	16	16	16
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	773	939	893	849	890
장기차입금	1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**2,153**	**2,336**	**2,260**	**2,191**	**2,501**
지배지분	15,202	19,033	25,031	54,657	88,443
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320	3,908	12,907	42,457	76,243
비지배지분	615	553	399	-106	-683
자본총계	**15,817**	**19,585**	**25,430**	**54,551**	**87,760**
순차입금	**-911**	**-950**	**-5,745**	**-30,897**	**-59,702**
총차입금	624	631	640	649	867

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-9,137	27,346	67,782	223,717	255,785
BPS	112,264	142,904	189,809	415,040	671,594
EBITDAPS	-15,591	29,572	84	907	449
SPS	16,175	45,198	10,632	11,152	11,816
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-4.7**	**2.9**	**5.4**	**2.9**	**2.5**
PBR	**0.4**	**0.5**	**1.9**	**1.6**	**1.0**
EV/EBITDA	**-2.6**	**2.6**	**3,873.2**	**452.4**	**418.3**
PSR	**2.7**	**1.7**	**34.6**	**57.8**	**54.6**

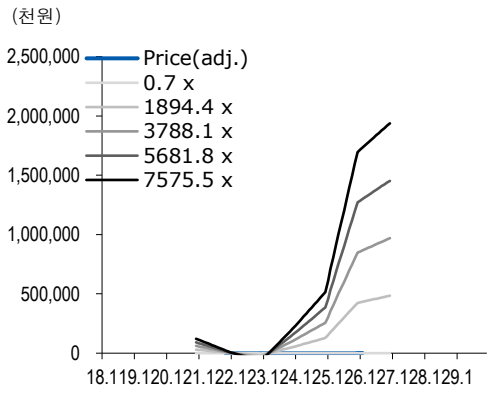
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-19.9**	**169.4**	**-77.0**	**4.4**	**6.0**
영업이익 증가율 (%)	**적전**	**흑전**	**124.8**	**253.5**	**8.7**
지배순이익 증가율 (%)	**적전**	**흑전**	**142.3**	**228.4**	**14.3**
매출총이익률 (%)	9.8	98.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**-102.7**	**63.7**	**623.3**	**2,111.1**	**2,166.4**
지배순이익률 (%)	-56.5	60.5	637.5	2,006.1	2,164.8
EBITDA 마진 (%)	-96.4	65.4	0.8	8.1	3.8
ROIC	-110.3	561.2	936.4	2,783.2	3,024.9
ROA	-6.4	18.6	36.3	70.0	46.0
ROE	**-8.0**	**21.7**	**40.8**	**74.2**	**47.2**
부채비율 (%)	13.6	11.9	8.9	4.0	2.8
순차입금/자기자본 (%)	-6.0	-5.0	-22.9	-56.5	-67.5
영업이익/금융비용 (배)	-283.1	223.1	495.4	1,726.4	1,595.6

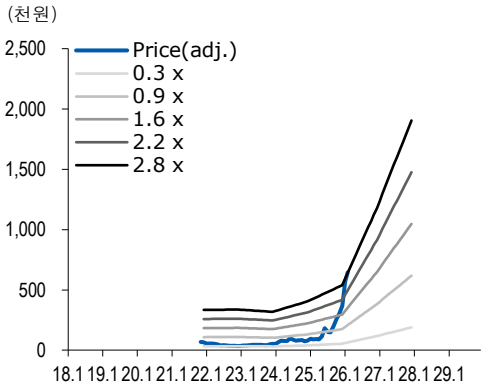
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

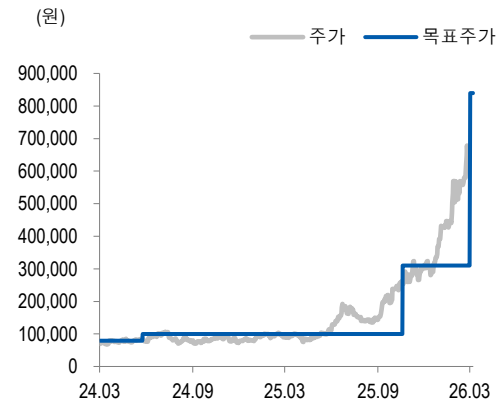
P/E band chart



P/B band chart



SK 스퀘어 (402340) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-03	BUY	840,000	1년		
2025-10-22	BUY	310,000	1년	25.28	119.03
2025-05-27	1년 경과 이후		1년	68.83	8.20
2024-05-27	BUY	100,000	1년	-11.92	6.70
2023-11-27	BUY	79,000	1년	-17.61	8.23

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-03

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승웅**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.