

SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,870,000

상향

현재주가

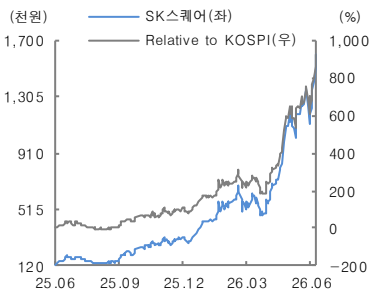
1,596,000

(26.06.17)

통신서비스업중

KOSPI	8864.24
시가총액	210,606십억원
시가총액비중	3.17%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	1,596,000원 / 135,200원
120일 평균거래대금	5,599억원
외국인지분율	48.39%
주요주주	SK 외 10 인 32.21% 국민연금공단 8.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	45.4	171.9	464.0	940.4
상대수익률	22.9	73.0	158.1	246.3



닉스 보다 빠른 상승

- NAV 대비 할인율은 24년 65.1%, 25년 51.3%, 전일 기준 43.8%
- 하이닉스의 배당, 자사주, DR 등은 스퀘어의 주가 상승 및 현금 유입 수단
- 24.11월 이후 상승률 SK스퀘어 1,885% vs. SK하이닉스 1,394%

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 1,870,000원으로 +25% 상향

목표주가는 NAV에 할인율 34% 적용(기존 31%). 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 40~77%, 평균 66%. NAV의 98%를 차지하는 SK하이닉스의 시총 상승 및 추가 상승 전망 반영

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 연동

컨센서스 기준 SK하이닉스의 목표 시총은 12M FWD BPS에 4.1배 적용 수준 PBR 4.1배는 12M FWD PBR 밴드 상단인 3.7배 대비 13% 할증 수준

스퀘어의 목표주가 산정을 위한 NAV 할인율을 밴드 하단인 39.9%에 13% 할인을 적용한 34%로 적용

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

1) 하이닉스 실적 상승에 따른 스퀘어의 배당금 유입 확대
하이닉스의 25~27년 주주환원 정책: 고정배당금 1,500원. 25~27년 발생하는 FCF의 50% 수준을 총재원으로 설정, 재무건전성 목표 수준 유지하는 범위 내에서 추가 환원 실행. 유의미한 FCF 창출 예상될 경우 일부 조기 환원 여부 검토

컨센서스 기준 하이닉스 DPS 26E 6,770원, 27E 11,935원
SK스퀘어의 배당금 유입 26E 9.9천억원, 1.7조원. 1Q26 기준 보유 현금 8천억원

2) 하이닉스가 자사주 취득/소각을 시행할 경우 스퀘어 주가 상승 또는 현금 유입
만일 하이닉스가 FCF의 일정 금액을 자사주 취득/소각에 활용할 경우 하이닉스 주가 상승에 따라 스퀘어의 주가도 동반 상승 전망

또는, 스퀘어에 직접적인 현금 유입도 가능. 스퀘어의 하이닉스 지분율은 20.5%. 예를 들어, 하이닉스가 50조원 규모의 자사주 취득/소각을 시행할 경우 스퀘어의 지분율이 0.6%p 상승하기 때문에, 기존과 동일한 20.5%의 지분율만 유지하고자 한다면 약 10조원 규모의 하이닉스 지분 매각 가능. 하이닉스의 자사주 취득/소각이 100조원일 경우는 21조원 수준의 지분 매각을 통한 현금 유입 가능

3) DR 발행시 미국 밸류가 하이닉스에, 다시 스퀘어에 적용되면서 주가 상승 가능
스퀘어의 하이닉스 지분율은 20.5%. 하이닉스가 DR 신주 발행시, 공정거래법 제 18조 지주회사 등의 행위제한 등에 해당하지 않기 위해서는 발생주식총수의 2.5% 이내로 발행해야 스퀘어의 지분율이 20%로 유지. 전일 종가 기준 45조원 규모

만일 DR 신주를 2.5% 이상 발행할 경우 하이닉스가 자사주를 취득 후 소각하는 방법도 가능. 5%인 약 90조원 발행시, 스퀘어의 지분율이 19.5%로 하락하기 때문에, 지분율을 20%로 맞추기 위해서는 원주 45조원 규모 취득/소각 필요

DR 발행 전에 DR 한도 내에서 원주와 DR의 상호 교환이 가능하도록 설정하면, 초기 DR 발행 물량이 적어도 원주의 DR 전환을 통해 DR 물량 확대 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,650	1,412	1,360	1,398	1,451
영업이익	3,921	8,797	45,681	62,774	63,861
세전순이익	3,853	9,507	46,320	62,761	63,844
총당기순이익	3,651	8,819	43,894	59,623	60,652
지배지분순이익	3,714	8,824	44,612	60,815	61,865
EPS	27,346	66,468	338,055	461,614	471,118
PER	2.9	5.5	4.7	3.5	3.4
BPS	140,137	208,172	502,085	960,741	1,432,711
PBR	0.6	1.8	3.2	1.7	1.1
ROE	21.7	37.8	95.0	63.1	39.3

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

하이닉스 보다 빠른 주가 상승. 할인율은 30%를 향해

〈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

6/1에 공지한 시가총액 비중은 5월 평균 시총을 반영한 21.3%이나, 전일 기준 하이닉스의 시총 비중은 25.5%. 하이닉스 실적 전망 상향에 따른 주가 급등이 지속되고 있기 때문에, 7월초에 발표할 하이닉스 시총 비중은 여전히 하이닉스의 실제 시총 비중을 하회할 가능성이 높아서, 스퀘어의 대안 투자 매력 지속

SK스퀘어는 이러한 상황을 전략적으로 활용한 기업가치제고 우수 기업

24.11.21 기업가치제고계획 발표. 27년까지 NAV 할인율 50% 이하 목표. 당시 NAV 할인율은 3Q24 기준 65.2%였기 때문에, 상당히 도전적인 목표

25.11.25. 기업가치제고계획 업데이트. 28년까지 NAV 할인율 30% 이하 목표. 당시 NAV 할인율은 3Q25 기준 52.7%. 1년 만에 27년까지의 목표를 달성하고, 추가로 도전 목표 제시. 하이닉스의 대안 투자 수요를 전략적으로 활용한 사례

NAV 할인율은 26.5월초 39.9%까지 축소 후 6월초 53%까지 확대, 전일 기준 43.8%

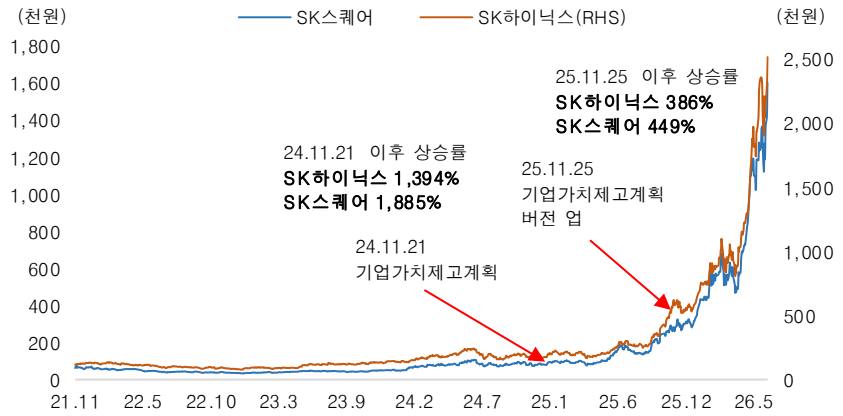
24.11.21 기업가치제고계획 발표 이후 주가 상승률

SK스퀘어 1,885% vs. SK하이닉스 1,394%

25.11.25 기업가치제고계획 업데이트 이후 주가 상승률

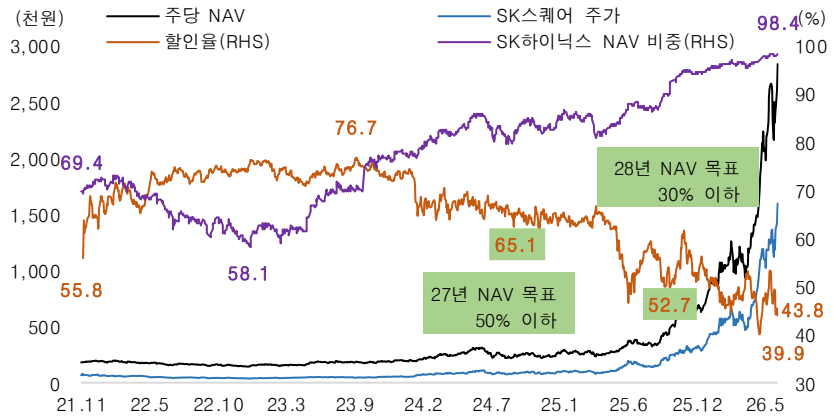
SK스퀘어 449% vs. SK하이닉스 386%

그림 1. 기업가치제고계획 발표 이후 주가 상승률



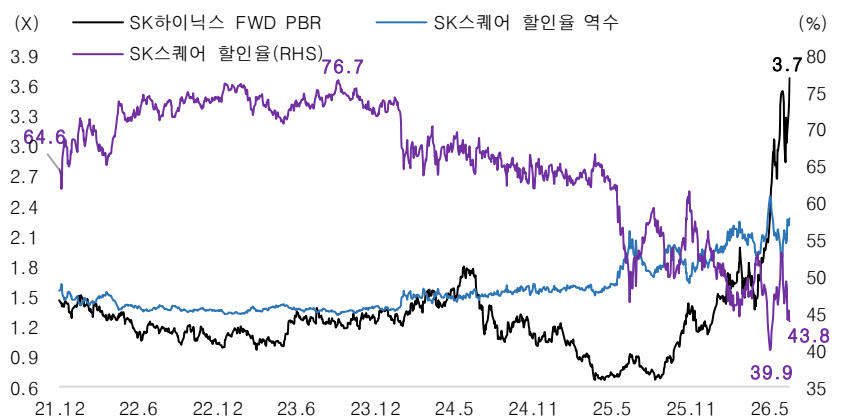
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 2. SK스퀘어 주가, 주당 NAV, 하이닉스 NAV 비중, NAV 할인율



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

그림 3. SK스퀘어 할인율 vs. SK하이닉스 12M FWD PBR



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

동사는 23년 첫 주주환원을 시작한 이후 누적 7.1천억원의 주주환원 실시
 공식적인 주주환원은 정상배당수입의 30% 이상과 투자 성과의 일부이나,
 매년 주주환원율은 정상배당수입과 투자 성과의 50~60% 수준
 26년 주주환원은 첫 현금배당이면서 비과세 배당인 2천억원과 자사주 1.1천억원
 하이닉스로부터의 배당수입은 특별배당 포함 컨센서스 기준 26E 9.9천억원, 27E 1.7조원
 배당수입의 30%와 투자 성과의 일부를 감안하여 3.1천억원의 주주환원 공시

표 1. SK스퀘어 NAV Valuation

(억원 %, 천주, 원)

항목	기업가치	지분율	적정가치	비중 비교
A 영업가치				
B 상장사 지분가치			3,683,281	98.4
SK 하이닉스	17,967,227	20.5	3,683,281	98.4 시가총액에 보유 지분을 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	(1.8)		(1.8)	0.5 1Q26 기준 순현금에 하이닉스 연간 예상 배당금 1조원 반영
E NAV			2,840,600	
발행주식수			131,774	
주당 NAV			2,840,600	
할인율			34	상장 이후 할인율 40%~77%. 평균 66%. 할인율 밴드 하단인 40% 대비 13% 추가 할인 적용
적정주가			1,874,796	
현재주가			1,596,000	
업사이드			17.5	

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

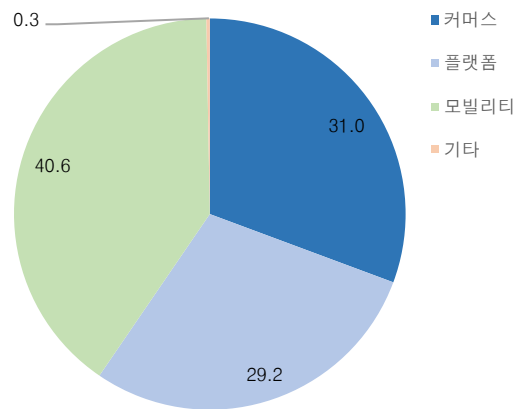
- 2025년 매출 14,115억원 영업이익 87,974억원 순이익 88,241억원
- 1Q26 기준 각 사업별 비중은 커머스 30%, 플랫폼 26%, 모빌리티 40%, 기타 5%
- 1Q26 기준 주요 주주는 (주)SK 외 10인 32.2%, 국민연금공단 8.8%

주가 코멘트

- 21.11월 SKT로부터 인적분할하여 신설법인으로 상장 후 주가 하락. 상장 초기에는 SKT와 디카플링, SK하이닉스와 카플링을 보여왔으나, 최근 주가는 SKT 및 SK하이닉스와 찬반적인 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

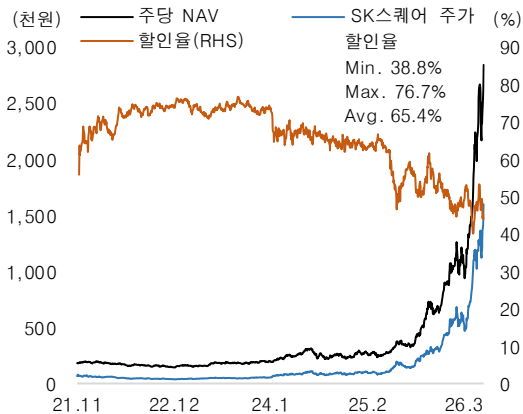
매출 비중(1Q26)



자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

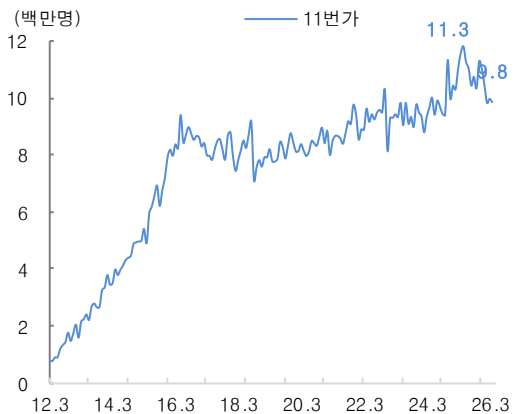
2. Key Driver

주당 NAV 및 할인율



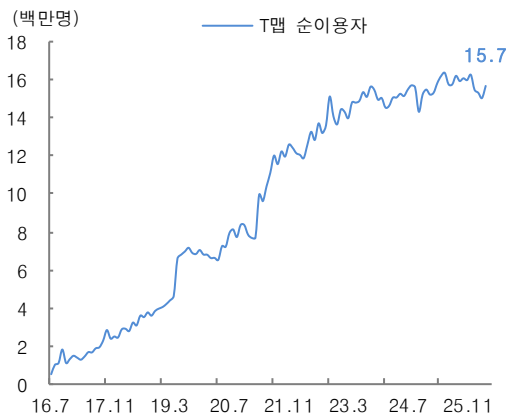
자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

11번가 순이용자 984만명(26.4월)



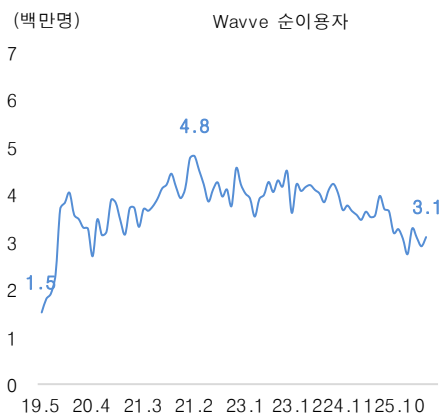
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center / 주: Android OS 기준

T맵 순이용자 1,569만명(26.4월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

Wave 순이용자 290만명(26.4월)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,650	1,412	1,360	1,398	1,451
매출원가	125	114	0	0	0
매출총이익	1,650	1,412	1,360	1,398	1,451
판매비와관리비	1,836	1,545	1,444	1,426	1,480
영업이익	3,921	8,797	45,681	62,774	63,861
영업외수익	237.6	623.3	3,358.6	4,490.9	4,400.2
EBITDA	-208	-164	-37	11	5
영업외손익	-67	710	639	-13	-17
관계기업손익	30	743	650	0	0
금융수익	105	94	115	130	132
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-184	-141	-99	-114	-115
외환평가손실	8	13	8	8	8
기타	-18	13	-27	-29	-33
법인세비용차감전순이익	3,853	9,507	46,320	62,761	63,844
법인세비용	-184	-674	-2,426	-3,138	-3,192
계속사업순이익	3,669	8,833	43,894	59,623	60,652
중단사업순이익	-18	-15	0	0	0
당기순이익	3,651	8,819	43,894	59,623	60,652
당기순이익	221.3	624.8	3,227.3	4,265.5	4,179.1
비재계분순이익	-63	-5	-718	-1,192	-1,213
재계분순이익	3,714	8,824	44,612	60,815	61,865
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	257	62	62	62	62
포괄순이익	3,908	8,881	43,956	59,685	60,714
비재계분포괄이익	-67	-5	-719	-1,194	-1,214
재계분포괄이익	3,975	8,885	44,675	60,878	61,928

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	27,346	66,468	338,055	461,614	471,118
PER	2.9	5.5	4.7	3.5	3.4
BPS	140,137	208,172	502,085	960,741	1,432,711
PBR	0.6	1.8	3.2	1.7	1.1
EBITDAPS	-1,529	-1,234	-280	84	39
EV/EBITDA	NA	NA	NA	11,857.6	15,307.0
SPS	12,148	10,632	10,306	10,610	11,052
PSR	6.5	34.6	154.9	150.4	144.4
CFPS	-217	-31	296,814	424,700	434,297
DPS	0	0	1,520	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증/감	-27.5	-14.4	-3.6	2.8	3.8
영업이익 증/감	흑전	124.4	419.3	37.4	1.7
순이익 증/감	흑전	141.6	397.7	35.8	1.7
수익성					
ROIC	416.4	1,122.4	6,791.5	9,672.2	9,977.6
ROA	19.7	33.6	91.2	62.9	39.7
ROE	21.7	37.8	95.0	63.1	39.3
안정성					
부채비율	11.9	9.0	4.6	2.4	1.6
순차입금비율	-4.9	-4.4	-44.9	-63.3	-70.0
이자보상비율	229.0	568.8	2,928.4	4,050.9	4,148.6

자료: SK스퀘어, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,703	2,255	30,880	81,301	132,966
현금및현금성자산	1,368	1,311	29,949	80,365	132,025
매출채권 및 기타채권	1,001	285	280	283	288
재고자산	42	15	14	15	15
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	69,664	129,977	191,541
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
잔존증권	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
자본부분	19,033	27,637	66,258	126,573	188,136
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	22	22	22
이익잉여금	3,908	12,514	57,026	117,340	178,904
기타자본변동	9,198	9,196	9,196	9,196	9,196
비재계분	553	347	347	347	347
자본총계	19,585	27,983	66,605	126,919	188,483
순차입금	-950	-1,235	-29,873	-80,291	-131,951

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	190	387	36,726	52,787	53,809
당기순이익	3,651	8,819	43,894	59,623	60,652
비현금항목의기감	-3,680	-8,823	-4,725	-3,671	-3,622
감가상각비	104	83	47	39	34
외환손익	-5	2	1	1	1
지분법평가손익	0	0	-650	0	0
기타	-3,778	-8,907	-4,123	-3,711	-3,657
자산부채의증감	66	-47	-67	-77	-78
기타현금흐름	154	438	-2,376	-3,088	-3,142
투자활동 현금흐름	90	30	-10,164	-9,514	-9,514
투자자산	-35	-305	-10,559	-9,909	-9,909
유형자산	-36	123	-23	-23	-23
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
현금의증감	97	-58	28,638	50,417	51,660
기초 현금	1,271	1,368	1,311	29,949	80,365
기말 현금	1,368	1,311	29,949	80,365	132,025
NOPLAT	3,733	8,174	43,288	59,635	60,667
FCF	3,799	8,226	43,313	59,651	60,678

[Compliance Notice]

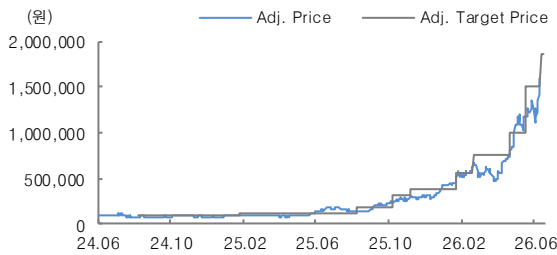
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.06.18	26.05.24	26.06.22	26.04.27	26.02.25	26.01.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,870,000	1,500,000	1,000,000	1,000,000	760,000	560,000
과다율(평균%)		(13.28)	6.10	6.10	(22.11)	(0.51)
과다율(최대/최소%)		6.40	(18.90)	19.00	3.82	15.54
제시일자	25.12.01	25.11.28	25.11.13	25.10.14	25.08.15	25.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	390,000	390,000	390,000	310,000	180,000	110,000
과다율(평균%)	(10.75)	(25.92)	(26.15)	(12.01)	(0.62)	28.85
과다율(최대/최소%)	14.49	(21.92)	(21.92)	4.03	37.22	26.64
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%)	5.35	(16.37)	(13.63)	(12.48)	(13.91)	(13.55)
과다율(최대/최소%)	74.73	(5.18)	(5.18)	4.90	(0.52)	(0.52)
제시일자	24.11.18	24.11.16	24.08.14			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	96,000	96,000	96,000			
과다율(평균%)	(13.58)	(13.37)	(13.37)			
과다율(최대/최소%)	(0.52)	(0.52)	(0.52)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260615)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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