



# BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(9/23): 233,000원

시가총액: 188,138억원

## 통신서비스

Analyst 장민준

02) 3787-4740

minjunj@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(9/23)		2,333.24pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	248,500 원	165,500원
등락률	-6.0%	41.1%
수익률	절대	상대
1M	-3.5%	-3.5%
6M	36.5%	-5.6%
1Y	-2.7%	-13.4%

### Company Data

발행주식수	80,746 천주
일평균 거래량(3M)	346천주
외국인 지분율	34.2%
배당수익률(20E)	4.4%
BPS(20E)	295,357원
주요 주주	SK(株) 26.8%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	16,874.0	17,743.7	18,392.3	18,851.1
영업이익	1,201.8	1,110.0	1,316.0	1,390.7
EBITDA	4,486.1	5,045.8	6,372.3	6,125.3
세전이익	3,976.0	1,162.7	1,948.4	2,674.5
순이익	3,132.0	861.9	1,538.4	2,064.2
지배주주지분순이익	3,127.9	889.9	1,588.3	2,131.2
EPS(원)	38,738	11,021	19,670	26,394
증감률(% YoY)	20.3	-71.5	78.5	34.2
PER(배)	7.0	21.6	12.1	9.0
PBR(배)	0.97	0.84	0.80	0.76
EV/EBITDA(배)	6.4	5.6	4.3	4.4
영업이익률(%)	7.1	6.3	7.2	7.4
ROE(%)	15.5	3.9	6.8	8.7
순차입금비율(%)	32.5	39.7	36.6	31.6

### Price Trend



# SK텔레콤 (017670)

## 지분 가치 재평가 시점



원스토어는 시장에서 1조가치를 예상하고, SK텔레콤의 지분이 52.7%임을 감안하면 5천억 이상의 지분가치를 가지고 있다. 또한 동사가 최대주주로 있는 인크로스의 지분가치도 1,200억원 정도로 추정된다. 여기에 주요사업 IPO가 계속될 것으로 예상된다. SK브로드밴드, ADT캡스, 11번가 등이다. 주가 수준은 여전히 기업가치 대비 저평가라고 판단되고, 투자의견 BUY와 목표주가를 유지한다.

### >>> 지분 가치 다시 봐야할 시점

동사가 지닌 지분가치 성장에 따른 주가 프리미엄이 주어지는 것이 가능하다고 판단된다. 가장 먼저 IPO할 것으로 예상되는 원스토어는 시장에서 1조가치를 예상하고, SK텔레콤의 지분이 52.7%임을 감안하면 5천억 이상의 지분가치를 가지고 있다. 원스토어의 19년 매출액은 1,352억원(YoY 23%)이었고, 영업이익은 전년 대비 적자폭이 축소되었다. 원스토어는 앱스토어 생태계에서 평균 30%의 마켓 수수료를 대비 저렴한 수수료율로 양질의 콘텐츠를 확보할 수 있다는 장점을 바탕으로 원스토어의 점유율이 계속 상승하고 있는 점이 긍정적인 부분이다.

또한, 동사가 최대주주로 있는 인크로스의 지분가치도 1,200억원 정도로 추정된다. 최근 이슈가 되는 나눅스도 최근 주가가 하락했음에도 지분 5.8%는 여전히 가치있는 수준이다. 여기에 카카오 지분가치까지 더해진다면, 동사가 보유하고 있는 규모는 작지만 성장이 높은 사업의 지분가치 규모도 주가에 의미 있는 수준이라고 판단된다.

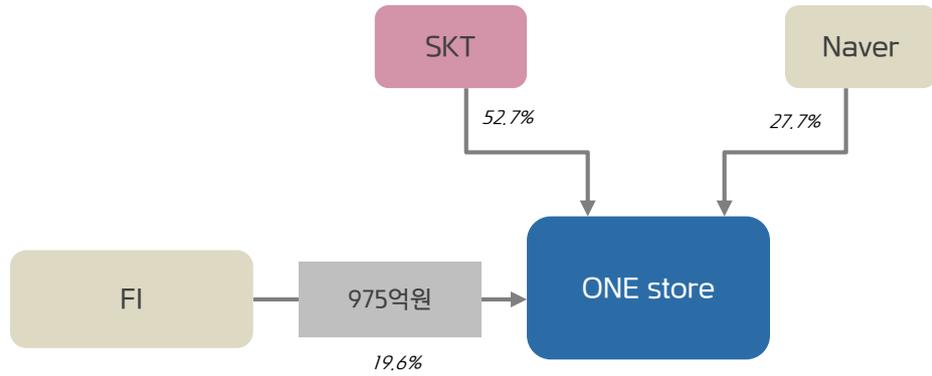
### >>> 향후 주요 사업 상장 유의미하다

여기에 주요사업 IPO가 계속될 것으로 예상된다. SK브로드밴드, ADT캡스, 11번가 등이다. 비통신 자회사의 실적 성장은 지속되고 있다는 점이 중요하다. 우선 SK브로드밴드는 유료방송 시장이 IPTV중심으로 재편되면서 매출 상승이 지속되고 있고, ADT캡스의 경우도 무인화 시스템 수요 증가 등 이유로 보안산업은 지속적인 성장환경에 속해 있는 것으로 판단된다. 여기에 11번가로 대표되는 이커머스 사업에서도 코로나 19 이후의 언택트 소비 증가로 실적 성장은 가시성이 높다. 이러한 자회사의 IPO가 잇달아 진행될 경우, 동사의 기업가치는 시장에서 재평가 될 가능성이 높다고 판단된다.

### >>> MNO 사업 여전히 긍정적인 상황, 주가 반등 예상

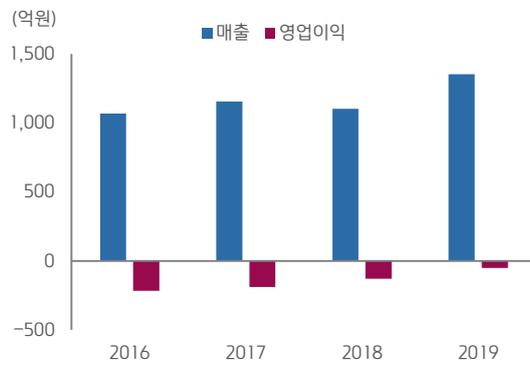
자회사 및 주요 회사 지분 가치뿐만 아니라, MNO에서의 시장점유율도 견고하다. 하반기 마케팅 비용 감소와 감가상각비 감소 구간에서 5G가입자 순증규모가 유지된다면 이익성장에 대한 기대감을 충족할 것으로 예상된다. 주가 수준은 여전히 기업가치 대비 저평가라고 판단되고, 투자의견 BUY와 목표주가를 유지한다.

원스토어 지분구조



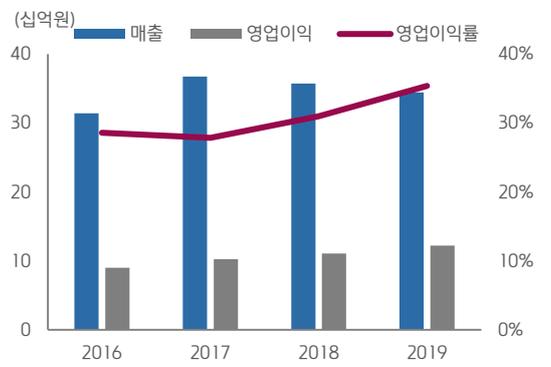
자료: SK텔레콤, 키움증권

원스토어 실적 추이



자료: SK텔레콤, 키움증권

인크로스 실적 추이



자료: DataGuide, 키움증권

SK텔레콤 분기별 실적전망 (단위: 십억원, 원, 천명, 연결기준)

	1Q 20	2Q 20	3Q 20E	4Q 20E	1Q 21E	2Q 21E	3Q 21E	4Q 21E	2019	2020E	2021E
<b>영업수익</b>	4,450	4,603	4,605	4,734	4,586	4,647	4,749	4,869	17,744	18,392	18,851
QoQ	1%	3%	0%	3%	-3%	1%	2%	3%			
YoY	3%	4%	1%	7%	3%	1%	3%	3%	5.2%	3.7%	2.5%
이동전화수익	2,483	2,487	2,493	2,569	2,549	2,519	2,595	2,674	9,722	10,033	10,336
QoQ	4%	0%	0%	3%	-1%	-1%	3%	3%			
YoY	3%	2%	0%	8%	3%	1%	4%	4%	-2.8%	3.2%	3.0%
<b>영업비용</b>	4,148	4,243	4,241	4,443	4,239	4,265	4,384	4,573	16,664	17,076	17,460
QoQ	-3%	2%	0%	5%	-5%	1%	3%	4%			
YoY	3%	3%	0%	4%	2%	1%	3%	3%	6.3%	2.5%	2.2%
마케팅비용	757	754	785	711	698	682	715	702	3,070	3,009	2,797
QoQ	-11%	0%	4%	-9%	-2%	-2%	5%	-2%			
YoY	8%	4%	0%	-17%	-8%	-10%	-9%	-1%	6.9%	-2.0%	-7.0%
<b>영업이익</b>	302	360	364	291	348	382	365	296	1,110	1,316	1,391
QoQ	86%	19%	1%	-20%	20%	10%	-5%	-19%			
YoY	-6%	11%	20%	79%	15%	6%	0%	2%	-7.6%	18.6%	5.7%
영업외수지	68	189	208	168	166	248	387	484	53	633	1,284
지분법손익	141	264	295	258	255	336	475	579	450	958	1,645
세전이익	370	548	572	459	513	630	751	780	1,163	1,949	2,675
당기순이익	307	432	446	353	395	498	579	593	862	1,538	2,064
<b>영업이익률</b>	7%	8%	8%	6%	8%	8%	8%	6%	6.3%	7.2%	7.4%
<b>세전이익률</b>	8%	12%	12%	10%	11%	14%	16%	16%	7%	11%	14%
<b>순이익률</b>	7%	9%	10%	7%	9%	11%	12%	12%	5%	8%	11%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>매출액</b>	17,520.0	16,874.0	17,743.7	18,392.3	18,851.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,520.0	16,874.0	17,743.7	18,392.3	18,851.1
판관비	15,983.4	15,672.2	16,633.7	17,076.3	17,460.4
<b>영업이익</b>	1,536.6	1,201.8	1,110.0	1,316.0	1,390.7
<b>EBITDA</b>	4,784.1	4,486.1	5,045.8	6,372.3	6,125.3
영업외손익	1,866.6	2,774.2	52.7	632.4	1,283.8
이자수익	76.0	69.9	63.4	68.9	61.7
이자비용	299.1	307.3	397.9	390.9	356.0
외환관련이익	20.8	20.8	16.4	11.8	11.8
외환관련손실	27.7	41.3	17.6	12.7	12.7
중속 및 관계기업손익	2,245.7	3,270.9	449.5	961.6	1,645.4
기타	-149.1	-238.8	-61.1	-6.3	-66.4
<b>법인세차감전이익</b>	3,403.2	3,976.0	1,162.7	1,948.4	2,674.5
법인세비용	745.7	844.0	300.7	410.1	610.3
계속사업순손익	2,657.6	3,132.0	861.9	1,538.4	2,064.2
<b>당기순이익</b>	2,657.6	3,132.0	861.9	1,538.4	2,064.2
<b>지배주주순이익</b>	2,599.8	3,127.9	889.9	1,588.3	2,131.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	2.5	-3.7	5.2	3.7	2.5
영업이익 증감율	0.1	-21.8	-7.6	18.6	5.7
EBITDA 증감율	3.9	-6.2	12.5	26.3	-3.9
지배주주순이익 증감율	55.1	20.3	-71.5	78.5	34.2
EPS 증감율	55.1	20.3	-71.5	78.5	34.2
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.8	7.1	6.3	7.2	7.4
EBITDA Margin(%)	27.3	26.6	28.4	34.6	32.5
지배주주순이익률(%)	14.8	18.5	5.0	8.6	11.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	6,201.8	7,958.8	8,102.3	7,965.5	7,975.5
현금 및 현금성자산	1,457.7	1,506.7	1,270.8	1,365.6	1,217.9
단기금융자산	824.0	1,299.9	1,063.4	1,169.8	1,052.8
매출채권 및 기타채권	3,390.8	2,955.3	3,285.3	3,405.4	3,490.3
재고자산	272.4	288.1	162.9	168.8	173.0
기타유동자산	256.9	1,908.8	2,319.9	1,855.9	2,041.5
<b>비유동자산</b>	27,226.9	34,410.3	36,509.3	37,287.6	38,639.4
투자자산	10,477.5	13,506.8	14,277.2	15,497.9	17,402.2
유형자산	10,144.9	10,718.4	12,334.3	11,659.9	11,107.3
무형자산	5,502.0	8,452.1	7,815.6	8,047.6	8,047.6
기타비유동자산	1,102.5	1,733.0	2,082.2	2,082.2	2,082.3
<b>자산총계</b>	33,428.7	42,369.1	44,611.6	45,253.1	46,614.9
<b>유동부채</b>	7,109.1	6,847.6	7,787.7	8,650.8	9,644.6
매입채무 및 기타채무	4,508.2	4,948.0	5,735.3	6,598.3	7,592.2
단기금융부채	1,963.7	1,488.5	1,766.0	1,766.0	1,766.0
기타유동부채	637.2	411.1	286.4	286.5	286.4
<b>비유동부채</b>	8,290.4	13,172.3	14,000.4	12,936.7	11,936.7
장기금융부채	5,808.1	8,587.6	9,634.5	9,434.5	8,434.5
기타비유동부채	2,482.3	4,584.7	4,365.9	3,502.2	3,502.2
<b>부채총계</b>	15,399.5	20,019.9	21,788.1	21,587.5	21,581.4
<b>지배지분</b>	17,842.1	22,470.8	22,956.8	23,848.8	25,283.7
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
기타자본	-3,118.1	-2,659.6	-2,308.2	-2,308.2	-2,308.2
기타포괄손익누계액	-234.7	-373.4	-329.6	-294.5	-259.5
이익잉여금	17,835.9	22,144.5	22,235.3	23,092.2	24,492.0
비지배지분	187.1	-121.6	-133.3	-183.2	-250.2
<b>자본총계</b>	18,029.2	22,349.3	22,823.5	23,665.6	25,033.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	3,855.8	4,332.6	3,986.1	6,313.9	6,216.0
당기순이익	2,657.6	3,132.0	861.9	1,538.4	2,064.2
비현금항목의 가감	2,096.8	1,568.9	4,351.0	4,929.1	4,096.2
유형자산감가상각비	3,247.5	3,284.3	3,935.8	5,056.3	4,734.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-2,245.7	-3,270.9	-449.5	-961.6	-1,645.4
기타	1,095.0	1,555.5	864.7	834.4	1,007.0
영업활동자산부채증감	-261.5	25.9	-836.3	337.4	719.1
매출채권및기타채권의감소	-251.8	506.8	-219.5	-120.1	-85.0
재고자산의감소	-18.0	-13.4	115.9	-6.0	-4.2
매입채무및기타채무의증가	108.4	-329.6	144.0	863.1	993.8
기타	-100.1	-137.9	-876.7	-399.6	-185.5
기타현금흐름	-637.1	-394.2	-390.5	-491.0	-663.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-3,070.6	-4,047.7	-3,582.5	-4,536.7	-3,881.3
유형자산의 취득	-2,715.9	-2,792.4	-3,375.9	-4,382.0	-4,182.0
유형자산의 처분	29.4	58.3	18.5	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-136.9	-497.4	-133.7	-232.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2,178.3	-3,029.2	-770.5	-259.0	-259.0
단기금융자산의감소(증가)	-188.9	-475.9	236.4	-106.3	117.0
기타	2,120.0	2,688.9	442.7	442.6	442.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	-826.6	-238.3	-636.8	-1,691.9	-2,493.2
차입금의 증가(감소)	345.2	373.4	543.7	-200.0	-1,000.0
자본금, 자본잉여금의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	300.0	0.0	0.0
배당금지급	-706.1	-706.1	-718.7	-730.1	-731.4
기타	-465.7	94.4	-761.8	-761.8	-761.8
기타현금흐름	-6.1	2.4	-2.6	9.5	10.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-47.5	49.0	-235.9	94.8	-147.8
기초현금 및 현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,506.7	1,270.8	1,365.6
기말현금 및 현금성자산	1,457.7	1,506.7	1,270.8	1,365.6	1,217.9

자료 :Dataguide, 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	32,198	38,738	11,021	19,670	26,394
BPS	220,967	278,291	284,310	295,405	313,223
CFPS	58,881	58,219	64,560	80,096	76,292
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	8.3	7.0	21.6	12.1	9.0
PER(최고)	8.9	7.5	25.5		
PER(최저)	6.7	5.7	20.8		
PBR	1.21	0.97	0.84	0.80	0.76
PBR(최고)	1.30	1.05	0.99		
PBR(최저)	0.98	0.79	0.81		
PSR	1.23	1.29	1.08	1.04	1.02
PCFR	4.5	4.6	3.7	3.0	3.1
EV/EBITDA	5.7	6.4	5.6	4.3	4.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	26.6	22.9	84.7	47.3	35.2
배당수익률(%, 보통주, 현금)	3.7	3.7	4.2	4.2	4.2
ROA	8.2	8.3	2.0	3.4	4.5
ROE	15.4	15.5	3.9	6.8	8.7
ROIC	10.9	12.4	4.7	4.9	5.5
매출채권회전율	5.2	5.3	5.7	5.5	5.5
재고자산회전율	65.8	60.2	78.7	110.9	110.3
부채비율	85.4	89.6	95.5	91.2	86.2
순차입금비율	30.5	32.5	39.7	36.6	31.6
이자보상배율	5.1	3.9	2.8	3.4	3.9
총차입금	7,771.7	10,076.1	11,400.6	11,200.6	10,200.6
순차입금	5,490.0	7,269.5	9,066.3	8,661.3	7,922.2
NOPLAT	4,784.1	4,486.1	5,045.8	6,372.3	6,125.3
FCF	1,848.5	2,312.2	611.2	1,822.2	2,345.1

Compliance Notice

- 당사는 9월 23일 현재 'SK텔레콤' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

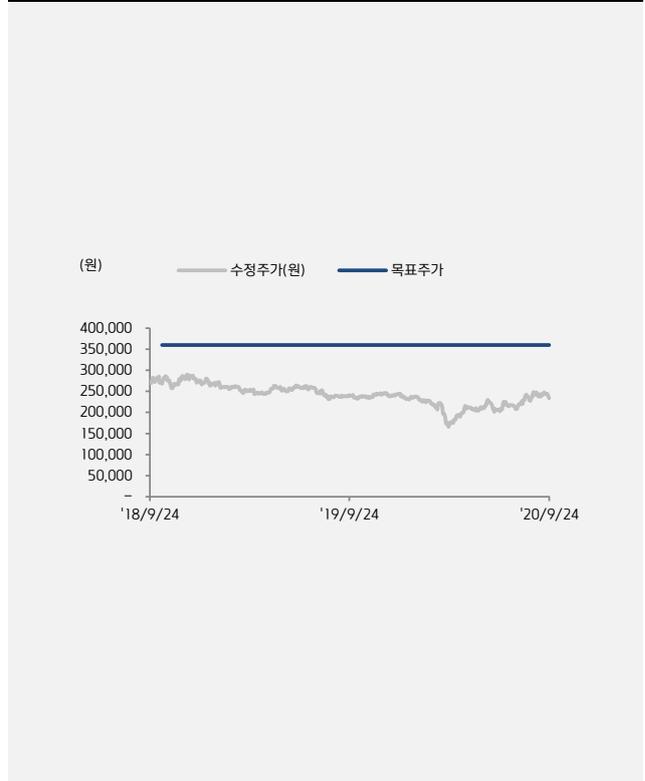
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK텔레콤 (017670)	2018-10-16	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-22.78	-20.56
	2018-10-31	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-23.49	-19.58
	2018-12-05	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-23.87	-19.58
	2019-02-01	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-25.27	-19.58
	2019-03-20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-25.62	-19.58
	2019-04-01	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-25.98	-19.58
	2019-04-12	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.11	-19.58
	2019-05-08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.39	-26.67
	2019-07-09	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.36	-26.67
	2019-07-22	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.72	-26.67
	2019-08-05	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-30.65	-26.67
	2019-09-30	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-31.31	-26.67
	2019-10-28	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-31.42	-26.67
	2019-11-01	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-35.33	-33.75
	2020-01-14	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-35.72	-33.75
	2020-02-10	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-41.01	-33.75
	2020-02-18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-41.64	-33.75
	2020-04-07	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-41.74	-33.75
	2020-05-08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-41.37	-33.75
	2020-05-20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-39.89	-36.94
2020-07-22	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-35.82	-30.97	
2020-08-07	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-35.05	-30.97	
2020-09-08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-22.78	-20.56	
2020-09-24	BUY(Maintain)	360,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%