

SK텔레콤 (017670)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	290,000원 (M)
현재주가 (11/24)	232,000원
상승여력	25%

시가총액	187,330억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	828억원
60일 평균 거래량	351,481주
52주 고	248,500원
52주 저	165,500원
외인지분율	34.08%
주요주주	SK 외 4 인 26.78%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.7)	(4.1)	(5.1)
상대	(12.3)	(14.7)	(23.8)
절대(달러환산)	(0.8)	2.7	0.7

21년 상반기 중 자회사 가치 20조원의 반영 개시

과거와는 다른 ICT 플랫폼 사업 접근법

Dual OS 체제로의 전환을 선택한 지 일년이 지난 시점에서 SK텔레콤의 ICT 자회사 육성 계획은 과거와는 다른 평가를 받기 시작했다. SK텔레콤의 최근 ICT 자회사 육성 전략의 출발점은 글로벌 Top 기업의 투자 유치와 역량 공유를 통한 육성에 있다. SK텔레콤은 지난 10월 15일 모빌리티 사업의 물적분할 → 우버 투자 유치(총 \$150M 이상) 과정을 거쳐 티맵 사업 부문을 택시 e-hailing, 주차, 광고 등 모빌리티 플랫폼으로 진화시키려는 계획을 추진하고 있다. 11월 16일에는 지분 참여 약정 방식을 통해 아마존이 11번가의 주주가 되고, 11번가와 아마존의 사업 협력을 예고한 바 있다.

플랫폼 분야에서 SK텔레콤의 흑역사가 매우 오랫동안 지속됐기에, 여전히 투자자들의 SK텔레콤 플랫폼 사업에 대한 평가는 박하다고 볼 수 있다. 이런 유형의 사업 성공을 위해서는 기업 문화의 변화가 전제되어야 하는데, 박정호 대표의 Dual OS, CDC(Career Development Course) 도입은 확실히 달라진 SK텔레콤의 자세를 읽을 수 있는 부분이다.

원스토어 IPO는 2조원 이상 기대

SK텔레콤 ICT 자회사 그룹의 첫 IPO 주자는 원스토어가 될 것이다. 21년 IPO를 위해 NH투자증권, KB증권(대표 주관), SK증권(공동 주관)이 주관사로 선정됐다. 업계에 따르면 21년 상반기 상장예비심사를 청구한 후, 21년 하반기 중으로 IPO 작업을 마무리 할 것으로 전망된다.

회사 측에서 언급하는 IPO 예상 Value는 약 1조원 수준이다. ①최근 보여주고 있는 점유율 확대는 상당히 주목되는 변화이다. 향후 대작 게임 유치에 성공한다면, 국내 앱스토어 시장의 게임체인저가 될 수 있을 것으로 전망된다. ②구글의 21년 디지털 콘텐츠에 대한 인앱 결제 의무화는 원스토어 점유율 확대에 이어질 전망이다. ③ 장기적으로 연 3%pt 수준의 점유율 상승을 유지할 경우, 동사의 시가총액은 2.5조원~7조원까지도 충분히 도전해 볼만 하다.

21년 상반기 중 자회사 가치 20조원의 반영 시작될 것

SK텔레콤이 보유한 자회사 가치는 최소 20조원 이상이다. 20조원 가치 산출에 적용된 원스토어 가치는 겨우 2,500억원(19.11월 투자유치 기준)에 불과하다. IPO 이후 2조원 이상의 가치를 증명한다면, 차기 IPO 후보군에 대한 관심으로 연결되면서 사업가치 15조원 + 투자자 산 가치 20조원을 반영할 것으로 전망된다. 통신업종 내에서 Top pick 의견을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	47,501	7.7	0.4	47,713	-0.4
영업이익	2,416	48.7	-33.2	2,629	-8.1
세전계속사업이익	2,289	흑전	-56.1	3,495	-34.5
지배순이익	1,779	흑전	-54.0	2,591	-31.3
영업이익률 (%)	5.1	+1.4 %pt	-2.5 %pt	5.5	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.7	흑전	-4.5 %pt	5.4	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

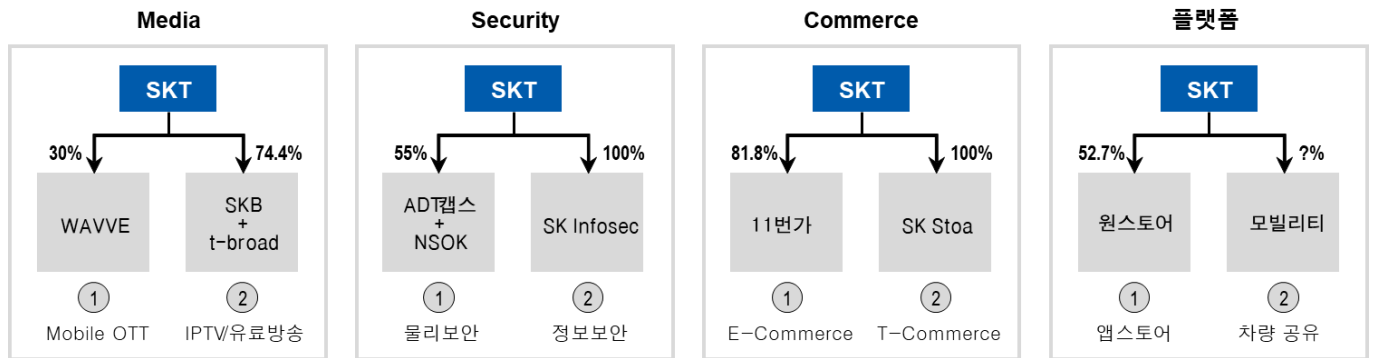
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	168,740	177,437	185,342	191,921
영업이익	12,018	11,100	12,647	14,167
지배순이익	31,279	8,899	13,015	17,344
PER	6.5	22.7	14.4	10.8
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.2	5.1
ROE	15.5	3.9	5.5	7.2

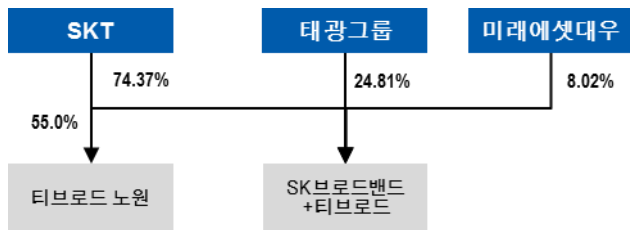
자료: 유안타증권

[그림 1] SK 텔레콤의 ICT 자회사 구조



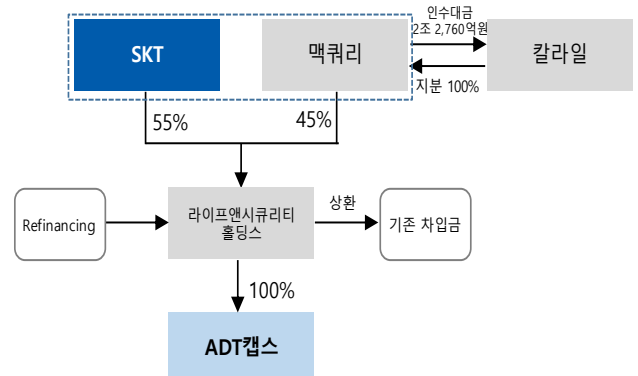
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 브로드밴드 - 티브로드 지분 구조



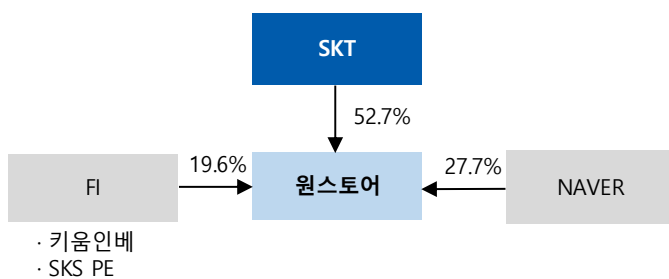
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] ADT 인수 구조



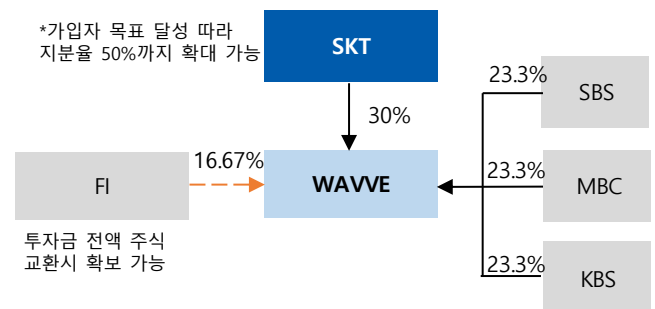
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 원스토어 지분 구조



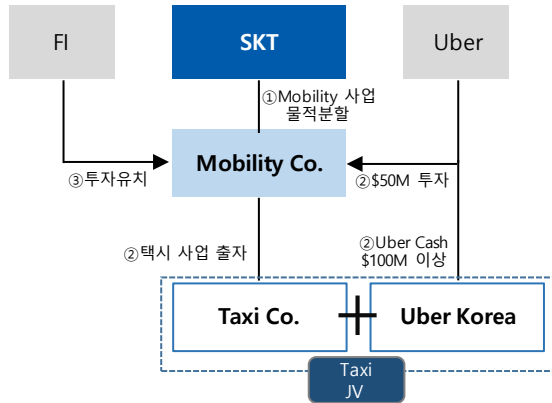
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] WAVVE 지분 구조



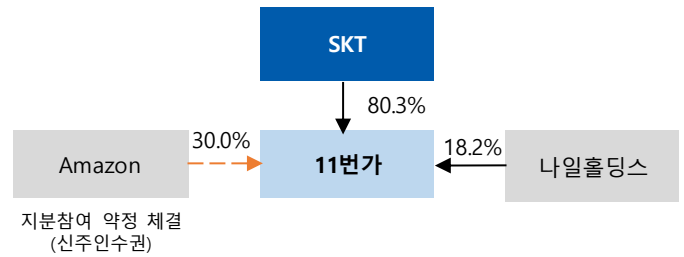
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 모빌리티 지분 구조



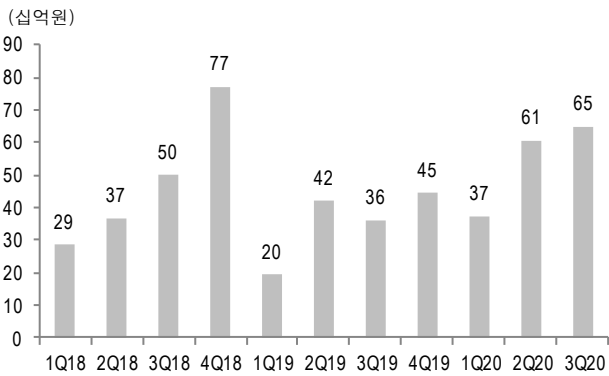
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 11번가 지분 구조



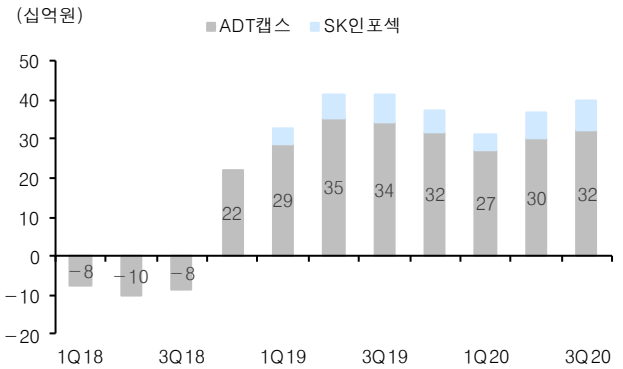
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] SK 브로드밴드 영업이익



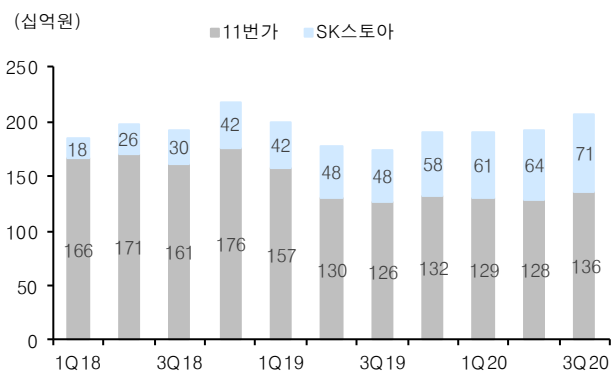
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] ADT 캡스 등 보안사업 영업이익



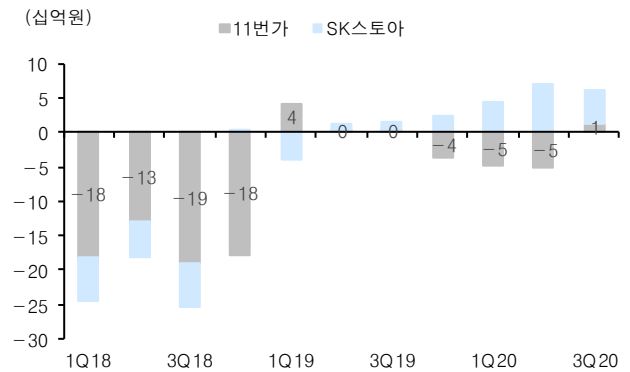
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 커머스 매출 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 커머스 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] SK 텔레콤 주요 자회사 실적 요약

(단위: 억원)

구분	기업명		3Q19	3Q20	YoY	2017	2018	2019	YoY
미디어	SK 브로드밴드	매출	8,035	9,668	20%	30,526	30,784	31,760	3%
		OP	363	649	79%	1,268	2,023	1,425	-30%
		OPM	5%	7%	+2%pt	4%	7%	4%	-3pt
보안	ADT 캡스	매출	2,311	2,672	16%	7,217	7,763	9,227	19%
		OP	341	321	-6%	1,435	1,013	1,303	29%
		OPM	15%	12%	-3%pt	20%	13%	14%	+1pt
	SK 인포섹	매출	749	861	15%	2,127	2,401	2,704	13%
		OP	73	79	8%	235	246	232	-6%
		OPM	10%	9%	-1pt	11%	10%	9%	-1pt
커머스	11번가	매출	1,260	1,357	8%	6,882	6,744	5,950	-12%
		OP	3	14	367%	-1,540	-678	14	흑전
		OPM	0%	1%	+1%pt	-22%	-10%	0%	+10pt
	SK 스토아	매출	480	709	48%	387	1,165	1,961	68%
		OP	12	47	292%	-114	-173	4	흑전
		OPM	3%	7%	+4%pt	-29%	-15%	0%	+15%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] ICT 자회사 가치를 반영한 SK 텔레콤 NAV (원스토어 가치 조정)

(단위: 억원)

항목	가치	비고
투자회사 가치	220,697	30% 유동성 할인 적용
반도체사업	113,674	시가 평가
보안사업	16,335	인수가격 기준(지분 55%)
커머스사업	22,495	외부 투자 유치 기준
원스토어	19,760	3.8조원 기준
OTT	3,000	외부 투자 유치 기준
SK 브로드밴드	19,344	EBITDA 4배 적용. 순차입금 고려
기타투자자산	26,089	장부가
순차입금	58,339	장부가
사업회사 가치	151,108	
통신사업(모바일)	151,108	EBITDA 4배 적용
NAV	247,257	
주당 NAV(원)	338,079	자사주 제외

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	168,740	177,437	185,342	191,921	195,133
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	168,740	177,437	185,342	191,921	195,133
판매비	156,722	166,337	172,695	177,754	179,933
영업이익	12,018	11,100	12,647	14,167	15,201
EBITDA	44,861	50,458	54,098	55,819	57,052
영업외손익	27,742	527	4,043	8,126	8,232
외환관련손익	-206	-12	-3	-4	-4
이자손익	-2,374	-3,345	-3,260	-3,216	-3,300
관계기업관련손익	32,709	4,495	8,046	12,072	12,314
기타	-2,388	-611	-741	-726	-778
법인세비용차감전순손익	39,760	11,627	16,690	22,293	23,433
법인세비용	8,440	3,007	3,546	4,774	5,010
계속사업순손익	31,320	8,619	13,144	17,520	18,423
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	31,320	8,619	13,144	17,520	18,423
지배지분순이익	31,279	8,899	13,015	17,344	18,239
포괄순이익	29,904	8,630	16,812	17,520	18,423
지배지분포괄이익	30,005	8,923	16,661	17,344	18,239

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	43,326	39,861	55,724	42,048	43,155
당기순이익	31,320	8,619	13,144	17,520	18,423
감가상각비	32,843	39,358	41,451	41,651	41,851
외환손익	-4	4	1	4	4
종속, 관계기업관련손익	0	0	-1,308	-12,072	-12,314
자산부채의 증감	259	-8,363	3,086	615	824
기타현금흐름	-21,093	243	-650	-5,669	-5,634
투자활동 현금흐름	-40,477	-35,825	-39,758	-32,658	-31,783
투자자산	-1,315	-2,590	-1,604	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-27,924	-33,759	-36,601	-31,000	-30,000
유형자산 감소	583	185	150	0	0
기타현금흐름	-11,821	339	-1,703	-1,658	-1,783
재무활동 현금흐름	-2,383	-6,368	-9,467	-13,887	-13,768
단기차입금	-877	-599	3,164	350	270
사채 및 장기차입금	4,611	6,036	4,634	700	700
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,061	-7,187	-7,371	-7,950	-7,950
기타현금흐름	944	-4,618	-9,894	-6,987	-6,788
연결범위변동 등 기타	24	-26	-3,133	5,151	13,045
현금의 증감	490	-2,359	3,366	654	10,649
기초 현금	14,577	15,067	12,708	16,074	16,728
기말 현금	15,067	12,708	16,074	16,728	27,376
NOPLAT	12,018	11,100	12,647	14,167	15,201
FCF	14,646	5,465	17,897	22,400	24,626

자료: 유안타증권

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

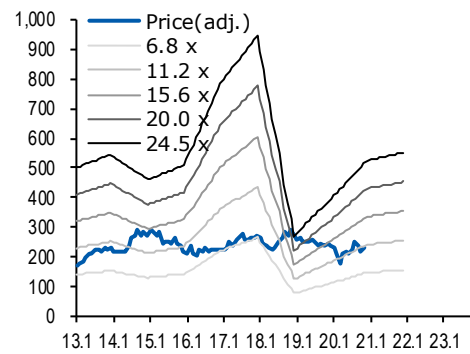
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	79,588	81,023	84,243	85,759	97,252	
현금및현금성자산	15,067	12,708	16,074	16,728	27,376	
매출채권 및 기타채권	29,553	32,853	32,444	32,895	33,374	
재고자산	2,881	1,629	2,045	2,139	2,182	
비유동자산	344,103	365,093	377,314	378,942	379,614	
유형자산	107,184	123,343	121,304	110,653	98,802	
관계기업등 지분관련자산	128,118	133,853	142,320	154,393	166,706	
기타투자자산	7,504	10,167	15,566	15,582	15,599	
자산총계	423,691	446,116	461,557	464,701	476,866	
유동부채	68,476	77,877	73,112	73,107	73,125	
매입채무 및 기타채무	49,480	57,353	54,604	54,539	54,579	
단기차입금	800	206	3,370	3,720	3,990	
유동성장기부채	14,085	14,412	11,338	11,038	10,738	
비유동부채	131,723	140,004	146,844	148,264	149,688	
장기차입금	20,154	19,721	19,537	19,537	19,537	
사채	65,722	72,539	80,810	81,810	82,810	
부채총계	200,199	217,881	219,956	221,371	222,814	
지배지분	224,708	229,568	239,717	240,368	250,714	
자본금	446	446	446	446	446	
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159	
이익잉여금	221,445	222,353	227,736	228,387	238,733	
비지배지분	-1,216	-1,333	1,884	2,963	3,339	
자본총계	223,493	228,235	241,602	243,331	254,053	
순차입금	72,737	87,368	92,410	92,716	82,945	
총차입금	100,803	110,973	118,953	120,003	120,973	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	38,738	11,021	16,118	21,480	22,588	
BPS	312,660	313,890	334,114	335,021	349,441	
EBITDAPS	55,558	62,490	66,998	69,129	70,656	
SPS	208,977	219,748	229,538	237,686	241,664	
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000	
PER	6.5	22.7	14.4	10.8	10.3	
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.2	5.1	4.8	
PSR	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-3.7	5.2	4.5	3.5	1.7
영업이익 증가율 (%)	-21.8	-7.6	13.9	12.0	7.3
지배순이익 증가율 (%)	20.3	-71.5	46.2	33.3	5.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.1	6.3	6.8	7.4	7.8
지배순이익률 (%)	18.5	5.0	7.0	9.0	9.3
EBITDA 마진 (%)	26.6	28.4	29.2	29.1	29.2
ROIC	5.7	4.3	5.0	5.6	6.4
ROA	8.3	2.0	2.9	3.7	3.9
ROE	15.5	3.9	5.5	7.2	7.4
부채비율 (%)	89.6	95.5	91.0	91.0	87.7
순차입금/자기자본 (%)	32.4	38.1	38.5	38.6	33.1
영업이익/금융비용 (배)	3.9	2.8	3.4	3.8	4.0

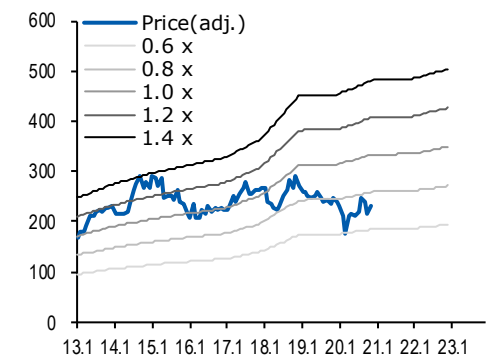
P/E band chart

(천원)



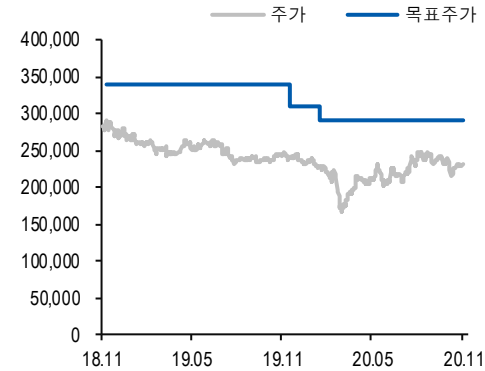
P/B band chart

(천원)



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-25	BUY	290,000	1년		
2020-02-07	BUY	290,000	1년		
2019-12-10	BUY	310,000	1년	-23.91	-21.13
2019-10-02	1년 경과 이후		1년	-29.51	-27.50
2018-10-02		340,000	1년	-24.85	-14.85

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	89.6
Hold(중립)	9.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.