

2021. 1. 22



▲ 통신/미디어

Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 320,000 원

현재주가 (1.21) 256,000 원

상승여력 25.0%

KOSPI	3,160.84pt
시가총액	206,709억원
발행주식수	8,075만주
유동주식비율	53.04%
외국인비중	34.58%
52주 최고/최저가	270,000원/165,500원
평균거래대금	1,006.1억원

주요주주(%)

SK 외 4 인	26.78
국민연금공단	10.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.8	18.8	8.2
상대주가	-9.6	-16.2	-23.3

주가그래프



SK텔레콤 017670

사업부의 고른 성장으로 기대치 상회

- ✓ 4Q20 연결 영업이익 2,912억원(+79.2% YoY)으로 컨센서스(2,556억원) 상회 전망
- ✓ 4Q20 5G 가입자 순증 120만명, 마케팅비용은 전 분기 대비 +4.6% 증가 전망
- ✓ 2021년 연결 매출액 19,430억원(+4.9% YoY), 영업이익 1,490억원(+13.1% YoY) 전망
- ✓ 2021년 SK브로드밴드 등 연결 자회사 사상 최대 실적, 11번가 수익성 회복 예상
- ✓ SK텔레콤 인적분할은 중립적 이슈, 외국인 지분을 회복에 따른 추가 상승 전망

4Q20 Preview: 통신 3사 중 유일하게 시장 컨센서스 상회

4Q20 연결 실적은 매출액 4조 7,458억원(+7.6% YoY), 영업이익 2,912억원(+79.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 2,556억원)를 상회할 전망이다. 별도 영업이익은 일회성 이슈가 많았던 4Q19 대비 +77.8% 증가한 2,068억원을 예상한다. 4Q20 5G 가입자 순증은 120만명으로 크게 증가했으며, 판매수수료 증가로 마케팅비용은 전 분기 대비 +4.6% 증가한 7,998억원을 기록할 전망이다. SK브로드밴드 4Q20 매출액은 1조 17억원(+15.0% YoY), 영업이익 642억원(+36.8% YoY)을 기록하며 분기 매출액이 처음으로 1조원을 돌파할 전망이다. 11번가는 '11절' 마케팅 집행으로 4Q20 소폭 적자를 기록하며, 2020년 연간으로도 92억원(적전 YoY) 영업적자가 예상된다.

2021년 연결 영업이익 1조 4,857억원(+13.1% YoY) 전망

2021년 연결 매출액과 영업이익은 각각 19,430억원(+4.9% YoY), 1조 4,857억원(+13.1% YoY)을 전망한다. 2021년 5G 가입자 보급률은 33.9%, 청구기준 무선 ARPU는 31,196원으로 전년 대비 +2.7% 성장할 전망이다. 2021년 SK브로드밴드의 영업이익은 2,685억원(+18.1% YoY)으로 2020년에 이어 사상 최대 실적이 기대되며, 11번가 영업이익도 82억원(흑전 YoY)을 기록하며 수익성 회복이 예상된다.

구조 재편 및 수급 개선 기대

SK텔레콤 지배구조 개편 시나리오는 인적분할이 유력하며, 인적분할이 SK텔레콤 주가에 미치는 영향은 부정적이라기 보다는 중립적이다. 오히려 최근 회복되고 있는 외국인 지분율을 고려해볼 때 수급 개선에 따른 추가 상승 가능성이 높다는 판단이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 320,000원을 유지한다.

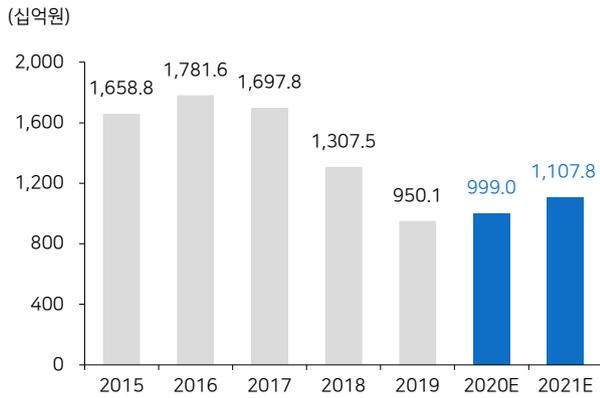
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	16,874.0	1,201.8	3,127.9	38,738	17.9	278,291	7.0	1.0	6.4	15.5	89.6
2019	17,743.7	1,110.0	889.9	11,021	-72.5	284,310	21.6	0.8	5.6	3.9	95.5
2020E	18,529.8	1,314.2	1,249.7	15,477	62.4	290,730	11.8	0.6	4.3	5.4	92.8
2021E	19,428.7	1,485.7	1,842.1	22,813	47.4	303,580	11.2	0.8	5.0	7.7	89.2
2022E	20,142.3	1,750.2	2,776.6	34,387	50.7	327,098	7.4	0.8	4.4	10.9	82.7

표1 SK텔레콤 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,745.8	4,410.6	7.6	4,730.8	0.3	4,764.2	-0.4
이동전화수익	2,536.2	2,386.7	6.3	2,497.4	1.6		
망접속정산수익	134.1	132.8	1.0	134.1	0.0		
신규사업 및 기타	326.7	325.2	0.4	309.1	5.7		
기타판매	1,748.8	1,565.9	11.7	1,790.2	-2.3		
영업이익	291.2	162.5	79.2	361.5	-19.4	255.6	13.9
세전이익	337.9	-7.8	-4,431.9	521.8	-35.2	304.8	10.9
당기순이익	264.7	-45.2	-685.7	395.7	-33.1	249.9	5.9

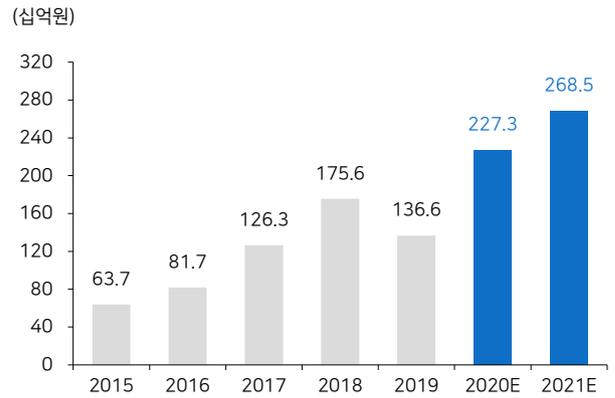
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



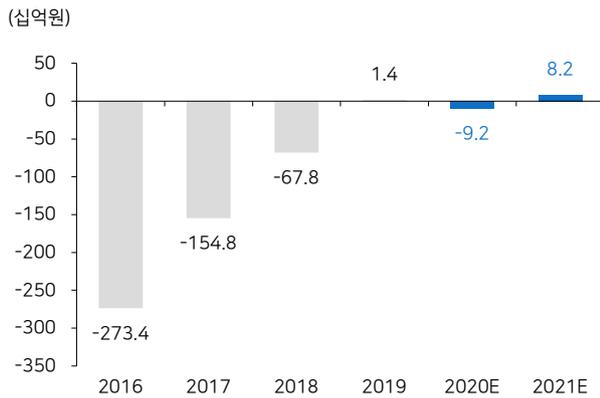
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



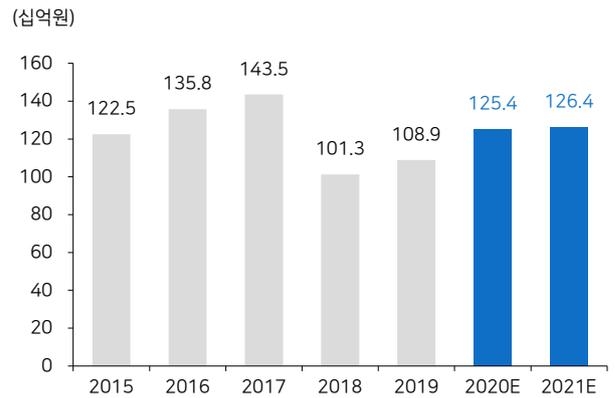
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 11번가 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 ADT캡스 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
영업수익	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,745.8	4,717.0	4,846.1	4,907.2	4,958.4	17,743.7	18,529.8	19,428.7
% YoY	2.7%	3.7%	3.7%	7.6%	6.0%	5.3%	3.7%	4.5%	5.2%	4.4%	4.9%
이동전화수익	2,483.4	2,487.1	2,497.4	2,536.2	2,568.5	2,589.0	2,615.5	2,652.0	9,721.6	10,004.1	10,424.9
망접속정산수익	131.5	136.4	134.1	134.1	128.9	133.7	131.4	131.4	518.9	536.1	525.4
신규사업 및 기타	307.9	316.4	309.1	326.7	314.1	322.7	315.3	333.2	1,175.8	1,260.1	1,285.3
기타판매	1,527.6	1,662.9	1,790.2	1,748.8	1,705.6	1,800.7	1,845.0	1,841.8	6,327.4	6,729.5	7,193.1
영업비용	4,148.4	4,243.3	4,369.3	4,454.6	4,342.7	4,460.3	4,511.5	4,628.4	16,633.7	17,215.6	17,943.0
% YoY	3.4%	3.1%	2.6%	4.9%	4.7%	5.1%	3.3%	3.9%	6.1%	3.5%	4.2%
종업원급여	742.8	735.7	764.9	775.1	768.6	784.8	798.9	808.6	2,822.7	3,018.5	3,160.9
지급/판매수수료	1,298.0	1,333.9	1,352.1	1,344.5	1,328.8	1,352.5	1,325.9	1,309.4	5,002.1	5,328.5	5,316.6
광고선전비	74.0	93.3	109.1	130.5	113.9	127.5	129.4	147.7	434.6	406.9	518.5
감가상각비	1,019.2	1,031.1	1,034.6	1,036.2	1,040.5	1,059.0	1,075.5	1,093.8	3,935.2	4,121.1	4,268.9
망접속정산비용	195.0	207.3	201.4	183.5	192.2	192.2	185.7	173.6	752.3	787.2	743.8
전용회선료	32.7	35.6	36.3	36.1	35.8	37.1	37.5	37.8	139.5	140.7	148.2
전파사용료	34.2	33.3	34.3	34.5	33.3	33.5	33.2	33.0	133.1	136.3	133.1
상품매출원가	349.0	362.8	419.6	494.9	398.0	425.0	468.1	558.4	1,833.3	1,626.3	1,849.5
기타영업비용	403.5	410.3	417.0	419.3	431.6	448.7	457.2	466.1	1,580.9	1,650.1	1,803.6
영업이익	302.0	359.5	361.5	291.2	374.3	385.8	395.7	330.0	1,110.0	1,314.2	1,485.7
% YoY	-6.4%	11.4%	19.7%	79.2%	23.9%	7.3%	9.5%	13.3%	-7.6%	18.4%	13.1%
영업이익률 (%)	6.8%	7.8%	7.6%	6.1%	7.9%	8.0%	8.1%	6.7%	6.3%	7.1%	7.6%
법인세차감전순이익	370.0	548.3	521.8	337.9	1,074.3	425.1	510.6	620.0	1,162.6	1,778.0	2,630.0
법인세비용	63.2	116.1	126.1	73.2	225.8	93.5	113.4	134.7	300.7	378.5	567.4
당기순이익	306.8	432.2	395.7	264.7	848.6	331.5	397.2	485.3	861.9	1,399.4	2,062.7
당기순이익률 (%)	6.9%	9.4%	8.4%	5.6%	18.0%	6.8%	8.1%	9.8%	4.9%	7.6%	10.6%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	31,477	31,440	31,440	31,481	31,469	31,467	31,473	31,481	31,535	31,481	31,481
5G 가입자수	2,648	3,348	4,263	5,461	6,553	7,798	9,202	10,674	2,084	5,461	10,674
5G 침투율 (%)	8.4%	10.6%	13.6%	17.3%	20.8%	24.8%	29.2%	33.9%	6.6%	17.3%	33.9%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	16,874.0	17,743.7	18,529.8	19,428.7	20,142.3
매출액증가율 (%)	-3.7	5.2	4.4	4.9	3.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	18,529.8	19,428.7	20,142.3
판매관리비	15,672.2	16,633.7	17,215.6	17,943.0	18,392.1
영업이익	1,201.8	1,110.0	1,314.2	1,485.7	1,750.2
영업이익률	7.1	6.3	7.1	7.6	8.7
금융손익	-128.8	-287.8	-326.5	-249.1	-176.9
중속/관계기업손익	3,270.9	449.5	853.6	1,441.8	2,440.5
기타영업외손익	-367.9	-109.1	-63.4	-48.5	-35.1
세전계속사업이익	3,976.0	1,162.7	1,777.9	2,630.0	3,978.6
법인세비용	844.0	300.7	378.5	567.4	869.5
당기순이익	3,132.0	861.9	1,399.4	2,062.7	3,109.2
지배주주지분 손이익	3,127.9	889.9	1,249.7	1,842.1	2,776.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,958.8	8,102.3	8,626.2	9,098.7	10,797.1
현금및현금성자산	1,506.7	1,270.8	1,499.5	1,634.3	3,064.7
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,329.8	2,442.8	2,532.6
재고자산	288.1	162.9	170.1	178.4	184.9
비유동자산	34,410.3	36,509.3	36,672.4	37,715.8	38,500.2
유형자산	10,718.4	12,334.3	11,919.2	12,029.3	11,841.0
무형자산	8,452.1	7,815.6	7,915.6	8,005.6	8,086.6
투자자산	13,562.2	14,401.9	14,944.4	15,787.7	16,679.5
자산총계	42,369.1	44,611.6	45,298.6	46,814.5	49,297.4
유동부채	6,847.6	7,787.7	7,746.5	7,897.8	8,079.2
매입채무	381.3	438.3	457.7	479.9	497.6
단기차입금	80.0	20.6	8.2	4.1	4.1
유동성장기부채	1,408.5	1,441.2	1,132.0	967.0	894.0
비유동부채	13,172.3	14,000.4	14,060.5	14,167.0	14,236.9
사채	6,572.2	7,253.9	7,160.7	7,082.0	7,008.8
장기차입금	2,015.4	1,972.2	1,932.2	1,896.2	1,863.8
부채총계	20,019.9	21,788.1	21,807.0	22,064.8	22,316.1
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
기타포괄이익누계액	-373.4	-329.6	-329.6	-329.6	-329.6
이익잉여금	22,144.5	22,235.3	22,753.7	23,791.2	25,690.2
비지배주주지분	-121.6	-133.3	16.4	237.0	569.5
자본총계	22,349.3	22,823.5	23,491.6	24,749.7	26,981.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	4,332.6	3,986.1	5,755.5	6,590.0	7,727.7
당기순이익(손실)	3,132.0	861.9	1,399.4	2,062.7	3,109.2
유형자산상각비	3,284.3	3,935.8	4,121.1	4,268.9	4,479.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	26.0	-836.3	205.8	235.3	113.7
투자활동 현금흐름	-4,047.7	-3,582.5	-4,401.6	-5,365.8	-5,310.4
유형자산의증가(CAPEX)	-2,792.4	-3,375.9	-3,706.0	-4,379.0	-4,291.0
투자자산의감소(증가)	-2,831.4	-839.7	-542.5	-843.3	-891.8
재무활동 현금흐름	-238.3	-636.8	-1,189.6	-1,089.3	-986.9
차입금의 증감	2,269.1	1,321.3	-441.3	-268.4	-166.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	49.0	-235.9	228.6	134.8	1,430.4
기초현금	1,457.7	1,506.7	1,270.8	1,499.5	1,634.3
기말현금	1,506.7	1,270.8	1,499.5	1,634.3	3,064.7

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	208,977	219,748	229,484	240,616	249,454
EPS(지배주주)	38,738	11,021	15,477	22,813	34,387
CFPS	58,219	64,560	77,565	89,594	108,614
EBITDAPS	55,558	62,490	67,313	71,268	77,150
BPS	278,291	284,310	290,730	303,580	327,098
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
배당수익률(%)	3.7	4.2	5.5	4.3	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	21.6	11.8	11.2	7.4
PCR	4.6	3.7	2.4	2.9	2.4
PSR	1.3	1.1	0.8	1.1	1.0
PBR	1.0	0.8	0.6	0.8	0.8
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,435.3	5,754.6	6,229.5
EV/EBITDA	6.4	5.6	4.3	5.0	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.5	3.9	5.4	7.7	10.9
EBITDA 이익률	26.6	28.4	29.3	29.6	30.9
부채비율	89.6	95.5	92.8	89.2	82.7
금융비용부담률	1.8	2.2	2.2	2.1	2.0
이자보상배율(x)	3.9	2.8	3.2	3.7	4.5
매출채권회전율(x)	8.2	8.4	8.1	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	60.2	78.7	111.3	111.5	110.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.14	산업브리프	Buy	340,000	정지수	-26.9	-19.9	
2020.01.14	1년 경과				-37.9	-29.9	
2020.04.09	산업브리프	Buy	320,000	정지수	-	-	