

SK텔레콤 (017670)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	320,000원 (M)
현재주가 (2/3)	245,000원
상승여력	31%

시가총액	197,827억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	1,046억원
60일 평균 거래량	426,455주
52주 고	270,000원
52주 저	165,500원
외인지분율	35.03%
주요주주	SK 외 4 인 26.78%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.9	11.9	8.2
상대	(5.5)	(16.2)	(26.8)
절대(달러환산)	0.3	13.8	15.9

4Q20 Review : 비통신을 무시하지 마라

비통신(미디어/보안/커머스) 영업이익 비중 4Q 31.2%로 상승

영업수익(연결)은 4.83조원(+9.7% YoY)로 급증했다. 부문별로는 MNO 2.93조원(+3.3% YoY), 미디어 10,084억원(+22.8% YoY), 보안 3,709억원(+18.5% YoY), 커머스 2,247억원(+54.8% YoY)의 매출 성과를 기록했다.

영업이익은 3,311억원(+103.8% YoY)으로, 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 동사의 4Q 영업이익이 3,000억원을 상회한 것은 4Q17 이후 3년 만의 결과이다. 부문별 영업이익은 MNO 2,309억원, 미디어 670억원, 보안 330억원, 커머스 32억원을 기록했다. 비통신 부문의 연결 영업이익 내 비중은 2Q20 26.2% → 3Q20 30.7% → 4Q20 31.2%로 높아졌다.

'20년 부문별 매출 성장률은 MNO +2.8%, 미디어 +17.2%, 보안 +12.2%, 커머스 +12.1%, 이익 성장률은 MNO +7.5%, 미디어 +59.2%, 보안 -8.2%, 커머스 +497.7%를 기록했다. MNO 부문과 비통신 부문의 수익성이 균형 있게 개선되는 모습을 보여준 점이 높게 평가된다.

조만간 인적분할 예상. 분할 후 재평가 의견 유지

컨센서스를 크게 상회한 양호한 실적에도 불구하고 동사의 주가가 보합에 머물렀다는 점은 왜 현 시점에서 동사가 지배구조 개편을 서둘러야 하는지를 역설적으로 보여주고 있다. 즉 ①비통신 부문을 구성하는 자회사의 주가 상승, ②비통신 자회사의 해외 투자 유치(11번가의 아마존 투자 유치 및 제휴, 모빌리티 부문의 우버 투자 유치 및 사업 제휴), ③비통신 부문의 매출 & 이익 증가 중 어느 한 변수도 현재 SK텔레콤의 기업가치에는 영향을 주지 못하고 있다는 의미이다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 통신과 비통신 부문으로의 인적분할이 답일 수 밖에 없다. 인적 분할 후 '과거와 달리' 여천NCC 실적 개선이 본격 반영되고 있는 DL지주회사의 주가 상승은 SK텔레콤의 지배구조 개편 당위성에도 많은 시사점을 제공한다.

4Q 실적 발표를 통해 우리는 ①분할 후 MNO 부문의 배당 가능 체력에 대한 확신을 얻었고, ②비통신 부문에 대한 회사 경영진의 적극적 기업 가치 부양 의지('21년 원스토어 IPO 등)를 확인했다. 배당 정책, 자회사 IPO 정책 등에 대해 회사 경영진의 현재의 스탠스를 유지한다면, 인적 분할 후 SK텔레콤의 예상 합산 시가총액이 29조원(중간지주 15조원, 사업회사 14조원) 이상을 기록할 것으로 전망된다. 조만간 회사의 분할 관련 의사 결정이 이뤄질 것으로 전망하고 있으며, 올해 상반기 Top Pick으로 SK텔레콤을 지속 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	48,393	9.7	2.3	47,713	1.4
영업이익	3,311	103.8	-8.4	2,597	27.5
세전계속사업이익	4,421	흑전	-15.3	2,712	63.0
지배순이익	3,860	흑전	-0.2	1,775	117.4
영업이익률 (%)	6.8	+3.1 %pt	-0.8 %pt	5.4	+1.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.0	흑전	-0.2 %pt	3.7	+4.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	168,740	177,437	186,233	196,458
영업이익	12,018	11,100	13,542	15,105
지배순이익	31,279	8,899	15,095	20,436
PER	6.5	22.7	12.7	9.7
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.2	5.2
ROE	15.5	3.9	6.4	8.4

자료: 유안타증권

[표 1] 4분기 연결 실적 Breakdown

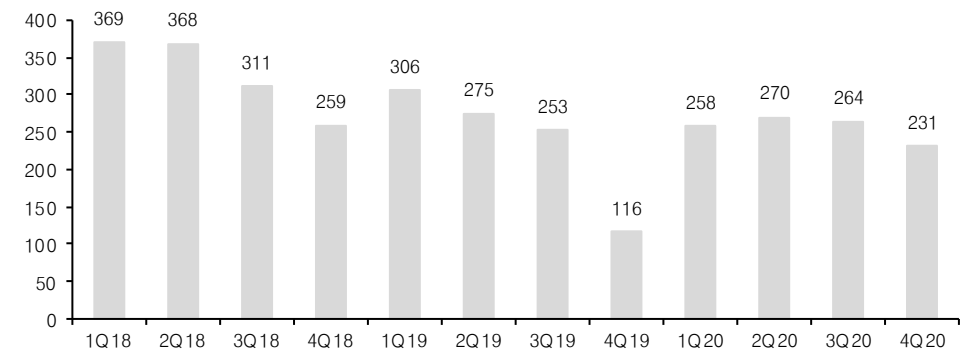
(단위: 십억원, 원)

	4Q19	3Q20	4Q20P	YoY	QoQ	비고
영업수익	4,411	4,731	4,839	9.7%	2.3%	ARPU 3Q 30,051원 → 4Q 30,269원
영업비용	4,248	4,372	4,508	6.1%	3.1%	'20년 CAPEX 2.2조원('19년 2.92조원) *별도 기준
총업원급여	733	765	763	4.1%	-0.3%	
수수료	1,169	1,366	1,309	11.9%	-4.2%	
광고선전비	133	109	155	16.9%	42.4%	
감가상각비	1,029	1,053	1,045	1.6%	-0.8%	
망접속정산비용	191	201	167	-12.7%	-17.1%	
전용회선료	34	27	83	143.0%	202.6%	
전파사용료	35	34	35	0.6%	1.1%	
상품매출원가	517	420	477	-7.7%	13.7%	
기타영업비용	408	396	475	16.4%	19.8%	
영업이익	162.5	359.8	331.1	103.8%	-8.0%	
EBITDA	1,191	1,413	1,376	15.5%	-2.6%	
EBITDA margin	27%	30%	28%	1.4%pt	-1.4%pt	
영업외수지	-170	159	111	-165.2%	-30.0%	
지분법손익	-31	266	355	-1240.2%	33.4%	
세전이익	-8	518	442	-5768.2%	-14.7%	
당기순이익	-45	392	371	-920.8%	-5.4%	SK 하이닉스 관련 지분법 이익
지배순이익	-27	383	386	-1524.2%	0.7%	'19년 4,162억원 → '20년 9,951억원
ARPU(원)	31,215	30,051	30,269	-3.0%	0.7%	

자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

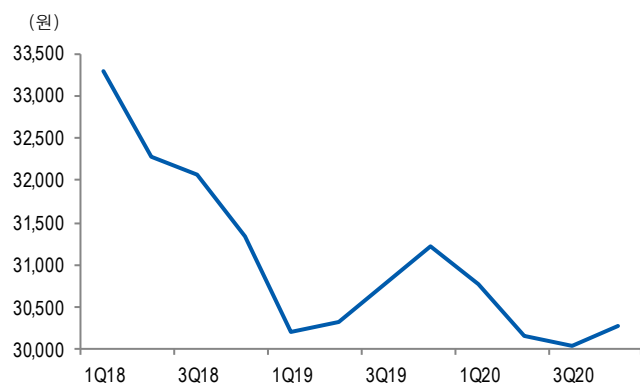
[그림 1] 분기 별도 영업이익 추이

(십억원)



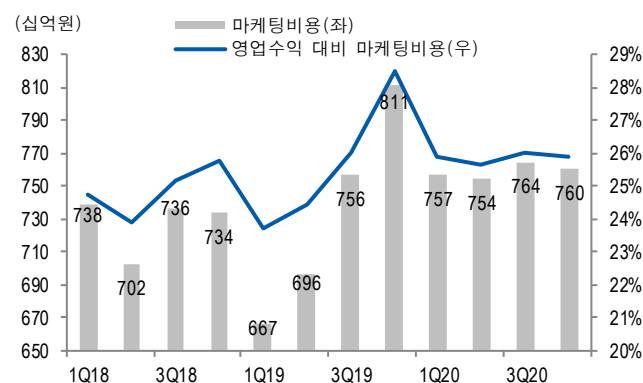
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이동전화 ARPU 추이



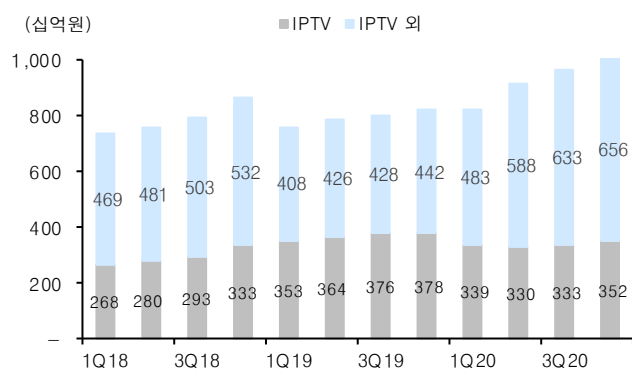
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 마케팅비용 및 비율 추이



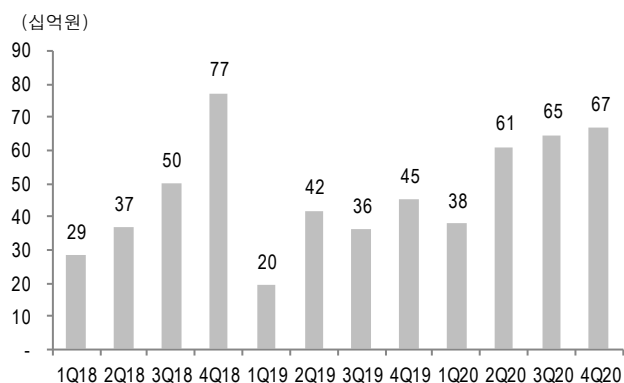
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SK 브로드밴드 영업수익



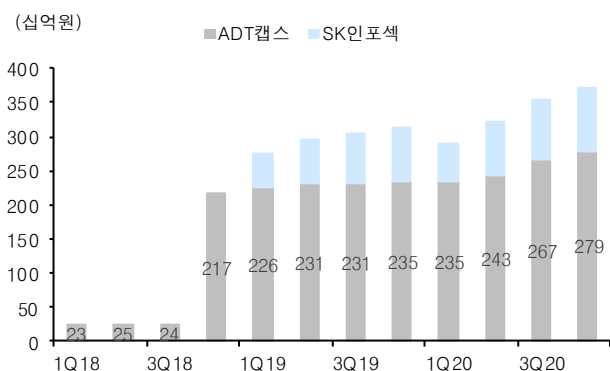
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터 *5월 이후 티브로드 합병

[그림 5] SK 브로드밴드 영업이익



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

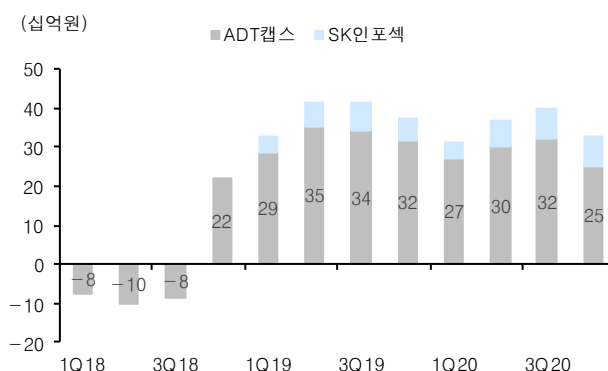
[그림 6] 보안사업 매출 추이



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

주) 3Q18까지는 NSOK only

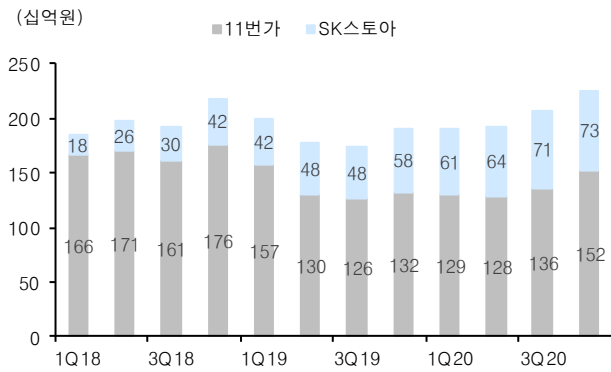
[그림 7] 보안사업 영업이익 추이



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

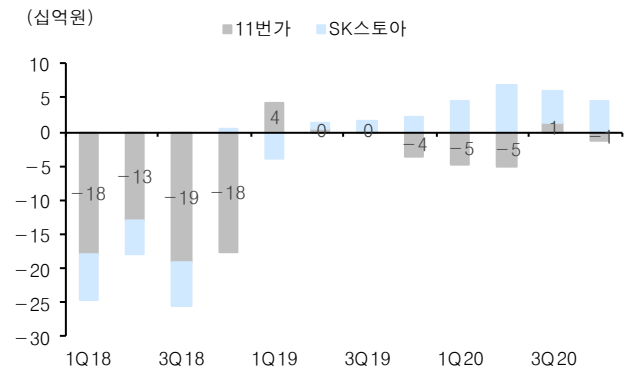
주) 3Q18까지는 NSOK only

[그림 8] 커머스 매출 추이



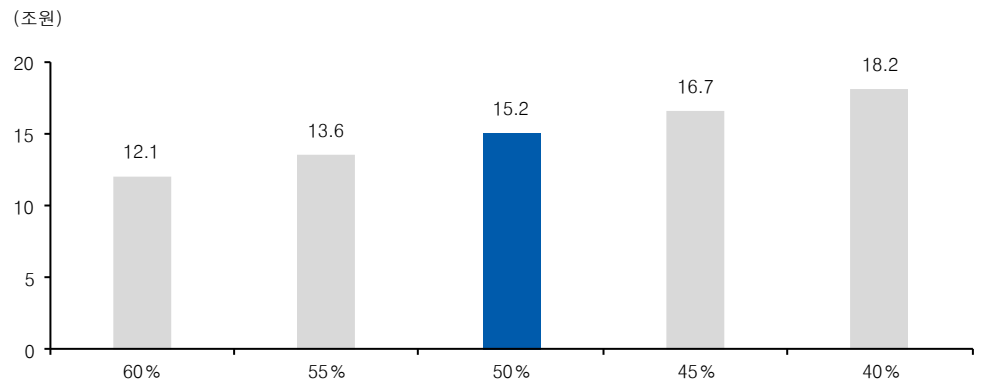
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 커머스 영업이익 추이



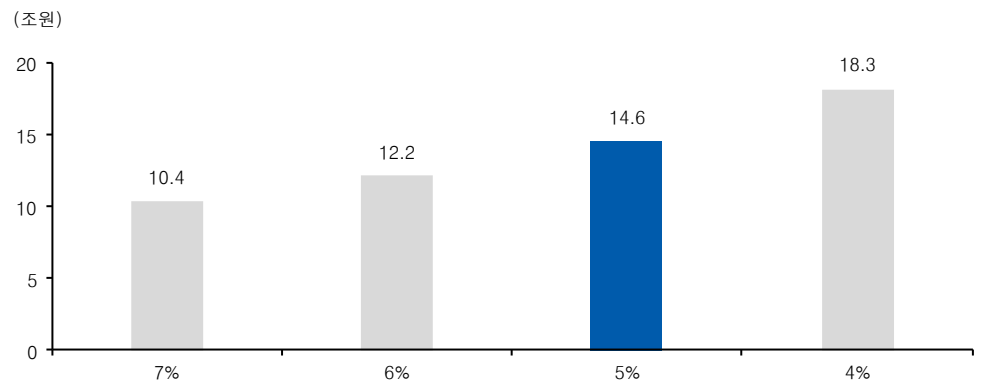
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 기대할인율에 따른 SK 텔레콤 중간지주회사 가치



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 기대배당수익률에 따른 SK 텔레콤 사업회사 가치



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] SK 텔레콤 주요 투자자산 내역

(단위: 억원)

	투자대상	지분율	Value
해외 비상장	SK China	27.3	6,011
	Grab Geo Holdings	30.0	305
국내 비상장	하나카드	15.0	2,537
	IT 펀드	63.3	2,209
	SK 테크	49.0	458
	웨이브	30.0	908
	SK 텔링크	100.0	2,439
	SK 브로드밴드	74.3	18,742
	SK 플래닛	98.7	4,048
	원스토어	52.1	821
	드림어스	51.4	1,567
	라이프앤시큐리티홀딩스	55.0	7,033
	SK 인포섹	100.0	444
	11번가	80.3	10,494
	모빌리티	95.3	9,530
국내 상장(1/21 시가)	나노엔텍	28.4	627
	SK 하이닉스	20.1	192,135
	인크로스	34.6	1,342
	카카오	2.5	10,020
기타	기타		14,629
	SKT 사업회사(분할 시 자사주)	12.1	16,954
합계			303,253

자료: 유안타증권 리서치센터

〈컨퍼런스 콜 Q&A〉

A. MNO

Q. 중저가 요금제 출시로 인한 실적 영향?

- 언택트플랜요금제는 온라인전용상품으로 기존요금대비 30% 저렴. 비대면소비트렌드와 더불어 소비자들의 많은 관심 받고 있음
- 기존 요금제 선택약정할인 대비 ARPU는 소폭 저하 가능하나, 합리적인 가격 통해 신규가입자 증가 및 매출 성장 견인 기대

Q. 현재까지 마케팅 상황과 앞으로 전망?

- 전반적인 시장 안정화 기조 유지중이며, 올해에도 계속 유지 전망
- 앞으로도 비용 경쟁이 아닌 차별화된 서비스 경쟁 추구 계획

Q. MNO에서 AI 기반 구독형 컴퍼니 전략, 예상되는 구독상품과 실적 목표?

- 2021년 MNO 사업은 AI 플랫폼 기반 구독형 상품 마케팅 컴퍼니로의 변화를 통해 새로운 성장 스토리를 만들어 나갈 계획
- 통신의 틀을 넘어서서 F&B, 교육, 렌탈 등 다양한 영역의 주요 사업자와 제휴하고, 고객이 원하는 임팩트 있는 구독형 상품 출시 예정
- 구독형 상품 마케팅을 본격화하기 위해 현재 새로운 인프라 구축중이며, 통신사의 강력한 마케팅 툴인 멤버십 제도를 효과적 활용할 수 있도록 개편 추진 중
- 2023년까지 구독형 상품가입자 2,000만명 확보, 6,000억원 매출 달성 목표

Q. 2021년 MNO 매출액 가이던스?

- 2021년 모바일가입자 매출 YoY +3~4% 증가 전망.

Q. 2021년 Capex 가이던스?

- 2020년 Capex 수준 내에서 효율적으로 집행 예정

B. 비통신

Q. 모빌리티 분사 이후 진행상황과 목표

- FI 유치 및 서비스 준비 순항 중. 우버와의 택시 JV 설립 및 서비스 공식 출시는 4월 전망
- 대리운전, MaaS 서비스 등도 단계적으로 출시 예정
- 티맵모빌리티 5개 핵심 영역으로 성장해 25년 4.5조원 기업가치 달성 목표
 - 1) B2C 영역 [티맵라이프 플랫폼]: 광고, UVI, 주차 등 기존 사업 확대시키고, 기존에 없던 구독형 멤버십 서비스 출시 계획
 - 2) B2B 영역 [티맵 오토]: 차량 제조사 대상으로 한 임베디드 티맵 사업 성장, 내비게이션 뿐만 아니라 엔터테인먼트 등을 보유한 모바일 생태계를 차량으로 확장시킬 계획
 - 3) 모빌리티 온디맨드 영역: 대리운전 포함해 이동 중개하는 디지털 플랫폼 사업 추진 계획
 - 4) 택시 영역: 우버와의 JV 통해 차별화된 서비스 제공
 - 5) MaaS 영역: 다양한 교통수단을 하나의 서비스에서 이용 가능. 준비 중에 있음

Q. 디즈니 플러스 관련 웨이브 OTT 전략?

- IPTV, OTT 등 미디어 영역 초협력에 대해 열린자세. 특정회사 제휴는 사전 공개 어려움
- 현재 웨이브는 오리지널 콘텐츠 투자 확대, 글로벌 제휴 등 본원경쟁력 강화 노력

Q. 11번가 글로벌 유통 플랫폼으로서의 성장 전략? 방향성?

- 고객들의 11번가를 통한 아마존 상품 구매 → 직구고객 증가 → 트래픽 증가 예상. 직구 부문 뿐만 아니라, 국내 부문 성장으로도 이어질 전망
- 현재 4조원대인 국내 직구 시장의 확대에 이어질 것으로 전망.
- 아마존과 SKT는 커머스 포함한 다양한 ICT 영역에서 시너지 지속 창출 기대

C. 기타

Q. 올해 안에 지배구조 변화 가능성?

- 아직 결정된 부분은 없으나, 개편을 진행한다면 기업가치 상승을 기본 전제로 주주들을 만족시킬 수 있는 방향이 될 것

Q. 배당정책?

- "MNO 성과 기반 안정적 배당을 기본으로 하되, 하이닉스 등 자회사 성과와 중간배당을 연계해 탄력적으로 운영"하겠다고 20년에 말씀 드린 바 있고, 이 기조는 유지 전망
- 하이닉스의 20년 배당이 전년대비 소폭 상향함에 따라 중간배당 시장 기대 있는 점 인지하고 있음
- 이런 점들을 감안해 이사회에서 논의 후 시장과 커뮤니케이션 할 것
- 20년 기말 DPS는 9,000원으로 확정

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	168,740	177,437	186,233	196,458	201,216
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	168,740	177,437	186,233	196,458	201,216
판매비	156,722	166,337	172,691	181,354	185,044
영업이익	12,018	11,100	13,542	15,105	16,172
EBITDA	44,861	50,458	54,845	56,608	57,875
영업외손익	27,742	527	5,280	10,606	10,763
외환관련손익	-206	-12	-3	-4	-4
이자손익	-2,374	-3,345	-3,260	-3,216	-3,300
관계기업관련손익	32,709	4,495	10,598	14,553	14,844
기타	-2,388	-611	-2,056	-726	-778
법인세비용차감전순이익	39,760	11,627	18,822	25,711	26,935
법인세비용	8,440	3,007	3,765	5,069	5,316
계속사업순이익	31,320	8,619	15,057	20,642	21,619
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31,320	8,619	15,057	20,642	21,619
지배지분순이익	31,279	8,899	15,095	20,436	21,403
포괄순이익	29,904	8,630	18,724	20,642	21,619
지배지분포괄이익	30,005	8,923	18,742	20,436	21,403

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	54,538	42,353	43,561
당기순이익	31,320	8,619	15,057	20,642	21,619
감가상각비	32,843	39,358	41,303	41,503	41,703
외환손익	-4	4	1	4	4
중속, 관계기업관련손익	0	0	-3,860	-14,553	-14,844
자산부채의 증감	259	-8,363	2,688	426	713
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	-13,835	-13,690
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	-7,898	-7,872
기타현금흐름	944	-4,618	-9,894	-6,987	-6,788
연결범위변동 등 기타	24	-26	-2,949	4,020	13,060
현금의 증감	490	-2,359	2,365	-120	11,149
기초 현금	14,577	15,067	12,708	15,073	14,953
기말 현금	15,067	12,708	15,073	14,953	26,102
NOPLAT	12,018	11,100	13,542	15,105	16,172
FCF	14,646	5,465	18,223	23,056	25,396

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

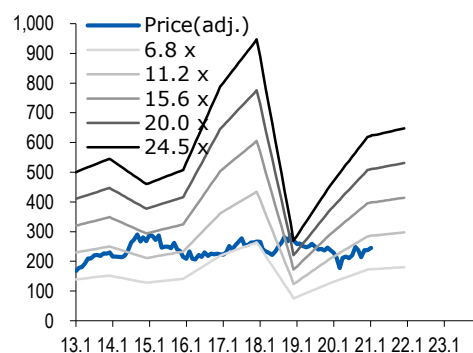
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	79,588	81,023	83,718	84,681	96,805
현금및현금성자산	15,067	12,708	15,073	14,953	26,102
매출채권 및 기타채권	29,553	32,853	32,881	33,533	34,133
재고자산	2,881	1,629	2,084	2,197	2,251
비유동자산	344,103	365,093	380,014	384,271	387,621
유형자산	107,184	123,343	121,453	110,950	99,247
관계기업 등 지분관련자산	128,118	133,853	144,872	159,425	174,269
기타투자자산	7,504	10,167	15,566	15,582	15,599
자산총계	423,691	446,116	463,732	468,952	484,426
유동부채	68,476	77,877	73,189	73,216	73,254
매입채무 및 기타채무	49,480	57,353	54,681	54,649	54,708
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	220,033	221,480	222,942
지배지분	224,708	229,568	241,798	244,459	258,047
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	221,445	222,353	229,817	232,478	246,066
비지배지분	-1,216	-1,333	1,901	3,013	3,436
자본총계	223,493	228,235	243,699	247,472	261,484
순차입금	72,737	87,368	93,411	94,490	84,220
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	18,695	25,309	26,506
BPS	312,660	313,890	338,998	344,118	363,246
EBITDAPS	55,558	62,490	67,923	70,106	71,676
SPS	208,977	219,748	230,642	243,305	249,198
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000
PER	6.5	22.7	12.7	9.7	9.2
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.2	5.2	4.9
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	5.0	5.5	2.4
영업이익 증가율 (%)	-21.8	-7.6	22.0	11.5	7.1
지배순이익 증가율 (%)	20.3	-71.5	69.6	35.4	4.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.1	6.3	7.3	7.7	8.0
지배순이익률 (%)	18.5	5.0	8.1	10.4	10.6
EBITDA 마진 (%)	26.6	28.4	29.4	28.8	28.8
ROIC	5.7	4.3	5.4	6.1	6.9
ROA	8.3	2.0	3.3	4.4	4.5
ROE	15.5	3.9	6.4	8.4	8.5
부채비율 (%)	89.6	95.5	90.3	89.5	85.3
순차입금/자기자본 (%)	32.4	38.1	38.6	38.7	32.6
영업이익/금융비용 (배)	3.9	2.8	3.6	4.1	4.3

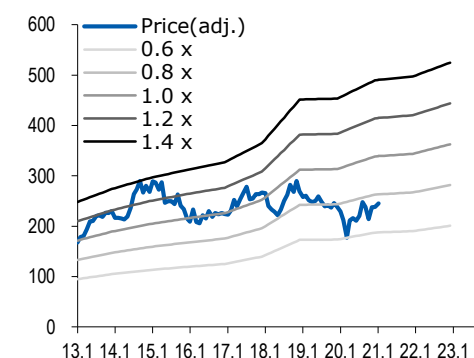
P/E band chart

(천원)



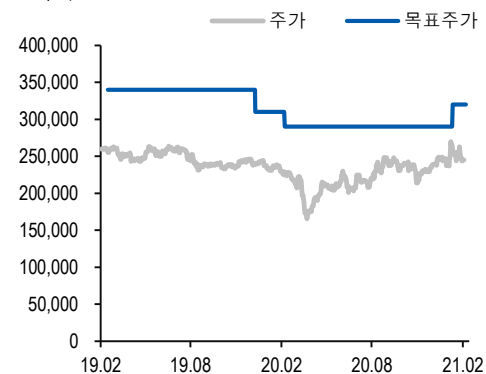
P/B band chart

(천원)



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-04	BUY	320,000	1년		
2021-01-11	BUY	320,000	1년		
2020-02-07	BUY	290,000	1년	-23.48	-6.90
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)	1.1
Buy(매수)	93.1
Hold(중립)	5.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-01

※ 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 투자결정은 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.