



SK텔레콤 (017670)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (M)
현재주가 (11/10)	309,500원
상승여력	20%

시가총액	223,026억원
총발행주식수	72,060,143주
60일 평균 거래대금	1,024억원
60일 평균 거래량	336,503주
52주 고	334,000원
52주 저	227,000원
외인지분율	43.91%
주요주주	SK 외 10 인 30.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.6	2.3	36.3
상대	2.5	13.2	14.1
절대(달러환산)	3.1	(0.1)	29.2

3Q21 리뷰 : 충분히 성과를 입증하고 있는 SK스퀘어

연결 영업이익 4,000억원으로 컨센서스 부합

영업수익(연결)은 4.96조원으로 +5.0% YoY 급증했다. 부문별로는 MNO 3.02조원(+2.9% YoY), 미디어 1.02조원(+6.1% YoY), 보안 3,970억원(+12.4% YoY), 커머스 2,095억원(+1.4% YoY)의 고른 매출 성과를 기록했다. 영업이익은 4,000억원(+11.7% YoY)으로, 컨센서스에 부합했다. 부문별 영업이익은 MNO 3,196억원(+21.9% YoY), 미디어 786억원(+21.3% YoY), 보안 377억원(+11.8% YoY), 커머스 -119억원(적전 YoY)을 기록했다. 커머스 부문의 적자 전환으로 인해 비통신 부문의 연결 영업이익 내 비중은 26.8%(3Q20) → 20.1%(3Q21)로 낮아졌다. 당기순이익은 SK하이닉스 지분법 이익(7,169억원) 급증으로 전년 동기 대비 88% 증가한 7,365억원을 기록했다.

MNO 실적 개선 VS 11번가 성장 정체

MNO 실적 개선은 5G 성과 & 마케팅비용 통제 효과에 기인한다. 5G 가입자 수는 전분기 대비 95만명 증가한 865만명을 기록했다. ARPU는 +2.1% YoY 상승했다. 플래그십 단말기 출시에도 불구하고 마케팅비용은 8,170억원(+6.9% YoY)을 기록했다. 5G 론칭 시점에 집행된 고비용 부담은 금년 4Q21까지만 영향을 미친다. 따라서 마케팅비용 감소 효과 반영은 1Q22 시점부터 본격화될 전망이다. SK브로드밴드의 영업이익은 786억원(+21.3% YoY)을 기록했다. 홈쇼핑 계약 효과 덕에 영업이익률은 6.7%(3Q20) → 7.7%(3Q21)로 상승했다. 웨이브의 9월 MAU는 사상 최고 수준인 443만명을 기록했다. 11번가는 여전히 아픈 손가락이다. 11번가 매출액은 1,276억원(-5.9% YoY)를 기록했고, 영업이익은 +14억원(3Q20) → -189억원(3Q21)으로 적자전환했다. 글로벌 스토어 론칭에도 불구하고, 여전히 매출 성장 결과는 얻어내지 못한 반면, 비용 부담은 커졌다. 다만 글로벌스토어 론칭 시점 감안 시, 4Q21 매출 실적까지는 지켜봐야 할 것이다.

분할 이후 SK스퀘어가 가치 향상을 이끌 전망

11월29일 분할 후 SK텔레콤(존속) 시가총액 범위를 14.3조원~17.9조원, SK스퀘어(신설) 시가총액 범위를 8.2조원~12.3조원 사이로 예상한다. 분할 후 SK스퀘어에 주목해야 할 것으로 판단된다. 상장 자회사 중심으로 NAV Value가 구성된 일반 지주회사와 달리 SK스퀘어에는 SK 그룹의 핵심 플랫폼, 콘텐츠 자회사가 포진되어 있기 때문이다. 21년 하반기 ~ 22년 상반기를 거치면서 어느 한 특정 분야(커머스, 모빌리티 등)에서 SK스퀘어의 자회사가 성과를 보여주기 시작하면 지주업종 내에서도 독보적인 프리미엄을 받을 수 있을 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	49,675	5.0	3.1	49,138	1.1
영업이익	4,000	10.6	0.9	3,961	1.0
세전계속사업이익	9,443	81.0	-6.5	9,185	2.8
지배순이익	7,842	102.7	2.4	6,945	12.9
영업이익률 (%)	8.1	+0.5 %pt	-0.1 %pt	8.1	0
지배순이익률 (%)	15.8	+7.6 %pt	-0.1 %pt	14.1	+1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, 원, %, 배)
결산 (12월)	2019A
매출액	177,407
영업이익	11,082
지배순이익	8,887
PER	22.7
PBR	0.8
EV/EBITDA	5.7
ROE	3.9
2020A	186,247
2021F	195,840
2022F	204,825
	17,319
	25,549
	8.7
	0.8
	5.6
	9.5

자료: 유안타증권

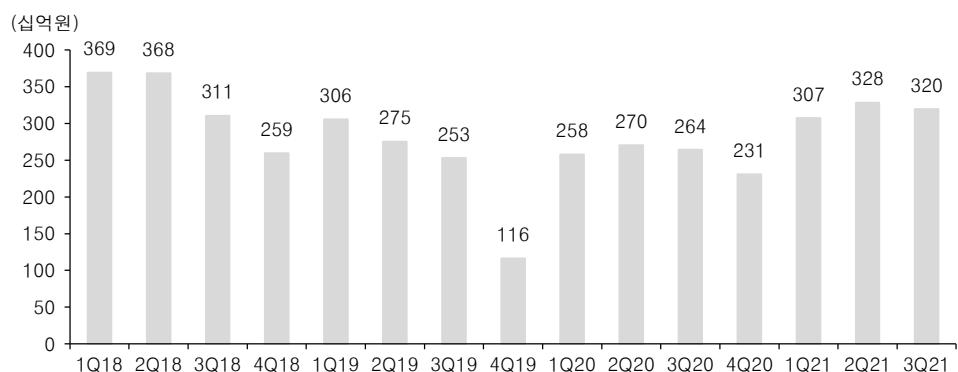
[표 1] 3분기 연결 실적 Breakdown

(단위: 십억원)

	3Q20	2Q21	3Q21P	YoY	QoQ	비고
영업수익	4,731	4,818	4,967	5.0%	3.1%	
영업비용	4,373	4,422	4,568	4.4%	3.3%	
종업원급여	765	791	787	2.9%	-0.5%	
수수료	1,352	1,448	1,449	7.2%	0.1%	
광고선전비	109	98	115	5.6%	17.8%	
감가상각비	1,054	1,036	1,052	-0.2%	1.6%	
망접속정산비용	201	183	184	-8.6%	0.5%	
전용회선료	38	40	49	27.1%	21.4%	
전파사용료	34	33	29	-16.8%	-13.2%	
상품매출원가	420	365	465	10.9%	27.4%	
기타영업비용	400	427	437	9.3%	2.3%	
영업이익	358.0	396.6	400	11.7%	0.9%	
EBITDA	1,412	1,433	1,452	2.9%	1.4%	
EBITDA margin	29.8%	29.7%	29.2%	-0.6%pt	-0.5%pt	
영업외수지	159	614	544	243.3%	-11.3%	
지분법손익	266	658	744	179.6%	13.1%	
세전이익	517	1,010	944	82.8%	-6.5%	
당기순이익	392	796	737	88.0%	-7.4%	
지배순이익	383	766	784	104.7%	2.4%	
ARPU(원)	30,051	30,446	30,669	2.1%	0.7%	

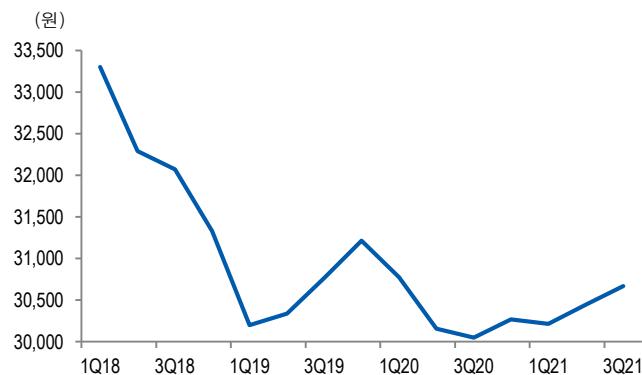
자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 분기 별도 영업이익 추이



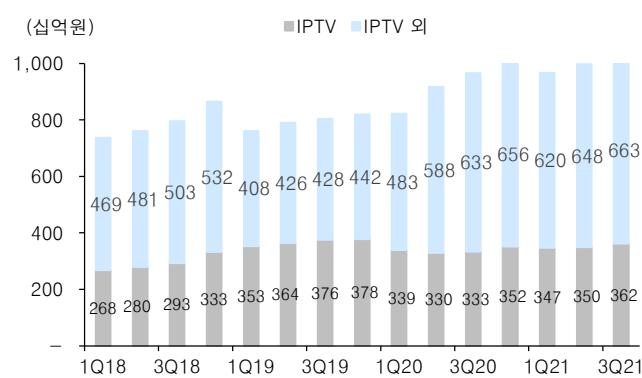
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이동전화 ARPU 추이



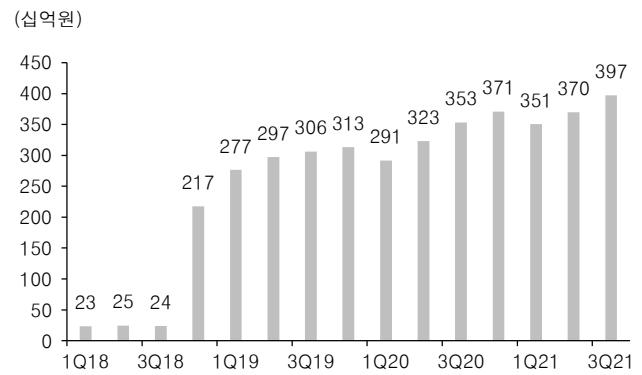
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SK 브로드밴드 영업수익



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

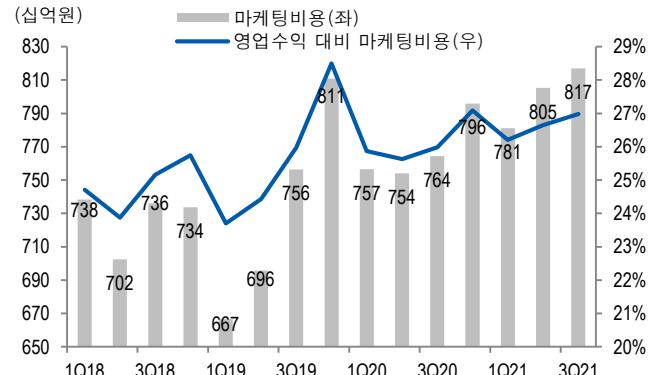
[그림 6] 보안사업 매출 추이



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

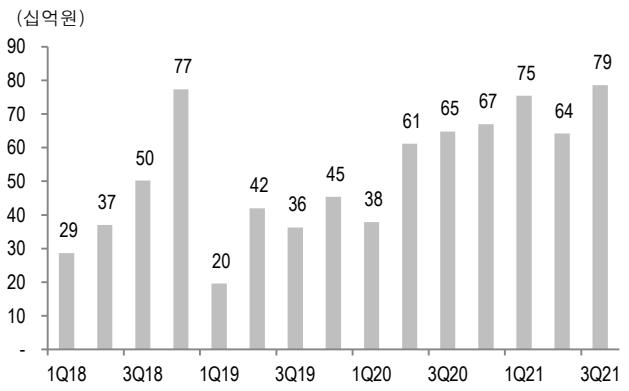
주) 3Q18까지는 NSOK only

[그림 3] 마케팅비용 및 비율 추이



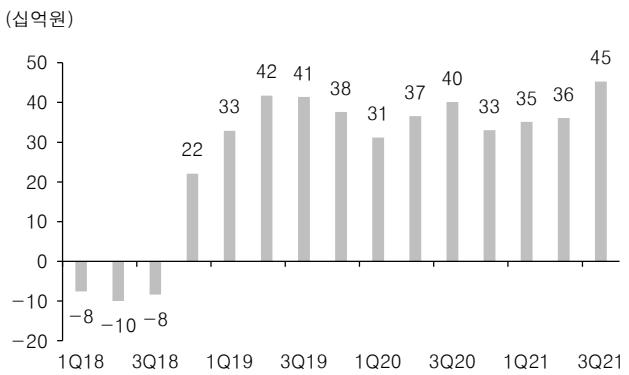
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] SK 브로드밴드 영업이익



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

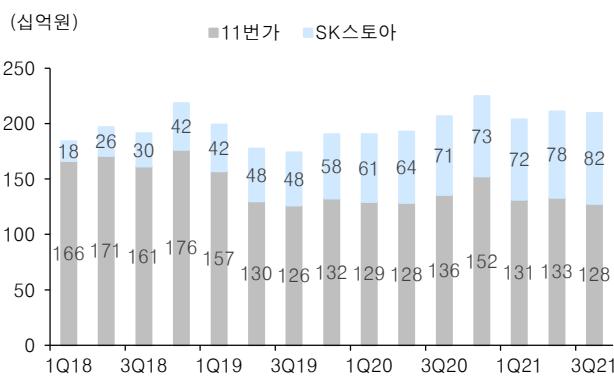
[그림 7] 보안사업 영업이익 추이



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

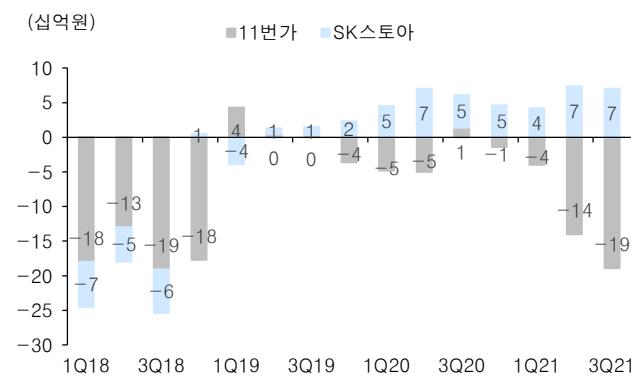
주) 3Q18까지는 NSOK only, PPA 상각비 반영전 영업이익 기준.

[그림 8] 커머스 매출 추이



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 커머스 영업이익 추이



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[표 2] SK 텔레콤 주요 투자자산 내역

(단위: 억원, 주, 원)

	투자대상	지분율	장부가	가치	비고
국내상장	나노엔텍	28.4	673	673	
	SK 하이닉스	20.1	158,160	158,160	
	드림어스	41.8	1,331	1,331	3자 유증(700억원/2021.04)
	인크로스	34.6	1,441	1,441	
국내 비상장	SK 플래닛	98.7	4,048	4,048	
	11번가	80.3	10,494	22,083	
	원스토어	47.5	822	4,275	3자 유증(MS/DT)
	ADT 캡스	62.6	7,478	8,138	
	에프에스케이엘엔에스	60.0	178	178	
	티맵모빌리티	66.3	2,287	9,282	3자 유증(우버/PE)
	콘텐츠웨이브	36.4	909	4,368	
해외비상장	SK 텔레콤 CST1	54.9	603	603	e 스포츠 기업
	id Quantique Ltd	68.1	1,005	1,005	스위스 양자암호
	SK Telecom TMT	100.0	941	941	싱클레어 합작사
	Techmaker GmbH	50.0	56	56	DT 합작사
소계				216,582	
현금성자산				3,878	
NAV				155,485	투자자산 30% 할인 적용

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	177,407	186,247	195,840	204,825	210,957	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	177,407	186,247	195,840	204,825	210,957	
판관비	166,325	172,753	181,883	187,506	192,642	
영업이익	11,082	13,493	13,958	17,319	18,316	
EBITDA	51,292	55,193	56,075	59,636	60,833	
영업외손익	528	5,277	19,035	13,137	13,279	
외환관련손익	-12	-41	-39	-68	-68	
이자손익	-3,425	-3,488	-3,313	-3,352	-3,362	
관계기업관련손익	4,495	10,284	23,745	16,451	16,780	
기타	-530	-1,478	-1,358	107	-71	
법인세비용차감전순손익	11,610	18,770	32,993	30,456	31,594	
법인세비용	3,003	3,765	6,417	5,769	6,003	
계속사업순손익	8,607	15,005	26,576	24,687	25,591	
종단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	8,607	15,005	26,576	24,687	25,591	
지배지분순이익	8,887	15,044	26,783	25,549	26,681	
포괄순이익	8,617	19,624	35,603	24,687	25,591	
지배지분포괄이익	8,911	18,691	35,798	25,549	25,335	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40,350	58,219	36,220	31,946	33,617	
당기순이익	8,607	15,005	26,576	24,687	25,591	
감가상각비	40,210	41,700	42,117	42,317	42,517	
외환손익	4	38	19	68	68	
증속, 관계기업관련손익	0	0	-13,945	-16,451	-16,780	
자산부채의 증감	-8,561	3,025	-6,425	-3,780	-3,003	
기타현금흐름	90	-1,549	-12,123	-14,896	-14,778	
투자활동 현금흐름	-35,816	-42,504	-36,473	-43,898	-43,830	
투자자산	-2,590	-1,674	-798	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-33,759	-35,578	-34,096	-41,500	-41,500	
유형자산 감소	185	1,025	92	0	0	
기타현금흐름	348	-6,277	-1,671	-2,398	-2,330	
재무활동 현금흐름	-6,867	-14,576	7,142	-2,502	-5,335	
단기차입금	-599	764	-150	270	-100	
사채 및 장기차입금	6,036	4,424	18,737	6,200	3,700	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-7,187	-7,421	-8,614	-8,599	-8,599	
기타현금흐름	-5,117	-12,343	-2,831	-373	-336	
연결범위변동 등 기타	-26	-151	259	25,102	22,080	
현금의 증감	-2,359	988	7,147	10,648	6,532	
기초 현금	15,067	12,708	13,697	20,843	31,492	
기말 현금	12,708	13,697	20,843	31,492	38,023	
NOPLAT	11,082	13,493	13,958	17,319	18,316	
FCF	6,591	22,641	2,124	-9,554	-7,883	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

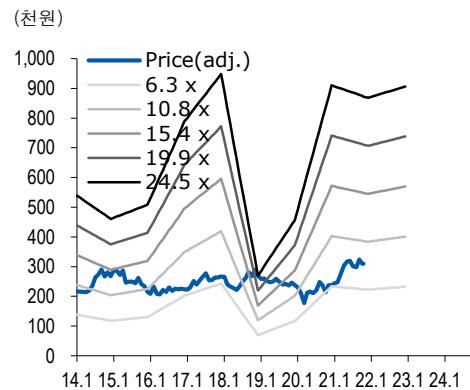
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		80,885	87,751	95,839	107,976	115,849
현금및현금성자산		12,708	13,697	20,843	31,492	38,023
매출채권 및 기타채권		32,833	32,839	33,262	34,250	35,122
재고자산		1,629	1,714	2,087	2,204	2,278
비유동자산		371,139	391,319	422,708	438,535	454,492
유형자산		129,335	133,771	132,018	131,200	130,183
관계기업등 지분관련자산		133,853	143,541	169,034	185,484	202,264
기타투자자산		10,167	18,460	29,297	29,317	29,337
자산총계		452,024	479,070	518,547	546,511	570,341
유동부채		78,517	81,780	76,551	76,610	76,887
매입채무 및 기타채무		57,348	58,225	53,944	54,004	54,613
단기차입금		206	1,100	973	1,243	1,143
유동성장기부채		14,412	13,638	13,967	13,667	13,367
비유동부채		145,338	153,327	175,320	185,217	189,699
장기차입금		19,721	19,793	34,090	39,090	42,090
사채		72,539	76,902	79,714	81,214	82,214
부채총계		223,854	235,107	251,871	261,827	266,587
지배지분		229,502	237,439	258,955	276,321	294,818
자본금		446	446	446	446	446
자본잉여금		29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금		222,287	229,819	220,715	238,080	256,578
비자본지분		-1,333	6,523	7,721	8,363	8,936
자본총계		228,169	243,962	266,676	284,684	303,754
순차입금		92,476	95,420	108,676	104,344	101,255
총차입금		116,081	125,952	145,778	152,248	155,848

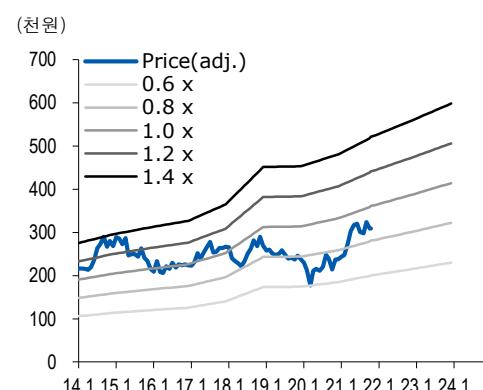
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		11,006	18,631	37,167	35,455	37,026
BPS		313,800	332,887	363,903	388,305	414,299
EBITDAPS		63,523	68,354	77,817	82,759	84,420
SPS		219,711	230,658	271,773	284,241	292,752
DPS		10,000	10,000	11,500	11,500	11,500
PER		22.7	11.9	8.3	8.7	8.4
PBR		0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		5.7	5.1	6.1	5.6	5.5
PSR		1.1	1.0	1.1	1.1	1.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		5.1	5.0	5.2	4.6	3.0
영업이익 증가율 (%)		-7.8	21.8	3.4	24.1	5.8
지배순이익 증가율 (%)		-71.6	69.3	78.0	-4.6	4.4
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		6.2	7.2	7.1	8.5	8.7
지배순이익률 (%)		5.0	8.1	13.7	12.5	12.6
EBITDA 마진 (%)		28.9	29.6	28.6	29.1	28.8
ROIC		4.2	5.3	5.4	6.7	7.1
ROA		2.0	3.2	5.4	4.8	4.8
ROE		3.9	6.4	10.8	9.5	9.3
부채비율 (%)		98.1	96.4	94.4	92.0	87.8
순차입금/자기자본 (%)		40.3	40.2	42.0	37.8	34.3
영업이익/금융비용 (배)		2.7	3.4	3.7	4.5	4.8

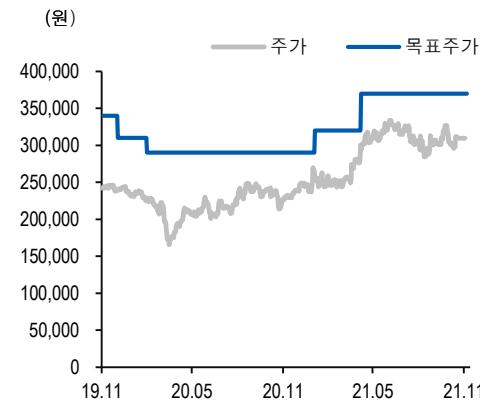
P/E band chart



P/B band chart



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-11	BUY	370,000	1년		
2021-04-14	BUY	370,000	1년		
2021-01-11	BUY	320,000	1년	-19.83	-6.25
2020-02-07	BUY	290,000	1년	-23.48	-6.90
2019-12-10	BUY	310,000	1년	-23.91	-21.13
2019-11-12	1년 경과 이후		1년	-28.57	-27.50
2018-11-12		340,000	1년	-25.38	-14.85

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.6
Hold(중립)	8.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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 투자 의사결정은 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.