

2021. 10. 13



▲ 통신/미디어

Analyst **정지수**

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **양승수**

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 400,000 원**

**현재주가 (10.12) 300,500 원**

**상승여력 33.1%**

KOSPI 2,916.38pt

시가총액 216,541억원

발행주식수 7,206만주

유동주식비율 59.48%

외국인비중 44.51%

52주 최고/최저가 334,000원/214,000원

평균거래대금 1,010.8억원

**주요주주(%)**

SK 외 4 인 30.02

국민연금공단 10.00

케이티 5.29

**주가상승률(%)**

1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.1 6.2 25.5

상대주가 4.9 14.2 3.4

**주가그래프**



# SK텔레콤 017670

## T 우주 성공을 위한 초석 다지기

- ✓ 3Q21 연결 영업이익 3,984억원(+10.7% YoY)으로 컨센서스(3,957억원) 부합 전망
- ✓ 5G 가입자 및 무선 ARPU 등 주요 지표는 긍정적이며, SKB 실적 호조 역시 지속
- ✓ 2021년 연결 매출액 19,44조원(+4.4% YoY), 영업이익 1,54조원(+13.9% YoY) 전망
- ✓ 구독형 서비스 'T우주'는 출시 일주일만에 구독자 15만명 모집하며 성공적으로 출발
- ✓ 12일 임시주총에서 기업분할 안건 최종 승인. 분할 후 합산 시총 24~26조원 전망

### 3Q21 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

3Q21 연결 실적은 매출액 4조 8,554억원(+2.6% YoY), 영업이익 3,984억원(+10.7% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,957억원)에 부합할 전망이다. 5G 가입자는 885만명(보급률 27.9%), 무선 ARPU 30,519원(+1.6% QoQ)을 예상하며, 별도 영업이익은 3,015억원(+14.3% YoY)을 전망한다. SK브로드밴드는 영업이익 743억원(+14.5% YoY)으로 실적 호조가 이어지나, 11번가는 8월 구독형 서비스 출시로 마케팅 부담이 가중된 것으로 파악된다. 2021년 연결 매출액과 영업이익은 각각 19.44조원(+4.4% YoY), 1조 5,368억원(+13.9% YoY)을 기록할 전망이다.

### 구독형 서비스 'T우주'의 초기 반응은 긍정적

구독형 서비스 'T우주'는 출시 일주일만에 구독자수 15만명을 돌파하며 초기 흥행에 성공했다. 11번가 MAU는 2020년 9월 866만명에서 아마존과 제휴를 시작한 2021년 9월 991만명으로 증가했고, 신규설치건수도 근래 가장 많은 33만건으로 증가했다. 해외 온라인 직접구매 시장은 매년 꾸준히 성장해 2020년 4.1조원을 기록했으며, 2021년 5조원을 돌파할 전망이다.

### 기업분할 안건 12일 주주총회 통과

12일 임시주총에서 기업분할 안건이 최종 승인됨에 따라 오는 11월 1일 SK텔레콤과 SK스퀘어가 공식 출범할 계획이다. SK텔레콤(손속법인)은 통신업과 구독형 서비스, 데이터센터 등에 집중하고, SK스퀘어는 SK하이닉스, 11번가 등 16개 자회사를 박정호 사장이 직접 통솔할 예정이다. 당사가 예상하는 분할 후 합산 시총은 24~26조원으로 현재 대비 +10~20% 상승 여력이 있다는 판단이다.

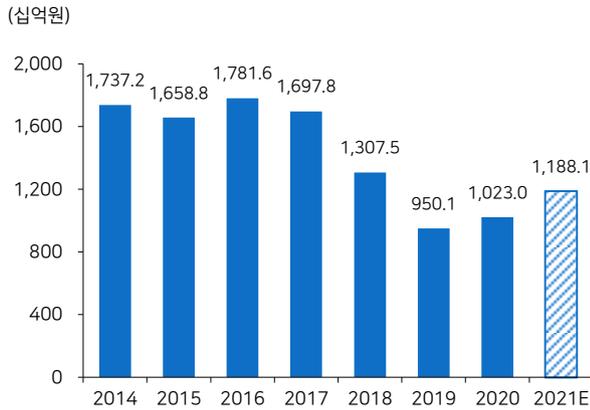
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	17,740.7	1,108.2	888.7	11,006	-72.5	284,228	21.6	0.8	5.6	3.9	98.1
2020	18,624.7	1,349.3	1,504.4	18,631	74.3	294,058	12.8	0.8	5.4	6.4	96.4
2021E	19,441.8	1,536.8	2,705.7	36,059	117.3	356,186	8.3	0.8	5.2	11.0	85.3
2022E	19,900.5	1,677.5	3,360.6	46,636	29.3	390,972	6.4	0.8	4.5	12.5	71.7
2023E	20,246.3	1,776.2	3,858.5	53,545	14.8	431,679	5.6	0.7	4.0	13.0	60.3

표1 SK텔레콤 3Q21 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>4,855.4</b>	<b>4,731.4</b>	<b>2.6</b>	<b>4,818.3</b>	<b>0.8</b>	<b>4,918.5</b>	<b>-1.3</b>
이동전화수익	2,597.7	2,497.4	4.0	2,560.6	1.5		
망접속성장수익	123.8	134.1	-7.7	126.0	-1.7		
신규사업 및 기타	314.4	310.6	1.2	335.0	-6.2		
기타판매	1,819.5	1,789.3	1.7	1,796.7	1.3		
<b>영업이익</b>	<b>398.4</b>	<b>359.8</b>	<b>10.7</b>	<b>396.6</b>	<b>0.5</b>	<b>395.7</b>	<b>0.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>909.1</b>	<b>518.3</b>	<b>75.4</b>	<b>1,010.2</b>	<b>-10.0</b>	<b>885.5</b>	<b>2.7</b>
<b>당기순이익</b>	<b>709.1</b>	<b>392.2</b>	<b>80.8</b>	<b>795.7</b>	<b>-10.9</b>	<b>726.2</b>	<b>-2.4</b>

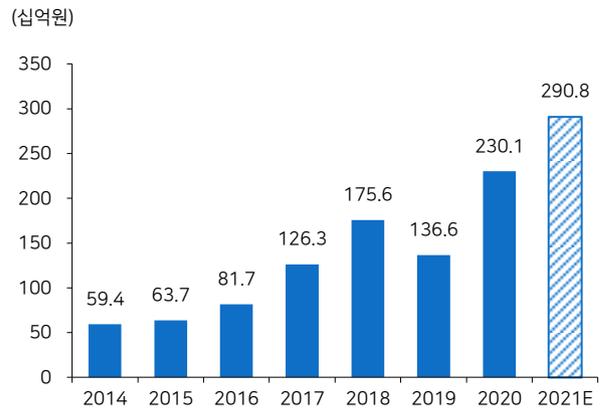
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



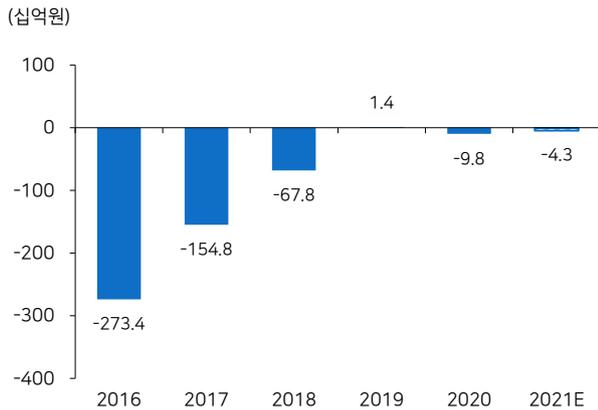
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



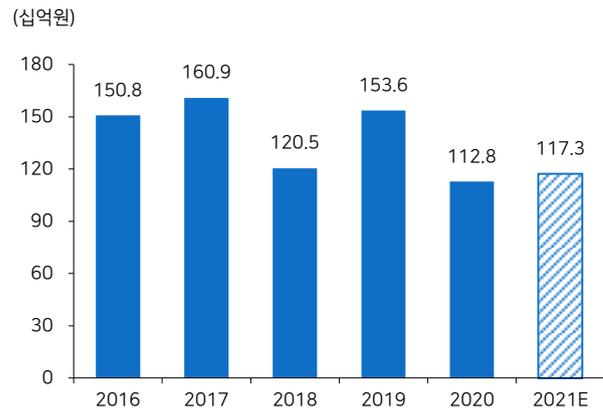
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 11번가 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 ADT캡스 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK텔레콤 구독형 서비스 <우주패스 all>



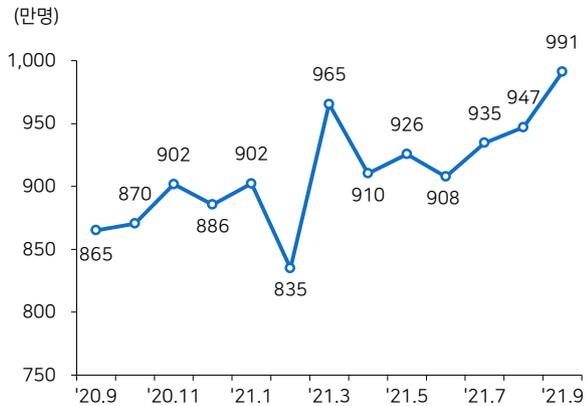
그림6 SK텔레콤 구독형 서비스 <우주패스 mini>



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

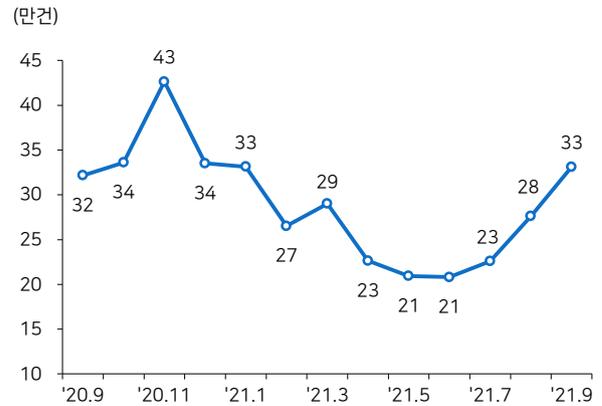
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림7 11번가 MAU(월간사용자수) 추이



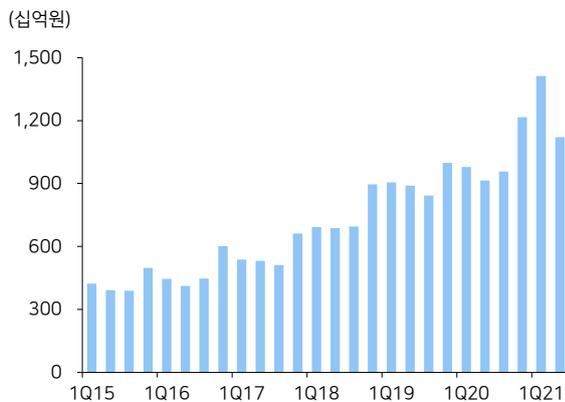
자료: 모바일인덱스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 11번가 신규설치건수 추이



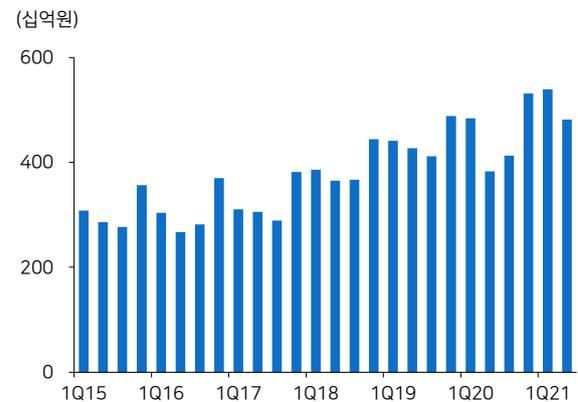
자료: 모바일인덱스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 해외 온라인 직접 구매액 추이 및 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 온라인 직접 구매액 추이 및 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>영업수익</b>	<b>4,450.6</b>	<b>4,603.3</b>	<b>4,731.4</b>	<b>4,839.3</b>	<b>4,780.5</b>	<b>4,818.3</b>	<b>4,855.4</b>	<b>4,987.6</b>	<b>17,743.7</b>	<b>18,624.7</b>	<b>19,441.8</b>
% YoY	2.7%	3.7%	3.7%	9.7%	7.4%	4.7%	2.6%	3.1%	5.2%	5.0%	4.4%
이동전화수익	2,483.4	2,487.1	2,497.4	2,521.1	2,531.8	2,560.6	2,597.7	2,603.8	9,721.6	9,989.0	10,293.9
망접속정산수익	131.5	136.4	134.1	100.2	127.7	126.0	123.8	99.2	518.9	502.2	476.8
신규사업 및 기타	309.5	318.1	310.6	317.0	321.2	335.0	314.4	320.8	1,175.8	1,255.3	1,291.4
기타판매	1,526.2	1,661.7	1,789.3	1,900.9	1,799.7	1,796.7	1,819.5	1,963.8	6,327.4	6,878.1	7,379.7
<b>영업비용</b>	<b>4,149.3</b>	<b>4,246.2</b>	<b>4,371.7</b>	<b>4,508.1</b>	<b>4,391.7</b>	<b>4,421.7</b>	<b>4,457.0</b>	<b>4,634.6</b>	<b>16,633.7</b>	<b>17,275.3</b>	<b>17,905.0</b>
% YoY	3.4%	3.2%	2.6%	6.1%	5.8%	4.1%	2.0%	2.8%	6.1%	3.9%	3.6%
총업원급여	742.8	735.7	764.9	762.8	816.4	791.3	786.3	783.5	2,822.7	3,006.2	3,177.5
지급/판매수수료	1,318.4	1,354.0	1,365.7	1,309.0	1,391.4	1,448.1	1,396.2	1,377.9	5,002.1	5,347.1	5,613.6
광고선전비	74.0	93.3	109.1	155.3	75.2	97.8	115.7	156.2	434.6	431.7	444.9
감가상각비	1,028.6	1,042.8	1,053.1	1,045.0	1,033.5	1,036.0	1,057.9	1,086.7	3,935.2	4,169.5	4,214.2
망접속정산비용	195.0	207.3	201.4	167.0	193.9	183.2	185.9	176.2	752.3	770.7	739.3
전용회선료	22.3	25.9	27.3	82.6	40.4	40.1	48.1	54.6	139.5	158.1	183.2
전파사용료	34.2	33.3	34.3	34.7	34.2	32.9	33.8	34.4	133.1	136.6	135.3
상품매출원가	349.0	362.8	419.6	477.1	388.6	365.3	410.1	489.3	1,833.3	1,608.5	1,653.4
기타영업비용	385.1	391.0	396.2	474.6	418.0	426.8	423.0	475.8	1,580.9	1,647.0	1,743.6
<b>영업이익</b>	<b>301.3</b>	<b>357.1</b>	<b>359.8</b>	<b>331.1</b>	<b>388.8</b>	<b>396.6</b>	<b>398.4</b>	<b>353.0</b>	<b>1,110.0</b>	<b>1,349.3</b>	<b>1,536.8</b>
% YoY	-6.6%	10.6%	19.1%	103.8%	29.0%	11.1%	10.7%	6.6%	-7.6%	21.6%	13.9%
영업이익률 (%)	6.8%	7.8%	7.6%	6.8%	8.1%	8.2%	8.2%	7.1%	6.3%	7.2%	7.9%
법인세차감전순이익	368.3	549.0	518.3	442.1	683.8	1,010.2	909.1	1,219.7	1,162.6	1,877.7	3,822.8
법인세비용	62.4	116.6	126.1	71.1	111.9	214.5	200.0	268.3	300.7	376.2	794.7
<b>당기순이익</b>	<b>306.0</b>	<b>432.3</b>	<b>392.2</b>	<b>371.0</b>	<b>572.0</b>	<b>795.7</b>	<b>709.1</b>	<b>951.3</b>	<b>861.9</b>	<b>1,501.5</b>	<b>3,028.1</b>
당기순이익률 (%)	6.9%	9.4%	8.3%	7.7%	12.0%	16.5%	14.6%	19.1%	4.9%	8.1%	15.6%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	31,477	31,440	31,440	31,384	31,520	31,626	31,689	31,753	31,535	31,384	31,753
5G 가입자수	2,648	3,348	4,263	5,476	6,736	7,696	8,850	10,045	2,084	5,476	10,045
5G 침투율 (%)	8.4%	10.6%	13.6%	17.4%	21.4%	24.3%	27.9%	31.6%	6.6%	17.4%	31.6%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

## SK 텔레콤 (017670)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>17,740.7</b>	<b>18,624.7</b>	<b>19,441.8</b>	<b>19,900.5</b>	<b>20,246.3</b>
매출액증가율 (%)	5.1	5.0	4.4	2.4	1.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,740.7	18,624.7	19,441.8	19,900.5	20,246.3
판매관리비	16,632.5	17,275.3	17,905.0	18,223.0	18,470.1
<b>영업이익</b>	<b>1,108.2</b>	<b>1,349.3</b>	<b>1,536.8</b>	<b>1,677.5</b>	<b>1,776.2</b>
영업이익률	6.2	7.2	7.9	8.4	8.8
금융손익	-295.8	-256.0	-306.6	-227.8	-208.4
중속/관계기업손익	449.5	1,028.4	2,594.5	3,495.0	4,045.2
기타영업외손익	-100.9	-244.7	0.1	-120.3	-73.8
세계계속사업이익	1,161.0	1,877.0	3,824.8	4,824.5	5,539.2
법인세비용	300.3	376.5	795.1	1,061.4	1,218.6
<b>당기순이익</b>	<b>860.7</b>	<b>1,500.5</b>	<b>3,029.7</b>	<b>3,763.1</b>	<b>4,320.6</b>
지배주주지분 순이익	888.7	1,504.4	2,705.7	3,360.6	3,858.5

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>8,088.5</b>	<b>8,775.1</b>	<b>9,710.9</b>	<b>10,837.2</b>	<b>12,682.2</b>
현금및현금성자산	1,270.8	1,369.7	1,987.2	2,934.7	4,645.0
매출채권	2,231.0	2,188.9	2,284.9	2,338.8	2,379.5
재고자산	162.9	171.4	179.0	183.2	186.4
<b>비유동자산</b>	<b>37,113.9</b>	<b>39,131.9</b>	<b>39,649.3</b>	<b>39,901.6</b>	<b>40,149.0</b>
유형자산	12,933.5	13,377.1	13,303.8	13,197.7	13,174.9
무형자산	7,815.6	7,793.7	7,793.7	7,793.7	7,793.7
투자자산	14,401.9	16,200.1	16,838.5	17,196.9	17,467.0
<b>자산총계</b>	<b>45,202.4</b>	<b>47,907.0</b>	<b>49,360.2</b>	<b>50,738.8</b>	<b>52,831.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,851.7</b>	<b>8,178.0</b>	<b>7,828.5</b>	<b>7,343.8</b>	<b>6,881.4</b>
매입채무	438.3	372.9	389.3	398.5	405.4
단기차입금	20.6	110.0	55.0	27.5	13.8
유동성장기부채	1,441.2	1,363.8	1,330.0	1,190.0	1,096.0
<b>비유동부채</b>	<b>14,533.8</b>	<b>15,332.8</b>	<b>14,888.5</b>	<b>13,842.7</b>	<b>13,001.9</b>
사채	7,253.9	7,690.2	7,544.2	7,154.2	6,788.2
장기차입금	1,972.2	1,979.3	1,859.3	1,535.3	1,243.7
<b>부채총계</b>	<b>22,385.4</b>	<b>23,510.7</b>	<b>22,717.1</b>	<b>21,186.5</b>	<b>19,883.3</b>
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	-329.6	40.1	40.1	40.1	40.1
이익잉여금	22,228.7	22,981.9	24,904.8	27,411.5	30,344.9
비지배주주지분	-133.3	652.4	976.4	1,378.9	1,840.9
<b>자본총계</b>	<b>22,816.9</b>	<b>24,396.2</b>	<b>26,643.2</b>	<b>29,552.3</b>	<b>32,947.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,035.0</b>	<b>5,821.9</b>	<b>7,177.0</b>	<b>8,135.6</b>	<b>8,769.0</b>
당기순이익(손실)	860.7	1,500.5	3,029.7	3,763.1	4,320.6
유형자산상각비	4,021.0	4,170.0	4,493.3	4,808.1	4,909.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-856.1	302.5	-341.2	-434.5	-460.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,581.6</b>	<b>-4,250.4</b>	<b>-5,106.5</b>	<b>-5,083.7</b>	<b>-5,172.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-3,375.9	-3,557.8	-3,420.0	-3,302.0	-3,087.0
투자자산의감소(증가)	-839.7	-1,798.1	-638.4	-358.4	-270.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-686.7</b>	<b>-1,457.6</b>	<b>-1,453.1</b>	<b>-2,104.3</b>	<b>-1,885.9</b>
차입금의 증감	1,899.6	975.4	-702.0	-1,308.2	-1,020.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-235.9	98.8	617.5	947.6	1,710.3
기초현금	1,506.7	1,270.8	1,369.7	1,987.2	2,934.7
기말현금	1,270.8	1,369.7	1,987.2	2,934.7	4,645.0

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	219,711	230,658	259,104	276,165	280,964
EPS(지배주주)	11,006	18,631	36,059	46,636	53,545
CFPS	65,586	71,300	115,107	137,512	147,992
EBITDAPS	63,523	68,354	80,364	90,003	92,784
BPS	284,228	294,058	356,186	390,972	431,679
DPS	10,000	10,000	11,000	12,000	13,000
배당수익률(%)	4.2	4.2	3.7	4.0	4.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	21.6	12.8	8.3	6.4	5.6
PCR	3.6	3.3	2.6	2.2	2.0
PSR	1.1	1.0	1.2	1.1	1.1
PBR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDA	5,129.2	5,519.3	6,030.1	6,485.6	6,686.0
EV/EBITDA	5.6	5.4	5.2	4.5	4.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.9	6.4	11.0	12.5	13.0
EBITDA 이익률	28.9	29.6	31.0	32.6	33.0
부채비율	98.1	96.4	85.3	71.7	60.3
금융비용부담률	2.3	2.1	2.1	1.9	1.7
이자보상배율(x)	2.7	3.4	3.8	4.5	5.3
매출채권회전율(x)	8.4	8.4	8.7	8.6	8.6
재고자산회전율(x)	78.7	111.4	111.0	109.9	109.6

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

