



기업분석 | 통신

Analyst

이승웅

02 3779 8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	410,000 원
현재주가	300,000 원

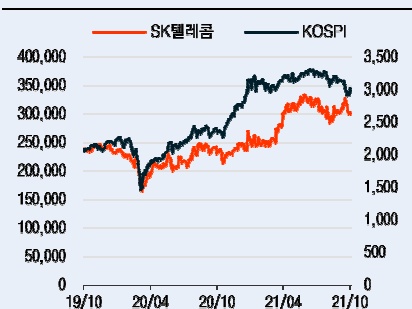
컨센서스 대비(3Q21E)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(4/14)	3,015.06 pt	
시가총액	216,180 억원	
발행주식수	72,060 천주	
52주 최고가 / 최저	334,000 / 214,000 원	
90일 일평균거래대금	1,025.86 억원	
외국인 지분율	44.4%	
배당수익률(21.12E)	3.7%	
BPS(21.12E)	355,498 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	3.4%
	6개월	5.4%
	12개월	0.2%
주주구성	SK (외 5인)	30.0%
	국민연금공단 (외 1인)	10.0%
	자사주 (외 1인)	5.3%

Stock Price



SK텔레콤 (017670)

분할 전 마지막 매수 기회

3Q21 Preview: 컨센서스 부합하는 실적 예상

3Q21 연결 기준 영업수익은 4.9조원(+4.2% YoY), 영업이익은 3,967억원(+10.3% YoY)으로 시장 컨센서스(매출액 4.9조원, 영업이익 3,977억원)에 부합하는 실적이 예상된다. 3Q21 말 5G 가입자수는 867만명(+12.7% QoQ, 가입자 비중 27.3%)을 기록할 전망이다. 8월 말 플래그십 단말기 출시에 따라 성수기 진입하며 5G 가입자는 견조한 순증을 이어갈 것으로 파악된다. SK브로드밴드는 매출액 1조원(+6.3% YoY), 영업이익 679억원(+4.6% YoY)로 안정적인 실적 성장이 예상된다. 커머스 사업은 8월 말 아마존 글로벌 스토어 오픈으로 11번가의 마케팅 비용 부담이 지속되는 것으로 파악된다. 윈스토어와 티맵모빌리티는 외형 중심의 성장을 이어갈 전망이다.

인적분할 후 합산 기업가치 28조원

지난 12일 임시주총에서 인적분할과 액면분할 인건이 통과됐다. 11월 1일 SK텔레콤(준속)과 SK스퀘어(신설)로 분할돼 공식 출범하며, 동사의 주식은 10/26-11/26 매매거래정지를 거쳐 11월 29일 변경-재상장될 예정이다. 당사는 인적분할 후 합산 기업가치를 28조원으로 추정한다. SK텔레콤(준속)은 인적분할 후에도 배당금을 최소 기준 수준을 유지할 계획이다. 이를 고려한 적정 기업가치는 17조원이다. SK스퀘어(신설)는 SK하이닉스와 상호보완적인 사업에 투자하고 윈스토어, ADT캡스 등 자회사 IPO를 차례로 진행할 계획이다. 반도체 분야의 Value Chain 강화와 가려졌던 자회사 가치 반영으로 합산 시가총액은 현재보다 높아질 것으로 예상된다. SK스퀘어의 적정 기업가치는 지분가치 21.2조원에 할인을 50% 적용한 10.6조원으로 추정한다. 동사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 410,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,741	18,625	19,535	20,507	21,291
영업이익	1,108	1,349	1,516	1,677	1,756
세전계속사업손익	1,161	1,877	3,518	3,187	2,942
순이익	861	1,501	2,804	2,511	2,318
EPS (원)	12,151	21,091	36,010	33,955	31,345
증감률 (%)	-72.1	73.6	70.7	-5.7	-7.7
PER (x)	19.6	11.3	8.3	8.8	9.6
PBR (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	5.6	5.3	5.6	5.2	5.0
영업이익률 (%)	6.2	7.2	7.8	8.2	8.2
EBITDA 마진 (%)	28.9	29.6	29.2	29.7	29.5
ROE (%)	3.9	6.4	11.0	9.2	8.1
부채비율 (%)	98.1	96.4	88.7	85.0	81.4

주: IFRS 연결 기준

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q21 SK 텔레콤 실적 및 시장 컨센서스 비교

(십억원)	당사 추정치	YoY %	Cons.	차이 %
영업수익	4,929	4.2	4,919	0.2
영업이익	397	10.3	398	-0.3
세전이익	1,027	98.2	912	12.7
지배순이익	779	103.1	694	12.1

자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 SK 텔레콤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
연결 영업수익	4,450	4,603	4,731	4,841	4,780	4,818	4,929	5,007	17,741	18,625	19,535
별도 영업수익	2,925	2,942	2,942	2,943	2,981	3,022	3,042	3,062	11,421	11,747	12,106
이동전화수익	2,483	2,487	2,497	2,521	2,532	2,561	2,599	2,638	9,722	9,989	10,330
망접속정산수익	132	136	134	100	128	126	128	103	519	502	487
기타	310	318	311	322	321	335	315	321	1,181	1,255	1,292
연결자회사 등	1,526	1,661	1,789	1,897	1,800	1,797	1,888	1,944	6,319	6,878	7,428
영업비용	4,148	4,243	4,369	4,514	4,392	4,422	4,533	4,673	16,633	17,275	18,019
인건비	743	736	765	763	816	791	796	793	2,823	3,006	3,197
지급수수료 및 판매수수료	1,318	1,354	1,366	1,309	1,391	1,448	1,427	1,347	5,002	5,347	5,614
광고선전비	74	93	109	155	75	98	112	119	435	432	404
감가상각비	1,029	1,043	1,053	1,045	1,033	1,036	1,037	1,090	3,935	4,170	4,196
영업이익	302	359	362	326	389	397	397	334	1,108	1,349	1,516
세전이익	370	548	522	437	684	1,010	1,027	796	1,161	1,877	3,518
순이익	307	432	396	366	572	796	809	627	861	1,501	2,804
지배주주순이익	309	427	387	381	558	766	779	604	889	1,504	2,706
YoY %											
연결 영업수익	2.7	3.7	3.7	9.8	7.4	4.7	4.2	3.5	5.1	5.0	4.9
별도 연결수익	4.0	3.3	1.1	3.3	2.0	2.7	3.4	4.2	-2.4	2.8	3.1
이동전화수익	2.9	2.1	0.4	5.6	1.9	3.0	4.1	4.6	-2.8	2.8	3.4
망접속정산수익	3.2	3.1	6.1	-24.5	-2.9	-7.6	-4.8	3.2	-8.2	-3.2	-3.0
기타	13.8	13.7	4.0	-2.5	4.3	5.3	1.4	1.2	3.5	6.3	2.9
연결자회사 등	0.2	4.5	8.4	21.8	17.8	8.1	5.5	2.3	22.3	8.8	8.0
영업비용	3.4	3.1	2.6	6.3	5.9	4.1	3.7	3.7	6.1	3.9	4.3
영업이익	-6.4	11.3	19.7	103.0	28.7	10.8	10.3	0.8	-7.8	21.8	12.3
세전이익	-20.9	55.2	49.4	흑전	84.8	84.0	98.2	80.1	-70.8	61.7	87.3
순이익	-17.9	66.8	44.2	흑전	86.4	84.0	106.4	69.0	-72.5	74.3	86.8
지배주주순이익	-18.4	62.2	41.0	흑전	80.4	79.2	103.1	56.4	-71.6	69.3	79.8
OPM %	6.8	7.8	7.6	6.7	8.1	8.2	8.0	6.7	6.2	7.2	7.8

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 SK 텔레콤 인적분할 일정 및 액면분할 개요

일자	구분
2021.06.10	이사회 결의
2021.07.16	주총 위한 주주확정 및 증권신고서 제출
2021.10.12	분할계획서 및 액면분할 승인을 위한 임시주주총회
2021.10.29	신주 배정 기준일
2021.10.26 ~ 2021.11.26	액면분할 위한 매매정지
2021.11.01	분할기일
2021.11.29	변경상장 및 재상장

액면분할 후 발행주식수 변화

(백만주)	주식수	비고
현재	72.1	자사주 899,500주 보유
액면분할 후	360.3	액면가 500원 → 100원
SK텔레콤(존속)	218.8	분할비용 존속법인 0.61, 신설법인 0.39
SKT투자(신설)	141.5	

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 분할 후 SK 텔레콤 및 SK스퀘어 적정 기업가치 추정

분할 후 SK텔레콤 적정가치 추정			
배당금 및 DPS			
(원, 십억원)	기존 DPS	배당총액	분할후 예상 DPS
당사 추정치	11,000	782.8	3,577
적정 기업가치	평균	-1 표준편차	+1 표준편차
11년 이후 평균 배당수익률 (%)	4.6	3.6	5.6
21E 배당총액 (당사추정, 십억원)	782.8	782.8	782.8
적정기업가치 (조원)	17.0	21.7	13.9
1주당 기업가치(액면분할 후)	77,530	99,161	63,646

분할 후 SK스퀘어 적정가치 추정					
(%,십억원)	기업가치	지분율	지분가치	비고	
상장사	SK하이닉스	71,635	20.1	14,377	전일 시가총액
	드림어스컴퍼니	273	51.4	140	
	나노엔텍	288	28.4	53	
	인크로스	385	34.6	133	
비상장사	WAVVE	1,200	36.4	437	19.11 Post-money 1.2조원 적용
	ADT캡스	3,521	62.6	2,204	'21E EPS에 에스원 '21E PER 20.0x 적용
	티맵모빌리티	1,400	67.4	943	21.04 Post-money 1.4조원 적용
	11번가	2,424	80.3	1,945	'21E 매출액 및 GMV에 PSR 4.0x 및 EV/GMV 0.2x 적용
	원스토어	660	48.4	320	'21E GMV에 EV/GMV 0.6x 적용
	기타			683	장부가
합산 지분가치 (조원)			21.2		
할인율 40% 적용시			12.7		
할인율 50% 적용시			10.6		
할인율 60% 적용시			8.5		

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	8,089	8,775	8,965	9,446	9,927
현금 및 현금성자산	1,271	1,370	1,101	1,239	1,499
매출채권 및 기타채권	3,134	3,168	3,447	3,657	3,748
재고자산	163	171	225	239	245
기타유동자산	3,520	4,066	4,191	4,311	4,434
비유동자산	37,114	39,132	41,067	42,116	43,129
관계기업투자등	14,100	15,810	17,239	17,939	18,668
유형자산	12,933	13,377	13,692	14,034	14,403
무형자산	7,816	7,794	7,925	7,841	7,663
자산총계	45,202	47,907	50,032	51,562	53,055
유동부채	7,852	8,178	7,777	8,028	8,193
매입채무 및 기타채무	2,960	2,857	2,641	2,802	2,872
단기금융부채	1,834	1,834	1,939	1,899	1,859
기타유동부채	3,058	3,487	3,198	3,328	3,463
비유동부채	14,534	15,333	15,734	15,664	15,616
장기금융부채	10,146	11,121	11,295	11,155	11,035
기타비유동부채	4,387	4,211	4,439	4,509	4,581
부채총계	22,385	23,511	23,511	23,693	23,809
지배주주지분	22,950	23,744	25,617	26,966	28,343
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	22,229	22,982	22,706	24,055	25,431
비지배주주지분(연결)	-133	652	903	903	903
자본총계	22,817	24,396	26,521	27,869	29,246

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,986	5,822	1,009	4,983	5,274
당기순이익(손실)	861	1,501	2,804	2,511	2,318
비현금수익비용가감	4,435	4,257	1,246	2,456	2,899
유형자산감가상각비	4,021	4,170	3,691	3,380	3,486
무형자산상각비	0	0	506	1,035	1,049
기타현금수익비용	-449	-1,025	-2,950	-1,959	-1,635
영업활동 자산부채변동	-836	302	-1	17	57
매출채권 감소(증가)	-212	-33	-190	-210	-91
재고자산 감소(증가)	116	-7	-13	-14	-6
매입채무 증가(감소)	-24	3	164	161	70
기타자산, 부채변동	-717	340	38	80	84
투자활동 현금	-3,583	-4,250	-961	-3,598	-4,000
유형자산처분(취득)	-3,357	-3,455	-3,369	-3,722	-3,855
무형자산 감소(증가)	-134	-90	-947	-951	-871
투자자산 감소(증가)	280	-605	2,107	1,165	819
기타투자활동	-372	-100	1,248	-90	-93
재무활동 현금	-637	-1,458	-486	-1,247	-1,014
차입금의 증가(감소)	100	106	49	-180	-160
자본의 증가(감소)	-419	-742	-1,071	-1,067	-854
배당금의 지급	719	742	1,071	1,067	854
기타재무활동	-319	-822	536	0	0
현금의 증가	-236	99	-268	138	260
기초현금	1,507	1,271	1,370	1,101	1,239
기말현금	1,271	1,370	1,101	1,239	1,499

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,741	18,625	19,535	20,507	21,291
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,741	18,625	19,535	20,507	21,291
판매비 및 관리비	16,633	17,275	18,019	18,830	19,535
영업이익	1,108	1,349	1,516	1,677	1,756
(EBITDA)	5,129	5,519	5,713	6,092	6,291
금융손익	-334	-352	-318	-335	-336
이자비용	406	399	370	386	387
관계기업등 투자손익	450	1,028	2,378	1,935	1,620
기타영업외손익	-63	-149	-58	-90	-98
세전계속사업이익	1,161	1,877	3,518	3,187	2,942
계속사업법인세비용	300	377	714	677	625
계속사업이익	861	1,501	2,804	2,511	2,318
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	861	1,501	2,804	2,511	2,318
지배주주	889	1,504	2,706	2,416	2,230
총포괄이익	905	1,870	2,804	2,511	2,318
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.2	7.2	7.8	8.2	8.2
EBITDA마진률 (%)	28.9	29.6	29.2	29.7	29.5
당기순이익률 (%)	4.9	8.1	14.4	12.2	10.9
ROA (%)	2.0	3.2	5.5	4.8	4.3
ROE (%)	3.9	6.4	11.0	9.2	8.1
ROIC (%)	4.8	5.9	6.3	6.7	6.9

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	19.6	11.3	8.3	8.8	9.6
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.3	5.6	5.2	5.0
P/CF	3.6	3.3	5.6	4.4	4.1
배당수익률 (%)	4.2	4.2	3.7	4.0	4.3
성장성 (%)					
매출액	5.1	5.0	4.9	5.0	3.8
영업이익	-7.8	21.8	12.3	10.6	4.7
세전이익	-70.8	61.7	87.4	-9.4	-7.7
당기순이익	-72.5	74.3	86.9	-10.5	-7.7
EPS	-72.1	73.6	70.7	-5.7	-7.7
안정성 (%)					
부채비율	98.1	96.4	88.7	85.0	81.4
유동비율	103.0	107.3	115.3	117.7	121.2
순차입금/자기자본(x)	42.2	40.6	39.3	36.0	32.6
영업이익/금융비용(x)	2.7	3.4	4.1	4.3	4.5
총차입금 (십억원)	11,980	12,955	13,234	13,054	12,894
순차입금 (십억원)	9,619	9,902	10,420	10,032	9,540
주당지표(원)					
EPS	12,151	21,091	36,010	33,955	31,345
BPS	284,228	294,058	355,498	374,216	393,319
CFPS	65,586	71,300	53,254	68,919	72,399
DPS	10,000	10,000	11,000	12,000	13,000

SK텔레콤 목표주가 추이		투자이견 변동내역										
(원) 500,000 400,000 300,000 200,000 100,000 0 19/07 20/01 20/07 21/01 — 주가 — 목표주가		투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2019.04.29	Buy	350,000	-24.6	-30.1						
		2020.02.10	Buy	310,000	-26.3	-31.9						
		2020.03.24	Buy	230,000	-6.3	-15.4						
		2020.05.08	Buy	250,000	-8.0	-14.3						
		2020.08.07	Buy	270,000	-8.0	-12.1						
		2020.08.27	Buy	310,000	-12.9	-22.2						
		2021.03.08	변경	이승웅								
		2021.03.08	Buy	340,000	-11.8	-21.6						
		2021.04.15	Buy	370,000	-14.1	-16.9						
		2021.05.06	Buy	410,000								

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승웅)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)