

SK텔레콤 (017670)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (M)
현재주가 (9/16)	302,000원
상승여력	23%

시가총액	217,622억원
총발행주식수	72,060,143주
60일 평균 거래대금	889억원
60일 평균 거래량	291,288주
52주 고	334,000원
52주 저	214,000원
외인지분율	44.45%
주요주주	SK 외 4 인 30.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.3)	(7.9)	24.3
상대	(0.0)	(3.6)	(3.3)
절대(달려환산)	(1.5)	(12.2)	24.7

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	48,787	3.1	1.3	49,215	-0.9
영업이익	4,315	19.3	8.8	3,959	9.0
세전계속사업이익	9,829	88.4	-2.7	8,734	12.5
지배순이익	7,304	88.8	-4.6	6,801	7.4
영업이익률 (%)	8.8	+1.2 %pt	+0.6 %pt	8.0	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	15.0	+6.8 %pt	-0.9 %pt	13.8	+1.2 %pt

자료: 유안타증권

분할 전 매수해야 하는 이유

인적 분할 통해 경영진의 대리인 문제 극복

인적 분할은 동사의 사업 모델에 최적화된 거버넌스로의 전환으로 이어지면서, 향후 개별 사업 성과를 높이는 결과로 이어질 전망이다. 분할 전 SK텔레콤의 경영진은 11번가, 우티 등의 사업 확정 과정에서 발생하는 필연적 비용에 대해 통제를 가할 수 밖에 없었을 것이다. 모회사와 자회사의 경영진과 이사회간 의사 결정 과정에서 이해 상충 요소가 다분했고, 이로 인해 상당히 기묘한 형태의 전략으로 대응할 수 밖에 없던 것이 11번가가 직면한 현실이었다.

글로벌 스토어를 통해 국내 3위 온라인 커머스 업체로 레벨업 추진

우주 패스에는 아마존 글로벌 스토어 무료 배송, 무료 포인트, 클라우드 서비스, 웨이브, 플로 등의 추가 서비스 혜택이 제공된다. 약 1년~1년 6개월 기간의 글로벌 스토어 운영 후, 자체 평가에 의해 일정 결과를 충족하게 되면 아마존은 11번가 지분 30%에 대한 직접 투자를 진행할 계획이다. 글로벌 스토어의 전략을 리딩 하는 주체는 아마존이다. 무료 배송 서비스를 부담할 정도로 아마존의 의지는 확보하다. 정태적 상황을 보고 평가절하하는 것은 지나치게 성급하다. 1년 간의 변화를 지켜봐야 할 것이다.

분할 이후 SK스퀘어가 가치 향상을 이끌 전망

일반 지주회사의 평가 방식대로 SK스퀘어의 가치 측정 시, 예상 시가총액은 6조원 ~ 8조원 수준이다. 하지만 SK스퀘어를 일반 지주회사와 직접적으로 비교하기에는 무리가 있다. 이유는 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, 모바일리티 등)에서 SK스퀘어의 자회사가 성과를 보여주기 시작하면 지주업종 내에서도 독보적인 프리미엄을 받을 수 있을 전망이다. 분할 후 SK스퀘어에 주목해야 하는 이유이다. 분할 후 양사의 합산 시가총액 범위는 21조원~28조원으로 예상된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	177,407	186,247	194,888	200,694
영업이익	11,082	13,493	15,740	16,913
지배순이익	8,887	15,044	27,723	26,268
PER	22.7	11.9	7.8	8.3
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	5.1	5.7	5.4
ROE	3.9	6.4	11.5	10.3

자료: 유안타증권

10월로 예정된 인적 분할 이슈 재점검

SK텔레콤의 인적 분할을 목적으로 한 주주총회가 한달 앞으로 다가왔다. 최근 시장에서 논란을 야기하고 있는 자회사 상장을 목적으로 한 물적 분할도 아니고, 성장 사업을 본격적으로 육성하기 위한 목적의 인적 분할이라는 점에서 투자자들의 공감대를 확보할 수 있을 것으로 판단된다. 게다가 합병과 달리 주식 매수 청구권이 부여되지 않는 등 투자자의 반대 실익이 크지 않다는 점에서, 10월로 예정된 주주총회 통과 가능성은 매우 높을 것으로 전망된다.

[표 1] 분할 관련 일정

구분	일자
이사회결의일	2021년 6월 10일
주주확정일	2021년 7월 16일
주주총회일	2021년 10월 12일
신주배정일	2021년 10월 29일
분할기일	2021년 11월 1일
재상장일	2021년 11월 29일

자료: SK 텔레콤

유안타증권에서는 SK텔레콤의 인적 분할이 동사의 주가에 미치는 영향에 대해 연초 이후 긍정적 의견을 피력했으며, 여전히 투자 매력이 높은 것으로 판단한다. 특히 인적 분할은 동사의 사업 모델에 최적화된 거버넌스로의 전환으로 이어지면서, 향후 개별 사업에서의 사업 성과를 높이는 결과로 이어질 전망이다.

인적분할 통해 경영진의 대리인 문제 극복 → 거버넌스 최적화로 균형 있는 성장 달성 가능

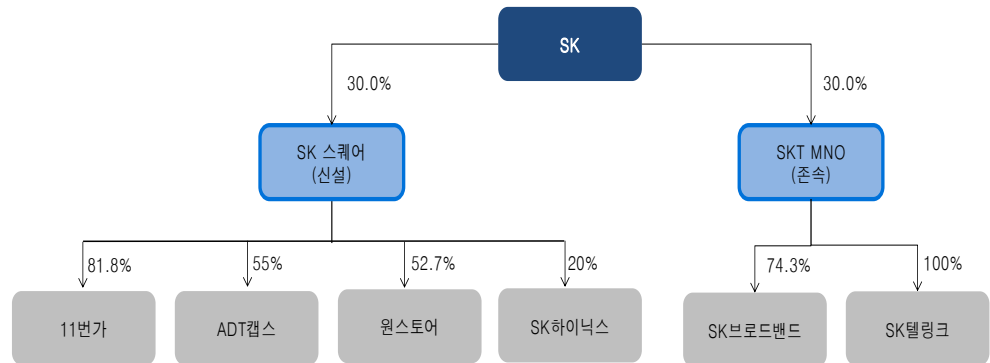
존속법인 SK텔레콤의 성장 모델은 전통적인 통신의 영역과 구독서비스에 있다. 우주 패스라는 브랜드로 런칭된 구독서비스의 경우 존속 법인은 판매를 책임지고, 신설법인은 서비스 제공을 책임진다. SK텔레콤은 구독 가입자 확보를 통해 적당한 수준의 성장성과 수익성을 확보하게 된다. 반면 서비스 제공자인 SK스퀘어의 자회사는 SK텔레콤에 비해 좀 더 넓은 범위에서의 사업적, 재무적 성과와 책임을 확보(부담)하게 된다.

구독서비스를 통해 서비스 판매자인 SK텔레콤은 영업손실에 대한 부담 없이, 사업 영역을 키울 수 있는 기회를 얻게 된다. 서비스 제공 주체인 SK스퀘어의 자회사는 SK텔레콤의 판매력을 활용하여 경쟁 플랫폼, 콘텐츠 제공자와 경쟁할 수 있는 판에 뛰어 들게 된다. 이 과정에서 SK스퀘어의 연결 영업손실 확대는 피할 수 없겠으나, 이보다는 플랫폼, 콘텐츠 제공자에게 더욱 중요한 타이틀인 시장 경쟁력을 확보할 수 있는 기회를 얻게 된다.

인적 분할과 이러한 전략의 변화가 연계되는 이유는 분할 전의 SK텔레콤은 자회사화 영업 적자를 감내할 수 없는 환경에 직면했기 때문이다. 통신업 투자자는 이익의 예측 가능성, 안정성, 이에 기반한 배당 투자 매력에 집중하는 경향이 있다. 분할 전 11번가의 낮은 성장성, BEP 수준의 수익성은 이러한 환경에서 파생된 결과였을 뿐이다. 인적 분할 후 SK스퀘어의 재무 성과는 SK텔레콤과는 독립적이다. SK스퀘어가 적자를 기록하게 되면, SK텔레콤이 아닌 지주회사 (주)SK의 실적에 영향을 미치게 된다.

인적 분할은 회사의 경영진으로부터 발생하는 대리인 문제를 최소화 시킬 수 있는 거버넌스의 전환으로 이어질 전망이다. 분할 전 SK텔레콤의 경영진은 11번가, 우티 등의 사업 확정 과정에서 발생하는 필연적 비용에 대해 통제를 가할 수 밖에 없었을 것이다. 모회사와 자회사의 경영진과 이사회간 의사 결정 과정에서 이해 상충 요소가 다분했고, 이로 인해 상당히 기묘한 형태의 전략으로 대응할 수 밖에 없던 것이 현실이었다. 하지만 인적 분할을 통해 양사간 재무제표가 분리되면서 양사의 사업 모델에 최적화된 형태로 의사 결정이 내려질 수 있을 전망이다.

[그림 1] 인적분할 이후 SK 텔레콤과 SK 스퀘어의 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

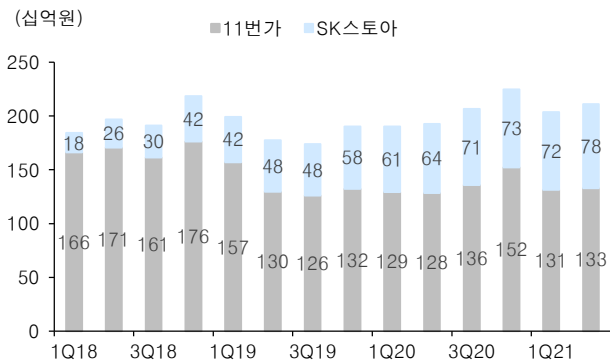
[그림 2] 구독서비스에 따른 SK 텔레콤과 SK 스퀘어의 매출 및 비용 정산 구조

	SK텔레콤	SK스퀘어 산하 자회사
매출	9,900원	±9,900원 + α(사업 매출)
비용	±9,000원	서비스 제공 비용(무료 포인트 등)
이익	±900원	적자

자료: 유안타증권 리서치센터

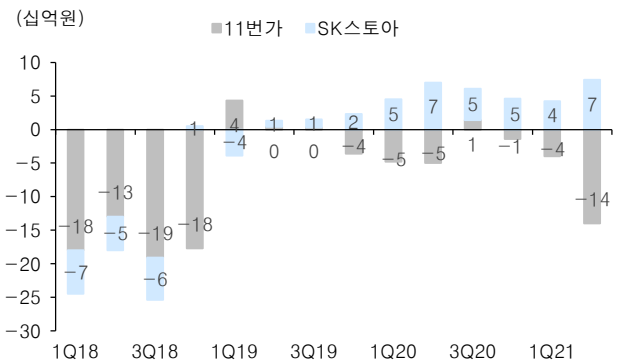
주)SK 텔레콤의 비용 9,000 원은 유안타증권의 가정

[그림 3] 커머스 매출 추이 → 더딘 성장



자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 커머스 영업이익 추이 → BEP 수준에 머물러 있는 영업이익

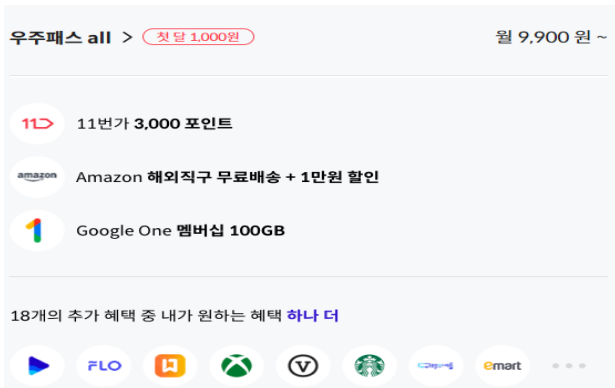


자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

글로벌 스토어를 통해 국내 3위 온라인 커머스 업체로 레벨업 추진

월 4,900원, 9,900원으로 구성된 우주 패스에는 11번가 아마존 글로벌 스토어 무료 배송, 포인트, 구글 원 멤버십 100GB 클라우드 서비스에 웨이브, 플로 등의 추가 서비스 혜택이 제공된다. 다양한 서비스가 포함되어 있으나, 무엇보다도 아마존 측에서 제공하는 글로벌 스토어 무제한 무료 배송 서비스가 우주 패스의 핵심이라고 볼 수 있을 것이다. 통상적으로 배송 대행 서비스는 작은 박스 한 개 기준으로 10 ~ 15 달러 내외의 배송비를 부과하고 있어, 글로벌 무료 배송 서비스는 확실히 가격 경쟁력을 갖춘 서비스로 평가된다. 서비스 제공 초기의 평가로는 글로벌 스토어 상품 구성의 한계를 드러내고 있기 때문에, 해외 직구 시장에서 11번가 글로벌 스토어의 지배력이 극단적인 수준까지 높아질 수는 없을 것이다. 하지만 향후 데이터 해석에 기반한 제품 구성의 개선이 동반되면서 해외 직구 시장에서 11번가의 지배력 향상 가능성은 자명할 것으로 전망된다.

[그림 5] 우주 패스 ALL



자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 우주 패스 미니

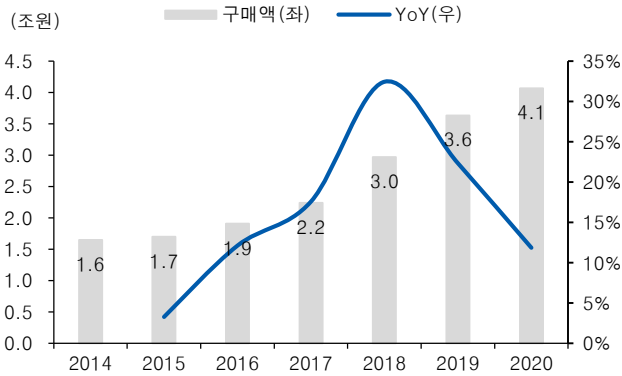


자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

북미 직구 시장 규모는 약 1.8조원 규모에 달한다. 북미 직구 시장의 100%를 11번가가 독점하는 것으로 가정 시, 11번가의 GMV는 9.68조원(20년 기준)에서 11.48조원으로 증가하게 된다. 또한 약 1년~1년 6개월 기간의 글로벌 스토어 운영 후, 자체 평가에 의해 일정 결과를 충족하게 되면 아마존은 11번가 지분 30%에 대한 직접 투자를 진행할 계획이다. 아마존의 직접 투자를 통해 확보된 현금유입은 북미와 한국을 지역적으로 직접 연결하는 물류 센터에 투자될 전망이다. 이 경우 현재의 약 4일 ~ 6일 수준에 머물러 있는 배송 기간은 익일 배송까지도 가능할 정도로 그 기간을 현격하게 줄일 것이다.

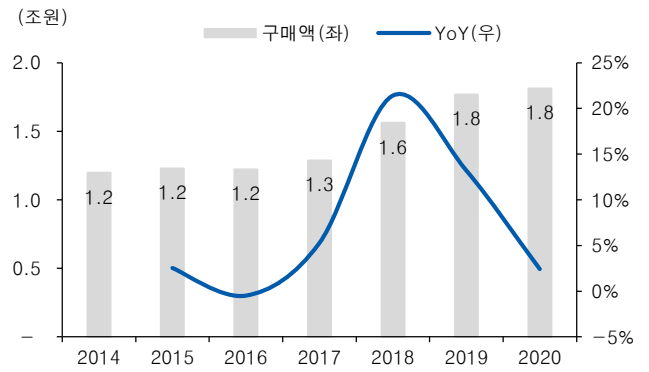
직구 시장에서의 지배력 확대는 11번가의 직접 목표가 되겠지만, 물류센터에 대한 투자가 완성되기 전까지는 기대 수익에 비해 비용이 높은 사업이다. 따라서 직구 시장에서의 지배력 확대보다는 아마존 글로벌 스토어 서비스를 레버리지로 활용하여 11번가의 국내 사업 확장이 보다 중요한 목표일 것이다. 11번가의 GMV는 9.68조원 수준으로 온라인 쇼핑 시장에서 점유율은 6.1% 수준에 머물러 있다. 특히 지난 3년 간 온라인 쇼핑 시장의 연 평균 성장률이 19%에 달할 동안, 11번가의 매출 성장률은 연 평균 10% 수준에 머물렀다. 이 결과를 좀 더 공격적으로 바꿀 필요가 있었을 것이다. 지나치게 많은 구독 서비스의 범람, 온라인 쇼핑 업체 간의 치열한 경쟁 환경에 직면했던 11번가는 아마존과의 협업을 통해 나름의 영역을 확보했다는 점은 인정할 만하다.

[그림 7] 온라인 쇼핑 해외 직접 구매액 추이



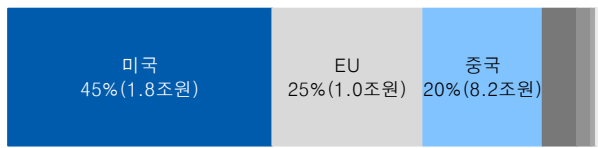
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 미국 온라인 해외 직접 구매액 추이



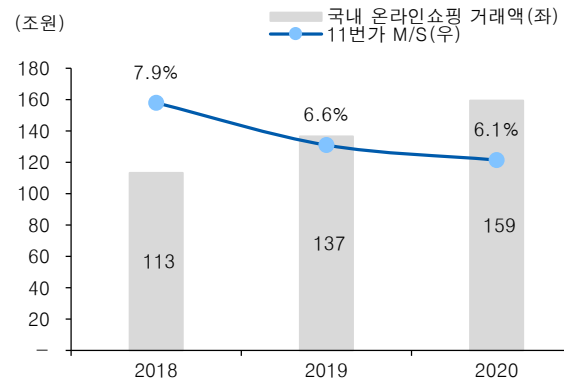
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 온라인쇼핑 해외 직접 구매액 국가별 비중 - 2020년 기준



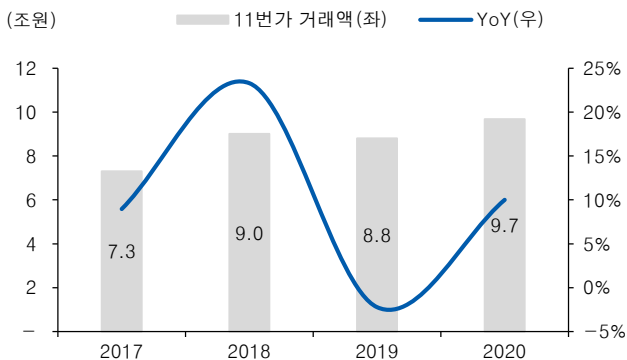
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 국내 온라인쇼핑 거래액 및 11번가 점유율 추이



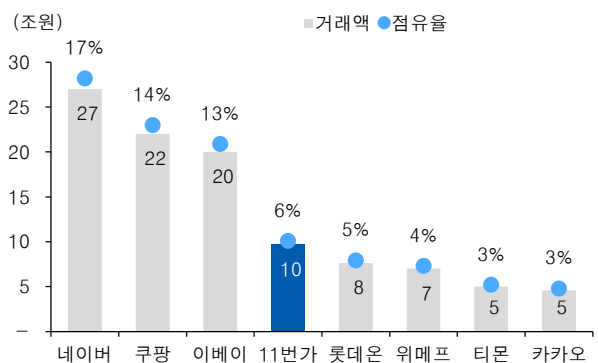
자료: 통계청, 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 11번가 연간 거래액 추이



자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

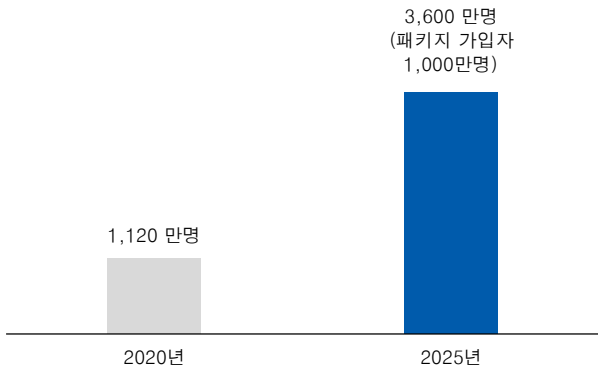
[그림 12] 온라인 쇼핑 거래액 및 점유율 - 2020년 기준



자료: 통계청, 언론자료, 유안타증권 리서치센터

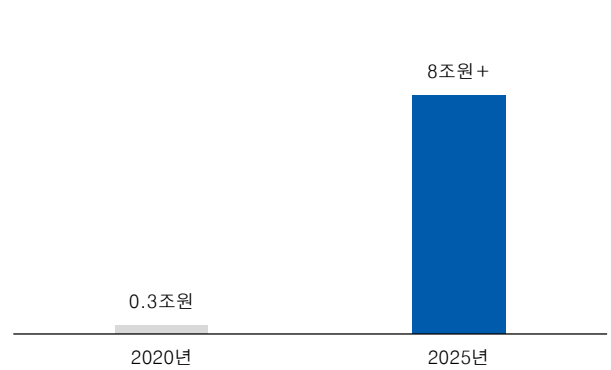
회사 측에서는 22년까지 약 200만명의 구독 가입자를 확보할 계획이며, 25년 말까지는 1,000만 구독 가입자를 확보하겠다는 목표를 제시했다. 50 대 50의 비율로 우주 패스 미니와 우주 패스 올 상품에 가입하는 것으로 가정 시, '22년의 구독 부문 기대 매출액은 1,776억원에 달하게 된다. 회사는 인적 분할 취지를 설명하는 IR 행사를 통해 2025년까지 구독 패키지 가입자 목표를 1,000만명, GMV 8조원 + α , 매출액은 1.7조원으로 제시했다.

[그림 13] 구독 가입자 목표



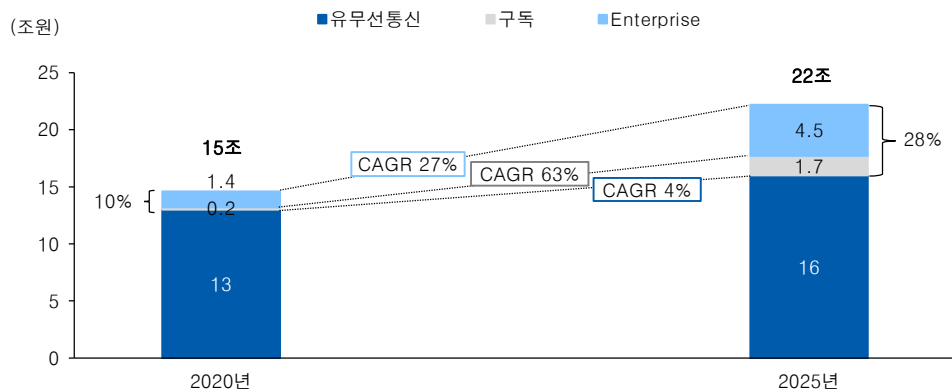
자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 구독 GMV 목표



자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] SK 텔레콤(존속법인)의 Financial Target

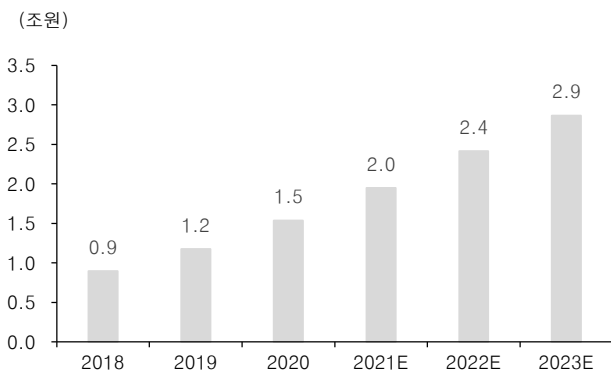


자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

우티 VS 카카오모빌리티

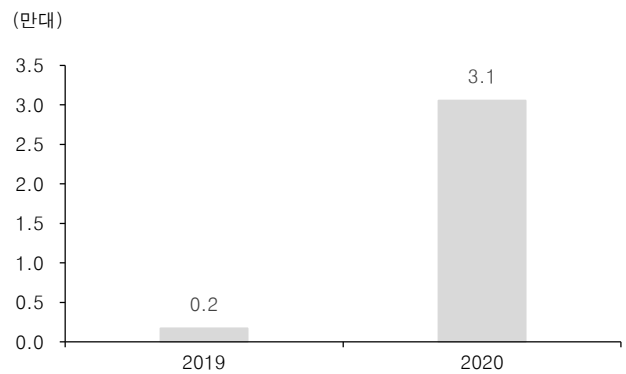
우티는 커머스 부문의 전략과 유사한 맥락으로 모빌리티 사업 확장을 준비하고 있다. 당장은 비용 지출에 적극적이며, 수익성보다는 점유율 확대 쪽에 무게 중심을 두고 있다. 우티의 MAU는 카카오T의 약 8.5% 수준에 머무르고 있는 형편이다. 하지만 카카오T는 독점 관련 논란에 직면하고 있다는 점, 이로 인한 택시 기사들의 우티 진행 합류가 가능하다는 점, 코로나 완화 국면 진입 이후 외국인 관광객의 우티 앱 활용 가능성이 높을 것이라는 점, 내비게이션 시장에서 MAU, 누적 이용자 수 기준으로 카카오내비에 비해 티맵이 강력한 지배력을 보여주고 있다는 점에서 향후 택시 호출 시장의 점유율 추이를 관찰해 볼만한 상황으로 판단된다. 언론 보도에 따르면 카카오모빌리티의 시장 가치는 약 6조원~8조원 수준으로 평가된다. 향후 더욱 치열하게 전개될 경쟁을 통해 우티가 택시 호출 시장에서 일정 수준 이상의 점유율을 확보할 수 있다면, 우티에 대한 외부 투자자의 기업 가치 평가도 현재와는 사뭇 달라질 가능성이 높아 보인다.

[그림 16] 국내 모빌리티 시장 규모



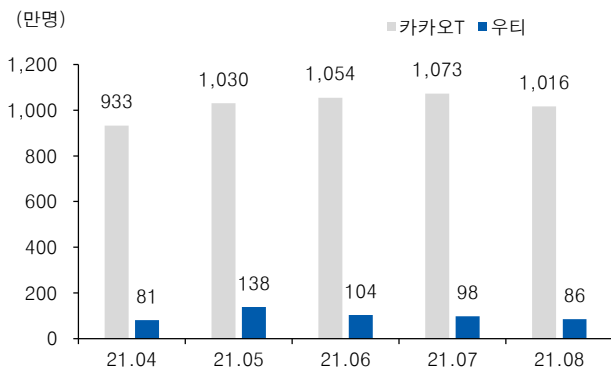
자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 국내 플랫폼 택시 공급량



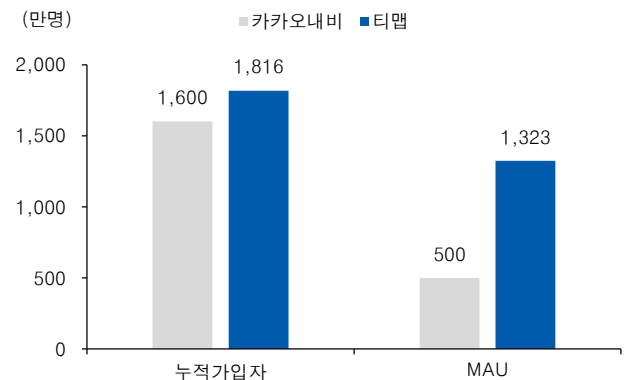
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 택시 호출앱 MAU



자료: 모바일인덱스, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 카카오내비게이션 VS 티맵 비교 지표



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

존속회사 14.3조원~17.9조원. SK스퀘어의 가치가 7조원 이상이면 성공

신설법인인 SK스퀘어는 ①반도체 분야에서의 혁신 기술을 보유한 회사 중심으로 M&A를 추진하고, ②자회사 IPO 추진, ③커머스, 모빌리티 등 시장에서의 높은 평가를 받는 분야에서 성과 도출을 통해 장기 성장 동력을 마련하겠다는 계획을 갖고 있다. 존속회사인 SK텔레콤에는 SK브로드밴드, SK텔링크, 피에스앤마케팅, 카카오 등이 남게 된다. 신설회사로 승계된 투자자산 목록에는 SK하이닉스, SK플래닛, 11번가, 원스토어, ADT캡스, 티맵모빌리티, 웨이브 등 SK텔레콤의 핵심 ICT 자산이 승계됐다. 승계된 투자자산 가치는 약 24조원으로 측정(비상장기업의 경우 장부가 혹은 외부투자 유치 기준)된다.

분할 후 존속회사는 기존에 지급하던 배당 규모(7,150억원)를 유지할 계획이다. 이를 기대배당 수익률 4~5%로 환산하면 약 14.3조원~17.9조원의 시가총액으로 계산된다.

일반 지주회사의 평가 방식대로 SK스퀘어의 가치 측정 시, 예상 시가총액은 6조원 ~ 8조원 수준이다. 하지만 SK스퀘어를 일반 지주회사와 직접적으로 비교하기에는 무리가 있다. 이유는 상장 자회사 중심으로 NAV Value가 구성된 일반 지주회사와 달리 SK스퀘어에는 SK 그룹의 핵심 플랫폼, 콘텐츠 자회사가 포진되어 있기 때문이다. 물론 각 해당 기업의 경쟁력에 대한 평가는 비교 대상 기업인 카카오, 네이버, 쿠팡 등에 비견할 바가 아니지만, 그럼에도 불구하고 분할 발표 이후 보여주고 있는 행보는 투자자들이 신경 써야 하는 부분일 것이다. 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.

[표 2] 분할 신설회사(투자) 주요 투자자산 목록

(단위: 억원, %)

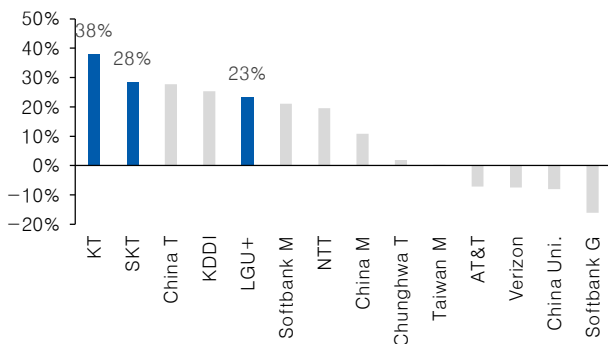
	투자대상	지분율	장부가	가치	비고
국내상장	나노엔텍	28.4	612	612	
	SK 하이닉스	20.1	151,954	151,954	
	드림어스	41.8	1,161	1,161	
	인크로스	34.6	1,363	1,363	
국내 비상장	SK 플래닛	98.7	4,048	4,048	
	11번가	80.3	10,494	22,083	외부 투자 유치 2.75조원
	원스토어	47.5	822	4,275	외부 투자 유치 0.9조원
	ADT 캡스	62.6	7,478	8,138	외부 투자 유치 1.3조원
	에프에스케이엘엔에스	60.0	178	178	
	티맵모빌리티	66.3	2,287	9,282	외부 투자 유치 1.4조원
	콘텐츠웨이브	36.4	909	4,368	외부 투자 유치 1.2조원
해외 비상장	SK 텔레콤 CST1	54.9	603	603	e 스포츠 기업
	id Quantique Ltd	68.1	1,005	1,005	스위스 양자암호 기업
	SK Telecom TMT	100.0	941	941	싱글래어 합작사
	Techmaker GmbH	50.0	56	56	DT 합작사
소계				238,171	
현금성자산				3,878	단기금융상품 포함

자료: SK 텔레콤

연말까지 통신업종 내에서는 SK 텔레콤 중심으로 대응

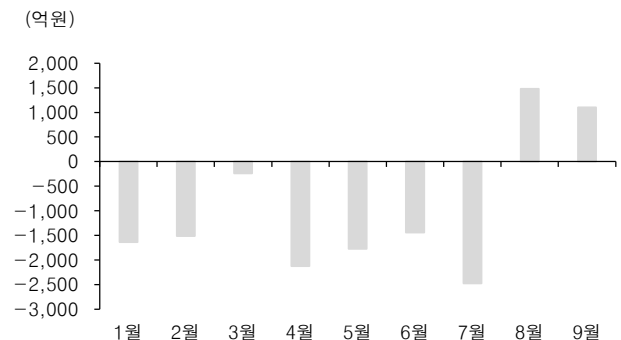
이렇게 주장하는 이유는 다음과 같다. ①MSCI 비중 조절 과정에 따른 SK텔레콤 주가 매력이 높아졌다. 분할 이벤트와 맞물려서 연중 내내 매도 전략으로 일관됐던 기관투자자의 수급 반전 가능성이 커졌다. ※ 8월 말 이후 기관은 순매수로 전환. ②15조원 내외로 모아지고 있는 SK텔레콤의 예상 기업 가치와는 달리 SK스퀘어의 예상 시가총액에 대한 편차는 상당히 크다. 당장 측정된 NAV 절대 규모보다는, 플랫폼, 콘텐츠 분야에서 SK스퀘어 자회사의 역량이 어떤 수준으로 평가 받는가에 따라 SK스퀘어의 시가총액 수준이 결정될 것이다. 개별 서비스의 잠재력이 충분히 높다는 점에서 일반적인 지주회사 할인율보다는 개선된 수준의 Valuation이 가능할 것으로 보인다. ③현 주가 수준에서 통신 3사가 직면한 주가의 하락 위험 편차는 각 사별로 차이가 크지 않다. 하지만 주가의 상승이라는 관점에서는 3사가 처한 상황이 전혀 다르다. ‘21년~22년 통신업종 시가총액 확대의 본질은 통신업에 대한 평가보다는 신사업 성과에 달려 있다. 바로 이 지점에서 11번가, 우티 등 사업 기회가 큰 자회사를 보유한 SK텔레콤의 투자 매력이 돋보일 것으로 전망하고 있다. 기업 분할이라는 이벤트가 얼마 남지 않은 상황에서 SK텔레콤 중심으로 통신업에 대한 투자 전략을 세우는 것은 당연히 고려되어야 할 1순위 대응 전략일 것이다. 분할 후 존속과 신설법인의 합산 시가총액 범위를 21조원~28조원으로 예상한다. SK텔레콤에 대해 통신 3사 중 Top Pick 의견과 목표주가 37만원을 유지한다.

[그림 21] 2021년 주요 글로벌 통신서비스 사업자의 주가 수익률 비교



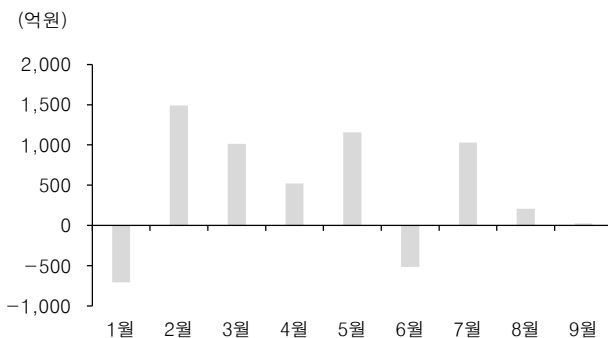
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] SK 텔레콤에 대한 주요 기관투자자의 순매수 추이(2021년)



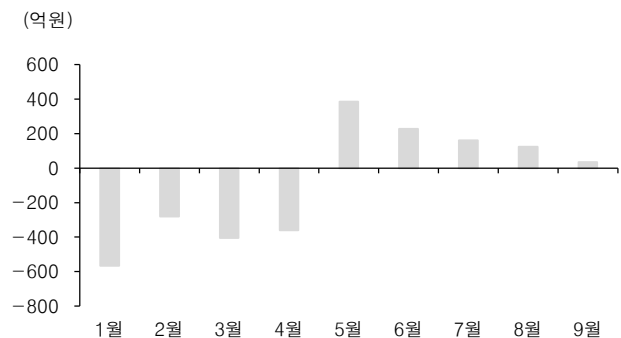
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 23] KT에 대한 주요 기관투자자의 순매수 추이(2021년)



자료: 유안타증권 리서치센터

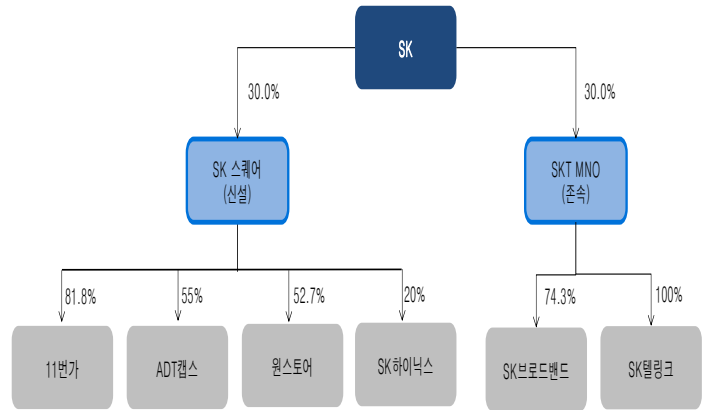
[그림 24] LG 유플러스에 대한 주요 기관투자자의 순매수 추이(2021년)



자료: 유안타증권 리서치센터

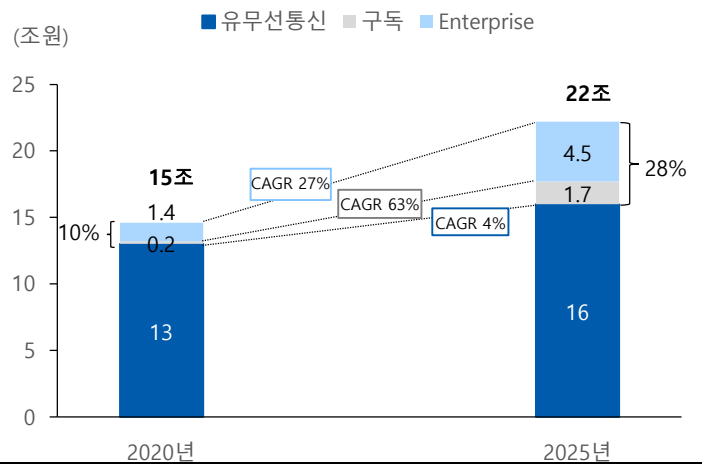
Key Chart

인적분할 이후 SK텔레콤과 SK스퀘어의 지배구조



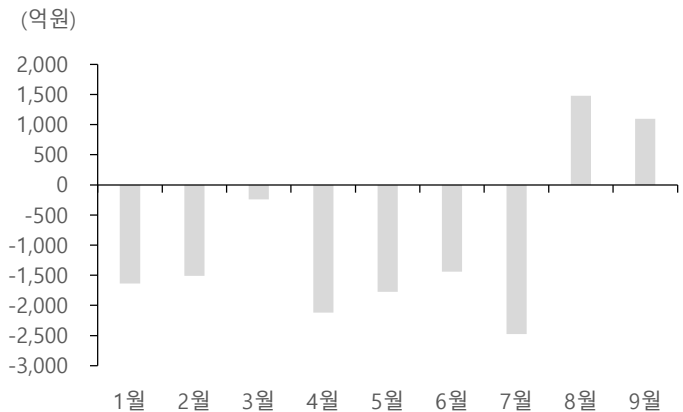
자료: 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤(존속법인)의 Financial Target



자료: STK, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤에 대한 주요 기관투자자의 순매수 추이(2021년)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	177,407	186,247	194,888	200,694	206,085
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	177,407	186,247	194,888	200,694	206,085
판매비	166,325	172,753	179,148	183,780	188,538
영업이익	11,082	13,493	15,740	16,913	17,547
EBITDA	51,292	55,193	57,730	59,103	59,937
영업외손익	528	5,277	19,778	16,418	16,626
외환관련손익	-12	-41	10	-12	-12
이자손익	-3,425	-3,488	-3,407	-3,452	-3,462
관계기업관련손익	4,495	10,284	23,131	19,618	20,010
기타	-530	-1,478	44	264	90
법인세비용차감전순손익	11,610	18,770	35,518	33,331	34,173
법인세비용	3,003	3,765	7,063	6,527	6,700
계속사업순손익	8,607	15,005	28,455	26,804	27,472
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,607	15,005	28,455	26,804	27,472
지배지분순이익	8,887	15,044	27,723	26,268	26,923
포괄순이익	8,617	19,624	31,225	26,804	27,472
지배지분포괄이익	8,911	18,691	30,500	26,268	27,198

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40,350	58,219	36,616	39,596	40,835
당기순이익	8,607	15,005	28,455	26,804	27,472
감가상각비	40,210	41,700	41,990	42,190	42,390
외환손익	4	38	-13	12	12
중속, 관계기업관련손익	0	0	-19,907	-19,618	-20,010
자산부채의 증감	-8,561	3,025	-5,766	-1,124	-407
기타현금흐름	90	-1,549	-8,143	-8,668	-8,622
투자활동 현금흐름	-35,816	-42,504	-31,432	-29,058	-28,027
투자자산	-2,590	-1,674	922	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-33,759	-35,578	-33,551	-30,000	-29,000
유형자산 감소	185	1,025	24	0	0
기타현금흐름	348	-6,277	1,174	942	973
재무활동 현금흐름	-6,867	-14,576	-17,926	-15,786	-18,655
단기차입금	-599	764	350	270	-100
사채 및 장기차입금	6,036	4,424	2,507	2,700	400
자본	0	0	-43	0	0
현금배당	-7,187	-7,421	-7,950	-7,935	-8,291
기타현금흐름	-5,117	-12,343	-12,790	-10,821	-10,663
연결범위변동 등 기타	-26	-151	3,804	18,618	18,436
현금의 증감	-2,359	988	-8,938	13,370	12,589
기초 현금	15,067	12,708	13,697	4,759	18,128
기말 현금	12,708	13,697	4,759	18,128	30,717
NOPLAT	11,082	13,493	15,740	16,913	17,547
FCF	6,591	22,641	3,065	9,596	11,835

자료: 유안타증권

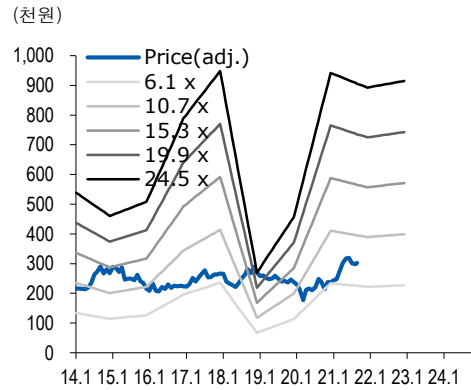
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	80,885	87,751	79,950	94,681	108,492
현금및현금성자산	12,708	13,697	4,759	18,128	30,717
매출채권 및 기타채권	32,833	32,839	33,171	34,046	34,813
재고자산	1,629	1,714	2,062	2,164	2,227
비유동자산	371,139	391,319	402,979	410,600	417,415
유형자산	129,335	133,771	123,351	111,161	97,771
관계기업 등 지분관련 자산	133,853	143,541	165,214	184,831	204,841
기타투자자산	10,167	18,460	21,137	21,157	21,177
자산총계	452,024	479,070	482,930	505,281	525,907
유동부채	78,517	81,780	78,400	78,502	78,808
매입채무 및 기타채무	57,348	58,225	56,581	56,685	57,319
단기차입금	206	1,100	1,450	1,720	1,620
유동성장기부채	14,412	13,638	13,256	12,956	12,656
비유동부채	145,338	153,327	153,346	156,752	157,863
장기차입금	19,721	19,793	21,354	22,854	22,554
사채	72,539	76,902	76,891	78,391	79,391
부채총계	223,854	235,107	231,745	235,254	236,670
지배지분	229,502	237,439	244,684	263,124	281,863
자본금	446	446	403	403	403
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	222,287	229,819	234,514	252,954	271,693
비지배지분	-1,333	6,523	6,501	6,902	7,373
자본총계	228,169	243,962	251,184	270,026	289,237
순차입금	92,476	95,420	105,482	94,928	82,483
총차입금	116,081	125,952	126,812	129,782	130,082

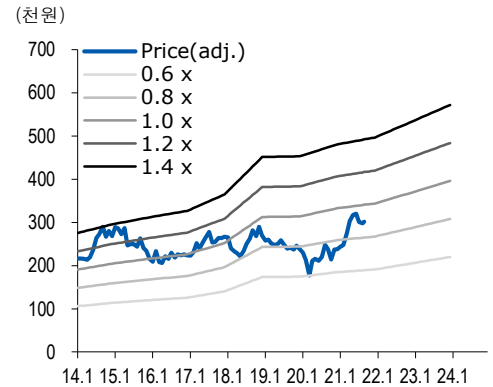
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	11,006	18,631	38,473	36,452	37,362
BPS	313,800	332,887	343,847	369,760	396,094
EBITDAPS	63,523	68,354	80,114	82,020	83,176
SPS	219,711	230,658	270,452	278,509	285,990
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,500
PER	22.7	11.9	7.8	8.3	8.1
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.7	5.1	5.7	5.4	5.1
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	4.6	3.0	2.7
영업이익 증가율 (%)	-7.8	21.8	16.7	7.5	3.7
지배순이익 증가율 (%)	-71.6	69.3	84.3	-5.3	2.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.2	7.2	8.1	8.4	8.5
지배순이익률 (%)	5.0	8.1	14.2	13.1	13.1
EBITDA 마진 (%)	28.9	29.6	29.6	29.4	29.1
ROIC	4.2	5.3	6.3	7.0	7.8
ROA	2.0	3.2	5.8	5.3	5.2
ROE	3.9	6.4	11.5	10.3	9.9
부채비율 (%)	98.1	96.4	92.3	87.1	81.8
순차입금/자기자본 (%)	40.3	40.2	43.1	36.1	29.3
영업이익/금융비용 (배)	2.7	3.4	4.1	4.3	4.5

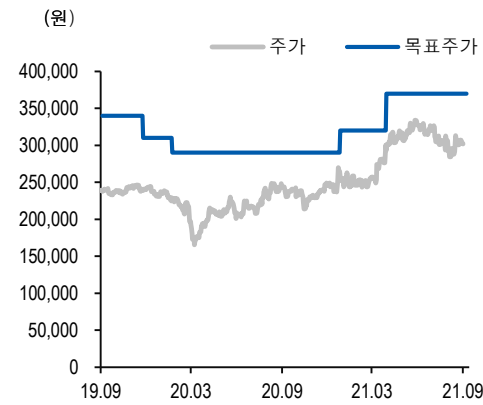
P/E band chart



P/B band chart



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-17	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
2019-10-02	1년 경과 이후		1년	-29.51	-27.50
2018-10-02	BUY	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)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-14

※해의 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 투자의사결정은 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.