

SK텔레콤 (017670)

김희재 **이지은**
hojae.kim@daishin.com jeeeun.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **89,000**
유지

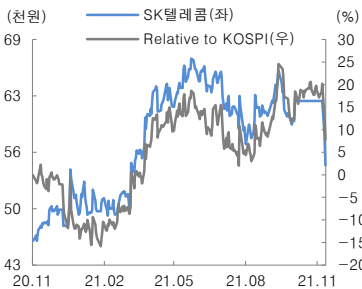
현재주가 **54,500**
(21.11.30)

통신서비스업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2839.01
시가총액	11,926십억원
시가총액비중	0.54%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	66,800원 / 47,300원
120일 평균거래대금	838억원
외국인차분율	44.09%
주요주주	SK 외 10 인 30.02% 국민연금공단 8.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	-6.5	-14.0	14.7
상대수익률	-7.9	3.5	-3.4	4.7



6% 배당은 놓치면 안돼

투자의견 매수(Buy), 목표주가 89,000원 유지

- 22E 별도 EBITDA 4.5조원에 EV/EBITDA 4.9배(LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 12~15 평균) 적용 후 자회사 가치를 합산한 SOTP 기준으로 목표주가 산정
- 통신업종 공통으로 타겟 PER 13배(LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 12~15 평균)를 적용하나, SKT는 별도 EBITDA에 기반한 배당정책을 적용하고 있어서, EV/EBITDA를 적정가치 산정에 적용. 22E EPS 대비 PER 17배에 해당

21년 배당은 연환산 기준 6.1% 보장. 당사 추정은 6.2~7.0%

- 11/29 인적 분할 및 액면 분할 후 재상장 했으나, 첫 거래일 시초가가 기준가 대비 14% 낮은 53,400원으로 형성 후, 첫 날 8.4% 상승, 전일 -5.9% 하락
- 당사의 지난 리포트에서 밸류에이션은 경쟁사들보다 높기 때문에 부담될 수 있다고 언급했으나, 전일 증가 기준 21E PER은 12.2배로 부담스럽지 않고, 연환산 배당수익률은 6.1~7.0%이므로, 현주가는 저평가 수준이라고 판단

- 재상장 하면서 3Q21 기준 분할 재무제표는 제시되지 않았기 때문에 실적 추정과 밸류에이션에 대해서는 다소 혼선이 있을 수 있지만, 배당정책은 명확

- **21~23 배당정책은 분기 배당, 실적 연동 및 최소 배당 보장**

- **공식: Max [(EBITDA-CAPEX) X 30~40%, 2020년 배당총액 7.15천억원]**

- 1) 최소 배당. 20년 총액 7.15천억원은 DPS 기준 3,309원
- 2Q21부터 분기배당 정책 도입. 4Q21 배당은 1Q21 배당을 합산 지급. 최소 DPS 기준 **4Q21 배당은 1,655원, 수익률 3.04%, 연환산 기준 6.1%**
- 2) 실적 연동. EBITDA-CAPEX의 30~40%
- 5G의 28GHz 대역은 20년말에 대부분 손상처리 했기 때문에, 사용기간이 만료되는 23년까지는 CAPEX 감소 추세 전망. 또한, 4Q21부터 3사 공동망 투자를 시작했기 때문에 **CAPEX의 하향 방향성은 명확**
- 5G 가입자 및 ARPU 증가 속에 **EBITDA는 연평균 6% 상승 전망**
- 3) 당사 추정 배당은 EBITDA-CAPEX의 36~40%
- 21E 배당 총액 7.3~8.1천억원, DPS 3.4~3.8천원. 배당수익률 6.2~7.0%
- 22E 배당 총액 8.8~9.7천억원, DPS 4.0~4.5천원. 배당수익률 7.3~8.3%

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,741	18,625	19,164	19,088	20,337
영업이익	1,108	1,349	1,479	1,720	1,941
세전순이익	1,161	1,877	1,361	1,561	1,779
총당기순이익	861	1,501	1,035	1,187	1,352
지배지분순이익	889	1,504	978	1,150	1,311
EPS	11,006	18,631	4,468	5,254	5,991
PER	21.6	12.8	12.2	10.4	9.1
BPS	284,228	294,058	89,074	90,970	93,012
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	3.9	6.4	4.5	5.8	6.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SK텔레콤, 대신증권 Research Center
주: 21년 이전 재무제표는 SKT 연결 기준, 21년 재무제표는 3Q21 기준으로 SKT의 분할 비율을 적용한 당사 추정

SOTP Valuation

(십억원, %, 원)

항목	세부항목	기업가치	할인율	적정가치	주당가치
A	영업가치	22,225	0%	22,225	101,560
	별도 영업이익	1,386			
	감가상각비	3,150			
	EBITDA	4,536			
	EV/EBITDA	4.9			
B	비영업가치	6,887		5,026	22,967
	투자유가증권	6,887		5,026	22,967
	SKB	4,762	26%	3,538	16,168
	기타 자회사	699	30%	489	2,236
	카카오	1,426	30%	998	4,562
C	총기업가치(A+B)	29,112		27,251	124,527
D	순차입금	7,725		7,725	35,299
E	주주가치(C-D)	21,387		19,526	89,228

자료: 대신증권 Research Center. 주: Target EV/EBITDA 4.9는 LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 12~15 평균

주: SKB는 당사 실적 추정인 22E EBITDA 1.1조원에 상장폐지 직전 과거 5년 평균인 5배 적용 후 차입금을 차감한 가치에 SKT의 자본율인 74% 적용

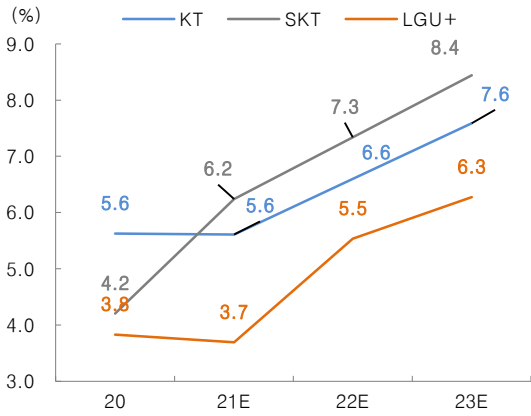
표 1. SKT 배당 전망

(십억원, %, 원)

	2020	2021E	2022E	2023E
21E~23E 배당 정책: EBITDA-CAPEX의 30~40% 수준 Min 배당 총액은 20년 수준인 715 십억원				
EBITDA	4,034	4,239	4,536	4,791
CAPEX	2,205	2,205	2,105	2,005
EBITDA-CAPEX	1,829	2,034	2,430	2,786
1) 20년 배당 총액인 7.2 천억원을 유지하는 경우				
Min. 배당 총액	715	715	715	715
EBITDA-CAPEX 대비	39%	35%	29%	26%
Min. DPS	10,000	3,309	3,309	3,309
배당수익률		6.1%	6.1%	6.1%
2) EBITDA-CAPEX의 30~40%의 범위의 중간인 36%(21년 기준 최소 배당액을 넘기는 수준)를 유지하는 경우				
당사 추정 배당 총액	715	732	875	1,003
EBITDA-CAPEX 대비	39%	36%	36%	36%
DPS	10,000	3,400	4,000	4,600
배당수익률		6.2%	7.3%	8.4%
3) EBITDA-CAPEX의 30~40%의 범위의 최대 수준인 40%를 적용하는 경우				
Max. 배당 총액	715	814	972	1,114
EBITDA-CAPEX 대비	39%	40%	40%	40%
Max. DPS	10,000	3,800	4,500	5,200
배당수익률		7.0%	8.3%	9.5%

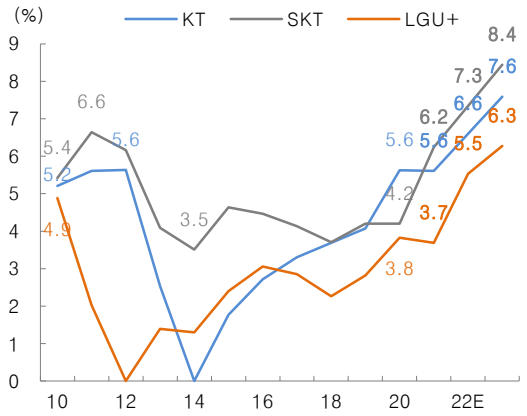
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 각 사 배당수익률 추정



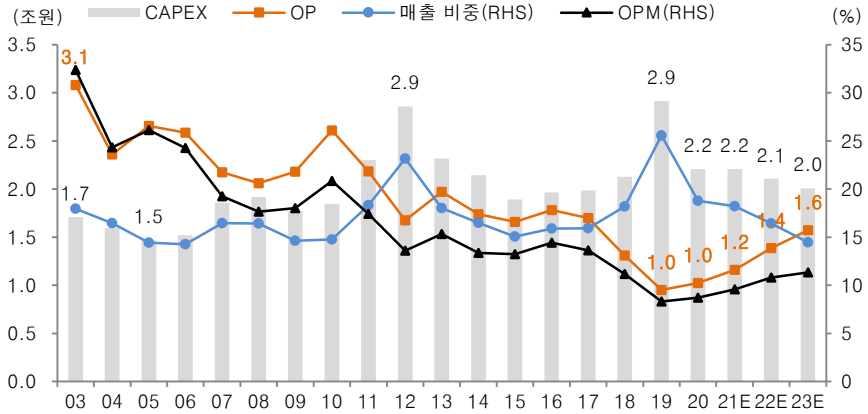
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 각 사 배당수익률 현황 및 추정



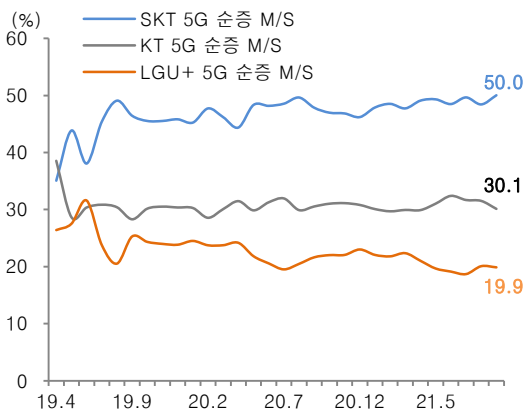
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. CAPEX 는 Peak Out, 이익은 개선



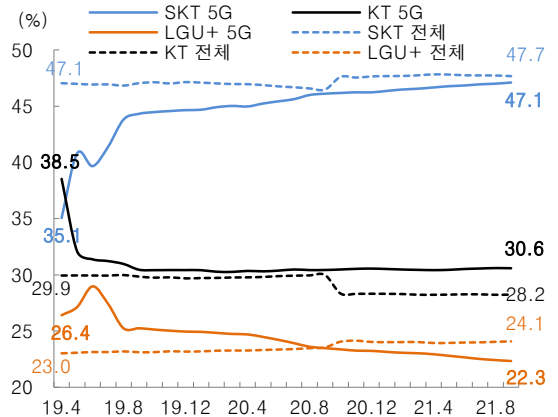
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center
 주: 21년 이전 실적은 SKT 분할 전 연결 영업이익, 4Q21부터 분할 후 연결 영업이익

그림 4. 5G 순증 점유율 50% 달성(21.9 월)



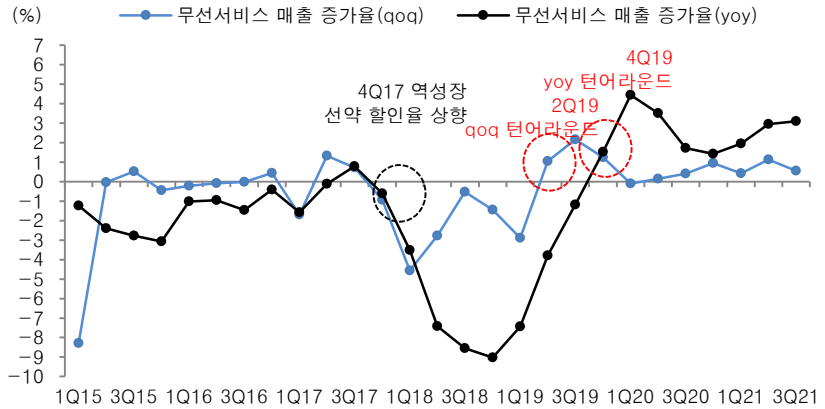
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 5. 5G 점유율 꾸준히 상승



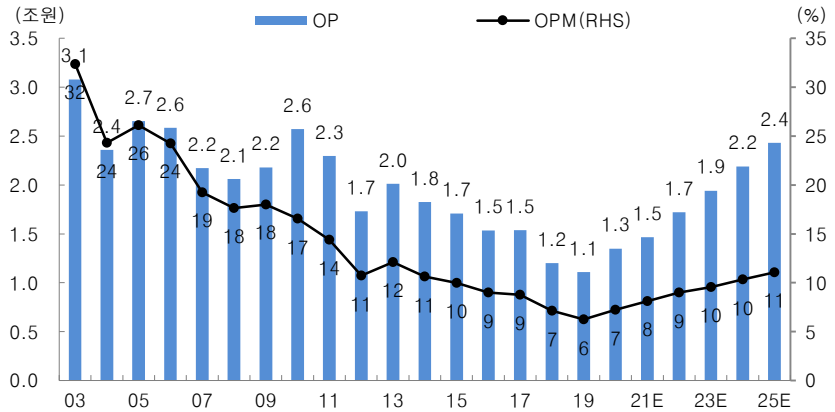
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 6. 무선 서비스 매출 반등 시작. 2Q19 qoq, 4Q19 yoy



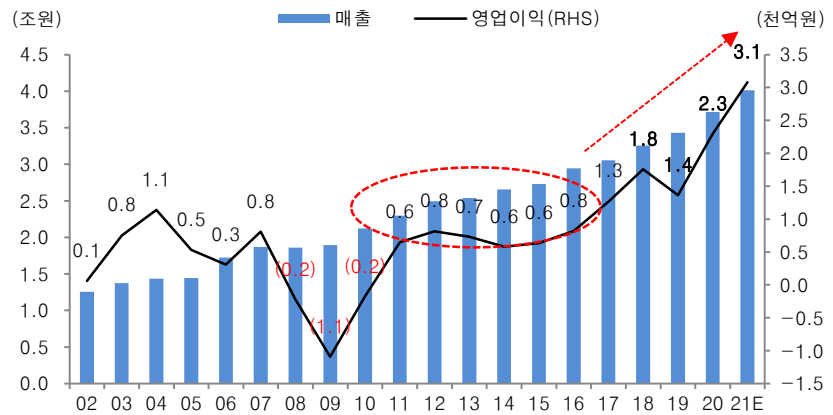
자료: SKT, 대신증권 Research Center

그림 7. 24년 영업이익 2조원대 회복 전망



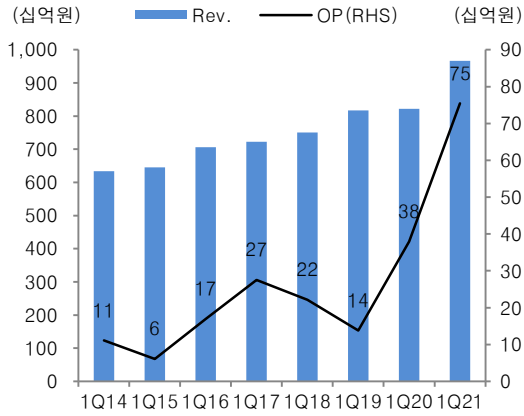
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center
 주: 21년 이전 실적은 SKT 분할 전 연결 영업이익, 4Q21부터 분할 후 연결 영업이익

그림 8. SKB 실적 전망. 21E OP 3.1 천억원 100% 자회사 편입 전 대비 4 배 수준



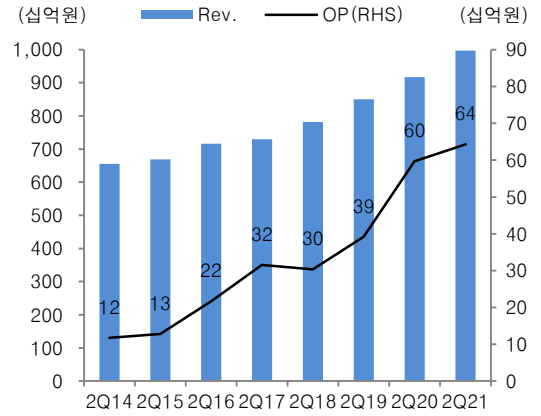
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. SKB 1Q21. 매분기 최고 실적



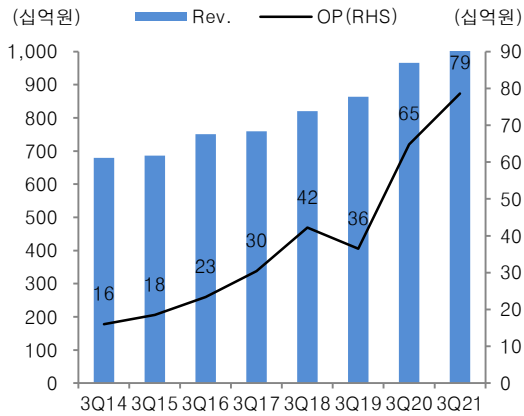
자료: SKT, 대신증권 Research Center

그림 10. SKB 2Q21. 매분기 최고 실적



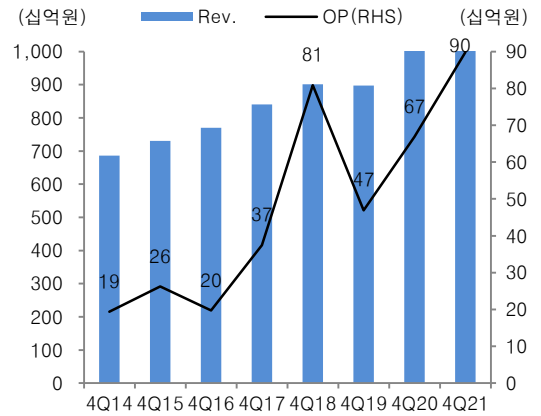
자료: SKT, 대신증권 Research Center

그림 11. SKB 3Q21. 매분기 최고 실적



자료: SKT, 대신증권 Research Center

그림 12. SKB 4Q21 역대 최고 실적 전망



자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,741	18,625	19,164	19,088	20,337
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,741	18,625	19,164	19,088	20,337
판매비와관리비	16,633	17,275	17,684	17,368	18,396
영업이익	1,108	1,349	1,479	1,720	1,941
영업외수익	62	72	7.7	9.0	9.5
EBITDA	5,129	5,519	5,178	5,377	5,551
영업외손익	53	528	-118	-159	-163
관계기업손익	450	1,028	0	0	0
금융수익	142	241	183	124	122
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-438	-497	-462	-440	-418
외환평가손실	18	26	0	0	0
기타	-101	-245	161	157	133
법인세비용차감전순이익	1,161	1,877	1,361	1,561	1,779
법인세비용	-300	-377	-327	-375	-427
계속사업순이익	861	1,501	1,035	1,187	1,352
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	861	1,501	1,035	1,187	1,352
당기순이익	4.9	8.1	5.4	6.2	6.6
비재계분순이익	-28	-4	57	37	41
재계분순이익	889	1,504	978	1,150	1,311
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
가치포괄이익	1	462	231	347	289
포괄이익	862	1,962	1,266	1,533	1,641
비재계분포괄이익	-29	93	70	48	49
재계분포괄이익	891	1,869	1,196	1,486	1,591

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	11,006	18,631	4,468	5,254	5,991
PER	21.6	12.8	12.2	10.4	9.1
BPS	284,228	294,058	89,074	90,970	93,012
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	63,523	68,354	23,663	24,570	25,366
EV/EBITDA	5.6	5.4	4.1	3.7	3.3
SPS	219,711	230,658	87,572	87,227	92,936
PSR	1.1	1.0	0.6	0.6	0.6
CFPS	65,586	71,300	21,866	22,479	23,149
DPS	10,000	10,000	3,400	4,000	4,600

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	5.1	5.0	2.9	-0.4	6.5
영업이익 증감률	-7.8	21.8	9.6	16.3	12.9
순이익 증감률	-72.5	74.3	-31.1	14.7	13.9
수익성					
ROIC	3.5	4.4	4.9	6.5	7.9
ROA	2.5	2.9	3.5	4.8	5.4
ROE	3.9	6.4	4.5	5.8	6.5
안정성					
부채비율	98.1	96.4	81.0	76.0	71.2
순차입금비율	42.2	40.6	44.3	35.4	27.5
이자보상비율	2.7	3.4	3.7	4.5	5.4

자료: SK 텔레콤 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	8,089	8,775	9,690	10,621	11,607
현금및현금성자산	1,271	1,370	2,323	3,261	4,089
매출채권 및 기타채권	3,283	3,284	3,347	3,338	3,485
재고자산	163	171	176	176	187
기타유동자산	3,371	3,950	3,844	3,847	3,845
비유동자산	37,114	39,132	26,557	25,371	24,193
유형자산	12,933	13,377	12,081	10,727	9,319
관계기업투자지급	13,385	14,354	7,922	8,089	8,256
기타비유동자산	10,795	11,401	6,555	6,555	6,617
자산총계	45,202	47,907	36,247	35,992	35,800
유동부채	7,852	8,178	5,098	5,016	4,965
매입채무 및 기타채무	5,735	5,823	3,349	3,347	3,372
차입금	21	110	110	110	110
유동상채무	1,441	1,364	1,291	1,221	1,156
기타유동부채	655	882	349	338	327
비유동부채	14,534	15,333	11,121	10,521	9,921
차입금	9,226	9,669	9,669	9,069	8,469
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5,308	5,663	1,452	1,452	1,452
부채총계	22,385	23,511	16,219	15,538	14,887
자본부분	22,950	23,744	19,492	19,907	20,354
자본금	45	45	31	31	31
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	22,229	22,982	23,244	23,659	24,106
기타자본변동	-2,239	-2,199	-6,699	-6,699	-6,699
비자본부분	-133	652	536	547	559
자본총계	22,817	24,396	20,028	20,454	20,913
순차입금	9,619	9,902	8,865	7,246	5,742

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,035	5,822	4,103	4,279	4,256
당기순이익	861	1,501	1,035	1,187	1,352
비현금성항목의기감	4,435	4,257	3,750	3,733	3,714
감가상각비	4,021	4,170	3,699	3,657	3,610
외환손익	0	4	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	414	83	52	76	105
자산부채의증감	-856	302	-5	60	-81
기타현금흐름	-405	-238	-676	-701	-729
투자활동 현금흐름	-3,582	-4,250	8,654	-2,691	-2,653
투자자산	-265	-173	7,888	-167	-167
유형자산	-3,357	-3,455	-2,402	-2,302	-2,202
기타	41	-622	3,169	-221	-283
재무활동 현금흐름	-687	-1,458	-1,610	-2,212	-2,338
단기차입금	-60	76	0	0	0
사채	693	445	0	-300	-300
장기차입금	-90	-3	0	-300	-300
유상증자	0	0	-14	0	0
현금배당	-719	-742	-715	-735	-864
기타	-512	-1,234	-881	-877	-873
현금의증감	-236	99	953	938	829
기초 현금	1,507	1,271	1,370	2,323	3,261
기말 현금	1,271	1,370	2,323	3,261	4,089
NOPLAT	822	1,079	1,124	1,307	1,475
FCF	1,333	1,601	4,914	1,765	1,924

[Compliance Notice]

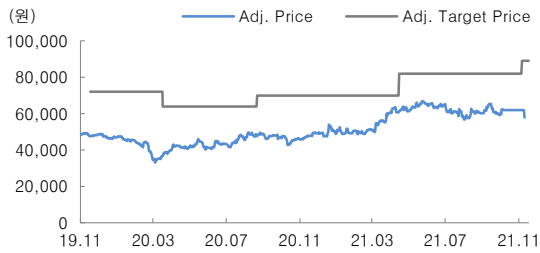
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK텔레콤(017670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.12.01	21.11.04	21.05.04	21.03.18	20.09.18	20.09.09
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	89,000	82,000	82,000	70,000	70,000	70,000
과다율(평균%)		(24.51)	(23.98)	(17.86)	(30.87)	(31.43)
과다율(최대/최소%)		(24.51)	(18.54)	(9.14)	(22.86)	(31.43)
제시일자	20.04.05	19.12.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	64,000	72,000				
과다율(평균%)	(32.09)	(39.00)				
과다율(최대/최소%)	(22.34)	(32.08)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211128)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.9%	7.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있음 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

SK텔레콤 통합 ESG 등급

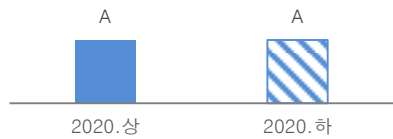
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

A

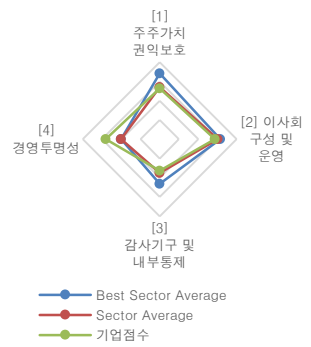
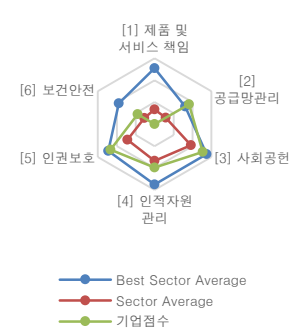
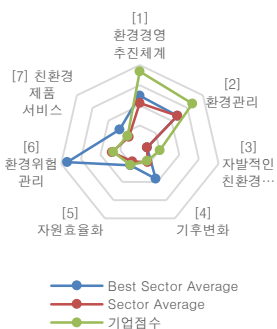
- SK 텔레콤은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	★★★★	제품 및 서비스 책임	■	주주가치 권익보호	★★★
환경관리	★★★★	공급망관리	★★★★	이사회 구성 및 운영	★★★★
자발적인 친환경 활동	★★★★	사회공헌	★★★★	감사기구 및 내부통제	★★★★
기후변화	■	인적자원 관리	★★★★	경영투명성	★★★★★
자원효율화	★★★	인권보호	★★★★		
환경위험 관리	★★	보건안전	★★		
친환경 제품 서비스	★★				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 사면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.