

# SK텔레콤 (017670)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

77,000

유지

현재주가

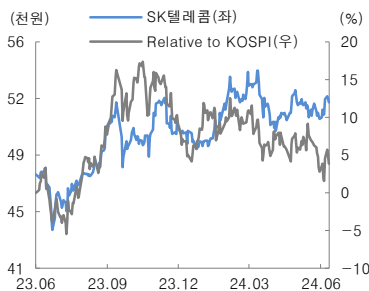
52,000

(24.06.26)

통신서비스업중

KOSPI	2792.05
시가총액	11,169십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	54,100원 / 43,550원
120일 평균거래대금	235억원
외국인지분율	41.38%
주요주주	SK 외 12 인 30.61% 국민연금공단 7.82%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-3.9	4.0	9.8
상대수익률	-3.4	-5.1	-3.1	1.6



## AI 피라미드. 1층은 견고하다

- 2Q24 매출 4.4조원(+3% yoy), OP 5.3천억원(+15% yoy)
- 매출 성장은 낮지만, 마케팅비와 감가비 부담 감소 통한 이익 개선
- AI 피라미드 전략의 인프라 강화를 위한 활발한 글로벌 제휴 시행

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 77,000원 유지

24년 예상 별도 EBITDA 4.4조원에 EV/EBITDA 4.9배(최근 5년, 19~23년 평균) 적용 후 자회사 가치를 합산한 SOTP 기준으로 목표주가 산정

### 2Q24 Preview. 꾸준히 개선되는 실적

매출 4.4조원(+3% yoy, -1% qoq), OP 5.3천억원(+15% yoy, +7% qoq) 전망  
별도 OP 4.4천억원(+17% yoy, +2% qoq), SKB OP 877억원(+6% yoy) 전망

이동전화 수익 2.7조원(+3% yoy, +1% qoq), B2C(초고속, IPTV 등) 7.5천억원(+2% yoy), B2B(IDC, Cloud, 전용회선 등) 3.4천억원(+5% yoy)

2Q23 MVNO 경쟁 심화 과정에서 이동전화 수익 +0.1% yoy 및 별도 OP 3.8천억원(-1% yoy, -9% qoq)의 부진 대비 개선된 실적 전망

마케팅비 7.4천억원(-2% yoy, +3% qoq) 전망. 매출 대비 23.0%로 5G 도입 이후 평균인 25.4%를 하회. 감가비 6.1천억원(-2% yoy, +1% qoq) 전망. 매출 대비 19.1%로 5G 도입 이후 평균인 21.1%를 하회

매출 성장이 낮은 가운데, 마케팅비 부담이 줄어들고 감가비도 감소하면서 이익은 개선되는 방향. OP 23년 1.75조원(+9% yoy), 24E 1.96조원(+12% yoy)

### AI 피라미드 1층은 인프라. 글로벌 제휴 통한 역량 강화

23.9월 AI 전략 발표, AI 피라미드를 기반으로 한 구체적인 전략

AI 피라미드의 1층인 인프라를 강화하기 위해 활발한 글로벌 제휴 시행

24.2월 GPU 클라우드 기업인 '람다'에 지분투자, 글로벌 서버 및 스토리지 시스템 제조 기업 '슈퍼마이크로'와 글로벌 AI DC 사업을 위한 협약 체결

SKT가 추진하는 AI 피라미드의 근간이 되는 AI DC에, 슈퍼마이크로가 공급하는 AI DC 서버와 람다가 공급하는 GPU를 기반으로 AI 반도체 사파인(리벨리온과 합병 추진) NPU칩을 탑재할 것으로 전망

AI 컴퍼니로 진화하기 위한 투자는 기존 CAPEX의 범위 내에서 집행하고, 글로벌 제휴를 통해 효율성을 추구함으로써 성장과 주주환원 확대 동시 추구

당사 추정 24년 주주환원: 최소 배당 7.5천억원(DPS 기준 전년 3.5천원), 추가 배당 1.5천억원, 총 9천억원 전망. 추가 재원은 SKB와 하니금융의 배당 유입분

기존 추정은 추가 자원 1.5천억원의 자사주 취득/소각이었으나, SK그룹 상황상 자사주 보다는 배당이 더 적합할 것으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	2023	1Q24	2024(F)		3Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ Consensus	당사추정 YoY QoQ
매출액	4,306	4,475	4,442	4,442	3.2	-0.7	4,430 4,524 2.8 1.8
영업이익	463	498	533	533	15.0	6.9	488 549 10.1 2.9
순이익	329	353	324	324	-1.7	-8.3	315 335 12.4 3.5

자료: SK텔레콤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	17,305	17,609	18,046	18,169	18,283
영업이익	1,612	1,753	1,957	2,172	2,461
세전순이익	1,236	1,488	1,656	1,862	2,160
총당순이익	948	1,146	1,272	1,415	1,642
지배지분순이익	912	1,094	1,227	1,358	1,576
EPS	4,169	4,997	5,700	6,324	7,338
PER	11.4	10.0	9.2	8.3	7.1
BPS	51,721	52,044	55,830	58,686	62,454
PBR	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	8.0	9.6	10.5	11.0	12.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SK텔레콤, 대신증권 Research Center

AI 피라미드 1 층은 인프라. 글로벌 제휴 통한 역량 강화

23.9월 공개한 AI 피라미드 전략의 1 층은 인프라. 글로벌 제휴를 통해 역량 강화 중

24.2월 GPU 클라우드 기업인 ‘람다’에 지분투자, 글로벌 서버 및 스토리지 시스템 제조 기업 ‘슈퍼마이크로’와 글로벌 AI DC 사업을 위한 협약 체결

- 1. 람다는 엔비디아로부터 최신 GPU를 공급 받아 AI 연구와 개발에 필요한 고성능 컴퓨팅 솔루션 제공 기업
- 2. SKT는 AI DC 사업 본격 추진. GPU의 안정적 확보를 위해 글로벌 GPU 클라우드 회사인 람다에 투자 진행. 람다는 한국 시장에서 클라우드 서비스를 제공하기 위해 SKT의 DC에 입점하고, SKT는 람다의 GPU와 컴퓨팅 솔루션을 활용
- 3. SKT는 람다와 글로벌 사업 협력을 위한 전략적 파트너십 맺을 예정
- 4. 람다는 SKT가 참여한 시리즈C 투자를 통해 3억2000만달러(약 4,300억원) 규모 투자 유치. 람다의 기업 가치는 15억 달러(약 2조원) 규모로 평가
- 5. SKT는 24.2.28 MWC24에서 글로벌 서버 및 스토리지 시스템 제조 기업 슈퍼마이크로와 글로벌 AI DC 사업을 위한 협약 체결. 슈퍼마이크로는 SKT AI DC에 서버 공급 역할
- 6. 슈퍼마이크로는 데이터센터, 클라우드 컴퓨팅, AI, 5G, 엣지 컴퓨팅 등 다양한 시장에서 앱에 최적화된 서버 및 스토리지 시스템 제공 중. 특히, 에너지 절감 및 환경 친화적인 제품을 설계, 구축할 수 있는 점이 큰 경쟁력
- 7. SKT가 추진 중인 AI DC는 기존 데이터센터가 데이터의 안정적 저장을 위한 물리적 공간을 제공하는 것과 다르게, AI 학습과 추론 등에 필수적인 GPU 서버와 안정적 운영을 위한 전력 공급, 열효율 관리를 위한 냉각시스템을 제공하는 새로운 사업 영역
- 8. SKT가 추진하는 AI 피라미드의 근간이 되는 AI DC에, 슈퍼마이크로가 공급하는 AI DC 서버와 람다가 공급하는 GPU를 기반으로 AI 반도체 사피온(리벨리온과 합병 추진) NPU칩을 탑재할 것으로 전망

AI 피라미드 전략

SKT는 23.9 AI 전략 발표. AI 피라미드를 기반으로 한 구체적인 전략 제시

28년 연결 매출 25조원(22년 대비 +47%, CAGR +6.6%), AI 관련 매출 비중 22년 9%에서 28년 36%로 확대(약 9조원, CAGR +26%) 목표 제시

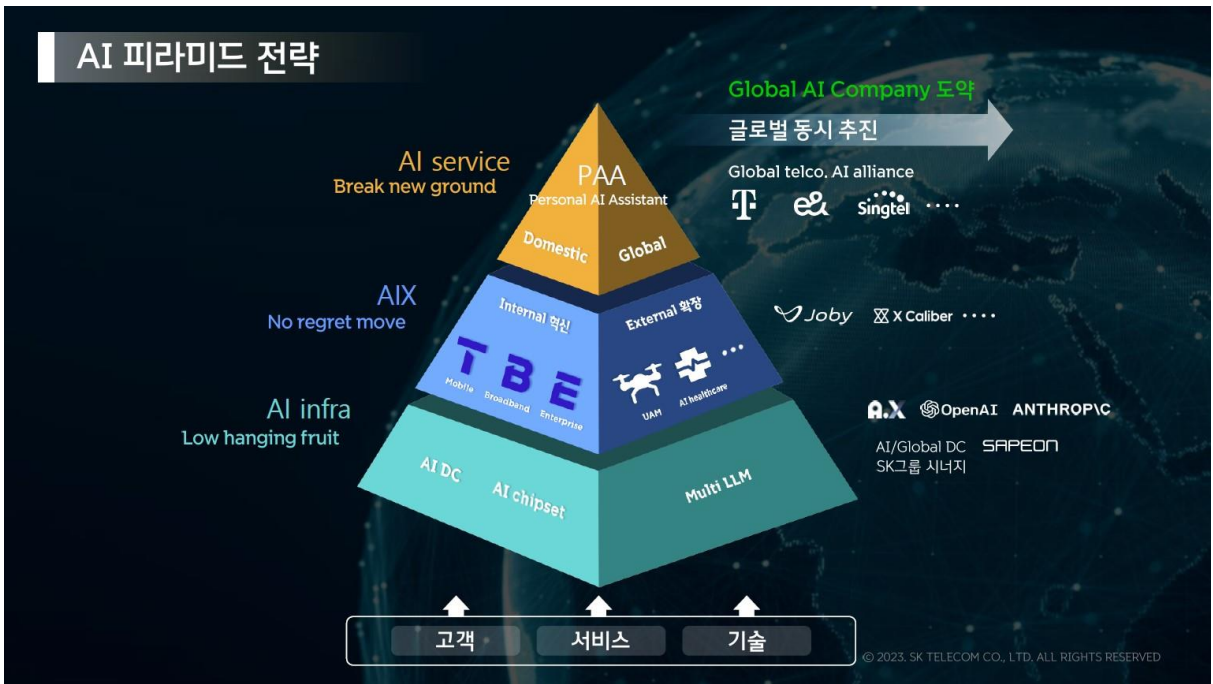
세부 실행방안으로 AI 피라미드 전략 공개. 1단계인 AI 인프라를 기반으로, 2단계에서는 통신만의 강점을 살린 AIX(AI Transformation)를 거쳐, 3단계에서는 AI 개인비서를 제공할 것이라는 전략. 각 단계별로 동시에 각각의 완성도를 높여나갈 계획

1단계. AI Infra. 데이터센터, Sapeon의 AI Chipset, AX LLM 및 협력(Anthropic, Open AI, 코난)을 통해 기반을 다지는 과정

2단계. AIX(AI Transformation). AI 기술을 마케팅, AICC(AI Contact Center), IPTV, 기업사업, UAM(도심항공교통), 헬스케어 등 기존 통신 영역에 접목시키는 과정

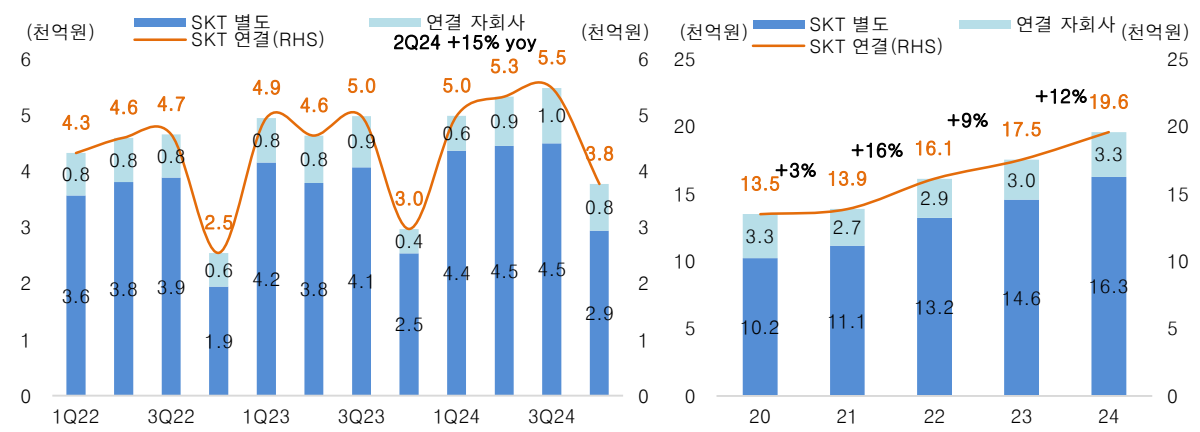
3단계. AI Service. PAA(Personal AI Assistant), Global PAA 런칭을 통한 AI의 생활화. 22.5월 세계 최초 B2C 서비스 상용화에 이어 9/26 A.(에이닷) 정식 런칭

그림 1. SKT AI 피라미드 전략



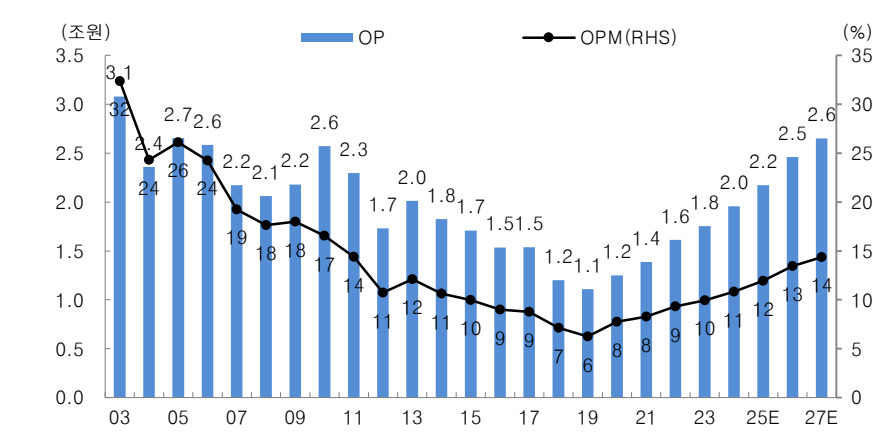
자료: SKT, 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q24 OP 5.3천억원(+15% yoy) 전망. 24년 OP 1.96조원(+12% yoy) 전망



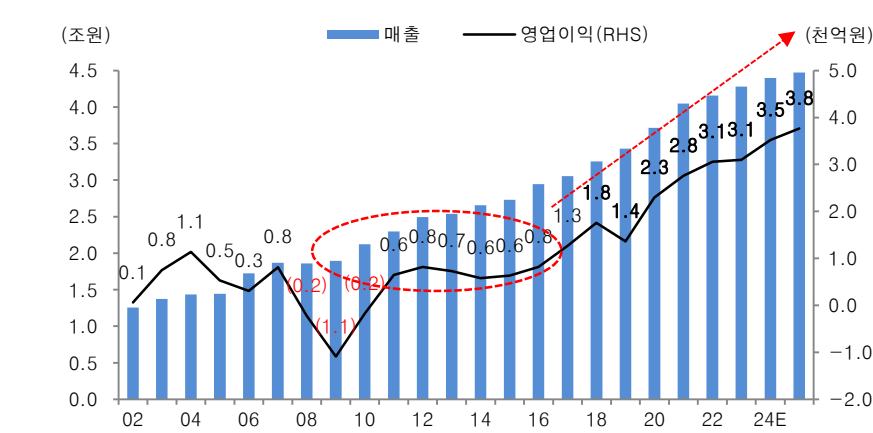
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. SKT 실적 전망. 19년 저점 형성 후 19~28년 연평균 OP 성장률 11% 전망



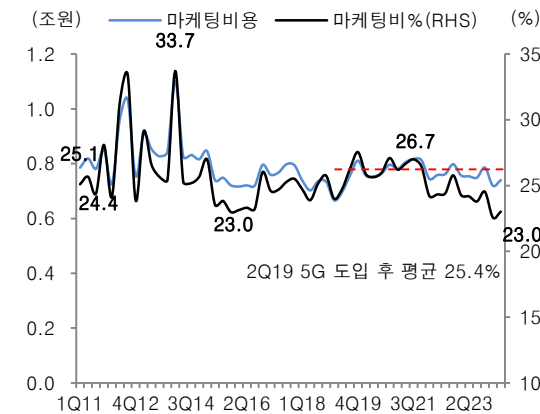
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. SKB, 24E OP 3.5 천억원(+14% yoy). SKT의 중요한 배당 자원



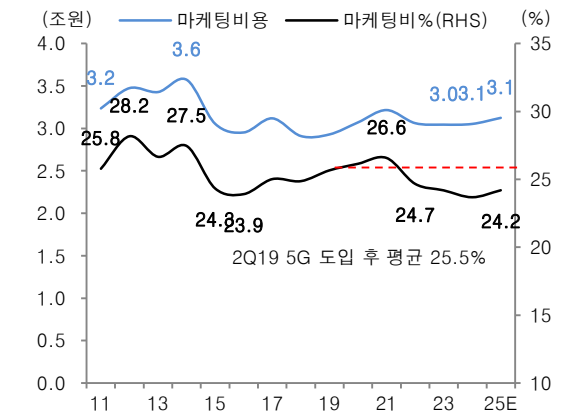
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 마케팅비, 5G 도입 이후 평균 이하 수준



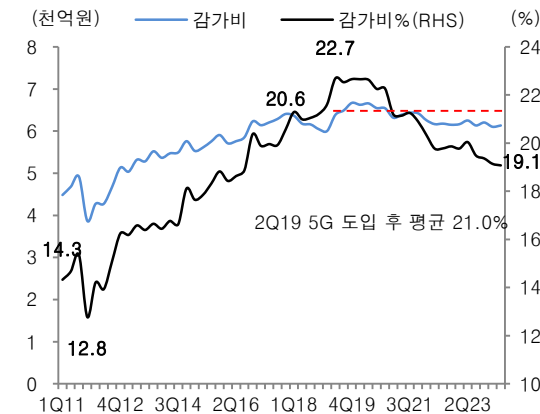
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 마케팅비 전망



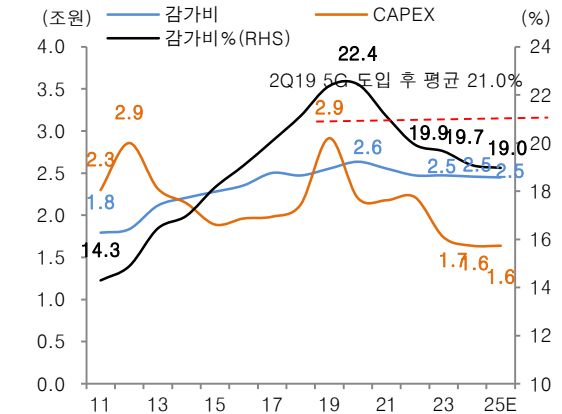
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 감가비, 5G 도입 이후 평균 이하 수준



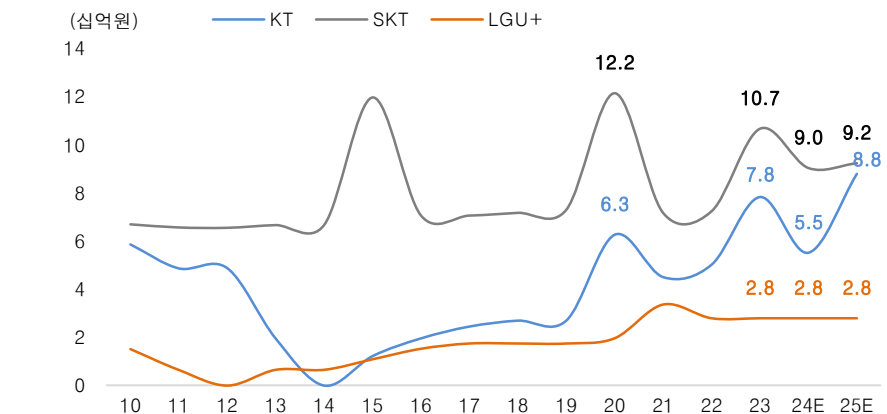
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. CAPEX/감가비 전망



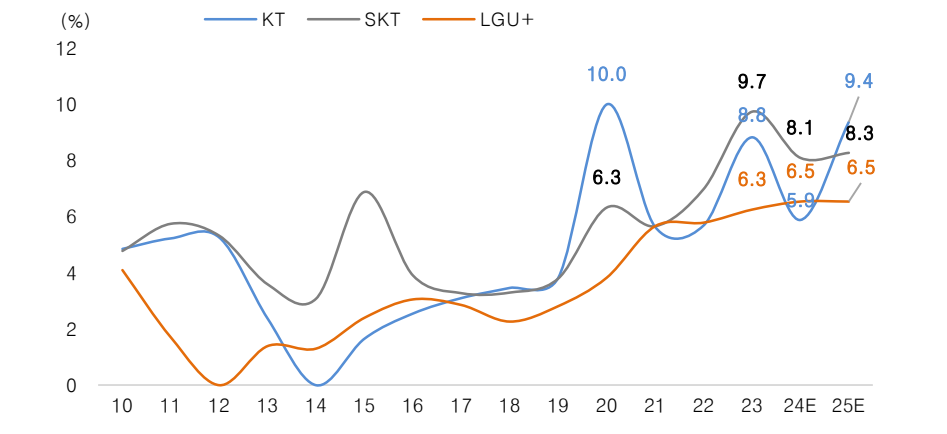
자료: SKT, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 총주주환원 규모



자료: 각 사 IR 추정은 대신증권 Research Center

그림 10.총주주환원 수익률



자료: 각 사 IR 추장은 대신증권 Research Center

SOTP Valuation

(십억원, %, 원)

	항목	세부항목	기업가치	할인율	적정가치	주당가치
A	영업가치		21,782	0%	21,782	101,529
		별도 영업이익	1,625			
		감가상각비	2,820			
		EBITDA	4,445			
		EV/EBITDA	4.9			
B	비영업가치		4,359		2,722	12,687
		투자유가증권	4,359		2,722	12,687
		SKB	2,231	26%	1,658	7,727
		기타 지회사	1,018	50%	509	2,373
		카카오 등	1,110	50%	555	2,586
C	총기업가치(A+B)		26,142		24,504	114,216
D	순차입금		8,311		8,311	38,738
E	주주가치(C-D)		17,831		16,193	75,478

자료: 대신증권 Research Center, 주: Target EV/EBITDA 4.9는 LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 12~15 평균  
주: SKB는 당사 실적 추정인 24E 당가순이익 2.2천억원에 통신업종 공통 PBR 10배 적용

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	17,305	17,609	18,046	18,169	18,283
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,305	17,609	18,046	18,169	18,283
판매비와관리비	15,693	15,855	16,089	15,996	15,823
영업이익	1,612	1,753	1,957	2,172	2,461
영업외수익	93	100	108	120	135
EBITDA	5,367	5,504	5,692	5,903	6,184
영업외손익	-376	-265	-301	-310	-300
관계기업손익	-82	11	1	0	0
금융수익	180	248	131	127	127
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-456	-527	-472	-457	-447
외환관련손실	23	23	22	22	22
기타	-18	3	40	20	20
법인세비용차감전순이익	1,236	1,488	1,656	1,862	2,160
법인세비용	-288	-342	-383	-447	-518
계속사업순이익	948	1,146	1,272	1,415	1,642
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	948	1,146	1,272	1,415	1,642
당기순이익률	5.5	6.5	7.1	7.8	9.0
비자비자분순이익	35	52	46	57	66
자비자분순이익	912	1,094	1,227	1,358	1,576
매분기금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-306	-24	-165	-95	-130
포괄순이익	642	1,122	1,107	1,320	1,512
비자비자분포괄이익	40	49	40	53	60
자비자분포괄이익	601	1,073	1,067	1,268	1,451

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,169	4,997	5,700	6,324	7,338
PER	11.4	10.0	9.2	8.3	7.1
BPS	51,721	52,044	55,830	58,686	62,454
PBR	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	24,527	25,152	26,453	27,482	28,789
EV/EBITDA	3.8	3.9	3.5	3.2	2.8
SPS	79,078	80,465	83,867	84,588	85,121
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
CFPS	25,898	26,012	26,913	27,852	29,159
DPS	3,320	3,540	3,600	3,600	3,600

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	3.3	1.8	2.5	0.7	0.6
영업이익 증/감률	16.2	8.8	11.6	11.0	13.3
순이익 증/감률	-60.8	20.9	11.0	11.2	16.0
수익성					
ROIC	5.5	6.1	7.1	8.1	9.5
ROA	5.2	5.7	6.3	6.5	7.0
ROE	8.0	9.6	10.5	11.0	12.1
안정성					
부채비율	157.6	146.3	151.7	153.3	152.3
순차입금비율	77.5	77.6	62.7	50.0	37.0
이자보상비율	4.9	4.5	5.1	5.9	6.8

자료: SK 텔레콤 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,219	6,586	9,734	12,345	15,082
현금및현금성자산	1,882	1,455	4,632	7,232	9,953
매출채권 및 기타채권	2,565	2,457	2,506	2,519	2,532
재고자산	166	180	184	186	187
기타유동자산	2,605	2,494	2,412	2,408	2,410
비유동자산	24,089	23,534	22,735	21,940	21,253
유형자산	13,322	13,006	12,132	11,262	10,500
관계기업투자지분	1,889	1,915	1,928	1,941	1,954
기타비유동자산	8,877	8,612	8,675	8,737	8,799
자산총계	31,308	30,119	32,469	34,285	36,335
유동부채	8,047	6,994	7,339	7,184	7,030
매입채무 및 기타채무	4,826	4,295	4,299	4,300	4,301
차입금	143	0	-143	-286	-429
유동상채무	2,366	1,990	2,487	2,487	2,487
기타유동부채	711	709	696	683	671
비유동부채	11,107	10,897	12,232	13,567	14,902
차입금	7,192	7,422	8,857	10,292	11,727
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3,914	3,475	3,375	3,275	3,175
부채총계	19,153	17,891	19,571	20,751	21,932
자비자분	11,318	11,389	12,013	12,605	13,415
자본금	30	30	31	31	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	22,464	22,800	23,261	23,853	24,663
기타자비자분	-12,947	-13,212	-13,049	-13,049	-13,049
비자비자분	837	839	885	929	989
자본총계	12,155	12,228	12,899	13,534	14,403
순차입금	9,420	9,491	8,030	6,770	5,328

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5,159	4,947	4,866	5,041	5,261
당기순이익	948	1,146	1,272	1,415	1,642
비현금항목의가감	4,719	4,546	4,519	4,567	4,621
감가상각비	3,755	3,751	3,735	3,731	3,723
외환손익	2	0	3	3	3
자본평가손익	0	0	-1	0	0
기타	962	796	781	834	895
자산부채의증감	118	-274	-268	-231	-231
기타현금흐름	-626	-471	-657	-710	-771
투자활동 현금흐름	-2,808	-3,353	-3,159	-3,159	-3,259
투자자산	323	-21	-13	-13	-13
유형자산	-2,892	-2,961	-2,861	-2,861	-2,961
기타	-238	-371	-285	-285	-285
재무활동 현금흐름	-1,350	-2,021	201	-134	-134
단기차입금	130	-143	-143	-143	-143
사채	-190	-84	1,585	1,585	1,585
장기차입금	399	-75	-150	-150	-150
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-904	-774	-766	-766	-766
기타	-785	-945	-325	-660	-660
현금의증감	1,010	-427	3,177	2,600	2,721
기초 현금	873	1,882	1,455	4,632	7,232
기말 현금	1,882	1,455	4,632	7,232	9,953
NOPLAT	1,236	1,350	1,504	1,651	1,870
FCF	1,956	2,025	2,303	2,446	2,557

[Compliance Notice]

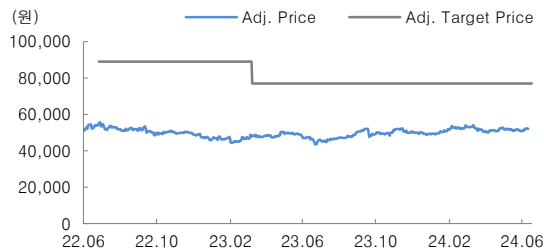
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 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	24.06.27	24.03.24	23.09.24	23.03.24	23.01.11	22.07.11
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	77,000	77,000	77,000	77,000	89,000	89,000
과다율(평균%)		(32.94)	(34.18)	(37.91)	(47.71)	(43.00)
과다율(최대/최소%)		(29.74)	(29.87)	(33.64)	(45.17)	(37.30)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240624)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.9%	5.1%	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