

SK 텔레콤(017670)

비통신 사업 강화, 배당 메리트

4분기 영업실적은 자회사 일회성 비용으로 시장 예상치를 크게 하회
보안, 미디어, 커머스 등 비통신 사업으로 성장성 높일 것
19년부터 하이닉스 배당 연계한 배당 확대, 배당 메리트 증대

Facts : 영업실적은 일회성 비용으로 예상치 하회

4분기 손익은 자회사의 일회성 비용 반영으로 시장 예상치를 하회했다. 매출액은 시장 예상치와 같았으나 영업이익과 순이익은 각각 2,253억원, 4,849억원으로 예상치를 23.1%, 37.8% 하회했다. SK플래닛은 사업 조정으로 일회성 영업비용 900억원, 일회성 영업외비용 3,000억원을 반영했다. 매출액은 유선통신 매출 호조와 10월에 연결 편입한 ADT캡스 매출 반영으로 전분기대비 3.9% 늘었으나 영업이익은 25.9% 감소했다. 일회성 비용이 발생한 데다 5G 서비스로 상각비가 늘었기 때문이다. ADT캡스가 연결 편입됐으나 영업이익은 영업권 상각비로 상쇄됐다. 순이익도 일회성 비용과 하이닉스 지분법 이익 감소로 53% 줄었다. 이동통신 영업이익은 전분기대비 10.8% 감소한 반면 SK브로드밴드 영업이익은 가입자 증가, 홈쇼핑 수수료 인상으로 91.7% 늘어 대조를 이뤘다.

Pros & cons : 보안, 미디어, 커머스 등 자회사 실적 증대

SK텔레콤은 규제가 적고 성장성이 높은 비통신 사업을 강화하고 있다. 보안, 미디어, 커머스 등을 전략 사업으로 육성해 기업가치를 높일 전망이다. 첫째, 성장성이 높은 보안 사업을 강화한다. 10월에 국내 2위 물리보안업체 ADT캡스(지분율 55%)를 인수해 기존 보안업체 NSOK와 합병했다. 12월에는 정보보안업체 SK인포섹(100%)을 인수했다. 통신과 보안의 시너지를 높일 것이다. 둘째, 미디어는 IPTV와 OTT(인터넷 방송) 옥수수를 통해 성장을 추구한다. 2019년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 13% 증가할 전망이다. 옥수수는 지상파 OTT POOQ와 합병한 후 해외자금 유치와 함께 해외시장에 진출할 계획이다. 셋째, 11번가는 SK플래닛에서 분사해 성장을 가속화할 것이다. 11번가는 지난 5년간 거래액이 연평균 16% 늘었다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,205
주가(1/31)	258,000
시가총액(십억원)	20,832
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	289,500/220,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	47,070
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/41.5
주요주주(%)	SK 외 3 인 26.8
	국민연금 9.2

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	7.3	5.8	9.6
PBR(x)	1.1	0.9	0.9
ROE(%)	15.4	16.4	9.3
DY(%)	3.7	3.9	4.5
EV/EBITDA(x)	5.2	5.1	4.4
EPS(원)	36,582	44,288	26,767
BPS(원)	248,964	278,148	291,184

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	3.0	(2.8)
KOSPI 대비(%p)	(12.3)	6.9	11.3

주가추이



자료: WISEfn

양종인

jiyang@truefriend.com

5G는 중장기 성장 동력이다. SK텔레콤은 오프라인 서비스와 이동통신과의 결합 서비스가 확대돼 5G 환경이 우호적이다. 텔레매틱스, 금융, 인공지능, 커머스 등 오프라인 서비스와 무선통신의 융합이 급증할 전망이다. 5G 및 보안 매출 반영과 미디어 매출 호조로 향후 2년간 매출액은 연평균 4.7% 증가할 것이다. 같은 기간 영업이익은 IPTV 및 11번가 수익 호전, 마케팅비용 절감으로 연평균 10.5% 증가할 전망이다.

Action : 자회사 가치 상승, 배당 메리트

SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 적정 주식가치는 이동통신부문 적정가치 12.1조원(PER 13.9배 적용)과 SK하이닉스, SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 지분가치 15.8조원을 더한 27.9조원으로 추정된다. 물적 분할을 통한 지배구조 변경을 추진하는 가운데 SK하이닉스 배당과 연계한 배당 정책, 자회사 상장 추진 등 기업가치 제고 정책이 주가에 긍정적인 일 것이다. 하이닉스 배당의 50%를 SK텔레콤 주주에게 재배포하면 2019년 예상 배당은 11,552원, 배당수익률은 4.5%에 달한다.

〈표 1〉 4분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,497.3	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	3.9	(3.2)	4,361.1
영업이익	310.4	325.5	346.9	304.1	225.3	(25.9)	(27.4)	292.9
영업이익률	6.9	7.8	8.4	7.3	5.2	(2.1)	(1.7)	6.7
세전이익	926.6	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	(53.6)	(34.8)	1,071.4
순이익	590.0	695.0	916.7	1,031.4	484.9	(53.0)	(17.8)	779.5

자료: SKT, Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 SK텔레콤의 적정 주가 산출

(단위: 십억원, %)

1. 자회사의 지분 가치	지분율	적정 지분 가치	장부가치	EBITDA	순차입금	전사 적정 주식가치	평가 방법
SK 하이닉스	20.1	8,871	3,375	27,461	(5,486)	55,255	시가를 20% 할인
SK 브로드밴드	100.0	1,616	1,871	891	1,682	1,616	통신업체 평균 EV/EBITDA 3.7배
ADT 캡스	55.0	690	702	289	1,694	1,254	EV/EBITDA 10.2배(에스원 10% 할인)
11 번가	80.3	2,435	83	(51)	(711)	2,321	취급고(GMS)의 0.3배
SK 플래닛(시럽, S/W 등)	98.1	349	648	(197)	(32)	324	장부가를 50% 할인
금융업체 지분(하나카드, 하나금융)		427	533				장부가를 20% 할인
기타 투자자산		1,426	2,593				장부가를 45% 할인
자회사의 지분 가치 합계(A)		15,813					
2. SKT 별도(이동통신) 주식가치)							
별도 순이익(12MF 순이익)		869					
적정 PER(배)		13.9					
이동통신 사업 영업가치(B)		12,112					
3. SKT 주식가치(A+B)							
발행주식수(천주)		80,746					
적정 주가(원)		345,850					

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, 원, %)

	IFRS-15 도입 전				IFRS-15 도입 후				QoQ	컨센서스
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18		
이동통신 가입자수										
신규	1,299	1,434	1,209	1,235	1,299	1,434	1,209	1,235	2.2	
순증	154	370	52	111	154	370	52	111	113.5	
기말	30,349	30,719	30,771	30,882	30,349	30,719	30,771	30,882	0.4	
(LTE)	23,401	23,993	24,493	24,796	23,401	23,993	24,493	24,796	1.2	
(MVNO)	3,469	3,499	3,494	3,500	3,469	3,499	3,494	3,500	0.2	
(IoT)	2,203	2,479	2,757	2,642	2,203	2,479	2,757	2,642	(4.2)	
평균	30,272	30,534	30,745	30,827	30,272	30,534	30,745	30,827	0.3	
유선통신 가입자수				0						
IPTV	4,464	4,554	4,659	4,729	4,464	4,554	4,659	4,729	1.5	
초고속인터넷	5,484	5,524	5,575	5,405	5,484	5,524	5,575	5,405	(3.0)	
전화	4,060	4,011	3,969	3,927	4,060	4,011	3,969	3,927	(1.0)	
이동통신 ARPU	33,299	32,290	32,075	31,691	33,299	32,289	32,070	31,328	(2.3)	
증가율(QoQ)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(1.2)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(2.3)		
매출액	4,220.7	4,171.9	4,199.0	4,371.3	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	3.9	4,361.1
SKT 별도	2,992.9	2,940.0	2,928.8	2,854.4	2,988.5	2,941.8	2,925.6	2,849.7	(2.6)	
영업비용	3,861.2	3,819.2	3,893.7	4,163.4	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,126.4	6.3	
마케팅비용(별도)	715.9	701.4	722.9	730.6	738.3	702.5	736.1	733.7	(0.3)	
인건비	550.7	535.2	538.5	665.7	550.0	535.6	538.5	664.6	23.4	
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	823.8	806.7	806.8	846.2	4.9	
영업이익	359.5	352.7	305.3	207.9	325.4	346.9	304.1	225.3	(25.9)	292.9
세전이익	941.0	1,168.8	1,303.1	586.6	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	(53.6)	
당기순이익	716.6	915.9	1,050.1	451.7	693.4	914.3	1,049.8	474.5	(54.8)	
지배주주지분 순이익	719.2	918.2	1,031.7	490.9	695.0	916.7	1,031.4	484.9	(53.0)	779.5
지분법 이익	626.6	925.7	992.4	736.2	626.6	915.6	992.4	736.2	(25.8)	
SK 하이닉스 순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,396.3	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,396.3	(27.6)	
EBITDA	1,183.3	1,159.4	1,112.1	1,054.1	1,149.3	1,153.6	1,110.9	1,071.5	(3.6)	
EBITDA/매출액	28.0	27.8	26.5	24.1	27.5	27.8	26.5	24.6	(1.9)	
영업이익/매출액	8.5	8.5	7.3	4.8	7.8	8.4	7.3	5.2	(2.1)	

자료: SKT, Quantiwise, 한국투자증권

〈표 4〉 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)

(단위: 천명)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
순증(알뜰폰+자사 가입자)	301	144	238	160	163	38	154	370	51	111
알뜰폰	119	105	85	75	80	34	27	30	(5)	17
자사 가입자	182	39	153	85	83	5	127	341	56	94
사물인터넷(IoT)	84	63	40	42	57	10	21	289	55	96
자사 휴대폰	98	(24)	113	42	26	(5)	106	52	2	(2)

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

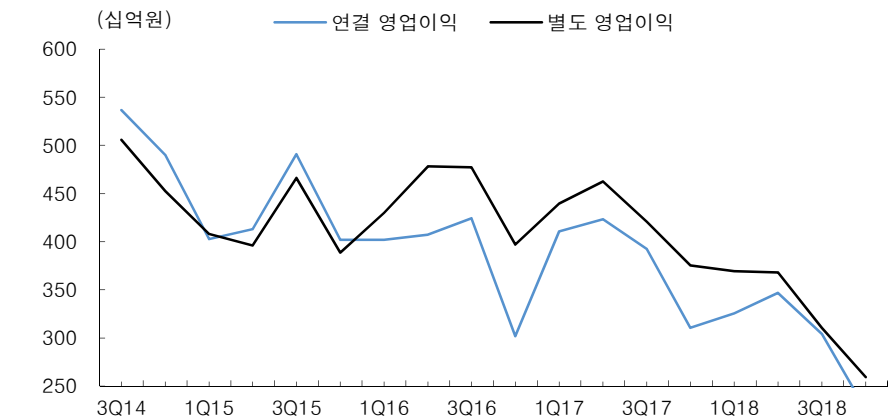
〈표 5〉 하이닉스 배당과 연계한 특별배당 추정

(단위: 십억원, 원)

SKT 주주 재배당/하이닉스 배당 유입금	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
SKT가 하이닉스로부터 받는 총배당금	219	219	219	219	219	219	219	219
하이닉스 배당금 중 SKT 주주에 재분배하는 추가 배당금	44	66	88	110	131	153	175	197
기존 SKT 총 배당금	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1
기존 배당 + 특별배당	750	772	794	816	838	860	881	903
기존 주당 배당	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
기존 주당 배당 + 특별 배당	10,621	10,931	11,241	11,552	11,862	12,173	12,483	12,793
기존 배당수익률	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
기존 + 추가 배당수익률	4.1%	4.2%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%	5.0%

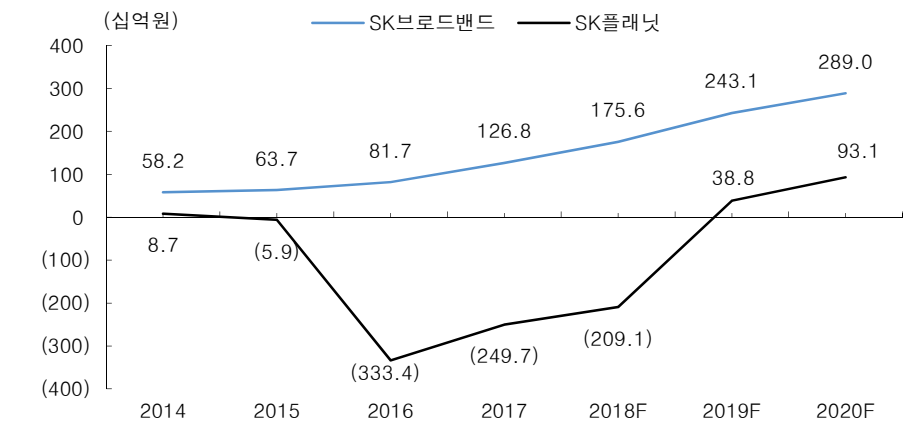
주: 하이닉스 배당 규모는 한국투자증권 추정치, 1월 30일 종가 기준
자료: 한국투자증권

[그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



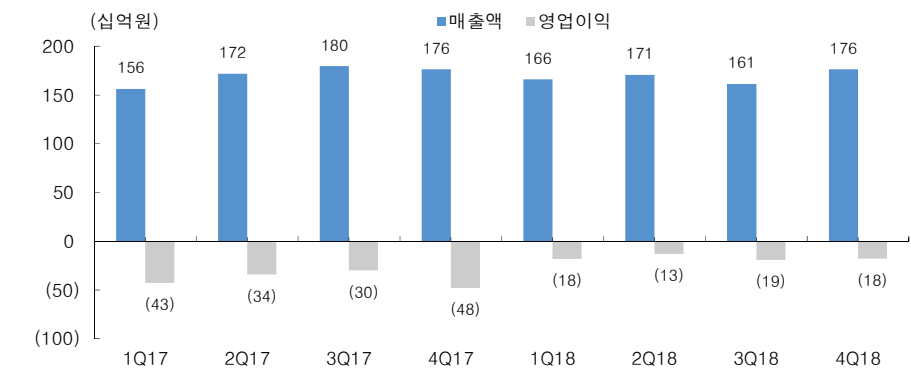
자료: 한국투자증권

[그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이 및 전망



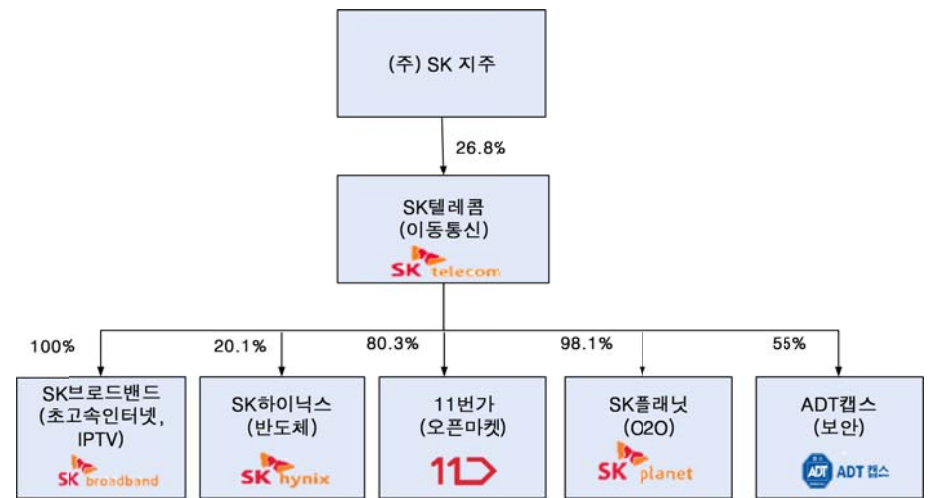
주: SK플래닛은 11번가 분할 전 기준(11번가, 시럽, OK캐쉬백 등)
 자료: 각사, 한국투자증권

[그림 3] 11번가 분기 매출액, 영업이익



자료: SKT, 한국투자증권

[그림 4] 지배구조 개편 전(현재)

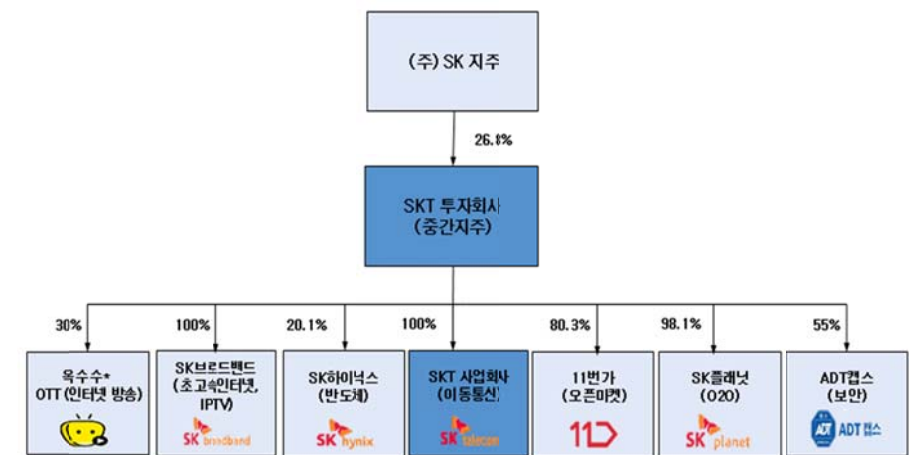


주: 1. 11번가: 오픈 마켓, e-commerce 쇼핑 플랫폼

2. O2O(Online to Offline): 온라인, 오프라인 연결 커머스 플랫폼

자료: SKT, 한국투자증권

[그림 5] 물적 분할 후

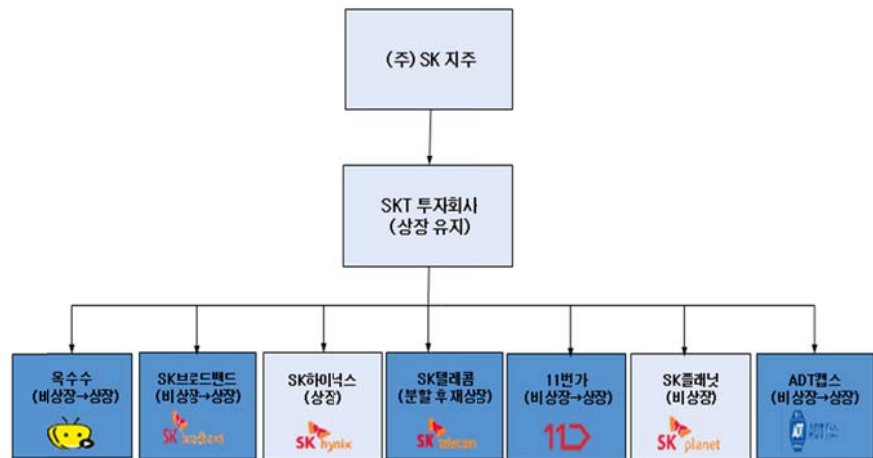


주: 1. * POOQ과 합병 계획

2. 옥수수 지분율 30%는 POOQ과 합병 후 기준

자료: SKT, 한국투자증권

[그림 6] 자회사 상장 후



자료: SKT, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

국내 지배적인 이동통신 사업자로 2017년 가입자 기준 시장 점유율은 48.2%, 자회사로 유선통신 사업자인 SK브로드밴드, 이커머스 사업자인 11번가, 보안업체인 ADT캡스, 반도체 사업자인 SK하이닉스 등이 있음. 2017년 기준 이동통신 가입자 구성은 2G 6.4%, 3G 11.9%, 4G 81.7%.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,997	6,202	6,813	7,928	7,832
현금성자산	1,505	1,458	2,025	2,144	1,848
매출채권및기타채권	3,369	3,395	3,270	3,462	3,581
재고자산	260	272	262	278	287
비유동자산	25,301	27,227	29,417	31,260	33,076
투자자산	8,514	10,731	12,275	13,889	15,293
유형자산	10,374	10,145	9,912	10,073	10,233
무형자산	5,709	5,502	6,412	6,432	6,654
자산총계	31,298	33,429	36,230	39,188	40,908
유동부채	6,444	7,109	8,236	10,628	11,392
매입채무및기타채무	4,260	4,508	4,342	4,597	3,697
단기차입금및단기사채	3	130	257	385	432
유동성장기부채	1,190	1,834	1,784	1,734	1,684
비유동부채	8,737	8,290	7,539	7,012	6,432
사채	6,339	5,597	4,854	4,104	3,354
장기차입금및금융부채	140	222	305	388	471
부채총계	15,181	15,399	15,776	17,640	17,824
지배주주지분	15,971	17,842	20,199	21,251	22,734
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
기타자본	(2,716)	(2,720)	(2,720)	(2,720)	(2,720)
이익잉여금	15,953	17,836	20,193	21,247	22,731
비지배주주지분	145	187	255	297	350
자본총계	16,116	18,029	20,454	21,548	23,084

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,243	3,856	4,384	6,167	4,836
당기순이익	1,660	2,658	3,145	1,922	2,435
감가상각비	3,069	3,248	3,283	3,560	3,661
자산부채변동	14	(261)	1,162	2,185	687
기타	(500)	(1,789)	(3,206)	(1,500)	(1,947)
투자활동현금흐름	(2,462)	(3,071)	(2,419)	(4,590)	(3,510)
유형자산투자	(2,490)	(2,716)	(3,080)	(3,750)	(3,850)
유형자산매각	23	29	29	29	29
투자자산순증	121	(334)	1,726	(69)	599
무형자산순증	(619)	(137)	(910)	(20)	(222)
기타	503	87	(184)	(780)	(66)
재무활동현금흐름	(1,045)	(827)	(1,398)	(1,458)	(1,621)
자본의증가	36	41	0	0	0
차입금의순증	(235)	345	(611)	(590)	(670)
배당금지급	(706)	(706)	(706)	(719)	(827)
기타	(140)	(507)	(81)	(149)	(124)
기타현금흐름	0	(6)	0	0	0
현금의증가	736	(48)	567	119	(296)

주: 17년 이전은 IFRS-1018 (구 기준), 18년 이후는 IFRS-1115 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,092	17,520	16,874	17,866	18,483
영업이익	1,536	1,537	1,202	1,306	1,466
금융수익	575	367	243	184	194
이자수익	54	76	64	84	92
금융비용	327	434	400	398	373
이자비용	290	299	296	290	264
기타영업외손익	(232)	(312)	(334)	(206)	(208)
관계기업관련손익	545	2,246	3,271	1,547	2,003
세전계속사업이익	2,096	3,403	3,976	2,433	3,082
법인세비용	436	746	831	511	647
연결당기순이익	1,660	2,658	3,145	1,922	2,435
지배주주지분순이익	1,676	2,600	3,128	1,924	2,437
기타포괄이익	(247)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	1,413	2,657	3,144	1,921	2,434
지배주주지분포괄이익	1,433	2,597	3,075	1,879	2,381
EBITDA	4,604	4,784	4,485	4,866	5,127

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	23,497	36,582	44,288	26,767	33,914
BPS	225,796	248,964	278,148	291,184	309,546
DPS	10,000	10,000	10,000	11,500	12,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.3)	2.5	(3.7)	5.9	3.5
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(21.8)	8.7	12.2
순이익증가율	10.4	55.1	20.3	(38.5)	26.7
EPS증가율	12.0	55.7	21.1	(39.6)	26.7
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(6.3)	8.5	5.4
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.8	7.1	7.3	7.9
순이익률	9.8	14.8	18.5	10.8	13.2
EBITDA Margin	26.9	27.3	26.6	27.2	27.7
ROA	5.5	8.2	9.0	5.1	6.1
ROE	10.7	15.4	16.4	9.3	11.1
배당수익률	4.5	3.7	3.9	4.5	4.8
배당성향	42.1	27.2	23.0	43.0	36.9
안정성					
순차입금(십억원)	5,618	5,529	4,141	2,647	2,200
차입금/자본총계비율(%)	48.1	43.3	35.1	30.5	25.5
Valuation(X)					
PER	9.5	7.3	5.8	9.6	7.6
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.7	5.2	5.1	4.4	4.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK텔레콤 (017670)	2016.02.02	매수	282,000원	-22.3	-17.2
	2017.02.02	1년경과		-16.4	-6.9
	2017.03.24	매수	315,000원	-20.0	-11.6
	2017.07.27	매수	346,000원	-28.1	-18.1
	2018.07.27	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 31일 현재 SK텔레콤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK텔레콤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.