

SK텔레콤(017670)

이동통신 턴어라운드, 비통신사업 수익성 호전

2분기 영업실적은 예상치 부합
이동통신 매출액은 선택약정 영향 축소, 5G 출시로 증가세 전환
보안, 미디어, 커머스 등 비통신 자회사 수익성 호전

Facts : 이동통신이 7분기 만에 턴어라운드

2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,370억원, 3,228억원으로 시장 예상치와 비슷했다. 매출액은 전분기대비 2.4% 늘었다. 자회사 매출이 4.4% 늘어난 데다 별도 매출액도 1.3% 늘었기 때문이다. 5G 관련 투자와 가입자 유치로 감가상각비와 마케팅비용이 각각 4.2%, 3.9% 늘었다. 별도 영업이익은 전분기대비 10% 줄었으나 연결 영업이익은 자회사 실적 호전으로 전분기 수준이 유지됐다. 선택약정 영향 축소와 5G 출시로 이동통신 매출액과 가입자당 매출액(ARPU)이 전분기대비 1%, 0.4% 증가했다. 7분기 만의 증가세 전환으로 고무적이다.

Pros & cons : 보안, 미디어, 커머스 등 자회사 수익성 호전

SK텔레콤은 보안, 미디어, 커머스 등 비통신사업에 대한 M&A를 통해 성장성을 높여가고 있다. 보안은 물리보안업체 ADT캡스(지분율 55%)에 이어 정보보안업체 SK인포섹(100%)을 인수했다. 통신과 보안의 결합판매로 시너지를 높일 것이다. 2분기 보안 매출액은 전분기대비 7.5% 늘었다. 미디어는 SK브로드밴드와 티브로드 합병, 옥수수와 POOQ 합병을 진행 중이다. 옥수수는 해외자금 유치와 함께 해외시장에 진출할 계획이다. 2분기 IPTV 매출은 3.1% 증가해 고성장세를 이어갔다. 커머스는 2019년 1분기 영업이익이 4억원으로 흑자 전환했으며 2분기에는 13억원으로 늘었다.

5G 서비스로 이동통신 성장성 회복이 빨라졌다. 5G 보급률은 2019년 4분기 7.4%(204만명)에서 2020년 4분기 26.3%(736만명)로 높아질 것이다. 가입자당 매출액(ARPU)은 하반기부터 증가세가 가속화될 전망이다. 5G 및 자회사 매출 호조로 2019년, 2020년 매출액은 각각 6.9%, 5.8% 증가할 것이다. 2019년 영업이익은 5G 관련 비용으로 전년대비 1.6% 증가에 그칠 것이나 2020년에는 이동통신 매출 회복, 자회사 손익 호전으로 전년대비 14.5% 늘어날 전망이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/2)	1,998
주가(8/2)	252,000
시가총액(십억원)	20,348
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	289,500/243,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	41,506
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.4/40.0
주요주주(%)	SK 외 3 인 26.8
	국민연금 10.4

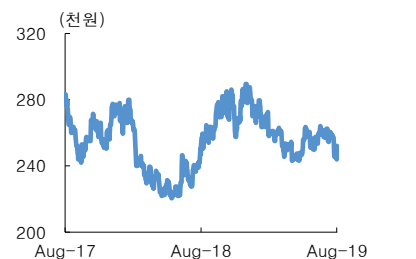
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.1	15.7	8.2
PBR(x)	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	15.5	5.1	9.4
DY(%)	3.7	4.0	4.0
EV/EBITDA(x)	6.0	4.8	4.6
EPS(원)	44,066	16,014	30,608
BPS(원)	302,806	306,261	322,612

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.3)	(3.1)	(0.4)
KOSPI 대비(%p)	2.6	6.2	11.6

주가추이



자료: WISEfn

양종인

jiyang@truefriend.com

Action : 자회사 가치 상승, 이동통신 턴어라운드

SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 적정 주식가치는 이동통신부문 영업가치 10.5조원(PER 13배 적용)과 SK하이닉스, SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 지분가치 17.5조원을 더한 28조원으로 추정된다. 보안, 미디어, 커머스 등 자회사의 기업가치가 상승하고 있다. 이동통신은 5G로 성장성이 높아졌다. 2019년 예상 배당수익률이 4%에 달한다.

〈표 1〉 2분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	4,437.0	2.4	6.8	4,382.8
영업이익	346.9	304.1	225.3	322.6	322.8	0.1	(6.9)	319.9
영업이익률	8.4	7.3	5.2	7.4	7.3	(0.2)	(1.1)	7.3
세전이익	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	353.2	(24.5)	(69.6)	421.3
순이익	916.7	1,031.4	484.9	379.2	263.4	(30.5)	(71.3)	331.0

자료: SKT, Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, 원, %, %p)

	2018				2019F				2018	2019F	2Q19P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY	Consensus
이동통신 가입자수													
신규	1,017	1,154	933	964	948	893	894	896	4,068	3,631	(5.8)	(22.6)	
순증	154	370	52	111	127	9	150	150	687	437	(92.6)	(97.5)	
기말	30,349	30,719	30,771	30,882	31,009	31,019	31,169	31,319	30,882	31,319	0.0	1.0	
(5G)						530	1,216	2,036		2,036			
(LTE)	23,401	23,993	24,493	24,796	25,186	24,374	23,824	23,274	24,205	23,274	(0.8)	4.0	
(MVNO)	3,469	3,499	3,494	3,500	3,480	3,369	3,389	3,409	3,500	3,409	(3.2)	(3.7)	
(IoT)	2,203	2,479	2,757	2,642	3,570	3,585	3,665	3,745	2,627	3,745	0.4	43.9	
평균	30,272	30,534	30,745	30,827	30,946	31,014	31,094	31,244	30,538	31,100	0.2	1.6	
유선통신 가입자수													
IPTV	4,464	4,554	4,659	4,729	4,848	4,971	5,089	5,207	4,729	5,207	2.5	9.2	
초고속인터넷	5,484	5,524	5,575	5,405	5,458	5,514	5,568	5,622	5,405	5,622	1.0	3.7	
전화	4,060	4,011	3,969	3,927	3,872	3,797	3,721	3,646	3,927	3,646	(1.9)	(5.4)	
이동통신 ARPU	33,299	32,289	32,070	31,328	30,645	30,755	30,999	31,371	32,247	30,942	0.4	(4.8)	
증가율(QoQ)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(2.3)	(2.2)	0.4	0.8	1.2					
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	4,437.0	4,552.5	4,709.5	16,873.9	18,033.9	2.4	6.8	4,382.8
SKT 별도	2,988.5	2,941.8	2,925.6	2,849.7	2,812.2	2,847.7	2,906.7	2,954.2	11,705.6	11,520.8	1.3	(3.2)	
영업비용	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,126.4	4,012.3	4,114.2	4,234.1	4,452.1	15,672.2	16,812.8	2.5	8.1	
마케팅비용(별도)	738.3	702.5	736.1	733.7	701.4	728.6	733.5	752.9	2,910.6	2,916.3	3.9	3.7	
인건비	550.0	535.6	538.5	664.6	691.0	699.3	698.6	711.2	2,288.7	2,800.1	1.2	30.6	
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	932.1	971.4	990.0	1,000.9	3,284.3	3,894.4	4.2	20.4	
영업이익	325.4	346.9	304.1	225.3	322.6	322.8	318.4	257.3	1,201.8	1,221.1	0.1	(6.9)	319.9
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	353.2	380.2	254.6	3,976.0	1,455.8	(24.5)	(69.6)	421.3
당기순이익	693.4	914.3	1,049.8	474.5	373.6	259.1	304.1	203.7	3,132.0	1,140.6	(30.7)	(71.7)	
지배주주지분 순이익	695.0	916.7	1,031.4	484.9	379.2	263.4	304.4	203.9	3,127.9	1,150.9	(30.5)	(71.3)	331.0
지분법 이익	626.6	915.6	992.4	736.2	223.3	104.9	144.0	153.6	3,270.9	625.8	(53.0)	(88.5)	
SK 하이닉스 순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,396.3	983.0	537.0	747.5	795.1	15,540.1	3,182.4	(51.3)	(87.6)	
EBITDA	1,149.3	1,153.6	1,110.9	1,071.5	1,254.7	1,294.2	1,308.4	1,258.2	4,485.3	5,115.5	3.1	12.2	
EBITDA/매출액	27.5	27.8	26.5	24.6	28.9	29.2	28.7	26.7	26.6	28.4	0.2	1.4	
영업이익/매출액	7.8	8.4	7.3	5.2	7.4	7.3	7.0	5.5	7.1	6.8	(0.2)	(1.1)	

자료: SK텔레콤, Quantwise, 한국투자증권

〈표 3〉 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)

(단위: 천명)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
순증(알뜰폰+자사 가입자)	238	160	163	38	154	370	51	111	127	9
알뜰폰	85	75	80	34	27	30	(5)	17	(20)	(111)
자사 가입자	153	85	83	5	127	341	56	94	148	120
사물인터넷(IoT)	40	42	57	10	21	289	55	96	(17)	15
자사 휴대폰	113	42	26	(5)	106	52	2	(2)	165	105

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 4〉 적정 주가 산출

(단위: 십억원, %)

1. 자회사의 지분 가치	지분율	적정 지분 가치	장부가치	EBITDA	순차입금	전사 적정 주식가치	평가 방법
SK하이닉스	20.1	9,450	3,375	27,461	(5,486)	55,401	시가를 15% 할인
SK브로드밴드	100.0	1,793	1,871	880	1,682	1,793	통신업체 평균 EV/EBITDA 3.9배
ADT캡스	55.0	512	704	271	1,829	931	EV/EBITDA 10.2배(에스원 10% 할인)
11번가	80.3	2,638	1,050	(51)	(711)	2,574	취급고(GMS)의 0.33배
SK인포섹	100.0	387	44	30	(86)	387	EV/EBITDA 10.2배(에스원 10% 할인)
옥수수+POOQ	30.0	314	93	2	(104)	1,046	가입자당 7만원
드림어스	52.4	145	157	4	(81)	327	시가를 15% 할인
하나카드	15.0	203	254				장부가를 20% 할인
기타 투자자산		2,086	3,476				장부가를 40% 할인
자회사의 지분 가치 합계(A)		17,528					

2. SKT 별도(이동통신) 주식가치

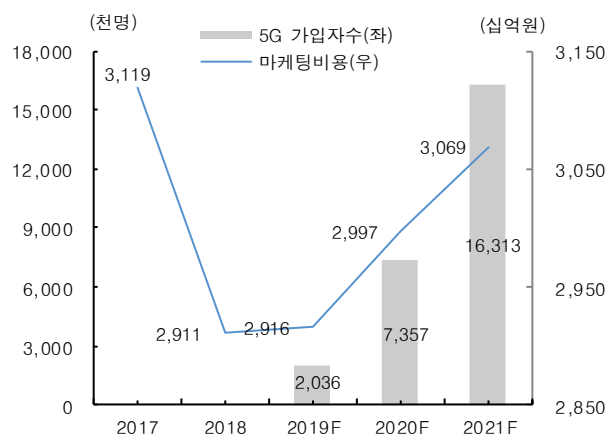
별도 순이익(12MF 순이익)	804
적정 PER(배)	13.0
이동통신 사업 영업가치(B)	10,453

3. SKT 주식가치(A+B)

발행주식수(천주)	80,746
적정 주가(원)	346,532

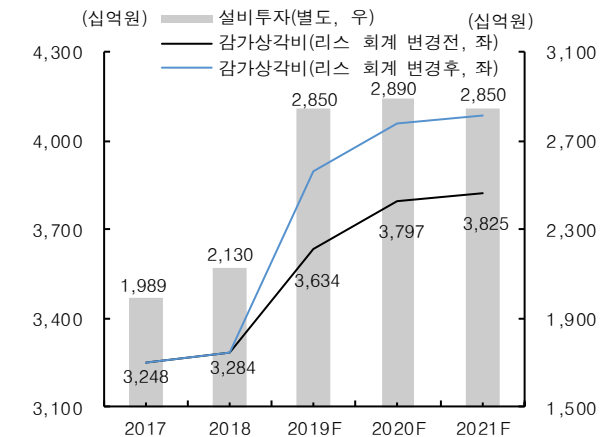
주: 별도 순이익은 배당수익 제외 기준
자료: SKT, 한국투자증권

[그림 1] 5G 가입자수와 마케팅비용



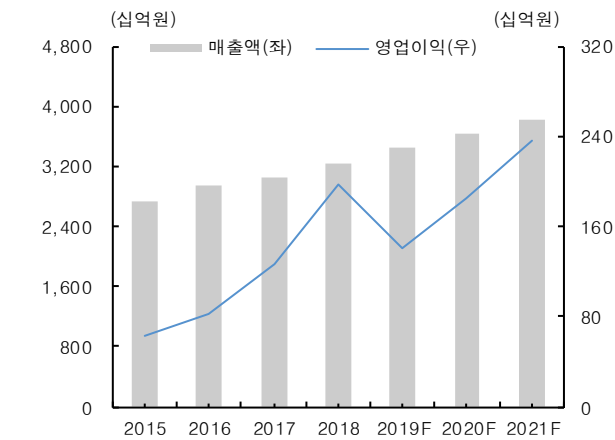
자료: SKT, 한국투자증권

[그림 2] 설비투자과 감가상각비



자료: SKT, 한국투자증권

[그림 3] SK브로드밴드 매출액, 영업이익



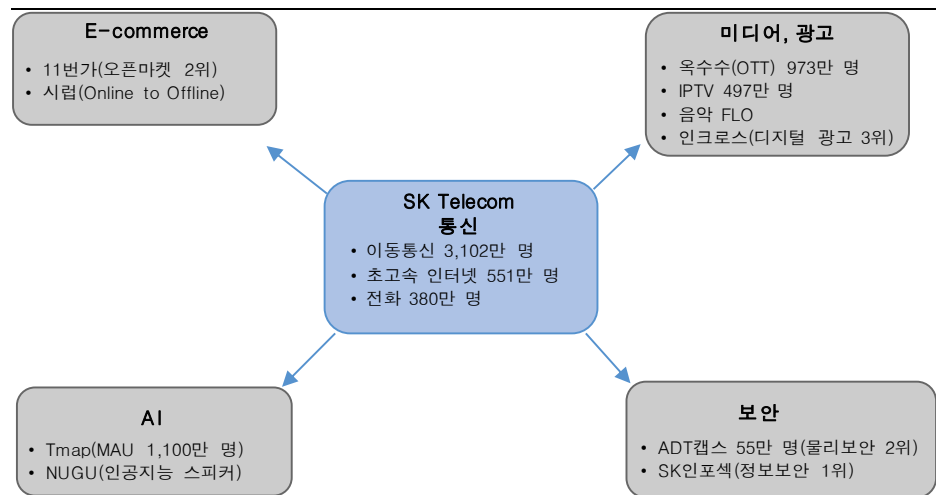
자료: SKT, 한국투자증권

[그림 4] 11번가 분기 매출액, 영업이익



자료: SKT, 한국투자증권

[그림 5] SK텔레콤의 사업 구성



주: 1. MAU(Monthly Active Users)로 월 서비스 이용자수로 여러 번 방문해도 한 명으로 집계
 2. AI(Artificial Intelligence, 인공지능), IoT(Internet of Things, 사물인터넷)
 3. NUGU: 인공지능 플랫폼을 탑재한 음성인식 디바이스

자료: SKT, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

국내 지배적인 이동통신 사업자로 2018년 가입자 기준 시장 점유율은 47.3%, 자회사로 유선통신 사업자인 SK브로드밴드, 이커머스 사업자인 11번가, 보안업체인 ADT캡스, 반도체 사업자인 SK하이닉스 등이 있음. 2018년 기준 이동통신 가입자 구성은 2G 3.3%, 3G 9%, 4G 87.7%.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,202	7,959	8,753	8,882	9,714
현금성자산	1,458	1,507	1,443	1,336	1,601
매출채권및기타채권	3,391	2,953	3,156	3,340	3,502
재고자산	272	288	308	326	342
비유동자산	27,227	34,410	35,989	36,555	37,390
투자자산	10,731	13,562	15,049	15,928	16,701
유형자산	10,145	10,718	10,491	10,140	9,692
무형자산	5,502	8,452	8,656	8,590	9,006
자산총계	33,429	42,369	44,741	45,438	47,103
유동부채	7,109	6,848	8,979	8,166	7,851
매입채무및기타채무	4,508	4,948	5,288	3,818	4,003
단기차입금및단기사채	130	80	80	80	80
유동성장기부채	1,834	1,409	1,409	1,409	1,409
비유동부채	8,290	13,172	13,133	13,319	13,471
사채	5,597	6,572	6,222	6,122	6,022
장기차입금및금융부채	222	2,019	2,015	2,015	2,015
부채총계	15,399	20,020	22,112	21,485	21,321
지배주주지분	17,842	22,471	22,750	24,070	25,896
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
기타자본	(2,720)	(2,261)	(2,261)	(2,261)	(2,261)
이익잉여금	17,836	22,145	22,565	24,027	25,994
비지배주주지분	187	(122)	(120)	(118)	(114)
자본총계	18,029	22,349	22,630	23,952	25,782

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,856	4,333	6,448	3,617	4,681
당기순이익	2,658	3,132	1,141	2,198	2,725
감가상각비	3,248	3,284	3,894	4,057	4,085
자산부채변동	(261)	26	2,021	(913)	(403)
기타	(1,789)	(2,109)	(608)	(1,725)	(1,726)
투자활동현금흐름	(3,071)	(4,048)	(5,437)	(2,888)	(3,558)
유형자산투자	(2,716)	(2,792)	(3,725)	(3,764)	(3,696)
유형자산매각	29	58	58	58	58
투자자산순증	(334)	(547)	(1,002)	722	828
무형자산순증	(137)	(497)	(204)	67	(417)
기타	87	(270)	(564)	29	(331)
재무활동현금흐름	(827)	(238)	(1,074)	(836)	(858)
자본의증가	41	500	0	0	0
차입금의순증	345	373	(354)	(100)	(100)
배당금지급	(706)	(706)	(717)	(719)	(733)
기타	(507)	(405)	(3)	(17)	(25)
기타현금흐름	(6)	2	0	0	0
현금의증가	(48)	49	(64)	(107)	265

주: 18년 이후 IFRS-1115, 19년 이후 IFRS-1116 적용

손익계산서

(단위: 십억원)

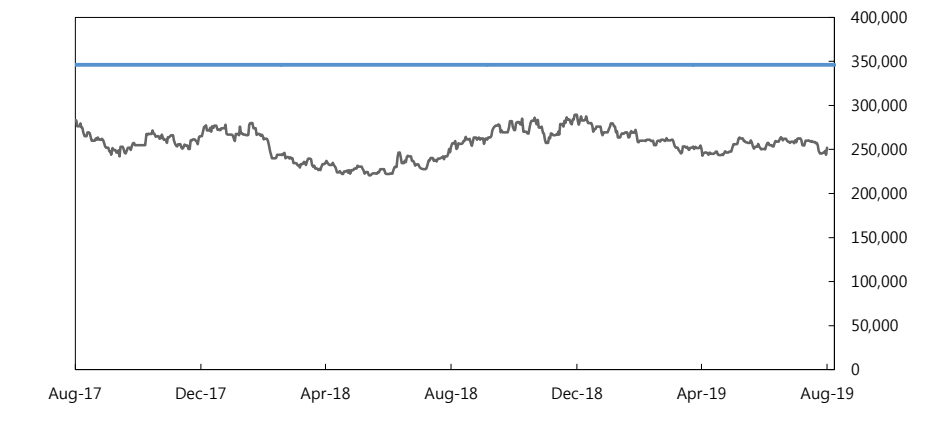
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17,520	16,874	18,034	19,088	20,014
영업이익	1,537	1,202	1,221	1,398	1,656
금융수익	367	256	206	217	224
이자수익	76	70	83	87	91
금융비용	434	385	415	384	378
이자비용	299	307	337	300	297
기타영업외손익	(312)	(368)	(182)	(191)	(192)
관계기업관련손익	2,246	3,271	626	1,743	1,743
세전계속사업이익	3,403	3,976	1,456	2,782	3,450
법인세비용	746	844	315	584	724
연결당기순이익	2,658	3,132	1,141	2,198	2,725
지배주주지분순이익	2,600	3,128	1,151	2,200	2,722
기타포괄이익	(1)	(142)	(142)	(142)	(142)
총포괄이익	2,657	2,990	999	2,056	2,584
지배주주지분포괄이익	2,597	3,001	998	2,053	2,580
EBITDA	4,784	4,486	5,116	5,455	5,741

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	36,582	44,066	16,014	30,608	37,872
BPS	248,964	302,806	306,261	322,612	345,224
DPS	10,000	10,000	10,000	10,200	10,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.5	(3.7)	6.9	5.8	4.9
영업이익증가율	0.1	(21.8)	1.6	14.5	18.4
순이익증가율	55.1	20.3	(63.2)	91.1	23.7
EPS증가율	55.7	20.5	(63.7)	91.1	23.7
EBITDA증가율	3.9	(6.2)	14.0	6.6	5.2
수익성(%)					
영업이익률	8.8	7.1	6.8	7.3	8.3
순이익률	14.8	18.5	6.4	11.5	13.6
EBITDA Margin	27.3	26.6	28.4	28.6	28.7
ROA	8.2	8.3	2.6	4.9	5.9
ROE	15.4	15.5	5.1	9.4	10.9
배당수익률	3.7	3.7	4.0	4.0	4.2
배당성향	27.2	22.9	62.4	33.3	27.7
안정성					
순차입금(십억원)	5,529	7,274	6,480	6,572	5,924
차입금/자본총계비율(%)	43.3	45.1	43.0	40.2	36.9
Valuation(X)					
PER	7.3	6.1	15.7	8.2	6.7
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.0	4.8	4.6	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK텔레콤 (017670)	2017.07.27	매수	346,000원	-28.1	-18.1
	2018.07.27	1년경과		-24.1	-16.3
	2019.07.27	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 2일 현재 SK텔레콤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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.