

SK 텔레콤(017670)

1Q19 Preview: 비통신 사업 성장 지속, 배당 증대

실적은 시장 예상치에 부합

1분기 실적은 시장 예상치에 부합할 전망이다. 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,080억원, 3,332억원으로 시장 예상치와 비슷할 것이다. 매출액은 유선통신 매출 호조와 ADT캡스 매출 반영으로 전년동기대비 5.4% 늘어날 것이다. 영업이익도 ADT캡스 이익 반영으로 2.4% 증가할 전망이다. ADT캡스 인수로 이익이 추가 반영되는 데다 5G 관련 비용을 2019년 4월(타사는 2018년 12월)부터 계상하기 때문이다.

보안, 미디어, 커머스 등 비통신 자회사 가치 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. 2018년 10월에 국내 2위 물리보안업체 ADT캡스(지분율 55%)를 인수해 기존 보안업체 NSOK와 합병했다. 12월에는 정보보안업체 SK인포섹(100%)을 인수했다. 통신과 보안의 결합판매로 시너지를 높일 것이다. 둘째, 미디어는 IPTV와 OTT(인터넷 방송) 옥수수를 통해 성장을 추구한다. 2019년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 19.7% 증가할 전망이다. 옥수수는 지상파 OTT POOQ와 합병한 후 해외자금 유치와 함께 해외시장에 진출할 계획이다. 셋째, SK플래닛에서 분사한 11번가는 2019년에 성장과 손익의 균형을 맞추는데 중점을 두고 있다.

비통신 매출 호조에 5G가 더해져 성장성 회복

5G는 중장기 성장 동력이다. SK텔레콤은 통신망의 무선화가 진전되면서 오프라인 서비스와 이동통신과의 결합서비스가 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 5.2% 증가할 것이다. 영업이익은 IPTV 및 11번가 수익 호전, ADT캡스 이익반영으로 연평균 8.1% 증가할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	17,520	1,537	2,600	36,582	55.7	4,784	7.3	5.2	1.1	15.4	3.7
2018A	16,874	1,202	3,128	44,066	20.5	4,486	6.1	6.0	0.9	15.5	3.7
2019F	17,959	1,240	1,371	19,070	(56.7)	4,721	13.1	5.2	0.8	6.0	4.3
2020F	18,607	1,401	2,225	30,952	62.3	4,961	8.1	5.0	0.8	9.5	4.8
2021F	19,482	1,642	2,646	36,823	19.0	5,230	6.8	4.6	0.7	10.6	4.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

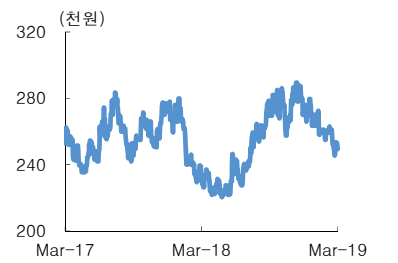
Stock Data

KOSPI(3/21)	2,185
주가(3/21)	249,500
시가총액(십억원)	20,146
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	289,500/220,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,629
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/40.5
주요주주(%)	SK 외 3인 26.8
	국민연금 9.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.7)	(7.4)	8.5
KOSPI 대비(%p)	(1.7)	(0.8)	20.6

주가추이



자료: FnGuide

양종인

jiyang@truefriend.com

자회사 가치 상승, 배당 정책 강화

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. 보안, 미디어, 커머스 등 자회사의 기업가치가 상승하고 있다. 2019년 예상 배당 수익률이 4.3%에 달한다. SK하이닉스 배당과 연계한 배당 정책 강화가 긍정적이다.

〈표 1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, 원, %)

	2018				2019				2018	2019F	1Q19F		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY	Consensus
이동통신 가입자수													
신규	1,299	1,434	1,209	1,235	1,300	1,400	1,397	1,397	5,177	5,494	5.3	0.1	
순증	154	370	52	111	190	180	170	170	687	710	71.0	23.0	
기말	30,349	30,719	30,771	30,882	31,072	31,252	31,422	31,592	30,882	31,592	0.6	2.4	
(LTE)	23,401	23,993	24,493	24,796	25,296	25,796	26,296	26,796	24,796	26,796	2.0	8.1	
(MVNO)	3,469	3,499	3,494	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	0.0	0.9	
(IoT)	2,203	2,479	2,757	2,642	2,687	2,749	2,813	2,877	2,627	2,877	2.3	22.0	
평균	30,272	30,534	30,745	30,827	30,977	31,162	31,337	31,507	30,538	31,237	0.5	2.3	
유선통신 가입자수													
IPTV	4,464	4,554	4,659	4,729	4,824	4,919	5,010	5,100	4,729	5,100	2.0	8.1	
초고속인터넷	5,484	5,524	5,575	5,405	5,453	5,501	5,547	5,593	5,405	5,593	0.9	3.3	
전화	4,060	4,011	3,969	3,927	3,894	3,860	3,827	3,793	3,927	3,793	(0.9)	(4.1)	
이동통신 ARPU	33,299	32,289	32,070	31,328	31,123	31,046	31,131	31,379	32,247	31,170	(0.7)	(6.5)	
증가율(QoQ)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(2.3)	(0.7)	(0.2)	0.3	0.8					
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,408.0	4,468.6	4,499.1	4,582.9	16,873.9	17,958.5	1.3	5.4	4,333.4
SKT 별도	2,988.5	2,941.8	2,925.6	2,849.7	2,868.3	2,881.1	2,907.0	2,946.7	11,705.6	11,603.1	0.7	(4.0)	
영업비용	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,126.4	4,074.8	4,151.3	4,182.5	4,309.8	15,672.2	16,718.4	(1.3)	5.7	
마케팅비용(별도)	738.3	702.5	736.1	733.7	724.5	750.2	739.1	741.5	2,910.6	2,955.3	(1.2)	(1.9)	
인건비	550.0	535.6	538.5	664.6	689.0	674.0	677.1	701.2	2,288.7	2,741.2	3.7	25.3	
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	845.0	870.0	880.0	885.8	3,284.3	3,480.8	(0.1)	2.6	
영업이익	325.4	346.9	304.1	225.3	333.2	317.3	316.6	273.1	1,201.8	1,240.2	47.9	2.4	338.6
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	490.6	407.5	470.1	365.0	3,976.0	1,733.1	(18.8)	(45.9)	
당기순이익	693.4	914.3	1,049.8	474.5	387.6	321.9	371.4	288.3	3,132.0	1,369.2	(18.3)	(44.1)	
지배주주지분 순이익	695.0	916.7	1,031.4	484.9	388.0	322.2	371.7	288.6	3,127.9	1,370.5	(20.0)	(44.2)	675.0
지분법 이익	626.6	915.6	992.4	736.2	215.6	185.6	237.7	265.1	3,270.9	903.9	(70.7)	(65.6)	
SK 하이닉스 순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,396.3	1,064.2	915.0	1,174.2	1,310.7	15,540.1	4,464.0	(68.7)	(65.9)	
EBITDA	1,149.3	1,153.6	1,110.9	1,071.5	1,178.2	1,187.3	1,196.6	1,158.9	4,485.3	4,721.0	10.0	2.5	
EBITDA/매출액	27.5	27.8	26.5	24.6	26.7	26.6	26.6	25.3	26.6	26.3	2.1	(0.8)	
영업이익/매출액	7.8	8.4	7.3	5.2	7.6	7.1	7.0	6.0	7.1	6.9	2.4	(0.2)	

자료: SK텔레콤, Quantiwise, 한국투자증권

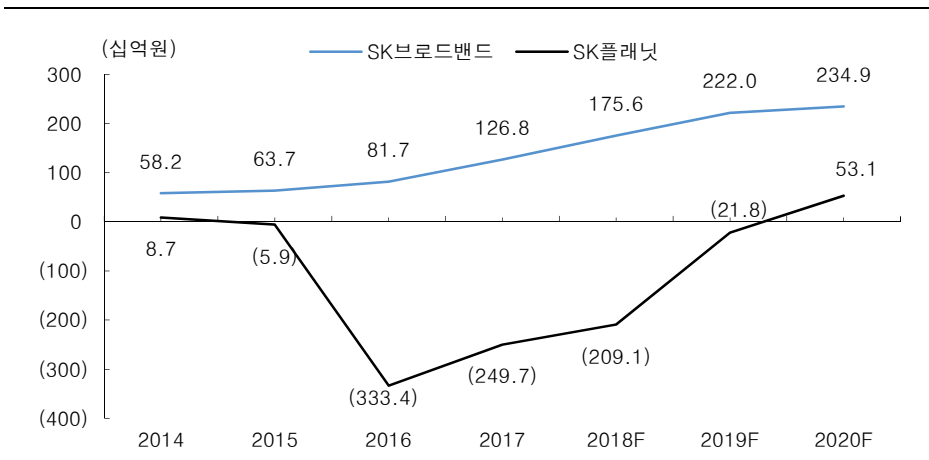
〈표 2〉 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)

(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)

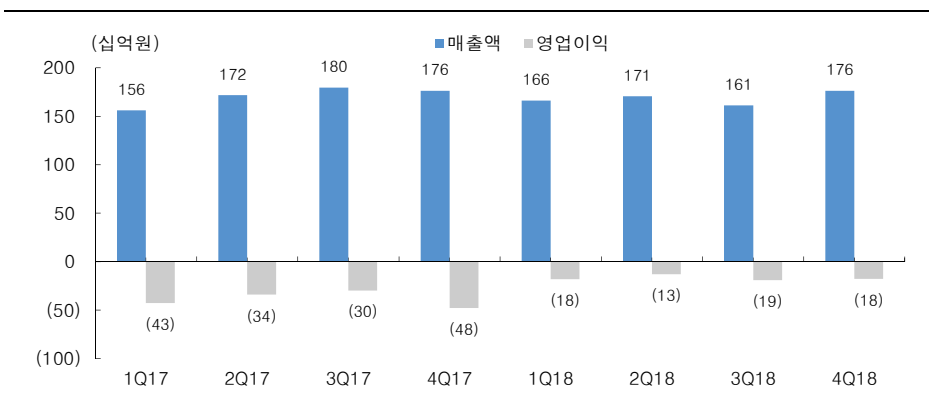
자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

[그림 1] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이 및 전망



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

[그림 2] 11번가 분기 매출액, 영업이익



자료: SKT, 한국투자증권

〈표 3〉 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	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
기존 + 추가 배당수익률	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%

주: 1. 하이닉스 배당 규모는 한국투자증권 추정치
 2. 3월 21일 종가 기준
 자료: 한국투자증권

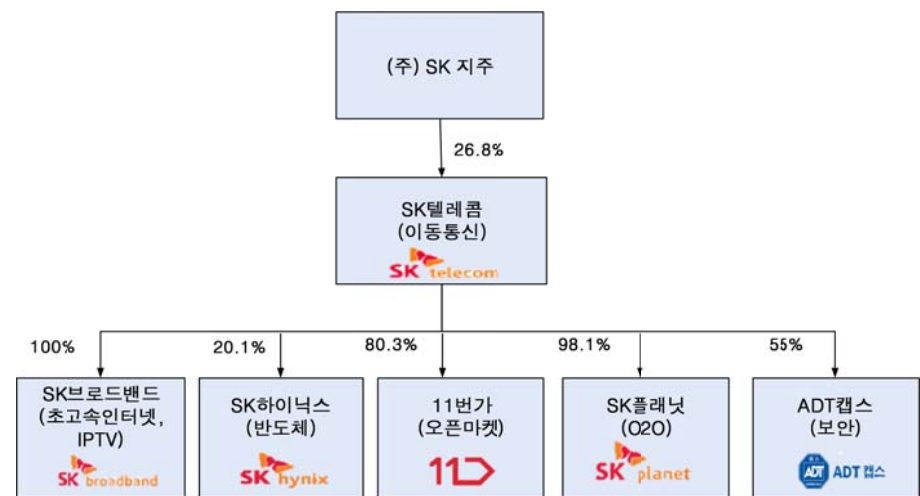
〈표 4〉 적정 주가 산출

(단위: 십억원, %)

1. 자회사의 지분 가치	지분율	적정 지분 가치	장부가치	EBITDA	순차입금	전사 적정 주식가치	평가 방법
SK하이닉스	20.1	8,871	11,208	27,461	(5,486)	55,255	시가를 20% 할인
SK브로드밴드	100.0	1,599	1,871	891	1,682	1,616	통신업체 평균 EV/EBITDA 3.7배
ADT캡스	55.0	690	702	289	1,694	1,254	EV/EBITDA 10.2배(에스원 10% 할인)
11번가	80.3	2,435	550	(51)	(711)	2,321	취급고(GMS)의 0.3배
SK플래닛(시럽, S/W 등)	98.1	381	648	(197)	(32)	324	장부가를 40% 할인
금융업체 지분(하나카드, 하나금융)		427	533				장부가를 20% 할인
기타 투자자산		1,426	2,593				장부가를 45% 할인
자회사의 지분 가치 합계(A)		15,828					
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)		27,940					
발행주식수(천주)		80,746					
적정 주가(원)		346,028					

자료: 한국투자증권

[그림 3] 지배구조 개편 전(현재)

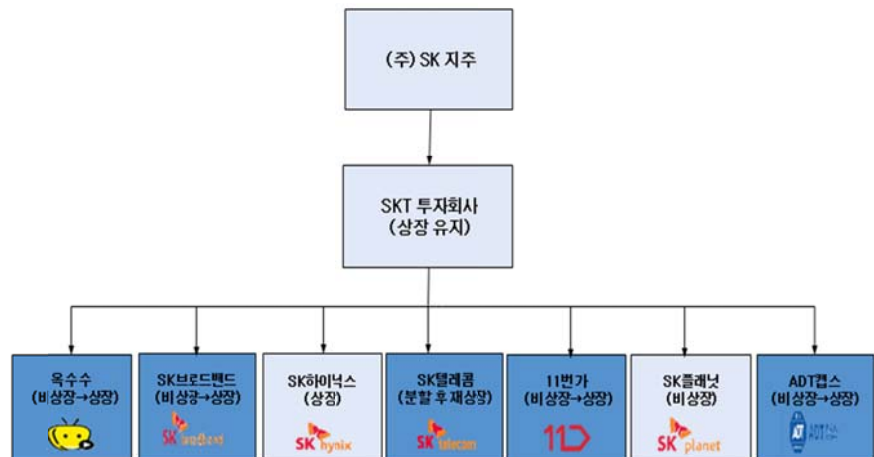


주: 1. 11번가: 오픈 마켓, e-commerce 쇼핑 플랫폼

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

자료: SKT, 한국투자증권

[그림 4] 물적분할과 자회사 상장 후



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	8,924	8,874	9,681
현금성자산	1,458	1,507	1,437	1,302	1,559
매출채권및기타채권	3,391	2,953	3,142	3,256	3,409
재고자산	272	288	307	318	333
비유동자산	27,227	34,410	34,604	35,036	36,174
투자자산	10,731	13,562	15,525	15,527	16,257
유형자산	10,145	10,718	10,829	10,961	10,966
무형자산	5,502	8,452	6,465	6,698	7,014
자산총계	33,429	42,369	43,528	43,910	45,854
유동부채	7,109	6,848	7,608	6,695	6,856
매입채무및기타채무	4,508	4,948	5,266	3,721	3,896
단기차입금및단기사채	130	80	80	80	80
유동성장기부채	1,834	1,409	1,409	1,409	1,409
비유동부채	8,290	13,172	13,113	13,188	13,326
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	20,720	19,884	20,182
지배주주지분	17,842	22,471	22,928	24,143	25,786
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	22,743	24,100	25,884
비지배주주지분	187	(122)	(120)	(117)	(114)
자본총계	18,029	22,349	22,808	24,026	25,672

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,856	4,333	4,608	3,002	4,511
당기순이익	2,658	3,132	1,369	2,222	2,650
감가상각비	3,248	3,284	3,481	3,560	3,588
자산부채변동	(261)	26	644	(982)	68
기타	(1,789)	(2,109)	(886)	(1,798)	(1,795)
투자활동현금흐름	(3,071)	(4,048)	(3,553)	(2,171)	(3,289)
유형자산투자	(2,716)	(2,792)	(3,650)	(3,750)	(3,651)
유형자산매각	29	58	58	58	58
투자자산순증	(334)	(547)	(1,200)	1,667	938
무형자산순증	(137)	(497)	1,987	(233)	(315)
기타	87	(270)	(748)	87	(319)
재무활동현금흐름	(827)	(238)	(1,125)	(965)	(966)
자본의증가	41	500	0	0	0
차입금의순증	345	373	(354)	(100)	(100)
배당금지급	(706)	(706)	(717)	(769)	(862)
기타	(507)	(405)	(54)	(96)	(4)
기타현금흐름	(6)	2	0	0	0
현금의증가	(48)	49	(70)	(134)	256

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

손익계산서

(단위: 십억원)

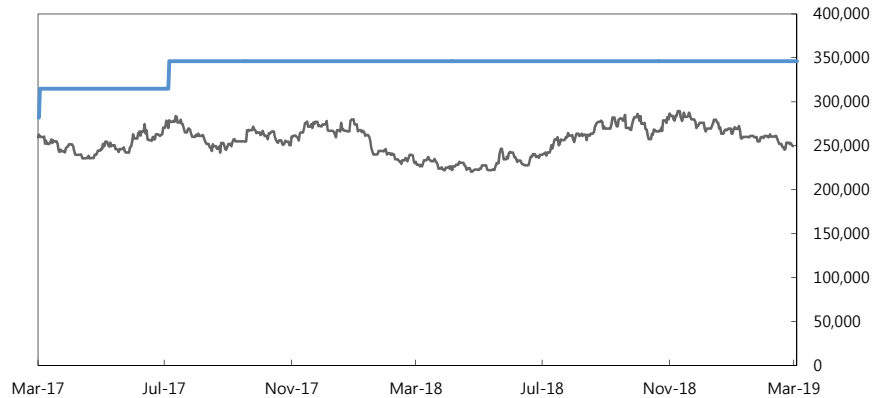
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17,520	16,874	17,959	18,607	19,482
영업이익	1,537	1,202	1,240	1,401	1,642
금융수익	367	256	214	221	228
이자수익	76	70	84	89	93
금융비용	434	385	408	402	401
이자비용	299	307	327	319	316
기타영업외손익	(312)	(368)	(216)	(218)	(219)
관계기업관련손익	2,246	3,271	904	1,810	1,810
세전계속사업이익	3,403	3,976	1,733	2,813	3,354
법인세비용	746	844	364	591	704
연결당기순이익	2,658	3,132	1,369	2,222	2,650
지배주주지분순이익	2,600	3,128	1,371	2,225	2,646
기타포괄이익	(1)	(142)	(142)	(142)	(142)
총포괄이익	2,657	2,990	1,228	2,081	2,508
지배주주지분포괄이익	2,597	3,001	1,226	2,078	2,505
EBITDA	4,784	4,486	4,721	4,961	5,230

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	36,582	44,066	19,070	30,952	36,823
BPS	248,964	302,806	308,465	323,520	343,863
DPS	10,000	10,000	10,700	12,000	12,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.5	(3.7)	6.4	3.6	4.7
영업이익증가율	0.1	(21.8)	3.2	13.0	17.2
순이익증가율	55.1	20.3	(56.2)	62.3	19.0
EPS증가율	55.7	20.5	(56.7)	62.3	19.0
EBITDA증가율	3.9	(6.2)	5.2	5.1	5.4
수익성(%)					
영업이익률	8.8	7.1	6.9	7.5	8.4
순이익률	14.8	18.5	7.6	12.0	13.6
EBITDA Margin	27.3	26.6	26.3	26.7	26.8
ROA	8.2	8.3	3.2	5.1	5.9
ROE	15.4	15.5	6.0	9.5	10.6
배당수익률	3.7	3.7	4.3	4.8	4.8
배당성향	27.2	22.9	56.1	38.8	32.6
안정성					
순차입금(십억원)	5,529	7,469	6,494	6,649	6,019
차입금/자본총계비율(%)	43.3	45.1	42.6	40.1	37.1
Valuation(X)					
PER	7.3	6.1	13.1	8.1	6.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.0	5.2	5.0	4.6

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 3월 22일 현재 SK텔레콤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 높게 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.