

SK 텔레콤(017670)

비통신 사업 강화, 배당 메리트

1분기 영업실적은 예상치 수준
5G와 함께 보안, 미디어, 커머스 등 비통신 사업으로 성장성 높일 것
2019년부터 하이닉스 배당 연계한 배당 확대, 배당 메리트 증대

Facts : 실적은 시장 예상치 수준

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4조 3,349억원, 3,226억원으로 시장 예상치 수준이었다. 매출액은 유선통신 매출 호조와 ADT캡스 매출 반영으로 전년동기대비 3.7% 늘었다. IPTV 매출액은 가입자 증가로 17.9% 늘어 성장을 주도했다. 영업이익은 ADT캡스 이익 반영에도 이동통신의 손익 악화로 0.9% 감소했다. 이동통신 가입자당 매출액(ARPU)은 전분기대비 2.2% 줄었다.

Pros & cons : 보안, 미디어, 커머스 등 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 19.9% 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. 1분기에 11번가가 흑자로 돌아선 점은 고무적이다.

5G는 중장기 성장 동력이다. SK텔레콤은 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 2019년, 2020년 매출액은 각각 6.4%, 4.9% 증가할 것이다. 2019년 영업이익은 5G 관련 비용 증가로 2.2% 증가에 그칠 것이나 2020년은 매출 호조, IPTV 및 11번가 수익 호전으로 14% 증가할 전망이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/7)	2,177
주가(5/7)	256,500
시가총액(십억원)	20,711
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저(원)	289,500/220,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	46,291
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/40.4
주요주주(%)	SK 외 3인 26.8
국민연금	9.2

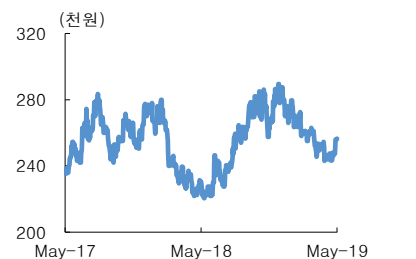
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.1	13.2	8.5
PBR(x)	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	15.5	6.1	9.2
DY(%)	3.7	4.2	4.6
EV/EBITDA(x)	6.0	4.9	4.7
EPS(원)	44,066	19,397	30,026
BPS(원)	302,806	308,691	323,190

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.1	(4.5)	11.3
KOSPI 대비(%p)	5.5	(9.2)	22.8

주가추이



자료: WISEfn

양종인

jiyang@truefriend.com

Action : 자회사 가치 상승, 배당 정책 강화

SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 적정 주식가치는 이동통신부문 적정가치 11.6조원(PER 13.9배 적용)과 SK하이닉스, SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 지분가치 16.3조원을 더한 28조원으로 추정된다. 보안, 미디어, 커머스 등 자회사의 기업가치가 상승하고 있다. 2019년 예상 배당수익률이 4.2%에 달한다. SK하이닉스 배당과 연계한 배당 정책 강화가 긍정적이다.

<표 1> 1분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	(0.4)	3.7	4,330.0
영업이익	325.5	346.9	304.1	225.3	322.6	43.2	(0.9)	320.5
영업이익률	7.8	8.4	7.3	5.2	7.4	2.3	(0.3)	7.4
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	(22.5)	(48.4)	583.7
순이익	695.0	916.7	1,031.4	484.9	379.2	(21.8)	(45.4)	461.4

자료: SKT, Quantwise, 한국투자증권

<표 2> 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, 원, %)

	2018				2019F				2018	2019F	1Q19F		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	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	127	180	170	170	687	647	14.5	(17.7)	
기말	30,349	30,719	30,771	30,882	31,009	31,189	31,359	31,529	30,882	31,529	0.4	2.2	
(LTE)	23,401	23,993	24,493	24,796	25,186	25,686	26,186	26,686	24,796	26,686	1.6	7.6	
(MVNO)	3,469	3,499	3,494	3,500	3,480	3,530	3,580	3,620	3,500	3,620	(0.6)	0.3	
(IoT)	2,203	2,479	2,757	2,642	3,570	4,516	4,596	4,676	2,627	4,676	35.9	62.1	
평균	30,272	30,534	30,745	30,827	30,946	31,099	31,274	31,444	30,538	31,206	0.4	2.2	
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	5,458	5,511	5,561	5,612	5,405	5,612	1.0	3.4	
전화	4,060	4,011	3,969	3,927	3,872	3,817	3,762	3,706	3,927	3,706	(1.4)	(4.6)	
이동통신 ARPU	33,299	32,289	32,070	31,328	30,645	30,570	30,527	30,580	32,247	30,580	(2.2)	(8.0)	
증가율(QoQ)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(2.3)	(2.2)	(0.2)	(0.1)	0.2					
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	4,424.4	4,478.6	4,722.1	16,873.9	17,960.0	(0.4)	3.7	4,330.0
SKT 별도	2,988.5	2,941.8	2,925.6	2,849.7	2,812.2	2,848.0	2,870.3	2,890.6	11,705.6	11,421.1	(1.3)	(5.9)	
영업비용	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,126.4	4,012.3	4,120.4	4,169.7	4,429.2	15,672.2	16,731.6	(2.8)	4.1	
마케팅비용(별도)	738.3	702.5	736.1	733.7	701.4	761.0	756.6	755.1	2,910.6	2,974.1	(4.4)	(5.0)	
인건비	550.0	535.6	538.5	664.6	691.0	674.0	677.1	701.2	2,288.7	2,743.2	4.0	25.6	
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	932.1	987.1	990.0	981.1	3,284.3	3,890.3	10.2	13.1	
영업이익	325.4	346.9	304.1	225.3	322.6	304.0	308.9	292.9	1,201.8	1,228.4	43.2	(0.9)	320.5
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	390.8	458.6	420.1	3,976.0	1,737.3	(22.5)	(48.4)	
당기순이익	693.4	914.3	1,049.8	474.5	373.6	312.1	366.3	335.5	3,132.0	1,387.4	(21.3)	(46.1)	
지배주주지분 순이익	695.0	916.7	1,031.4	484.9	379.2	312.4	366.6	335.8	3,127.9	1,394.1	(21.8)	(45.4)	461.4
지분법 이익	626.6	915.6	992.4	736.2	223.3	180.2	233.9	275.2	3,270.9	912.6	(69.7)	(64.4)	
SK 하이닉스 순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,396.3	983.0	941.9	1,209.5	1,414.8	15,540.1	4,549.2	(71.1)	(68.5)	
EBITDA	1,149.3	1,153.6	1,110.9	1,071.5	1,254.7	1,291.1	1,298.9	1,274.0	4,485.3	5,118.7	17.1	9.2	
EBITDA/매출액	27.5	27.8	26.5	24.6	28.9	29.2	29.0	27.0	26.6	28.5	4.3	1.5	
영업이익/매출액	7.8	8.4	7.3	5.2	7.4	6.9	6.9	6.2	7.1	6.8	2.3	(0.3)	

자료: SK텔레콤, Quantwise, 한국투자증권

〈표 3〉 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	9,339	3,375	27,461	(5,486)	58,167	시가를 20% 할인
SK 브로드밴드	100.0	1,534	1,871	869	1,682	1,534	통신업체 평균 EV/EBITDA 3.7배
ADT 캡스	55.0	512	704	271	1,829	931	EV/EBITDA 10.2배(에스원 10% 할인)
11 번가	80.3	2,435	1,050	(51)	(711)	2,321	취급고(GMS)의 0.3배
SK 플래닛(시럽, S/W 등)	98.1	238	405	(197)	(32)	243	장부가를 40% 할인
금융업체 지분(하나카드, 하나금융)		381	476				장부가를 20% 할인
기타 투자자산		1,883	3,423				장부가를 45% 할인
자회사의 지분 가치 합계(A)		16,322					
2. SKT 별도(이동통신) 주식가치)							
별도 순이익(12MF 순이익)		835					
적정 PER(배)		13.9					
이동통신 사업 영업가치(B)		11,639					
3. SKT 주식가치(A+B)							
발행주식수(천주)		80,746					
적정 주가(원)		346,275					

자료: 한국투자증권

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

(단위: 천명)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
순증(알뜰폰+자사 가입자)	144	238	160	163	38	154	370	51	111	127
알뜰폰	105	85	75	80	34	27	30	(5)	17	(20)
자사 가입자	39	153	85	83	5	127	341	56	94	148
사물인터넷(IoT)	63	40	42	57	10	21	289	55	96	(17)
자사 휴대폰	(24)	113	42	26	(5)	106	52	2	(2)	165

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 5〉 하이닉스 배당과 연계한 특별배당 추정

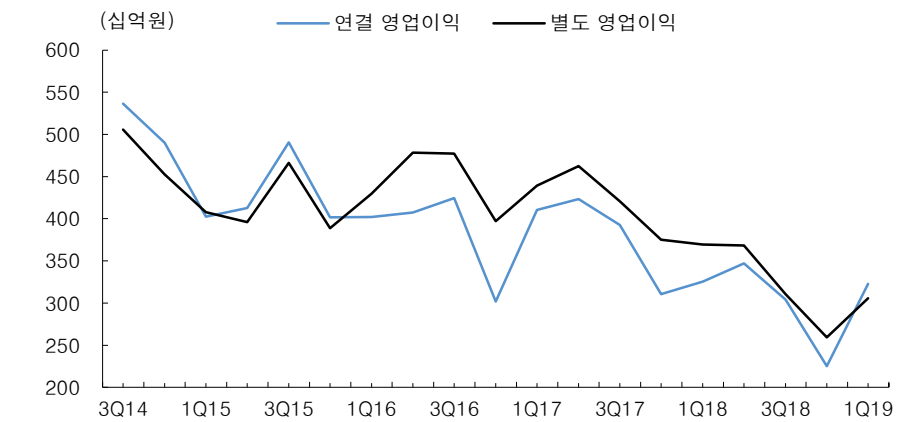
(단위: 십억원, 원)

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%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%

주: 하이닉스 배당 규모는 한국투자증권 추정치, 5월 7일 종가 기준

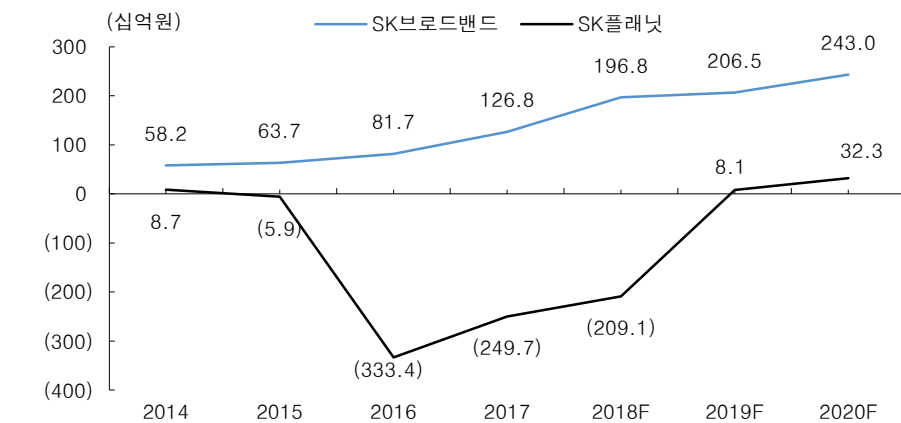
자료: 한국투자증권

[그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



자료: 한국투자증권

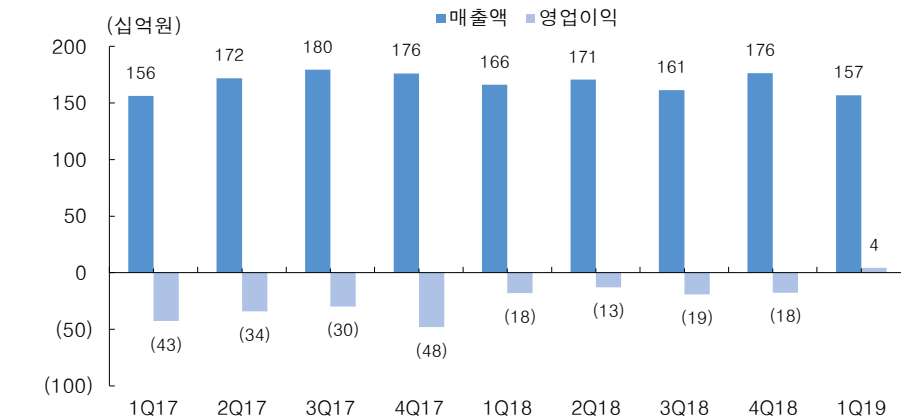
[그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이 및 전망



주: SK플래닛은 11분기 분할 전 기준(11분기, 시럽, OK캐쉬백 등)

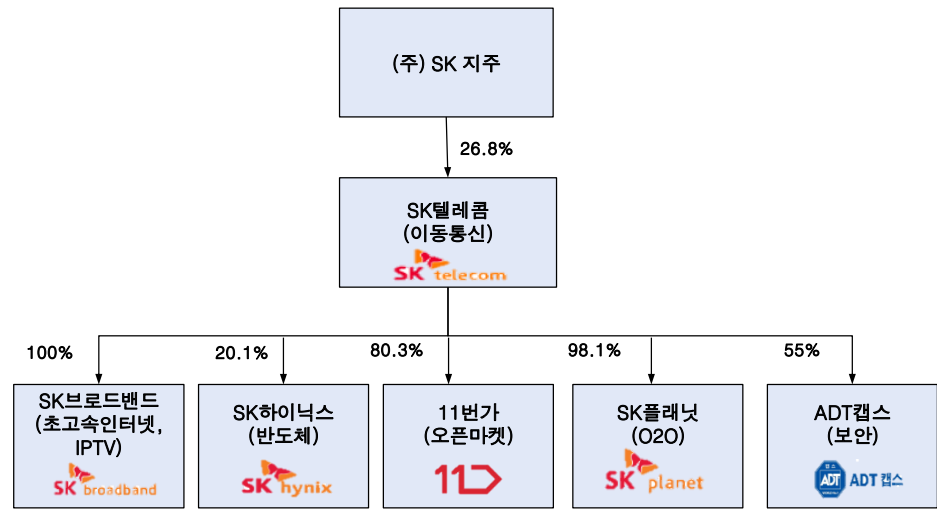
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 3] 11분기 분기 매출액, 영업이익



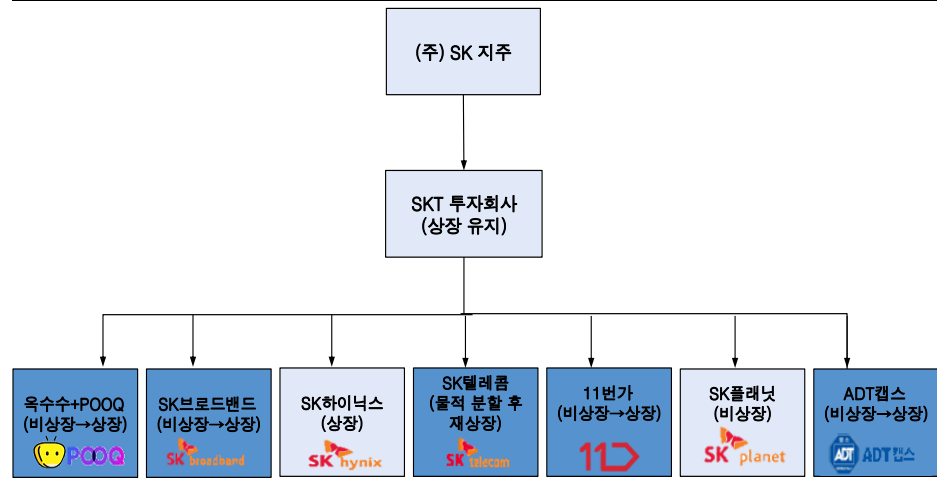
자료: SKT, 한국투자증권

[그림 4] 지배구조 개편 전(현재)



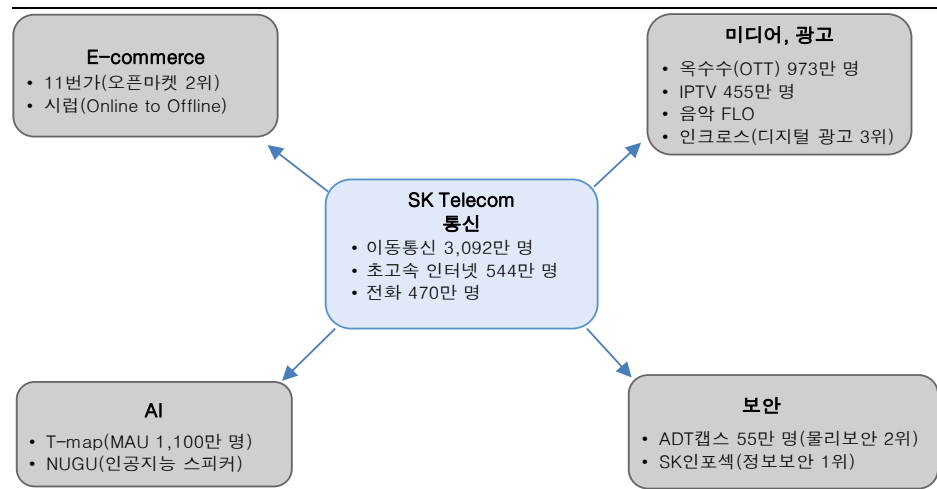
주: 1. 11번가: 오픈 마켓, e-commerce 쇼핑 플랫폼
 2. O2O(Online to Offline): 온라인, 오프라인 연결 커머스 플랫폼
 자료: SKT, 한국투자증권

[그림 5] 지배구조 변경과 자회사 상장 후



자료: SKT, 한국투자증권

[그림 6] 비통신 사업 강화 전략



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	8,717	8,769	9,511
현금성자산	1,458	1,507	1,437	1,319	1,568
매출채권및기타채권	3,391	2,953	3,143	3,297	3,429
재고자산	272	288	307	322	335
비유동자산	27,227	34,410	36,501	36,458	37,198
투자자산	10,731	13,562	15,526	15,726	16,353
유형자산	10,145	10,718	10,568	10,378	10,078
무형자산	5,502	8,452	8,621	8,480	8,819
자산총계	33,429	42,369	45,217	45,228	46,709
유동부채	7,109	6,848	9,278	7,975	7,619
매입채무및기타채무	4,508	4,948	5,266	3,769	3,919
단기차입금및단기사채	130	80	80	80	80
유동성장기부채	1,834	1,409	1,409	1,409	1,409
비유동부채	8,290	13,172	13,113	13,253	13,357
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	22,391	21,229	20,976
지배주주지분	17,842	22,471	22,946	24,117	25,847
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	22,761	24,073	25,945
비지배주주지분	187	(122)	(120)	(117)	(114)
자본총계	18,029	22,349	22,826	23,999	25,733

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,856	4,333	6,710	3,024	4,635
당기순이익	2,658	3,132	1,387	2,156	2,737
감가상각비	3,248	3,284	3,890	3,972	4,043
자산부채변동	(261)	26	2,327	(1,387)	(428)
기타	(1,789)	(2,109)	(894)	(1,717)	(1,717)
투자활동현금흐름	(3,071)	(4,048)	(5,655)	(2,198)	(3,420)
유형자산투자	(2,716)	(2,792)	(3,799)	(3,840)	(3,800)
유형자산매각	29	58	58	58	58
투자자산순증	(334)	(547)	(1,192)	1,390	963
무형자산순증	(137)	(497)	(169)	140	(338)
기타	87	(270)	(553)	54	(303)
재무활동현금흐름	(827)	(238)	(1,125)	(944)	(966)
자본의증가	41	500	0	0	0
차입금의순증	345	373	(354)	(100)	(100)
배당금지급	(706)	(706)	(717)	(769)	(841)
기타	(507)	(405)	(54)	(75)	(25)
기타현금흐름	(6)	2	0	0	0
현금의증가	(48)	49	(70)	(118)	249

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

손익계산서

(단위: 십억원)

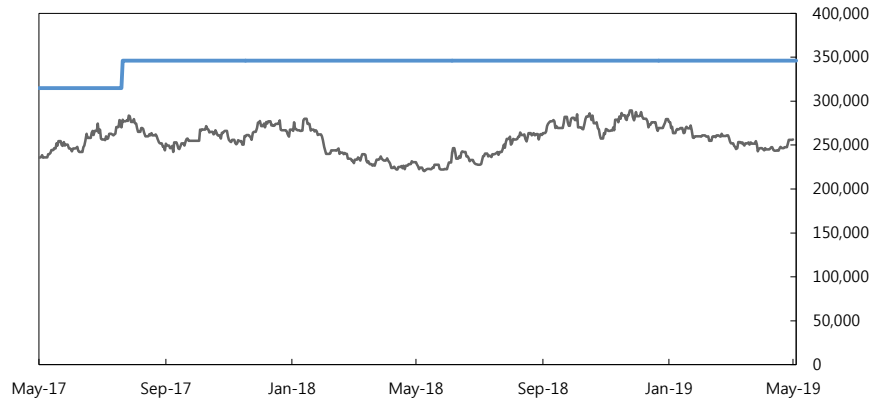
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17,520	16,874	17,960	18,845	19,597
영업이익	1,537	1,202	1,228	1,400	1,559
금융수익	367	256	213	216	223
이자수익	76	70	83	86	90
금융비용	434	385	400	401	395
이자비용	299	307	297	290	287
기타영업외손익	(312)	(368)	(216)	(217)	(219)
관계기업관련손익	2,246	3,271	913	1,731	1,731
세전계속사업이익	3,403	3,976	1,737	2,729	3,465
법인세비용	746	844	350	573	728
연결당기순이익	2,658	3,132	1,387	2,156	2,737
지배주주지분순이익	2,600	3,128	1,394	2,158	2,734
기타포괄이익	(1)	(142)	(142)	(142)	(142)
총포괄이익	2,657	2,990	1,246	2,014	2,596
지배주주지분포괄이익	2,597	3,001	1,244	2,012	2,593
EBITDA	4,784	4,486	5,119	5,371	5,601

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	36,582	44,066	19,397	30,026	38,040
BPS	248,964	302,806	308,691	323,190	344,616
DPS	10,000	10,000	10,700	11,700	12,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.5	(3.7)	6.4	4.9	4.0
영업이익증가율	0.1	(21.8)	2.2	14.0	11.4
순이익증가율	55.1	20.3	(55.4)	54.8	26.7
EPS증가율	55.7	20.5	(56.0)	54.8	26.7
EBITDA증가율	3.9	(6.2)	14.1	4.9	4.3
수익성(%)					
영업이익률	8.8	7.1	6.8	7.4	8.0
순이익률	14.8	18.5	7.8	11.5	14.0
EBITDA Margin	27.3	26.6	28.5	28.5	28.6
ROA	8.2	8.3	3.2	4.8	6.0
ROE	15.4	15.5	6.1	9.2	10.9
배당수익률	3.7	3.7	4.2	4.6	4.7
배당성향	27.2	22.9	55.2	39.0	31.5
안정성					
순차입금(십억원)	5,529	7,274	6,493	6,611	5,999
차입금/자본총계비율(%)	43.3	45.1	42.6	40.1	37.0
Valuation(X)					
PER	7.3	6.1	13.2	8.5	6.7
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.0	4.9	4.7	4.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK텔레콤 (017670)	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 5월 7일 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
- 중립 : 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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
- 중립 : 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.