

# SK 텔레콤(017670)

## 비통신 사업 강화, 배당 메리트

3분기 영업 실적은 시장 예상치 수준  
보안, 미디어, 커머스 등 비통신 사업으로 성장성 높일 것  
5G 성장성, 자회사 상장 및 하이닉스 연계한 배당으로 기업가치 재평가 예상

### Facts : 영업실적은 예상치 수준

3분기 영업실적은 대체로 우리의 예상치 및 컨센서스 수준이었다. 매출액은 4조 1,864억원으로 예상치와 비슷했다. 영업이익은 3,041억원으로 8.3% 하회했다. 마케팅비용이 증가하고 ADT캡스 인수비용 등이 반영됐기 때문이다. 순이익은 SK하이닉스 지분법 이익 증가로 8.5% 상회했다. 연결 매출액은 이동통신 매출 감소에도 자회사 매출 호조로 전분기대비 0.8% 늘었다. 영업이익은 마케팅비용 증가로 12.3% 줄었으나 순이익은 12.5% 늘었다. 이동통신 가입자당 매출액(ARPU)이 요금인하와 사물인터넷 가입자 비중 상승으로 감소세를 이어갔다.

### Pros & cons : 보안, 미디어, 커머스 등 자회사 실적 개선

이동통신은 요금 규제와 시장 성숙으로 성장성이 둔화되고 있다. 이에 따라 SK텔레콤은 규제가 적고 성장성이 높은 비통신 사업을 강화할 것이다. 보안, 미디어, 커머스 등을 전략 사업으로 육성해 기업가치를 높일 전망이다. 첫째, 성장성이 높은 보안 사업을 강화한다. 10월에 국내 2위 보안업체 ADT캡스를 인수(지분율 55%)한 데 이어 12월에 정보보안업체 SK인포섹(100%)을 인수한다. SK텔레콤은 인공지능, 사물인터넷 등을 활용한 지능형 통합관제 시스템을 구축하고 무인 매장 및 스마트 홈 중심 가정용 보안 서비스를 고도화할 것이다. 둘째, 미디어는 IPTV와 OTT(인터넷 방송) 옥수수를 통해 성장을 추구한다. 2019년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 17% 증가할 전망이다. 국내 OTT 중 모바일 이용 점유율 1위인 옥수수는 동영상 이용을 주도할 것이다. 셋째, 11번가가 SK플래닛에서 분사하고 시럽, OK캐쉬백을 운영하는 SK플래닛이 구조조정을 단행했다. 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(10/29)	1,996
주가(10/29)	276,000
시가총액(십억원)	22,286
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저(원)	286,000/220,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	42,927
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/43.0
주요주주(%)	SK 외 3인 25.2
	국민연금 9.2

### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	7.3	5.6	5.7
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	15.4	18.2	15.7
DY(%)	3.7	3.8	4.0
EV/EBITDA(x)	5.2	5.4	4.7
EPS(원)	36,582	49,390	48,616
BPS(원)	248,964	282,186	314,102

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.1)	21.9	5.7
KOSPI 대비(%p)	12.7	41.8	25.8

### 주가추이



자료: WISEfn

### 양종인

jiyang@truefriend.com

2018년 영업이익(회계 변경 전 기준)은 요금인하 영향으로 전년대비 12% 감소할 것이다. 하지만 2019년에는 SK브로드밴드 손익 호전, 11번가 흑자 전환, ADT캡스 이익 반영으로 13.1% 늘어날 전망이다. 2019년부터는 연결 영업이익이 별도 이익을 상회할 전망이다.

### Action : 자회사 가치 상승, 배당 메리트

SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 적정 주식가치는 통신부문 적정가치 12.8조원(PER 13.4배 적용)과 SK하이닉스, SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 지분가치 15.2조원을 더한 28조원으로 추정된다. 2018년 배당수익률이 3.8%에 달한다. 물적 분할을 통한 지배구조 변경을 추진하는 가운데 하이닉스 배당과 연계한 배당 정책, 자회사 상장 추진 등 기업가치 제고 정책이 긍정적일 것이다. SK텔레콤은 이동통신 사업부문을 비상장 자회사로 물적 분할하는 방안을 검토 중이다. 존속SKT 투자회사는 기업가치를 높이기 위해 분할 이동통신 사업회사, SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 자회사를 상장할 것으로 보인다.

〈표 1〉 3분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,442.7	4,497.3	4,181.5	4,154.3	4,186.4	0.8	(5.8)	4,222.0
영업이익	392.4	310.4	325.5	346.9	304.1	(12.3)	(22.5)	332.0
영업이익률	8.8	6.9	7.8	8.4	7.3	(1.1)	(1.6)	7.9
세전이익	1,004.1	926.6	907.0	1,163.0	1,301.9	11.9	29.4	1,147.1
순이익	795.8	590.0	695.0	916.7	1,031.4	12.5	29.6	898.5

자료: SK텔레콤, 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	8,469	3,375	18,340	(9,503)	49,650	시가를 15% 할인
SK 브로드밴드	100	1,009	1,871	727	1,682	1,009	통신업체 평균 EV/EBITDA 3.7 배
ADT 캡스	55.0	690	702	289	1,694	1,254	EV/EBITDA 10.2 배(에스원 10% 할인)
11 번가	80.3	2,435	83	10	(711)	2,321	취급고(GMS)의 0.3 배
SK 플레닛(시럽, S/W 등)	98.1	794	648	(197)	(32)	777	장부가를 20% 할증
금융업체 지분(하나카드, 하나금융)		453	533				장부가를 15% 할인
기타 투자자산		1,296	2,593				장부가를 50% 할인
<b>자회사의 지분 가치 합계(A)</b>		<b>15,146</b>					
<b>2. SKT 별도(이동통신) 주식가치)</b>							
별도 순이익(12MF 순이익)		953					
적정 PER(배)		13.4					
<b>이동통신 사업 영업가치(B)</b>		<b>12,772</b>					
<b>3. SKT 주식가치(A+B)</b>		<b>27,918</b>					
발행주식수(천주)		80,746					
<b>적정 주가(원)</b>		<b>345,747</b>					

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, 원, %)

	IFRS-15 도입 전					IFRS-15 도입 후				
	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ	YoY	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ	
이동통신 가입자수										
신규	1,299	1,434	1,209	(15.7)	(17.3)	1,299	1,434	1,209	(15.7)	
순증	154	370	52	(85.9)	(68.1)	154	370	52	(85.9)	
기말	30,349	30,719	30,771	0.2	2.0	30,349	30,719	30,771	0.2	
(LTE)	23,401	23,993	24,493	2.1	8.5	23,401	23,993	24,493	2.1	
(MVNO)	3,469	3,499	3,494	(0.1)	2.5	3,469	3,499	3,494	(0.1)	
(IoT)	2,203	2,479	2,757	11.2	26.9	2,203	2,479	2,757	11.2	
평균	30,272	30,534	30,745	0.7	2.2	30,272	30,534	30,745	0.7	
유선통신 가입자수										
IPTV	4,464	4,554	4,659	2.3	8.7	4,464	4,554	4,659	2.3	
초고속인터넷	5,484	5,524	5,575	0.9	3.2	5,484	5,524	5,575	0.9	
전화	4,060	4,011	3,969	(1.1)	(4.6)	4,060	4,011	3,969	(1.1)	
이동통신 ARPU	33,299	32,290	32,075	(0.7)	(8.8)	33,299.0	32,289.0	32,070.0	(0.7)	
증가율(QoQ)	(4.5)	(3.0)	(0.7)			(4.5)	(3.0)	(0.7)		
매출액	4,220.7	4,171.9	4,199.0	0.6	(5.5)	4,181.5	4,154.3	4,186.4	0.8	
SKT 별도	2,992.9	2,940.0	2,928.8	(0.4)	(7.2)	2,988.5	2,941.8	2,925.6	(0.6)	
영업비용	3,861.2	3,819.2	3,893.7	1.9	(3.9)	3,856.1	3,807.4	3,882.3	2.0	
마케팅비용(별도)	715.9	701.4	722.9	3.1	(9.4)	738.3	702.5	736.1	4.8	
인건비	550.7	535.2	538.5	0.6	5.7	550.0	535.6	538.5	0.6	
감가상각비	823.8	806.7	806.8	0.0	(1.2)	823.8	806.7	806.8	0.0	
영업이익	359.5	352.7	305.3	(13.4)	(22.2)	325.4	346.9	304.1	(12.3)	
세전이익	941.0	1,168.8	1,303.1	11.5	29.8	907.0	1,163.0	1,301.9	11.9	
당기순이익	716.6	915.9	1,050.1	14.7	32.4	693.4	914.3	1,049.8	14.8	
지배주주지분 순이익	719.2	918.2	1,031.7	12.4	29.6	695.0	916.7	1,031.4	12.5	
지분법 이익	626.6	925.7	992.4	7.2	43.9	626.6	915.6	992.4	8.4	
SK 하이닉스 순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	8.4	53.7	3,120.3	4,329.9	4,693.6	8.4	
EBITDA	1,183.3	1,159.4	1,112.1	(4.1)	(8.0)	1,149.3	1,153.6	1,110.9	(3.7)	
EBITDA/매출액	28.0	27.8	26.5			27.5	27.8	26.5		
영업이익/매출액	8.5	8.5	7.3			7.8	8.4	7.3		

자료: SK텔레콤, Quantwise, 한국투자증권

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

(단위: 천명)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
순증(알뜰폰+자사 가입자)	229	301	144	238	160	163	38	154	370	52
알뜰폰	79	119	105	85	75	80	34	27	30	-5
자사 가입자	150	182	39	153	85	83	5	127	341	57
사물인터넷(IoT)	117	84	63	40	42	57	10	21	289	NA
자사 휴대폰	33	98	(24)	113	42	26	(5)	106	52	NA

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 5〉 하이닉스 배당과 연계한 특별배당 추정

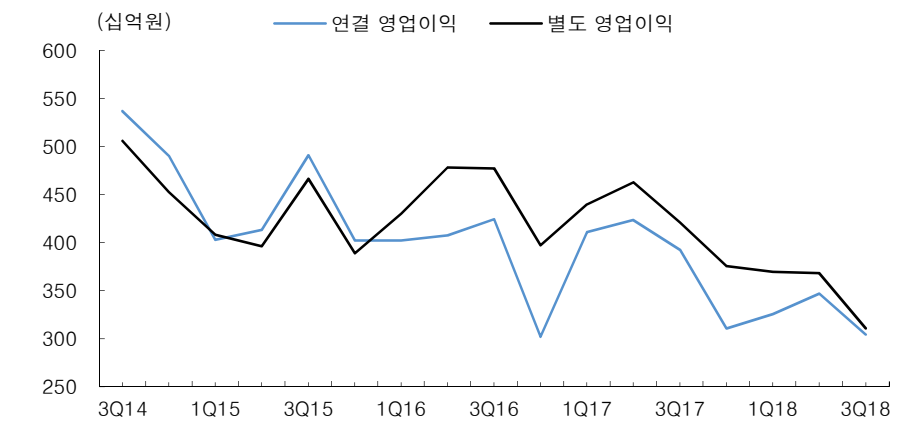
(단위: 십억원, 원)

SKT 주주 재배당/하이닉스 배당 유입금	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
SKT가 하이닉스로부터 받는 총배당금	412	412	412	412	412	412	412	412
하이닉스 배당금 중 SKT 주주에 재분배하는 추가 배당금	82	124	165	206	247	289	330	371
기존 SKT 총 배당금	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1	706.1
기존 배당 + 특별배당	789	830	871	912	954	995	1036	1077
기존 주당 배당	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
기존 주당 배당 + 특별 배당	11,168	11,752	12,337	12,921	13,505	14,089	14,673	15,257
기존 배당수익률	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
기존 + 추가 배당수익률	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%	5.5%	5.7%

주: 하이닉스 배당 규모는 한국투자증권 추정치, 30일 종가 기준

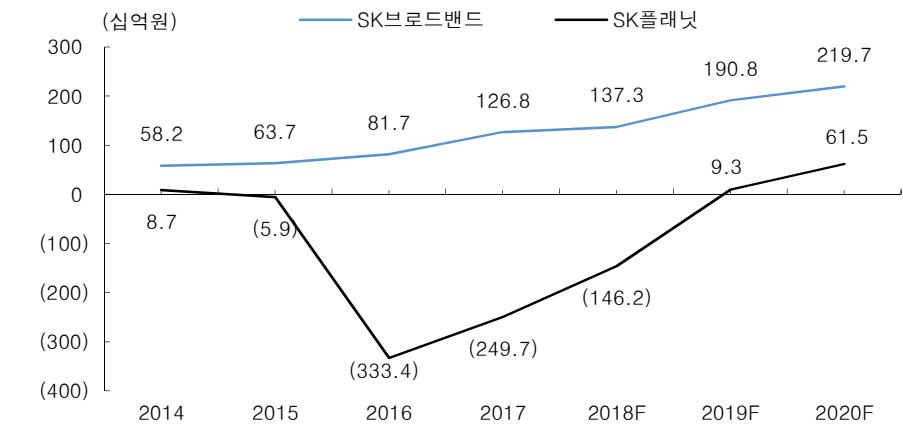
자료: 한국투자증권

[그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



자료: 한국투자증권

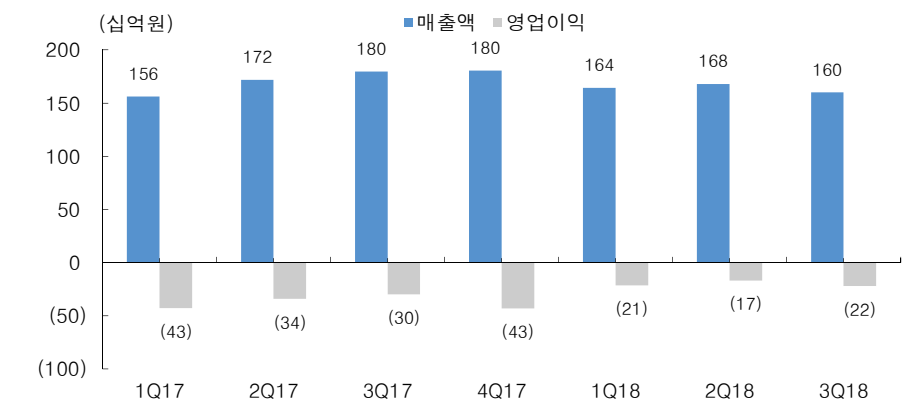
[그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이



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

자료: 각사, 한국투자증권

[그림 3] 11번가 분기 매출액, 영업이익



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	6,356	7,540	7,758
현금성자산	1,505	1,458	1,531	1,779	1,831
매출채권및기타채권	3,369	3,395	3,295	3,448	3,547
재고자산	260	272	264	277	285
비유동자산	25,301	27,227	28,576	30,148	31,508
투자자산	8,514	10,731	12,372	13,833	15,148
유형자산	10,374	10,145	9,937	9,758	9,614
무형자산	5,709	5,502	5,442	5,694	5,858
자산총계	31,298	33,429	34,932	37,688	39,265
유동부채	6,444	7,109	6,586	7,247	6,729
매입채무및기타채무	4,260	4,508	4,376	4,579	3,661
단기차입금및단기사채	3	130	257	385	432
유동성장기부채	1,190	1,834	1,784	1,734	1,684
비유동부채	8,737	8,290	7,558	7,002	6,407
사채	6,339	5,597	4,854	4,104	3,354
장기차입금및금융부채	140	222	305	388	471
부채총계	15,181	15,399	14,144	14,249	13,136
지배주주지분	15,971	17,842	20,525	23,102	25,714
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	20,519	23,098	25,711
비지배주주지분	145	187	263	338	415
자본총계	16,116	18,029	20,788	23,439	26,129

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,243	3,856	2,897	4,171	3,320
당기순이익	1,660	2,658	3,501	3,429	3,538
감가상각비	3,069	3,248	3,278	3,500	3,564
자산부채변동	14	(261)	(505)	481	(581)
기타	(500)	(1,789)	(3,377)	(3,239)	(3,201)
투자활동현금흐름	(2,462)	(3,071)	(1,396)	(2,481)	(1,675)
유형자산투자	(2,490)	(2,716)	(3,100)	(3,350)	(3,450)
유형자산매각	23	29	29	29	29
투자자산순증	121	(334)	1,808	1,855	1,965
무형자산순증	(619)	(137)	60	(252)	(164)
기타	503	87	(193)	(763)	(55)
재무활동현금흐름	(1,045)	(827)	(1,428)	(1,441)	(1,594)
자본의증가	36	41	0	0	0
차입금의순증	(235)	345	(611)	(590)	(670)
배당금지급	(706)	(706)	(706)	(741)	(777)
기타	(140)	(507)	(111)	(110)	(147)
기타현금흐름	0	(6)	0	0	0
현금의증가	736	(48)	73	249	51

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

## 손익계산서

(단위: 십억원)

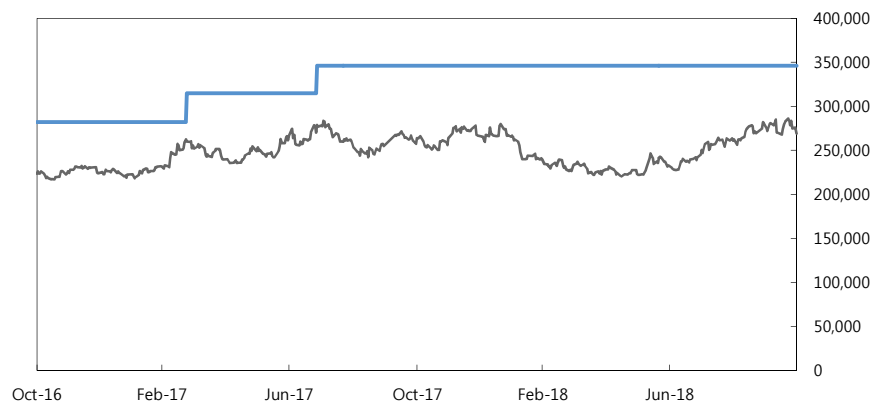
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,092	17,520	17,007	17,794	18,307
영업이익	1,536	1,537	1,301	1,471	1,606
금융수익	575	367	250	153	168
이자수익	54	76	58	73	87
금융비용	327	434	382	401	374
이자비용	290	299	296	311	282
기타영업외손익	(232)	(312)	(191)	(201)	(202)
관계기업관련손익	545	2,246	3,450	3,318	3,280
세전계속사업이익	2,096	3,403	4,418	4,341	4,478
법인세비용	436	746	917	912	940
연결당기순이익	1,660	2,658	3,501	3,429	3,538
지배주주지분순이익	1,676	2,600	3,487	3,433	3,541
기타포괄이익	(247)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	1,413	2,657	3,500	3,428	3,537
지배주주지분포괄이익	1,433	2,597	3,424	3,354	3,460
EBITDA	4,604	4,784	4,579	4,972	5,171

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	23,497	36,582	49,390	48,616	50,151
BPS	225,796	248,964	282,186	314,102	346,456
DPS	10,000	10,000	10,500	11,000	12,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.3)	2.5	(2.9)	4.6	2.9
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(15.3)	13.1	9.2
순이익증가율	10.4	55.1	34.1	(1.6)	3.2
EPS증가율	12.0	55.7	35.0	(1.6)	3.2
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(4.3)	8.6	4.0
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.8	7.6	8.3	8.8
순이익률	9.8	14.8	20.5	19.3	19.3
EBITDA Margin	26.9	27.3	26.9	27.9	28.2
ROA	5.5	8.2	10.2	9.4	9.2
ROE	10.7	15.4	18.2	15.7	14.5
배당수익률	4.5	3.7	3.8	4.0	4.3
배당성향	42.1	27.2	21.3	22.6	23.9
안정성					
순차입금(십억원)	5,618	5,529	4,627	3,019	2,235
차입금/자본총계비율(%)	48.1	43.3	34.5	28.1	22.6
Valuation(X)					
PER	9.5	7.3	5.6	5.7	5.5
PBR	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.7	5.2	5.4	4.7	4.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK텔레콤(017670)	2016.10.27	매수	282,000원	-18.9	-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 2018년 10월 30일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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.