

SK 텔레콤(017670)

4Q18 Preview: 5G, 비통신 사업으로 성장성 회복

실적은 대체로 시장 예상치 수준으로 추정

매출액은 10월 ADT캡스 연결 편입으로 시장 예상치를 3.1% 상회할 것이다. 하지만 영업이익은 5G 주파수 및 설비투자 관련 상각비 증가와 ADT캡스 영업권 상각비 반영으로 9.2% 하회할 전망이다. 매출액은 유선통신 매출 호조와 ADT캡스 매출 반영으로 전분기대비 7.1% 늘어나나 순이익은 지분법 이익 감소로 19.7% 줄어든 것이다. 이동통신 영업이익은 전분기대비 감소하는 반면 자회사(SK브로드밴드, 11번가 등) 영업이익은 늘어 대조를 이룰 전망이다.

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. 10월에 국내 2위 물리보안업체 ADT캡스를 인수(지분율 55%)한 데 이어 12월에 정보보안업체 SK인포섹(100%)을 인수한다. 통신과 보안의 시너지를 높일 것이다. 둘째, 미디어는 IPTV와 OTT(인터넷 방송) 옥수수를 통해 성장을 추구한다. 2019년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 21.1% 증가할 전망이다. 국내 OTT 중 모바일 이용 점유율 1위인 옥수수는 해외 시장 진출을 준비 중이다. 셋째, 11번가는 SK플래닛에서 분사해 성장을 가속화할 것이다. 11번가는 지난 5년간 거래액이 연평균 16% 늘었다.

비통신 매출 호조에 5G가 더해져 성장성이 회복될 것

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 4.5% 증가할 것이다. 같은 기간 영업이익은 IPTV 및 11번가 수익 호전, 마케팅비용 절감으로 연평균 10.8% 증가할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	17,092	1,536	1,676	23,497	12.0	4,604	9.5	4.7	1.0	10.7	4.5
2017A	17,520	1,537	2,600	36,582	55.7	4,784	7.3	5.2	1.1	15.4	3.7
2018F	17,007	1,269	3,471	49,163	34.4	4,577	5.8	5.6	1.0	18.1	3.5
2019F	18,028	1,378	3,077	43,585	(11.3)	5,016	6.5	4.8	0.9	14.2	3.9
2020F	18,568	1,559	3,424	48,494	11.3	5,232	5.8	4.4	0.8	14.3	4.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

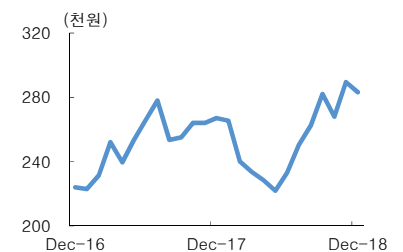
Stock Data

KOSPI(12/7)	2,076
주가(12/7)	283,000
시가총액(십억원)	22,851
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	289,500/220,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,339
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/42.3
주요주주(%)	SK 외 3인 25.2
	국민연금 9.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	24.9	2.0
KOSPI 대비(%p)	5.5	40.9	17.7

주가추이



자료: FnGuide

양종인

jiyang@truefriend.com

자회사 가치 상승, 배당 정책 강화

SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 적정 주식가치는 이동통신부문 적정가치 12.8조원(PER 13.4배 적용)과 SK하이닉스, SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 지분가치 15.3조원을 더한 28.1조원으로 추정된다. 2018년 예상 배당수익률이 3.5%에 달한다. 물적 분할을 통한 지배구조 변경을 추진하는 가운데 SK하이닉스 배당과 연계한 배당 정책, 자회사 상장 추진 등 기업가치 제고 정책이 긍정적인 것이다.

〈표 1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, 원, %)

	IFRS-15 도입 전			IFRS-15 도입 후				QoQ	컨센서스
	1Q18	2Q18	3Q18	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F		
이동통신 가입자수									
신규	1,299	1,434	1,209	1,299	1,434	1,209	1,209	0.0	
순증	154	370	52	154	370	52	150	188.5	
기말	30,349	30,719	30,771	30,349	30,719	30,771	30,921	0.5	
(LTE)	23,401	23,993	24,493	23,401	23,993	24,493	24,993	2.0	
(MVNO)	3,469	3,499	3,494	3,469	3,499	3,494	3,534	1.1	
(IoT)	2,203	2,479	2,757	2,203	2,479	2,757	3,035	10.1	
평균	30,272	30,534	30,745	30,272	30,534	30,745	30,846	0.3	
유선통신 가입자수									
IPTV	4,464	4,554	4,659	4,464	4,554	4,659	4,764	2.3	
초고속인터넷	5,484	5,524	5,575	5,484	5,524	5,575	5,625	0.9	
전화	4,060	4,011	3,969	4,060	4,011	3,969	3,926	(1.1)	
이동통신 ARPU	33,299	32,290	32,075	33,299	32,289	32,070	31,867	(0.6)	
증가율(QoQ)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(4.5)	(3.0)	(0.7)	(0.6)		
매출액	4,220.7	4,171.9	4,199.0	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,485.1	7.1	4,351.0
SKT 별도	2,992.9	2,940.0	2,928.8	2,988.5	2,941.8	2,925.6	2,918.8	(0.2)	
영업비용	3,861.2	3,819.2	3,893.7	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,192.8	8.0	
마케팅비용(별도)	715.9	701.4	722.9	738.3	702.5	736.1	693.4	(5.8)	
인건비	550.7	535.2	538.5	550.0	535.6	538.5	647.2	20.2	
감가상각비	823.8	806.7	806.8	823.8	806.7	806.8	870.8	7.9	
영업이익	359.5	352.7	305.3	325.4	346.9	304.1	292.2	(3.9)	321.6
세전이익	941.0	1,168.8	1,303.1	907.0	1,163.0	1,301.9	1,026.2	(21.2)	
당기순이익	716.6	915.9	1,050.1	693.4	914.3	1,049.8	827.5	(21.2)	
지배주주지분 순이익	719.2	918.2	1,031.7	695.0	916.7	1,031.4	828.3	(19.7)	796.0
지분법 이익	626.6	925.7	992.4	626.6	915.6	992.4	890.9	(10.2)	
SK 하이닉스 순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,120.3	4,329.9	4,693.6	4,429.0	(5.6)	
EBITDA	1,183.3	1,159.4	1,112.1	1,149.3	1,153.6	1,110.9	1,163.1	4.7	
EBITDA/매출액	28.0	27.8	26.5	27.5	27.8	26.5	25.9		
영업이익/매출액	8.5	8.5	7.3	7.8	8.4	7.3	6.5		

자료: SK텔레콤, Quantiwise, 한국투자증권

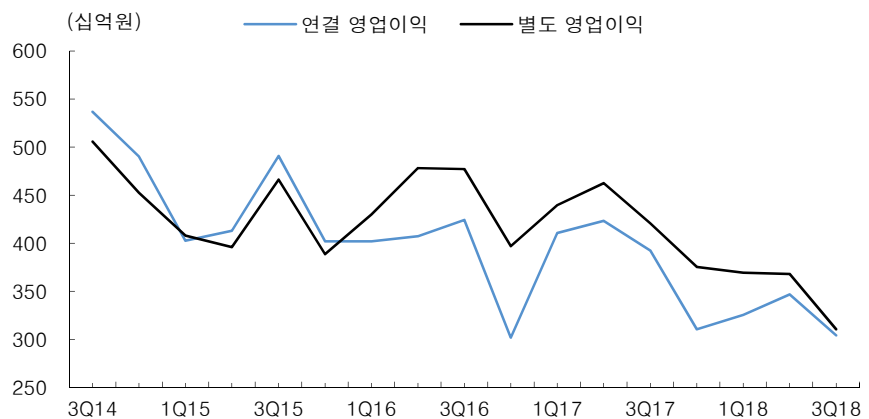
〈표 2〉 적정 주가 산출

(단위: 십억원, %)

1. 자회사의 지분 가치	지분율	적정 지분 가치	장부가치	EBITDA	순차입금	전사 적정 주식가치	평가 방법
SK하이닉스	20.1	8,296	3,375	18,340	(9,503)	48,631	시가를 15% 할인
SK브로드밴드	100.0	1,152	1,871	766	1,682	1,152	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	2,470	83	10	(711)	2,365	취급고(GMS)의 0.3배
SK플래닛(시럽, S/W 등)	98.1	794	648	(197)	(32)	777	장부가를 20% 할인
금융업체 지분(하나카드, 하나금융)		453	533				장부가를 15% 할인
기타 투자자산		1,296	2,593				장부가를 45% 할인
자회사의 지분 가치 합계(A)		15,280					
2. SKT 별도(이동통신) 주식가치)							
별도 순이익(12MF 순이익)		953					
적정 PER(배)		13.4					
이동통신 사업 영업가치(B)		12,772					
3. SKT 주식가치(A+B)		28,052					
발행주식수(천주)		80,746					
적정 주가(원)		347,413					

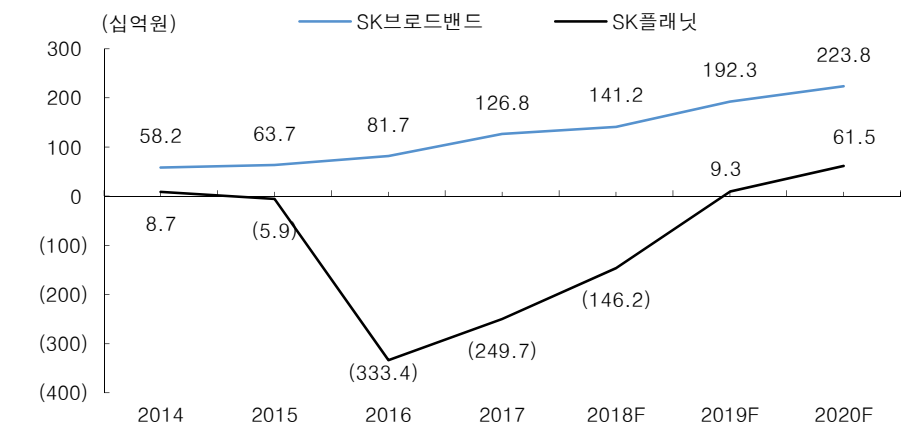
자료: 한국투자증권

[그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



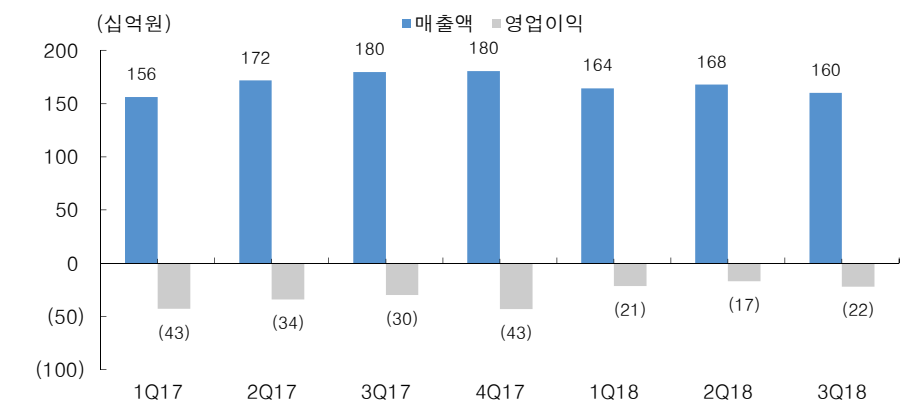
자료: 한국투자증권

[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	7,639	7,868
현금성자산	1,505	1,458	1,531	1,803	1,857
매출채권및기타채권	3,369	3,395	3,295	3,493	3,598
재고자산	260	272	264	280	289
비유동자산	25,301	27,227	29,566	30,969	32,286
투자자산	8,514	10,731	12,372	14,015	15,364
유형자산	10,374	10,145	9,907	9,590	9,338
무형자산	5,709	5,502	6,463	6,490	6,684
자산총계	31,298	33,429	35,922	38,609	40,154
유동부채	6,444	7,109	7,557	8,470	8,034
매입채무및기타채무	4,260	4,508	4,376	4,639	3,714
단기차입금및단기사채	3	130	257	385	432
유동성장기부채	1,190	1,834	1,784	1,734	1,684
비유동부채	8,737	8,290	7,558	7,035	6,444
사채	6,339	5,597	4,854	4,104	3,354
장기차입금및금융부채	140	222	305	388	471
부채총계	15,181	15,399	15,115	15,505	14,478
지배주주지분	15,971	17,842	20,544	22,774	25,272
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	20,539	22,770	25,269
비지배주주지분	145	187	263	330	404
자본총계	16,116	18,029	20,807	23,104	25,676

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,243	3,856	3,906	4,524	3,487
당기순이익	1,660	2,658	3,485	3,074	3,421
감가상각비	3,069	3,248	3,308	3,638	3,673
자산부채변동	14	(261)	466	703	(503)
기타	(500)	(1,789)	(3,353)	(2,891)	(3,104)
투자활동현금흐름	(2,462)	(3,071)	(2,441)	(2,818)	(1,841)
유형자산투자	(2,490)	(2,716)	(3,100)	(3,350)	(3,450)
유형자산매각	23	29	29	29	29
투자자산순증	121	(334)	1,784	1,319	1,831
무형자산순증	(619)	(137)	(961)	(27)	(194)
기타	503	87	(193)	(789)	(57)
재무활동현금흐름	(1,045)	(827)	(1,393)	(1,434)	(1,592)
자본의증가	36	41	0	0	0
차입금의순증	(235)	345	(611)	(590)	(670)
배당금지급	(706)	(706)	(706)	(706)	(777)
기타	(140)	(507)	(76)	(138)	(145)
기타현금흐름	0	(6)	0	0	0
현금의증가	736	(48)	73	272	54

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

손익계산서

(단위: 십억원)

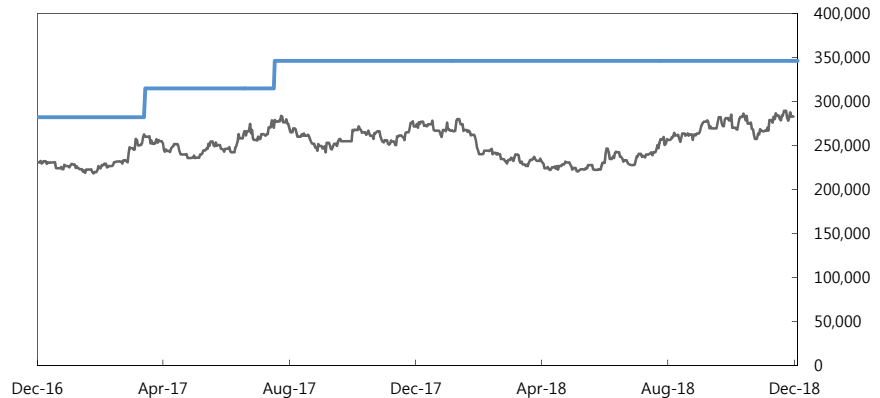
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,092	17,520	17,007	18,028	18,568
영업이익	1,536	1,537	1,269	1,378	1,559
금융수익	575	367	238	174	190
이자수익	54	76	58	74	88
금융비용	327	434	400	419	392
이자비용	290	299	296	311	282
기타영업외손익	(232)	(312)	(134)	(206)	(207)
관계기업관련손익	545	2,246	3,426	2,964	3,180
세전계속사업이익	2,096	3,403	4,398	3,892	4,330
법인세비용	436	746	913	817	909
연결당기순이익	1,660	2,658	3,485	3,074	3,421
지배주주지분순이익	1,676	2,600	3,471	3,077	3,424
기타포괄이익	(247)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	1,413	2,657	3,484	3,073	3,420
지배주주지분포괄이익	1,433	2,597	3,408	3,007	3,345
EBITDA	4,604	4,784	4,577	5,016	5,232

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	23,497	36,582	49,163	43,585	48,494
BPS	225,796	248,964	282,429	310,045	340,983
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.3)	2.5	(2.9)	6.0	3.0
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(17.4)	8.6	13.1
순이익증가율	10.4	55.1	33.5	(11.3)	11.3
EPS증가율	12.0	55.7	34.4	(11.3)	11.3
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(4.3)	9.6	4.3
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.8	7.5	7.6	8.4
순이익률	9.8	14.8	20.4	17.1	18.4
EBITDA Margin	26.9	27.3	26.9	27.8	28.2
ROA	5.5	8.2	10.1	8.2	8.7
ROE	10.7	15.4	18.1	14.2	14.3
배당수익률	4.5	3.7	3.5	3.9	4.2
배당성향	42.1	27.2	20.3	25.2	24.7
안정성					
순차입금(십억원)	5,618	5,529	4,627	2,972	2,183
차입금/자본총계비율(%)	48.1	43.3	34.5	28.5	23.0
Valuation(X)					
PER	9.5	7.3	5.8	6.5	5.8
PBR	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.7	5.2	5.6	4.8	4.4

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 2018년 12월 10일 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 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	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.