

2018. 5. 8



▲ 통신서비스

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 300,000 원

현재주가 (5.4) 230,500 원

상승여력 30.2%

KOSPI 2,461.38pt

시가총액 186,119억원

발행주식수 8,075만주

유동주식비율 62.23%

외국인비중 40.82%

52주 최고/최저가 283,500원/222,000원

평균거래대금 420.3억원

주요주주(%)

SK 외 3 인 25.22

국민연금 9.16

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.7 -13.3 -2.1

상대주가 -3.8 -9.9 -10.9

주가그래프



SK텔레콤 017670

1Q18 Review: 무시 못 할 요금할인 영향

- ✓ 1Q18 영업이익 3,595 억원(-12.4% YoY, 구 회계 기준)으로 시장 컨센서스 하회
- ✓ 마케팅비용 절감에도 불구하고, 이동전화수익 감소가 수익성 하락으로 연결
- ✓ SK 브로드밴드 '홈서비스' 인건비 부담으로 영업이익 221 억원(-19.2% YoY) 기록
- ✓ SK 플래닛 영업적자폭 개선은 긍정적이나, 2019 년 BEP 목표에는 아쉬운 실적
- ✓ 현 주가 수준에서 배당 상황 등 주주가치 중심의 지배구조 개편은 긍정적

1Q18 Review: 불가피한 이동전화수익 감소

구 회계 기준 1Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 4 조 2,207 억원(-0.3% YoY), 3,595 억원(-12.4% YoY)으로 컨센서스(영업이익 3,810 억원)를 하회했다. IFRS 15 기준 영업이익은 3,255 억원으로 회계기준 변경으로 기존 대비 340 억원이 감소했다. 시장 경쟁 완화로 마케팅비용은 7,159 억원(-5.7% YoY)을 기록했으나, 선택약정할인 가입자 증가와 사회취약계층 요금 감면으로 이동전화수익이 전년 대비 -3.5% 감소하며 수익성 하락으로 이어졌다.

SK 브로드밴드와 SK 플래닛도 예상보다 부진

SK 브로드밴드는 IFRS 15 도입에도 불구하고 IPTV 사업이 전년 대비 +20.1% 성장하며 외형 성장을 주도했으나, '홈서비스' 인력 증가에 따른 인건비 부담 영향으로 영업이익은 전년 대비 -19.2% 감소한 221 억원을 기록했다. SK 플래닛은 11 번가의 효율적인 마케팅 활동을 통해 1Q18 영업적자 -445 억원을 기록했다. 2019 년 손익분기점(BEP) 목표를 달성하기에는 다소 아쉬운 실적으로 판단된다.

지배구조 개편 다각도로 검토 중

동사는 컨퍼런스콜에서 배당 성향 상향의 전제로 지배구조 개편 가능성을 언급했다. 각각의 ICT 계열사가 각각의 장점을 발휘하고, 저평가 아쉬움을 해소할 수 있다는 판단 때문이다. 현재 진행 중인 ADT 캡스 인수가 마무리 되는 시점에 지배구조 개편의 구체적인 방향을 공유할 것으로 예상되며, 현 주가 수준에서 주가 가치를 고려한 지배구조 개편은 분할 방법과 무관하게 긍정적이라는 판단이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 30 만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,091.8	1,535.7	1,676.0	20,756	9.5	197,799	10.8	1.1	5.2	10.7	94.2
2017	17,520.0	1,536.6	2,599.8	32,198	60.1	220,967	8.3	1.2	5.7	15.4	85.4
2018E	17,265.6	1,480.4	2,573.6	31,872	8.4	243,220	7.0	0.9	5.0	13.7	70.0
2019E	17,305.1	1,517.7	2,955.2	36,599	14.8	270,200	6.1	0.8	4.8	14.3	61.7
2020E	17,463.5	1,535.7	2,983.7	36,952	1.0	297,533	6.1	0.8	4.6	13.0	55.2

표1 SK텔레콤 1Q18 Earnings Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	4,220.7	4,234.4	-0.3	4,497.3	-6.2	4,307.3	-2.0	4,244.9	-0.6
영업이익	359.5	410.5	-12.4	310.4	15.8	381.0	-5.6	374.3	-4.0
세전이익	941.0	724.2	29.9	926.6	1.6	893.0	5.4	934.0	0.7
당기순이익	716.6	583.5	22.8	660.6	8.5	714.9	0.2	723.9	-1.0

자료: SK텔레콤, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	17,388.0	17,536.2	17,265.6	17,305.1	-0.7%	-1.3%
영업이익	1,544.3	1,568.6	1,480.4	1,517.7	-4.1%	-3.2%
세전이익	3,847.7	4,405.2	3,804.2	4,354.2	-1.1%	-1.2%
당기순이익	2,982.0	3,414.0	2,897.3	3,309.1	-2.8%	-3.1%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 IFRS 15 도입에 따른 SK텔레콤 연결 손익계산서 변경 및 사유

(십억원)	구 회계 기준					IFRS15 기준		변경 사유
	1Q17	4Q17	1Q 18	QoQ	YoY	1Q 18	Diff.	
영업수익	4,234.4	4,497.3	4,220.7	-6.2%	-0.3%	4,181.5	-39.1	고객지불대가의 매출 차감, 복합계약의 매출 재배분
이동전화수익	2,662.3	2,691.7	2,568.9	-4.6%	-3.5%	2,568.9	0.0	
접속수익	172.7	156.7	150.9	-3.7%	-12.6%	150.9	0.0	
기타	253.0	265.6	273.1	2.8%	7.9%	268.8	-4.3	
상품수익	1,146.4	1,383.3	1,227.8	-11.2%	7.1%	1,193.0	-34.8	
영업비용	3,823.9	4,186.9	3,861.2	-7.8%	1.0%	3,856.1	-5.1	
종업원급여	462.8	528.7	550.7	4.2%	19.0%	550.0	-0.7	고객획득원가 자산화로 7억원 감소
지급/판매수수료	1,363.3	1,382.9	1,252.6	-9.4%	-8.1%	1,262.1	9.5	고객지불대가 매출 차감, 고객획득원가 자산화 95억원 감소
광고선전비	85.4	185.5	114.0	-38.5%	33.5%	100.1	-13.9	고객지불대가의 매출 차감으로 139억원 감소
감가상각비	792.7	831.9	823.8	-1.0%	3.9%	823.8	0.0	
망접속정산비용	221.1	216.8	215.0	-0.8%	-2.8%	215.0	0.0	
전용회선료	48.8	45.6	41.8	-8.3%	-14.4%	41.8	0.0	
전파사용료	39.0	38.8	38.8	0.1%	-0.4%	38.8	0.0	
상품매출원가	402.2	561.0	410.9	-26.8%	2.2%	410.9	0.0	
기타영업비용	408.5	395.6	413.6	4.5%	1.3%	413.6	0.0	
영업이익	410.5	310.4	359.5	15.8%	-12.4%	325.5	-34.0	

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤, ADT 캡스 인수 가능성

SK 텔레콤, 8일 ADT 캡스 인수 계약 체결 가능성

업계에 따르면, SK텔레콤이 8일 이사회를 열고 ADT캡스 지분 100%를 2조 9,700억원에 인수하는 안건을 의결한다는 소식이다. 아직 확정된 사안은 아니나 그간 SK텔레콤의 보안 사업 진출 의지를 감안해 봤을 때 실현 가능성이 높다고 판단한다. SK텔레콤은 컨소시엄을 구성한 맥쿼리인프라자산운용과 55대 45의 비율로 지분 구조를 가져갈 계획이며, 약 3조원 인수 금액 중 2조원 가량을 인수금융으로 조달함에 따라, 실질적인 SK텔레콤의 현금 지출은 6~7천억원 수준으로 파악된다.

표4 SK텔레콤, ADT캡스 인수 개요

구분	내용
매각자	칼라일그룹
매각대상	ADT캡스 지분 100%
매각가격	2조 9,700억원
인수자	SK텔레콤 컨소시엄
재무적투자자	맥쿼리인프라자산운용, 케이스톤파트너스, 대신PE
지분구조	SK텔레콤 55%, 맥쿼리 35%, 케이스톤 6.8%, 대신PE 3.2%
매각주관사	모건스탠리, 크레디트스위스, 법무법인 광장

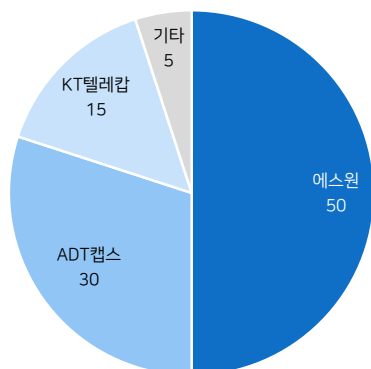
자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

‘시큐리티 4.0’ 추진
통신과 보안 시너지 기대

ADT 캡스 인수로 통신과 보안 시너지 기대

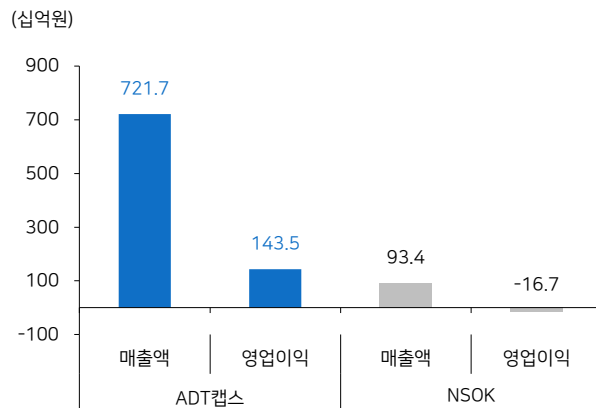
SK텔레콤은 작년 9월 SK텔링크, NSOK와 함께 ‘시큐리티4.0’ 추진을 발표한 바 있다. 시큐리티4.0은 물리 보안에 IoT, 클라우드, AI 등 새로운 ICT 기술을 접목해 인력 중심의 경비에서 AI보안으로 관련 사업을 발전시키는 것이 핵심이다. 5G와 물리보안 융합을 준비 중인 SK텔레콤 입장에서는 수도권 및 5대 광역시 일부를 커버하고 있는 NSOK로는 전국 네트워크 인프라를 활용하지 못한다는 한계가 존재했다. 반면, ADT캡스는 에스원과 함께 국내 보안업계를 선도하고 있으며, 안정적인 외형 및 이익 성장을 지속하고 있는 만큼 매력적인 투자처임이 분명하다. 또한, 국내 보안 산업은 8%대 꾸준한 성장을 지속 중이며, 1인 및 고령 가구수 증가로 성장 가능성 또한 높은 시장으로 판단했다.

그림1 국내 보안 산업 시장 점유율



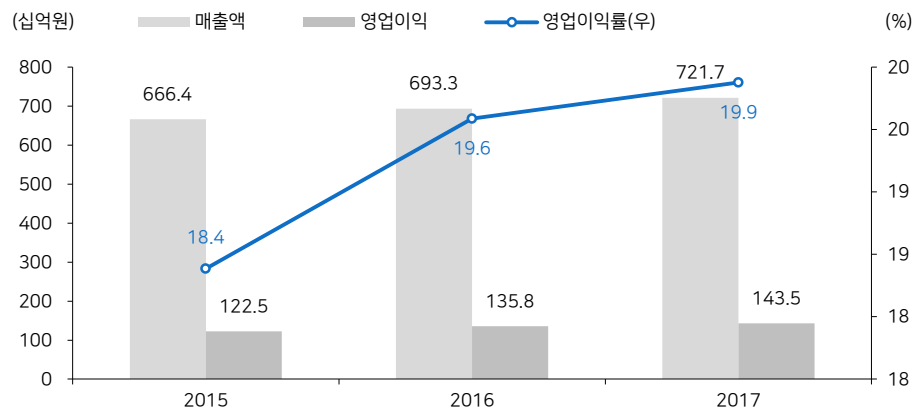
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 ADT캡스와 NSOK 2017년 재무현황 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 ADT캡스 최근 3년 연간 실적



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

ADT 캡스 인수 뒤 기다리고 있는 건?

ADT 캡스 인수 뒤 지배구조 개편
추진 전망

ADT캡스 인수가 마무리 되면 SK텔레콤의 지배구조 개편 작업도 탄력을 받을 전망이다. 이미 회사측은 1Q18 실적 컨퍼런스콜에서 지배구조 개편의 당위성에 대해 설명하며 구조 개편 의지를 다시 한 번 나타냈다. 시장은 인적분할 시나리오에 보다 관심이 많으나, 물적분할 시 배당 성향 상향 등 주주가치 중심의 구조 변화를 모색한다는 점에서 현 수준의 주가에서 긍정적이라는 판단이다.

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,091.8	17,520.0	17,265.6	17,305.1	17,463.5
매출액증가율 (%)	-0.3	2.5	-1.5	0.2	0.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	17,265.6	17,305.1	17,463.5
판매관리비	15,556.1	15,983.4	15,785.2	15,787.4	15,927.9
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,480.4	1,517.7	1,535.7
영업이익률	9.0	8.8	8.6	8.8	8.8
금융손익	248.2	-67.1	-136.5	-71.4	-68.8
중속/관계기업손익	544.5	2,245.7	2,616.4	3,067.7	3,092.6
기타영업외손익	-232.3	-312.1	-176.5	-159.8	-160.5
세전계속사업이익	2,096.1	3,403.3	3,783.8	4,354.2	4,399.0
법인세비용	436.0	745.7	902.1	1,045.1	1,058.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	2,881.8	3,309.1	3,341.1
지배주주지분 순이익	1,676.0	2,599.8	2,573.6	2,955.2	2,983.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	6,037.5	6,598.4	6,712.6
당기순이익(손실)	1,660.1	2,657.6	2,881.8	3,309.1	3,341.1
유형자산상각비	3,068.6	3,247.5	3,245.1	3,237.2	3,300.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	13.8	-261.5	-123.9	8.3	33.2
투자활동 현금흐름	-2,462.2	-3,070.6	-4,597.0	-4,874.0	-5,071.3
유형자산의증가(CAPEX)	-2,490.5	-2,715.9	-3,179.6	-3,306.8	-3,406.0
투자자산의감소(증가)	-171.0	-2,216.7	-1,413.5	-1,538.4	-1,636.4
재무활동 현금흐름	-1,044.8	-826.6	-1,928.7	-918.5	-911.0
차입금의 증감	25.4	52.5	-1,204.1	-124.9	-117.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	736.3	-47.5	-488.3	805.9	730.3
기초현금	768.9	1,505.2	1,457.7	969.5	1,775.4
기말현금	1,505.2	1,457.7	969.5	1,775.4	2,505.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,996.6	6,201.8	5,644.7	6,461.3	7,234.5
현금및현금성자산	1,505.2	1,457.7	969.5	1,775.4	2,505.7
매출채권	2,240.9	2,126.0	2,095.1	2,099.9	2,119.2
재고자산	259.9	272.4	268.5	269.1	271.5
비유동자산	25,301.0	27,226.9	28,574.8	30,182.8	31,924.8
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,079.4	10,149.0	10,254.6
무형자산	5,708.8	5,502.0	5,502.0	5,502.0	5,502.0
투자자산	8,514.0	10,730.8	12,144.2	13,682.6	15,319.0
자산총계	31,297.7	33,428.7	34,219.5	36,644.1	39,159.3
유동부채	6,444.1	7,109.1	5,910.8	5,870.4	5,865.9
매입채무	402.5	351.7	346.6	347.4	350.6
단기차입금	2.6	130.0	130.0	130.0	130.0
유동성장기부채	1,190.2	1,833.7	710.0	658.0	607.0
비유동부채	8,737.1	8,290.4	8,174.5	8,107.0	8,062.4
사채	6,338.9	5,596.6	5,526.6	5,461.6	5,401.6
장기차입금	139.7	211.5	201.5	193.5	186.5
부채총계	15,181.2	15,399.5	14,085.2	13,977.4	13,928.3
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
기타포괄이익누계액	-226.2	-234.7	-234.7	-234.7	-234.7
이익잉여금	15,953.2	17,836.0	19,632.8	21,811.3	24,018.3
비지배주주지분	145.0	187.1	495.3	849.2	1,206.5
자본총계	16,116.4	18,029.2	20,134.3	22,666.7	25,231.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	211,675	216,978	213,827	214,316	216,278
EPS(지배주주)	20,756	32,198	31,872	36,599	36,952
CFPS	58,203	58,881	89,617	96,359	97,231
EBITDAPS	57,022	59,250	58,524	58,887	59,892
BPS	197,799	220,967	243,220	270,200	297,533
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	4.5	3.7	4.9	4.9	4.9
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	8.3	7.0	6.1	6.1
PCR	3.8	4.5	2.5	2.3	2.3
PSR	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
PBR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.8
EBITDA	4,604.3	4,784.2	4,725.5	4,754.9	4,836.0
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.0	4.8	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	15.4	13.7	14.3	13.0
EBITDA 이익률	26.9	27.3	27.4	27.5	27.7
부채비율	94.2	85.4	70.0	61.7	55.2
금융비용부담률	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	5.3	5.1	5.3	6.0	6.2
매출채권회전율(x)	7.5	8.0	8.2	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	64.1	65.8	63.8	64.4	64.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	239,000	정지수	-8.9	-6.7	
2016.07.20	산업브리프	Buy	239,000	정지수	-7.6	-2.9	
2016.08.01	기업브리프	Hold	239,000	정지수	-7.4	-2.9	
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	250,000	정지수	-11.2	-9.6	
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	250,000	정지수	-10.3	-7.0	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-15.0	-13.1	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-10.6	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-10.6	
2017.01.24	기업분석	Buy	280,000	정지수	-18.5	-11.4	
2017.03.13	산업분석	Buy	300,000	정지수	-15.1	-12.5	
2017.04.05	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-16.1	-12.5	
2017.04.27	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-17.3	-12.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	300,000	정지수	-16.6	-8.5	
2017.07.06	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-14.8	-5.5	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-11.4	-9.6	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-7.9	-3.0	
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-8.2	-3.0	
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-6.6	-0.7	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	290,000	정지수	-7.3	-3.4	
2018.02.05	기업브리프	Trading Buy	290,000	정지수	-14.7	-3.4	
2018.04.02	산업분석	Buy	300,000	정지수	-22.8	-21.0	
2018.04.17	산업브리프	Buy	300,000	정지수	-23.8	-21.0	
2018.05.08	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-	-	