

## SK텔레콤

BUY(유지)

017670 기업분석 | 통신

|          |          |             |          |             |        |
|----------|----------|-------------|----------|-------------|--------|
| 목표주가(유지) | 310,000원 | 현재주가(05/08) | 228,000원 | Up/Downside | +36.0% |
|----------|----------|-------------|----------|-------------|--------|

2018. 05. 09

## ADT캡스 인수; Big Picture 그리기 시작

## News

**SK텔레콤-맥쿼리 컨소시엄, ADT캡스 지분 100% 인수 확정:** SK텔레콤은 7,020억원을 투자해 ADT 캡스 지분 55%와 경영권을 확보하고, 맥쿼리인프라자산운용은 5,740억원을 투자해 지분 45%를 보유하기로 했다. ADT캡스 지분을 100% 보유한 사이렌홀딩스코리아 기업가치는 부채 1.7조원을 포함해 총 2.97조원으로 평가된다. EV/EBITDA는 11배로 국내 보안 업체 에스원의 9.3배 대비 18.2% 높은 수준이지만, 경영권 프리미엄 고려 시 적절한 수준이라고 판단된다.

## Comment

**정체된 통신 산업 딛고 일어서기 위한 첫 걸음:** ADT캡스의 최근 3년간 CAGR은 매출이 4.1%, 영업이익은 8.6%며, 17년 기준 영업이익률 또한 19.9%로 견조하다. 17년 기준 양사의 실적을 단순 합산 시 기존 SK텔레콤 영업이익보다 9.3%, 영업이익률은 0.4%p 증가하는 것으로 추정된다. 인수 이후에는 기존 ADT캡스 보안 사업 영역이었던 경비, 시설 등의 보안 업무 외에도 통신서비스, IoT, 미디어, 커머스 등으로의 영역 확장이 가능해 수익 증대로 이어질 것으로 전망한다.

## Action

**Big Picture:** 당사는 금번 ADT캡스 인수를 통해 변화를 위한 큰 그림을 그리기 시작한 것으로 보인다. 무선 수익 성장 한계의 돌파구를 찾기 위해서 비즈니스 모델 다각화 작업을 시작했기 때문이다. 또한 다가오는 5G 시대에는 보안 플랫폼이 필수이며, 글로벌 ICT 기업들도 M&A등을 통해 보안 시장에 진출 한 점을 고려했을 때, 지금의 보안 사업체 인수는 시기 적절하다고 판단된다. 수익 창출 모델 다각화가 시작됐고 시너지 극대화를 위해 지배구조 개편이 본격적으로 논의될 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 투자의견 Buy, 목표주가 310,000원을 유지한다.

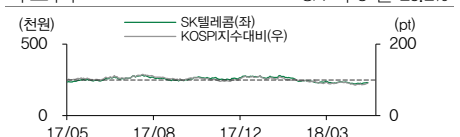
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

|                 | 2016     | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| FYE Dec         |          |         |        |        |        |
| 매출액             | 17,092   | 17,520  | 17,467 | 17,611 | 17,800 |
| (증가율)           | -0.3     | 2.5     | -0.3   | 0.8    | 1.1    |
| 영업이익            | 1,536    | 1,537   | 1,500  | 1,520  | 1,665  |
| (증가율)           | -10.1    | 0.1     | -2.4   | 1.3    | 9.6    |
| 지배주주순이익         | 1,676    | 2,600   | 2,699  | 2,638  | 2,722  |
| EPS             | 20,756   | 32,198  | 33,422 | 32,667 | 33,709 |
| PER (H/L)       | 11.3/9.2 | 8.9/6.7 | 6.8    | 7.0    | 6.8    |
| PBR (H/L)       | 1.2/1.0  | 1.3/1.0 | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| EV/EBITDA (H/L) | 5.3/4.6  | 6.0/4.9 | 5.1    | 5.1    | 4.9    |
| 영업이익률           | 9.0      | 8.8     | 8.6    | 8.6    | 9.4    |
| ROE             | 10.7     | 15.4    | 14.3   | 12.7   | 12.0   |

## Stock Data

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 52주 최저/최고      | 222,000/283,500원 |
| KOSDAQ /KOSPI  | 827/2,450pt      |
| 시가총액           | 184,100억원        |
| 60일-평균거래량      | 179,978          |
| 외국인지분율         | 40.8%            |
| 60일-외국인지분율변동추이 | -0.6%p           |
| 주요주주           | SK 외 3인 25.2%    |



| 주가상승률 | 1M   | 3M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 절대기준  | -1.9 | -6.6 | -3.4 |
| 상대기준  | -2.7 | -8.2 | -9.6 |

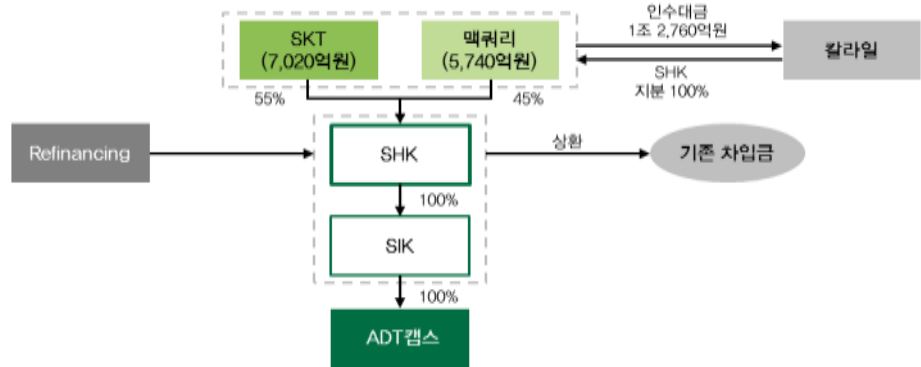


도표 1. SK텔레콤의 ADT캡스 인수 세부 내용

|         |   |
|---------|---|
| 매각자     | 칼라일그룹   |
| 매각 대상   | ADT캡스 지분 100%   |
| 매각 가격   | 2조 9,700억원 (지분가치 1.27조원 + 차입금 1.7조원)                  |
| 인수자     | SK텔레콤 컨소시엄  |
| 재무적 투자자 | 맥쿼리인프라자산운용, 케이스톤파트너스, 대신PE                            |
| 지분 구조   | SK텔레콤 55%, 맥쿼리45% (케이스톤 6.75%, 대신PE 3.15% 포함)         |
| 투자 금액   | SK텔레콤 7,020억원, 맥쿼리 5,740억원(케이스톤 850억원, 대신PE 400억원 포함) |
| 매각 주관사  | 모건스탠리, 크레디트스위스, 법무법인광장                                |

자료: SK텔레콤, 전자공시, 언론보도, DB금융투자

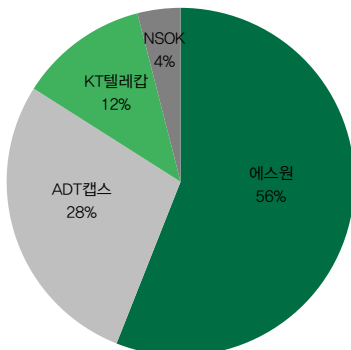
도표 2. SK텔레콤 - ADT캡스 인수 구조



자료: SK텔레콤, DB금융투자

주) SHK: 사이렌홀딩스코리아, SIK: 사이렌인베스트먼트코리아, 거래 종결 전 SHK-SIK 합병 예정

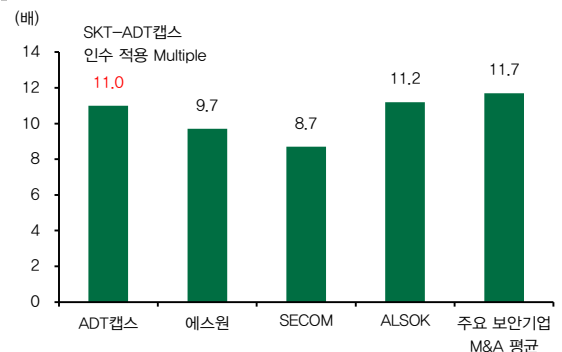
도표 3. 국내 보안사업자 M/S 현황 (17년 매출 기준)



자료: SK텔레콤, DB금융투자

주)에스원은 보안사업부문 매출, ADT캡스는 연결 기준, KT텔레캅과 NSOK는 별도 기준

도표 4. 국내외 보안업체 EV/EBITDA 비교



자료: SK텔레콤, Bloomberg, DB금융투자



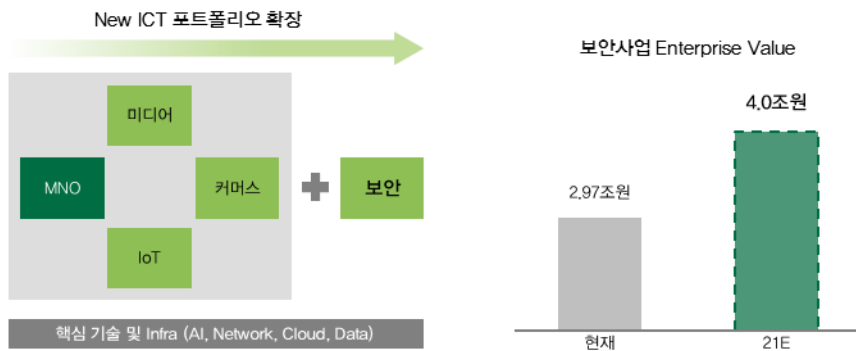
도표 5. ADT캡스 실적 추이와 인수 시 SK텔레콤 실적 변화 예상

(단위:십억원, %, %pt)

|           | ADT캡스 |       |       | SK텔레콤  | ADT+SKT | 증감    |
|-----------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|
|           | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2017년  | 2017년   |       |
| 매출액       | 666   | 693   | 722   | 17,520 | 18,242  | + 4.1 |
| 영업이익      | 123   | 136   | 144   | 1,537  | 1,680   | + 9.3 |
| 영업이익률     | 18.4  | 19.6  | 19.9  | 8.8    | 9.2     | + 0.4 |
| EBITDA    | 225   | 251   | 270   | 4,784  | 5,054   | + 5.6 |
| EBITDA마진율 | 33.7  | 36.2  | 37.4  | 27.3   | 27.7    | + 0.4 |
| 당기순이익     | 108   | 41    | 163   | 2,600  | 2,763   | + 6.3 |

자료: 전자공시, SK텔레콤, DB금융투자

도표 6. SK텔레콤 2021년 성장 목표



자료: SK텔레콤, DB금융투자



## 대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 5,997  | 6,202  | 6,564  | 6,767  | 6,973  |
| 현금및현금성자산    | 1,505  | 1,458  | 1,517  | 1,620  | 1,589  |
| 매출채권및기타채권   | 3,369  | 3,395  | 3,599  | 3,643  | 3,715  |
| 재고자산        | 260    | 272    | 271    | 272    | 274    |
| 비유동자산       | 25,301 | 27,227 | 28,925 | 30,671 | 32,500 |
| 유형자산        | 10,374 | 10,145 | 9,981  | 10,038 | 10,573 |
| 무형자산        | 5,709  | 5,502  | 5,502  | 5,502  | 5,502  |
| 투자자산        | 8,514  | 10,731 | 12,448 | 14,136 | 15,430 |
| 자산총계        | 31,298 | 33,429 | 35,489 | 37,438 | 39,473 |
| 유동부채        | 6,444  | 7,109  | 6,985  | 6,859  | 6,738  |
| 매입채무및기타채무   | 4,260  | 4,508  | 4,362  | 4,224  | 4,092  |
| 단기차입금및단기차채  | 3      | 130    | 140    | 140    | 140    |
| 유동상장기부채     | 1,190  | 1,834  | 1,846  | 1,868  | 1,869  |
| 비유동부채       | 8,737  | 8,290  | 8,314  | 8,359  | 8,404  |
| 사채및장기차입금    | 6,479  | 5,808  | 5,832  | 5,877  | 5,922  |
| 부채총계        | 15,181 | 15,399 | 15,299 | 15,218 | 15,143 |
| 자본금         | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     |
| 자본잉여금       | 2,916  | 2,916  | 2,916  | 2,916  | 2,916  |
| 이익잉여금       | 15,953 | 17,836 | 19,829 | 21,690 | 23,635 |
| 비지배주주지분     | 145    | 187    | 355    | 524    | 689    |
| 자본총계        | 16,116 | 18,029 | 20,190 | 22,219 | 24,330 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름     | 4,243  | 3,856  | 3,106  | 3,874  | 4,316  |
| 당기순이익        | 1,660  | 2,658  | 2,867  | 2,806  | 2,887  |
| 현금유출이없는비용및수익 | 3,040  | 2,097  | 1,509  | 2,212  | 2,564  |
| 유형및무형자산상각비   | 3,069  | 3,248  | 3,272  | 3,274  | 3,329  |
| 영업관련자산부채변동   | 14     | -261   | -364   | -260   | -224   |
| 매출채권및기타채권의감소 | -505   | -252   | -204   | -44    | -72    |
| 재고자산의감소      | 1      | -18    | 1      | -1     | -2     |
| 매입채무및기타채무의증가 | 392    | 108    | -147   | -137   | -132   |
| 투자활동현금흐름     | -2,462 | -3,071 | -2,857 | -3,620 | -3,852 |
| CAPEX        | -2,490 | -2,716 | -3,108 | -3,332 | -3,864 |
| 투자자산의순증      | -171   | -2,217 | -1,717 | -1,688 | -1,294 |
| 재무활동현금흐름     | -1,045 | -827   | -956   | -929   | -1,005 |
| 사채및차입금의 증가   | 25     | 53     | 46     | 57     | 56     |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금지급        | -706   | -706   | -706   | -706   | -777   |
| 기타현금흐름       | 0      | -6     | 766    | 779    | 510    |
| 현금의증가        | 736    | -48    | 60     | 103    | -32    |
| 기초현금         | 769    | 1,505  | 1,458  | 1,517  | 1,620  |
| 기말현금         | 1,505  | 1,458  | 1,517  | 1,620  | 1,589  |

자료: SK 텔레콤, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 17,092 | 17,520 | 17,467 | 17,611 | 17,800 |
| 매출원가        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익       | 17,092 | 17,520 | 17,467 | 17,611 | 17,800 |
| 판매비         | 15,556 | 15,983 | 15,967 | 16,091 | 16,135 |
| 영업이익        | 1,536  | 1,537  | 1,500  | 1,520  | 1,665  |
| EBITDA      | 4,604  | 4,784  | 4,772  | 4,794  | 4,994  |
| 영업외손익       | 561    | 1,867  | 2,272  | 2,172  | 2,134  |
| 금융손익        | 248    | -67    | -86    | -66    | -68    |
| 투자손익        | 545    | 2,246  | 2,949  | 2,207  | 1,938  |
| 기타영업외손익     | -232   | -312   | -591   | 31     | 264    |
| 세전이익        | 2,096  | 3,403  | 3,772  | 3,691  | 3,799  |
| 중단사업이익      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 1,660  | 2,658  | 2,867  | 2,806  | 2,887  |
| 자배주주지분순이익   | 1,676  | 2,600  | 2,699  | 2,638  | 2,722  |
| 비지배주주지분순이익  | -16    | 58     | 168    | 169    | 165    |
| 총포괄이익       | 1,413  | 2,657  | 2,867  | 2,806  | 2,887  |
| 증감률(%YoY)   |        |        |        |        |        |
| 매출액         | -0.3   | 2.5    | -0.3   | 0.8    | 1.1    |
| 영업이익        | -10.1  | 0.1    | -2.4   | 1.3    | 9.6    |
| EPS         | 10.4   | 55.1   | 3.8    | -2.3   | 3.2    |

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

| 12월 결산원 % 배) | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당이익(원)      |         |         |         |         |         |
| EPS          | 20,756  | 32,198  | 33,422  | 32,667  | 33,709  |
| BPS          | 197,799 | 220,967 | 245,645 | 268,693 | 292,783 |
| DPS          | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 11,000  | 11,000  |
| Multiple(배)  |         |         |         |         |         |
| P/E          | 10.8    | 8.3     | 6.8     | 7.0     | 6.8     |
| P/B          | 1.1     | 1.2     | 0.9     | 0.8     | 0.8     |
| EV/EBITDA    | 5.2     | 5.7     | 5.1     | 5.1     | 4.9     |
| 수익성(%)       |         |         |         |         |         |
| 영업이익률        | 9.0     | 8.8     | 8.6     | 8.6     | 9.4     |
| EBITDAMargin | 26.9    | 27.3    | 27.3    | 27.2    | 28.1    |
| 순이익률         | 9.7     | 15.2    | 16.4    | 15.9    | 16.2    |
| ROE          | 10.7    | 15.4    | 14.3    | 12.7    | 12.0    |
| ROA          | 5.5     | 8.2     | 8.3     | 7.7     | 7.5     |
| ROC          | 8.2     | 7.8     | 7.4     | 7.4     | 7.8     |
| 안정성및기타       |         |         |         |         |         |
| 부채비율(%)      | 94.2    | 85.4    | 75.8    | 68.5    | 62.2    |
| 이자보상배율(배)    | 5.3     | 5.1     | 5.1     | 5.4     | 5.8     |
| 배당성향(배)      | 42.5    | 26.6    | 24.6    | 27.7    | 26.9    |

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

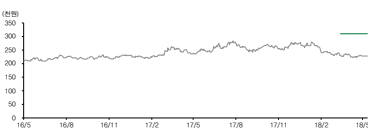
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## SK텔레콤 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자자의견 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자자의견 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----|-------|------|--------------------|----|-------|------|--------------------|
|----|-------|------|--------------------|----|-------|------|--------------------|

18/03/22 Buy 310,000 - -

주: \*표는 담당자 변경