

# SK텔레콤 (017670)

## 통신서비스

최남곤



02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (5/4)	230,500원
상승여력	30%

시가총액	186,119억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	420억원
60일 평균 거래량	180,289주
52주 고	283,500원
52주 저	222,000원
외인지분율	40.82%
주요주주	SK 외 3인 25.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.7)	(12.0)	(2.1)
상대	(3.8)	(9.7)	(10.9)
절대(달러환산)	(3.3)	(11.8)	2.9

## ADT캡스 인수 :

## 높은 인수 가격 고려 시, 시너지 확인 필요할 것

### SK텔레콤, ADT캡스 경영권 2.97조원 Value에 확보

SK텔레콤은 ADT캡스 경영권을 최종 확보했다. 세부적으로 SK텔레콤은 7,020억원을 투자해, ADT캡스 지분 100%를 보유한 사이렌홀딩스 코리아 지분 55%를 확보했다. 나머지 지분 45%는 맥쿼리가 인수한다. 여기에 사이렌홀딩스의 차입금 1조6,960억원을 인수하는 조건이다. 따라서 EV는 2조 9,700억원으로 평가된다. 이는 ADT캡스의 '17년 EBITDA 2,657억원 대비 11.2배 수준이다. 2014년 칼라일은 19.3억달러에 인수 후, 약 4년 만에 50%에 가까운 수익을 실현한 셈이다.

### ADT캡스, 국내 2위 보안회사. 국내 시장의 성장 전망도 밝은 편

ADT캡스는 57만명의 가입자를 확보한 국내 2위 물리보안 사업자다. 언론 보도에 따르면 국내 물리보안 시장은 에스원(점유율 56%), ADT캡스(점유율 28%), KT텔레콤(12%) 순서로 구성된다. ADT캡스의 성장성(최근 3년 CAGR 4.1%)은 높지 않은 반면, 수익성('17년 영업이익률 19.8%)은 양호하다. 회사측 설명에 따르면 국내 보안 시장은 17~22년까지 CAGR 7.5%의 성장이 기대된다. 한국의 보안 서비스 보급률은 Commercial 30%, Home 0.5% 수준으로 미국(55%/20%), 일본(47%/5%) 대비 현저히 낮은 상황이다. 특히 최근 글로벌 ICT 사업자의 보안 사업 인수는 하나의 트렌드가 되고 있으며, Home Care 시장의 진화 가능성에 대비한 적절한 M&A 전략으로 평가된다.

### NEW ICT 차세대 보안 사업자 + Home 서비스 고도화 목표

동사는 ADT캡스 인수 후, ICT 기술 활용한 지능형 통합 관제 등의 혁신적 서비스를 제공하고, 무인 매장 솔루션 등의 신규 사업 발굴, 온오프 융합 보안 영역 확대를 계획하고 있다. 또한 Home 시장 공략을 위한 전략 자산으로 활용하겠다는 계획이다. 이를 통해 2021년까지 보안사업 EV를 4조원(인수가 2.97조원)까지 높이겠다는 성장 목표를 제시했다.

당사는 인수 취지에 대해서는 공감하지만, 인수 금액은 높아 보인다. 국내 비교 상대인 에스원은 '17년 매출액 1.94조원, 영업이익 2,026억원, 시가총액 3.5조원 수준이다. 수익성(영업이익률 10.4%)은 낮지만, 매출은 2배 이상이다. 에스원의 경우 무차입 경영이기 때문에, EV는 시가총액보다 낮은 3.2조원(EV/EBITDA 멀티플 9.14배) 수준이다. SK텔레콤의 순차입금(별도)은 '17년 말 기준 4.53조원이다. 재무적으로 여유 있는 상황은 아니기에, 어떤 형태로든 성과를 내야만 하는 인수 가격대로 평가된다. 특히 ADT캡스의 최근 3년간 성장률은 국내 보안 시장 성장률에 비해 낮았던 바, 시너지를 통해 이를 끌어올리는 모습을 보여줘야 투자자들로부터 인수 가격에 대한 공감을 이끌어 낼 수 있을 것이다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	41,815	-1.2	-7.0	43,106	-3.0
영업이익	3,255	-20.7	4.8	3,786	-14.0
세전계속사업이익	9,070	25.2	-2.1	8,929	1.6
지배순이익	6,950	18.0	17.8	7,097	-2.1
영업이익률 (%)	7.8	-1.9 %pt	+0.9 %pt	8.8	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	16.6	+2.7 %pt	+3.5 %pt	16.5	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	170,918	175,200	169,237	171,059
영업이익	15,357	15,366	12,820	13,315
지배순이익	16,760	25,998	30,143	32,827
PER	10.5	7.8	6.2	5.7
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.4	5.4
ROE	10.7	15.4	15.9	15.3

자료: 유안타증권

## ADT 캡스 실적 추이

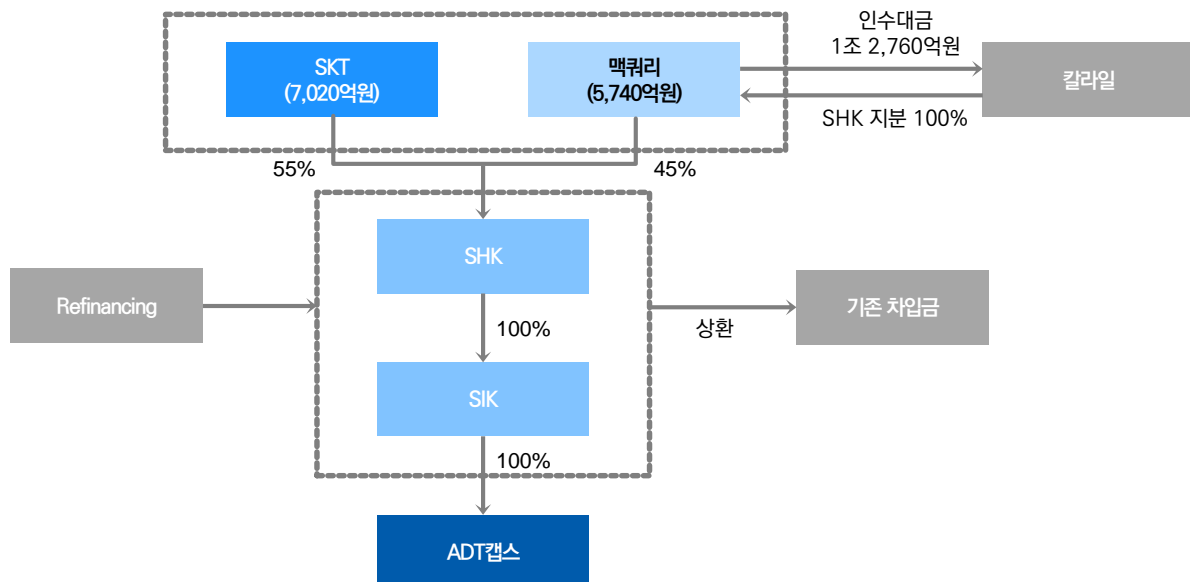
(단위: 억원)

	GAAP (2012.10.01~2013.09.30)	IFRS (2013.10.01~2014.09.30)	IFRS (2014.10.01~2014.12.31)	IFRS 2015	IFRS 2016	IFRS 2017	IFRS 2018E
매출액	5,870	6,270	1,618	6,664	6,933	7,217	7,910
EBITDA	1,319	990	560	2,218	2,473	2,657	2,800
영업이익	870	477	329	1,225	1,358	1,435	
순이익	447	258	290	1,079	408	1,633	
순차입금(별도)	-493	-493	-484	-297	-226	-223	
차입금	0	0	0	0	0	0	
현금성자산	493	493	484	297	226	223	

자료: ADT 캡스, 유안타증권 리서치센터

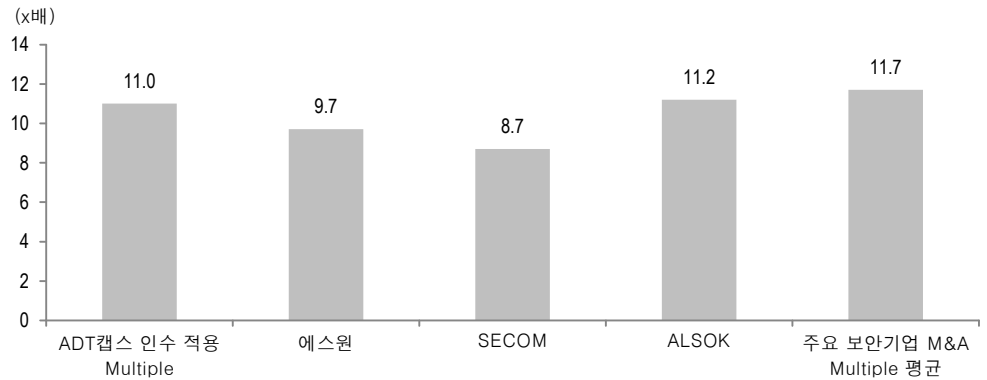
주 : 2018 년 전망치는 칼라일 예상치

## ADT 캡스 인수 구조



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

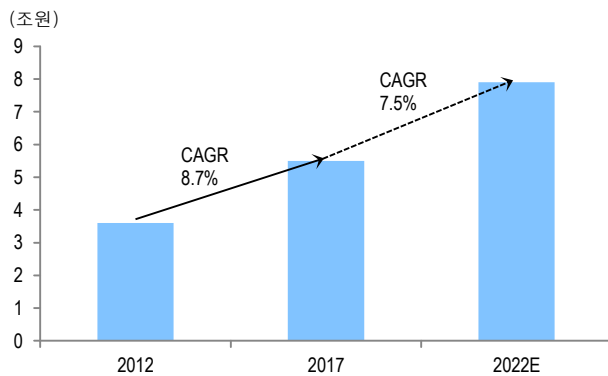
ADT 캡스 인수 Valuation 비교



자료: SK 텔레콤, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

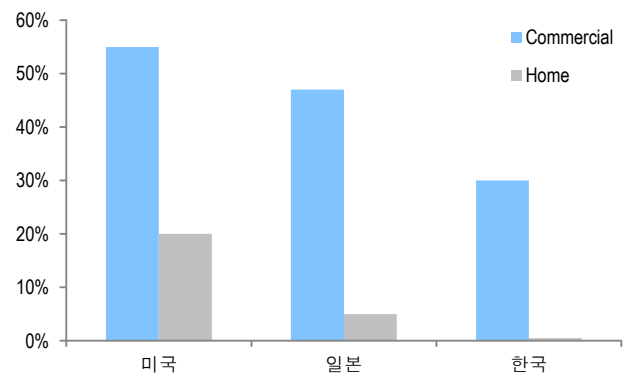
주: 주요보안기업 M&A 평균은 Tyco, ADT US, Verisure 등 보안기업 M&A 거래 평균

국내 물리보안 시장 규모



자료: Freedonia Research, 유안타증권 리서치센터

2017년 보안 서비스 보급률



자료: LEK Consulting, ADT 캡스, 유안타증권 리서치센터

글로벌 ICT 기업 보안사업 진출 사례

기업	내용
Comcast	보안솔루션사 iControl 인수 (2016년) 2011년 Home 보안 사업 개시 후 2017년 가입자 110만 확보
Google	Nest 를 통해 보안 장비사 Dropcam 인수 (2014년). 보안 사업 본격 진출
AT&T	영상보안사 Xanboo 인수 (2010년) Digital Life'(Home IoT + 보안) 출시, 가입자 50만 수준 확보
Amazon	IoT Doorbell 제조사 Ring 인수를 기반으로 Home 출입보안 시장 진입 (2018년)

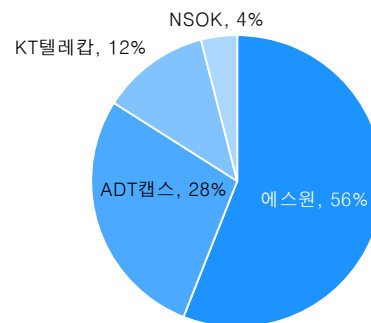
자료: SK 텔레콤유안타증권 리서치센터

## ADT캡스 사업 영역

구분	내용
통합관제	무인경비, 출입통제, 모바일 모니터링, Home Automation, 네트워크 보안 등
인경비	전문 경호, 사설/국가시설 경비 등
시스템통합	시설 보안 플랫폼, 건물 관리 솔루션 등

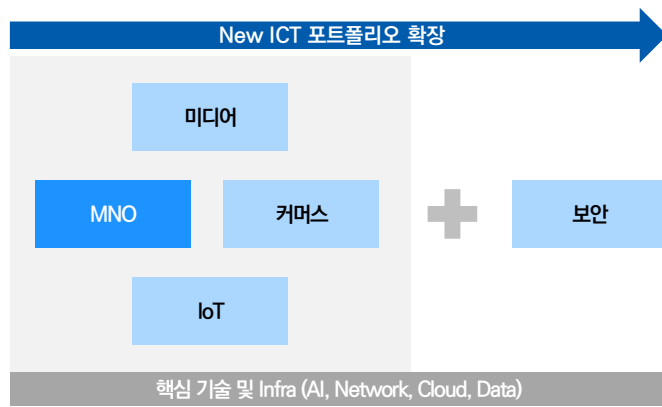
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

## 2017년 국내 물리보안 사업자 매출 점유율



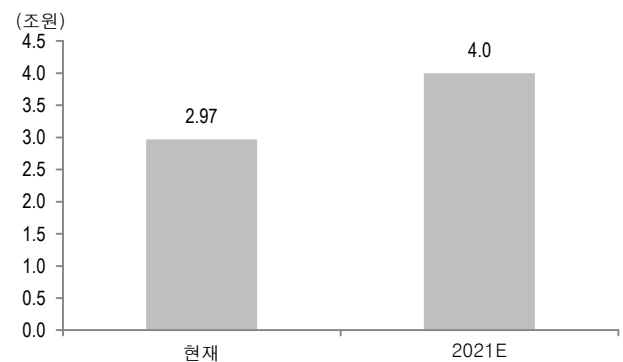
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

## SKT의 2021년 성장 목표



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

## SKT의 2021년 성장 목표 - 보안사업 Enterprise Value



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

## SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	170,918	175,200	169,237	171,059	174,230
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	170,918	175,200	169,237	171,059	174,230
판매비	155,561	159,834	156,417	157,744	159,584
영업이익	15,357	15,366	12,820	13,315	14,647
EBITDA	46,043	47,841	46,187	47,082	48,613
영업외손익	5,604	18,666	26,203	29,147	29,168
외환관련손익	-15	-69	-138	-138	-138
이자손익	-2,361	-2,231	-2,343	-2,253	-2,163
관계기업관련손익	5,445	22,457	30,576	33,370	33,370
기타	2,535	-1,492	-1,891	-1,832	-1,901
법인세비용차감전순이익	20,961	34,032	39,023	42,462	43,815
법인세비용	4,360	7,457	8,919	9,668	9,975
계속사업순이익	16,601	26,576	30,104	32,794	33,840
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16,601	26,576	30,104	32,794	33,840
지배지분순이익	16,760	25,998	30,143	32,827	33,874
포괄순이익	14,128	26,566	30,104	32,794	33,840
지배지분포괄이익	14,330	25,972	30,134	32,827	33,874

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	59,966	62,018	62,400	58,900	56,748
현금및현금성자산	15,052	14,577	15,231	11,159	8,512
매출채권 및 기타채권	33,691	33,947	33,653	34,094	34,453
재고자산	2,598	2,724	2,560	2,581	2,606
비유동자산	253,010	272,269	300,593	331,313	361,834
유형자산	103,742	101,449	99,082	96,315	93,349
관계기업 등 지분관련자산	74,043	95,384	125,960	159,330	192,701
기타투자자산	11,097	11,923	11,954	11,985	12,016
자산총계	312,977	334,287	362,993	390,213	418,583
유동부채	64,441	71,091	70,598	70,649	70,760
매입채무 및 기타채무	42,601	45,082	44,925	45,312	45,758
단기차입금	26	1,300	1,200	1,100	1,000
유동성장기부채	11,902	18,337	18,037	17,737	17,437
비유동부채	87,371	82,904	89,135	90,368	91,594
장기차입금	1,397	2,115	7,115	7,115	7,115
사채	63,389	55,966	56,966	57,966	58,966
부채총계	151,812	153,995	159,733	161,017	162,354
지배지분	159,714	178,421	201,504	227,270	254,083
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	159,532	178,359	201,442	227,208	254,021
비지배지분	1,450	1,871	1,757	1,926	2,146
자본총계	161,164	180,292	203,261	229,196	256,229
순차입금	55,314	55,010	59,875	64,463	67,626
총차입금	76,717	77,828	83,428	84,028	84,628

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	42,432	38,558	7,822	7,169	8,428
당기순이익	16,601	26,576	30,104	32,794	33,840
감가상각비	30,686	32,475	33,367	33,767	33,967
외환손익	-11	13	138	138	138
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-30,576	-33,370	-33,370
자산부채의 증감	138	-2,615	-1,038	-1,474	-1,366
기타현금흐름	-4,982	-17,891	-24,173	-24,686	-24,781
투자활동 현금흐름	-24,622	-30,706	-29,801	-29,683	-29,657
투자자산	-637	-1,586	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-24,905	-27,159	-31,000	-31,000	-31,000
유형자산 감소	225	294	0	0	0
기타현금흐름	694	-2,255	1,199	1,317	1,343
재무활동 현금흐름	-10,448	-8,266	-4,611	-9,474	-9,471
단기차입금	-2,574	1,274	-100	-100	-100
사채 및 장기차입금	223	2,179	5,700	700	700
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061
기타현금흐름	-1,037	-4,658	-3,150	-3,013	-3,010
연결범위변동 등 기타	2	-61	27,243	27,916	28,054
현금의 증감	7,363	-475	653	-4,071	-2,647
기초 현금	7,689	15,052	14,577	15,231	11,159
기말 현금	15,052	14,577	15,231	11,159	8,512
NOPLAT	15,357	15,366	12,820	13,315	14,647
FCF	18,081	14,701	11,218	11,576	12,913

자료: 유안타증권

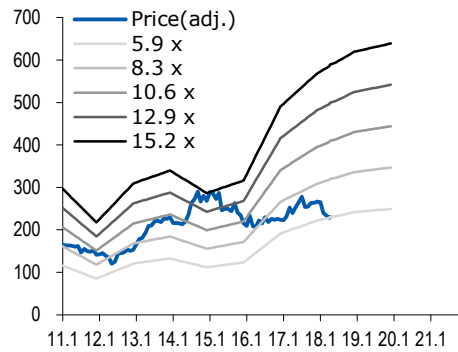
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	20,756	32,198	37,331	40,655	41,951
BPS	226,194	252,689	285,379	321,870	359,844
EBITDAPS	57,022	59,250	57,200	58,309	60,206
SPS	211,675	216,978	209,592	211,850	215,777
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	10.5	7.8	6.2	5.7	5.5
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.4	5.4	5.3
PSR	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-0.3	2.5	-3.4	1.1	1.9
영업이익 증가율 (%)	-10.1	0.1	-16.6	3.9	10.0
지배순이익 증가율 (%)	10.4	55.1	15.9	8.9	3.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.0	8.8	7.6	7.8	8.4
지배순이익률 (%)	9.8	14.8	17.8	19.2	19.4
EBITDA 마진 (%)	26.9	27.3	27.3	27.5	27.9
ROIC	8.5	8.2	6.9	7.3	8.2
ROA	5.6	8.0	8.6	8.7	8.4
ROE	10.7	15.4	15.9	15.3	14.1
부채비율 (%)	94.2	85.4	78.6	70.3	63.4
순차입금/자기자본 (%)	34.6	30.8	29.7	28.4	26.6
영업이익/금융비용 (배)	5.3	5.1	4.2	4.4	5.0

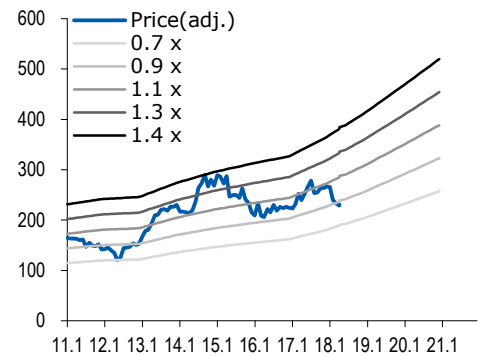
P/E band chart

(천원)

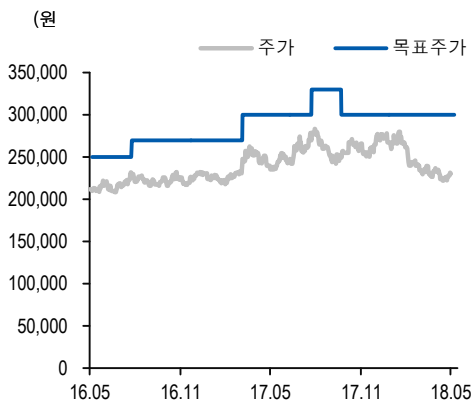


P/B band chart

(천원)



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-08	BUY	300,000	1년		
2017-09-25	BUY	300,000	1년		
2017-07-27	BUY	330,000	1년	-21.11	-14.09
2017-03-09	BUY	300,000	1년	-15.94	-7.17
2016-07-28	BUY	270,000	1년	-16.83	-10.74
2016-02-15	BUY	250,000	1년	-14.23	-6.60

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.