



2018년 5월 30일 | Equity Research

SK텔레콤 (017670)

단기 재료 부족, 5G 내다본 장기 매수 추천

5G 이벤트 감안한 매수 전략 추천, TP 32만원 유지

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 금년도 이익 정체에 대한 주가 반영이 어느 정도 이루어진 상황이고, 2) 2019년 이후엔 5G 서비스로 인한 매출액 증가로 재차 이익 성장 예상되며, 3) 요금인하 이벤트 종료로 사실상 규제 리스크 낮아졌으며, 4) 단기 지배구조 개편 가능성성이 낮아진 것은 사실이나 장기적으로 보면 여전히 기업분할 가능성이 존재하고, 5) 역사적 Multiple이 최하단에 위치해 있어 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 12개월 목표 주가는 기존의 32만원을 유지한다.

2018년도에는 실적 부진 불가피할 전망

SKT의 금년도 실적 전망은 밝지 않다. IFRS 15 기준으로는 말할 것도 없고 구 회계 기준으로도 지난해대비 영업이익 감소 가능성이 높다는 판단이다. 시장 냉각 기조로 마케팅비용이 감소하고 LTE CAPEX 감소로 감가상각비의 일시적 감소 현상이 나타나겠지만 가입자 정체와 더불어 25% 선택약정요금할인가입자 증가에 따른 이동전화 ARPU 하락률이 크게 나타날 것이다. SK플래닛 적자 폭도 당장 크게 감소하긴 어렵고 지분매각에 따른 연결법인 대상 제외 가능성도 낮아 금년도 영업이익 감소 양상을 불가피해 보인다.

기업분할 늦어질 전망, 하지만 5G 이슈 부각 가능성에 주목

SKT는 중장기 매수 접근을 권한다. 물론 기업분할은 예상보다 늦어질 전망이다. 공정거래법 개정이 이루어지고 SK하이닉스 지분 추가 취득이 이슈화되어야 물적분할 추진이 본격화될 공산이 큰데 자체 선거로 인해 빨라야 9월 정기 국회에서 공정거래법 개정 논의가 시작될 것으로 판단되기 때문이다. 따라서 당분간 기업분할 이슈로 SKT 주가가 오르긴 쉽지 않아 보인다. 하지만 역으로 5G 기대감이 높아질 수 있다는 점을 간과 해선 안 된다. 전세계 각국의 주파수 경매가 시작되면서 5G 상용화 기대감이 높아지고 있는 상황이며, 네트워크장비 관련 주들의 주가가 탄력적 반등을 시도하고 있어 연초와 마찬가지로 통신서비스주까지 매수세가 확산될 공산이 크기 때문이다. 이 경우 업종대표주인 SKT 주가가 반등할 소지가 높으므로 점진적 매수 관점으로의 전환을 추천한다.

Update

BUY

| TP(12M): 320,000원 | CP(5월 28일): 227,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,478.96		
52주 최고/최저(원)	283,500/220,500	매출액(십억원)	17,270.2 17,633.3
시가총액(십억원)	18,369.6	영업이익(십억원)	1,412.5 1,492.1
시가총액비중(%)	1.53	순이익(십억원)	2,851.9 2,846.7
발행주식수(천주)	80,745.7	EPS(원)	33,989 33,976
60일 평균 거래량(천주)	176.8	BPS(원)	279,722 307,125
60일 평균 거래대금(십억원)	40.5		
18년 배당금(예상, 원)	11,000		
18년 배당수익률(예상, %)	4.84		
외국인지분율(%)	40.93		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 3 인	25.22		
국민연금	9.16		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.4 (12.2) (10.6)		
상대	1.0 (10.9) (15.1)		

Stock Price	
(천원)	SK텔레콤(자)
298	298
278	278
258	258
238	238
218	218
198	198
17.5	17.8 17.11 18.2 18.5
150	150
120	120
100	100
80	80
60	60

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	17,091.8	17,520.0	16,661.4	17,131.5	18,467.3
영업이익	십억원	1,535.7	1,536.6	1,287.6	1,619.5	2,464.1
세전이익	십억원	2,096.1	3,403.2	3,632.8	3,871.2	4,667.2
순이익	십억원	1,676.0	2,599.8	2,778.6	2,960.5	3,571.2
EPS	원	20,756	32,198	34,412	36,665	44,228
증감률	%	10.4	55.1	6.9	6.5	20.6
PER	배	10.79	8.29	6.61	6.20	5.14
PBR	배	0.99	1.07	0.83	0.75	0.68
EV/EBITDA	배	5.18	5.70	5.58	5.30	4.47
ROE	%	10.74	15.38	14.72	14.09	15.20
BPS	원	225,796	248,964	274,631	301,677	336,285
DPS	원	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000

(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

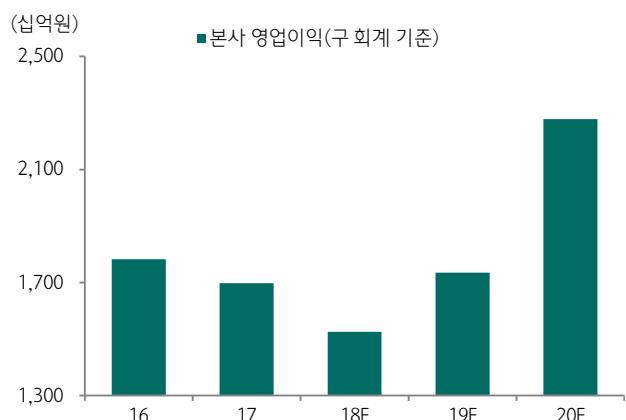
금년도 실적 부진 불가피, 2019년 이후에나 실적 개선 전망

2018년 SKT 실적 부진 불가피,
5G 개시되는 2019년 이후
실적 전망은 낙관적

2018년 SKT 실적 전망은 밝지 않다. 가입자 정체, ARPU 하락이 당분간 지속될 전망이고 인건비를 비롯하여 영업비용 추세 역시 긍정적이지 않기 때문이다. 시장 냉각 기조로 마케팅 비용이 감소하고 LTE CAPEX 감소로 감가상각비의 일시적 감소 현상이 나타나겠지만 가입자 정체와 더불어 25% 선택약정요금 할인 가입자 증가에 따른 이동전화 ARPU 하락률이 크게 나타날 것이어서 실적 호전을 기대하기 어려워 보인다. SK플래닛 적자 폭도 당장 크게 감소하기 어렵고 지분매각에 따른 연결법인 대상 제외 가능성도 낮아 금년도 영업이익 감소 양상은 불가피하다는 판단이다.

이에 따라 SKT의 경우엔 금년도 실적 우려가 지속될 것으로 판단된다. IFRS 15뿐만 아니라 구 회계 기준으로도 연결 영업이익 감소 가능성은 높아 보이며 별도 기준으로는 영업이익 감소가 유력하기 때문이다. 따라서 투자 전략상 투자가들의 금년도 SKT 실적 기대감이 충분히 낮아질 때까지 기다려볼 필요가 있다는 판단이다. 2018년 SKT 실적 기대감이 없어지고 5G로 투자가들의 시각이 변화할 시점에 매수 진입해도 늦지 않을 것 같다.

그림 1. SKT 본사 기준 영업이익 전망(구 회계 기준)



자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 연결 기준 영업이익 전망(구 회계 기준)



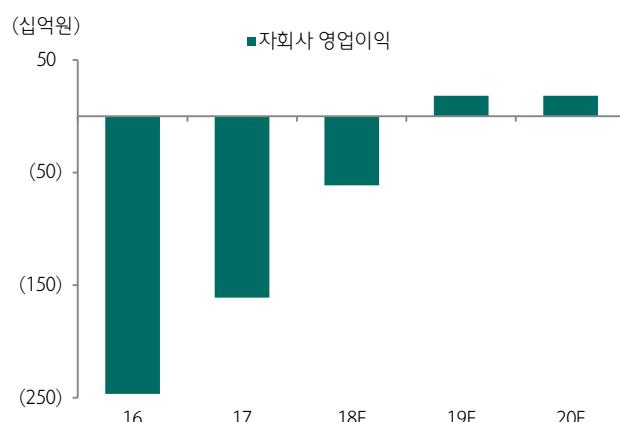
자료: SKT, 하나금융투자

그림 3. SKT 분기별 이동전화 서비스 매출액 추이 및 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. SKT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: SKT, 하나금융투자

기업분할 지연 예상, SK플래닛 성과도 단기에 나타나긴 어려울 전망

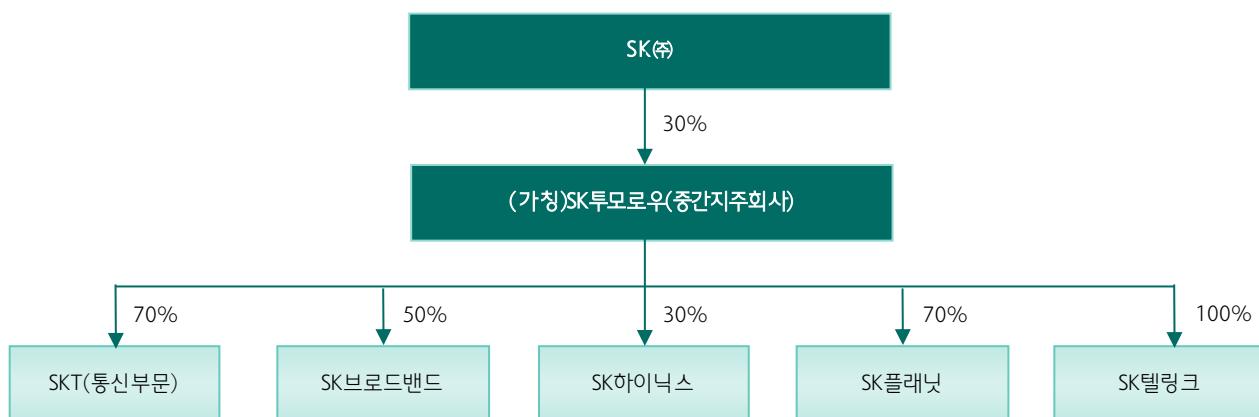
SKT 의사 결정 부담 큰 상황,
기업분할 당초 예상보다
많이 늦어질 듯

SKT 기업분할 역시 당초 예상보다 많이 늦어질 것으로 보인다. 지배구조개편 방식이 인적 분할이 아닌 물적분할로 전개될 가능성이 높고 그렇게 되면 SKT 기업분할이 장기 표류할 가능성이 높기 때문이다. 인적분할의 경우 세금혜택을 받으려면 금년도 상반기 안에 기업분할 공시를 내고 연내 작업을 마쳐야 되지만 물적분할은 어차피 세금 이슈가 없어 당장 서두를 이유가 없다. 사실상 정부/국회가 공정거래법 개정을 추진하지 않는 이상 그렇다. 지주사의 자회사 주식 보유기준을 상장사는 20%에서 30%, 비상장사는 40%에서 50%로 강화할 가능성이 높아지지 않는 한 SKT가 기업분할을 서두를 이유가 없기 때문이다. SKT가 기업분할 여부를 한참 더 고민할 가능성이 높아 단기 재료 부각 가능성은 낮다는 판단이다.

SK플래닛도 당분간은 좀 더 골치를 썩일 공산이 크다. 신세계/롯데로의 지분 매각 협상이 난항을 겪고 있으며 당장 드라마틱한 실적 개선이 나타나긴 어려울 전망이기 때문이다. 최근 까지도 SK플래닛의 지분 매각 작업은 여전히 진행형이다. 하지만 신세계로의 지분 매각이 사실상 실패로 끝난데다가 당장 가시권 안에 들어 온 SK플래닛 지분 매각 대상업체는 없는 상태다. 매각 지분률 및 가격에 대한 이견이 여전히 존재하며 해외법인 부실이 나타나 회계 처리한 점도 지분 인수 추진 업체로 하여금 매수를 꺼리게 하고 있다. 일부 재무적 투자가로의 매각을 추진할 수도 있지만 단기에 투자가들이 기대할 만한 성과를 낼지는 의문이다.

더불어 SK플래닛이 당초 내년도 흑자전환을 목표로 하고 있지만 아직은 달성 여부를 낙관하기 어렵다. SK플래닛이 흑자전환하려면 마케팅비용을 축소하는 방법 밖에는 없는데 그럴 경우 매출/시장점유율에서 부정적인 결과가 나타날 것이 자명하기 때문이다. 결국 매출액 성장을 통한 이익 성장을 기대할 수 밖에 없는 상황인데 현재 커머스업체들의 경쟁 상황을 감안 시 쉽지 않아 보인다. SK플래닛 정상화에 대한 기대감은 다소 낮추어야 할 것 같다.

그림 5. SK텔레콤 물적분할 시나리오(공정거래법 개정 통과 가정 기준)



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	17,091.8	17,520.0	16,661.4	17,131.5	18,467.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	16,661.4	17,131.5	18,467.3
판관비	15,556.1	15,983.4	15,373.8	15,512.0	16,003.2
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,287.6	1,619.5	2,464.1
금융손익	248.2	(67.1)	(165.9)	(146.9)	(128.3)
종속/관계기업손익	544.5	2,245.7	2,669.5	2,596.0	2,516.0
기타영업외손익	(232.3)	(312.1)	(158.4)	(197.4)	(184.6)
세전이익	2,096.1	3,403.2	3,632.8	3,871.2	4,667.2
법인세	436.0	745.7	840.5	890.4	1,073.5
계속사업이익	1,660.1	2,657.6	2,792.2	2,980.8	3,593.7
중단사업이익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	2,792.2	2,980.8	3,593.7
비지배주주지분 순이익	(15.9)	57.8	13.6	20.3	22.6
지배주주순이익	1,676.0	2,599.8	2,778.6	2,960.5	3,571.2
지배주주지분포괄이익	1,433.0	2,597.2	2,447.2	2,612.5	3,149.8
NOPAT	1,216.3	1,200.0	989.7	1,247.0	1,897.4
EBITDA	4,604.3	4,784.1	4,615.8	4,947.7	5,792.3
성장성(%)					
매출액증가율	(0.3)	2.5	(4.9)	2.8	7.8
NOPAT증가율	(4.4)	(1.3)	(17.5)	26.0	52.2
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(3.5)	7.2	17.1
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(16.2)	25.8	52.2
(지배주주)순이익증가율	10.4	55.1	6.9	6.5	20.6
EPS증가율	10.4	55.1	6.9	6.5	20.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	27.7	28.9	31.4
영업이익률	9.0	8.8	7.7	9.5	13.3
계속사업이익률	9.7	15.2	16.8	17.4	19.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	34,412	36,665	44,228
BPS	225,796	248,964	274,631	301,677	336,285
CFPS	58,203	58,881	88,262	90,980	100,608
EBITDAPS	57,022	59,250	57,164	61,275	71,735
SPS	211,675	216,978	206,344	212,166	228,709
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
주가지표(배)					
PER	10.8	8.3	6.6	6.2	5.1
PBR	1.0	1.1	0.8	0.8	0.7
PCFR	3.8	4.5	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.6	5.3	4.5
PSR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	10.7	15.4	14.7	14.1	15.2
ROA	5.6	8.0	8.1	8.1	9.0
ROIC	7.9	7.6	5.9	6.4	8.7
부채비율	94.2	85.4	75.1	71.3	63.6
순부채비율	34.9	30.7	35.7	34.2	29.0
이자보상배율(배)	5.3	5.1	6.3	8.7	14.6

주 : 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

자료: 하나금융투자

대차대조표

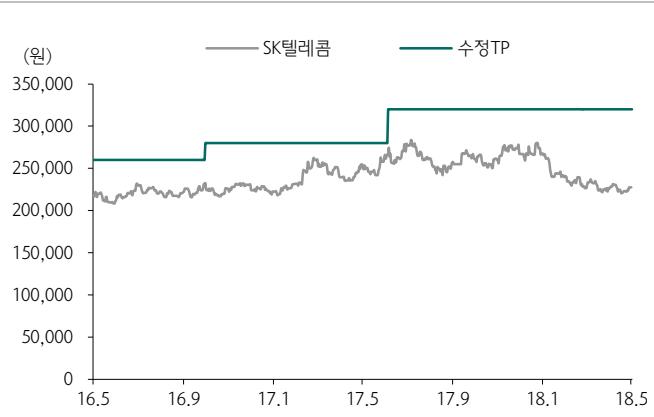
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,996.6	6,201.8	6,290.3	6,691.5	7,309.3
금융자산	2,140.4	2,281.7	2,294.9	2,438.5	2,549.5
현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,494.9	1,638.5	1,749.5
매출채권 등	3,369.1	3,394.7	3,411.7	3,623.6	3,880.3
재고자산	259.8	272.4	333.7	354.4	379.5
기타유동자산	227.3	253.0	250.0	275.0	500.0
비유동자산	25,301.0	27,226.9	28,938.8	31,540.6	33,804.5
투자자산	8,514.0	10,730.8	10,510.8	10,561.9	10,774.0
금융자산	1,109.7	1,192.3	972.4	1,023.5	1,235.6
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,476.7	10,808.5	11,140.4
무형자산	5,708.8	5,502.0	7,102.0	9,302.0	10,802.0
기타비유동자산	704.0	849.2	849.3	868.2	1,088.1
자산총계	31,297.7	33,428.7	35,229.1	38,232.1	41,113.8
유동부채	6,444.1	7,109.1	8,075.8	8,856.1	8,916.9
금융부채	1,279.8	1,992.1	3,652.2	4,224.2	3,990.2
매입채무 등	4,260.1	4,508.2	3,790.3	4,025.8	4,310.9
기타유동부채	904.2	608.8	633.3	606.1	615.8
비유동부채	8,737.1	8,290.4	7,039.1	7,058.8	7,063.8
금융부채	6,478.8	5,819.1	5,829.1	5,849.1	5,854.1
기타비유동부채	2,258.3	2,471.3	1,210.0	1,209.7	1,209.7
부채총계	15,181.2	15,399.5	15,114.9	15,914.9	15,980.7
지배주주지분	15,971.4	17,842.1	19,914.7	22,098.5	24,893.0
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
자본조정	(2,716.1)	(2,719.6)	(2,719.6)	(2,719.6)	(2,719.6)
기타포괄이익누계액	(226.2)	(234.7)	(234.7)	(234.7)	(234.7)
이익잉여금	15,953.2	17,835.9	19,908.5	22,092.3	24,886.8
비지배주주지분	145.0	187.1	199.5	218.7	240.1
자본총계	16,116.4	18,029.2	20,114.2	22,317.2	25,133.1
순금융부채	5,618.3	5,529.4	7,186.4	7,634.8	7,294.9

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	4,113.7	6,280.5	6,728.9
당기순이익	1,660.1	2,657.6	2,792.2	2,980.8	3,593.7
조정	2,569.3	1,459.7	3,351.5	3,349.3	3,347.3
감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,328.2	3,328.2	3,328.2
외환거래손익	(1.1)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(544.5)	(2,245.7)	0.0	0.0	0.0
기타	46.3	456.6	23.3	21.1	19.1
영업활동 자산부채 변동	13.8	(261.5)	(2,030.0)	(49.6)	(212.1)
투자활동 현금흐름	(2,462.2)	(3,070.6)	(5,017.2)	(5,931.1)	(5,593.2)
투자자산감소(증가)	(171.0)	(2,216.7)	219.9	(51.1)	(212.1)
유형자산감소(증가)	(2,467.9)	(2,686.5)	(3,660.0)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	176.7	1,832.6	(1,577.1)	(2,220.0)	(1,721.1)
재무활동 현금흐름	(1,044.8)	(826.6)	940.8	(205.8)	(1,024.7)
금융부채증가(감소)	25.4	52.5	1,670.1	592.0	(229.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(364.1)	(173.0)	(23.2)	(21.1)	(19.0)
배당지급	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(776.7)	(776.7)
현금의 증감	736.3	(47.5)	37.2	143.5	111.0
Unlevered CFO	4,699.7	4,754.4	7,126.8	7,346.3	8,123.7
Free Cash Flow	1,752.7	1,140.0	453.7	2,620.5	3,068.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
17.7.3	BUY	320,000		
16.10.28	BUY	280,000	-15.47%	-5.00%
16.5.30	BUY	260,000	-15.25%	-10.77%
16.4.22	BUY	320,000	-34.26%	-32.34%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 5월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.