

2018. 7. 30



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 300,000 원

현재주가 (7.27) 242,000 원

상승여력 24.0%

KOSPI 2,294.99pt

시가총액 195,405억원

발행주식수 8,075만주

유동주식비율 62.23%

외국인비중 41.67%

52주 최고/최저가 283,500원/220,500원

평균거래대금 399.9억원

주요주주(%)

SK 외 3인 25.22

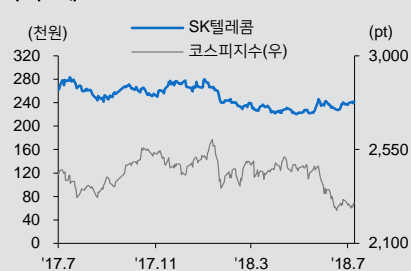
국민연금 9.16

주가상승률(%)

1개월 3.0 6개월 -9.5 12개월 -13.3

절대주가 5.1 1.5 -7.7

주가그래프



SK텔레콤 017670

2Q18 Review:
종합 ICT 회사 밑그림 그리기

- ✓ 2Q18 영업이익 3,527억원(-16.7% YoY, 구 회계 기준)으로 시장 컨센서스 부합
- ✓ 4월 발생한 네트워크 장애 보상액 약 300억원 감안 시 무난한 2Q18 실적
- ✓ IPTV 전년 대비 +25.1% 고성장 지속. 옥수수(oksusu) 2Q18 가입자 900만명 돌파
- ✓ 11번가는 지난 분기에 이어 적자폭을 축소하며 분기 BEP 수준에 근접
- ✓ 종합 ICT 회사로의 전환을 모색 중이며, 연결 자회사 중장기적 기업가치 증대 기대

2Q18 Review: 일회성 감안 시 시장 기대치 충족

구 회계 기준 2Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 4조 1,719억원(-4.0% YoY), 3,527억원(-16.7% YoY)으로 컨센서스(영업이익 3,563억원)에 부합했다. IFRS 15 기준 영업이익은 3,469억원이며, 회계기준 변경에 따른 차이는 -58억원으로 전 분기(-340억원) 대비 감소했다. 마케팅비용은 7,014억원(-8.6% YoY)으로 하향 안정화 추세를 이어갔으며, 지난 4월 발생한 네트워크 장애에 따른 보상액 약 300억원 감안 시 무난한 실적을 기록했다.

미디어와 커머스 실적 개선

미디어 부문 IPTV 사업은 가입자 확대 및 유료 콘텐츠 이용 증가로 전년 대비 +25.1% 성장했다. 자체 OTT 플랫폼 옥수수(oksusu)는 2Q18 가입자 900만명을 돌파하며 고성장을 이어갔다. 향후 미디어 사업 경쟁력 강화 일환으로 국내외 콘텐츠 사업자와의 제휴 확대가 본격화될 전망이다. 지난 분기에 이어 적자폭을 더욱 축소해 분기 BEP에 근접한 11번가도 하반기 실적 개선에 기여할 전망이다.

종합 ICT 회사로 전환 목표

동사는 소프트뱅크와 같은 종합 ICT 회사로의 전환을 모색 중이며, 중간지주사를 포함한 지배구조 개편 작업을 진행하고 있다. ADT캡스의 공정위 심사 결과와 SK플래닛 구조개편을 고려하면 다소 시간이 소요될 전망이나, 3~5년 내 IPO를 통해 기업가치를 혁신한다는 계획이다. SK하이닉스 지분가치가 동사 시가총액의 60%를 차지하는 가운데 주요 연결 자회사들의 중장기적 기업가치 증대로 동사의 저평가 매력이 부각될 전망이다.

(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	16,939.0	1,522.7	2,847.8	35,268	20.0	246,616	6.8	1.0	5.2	15.1	68.2
2019E	17,173.9	1,529.3	2,622.7	32,481	-7.9	269,478	7.4	0.9	4.9	12.6	61.6
2020E	17,631.0	1,740.2	2,782.4	34,459	6.1	294,317	6.9	0.8	4.5	12.2	56.1

표1 SK텔레콤 2Q18 Earnings Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	4,171.9	4,345.6	-4.0	4,220.7	-1.2	4,262.0	-2.1	4,229.8	-1.4
영업이익	352.7	423.3	-16.7	359.5	-1.9	356.3	-1.0	384.2	-8.2
세전이익	874.8	748.5	16.9	941.0	-7.0	964.8	-9.3	906.3	-3.5
당기순이익	676.5	620.5	9.0	716.6	-5.6	744.8	-9.2	700.8	-3.5

주: K-IFRS 1018호, 구 회계 기준

자료: SK텔레콤, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 IFRS 15 도입에 따른 SK텔레콤 연결 손익계산서 변경 및 사유

(십억원)	구 회계 기준					IFRS15 기준		변경 사유
	2Q17	1Q18	2Q 18	YoY	QoQ	2Q 18	Diff.	
영업수익	4,345.6	4,220.7	4,171.9	-4.0%	-1.2%	4,154.3	-17.6	고객지불대가의 매출 차감, 복합계약의 매출 재배분
이동전화수익	2,697.7	2,568.9	2,497.8	-7.4%	-2.8%	2,568.9	71.1	
접속수익	144.7	150.9	156.1	7.9%	3.4%	150.9	-5.2	
기타	267.2	273.1	286.1	7.1%	4.7%	268.8	-17.3	
상품수익	1,236.0	1,227.8	1,232.0	-0.3%	0.3%	1,193.0	-39.0	
영업비용	3,922.3	3,861.2	3,819.2	-2.6%	-1.1%	3,807.4	-11.8	
종업원급여	465.1	550.7	535.2	15.1%	-2.8%	535.6	0.4	고객획득원가 자산화로 4억원 증가
지급/판매수수료	1,367.3	1,252.6	1,216.7	-11.0%	-2.9%	1,216.9	0.2	고객지불대가 매출 차감, 고객획득원가 자산화 2억원 증가
광고선전비	123.4	114.0	122.9	-0.4%	7.8%	110.5	-12.4	고객지불대가의 매출 차감으로 124억원 감소
감가상각비	805.8	823.8	806.7	0.1%	-2.1%	806.7	0.0	
망접속정산비용	213.0	215.0	218.8	2.7%	1.8%	218.8	0.0	
전용회선료	49.9	41.8	40.4	-19.0%	-3.4%	40.4	0.0	
전파사용료	33.5	38.8	36.1	7.8%	-7.1%	36.1	0.0	
상품매출원가	445.4	410.9	399.0	-10.4%	-2.9%	399.0	0.0	
기타영업비용	418.9	413.6	443.4	5.8%	7.2%	443.4	0.0	
영업이익	423.3	359.5	352.7	-16.7%	-1.9%	346.9	-5.8	

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

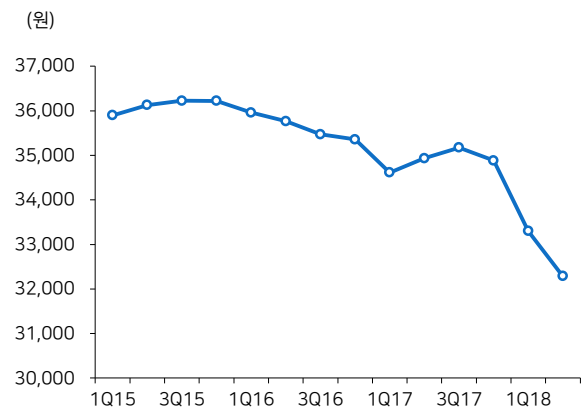
표3 SK텔레콤 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	17,152.3	17,415.5	16,939.0	17,173.8	-1.2%	-1.4%
영업이익	1,527.5	1,504.3	1,522.7	1,529.3	-0.3%	1.7%
세전이익	3,749.4	4,207.2	3,728.7	4,232.3	-0.6%	0.6%
당기순이익	2,854.9	3,197.3	2,838.6	3,216.4	-0.6%	0.6%

주: K-IFRS 1018호, 구 회계 기준

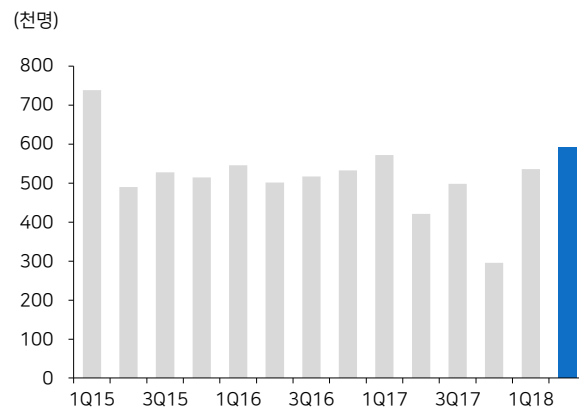
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK텔레콤 무선 ARPU 추이



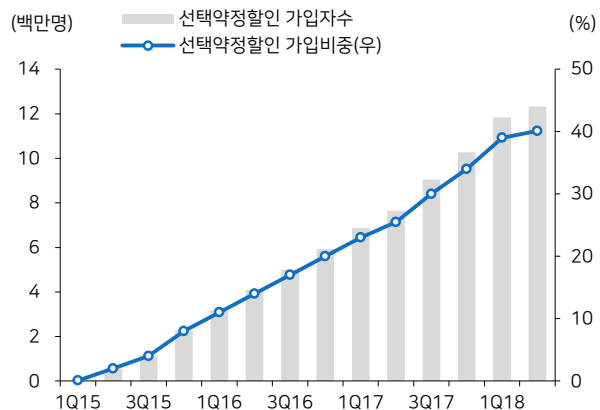
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LTE 가입자 순증 추이



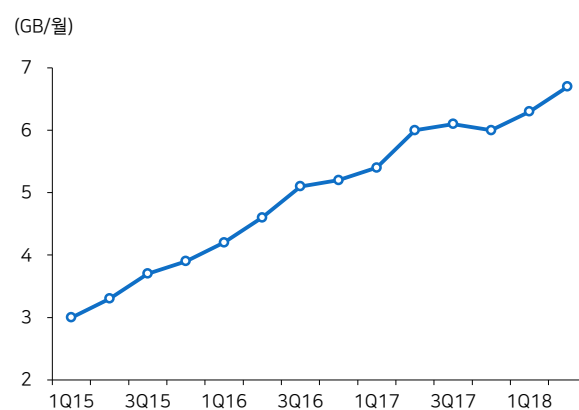
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 선택약정할인 가입자 및 가입 비중 추이



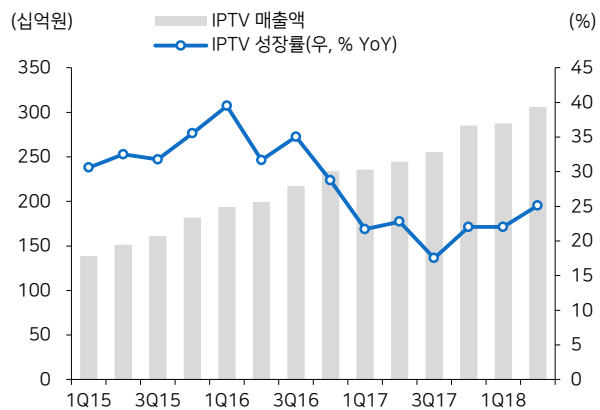
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LTE 가입자 인당 데이터 사용량 추이



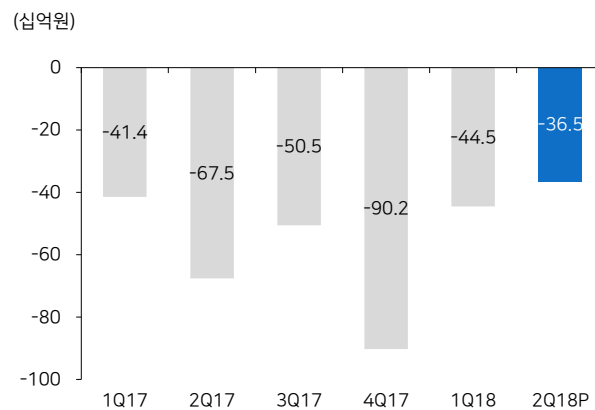
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 IPTV 매출액 및 성장률 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK플래닛 영업손익 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,091.8	17,520.0	16,939.0	17,173.9	17,631.0
매출액증가율 (%)	-0.3	2.5	-3.3	1.4	2.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	16,939.0	17,173.9	17,631.0
판매관리비	15,556.1	15,983.4	15,416.3	15,644.5	15,890.9
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,522.7	1,529.3	1,740.2
영업이익률	9.0	8.8	9.0	8.9	9.9
금융손익	248.2	-67.1	-122.7	-66.2	-65.0
종속/관계기업손익	544.5	2,245.7	2,953.2	2,557.1	2,581.2
기타영업외손익	-232.3	-312.1	-161.3	-155.6	-154.2
세전계속사업이익	2,096.1	3,403.3	4,191.9	3,864.6	4,102.2
법인세비용	436.0	745.7	1,003.1	927.9	986.6
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,188.8	2,936.8	3,115.6
지배주주지분 순이익	1,676.0	2,599.8	2,847.8	2,622.7	2,782.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	6,235.5	6,422.1	6,704.9
당기순이익(손실)	1,660.1	2,657.6	3,188.8	2,936.8	3,115.6
유형자산상각비	3,068.6	3,247.5	3,201.6	3,390.9	3,453.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	13.8	-261.5	-192.3	49.2	95.7
투자활동 현금흐름	-2,462.2	-3,070.6	-4,562.3	-4,897.9	-5,107.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2,490.5	-2,715.9	-3,179.6	-3,306.8	-3,406.0
투자자산의감소(증가)	-171.0	-2,216.7	-1,391.2	-1,551.7	-1,656.8
재무활동 현금흐름	-1,044.8	-826.6	-1,929.3	-918.2	-910.5
차입금의 증감	25.4	52.5	-1,204.6	-124.6	-117.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	736.3	-47.5	-256.0	606.0	686.6
기초현금	768.9	1,505.2	1,457.7	1,201.7	1,807.7
기말현금	1,505.2	1,457.7	1,201.7	1,807.7	2,494.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,996.6	6,201.8	5,788.4	6,458.1	7,268.4
현금및현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,201.7	1,807.7	2,494.3
매출채권	2,240.9	2,126.0	2,055.5	2,084.0	2,139.5
재고자산	259.9	272.4	263.4	267.0	274.1
비유동자산	25,301.0	27,226.9	28,596.1	30,063.6	31,672.9
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,122.9	10,038.7	9,991.3
무형자산	5,708.8	5,502.0	5,502.0	5,502.0	5,502.0
투자자산	8,514.0	10,730.8	12,122.0	13,673.7	15,330.4
자산총계	31,297.7	33,428.7	34,384.5	36,521.7	38,941.3
유동부채	6,444.1	7,109.1	5,814.8	5,831.8	5,915.1
매입채무	402.5	351.7	340.1	344.8	353.9
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	8,128.4	8,088.5	8,086.0
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	13,943.2	13,920.3	14,001.1
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	19,907.0	21,753.0	23,758.6
비지배주주지분	145.0	187.1	528.1	842.2	1,175.4
자본총계	16,116.4	18,029.2	20,441.3	22,601.3	24,940.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	211,675	216,978	209,782	212,691	218,353
EPS(지배주주)	20,756	32,198	35,268	32,481	34,459
CFPS	58,203	58,881	94,088	92,149	95,447
EBITDAPS	57,022	59,250	58,509	60,935	64,321
BPS	197,799	220,967	246,616	269,478	294,317
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	4.5	3.7	4.6	4.6	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	8.3	6.8	7.4	6.9
PCR	3.8	4.5	2.5	2.6	2.5
PSR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	4,604.3	4,784.2	4,724.4	4,920.3	5,193.6
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.2	4.9	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	15.4	15.1	12.6	12.2
EBITDA 이익률	26.9	27.3	27.9	28.6	29.5
부채비율	94.2	85.4	68.2	61.6	56.1
금융비용부담률	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	5.3	5.1	5.5	6.1	7.1
매출채권회전율(x)	7.5	8.0	8.1	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	64.1	65.8	63.2	64.8	65.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-24.4	-21.0	
2018.05.28	산업분석	Buy	300,000	정지수	-23.5	-17.8	
2018.07.13	산업브리프	Buy	300,000	정지수	-23.1	-17.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-	-	