



2018년 9월 11일 | Equity Research

SK텔레콤 (017670)

내년엔 기업가치 급증할 것, 현 시점 매수 적기 평가

매수/TP 32만원으로 유지, 이젠 긴 호흡으로 집중 매수해야

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 연결 영업이익 기준으로 금년도엔 이익 감소가 불가피하겠지만 내년부턴 뚜렷한 이익 증가가 예상되며, 2) 2019년엔 통신부문 영업이익의 증가가 유력한데다가 SK하이닉스 배당금 증가가 지속되는 상황이어서 배당금을 늘리거나 또는 기업가치 증대에 도움이 되는 M&A를 전개할 가능성이 높고, 3) SKT 주가 상승에 결정타가 될 이동전화 ARPU가 2019년 1분기엔 상승 전환할 것이 유력하며, 4) 아직은 정부 스탠스가 명확하지 않고 여론 및 종업원 반발 등 변수가 많아 지배구조 개편을 추진하는 데 부담이 큰 상황이지만 교통정리가 끝나는 2019년엔 물적분할 추진과 더불어 미디어/플랫폼/IT 업체에 대한 지속적인 M&A 전개가 예상되어 기업가치대비 저평가 논란이 확산될 전망이고, 5) 향후 11번가/캡스 상장을 추진 중이어서 2019년부터는 IPO를 앞둔 실적 관리에 나설 공산이 커 자회사 실적 개선이 기대되며, 6) 5G 조기 상용화로 장기 실적 개선 기대감이 높아지고 있기 때문이다. 12개월 목표 주가는 기존의 32만원을 유지한다. 이젠 내년도를 바라본 적극 매수 전략을 추천한다.

금년엔 영업이익 감소 불가피, 하지만 내년부턴 급증할 것

SKT는 구 회계 기준으로도 금년도 영업이익 감소가 불가피할 전망이다. 마케팅비용/감가상각비 감소에도 불구하고 이동전화 ARPU 하락 폭이 워낙 크기 때문이다. 하지만 2019년부터는 괄목할만한 이익 성장이 예상된다. 이동전화 ARPU가 상승 전환하는 반면 영업비용 증가 폭은 크지 않을 것이기 때문이다. 주파수관련 무형자산상각비를 제외하면 비용 증가 폭이 크지 않다는 점에서 그렇다. 여기에 11번가 실적도 IPO를 준비하면서 서서히 개선 추세를 나타낼 공산이 크다. 특히 현 시점에서는 2019년 이후 SKT 이동전화 ARPU 성장률이 LTE 도입 당시보다 클 것이란 점과 IFRS 15 기준 마케팅비용은 내년도 급감할 가능성이 높다는 점을 유의 깊게 살펴 볼 필요가 있어 보인다.

5G 랠리에 배당 또는 자회사 가치 부각될 수 있다는 점에 유의

SKT를 매수할 경우 장기적으로 큰 수혜를 받을 가능성이 높다. 5G 이벤트가 이미 본격화되고 있어 5G 랠리가 이미 시작된 것으로 판단되는 데다가 장기적으로 배당을 늘리지 않으면 M&A를 통한 성장 가치를 주식 시장에서 입증할 가능성이 높기 때문이다. 5G 네트워크장비/칩 출시가 본격화되면서 이미 5G 실체 논란이 사라지고 12월 모뎀 형태이지만 수도권에서 5G 전파가 송출될 것으로 알려지면서 5G 조기 상용화 기대감이 고조되고 있는 상황이다. 여기에 SK하이닉스 실적 향상으로 자회사 배당 유입분 증가 기대감도 높다. 내년도엔 통신부문 실적도 양호할 것으로 보여 M&A가 없다면 배당금 증액 가능성이 높은 상황이다. 기업가치가 높아질 수 밖에 없는 상황이라는 점을 인지할 필요가 있겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 320,000원 | CP(9월 10일): 265,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,288.66		
52주 최고/최저(원)	280,000/220,500	매출액(십억원)	16,978.6 17,385.5
시가총액(십억원)	21,438.0	영업이익(십억원)	1,390.5 1,478.3
시가총액비중(%)	1.78	순이익(십억원)	3,177.0 3,124.2
발행주식수(천주)	80,745.7	EPS(원)	38,883 38,202
60일 평균 거래량(천주)	149.6	BPS(원)	297,442 330,996
60일 평균 거래대금(십억원)	37.0		
18년 배당금(예상,원)	10,000		
18년 배당수익률(예상,%)	3.77		
외국인지분율(%)	42.43		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 3 인	25.22		
국민연금	9.22		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.5 13.7 6.4		
상대	3.2 22.2 9.0		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	17,091.8	17,520.0	16,591.0	17,202.7	18,591.2
영업이익	십억원	1,535.7	1,536.6	1,337.0	1,657.5	2,272.0
세전이익	십억원	2,096.1	3,403.2	4,173.3	4,462.5	5,035.3
순이익	십억원	1,676.0	2,599.8	3,220.1	3,415.8	3,854.6
EPS	원	20,756	32,198	39,879	42,303	47,737
증감률	%	10.4	55.1	23.9	6.1	12.8
PER	배	10.79	8.29	6.66	6.28	5.56
PBR	배	0.99	1.07	0.90	0.81	0.72
EV/EBITDA	배	5.18	5.70	5.71	5.21	4.51
ROE	%	10.74	15.38	16.32	14.87	14.89
BPS	원	225,796	248,964	295,628	329,186	368,179
DPS	원	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000

(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

하나금융투자

표 1. SKT의 연간 수익 예상(구 회계 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	17	18F	19F	20F
매출액	17,520.0	16,720.9	17,335.1	18,710.1
영업이익	1,536.6	1,386.0	1,658.1	2,149.3
(영업이익률)	8.8	8.3	9.6	11.5
세전이익	3,403.3	4,222.4	4,463.0	4,912.7
순이익	2,599.8	3,253.0	3,415.5	3,761.8
(순이익률)	14.8	19.5	19.7	20.1

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: SKT, 하나금융투자

표 2. SKT의 분기별 수익 예상(구 회계 기준)

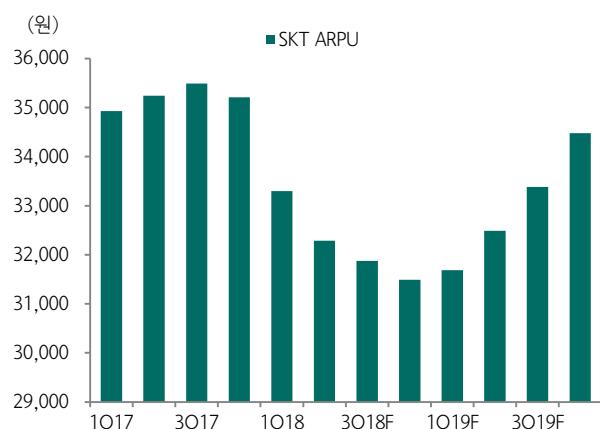
(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
매출액	4,234.4	4,345.6	4,442.7	4,497.3	4,220.7	4,171.9	4,165.7	4,162.6
영업이익	410.5	423.3	392.4	310.4	359.5	352.7	357.0	316.9
(영업이익률)	9.7	9.7	8.8	6.9	8.5	8.5	8.6	7.6
세전이익	724.2	748.4	1,004.1	926.6	941.0	1,168.8	1,097.9	1,014.6
순이익	589.1	624.9	795.8	590.0	719.2	918.2	840.1	775.5
(순이익률)	13.9	14.4	17.9	13.1	17.0	22.0	20.2	18.6

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

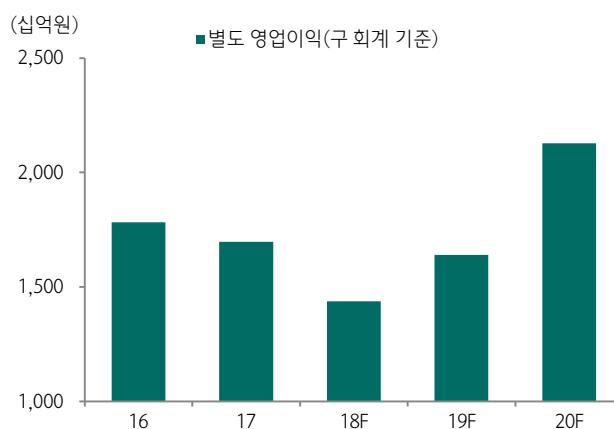
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



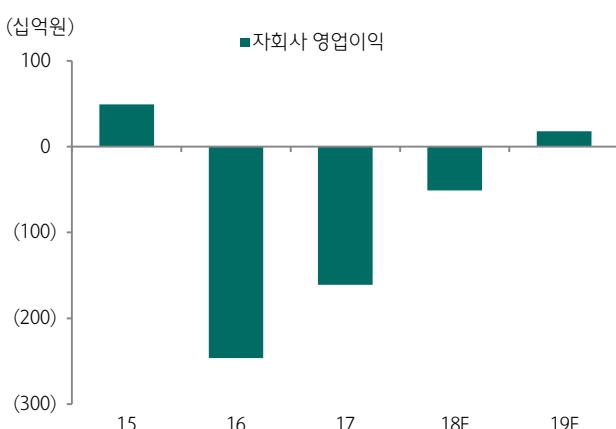
자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 구 회계 기준 별도 영업이익 전망



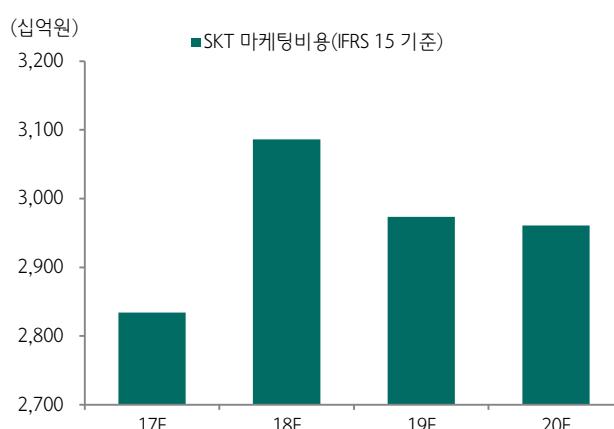
자료: SKT, 하나금융투자

그림 3. SKT 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. SKT IFRS 15 기준 마케팅비용 전망



주 : 회사측 과거치 IFRS15 회계 기준 제공하지 않으며 투자자들의 이해를 돋기 위한 당사 추정치임

자료: SKT, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	17,091.8	17,520.0	16,591.0	17,202.7	18,591.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	16,591.0	17,202.7	18,591.2
판관비	15,556.1	15,983.4	15,254.0	15,545.2	16,319.2
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,337.0	1,657.5	2,272.0
금융순익	248.2	(67.1)	(155.9)	(146.9)	(128.3)
종속/관계기업순익	544.5	2,245.7	3,179.8	3,149.2	3,076.2
기타영업외순익	(232.3)	(312.1)	(187.6)	(197.4)	(184.6)
세전이익	2,096.1	3,403.2	4,173.3	4,462.5	5,035.3
법인세	436.0	745.7	946.0	1,026.4	1,158.1
계속사업이익	1,660.1	2,657.6	3,227.3	3,436.1	3,877.2
중단사업이익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,227.3	3,436.1	3,877.2
비지배주주지분 순이익	(15.9)	57.8	7.2	20.3	22.6
지배주주순이익	1,676.0	2,599.8	3,220.1	3,415.8	3,854.6
지배주주지분포괄이익	1,433.0	2,597.2	3,231.3	3,442.6	3,884.5
NOPAT	1,216.3	1,200.0	1,034.0	1,276.3	1,749.4
EBITDA	4,604.3	4,784.1	4,632.6	4,953.1	5,567.6
성장성(%)					
매출액증가율	(0.3)	2.5	(5.3)	3.7	8.1
NOPAT증가율	(4.4)	(1.3)	(13.8)	23.4	37.1
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(3.2)	6.9	12.4
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(13.0)	24.0	37.1
(지배주주)순이익증가율	10.4	55.1	23.9	6.1	12.8
EPS증가율	10.4	55.1	23.9	6.1	12.8
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	27.9	28.8	29.9
영업이익률	9.0	8.8	8.1	9.6	12.2
계속사업이익률	9.7	15.2	19.5	20.0	20.9

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	39,879	42,303	47,737
BPS	225,796	248,964	295,628	329,186	368,179
CFPS	58,203	58,881	87,283	97,900	104,764
EBITDAPS	57,022	59,250	57,373	61,342	68,952
SPS	211,675	216,978	205,472	213,048	230,244
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	10.8	8.3	6.7	6.3	5.6
PBR	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	3.8	4.5	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.7	5.2	4.5
PSR	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
재무비율(%)					
ROE	10.7	15.4	16.3	14.9	14.9
ROA	5.6	8.0	9.2	9.0	9.3
ROIC	7.9	7.6	6.3	7.0	8.6
부채비율	94.2	85.4	66.7	60.8	55.2
순부채비율	34.9	30.7	22.1	16.8	12.3
이자보상배율(배)	5.3	5.1	5.9	8.9	13.5

자료: 하나금융투자

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

대차대조표

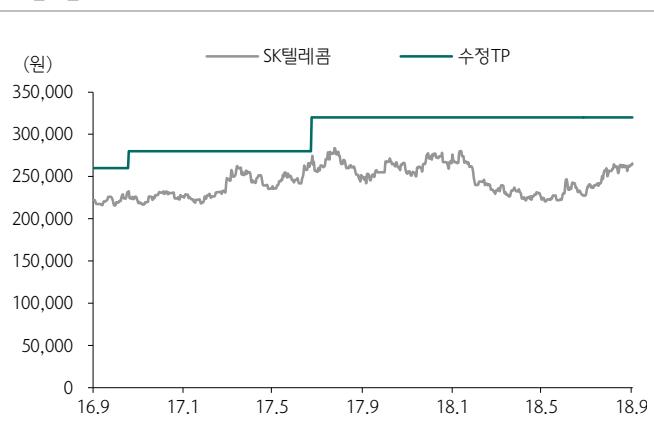
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,996.6	6,201.8	7,238.0	8,269.4	9,525.5
금융자산	2,140.4	2,281.7	3,272.9	3,987.8	4,726.8
현금성자산	1,505.2	1,457.7	2,472.9	3,187.8	3,926.8
매출채권 등	3,369.1	3,394.7	3,455.1	3,649.7	3,915.8
재고자산	259.8	272.4	260.0	356.9	383.0
기타유동자산	227.3	253.0	250.0	275.0	499.9
비유동자산	25,301.0	27,226.9	29,130.9	31,193.1	33,482.0
투자자산	8,514.0	10,730.8	10,903.7	10,959.8	11,164.4
금융자산	1,109.7	1,192.3	839.7	895.8	1,100.4
유형자산	10,374.2	10,144.9	9,936.8	10,301.2	10,665.6
무형자산	5,708.8	5,502.0	6,870.3	9,070.3	10,570.3
기타비유동자산	704.0	849.2	1,420.1	861.8	1,081.7
자산총계	31,297.7	33,428.7	36,368.9	39,462.5	43,007.5
유동부채	6,444.1	7,109.1	6,998.4	7,342.2	7,711.2
금융부채	1,279.8	1,992.1	1,751.1	1,753.8	1,756.4
매입채무 등	4,260.1	4,508.2	4,519.3	4,886.3	5,242.6
기타유동부채	904.2	608.8	728.0	702.1	712.2
비유동부채	8,737.1	8,290.4	7,554.8	7,574.6	7,579.6
금융부채	6,478.8	5,819.1	6,343.9	6,363.9	6,368.9
기타비유동부채	2,258.3	2,471.3	1,210.9	1,210.7	1,210.7
부채총계	15,181.2	15,399.5	14,553.2	14,916.9	15,290.8
지배주주지분	15,971.4	17,842.1	21,610.0	24,319.7	27,468.2
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)	(2,719.1)	(2,719.1)	(2,719.1)
기타포괄이익누계액	(226.2)	(234.7)	(292.8)	(292.8)	(292.8)
이익잉여금	15,953.2	17,835.9	21,661.4	24,371.1	27,519.6
비지배주주지분	145.0	187.1	205.6	225.9	248.5
자본총계	16,116.4	18,029.2	21,815.6	24,545.6	27,716.7
순금융부채	5,618.3	5,529.4	4,822.1	4,129.9	3,398.6

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	6,297.6	6,756.1	7,022.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,227.3	3,436.1	3,877.2
조정	2,569.3	1,459.7	2,903.9	3,295.6	3,295.6
감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,295.6	3,295.6	3,295.6
외환거래손익	(1.1)	1.3	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	(544.5)	(2,245.7)	(626.6)	0.0	0.0
기타	46.3	456.6	235.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	13.8	(261.5)	166.4	24.4	(150.8)
투자활동 현금흐름	(2,462.2)	(3,070.6)	(4,560.6)	(5,357.8)	(5,584.6)
투자자산감소(증가)	(171.0)	(2,216.7)	(173.0)	(56.0)	(204.6)
유형자산감소(증가)	(2,467.9)	(2,686.5)	(3,385.2)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	176.7	1,832.6	(1,002.4)	(1,641.8)	(1,720.0)
재무활동 현금흐름	(1,044.8)	(826.6)	(722.4)	(683.4)	(698.5)
금융부채증가(감소)	25.4	52.5	283.8	22.7	7.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(364.1)	(173.0)	(300.1)	0.0	0.0
배당지급	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(706.1)
현금의 증감	736.3	(47.5)	1,015.1	715.0	739.0
Unlevered CFO	4,699.7	4,754.4	7,047.7	7,905.0	8,459.2
Free Cash Flow	1,752.7	1,140.0	2,910.1	3,096.1	3,362.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.7.3	BUY	320,000		
16.10.28	BUY	280,000	-15.47%	-5.00%
16.9.12	BUY	260,000	-14.56%	-10.96%
16.4.22	BUY	320,000	-32.08%	-27.50%

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	94.0%	5.1%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 9일

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 9월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 9월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 작성은 보조안 연구원(성도훈)은 SK텔레콤의 비용으로 2018년 8월 30일~31일까지 2일간 SK텔레콤 제주도 IR 행사에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

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.