



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원(상향)

주가(9/18): 277,000원

시가총액: 223,666억원

통신서비스

Analyst 장민준

02) 3787-4740

minjunj@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(9/18)	2,308.989pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	280,000원
등락률	-0.54%
수익률	절대
1W	6.5%
6M	16.3%
1Y	10.1%
	상대
	3.9%
	25.9%
	14.0%

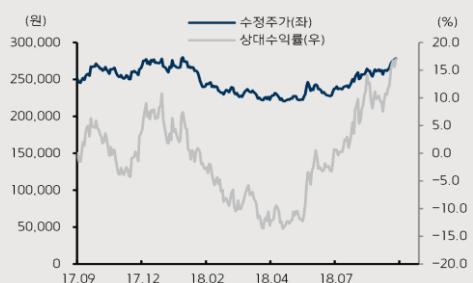
Company Data

발행주식수	80,746천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	42.70%
배당수익률(18E)	3.75%
BPS(18E)	247,459원
주요 주주	SK㈜
	25.22%

투자지표

(억원) IFRS)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	175,200	170,689	174,269	180,710
보고영업이익(억원)	15,366	13,915	15,190	15,725
핵심영업이익(억원)	15,366	13,915	15,190	15,725
EBITDA(억원)	47,841	38,516	38,668	37,941
세전이익(억원)	34,032	42,318	42,827	42,398
순이익(억원)	26,576	32,290	32,120	30,527
지배주주순이익(억원)	25,998	32,364	32,194	29,863
EPS(원)	32,198	40,081	39,871	36,984
증감율(%YoY)	55.1	24.5	-0.5	-7.2
PER(배)	8.3	6.9	7.0	7.5
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.8	6.7	5.4	4.7
보고영업이익률(%)	8.8	8.2	8.7	8.7
핵심영업이익률(%)	8.8	8.2	8.7	8.7
ROE(%)	15.6	16.9	15.0	12.8
순부채비율(%)	30.5	16.8	-7.0	-19.9

Price Trend



투자 아이디어

SK텔레콤 (017670)

기업가치 재평가 필요한 시점



동사는 MNO 시장에서의 지배적인 사업자 지위를 지속 유지할 것으로 판단한다. 이와 함께 Non Telco사업의 성장성을 재평가할 시점이라고 본다. ADT캡스와 11번가의 MNO사업과의 시너지 측면에서 살펴보면 지금 현저히 저평가 국면이다. 목표주가를 360,000원으로 상향하고, 투자의견 BUY를 유지한다.

>>> MNO 시장에서의 지위 유지 지속

MNO시장은 현재 1) 선택약정요율 상향에 따른 무선 ARPU지속적인 감소추세 2) 취약계층 및 노인계층 통신비 감면 부담, 3) 보편요금제 이슈에 따른 저가 요금가입자 비중 확대되는 상황 속에 있다. MNP현황에 따라 가입자 유치경쟁은 다소 줄어들었다고 볼 수 있으나, 규제 리스크 속에 기존 고객의 Up-selling으로 매출 성장에 대한 기대감을 가지기는 쉽지 않은 상황이다. 동사는 이러한 상황에서 기존 고객을 기반으로 고객만족을 최대로 하는 고객가치혁신을 통해, 기존 고객의 충성도를 높이는 전략을 실행 중에 있고, 이는 시장 지배적 사업자로서의 지위를 공고히 하는 측면에서 긍정적이다. 향후 5G 주파수 대역의 확장 폭이 가장 크다는 점에서 5G 사업이 본격화되는 구간에서 보다 나은 서비스를 제공할 것으로 예상된다.

>>> Non-Telco 기업가치가 목표주가 상향의 근거

19년부터는 이러한 Non Telco사업의 재평가가 본격화 될 것으로 예상된다. 동사는 MNO 사업의 안정적 지위를 바탕으로 Non Telco사업에 대한 지속적인 투자를 진행해왔고, 이를 바탕으로 19년 영업수익 17조 4,270억원(YoY 2.1%), 영업이익 1조 5,190억원(YoY 9.2%)를 예상한다.

우선 ADT캡스 인수 이후 1)ADT캡스 인수 후 연결실적 개선효과, 2) 보안서비스 출시로 유무선 가입자 증가라는 시너지 효과를 기대해볼 수 있다는 점이 긍정적이다. ADT캡스와 NSOK까지 합치면, 보안 시장 점유율은 34%로 지배적인 사업자에 준하는 위치까지 올라갈 수 있기 때문이다.

또한, 동사는 SK플래닛 구조개편과 11번가 투자유치를 통해 이후 E-커머스 시장에 대한 성장성과 함께 갈 것이다. 리테일 시장에서 오프라인 거래액이 정체된 반면, E-커머스 시장은 성장이 지속되고 있기 때문이다. 특히 모바일 커머스의 급속한 확산이 시장의 고성장을 주도할 것이다. 11번가는 모바일 커머스 시장에서 지배적인 사업자 역할을 하고 있고, 향후 SKT고객과의 시너지 효과도 기대해볼 수 있다. 이를 통해 18년 2분기 이후에는 분기 단위 흑자수준에 수익성이 균형화 있다고 판단한다. 추가적으로 옥수수를 기반으로 하는 OTT와 컨텐츠 사업과 5G의 시너지에 대한 기대감에 대한 긍정적 시각을 유지할 필요가 있다.

목표주가는 360,000원으로 상향한다. 목표주가는 Sum of the Parts 방식으로 Telco와 Non Telco에 대한 기업가치를 근거로 계산하였다. 투자의견 BUY를 유지한다.

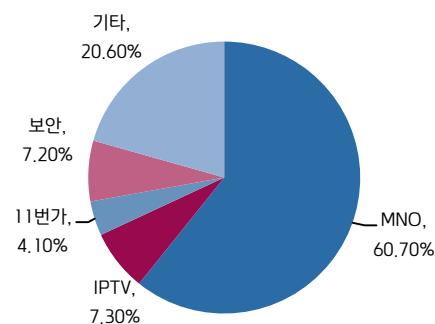
ADT 캡스 시너지 효과 기대

국내 물리보안 시장 규모는 2022년까지 연평균 7.5% 성장률을 기록할 것으로 추정된다. 국내 보안시장은 미국, 일본 등 주요 국가 대비 서비스 보급율이 낮아 향후 성장 가능성이 높다고 판단한다. 향후 보안시장은 주차장 및 사업장의 무인화 솔루션이 제공될 것으로 추정하고, 많은 데이터를 사용하는 통신기능을 기반으로 함에 따라 5G투자와 맞물려 새로운 비즈니스 영역이 될 것이다.

주차장 관리 사업 ADT의 영업망 및 출동보안 서비스와 시너지를 제공할 것이다. SK텔레콤에서는 실시간 주차 상황 및 주차 공간에 대한 서비스를 제공하고, 주차 이후의 문제 발생시 ADT캡스영역에서 관리할 것으로 예상된다.

또한, 아마존 고에서 추구하는 무인매장은 새로운 SOHO의 트렌드로 자리매김함에 따라, SOHO의 보안 수요도 늘어날 전망이다. SK텔레콤은 Kisok내 솔루션 제공과 함께 ADT캡스의 무인 매장 관리 시너지가 예상된다.

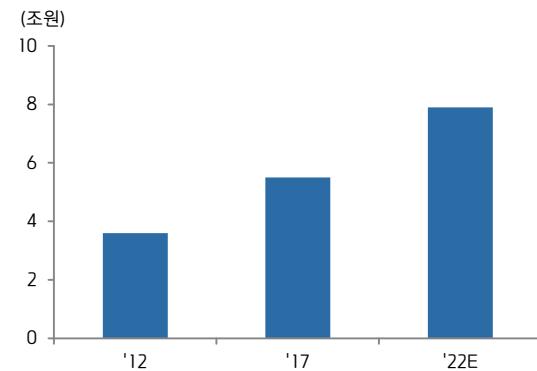
현재는 MNO 중심의 비즈니스



자료: SK텔레콤, 키움증권

주: 18년 2분기 서비스매출 기준(ADT캡스 포함)

국내 물리보안 시장 규모



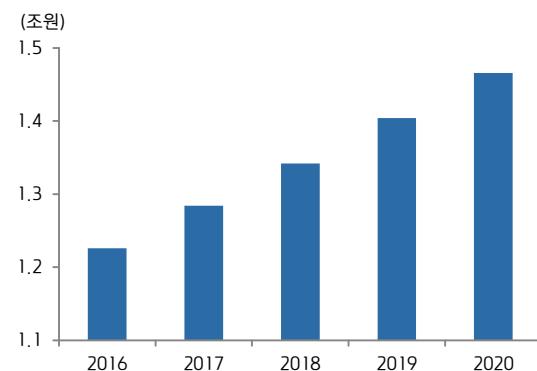
자료: SK텔레콤, 키움증권

무인 매장 Amazon go



자료: 아마존, 키움증권

국내 주차장 운영시장 규모 추이

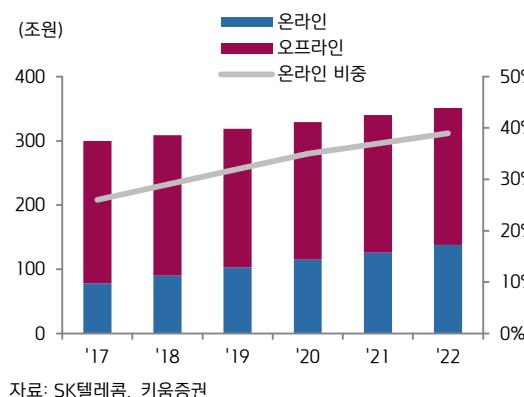


자료: VIG, 키움증권

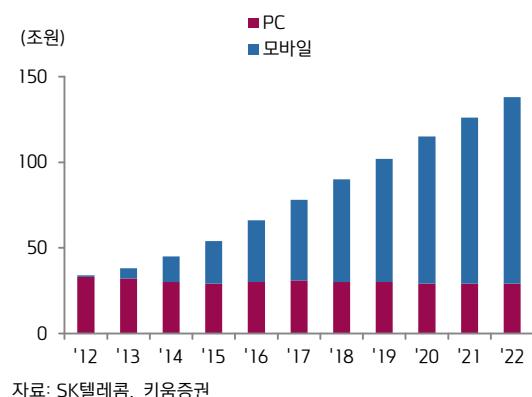
11번가 가치 재평가 필요

현재 리테일 시장에서 온라인 커머스(E-커머스) 비중이 지속적으로 상승하고 있다. 이러한 성장은 특히 모바일 커머스가 이끌고 있는 것으로 확인된다. 따라서 모바일 커머스의 지배적 사업자인 11번가의 성장성은 긍정적이다. 실적 측면에서 17년 거래액 중심의 가격할인 경쟁에서 벗어나 효율적 마케팅 기조를 통해 18년 2분기는 분기 단위 흑자에 근접해 있는 상황이다. 향후 SK텔레콤의 고객과 포인트, 멤버십 공유를 통해 새로운 시너지를 창출하게 될 것으로 판단한다.

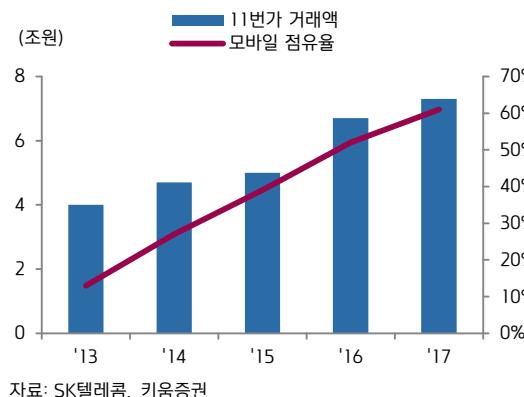
온라인 커머스 비중 확대



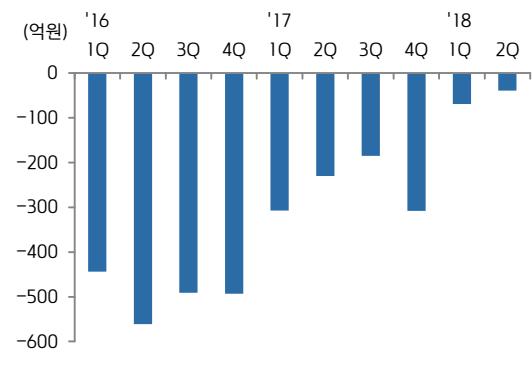
온라인 내 모바일 커머스 성장 주도



11번가 거래액



11번가 영업이익 추이



목표주가 360,000원 제시

목표주가를 기존의 310,000원에서 360,000원으로 상향한다. 상향의 근거는 1) ADT캡스 인수 이후의 실적 성장 반영, 2) 11번가 모바일 커머스 성장성에 대한 기대, 3) 글로벌 통신사 Peer 대비 5G 선도의 프리미엄 반영이다.

목표주가 산출은 12개월 Forward EBITDA기준 영업가치를 계산하였으며, 주요 관계투자기업인 SK하이닉스, ADT캡스, 11번가에 대한 기업가치를 고려한 Sum of the Parts로 계산하였다.

SK텔레콤 목표주가 산출 근거

Sum of the Parts	12개월 Forward	Target EV/EBITDA	비고
영업가치	21,857	5.1	Peer 그룹 평균
관계기업투자	13,544		
SK하이닉스	10,076		주요 관계기업 추정 EV*할인율 적용 지분가치
ADT캡스	1,261		
11번가	2,207		
순차입금	6,120		
적정주주가치	29,280		
수정발행주식수(백만주)	81		
목표주가	362,625		

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	170,918	175,200	170,689	174,269	180,710
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	170,918	175,200	170,689	174,269	180,710
판매비 및 일반관리비	155,561	159,834	156,774	159,080	164,985
영업이익(보고)	15,357	15,366	13,915	15,190	15,725
영업이익(핵심)	15,357	15,366	13,915	15,190	15,725
영업외손익	5,604	18,666	28,402	27,638	26,673
이자수익	544	760	619	535	1,137
배당금수익	192	124	173	0	186
외환이익	193	208	181	0	0
이자비용	2,905	2,991	3,036	3,104	2,991
외환손실	208	277	244	0	0
관계기업지분법손익	5,445	22,457	6,266	0	0
투자및기타자산처분손익	4,820	14	59	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-487	1,670	30	0	0
기타	-1,989	-3,299	24,354	30,206	28,341
법인세차감전이익	20,961	34,032	42,318	42,827	42,398
법인세비용	4,360	7,457	10,028	10,707	11,871
유효법인세율 (%)	20.8%	21.9%	23.7%	25.0%	28.0%
당기순이익	16,601	26,576	32,290	32,120	30,527
지배주주지분순이익(억원)	16,760	25,998	32,364	32,194	29,863
EBITDA	46,043	47,841	38,516	38,668	37,941
현금순이익(Cash Earnings)	47,287	59,051	56,890	55,599	52,742
수정당기순이익	13,170	25,261	32,223	32,120	30,527
증감율(% YoY)					
매출액	-0.3	2.5	-2.6	2.1	3.7
영업이익(보고)	-10.1	0.1	-9.4	9.2	3.5
영업이익(핵심)	-10.1	0.1	-9.4	9.2	3.5
EBITDA	-2.1	3.9	-19.5	0.4	-1.9
지배주주지분 당기순이익	10.4	55.1	24.5	-0.5	-7.2
EPS	10.4	55.1	24.5	-0.5	-7.2
수정순이익	-14.0	91.8	27.6	-0.3	-5.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	42,432	38,558	46,564	71,660	52,641
당기순이익	16,601	26,576	32,290	32,120	30,527
감가상각비	30,686	32,475	24,600	23,479	22,215
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-11	13	63	0	0
자산처분손익	103	337	-59	0	0
지분법손익	0	0	-6,266	0	0
영업활동자산부채 증감	138	-2,615	109	16,482	506
기타	-5,085	-18,228	-4,172	-422	-607
투자활동현금흐름	-24,622	-30,706	-13,571	-18,592	-33,308
투자자산의 처분	1,023	-3,610	5,182	-325	-15,041
유형자산의 처분	225	294	0	0	0
유형자산의 취득	-24,905	-27,159	-19,976	-18,268	-18,268
무형자산의 처분	-6,189	-1,369	0	0	0
기타	5,223	1,138	1,222	0	0
재무활동현금흐름	-10,448	-8,266	-7,056	-7,025	-7,012
단기차입금의 증가	-2,574	1,274	0	0	0
장기차입금의 증가	223	2,179	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061
기타	-1,037	-4,658	5	36	49
현금및현금성자산의순증가	7,363	-475	25,937	46,043	12,321
기초현금및현금성자산	7,689	15,052	14,577	40,514	86,557
기말현금및현금성자산	15,052	14,577	40,514	86,557	98,877
Gross Cash Flow	42,294	41,173	46,455	55,178	52,135
Op Free Cash Flow	11,893	13,333	15,281	33,085	15,776

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	59,966	62,018	80,563	113,970	148,665
현금및현금성자산	15,052	14,577	40,514	90,094	109,449
유동금융자산	6,351	8,240	3,414	3,485	18,071
매출채권및유동채권	35,939	36,417	34,138	17,427	18,071
재고자산	2,598	2,724	2,438	2,904	3,012
기타유동금융자산	25	60	59	60	62
비유동자산	253,010	272,269	272,339	267,693	264,452
장기매출채권및기타비유동채권	5,571	6,832	6,656	6,796	7,047
투자자산	85,443	107,767	113,839	114,265	114,720
유형자산	103,742	101,449	96,824	91,613	87,665
무형자산	57,088	55,020	55,020	55,020	55,020
기타비유동자산	1,166	1,201	0	0	0
자산총계	312,977	334,287	352,902	381,664	413,117
유동부채	64,441	71,091	68,458	68,836	70,347
매입채무및기타유동채무	46,231	48,452	47,204	48,195	49,976
단기차입금	26	1,300	1,300	1,300	1,300
유동성장기차입금	11,902	18,337	18,337	18,337	18,337
기타유동부채	6,281	3,003	1,617	1,005	735
비유동부채	87,371	82,904	82,908	82,945	82,994
장기매입채무및비유동채무	16,270	13,538	13,538	13,538	13,538
사채및장기차입금	64,786	58,081	58,081	58,081	58,081
기타비유동부채	6,315	11,285	11,290	11,326	11,375
부채총계	151,812	153,995	151,366	151,781	153,340
자본금	446	446	446	446	446
주식발행초과금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	159,532	178,359	203,735	228,929	251,781
기타자본	-33,408	-33,529	-33,529	-33,529	-33,529
지배주주지분자본총계	159,714	178,421	199,812	225,006	247,857
비지배주주지분자본총계	1,450	1,871	1,723	1,589	2,204
자본총계	161,164	180,292	201,536	226,595	250,061
순차입금	55,311	54,900	33,789	-15,862	-49,803
총차입금	76,715	77,717	77,717	77,717	77,717

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	40,081	39,871	36,984
BPS	197,799	220,967	247,459	278,659	306,960
주당EBITDA	57,022	59,250	47,700	47,889	46,988
CFPS	58,562	73,132	70,456	68,857	65,319
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	10.8	8.3	6.9	7.0	7.5
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	5.8	6.7	5.4	4.7
PCFR	3.8	3.7	4.0	4.0	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.0	8.8	8.2	8.7	8.7
영업이익률(핵심)	9.0	8.8	8.2	8.7	8.7
EBITDA margin	26.9	27.3	22.6	22.2	21.0
순이익률	9.7	15.2	18.9	18.4	16.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	15.6	16.9	15.0	12.8
투하자본이익률(ROIC)	10.3	10.2	9.1	11.1	12.6
안정성(%)					
부채비율	94.2	85.4	75.1	67.0	61.3
순차입금비율	34.3	30.5	16.8	-7.0	-19.9
이자보상배율(배)	5.3	5.1	4.6	4.9	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.8	4.8	6.8	10.2
재고자산회전율	64.1	65.8	66.1	65.2	61.1
매입채무회전율	4.1	3.7	3.6	3.7	3.7

Compliance Notice

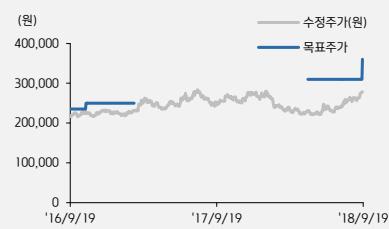
- 당사는 9월 18일 현재 'SK텔레콤' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접으로 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		
				목표가격 대상사점	평균 주가대비	최고주가대비
SK텔레콤 (017670)	2016-07-29	Outperform(Maintain)	235,000	6개월	-5.40	-1.06
	2016-10-28	Outperform(Maintain)	250,000	6개월	-6.83	5.00
담당자변경	2018-05-14	BUY(Reinitiate))	310,000	6개월	-28.79	-28.71
	2018-05-16	BUY(Maintain))	310,000	6개월	-28.41	-28.06
	2018-05-21	BUY(Maintain))	310,000	6개월	-26.55	-20.48
	2018-06-19	BUY(Maintain))	310,000	6개월	-25.73	-20.48
	2018-07-03	BUY(Maintain))	310,000	6개월	-25.53	-20.48
	2018-07-17	BUY(Maintain))	310,000	6개월	-25.16	-20.48
	2018-07-30	BUY(Maintain))	310,000	6개월	-21.36	-10.16
	2018-09-19	BUY(Maintain))	360,000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%