

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data

자본금	446 억원
발행주식수	8,075 만주
자사주	1,014 만주
액면가	500 원
시가총액	216,802 억원
주요주주	
SK(주)(외4)	25.22%
Citibank(DR)	10.75%
외국인지분율	42.80%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(18/10/15)	268,500 원
KOSPI	2145.12 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	285,000 원
52주 최저가	220,500 원
60일 평균 거래대금	401 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	%
6개월	19.9%	%
12개월	0.4%	%

SK 텔레콤 (017670/KS | 매수(유지) | T.P 330,000 원(상향))

5G 이후 가입자 승수효과와 비통신부문의 긍정적 변화 기대

- 1) 5G 상용화 이후 가입자 승수효과 기대
- 2) 옥수수의 콘텐츠 경쟁력 강화 전망
- 3) ADT 캡스와 NSOK 간의 시너지 발생
- 4) 11 번가 분사 및 유상증자 이후 경쟁력 강화 및 수익성 개선 기대

5G 상용화 이후 가입자 승수효과 기대

5G가 상용화된 이후 서비스가 안정되면 자율주행차를 비롯하여 IoT 기기, VR 기기, 스마트팩토리, 스마트시티 등 네트워크를 사용하는 기기 수가 증가할 것으로 예상된다. 이 과정에서 기존 이동통신과 네트워크 기기를 결합하는 번들상품이 활성화 될 것이다. SK 텔레콤은 가장 많은 이동통신 가입자를 보유하고 있어 가입자 승수효과가 기대된다. 핸드폰에만 국한되어 있던 매출처가 5G로 인해 다변화되면서, 번호이동으로 인해 가입자가 지속적으로 감소하고 있는 SK 텔레콤은 가입자 반등의 계기를 맞을 것이다.

비통신부문의 긍정적 변화들

SK 텔레콤은 옥수수의 분사를 통해 콘텐츠 경쟁력을 강화하는 방안을 검토 중이다. 5G 초기 핵심 비즈니스 모델은 미디어가 유력한 가운데 콘텐츠 경쟁력 강화는 통신사업자에겐 필수요소이다. ADT 캡스의 물리보안 시장은 안정적인 성장이 가능한 비즈니스로 기존 NSOK 와의 시너지가 기대된다. 11 번가의 분사와 유상증자도 경쟁력 강화와 수익성 개선의 계기가 될 것이다. 이 같은 비통신부문의 긍정적 변화는 SK 텔레콤 기업가치 상승을 견인할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 330,000 원(상향)

SK 텔레콤에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)5G 상용화 이후 연결기기 수 확대로 인해 가입자 승수효과가 예상되고, 2)옥수수의 콘텐츠 경쟁력 강화가 기대되며, 3)ADT 캡스 인수로 NSOK 와의 시너지 발생 가능성 높기 때문이다. 또한 4)11 번가 분사와 유상증자 이후 경쟁력 강화와 수익성 개선이 유력하기 때문이다. 목표주가는 18년 EPS에 Target PER 8.6 배를 적용하여 산정한 33 만원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	171,367	170,918	175,200	169,600	173,599	181,597
yoY	%	-0.2	-0.3	2.5	-3.2	2.4	4.6
영업이익	억원	17,080	15,357	15,366	13,071	13,369	15,271
yoY	%	-6.4	-10.1	0.1	-14.9	2.3	14.2
EBITDA	억원	47,015	46,043	47,841	47,088	47,040	50,322
세전이익	억원	20,354	20,961	34,032	40,517	39,725	42,209
순이익(지배주주)	억원	15,186	16,760	25,998	31,016	30,398	32,338
영업이익률%	%	10.0	9.0	8.8	7.7	7.7	8.4
EBITDA%	%	27.4	26.9	27.3	27.8	27.1	27.7
순이익률	%	8.9	9.7	15.2	18.7	17.9	18.2
EPS	원	18,807	20,756	32,198	38,412	37,646	40,050
PER	배	11.5	10.8	8.3	7.0	7.2	6.7
PBR	배	1.1	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	5.2	5.6	6.0	5.8	5.8	5.5
ROE	%	10.2	10.7	15.4	15.5	13.0	12.6
순차입금	억원	61,271	56,183	55,294	49,532	47,530	47,170
부채비율	%	85.9	94.2	85.4	65.1	70.4	68.0

실적 및 밸류에이션

SK 텔레콤의 3Q18 실적은 영업수익 4조 4,246 억원(-4.4% yoy), 영업이익 3,299 억 원(-15.9% yoy, OPM: 7.8%)으로 예상한다. 선택약정 가입자 확대에 따라 이동전화수익이 전년 동기 대비 8.2% 하락할 것으로 예상돼 영업수익과 영업이익은 전년 동기 대비 감소할 것으로 예상한다. 하지만 이동전화수익은 전기 수준을 유지하면서 매출감소세가 진정될 것으로 예상하며 신규사업 및 자회사 매출이 견조하게 증가하면서 전기 대비 매출액은 증가할 것으로 예상한다. 영업이익은 3Q18 시장 기대치를 다소 하회하거나 2019년에는 5G 상용화 이후 이동전화수익 반등이 예상되어 영업이익 반등이 가능할 것으로 예상한다.

SK 텔레콤 분기별 실적 전망

	(단위: 십억원)										
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	4,234	4,346	4,443	4,497	4,182	4,154	4,247	4,378	17,520	16,960	17,360
이동전화수익	2,662	2,698	2,717	2,692	2,569	2,498	2,494	2,498	10,769	10,058	10,141
망접속정산수익	173	145	150	157	151	156	152	158	624	617	611
신규사업 및 자회사	1,399	1,503	1,575	1,649	1,462	1,501	1,601	1,721	6,127	6,285	6,608
영업비용	3,824	3,922	4,050	4,187	3,856	3,807	3,917	4,073	15,983	15,653	16,023
영업이익	411	423	392	310	325	347	330	305	1,537	1,307	1,337
영업이익률	9.7%	9.7%	8.8%	6.9%	7.8%	8.4%	7.8%	7.0%	8.8%	7.7%	7.7%

자료: SK 텔레콤, SK 증권

SK 텔레콤에 대한 목표주가를 330,000 원으로 상향한다. 2018년 예상 EPS 38,412 원에 Target PER 8.6 배(16년 이후 평균 12M Forward PER 대비 10% 할인)를 적용하여 산정하였다. SK 텔레콤 현 주가는 12M Forward 기준 7.1 배로 19년 본격적인 영업환경 개선을 고려할 경우 현저한 저평가 상태라 판단한다.

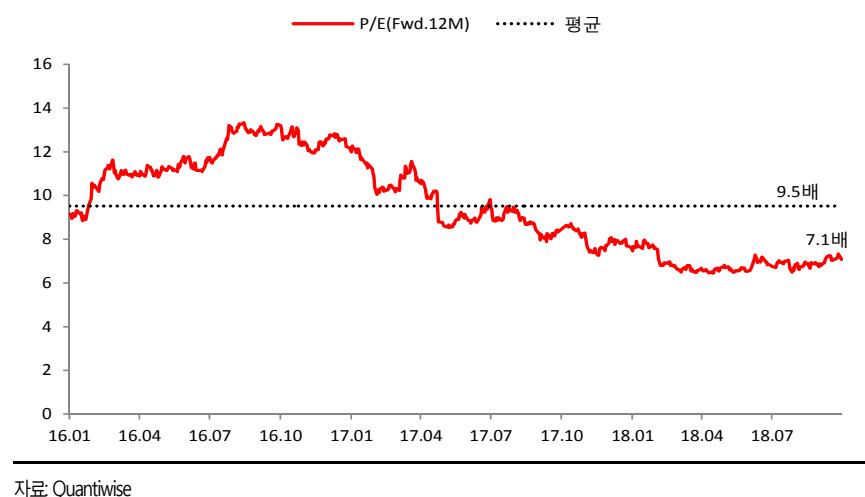
SK 텔레콤 목표주가 산정

구분	2018년	2019년
EPS	38,412	37,646
16년 이후 평균 12M Forward PER	9.5	9.5
할인율	10.0%	10.0%
적용 PER	8.6	8.6
적정주가	329,121	322,557
목표주가	330,000	

자료 SK 증권

SK 텔레콤은 3년 평균 12M Forward PER 대비 25% 할인 거래 중

(단위: 배)

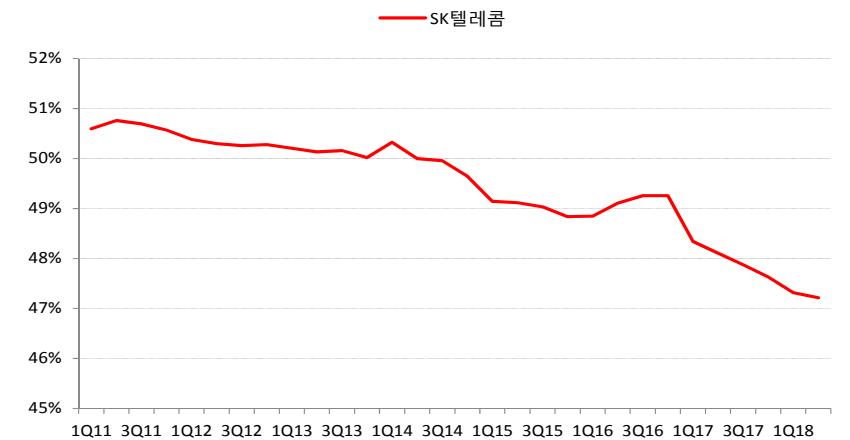


자료 Quantwise

5G 상용화 이후 가입자 증가에 주목

5G 상용화 이후 SK 텔레콤의 가입자 확대가 예상된다. 5G는 최대 연결기기 수가 km^2 당 연결기기 수가 100 만개를 지원하게 된다. 이는 4G 10 만개 대비 10 배가 증가한 수치이다. 5G 서비스가 안정화되면 자율주행자동차, IoT 기기, VR 기기를 비롯하여 스마트팩토리, 스마트시티 등 다양한 디바이스가 네트워크로 연결될 것이다. 세계이동통신사업자연합회(GSMA, Global System for Mobile communication Association)에 따르면 유럽에서만 5G 연결 기기수가 2 억 1,400 만개를 돌파할 것으로 예상했다.

2G에서 3G, 4G를 거치면서 SK 텔레콤의 가입자 점유율은 지속적으로 하락했다. 가장 많은 가입자를 보유해 번호이동에 의한 가입자 이탈의 영향이 가장 커지기 때문이다. 이는 통신가입자가 휴대폰에 한정되어 있는 그 동안의 비즈니스 모델에 기인한다. 하지만 5G에서는 휴대폰뿐 아니라 네트워크가 다양한 디바이스에 활용될 것이다. 통신사는 휴대폰 가입자와 자율주행차, VR 기기, IoT 기기 등을 묶는 결합요금제를 활성화시킬 것이며, 이 때는 이동전화 가입자를 가장 많이 확보하고 있는 SK 텔레콤의 수혜가 예상된다. 기존 가입자를 기반으로 가입자 승수효과가 예상되기 때문이다.

SK 텔레콤 이동통신 점유율 추이

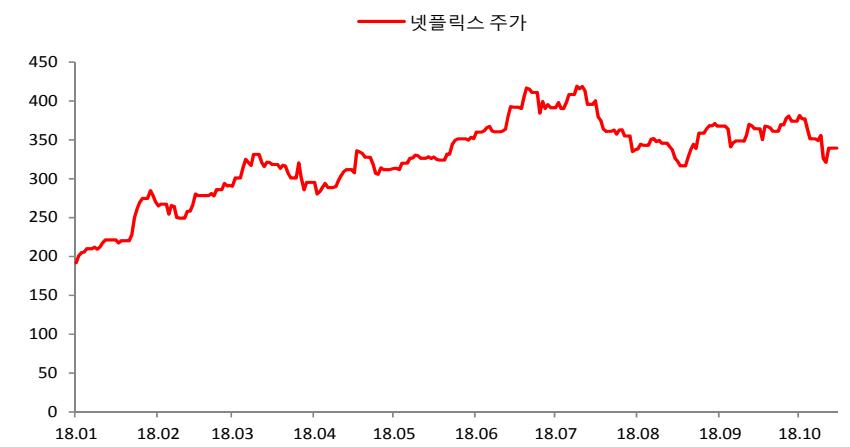
자료: SK 증권

옥수수 중심의 미디어 사업부 확장전략

연초 대비 76.9% 상승한 넷플릭스의 주가가 말해주듯이 프리미엄 OTT에 대한 수요는 폭발적으로 증가하고 있다. 특히 AT&T와 Time Warner의 합병 등 통신사의 미디어 사업에 대한 투자는 글로벌 대세로 자리잡았다. 5G 상용화 이후 데이터 사용량을 증가시키기 위해 미디어는 필수적인 투자요소이며, 미디어 사업부의 경쟁력은 결국 콘텐츠에서 나올 것으로 예상한다. SK 텔레콤은 옥수수라는 OTT를 보유하고 있는데, 최근 언론보도에 따르면 옥수수를 분할하고 투자를 유치하여 콘텐츠 경쟁력을 강화할 계획인 것으로 알려졌다. 콘텐츠가 미디어 사업부의 경쟁력이라는 점을 감안했을 때 투자 유치를 통한 콘텐츠 경쟁력 강화는 유효한 미디어 전략으로 판단한다.

넷플릭스 주가 추이

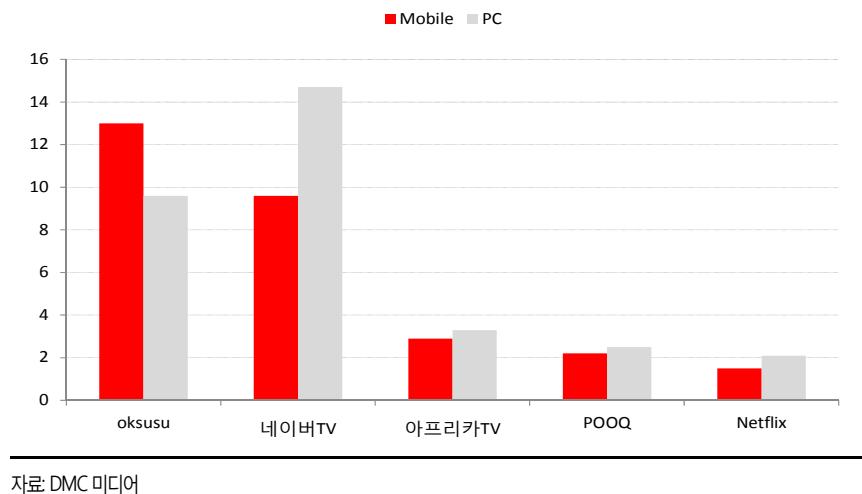
(단위: 달러)



자료: SK 증권

국내 주요 OTT 점유율

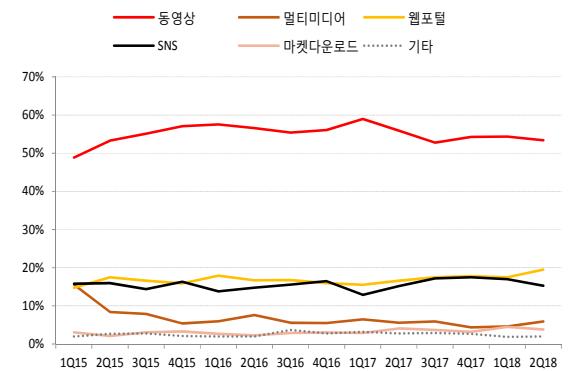
(단위: %)



자료 DMC 미디어

콘텐츠 유형별 트래픽 현황

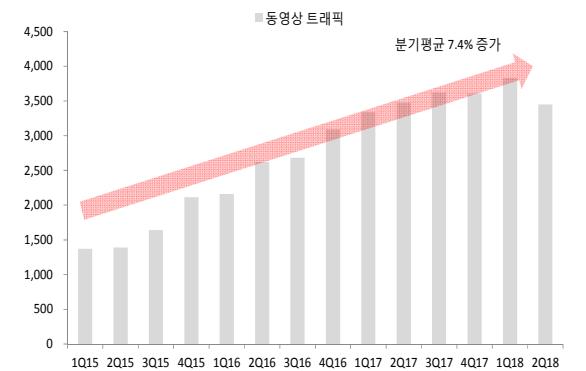
(단위: TB)



자료: 과학기술정보통신부

동영상 트래픽 추이

(단위: TB)



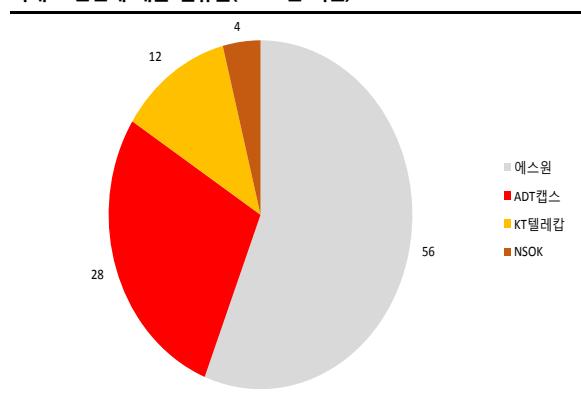
자료: 과학기술정보통신부

성장 잠재력과 시너지 가능성 높은 보안사업

SK 텔레콤은 ADT 캡스 지분 55%와 경영권을 7,020 억원에 인수하기로 결정하였다. 이는 ADT 캡스의 Enterprise Value를 2.97 조원으로 평가한 것으로, EV/EBITDA 기준 11 배에 해당한다. 국내 보안시장은 미국, 일본 등에 비해 보급율이 낮아 성장잠재력이 높고, 2017년 17부터 2022년까지 연 평균 7.5% 성장이 예상된다. ADT 캡스는 국내 물리보안시장의 28%(17년 매출액 기준)를 점유하고 있으며, 영업이익률도 19.9%로 경쟁사 대비 높은 수익성을 기록하고 있다.

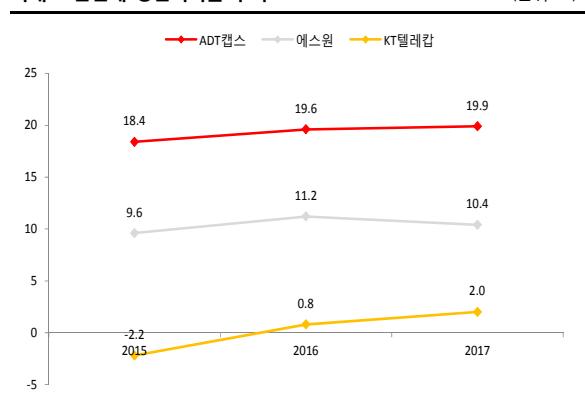
SK 텔레콤의 ADT 캡스 인수는 SK 텔레콤의 기업가치 증가에 긍정적이다. 그 이유는 1) 2014년 SK 텔레콤이 인수한 NSOK(2016년 이후 SK 텔링크 자회사로 편입)와 ADT 캡스 사이에서 비용 효율화를 통한 수익성 개선 등 시너지 발생 가능성이 높기 때문이다. 시너지 극대화를 위해 SK 텔링크로부터 NSOK 지분을 매입한 후 ADT 캡스와 합병시킬 가능성도 높다. 2) SK 텔레콤과의 직접적인 시너지도 예상된다. SK 텔레콤의 IoT 기기, 통합관리 솔루션 등과의 결합은 물론 주차장 관리 사업 등 신규사업 진출 기회도 확대될 수 있기 때문이다. 또한 3) SK 계열사로의 고객사 확대도 용이할 것으로 예상된다.

국내 보안업체 매출 점유율(2017년 기준)



자료: SK 텔레콤

국내 보안업체 영업이익률 추이



자료: SK 텔레콤

ADT 캡스 영업실적

	2015	2016	2017
매출액	6,664	6,933	7,217
매출총이익	2,481	2,620	2,758
매출총이익률	37.2%	37.8%	38.2%
영업이익	1,225	1,358	1,435
영업이익률	18.4%	19.6%	19.9%
당기순이익	1,079	408	1,633
당기순이익률	16.2%	5.9%	22.6%

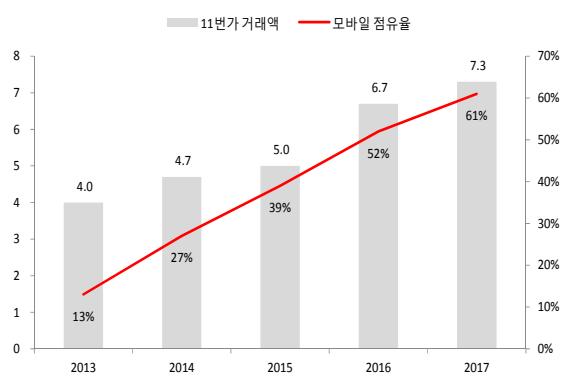
자료: ADT 캡스

11 번가 분사로 커머스사업 수익성 개선

SK 텔레콤의 11 번가는 월간 UV 기준 국내 1 위(18년 5 월 PC 와 모바일 합산 기준)의 대표적인 이커머스 업체이다. 거래액 기준으로 2017 년 7.3 조원을 돌파하였고 이 중 모바일 비중은 61%에 달한다. 그럼에도 불구하고 이커머스의 경쟁 격화로 영업적 자가 지속되며 SK 텔레콤 연결 기준 실적 부진의 한 원인으로 지적되고 있다.

11 번가 거래액 추이

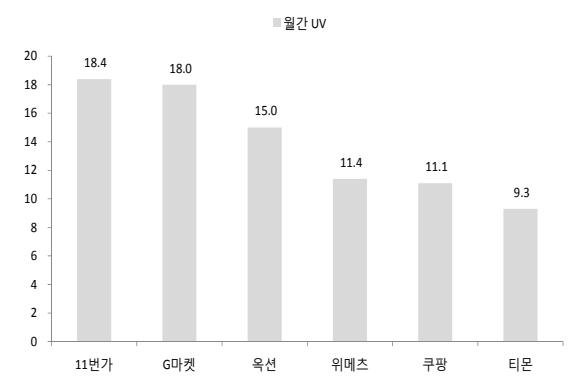
(단위: 조원)



자료: SK 텔레콤

주요 커머스 업체 월간 UV

(단위: 백만명)

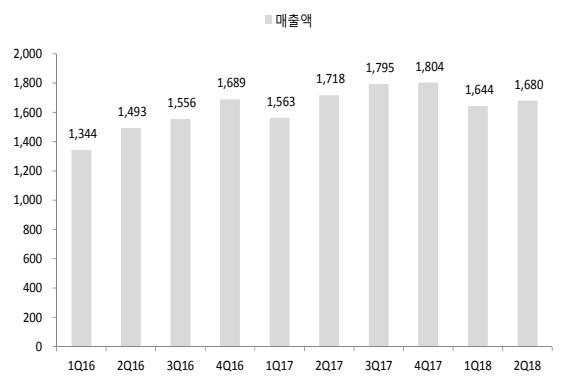


자료: 닐슨코리아클릭, SK 텔레콤 재인용

주: PC 와 모바일 합산 2018년 5 월 기준

11 번가 분기별 매출액 추이

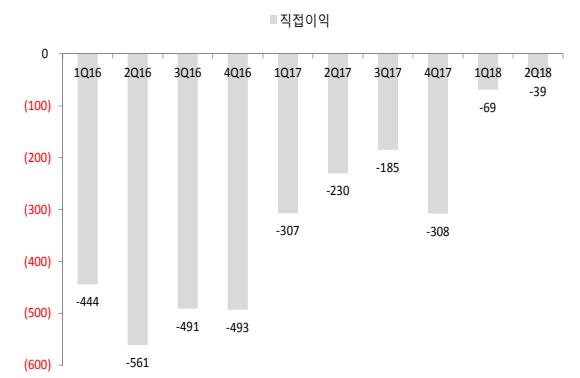
(단위: 억원)



자료: SK 텔레콤

11 번가 분기별 적자이익 추이

(단위: 억원)

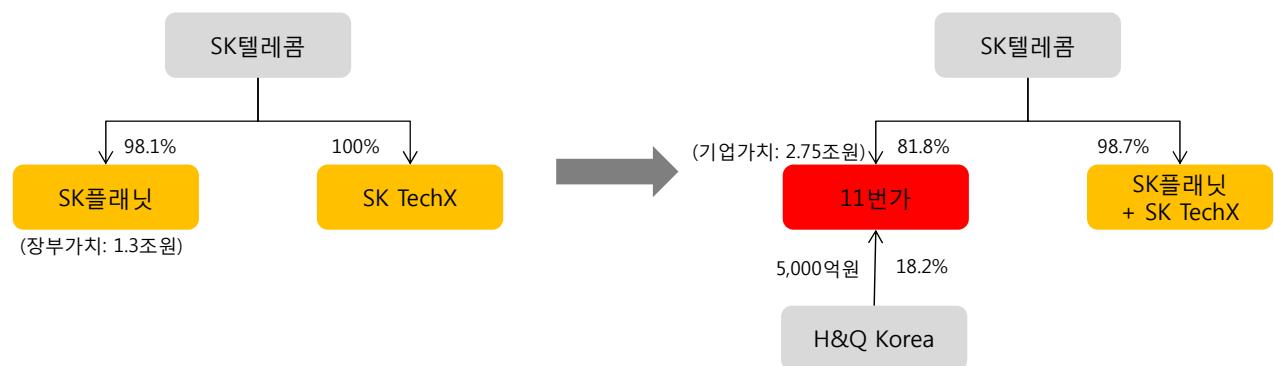


자료: SK 텔레콤

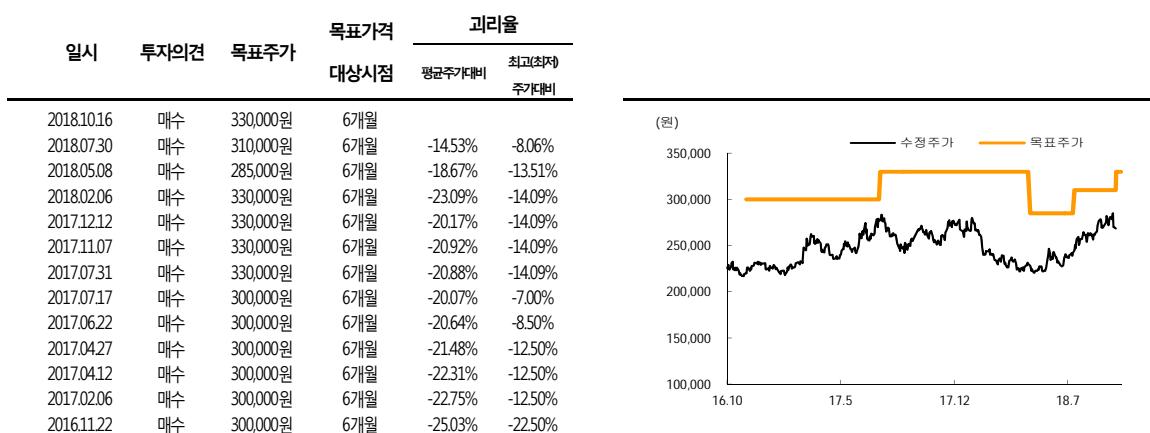
11 번가는 최근 효율적 마케팅 비용 집행을 통해 적자 규모를 축소시키고 있다. 직접이익 기준으로는 이미 BEP에 근접한 상태이다. 11 번가는 SK 플래닛으로부터 독립하여 커머스 전문회사로 출범하였다. 이 과정에서 5,000 억원 규모의 유상증자를 단행하였으며 유상증자 이후 SK 텔레콤의 11 번가 지분율은 81.8%가 된다. 5,000 억원은 H&Q Korea 가 참여하게 되며 11 번가의 기업가치는 2.75 조원 수준이다. 11 번가는 분할과 유상증자로 빠른 시장대응과 효율적인 마케팅 비용 집행이 가능해질 것으로 예상되며

2.75 조원의 기업가치를 인정받아 SK 텔레콤의 지분가치가 현실화될 것으로 보인다 (11 번가는 SK 플래닛의 한 사업부로서 SK 텔레콤이 보유하고 있는 SK 플래닛의 장부 가치는 1.3 조원에 불과했음).

11 번가 분사 및 유상증자



자료: SK 텔레콤



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10 월 1 현재 SK 텔레콤와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 16일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	59,966	62,018	83,631	91,184	109,339
현금및현금성자산	15,052	14,577	23,417	26,302	26,662
매출채권및기타채권	33,624	33,868	49,029	53,606	71,181
재고자산	2,598	2,724	1,926	1,966	2,061
비유동자산	253,010	272,269	286,609	331,335	349,045
장기금융자산	11,400	12,383	11,848	11,848	11,848
유형자산	103,742	101,449	86,769	53,099	18,048
무형자산	57,088	55,020	53,812	55,050	56,289
자산총계	312,977	334,287	370,240	422,519	458,384
유동부채	64,441	71,091	53,503	63,359	56,433
단기금융부채	12,798	19,921	13,187	13,187	13,187
매입채무 및 기타채무	21,702	22,188	26,187	32,164	33,717
단기충당부채	662	521	121	140	163
비유동부채	87,371	82,904	92,481	111,228	129,110
장기금융부채	64,788	58,191	66,056	66,937	66,937
장기매입채무 및 기타채무	16,246	13,468	584	3,584	6,584
장기충당부채	317	327	40	77	116
부채총계	151,812	153,995	145,984	174,587	185,543
지배주주지분	159,714	178,421	221,527	244,546	268,801
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
기타자본구성요소	-31,146	-31,181	-31,251	-31,251	-31,251
자기주식	-22,606	-22,606	-22,606	-22,606	-22,606
이익잉여금	159,532	178,359	222,447	245,784	270,356
비자본주주지분	1,450	1,871	2,730	3,385	4,040
자본총계	161,164	180,292	224,256	247,931	272,841
부채와자본총계	312,977	334,287	370,240	422,519	458,384

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	43,455	39,166	47,752	9,493	7,661
당기순이익(순실)	16,601	26,576	31,655	31,036	32,977
비현금성항목등	30,396	20,968	16,083	16,004	17,345
유형자산감가상각비	30,686	32,475	34,018	33,671	35,051
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-1,364	1,374	3,057	1,934	1,934
운전자본감소(증가)	138	-2,615	2,690	-40,888	-45,457
매출채권및기타채권의 감소증가)	-5,049	-2,518	-14,948	-4,577	-17,575
재고자산감소(증가)	8	-180	818	-39	-95
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	3,920	1,084	7,377	5,977	1,554
기타	1,258	-1,001	9,443	-42,248	-29,341
법인세납부	-3,679	-5,763	-2,677	3,340	2,797
투자활동현금흐름	-23,193	-28,972	-17,089	-441	478
금융자산감소(증가)	1,850	-1,758	2,152	0	0
유형자산감소(증가)	-24,679	-26,865	-19,890	0	0
무형자산감소(증가)	-6,189	-1,369	-1,239	-1,239	-1,239
기타	5,824	1,020	1,888	798	1,717
재무활동현금흐름	-12,901	-10,607	-21,852	-6,168	-7,780
단기금융부채증가(감소)	-2,574	1,274	-856	0	0
장기금융부채증가(감소)	223	2,179	1,591	882	0
자본의증가(감소)	0	0	3,988	0	0
배당금의 지급	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	-7,767
기타	-3,489	-6,999	-20,220	12	-13
현금의 증가(감소)	7,363	-475	8,840	2,884	360
기초현금	7,689	15,052	14,577	23,417	26,302
기말현금	15,052	14,577	23,417	26,302	26,662
FCF	17,459	13,886	-1,480	1,414	-293

자료 : SK텔레콤, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	170,918	175,200	169,600	173,599	181,597
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	170,918	175,200	169,600	173,599	181,597
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	155,561	159,834	156,530	160,230	166,326
영업이익	15,357	15,366	13,071	13,369	15,271
영업이익률 (%)	9.0	8.8	7.7	7.7	8.4
비영업수익	5,604	18,666	27,446	26,356	26,938
순금융비용	2,361	2,231	1,981	2,190	1,296
외환관련손익	-15	-69	-56	-56	-56
관계기업투자등 관련손익	5,445	22,457	31,735	30,536	30,224
세전계속사업이익	20,961	34,032	40,517	39,725	42,209
세전계속사업이익률 (%)	12.3	19.4	23.9	22.9	23.2
계속사업법인세	4,360	7,457	8,862	8,689	9,232
계속사업이익	16,601	26,576	31,655	31,036	32,977
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16,601	26,576	31,655	31,036	32,977
순이익률 (%)	9.7	15.2	18.7	17.9	18.2
지배주주	16,760	25,998	31,016	30,398	32,338
지배주주구속 순이익률(%)	9.81	14.84	18.29	17.51	17.81
비자주주	-159	578	639	639	639
총포괄이익	14,128	26,566	31,355	30,736	32,676
지배주주	14,330	25,972	30,699	30,081	32,021
비자주주	-202	594	655	655	655
EBITDA	46,043	47,841	47,088	47,040	50,322

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-0.3	2.5	-3.2	2.4	4.6
영업이익	-10.1	0.1	-14.9	2.3	14.2
세전계속사업이익	3.0	62.4	19.1	-2.0	6.3
EBITDA	-2.1	3.9	-1.6	-0.1	7.0
EPS(계속사업)	10.4	55.1	19.3	-2.0	64
수익성 (%)					
ROE	10.7	15.4	15.5	13.0	12.6
ROA	5.5	8.2	9.0	7.8	7.5
EBITDA/마진	26.9	27.3	27.8	27.1	27.7
안정성 (%)					
유동비율	93.1	87.2	156.3	143.9	193.8
부채비율	94.2	85.4	65.1	70.4	68.0
순자본/자기자본	34.9	30.7	22.1	19.2	17.3
EBITDA/이자비용(배)	15.9	16.0	15.8	15.7	16.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,756	32,198	38,412	37,646	40,050
BPS	197,799	220,967	274,351	302,860	332,898
CFPS	58,759	72,417	80,542	79,346	83,458
주당 현금배당금	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.3	8.8	7.4	7.6	7.1
PER(최저)	9.3	6.8	5.7	5.9	5.5
PBR(최고)	1.2	1.3	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
PCR	3.8	3.7	3.4	3.4	3.2
EV/EBITDA(최고)	5.7	6.3	6.0	6.1	5.8
EV/EBITDA(최저)	5.0	5.2	4.9	5.0	4.7