

2018. 10. 23



▲ **통신/미디어** Analyst **정지수**  
02. 6098-6681  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

▲ **은행/지주** Analyst **은경완**  
02. 6098-6653  
kw.eun@meritz.co.kr

## Buy

**적정주가 (12개월)** **340,000 원**

**현재주가 (10/22)** **286,000 원**

**상승여력** **18.9%**

KOSPI 2,161.71pt

시가총액 230,933억원

발행주식수 8,075만주

유동주식비율 62.23%

외국인비중 43.00%

52주 최고/최저가 286,000원/220,500원

평균거래대금 418.9억원

### 주요주주(%)

SK 외 3인 25.22

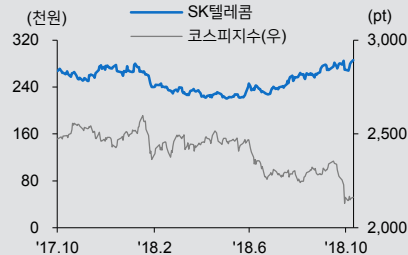
국민연금 9.22

**주가상승률(%)** **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 6.1 27.1 7.9

상대주가 14.8 45.6 24.3

### 주가그래프



# SK텔레콤 017670

## SK텔레콤 지배구조 개편 점검

- ✓ 38년만의 공정거래법 전면 개편과 자체 경쟁력 확보 차원에서 SK그룹 변화 예상
- ✓ 지배구조 개편 시 미디어/보안/AI/커머스 등 비통신 사업을 통한 종합 ICT회사 도약
- ✓ 뚜렷한 실적 개선이 가능한 주요 자회사들(ADT캡스/11번가/SKB)의 가치 상승 전망
- ✓ 전반적인 비용 증가로 3Q18 영업이익은 다소 부진한 3,277억원(-16.5% YoY) 전망
- ✓ MNO 사업 외 주요 자회사들 기업가치 상승을 가정해 적정주가 34만원으로 상향

### See you SK 투모로우

SK텔레콤의 지배구조 개편이 가시화되고 있다. 기존 통신사업자의 이미지를 깨고 ICT기반 종합 플랫폼 기업으로의 도약을 위해서는 기업분할을 통한 중간지주회사 전환이 필수적이다. 1) 지주회사에 대한 최대주주 지분율 희석, 2) 자사주 활용의 부담 등을 야기할 수 있는 인적분할 보다는 1) 신 사업 진출에 따른 위험을 분산하고, 2) 각각의 사업부의 가치가 부각될 수 있는 물적분할 가능성에 주목한다.

### 2019년 대대적인 변화 예고

SK텔레콤은 지배구조 개편을 통해 기존 MNO 중심에서 미디어/보안/AI/커머스 등 비통신 사업을 확대한 종합 ICT 회사로 도약한다는 목표다. ADT캡스는 NSOK와 SK인포섹을 흡수해 국내 대표 융합보안 회사로 도약하며, 이 과정에서 SK그룹사 캡티브 물량과 신규 비즈니스 창출로 현재 2.97조원 수준의 기업가치를 2021년 4조원까지 늘린다는 전략이다. 11번가는 모바일 커머스 강점을 바탕으로 수익성 개선에 집중해 2019년 흑자전환을 목표하고 있다. 미디어 부문 SK브로드밴드 기업가치는 과거 2015년 1.4조원 수준에서 현재 2.56조원으로 예상되며, 자체 OTT 플랫폼 옥수수(oksusu) 분할을 통해 미래 성장 동력도 확보할 계획이다.

### 지배구조 개편에 따른 기업가치 상승 전망

3Q18 영업이익은 프리미엄 단말기 출시와 11번가 프로모션에 따른 전반적인 비용 증가로 시장 컨센서스를 하회한 3,277억원(-16.5% YoY)을 전망한다. 다만, 적정주가는 지배구조 개편 후 MNO 사업을 제외한 주요 자회사들의 기업가치 상승을 반영해 기존 300,000원에서 340,000원으로 상향한다.

(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	17,090.7	1,393.8	3,031.2	37,541	27.7	248,889	6.4	1.0	5.3	16.0	67.9
2019E	17,943.0	1,504.4	2,717.4	33,654	-10.4	272,923	7.1	0.9	4.8	12.9	62.2
2020E	18,928.8	1,659.3	3,252.5	40,281	19.7	303,585	5.9	0.8	4.4	14.0	56.5

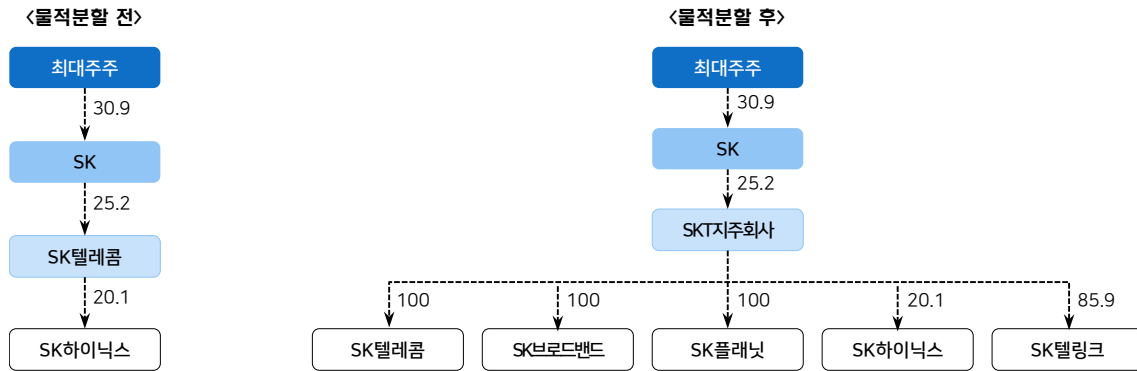


# Contents

<b>Key Chart</b>	<b>3</b>
<b>1. 지배구조 개편의 서막</b>	<b>6</b>
1) 38 년만의 공정거래법 전면개편	6
2) 인적분할 Vs. 물적분할	9
<b>2. SK 텔레콤: 2019 년 대대적인 변화 예고</b>	<b>12</b>
1) 나날수록 커지는 기업가치	12
2) 보안 - 융합보안 회사를 꿈꾸는 ADT 캡스	13
3) 커머스 - 돈이 보이는 11 번가	19
4) 미디어 - B tv 의 다음 타자는 옥수수(oksusu)	23
<b>3. 실적 및 Valuation</b>	<b>27</b>
1) SK 텔레콤 실적 전망: 3Q18 Preview 및 연간 실적	27
2) SOTP Valuation	29

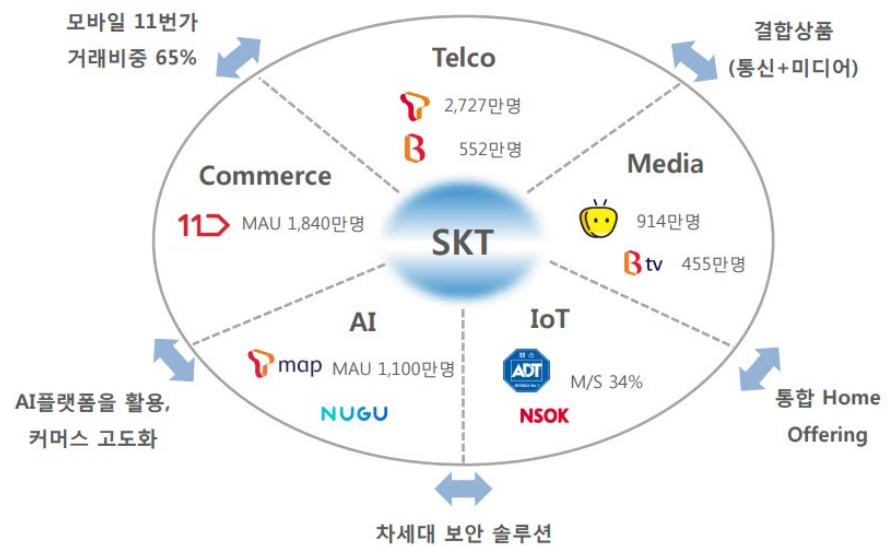
## Key Chart

그림1 SK텔레콤 물적분할 시나리오



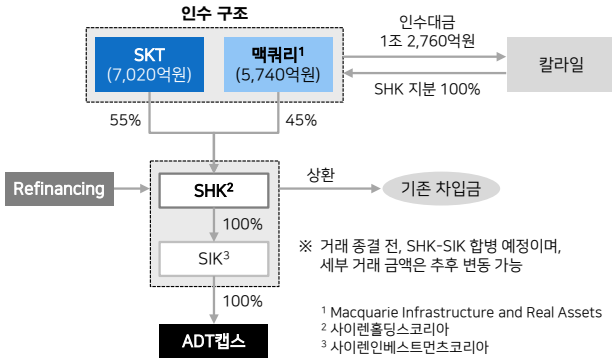
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK텔레콤의 다양한 서비스 Portfolio



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SK텔레콤과 맥쿼리의 ADT캡스 인수



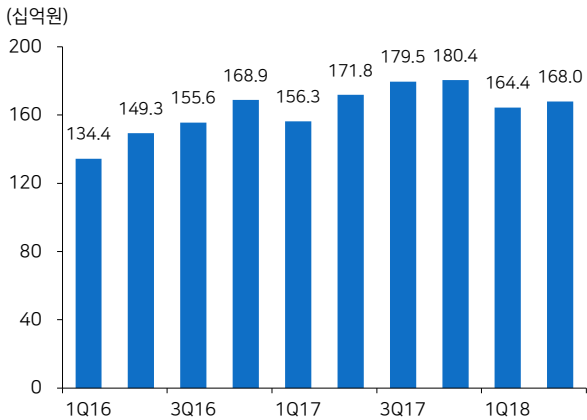
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 대표 융합보안 업체로의 준비를 마친 SK텔레콤



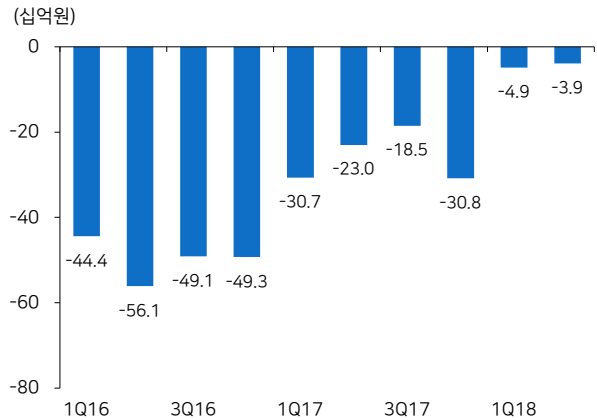
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 11년간 매출액 추이



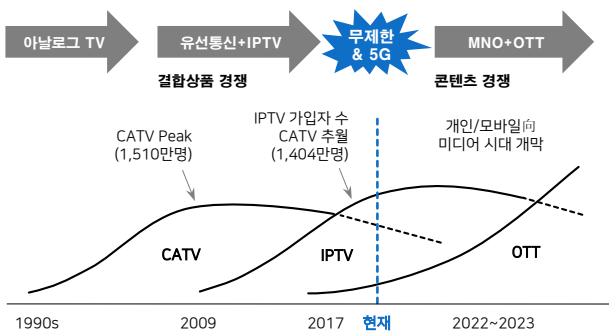
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림6 11년간 직접이익 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 유료방송 시장 헤게모니 변화



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표1 SK브로드밴드 Valuation (2017년 예상)

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	709.6	2017년 EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	6.0	2015년 대비 10% 할증
영업가치	4,257.5	
순차입금	1,697.6	
<b>적정기업가치</b>	<b>2,559.9</b>	

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 기존 SOTP Valuation

(십억원)	12M-fwd EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정가치	비고
영업가치 (A)	3,922.4	4.6	18,157.7	과거 4년 평균에 15% 할인
비영업가치 (B)			10,611.2	
SK하이닉스 지분가치			7,134.4	시장가치 30% 할인
SK브로드밴드 지분가치			1,496.5	공정가치 20% 할인
SK플래닛 지분가치			1,038.6	공정가치 20% 할인
기타 계열사 지분가치			941.7	기타 계열사 20% 할인
순차입금 (C)			4,579.9	2018년 추정치
<b>총기업가치 (D=A+B-C)</b>			<b>24,189.0</b>	
발행주식수 (E / 천주)			80,746	
<b>적정주가 (D/E) (원)</b>			<b>299,571</b>	
현재주가 (원)			286,000	
Upside/Downside (%)			4.7%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK텔레콤 지배구조 개편 후 SOTP Valuation

(십억원)	12M-fwd EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정가치	비고
SK텔레콤(무선통신)	3,922.4	4.6	18,157.7	과거 4년 평균에 15% 할인
SK브로드밴드(유선통신)			2,047.9	예상 시장가치 20% 할인
SK하이닉스(반도체)			7,134.4	시장가치 30% 할인
11번가(커머스)			2,200.0	인수가치 20% 할인
ADT캡스(보안)			2,376.0	인수가치 20% 할인
기타 계열사 지분가치			941.7	기타 계열사 20% 할인
순차입금			5,279.9	2018년 추정치
<b>총기업가치</b>			<b>27,577.9</b>	
발행주식수			80,746	
<b>적정주가 (원)</b>			<b>341,540</b>	
현재주가 (원)			286,000	
Upside/Downside (%)			19.4%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 1. 지배구조 개편의 서막

## 1) 38 년만의 공정거래법 전면개정

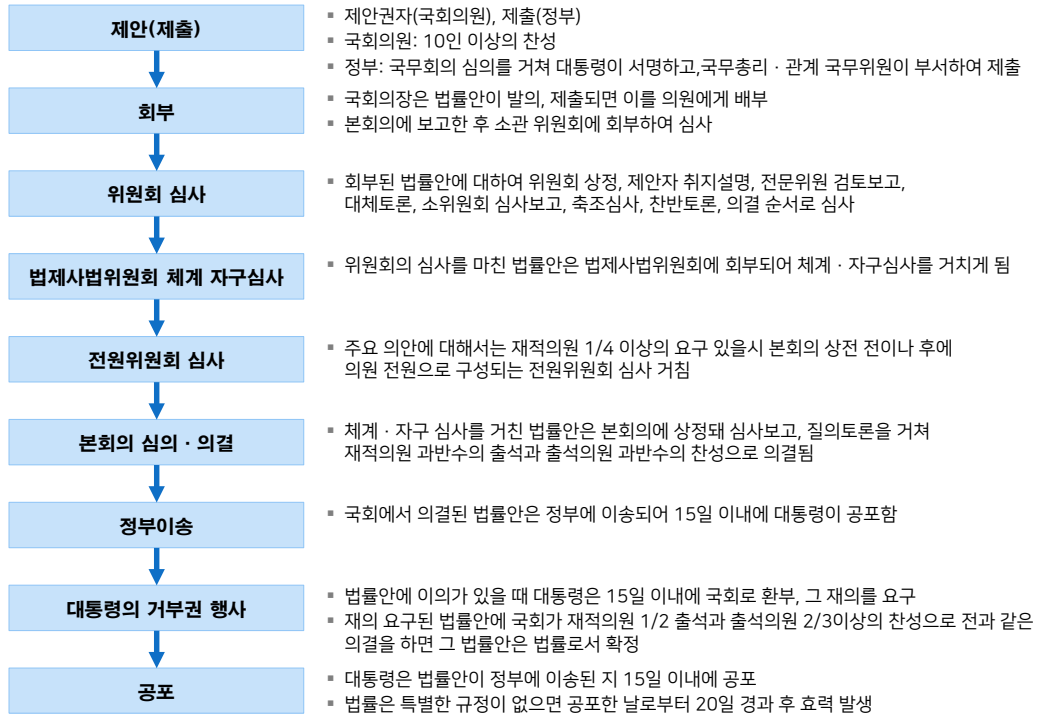
### 공정거래법 입법 예고안 발표

지난 8월 24일, 공정거래법 입법 예고안이 발표됐다. 주 내용은 1) 전속고발제 폐지로 대표되는 경쟁법제 개편, 2) 법 집행 체계 및 각종 절차 개선, 3) 대기업 집단과 관련된 법제 변화 등 크게 3가지다. 입법 예고 기간인 10월 4일까지 이해관계자(개인, 단체 등), 관계 부처 등의 의견을 수렴한 상태이며, 향후 법제처 심사, 차관·국무회의를 거쳐 금년 정기국회 내 전부 개정안을 국회에 제출할 예정이다. 경제민주화에 대한 목소리가 커져 있는 만큼 기업들은 공정거래법 개정안 통과 가능성을 열어두고 경영전략을 세우는 것이 합리적이다.

표4 기업집단법제 관련 특위 권고안 및 공정위 입법 예고안		
주요과제	특위 권고안	공정위 입법 예고안
기업집단 지정기준	▶ 상출집단 기준을 현행 10조원→ 명목 GDP의 0.5%로 변경 * 공시집단은 현행 5조원 기준 유지	▶ 특위안 수용 * 규제혼란을 최소화하기 위해 명목 GDP 0.5%가 10조원을 초과하는 해의 다음해부터 시행
해외계열사 공시	▶ 국내계열사에 직·간접 출자한 해외계열사 주식소유(주주 및 출자)와 순환출자 현황 공시 의무를 동일인에게 부과 ▶ 총수일가가 20% 이상 지분 보유한 해외계열사 및 그 자회사 현황 공시의무를 동일인에게 부과	▶ 특위안 수용 ▶ 특위안 수정수용 - 공시대상을 총수일가가 20% 이상 지분 보유 해외계열사로 한정(자회사는 제외)
사익편취 규제 대상	▶ (국내계열사) 현행 총수일가 지분 상장 30%, 비상장 20% 회사 → 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사(50% 초과 지분 보유)까지 확대 ▶ (해외계열사) 현재는 규제가 없으나, 국내계열사와 기준과 동일하게 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사까지 확대	▶ (국내계열사) 특위안 수용 - 지분을 조정 등을 통한 규제회피의 사각지대 해소를 위해 적용대상 확대 필요 ▶ (해외계열사) 규제 미 도입 - 집행(역외적용 등)이 쉽지 않은 만큼 해외계열사 공시제도 도입을 통해 현황 파악주력
기존 순환출자 규제	▶ 현행은 신규 순환출자만 규제하나, 기존 순환출자도 의결권 제한방식*으로 규제신설 * 순환출자 고리를 완성시킨 계열사가 소유하고 있는 계열출자에 대한 의결권 제한	▶ 특위안 수정수용 - 법 시행후 새롭게 상호출자기업집단으로 지정되는 기업집단에 한정하여 적용 * 현재 상호출자기업집단은 대부분 자발적으로 순환출자를 해소하여 규제 미적용
금융보험사 의결권 제한제도	▶ 현행 특수관계인 합산 15% 한도에 추가하여 금융·보험사만의 한도 5% 신설 ▶ 현행 예외적 의결권 행사 허용사유* 중 악용우려가 있는 '계열사간 합병·영업양도'는 제외 * ①임원 선임, ②정관변경, ③다른 회사(계열사·비계열사 모두 포함)로의 합병·영업양도	▶ 현행 유지(금융·보험사만의 5% 한도 미도입) - 규제효과가 크지 않고 규제강화 논란만 확산 ▶ 특위안 수용 - 계열사간 합병은 적대적 M&A 방어와 관련이 없고, 오히려 사익 편취 위험이 가장 높은 유형(불합리한 합병비율 찬성 등 문제)
공익법인	▶ 상출집단 소속 공익법인의 의결권행사를 현행 금융보험사 의결권 제한과 동일한 방식*으로 제한하는 규제 신설 * 원칙 금지, 임원선임 등 예외적 경우 특수관계인과 합산 15%까지 의결권 행사 가능	▶ 특위안 단계적 수용 - 특수관계인과 합산 15% 한도 규정은 2년간 시행 유예 후 3년에 걸쳐 5%씩 단계적 행사한도 축소 (30%→25%→20%→15%)
지주회사 규제	▶ (지분율 상향) 현행 20%(비상장 40%) → 30%(비상장 50%)로 상향은 공감대 형성 - 단, 적용대상은 신규 설립·전환 지주회사만 우선 적용하는 안과 모든 지주회사에 적용하되 유예기간을 부여하는 안으로 나뉨 ▶ (부채비율 요건) 부채비율 요건을 200%→100%로 강화하는 안과 현행유지안으로 나뉨 ▶ (벤처지주회사) 벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하자는 것이 다수 의견	▶ 규제 강도가 낮은 특위안 수용 - 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 * 기존 지주회사는 익금불산입을 조정(금년 세법개정안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도 ▶ 현행 유지 - 규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려 ▶ 벤처지주회사 설립요건 완화 및 행위제한 규제 대폭 완화(비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 입법 절차



자료: 국회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 SK그룹 지배구조



주: 2018년 6월말 기준  
 자료: SK, 메리츠증권증권 리서치센터

공정거래법 개편이 SK 그룹에게 미치는 영향은 미미

SK그룹은 '15년 SK C&C와 SK의 합병으로 그룹 내 옥상옥 구조를 해결하며 안정된 지배구조를 보유하고 있다. 실제 이번 공정거래법 개편안이 가져올 영향도 극히 제한적이다. 1) 일감몰아주기 규제 대상에 해당되는 기업은 SK디앤디(최창원 부회장 24.0% 보유)에 국한되고, 2) 그룹 내 순환출자 고리는 부재하며, 3) 공익법인이 보유하고 있는 계열사 지분 역시 미미한 수준에 불과하기 때문이다.

법적 강제성이 아닌 자발적 개편 EX) SK 해운 지분 매각

결국 SK그룹이 지배구조 변화를 피한다면 이는 정부의 압박이나 법안의 개정 등의 외부 요인 보다는 그룹 자체적인 경쟁력 확보 차원에서 진행될 가능성이 높다. 최근 진행된 SK해운 지분 매각 작업도 비슷한 맥락이다. 사양산업으로 판단한 해상운송업에서 과감히 철수하고 첨단소재, 배터리, 바이오 등 미래 먹거리 확보 작업에 그룹 경쟁력을 집중하기 위한 선택으로 해석할 수 있다.

SKT 중간지주회사 전환 이슈 '딥체인지'의 일환

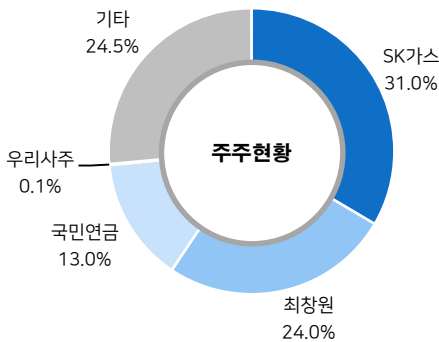
시장에서 기대하고 있는 SK텔레콤의 중간지주사 전환 이슈도 '딥체인지'라는 그룹 슬로건의 연장선상에 있는 이벤트다. 기존 통신사업자의 이미지를 깨고 ICT기반 종합 플랫폼 기업으로의 도약을 위해서는 기업분할이 필수적이다. 후술하겠으나, 1) 지주회사에 대한 최대주주 지분율 희석, 2) 자사주 활용의 부담 등을 야기할 수 있는 인적분할 보다는 1) 신 사업 진출에 따른 위험을 분산하고, 2) 각각의 사업부의 가치가 부각될 수 있는 물적분할 가능성에 주목한다.

표5 자회사 행위요건 강화시 관련 소요금액

	자회사	손자회사	보유지분율 (%)	예상 소요금액 (억원)	
SK그룹	SK텔레콤		25.2	11,084.8	
			SK하이닉스	20.1	50,450.6
			SK바이오랜드	27.9	48.5
<b>합계</b>				<b>61,583.9</b>	

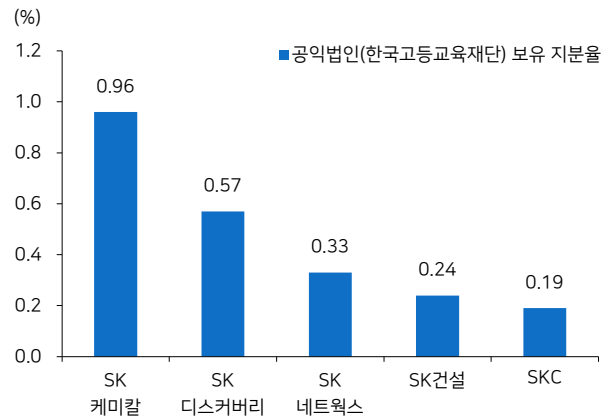
주: 10월 22일 종가 기준  
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 SK디앤디 주주현황



자료: SK디앤디, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 SK그룹 공익법인 보유 지분 현황



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터



## 2) 인적분할 Vs. 물적분할

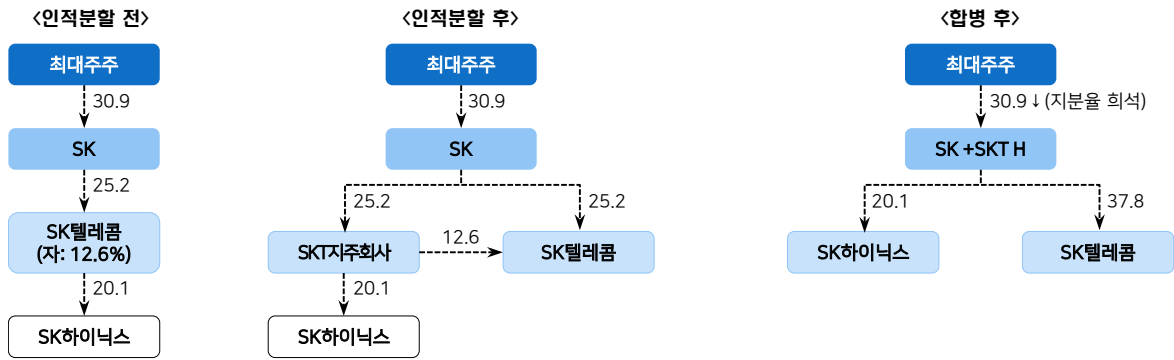
지배구조 개편 트렌드  
공정성 > 효율성

지배구조 변화에도 트렌드가 있다. 과거엔 '최소 비용으로 최대 지배력 확보'라는 효율성이 중시된 반면, 최근엔 공정성에 좀 더 방점을 찍고 있다. 인적분할 과정에서의 자사주 활용은 각종 법안 발의로 운신의 폭이 좁혀져 있으며, 대주주 및 오너에게만 유리한 방향의 지배구조 개편안도 소수주주의 동의를 구하기 어려운 사회적 분위기다. 상반기 현대차 그룹의 지배구조 개편안 철수는 시사하는 바가 크다.

인적분할 시나리오

SK텔레콤 지배구조 개편안의 가장 중요한 가정 중 하나는 자회사인 SK하이닉스에 대한 부분이다. 실제 '15년 SK텔레콤의 중간지주회사 전환 이슈가 처음 불거졌을 때도 시장의 관심은 손자회사로 편입되어 있는 SK하이닉스를 자회사로 편입시킬 시나리오 찾기에 집중되었다. 1) SK텔레콤이 인적분할 후, 2) 분할신설법인(가칭 SK하이닉스 홀딩스)을 (주)SK와 합병해, 3) 손자회사인 SK하이닉스를 자회사로 편입시키는 시나리오가 대표적이다.

그림12 SK텔레콤 인적분할 시나리오



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

상기와 같은 시나리오가 진행될 경우 1) 지주회사의 SK텔레콤의 대한 지배권은 현재의 25.2%에서 37.8%로 상승하며, 2) SK하이닉스도 자회사로 편입시킬 수 있다. 반면 합병과정에서 1) 최대주주의 지주회사 지분 희석은 불가피하며, 2) SK텔레콤 자사주 12.6%를 활용하는 과정에서 정부 및 언론의 부정적 시선을 감내해야 하는 부담이 있다. 물론 분할 및 합병 과정에서 주주총회 특별결의도 필요하다.

물적분할 > 인적분할

'15년 11월, 사측은 이와 관련된 조회공시 요구에 사실 무근으로 일축했다. 그러나 1) 최소한의 비용으로 2) SK하이닉스를 자회사로 편입시키는 것이 목적이라면 인적분할을 통한 중간지주회사 전환이 가장 효율적인 방법임에는 분명하다. 또한 자사주 관련 발의 법안(상법개정안)이 아직 통과되지 않고 있다는 점에서 불가능하지도 않은 선택지다. 그럼에도 시장은 인적분할 보다는 물적분할 가능성에 좀 더 무게를 두고 있다. 이유는 크게 3가지다.

1. CEO 발언

우선 최고경영자의 발언이다. 언론과의 인터뷰에서 '인적분할 보다 나은 방법을 구상중'이라 언급하며 인적분할 가능성을 배제시켰고, 물적분할을 통해 (중간)지주회사 체제로 전환한 미국의 구글과 일본의 소프트뱅크를 벤치마크 한다고 밝히며 관련 기대감을 높였다. 투자자와의 신뢰 유지를 위해서라도 CEO가 본인 발언을 번복하는 의사결정을 내릴 가능성은 낮아 보인다.

그림13 SK텔레콤 박정호 사장 지배구조 개편 발언



제주도 애널리스트 간담회(17/09/12)

"한국의 알파벳(Alphabet)이 될 수 있다", "고려할 만한 여건이 됐다"

CES2018(18/01/06)

"거시 경기가 좋은 점을 고려했을 때(전환을) 고려할 만한 여건은 된다고 본다"

4Q17 실적 컨퍼런스콜(18/02/05)

"중간지주사 전환 등을 다각도로 고려 중"

MWC2018(18/02/28)

"하이닉스 자회사 구조를 어떻게 하면 잘 만들 수 있을까 고민 중"

"일본 소프트뱅크 형태의 종합 ICT 회사가 나와야 한다"

주주총회 후 기자간담회(18/03/21)

"인적분할 후 중간 지주사 설립보다 더 나은 방법 구상 중"

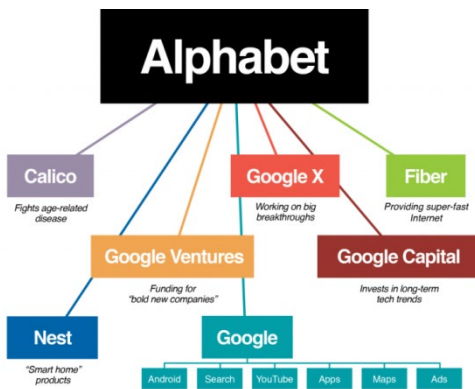
제주도 애널리스트 간담회(18/08/30)

"여러 주주들이 만족할 수 있는 공식을 고민 중"

"ADT캡스, 미디어 등 다른 사업들의 존재감이 높아진 상태에서 진행할 것"

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 알파벳 지배구조



자료: Alphabet, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 소프트뱅크 지배구조

SoftBank Corp. (a pure holding company)			
Major Subsidiaries			
<b>SoftBank</b> SoftBank Mobile Corp. Voting rights: 100%	<b>Sprint</b> Sprint Corporation Voting rights: 79.9%	<b>SoftBank</b> SoftBank BB Corp. Voting rights: 100%	<b>GungHo</b> GungHo Online Entertainment, Inc. Voting rights: 58.8%
<b>Wireless City Planning</b> Wireless City Planning Inc. Voting rights: 33.3%	<b>Brightstar</b> Brightstar Global Group Inc. Voting rights: 62.3%	<b>SoftBank</b> SoftBank Telecom Corp. Voting rights: 100%	<b>Supercell Oy</b> Voting rights: 54.9%
Major Equity Method Associates			
<b>Alibaba Group</b> Alibaba Group Holding Limited Voting rights: 36.3%	<b>renren</b> Renren Inc. Voting rights: 42.2%	<b>inMOBI</b> InMobi Pte. Ltd. Voting rights: 35.0%	Mobile Communications Segment Sprint Segment Fixed-line Telecommunications Segment Internet Segment

자료: Softbank, 메리츠증권증권 리서치센터

2. 통신업의 그늘 탈피

두 번째는 주식시장에서 통신업의 색안경을 벗을 수 있다는 점이다. SK텔레콤의 경우 무선통신(MNO)뿐 아니라 성장성 높은 보안(ADT캡스), 커머스(11번가), 미디어(옥수수 등) 등의 다양한 사업을 영위중이나 통신주로 분류되며 저평가 받고 있는 것이 사실이다. 동시에 통신업만을 영위하지 않는다는 이유로 경쟁사대비 통신주로서의 매력도가 떨어진다는 평가도 받고 있다. 물적분할은 이러한 아이러니한 상황을 벗어나게 해 줄 신의 한 수가 될 수 있다.

같은 의미로 SK텔레콤의 물적분할은 투자자에게 다양한 선택지 제공이 가능하다. 전통 가치주로서 통신주 투자를 원하는 사람들은 분할과 함께 재상장 될 것으로 예상되는 SK텔레콤 사업회사를, ICT 산업의 성장성을 높게 평가하는 투자자는 상장 추진 중인 ADT캡스, 11번가 등에 투자할 것이다. 만약 지주회사의 안정적인 Cash flow와 ICT기업의 컨트롤 타워로서의 역할에 주목한다면 SK텔레콤 홀딩스에 투자하면 된다. 적어도 주식시장에서 SK텔레콤의 물적분할은 각각의 사업부가 재평가되는 촉매제가 되어줄 가능성이 높다.

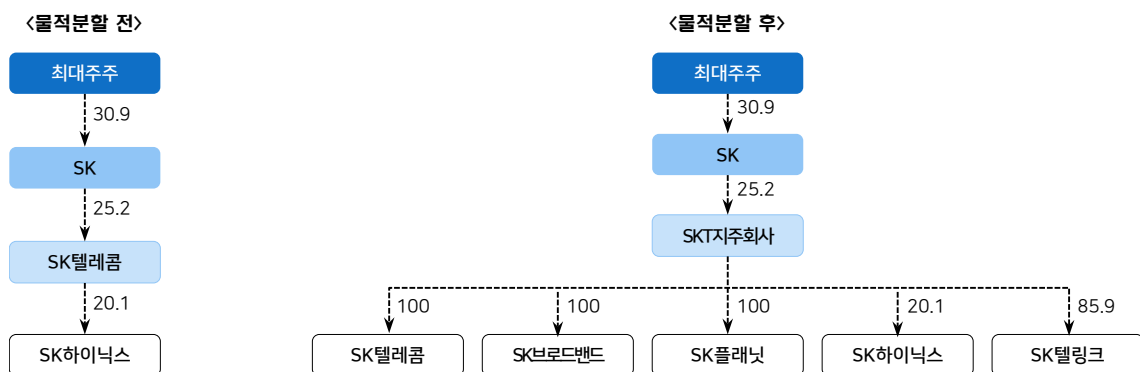
### 3. SK하이닉스 지분 확보

공정거래위원회는 공정거래법 입법 예고안을 통해 자회사 행위요건 강화 규정을 신규설립·전환 지주회사에 국한하기로 결정했다. 현재 SK텔레콤은 SK하이닉스 지분을 20.1% 보유하고 있으며, 관련 법안이 시행되기 전에 지주회사로 전환해야 추가 지분 확보와 같은 불확실성을 제거할 수 있다. 빠른 시일 내 중간지주회사 전환이 이루어질 것이라는 시장 기대의 핵심적인 배경이다.

강화되는 자회사 행위요건에 대비해 빠르면 연말, 늦어도 내년 초 중간지주회사 체제로 전환할 것이라는 의견에는 전적으로 동의한다. 그러나 향후 추가적인 법 개정 등에 따른 외풍에 흔들리지 않기 위해서는 30%의 지분을 확보하는 전략 역시 고려해야 할 시점이다.

문제는 인적분할이든 물적분할이든 지배구조 개편 만으로는 SK하이닉스의 지분을 추가적으로 확보하기 어렵다는 점이다. 일각에서 제기하는 1) SK하이닉스의 자사주 매입은 소각이 전제되어 있지 않고, 2) 소각을 한다 해도 지분을 상승 효과가 미미하다는 점에서 한계가 뒤따른다. 결국 분할된 SK텔레콤 홀딩스의 SK하이닉스 직접 지분 취득이 필요하며, 관련 자금은 현 주가 기준 약 5조원으로 추정된다. 물적분할 후 자회사 상장(유동화) 과정에서 확보한 현금으로 SK하이닉스 지분을 매입하는 시나리오를 예상한다.

그림16 SK텔레콤 물적분할 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2. SK텔레콤: 2019년 대대적인 변화 예고

### 1) 나날수록 커지는 기업가치

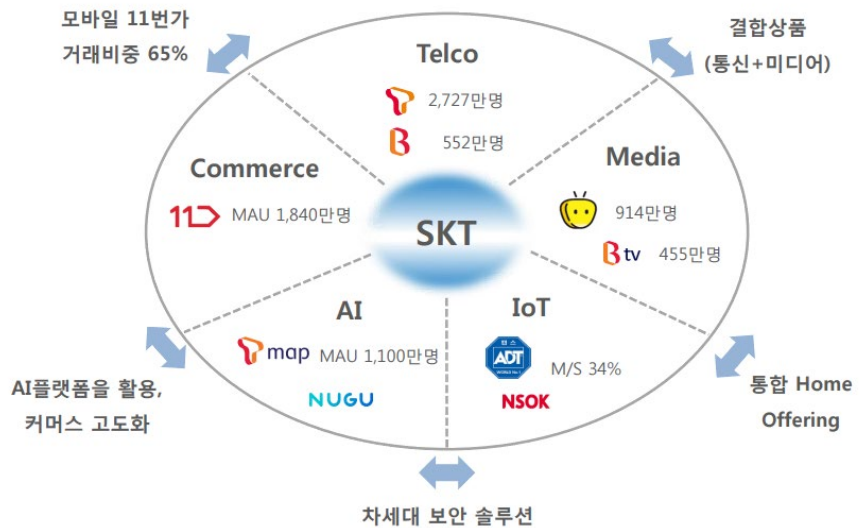
지배구조 개편을 통한  
종합 ICT 회사로 도약 목표

SK텔레콤은 올 한해 대내외적으로 중간지주사 전환을 통한 지배구조 개편 방안을 공론화 하였다. 이번 지배구조 개편을 통해 기존 MNO 중심의 비즈니스 모델에서 비통신 사업을 확대해 종합 ICT 회사로 도약한다는 목표다. 이 과정에서 기존 MNO 사업에 가려졌던 비통신 사업들의 매력에 부각될 수 있으며, 통신/미디어/보안/AI/커머스 등 주요 사업 영역들의 시너지를 통해 전체 기업가치의 증대를 가져올 수 있다고 판단한다.

내년 상반기 구체적인 개편 방안  
공유 후 분할 작업 진행 예상

올해 이미 ADT캡스 인수와 11번가 분할을 진행했고, 남은 기간 자체 OTT 플랫폼인 '옥수수(oksusu)' 분할 등을 통해 지배구조 개편을 위한 사전 작업을 완료할 예정이다. 2019년 상반기 구체적인 지배구조 개편에 대한 구상을 시장에 공유한 후 단계적인 분할 작업 진행이 예상된다. 기존 MNO 사업의 경우 일본 소프트뱅크 사례와 같이 분할과 동시에 재상장을 추진하며, 이 과정에서 배당성향 상향 등 주주환원 정책도 긍정적으로 검토될 전망이다.

그림17 SK텔레콤의 다양한 서비스 Portfolio



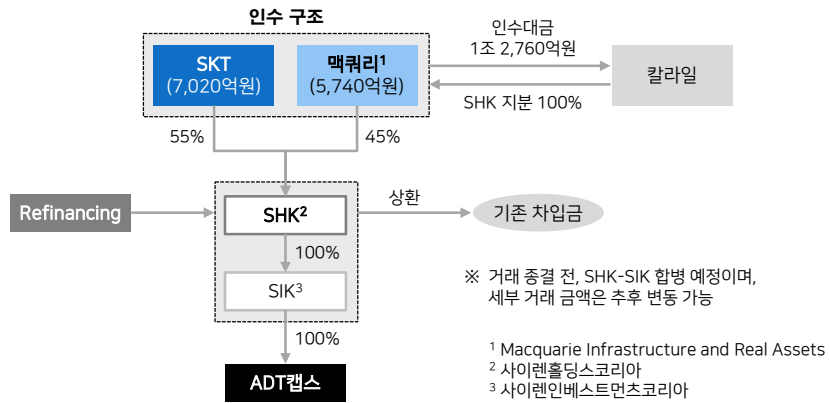
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤 보안 사업 강화 위해  
ADT 캡스 인수

2) 보안 - 융합보안 회사를 꿈꾸는 ADT 캡스

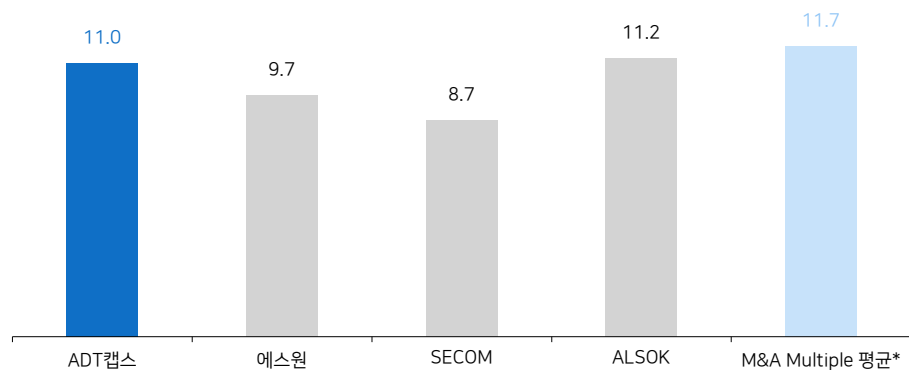
SK텔레콤은 지난 5월 맥쿼리와 공동으로 국내 보안 2위 사업자인 ADT캡스를 인수했다. SK텔레콤이 7,020억원을 투자해 ADT캡스 지분 55%와 경영권을 확보하고 맥쿼리는 5,740억원을 투자해 지분 45%를 보유하는 구조다. 최근 미국 통신사인 AT&T, 컴캐스트뿐만 아니라 구글, 아마존 등 글로벌 ICT 사업자들도 다양한 보안업체 인수를 통해 Home 시장을 공략 중이다. SK텔레콤 역시 차세대 플랫폼으로 부상한 Home 시장 주도권을 확보하기 위해 기존 ICT 역량과 결합한 보안사업 역량을 강화한다는 전략이다. 한편, ADT캡스 기업가치는 동종기업 평균 수준인 Target EV/EBITDA 11배를 부여해 2.97조원으로 평가 받았다.

그림18 SK텔레콤과 맥쿼리의 ADT캡스 인수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 국내외 주요 물리보안 업체 밸류에이션 비교



주: \* Tyco, ADT US, Verisure 등 보안기업 M&A 거래 평균

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

ADT캡스는 57만 가입자를 보유한 국내 2위 물리보안업체

1971년 설립된 ADT캡스는 약 57만 가입자를 보유한 국내 2위 물리보안 업체다. 전국 98개 지사 및 영업소에 총 900여대 출동 차량과 약 4,000명의 출동/상담/관제 인력 등을 보유하고 있다. 사업영역은 무인경비와 출입통제 등을 담당하는 통합관제와 전문 경호, 사설/국가기설 경비를 담당하는 무인경비, 시설 보안 플랫폼과 건물 관리 솔루션을 제공하는 시스템통합으로 구분된다.

국내 물리보안 시장 CAGR('17~'22) +7.5% 성장

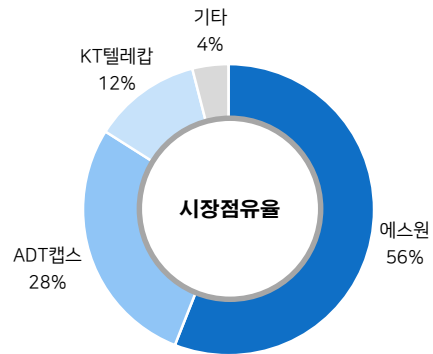
국내 보안시장은 Home과 커머스 영역에서 보안 수요가 지속적으로 증가 중이며, 특히 Home 보안 서비스 보급률은 미국 20%, 일본 5% 대비 현저히 낮은 0.5% 수준에 불과해 향후 성장 가능성이 높다. 2017년 국내 물리보안 시장 규모는 약 5.5조원 수준으로 2022년까지 연평균 +7.5% 성장할 전망이다.

그림20 ADT캡스와 보안 자회사 ADT시큐리티, 캡스텍



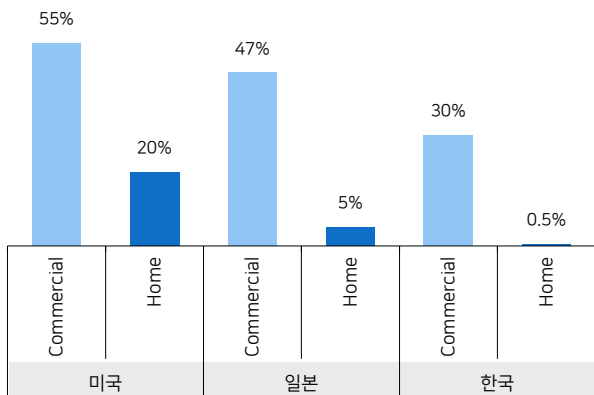
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 국내 물리보안 시장 점유율 현황



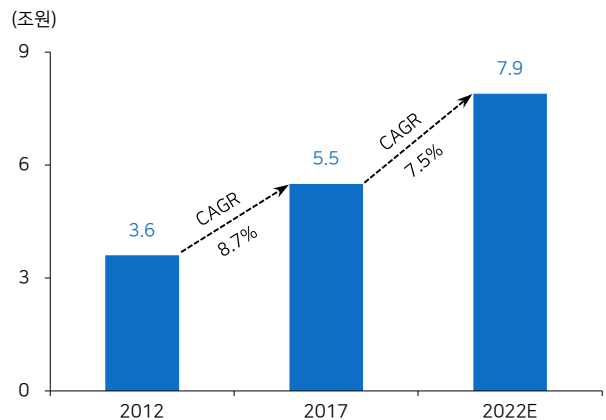
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 보안 서비스 보급률 비교



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 국내 물리보안 시장 전망

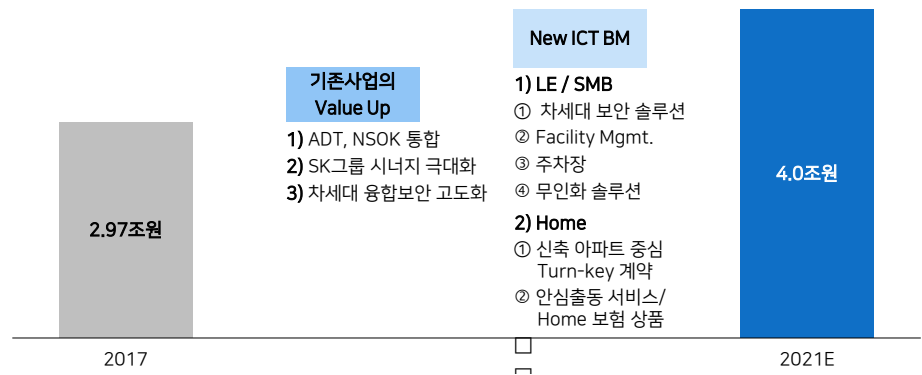


자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 그룹 편입 효과로 ADT 캡스  
기업가치 2021년 4 조원 목표

ADT캡스는 향후 기존 인력 기반 서비스와 New ICT 기술을 결합한 비즈니스 모델을 모두 제공할 방침이다. 우선, 인력 기반 서비스의 가치 증대를 위해 보안 자회사인 NSOK와의 통합으로 사업 운영체계를 최적화하며, SK그룹사 캡티브 물량이 더해져 안정적인 판매 및 서비스 제공이 가능하다. 캡티브 물량은 연간 2천억 원 규모로 예상되며 SK텔레콤이 보유한 약 4천개 유통점에 솔루션을 도입할 경우 가입 기반을 더욱 확대할 수 있다. New ICT 비즈니스 모델의 경우 주차장 관리, 무인화 솔루션, Home 서비스 상품 등 신시장 진출에 주력할 방침이다. 최근 ADT캡스는 합병 후 첫 서비스로 'T안심보안'을 선보였다. 뷰가드(CCTV, 필수)와 출동경비 서비스(선택)로 구성된 패키지 상품으로 SK텔레콤이 보유한 대리점과 고객센터의 전국 유통망을 통해 판매가 이루어진다. ADT캡스는 이러한 시너지 효과를 통해 현재 7,910억원 규모의 매출액을 2021년 1조 3,700억원으로, 기업가치는 동기간 2.97조원에서 4조원으로 확대한다는 목표다.

그림24 ADT캡스 기업가치 증대 방안 및 목표



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 SK텔레콤-ADT캡스의 합병 후 첫 서비스 'T안심보안'



자료: ADT캡스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 ADT캡스 가정용 서비스



자료: ADT캡스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 ADT캡스 사무실용 서비스



자료: ADT캡스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 ADT캡스 매장용 서비스



자료: ADT캡스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 ADT캡스 공장/창고용 서비스



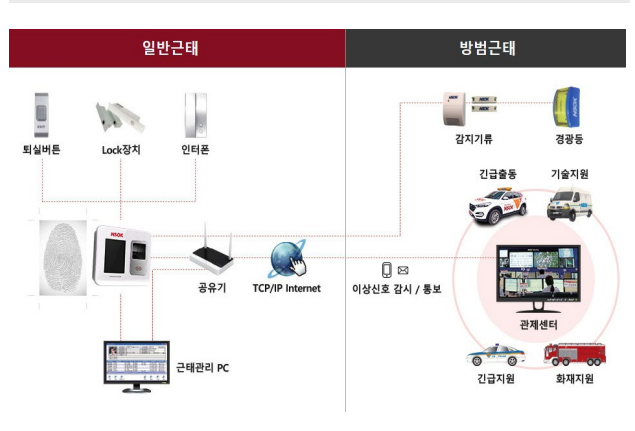
자료: ADT캡스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 성장 분야1 - 무인점포 서비스



자료: BingoBox, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 성장 분야2 - 근태관리 서비스



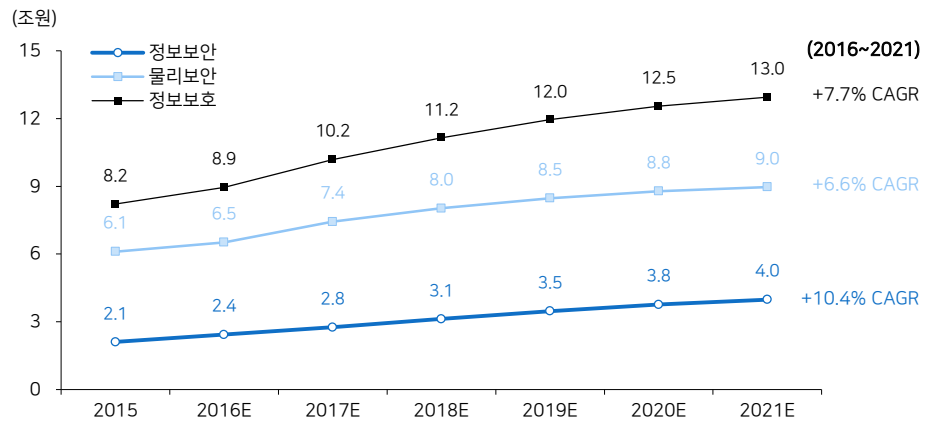
자료: NSOK, 메리츠증권증권 리서치센터



SK 텔레콤, 국내 정보보안 1위  
업체 SK인포섹 인수 추진

SK텔레콤은 최근 SK(주) 자회사이자 국내 1위 정보보안 업체인 SK인포섹 인수를 추진 중인 것으로 파악된다. 인수가 성사될 경우 SK텔레콤은 ADT캡스와 NSOK를 합친 물리보안 시장 경쟁력에 SK인포섹의 정보보안 역량까지 갖추어 명실상부한 국내 대표 융합보안 업체로 자리매김할 수 있다. 정보보안 시장은 5G 시대에 중요성이 높아지고 있는 보안 이슈와 맞물려 향후 높은 성장이 예상된다.

그림32 국내 정보보호 시장 전망: 물리보안보다 성장성이 높은 정보보안 시장

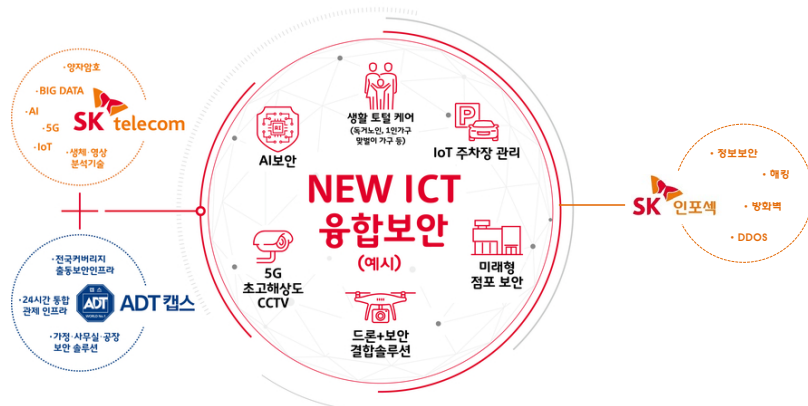


자료: 메리츠증권리서치센터

보안 위협에 총체적 대응이  
가능한 융합보안 중요성 대두

융합보안이란 물리보안과 정보보안 간의 융합 또는 IT기술과 타산업 간 융복합 시 발생하는 보안 위협을 해결하는 보안 기술이다. 현재 기업/개인에게 발생 가능한 위협은 복잡화된 형태로 발생하고 있다. 침입, 도난, 테러와 같은 물리보안 위협과 정보 유출, 변조, 해킹 등 정보보안 위협이 합쳐진 형태에, 환경 안전과 에너지 고갈 같은 신종 위협도 등장했다. 따라서, 보다 다각적 위협에 대한 예측이 가능하며 총체적 대응이 가능한 보안 형태로 발전할 수 밖에 없다.

그림33 국내 대표 융합보안 업체로의 준비를 마친 SK텔레콤



자료: 메리츠증권리서치센터

ADT캡스, 공격적인 외형 확장 +  
ICT 기술 기반 비용 효율화 가능

ADT캡스의 2017년 별도 기준 매출액은 5,915억원(+3.0% YoY), 영업이익은 1,374억원(+5.5% YoY, OPm 23.2%)으로, 지난 10월 1일 ADT캡스 인수 작업이 완료됨에 따라 4Q18부터 SK텔레콤 연결 실적에 반영된다. ADT캡스는 SK그룹사 캡티브 물량과 SK텔레콤 유통점을 중심으로 공격적인 외형 확장이 가능한 만큼 시장을 상회하는 성장이 예상된다. 향후 1~2년 최저임금 상승에 따른 인건비 증가와 NSOK와의 합병 비용 발생으로 연결 실적은 다소 부진할 수 있으나, ICT 기술 도입에 따른 인력 의존도 감소로 점진적인 비용 개선이 가능할 전망이다.

표6 ADT캡스 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주요 가정</b>												
국내 물리보안 시장 (조원)		3.6	3.9	4.3	4.6	5.0	5.5	5.9	6.3	6.8	7.3	7.8
% YoY			8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	7.5	7.5	7.5	7.5	7.0
에스원		1.8	2.0	2.2	2.5	2.8	3.1	3.2	3.4	3.7	3.9	4.1
ADT캡스		0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
KT텔레캅		0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
기타		0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>점유율</b>												
에스원		49%	50%	52%	54%	56%	56%	55%	54%	54%	53%	52%
ADT캡스		21%	22%	24%	26%	28%	28%	29%	30%	31%	32%	33%
KT텔레캅		15%	15%	14%	14%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
기타		15%	13%	9%	6%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
<b>매출액</b>	<b>412.2</b>	<b>444.5</b>	<b>478.9</b>	<b>508.1</b>	<b>546.5</b>	<b>574.2</b>	<b>591.5</b>	<b>643.5</b>	<b>710.8</b>	<b>793.3</b>	<b>886.1</b>	<b>978.5</b>
% YoY	10.7	7.8	7.7	6.1	7.6	5.1	3.0	8.8	10.5	11.6	11.7	10.4
가입자 (만건)	42	45	47	50	53	56	57	61	66	72	79	86
% YoY	6.3	6.2	6.0	5.8	5.1	4.9	2.3	7.5	8.5	9.0	9.5	8.8
ARPU (원)	82,072	83,023	84,075	84,022	85,768	85,902	86,479	87,516	89,092	91,230	93,054	94,450
% YoY	3.7	1.2	1.3	-0.1	2.1	0.2	0.7	1.2	1.8	2.4	2.0	1.5
<b>영업비용</b>	<b>343.9</b>	<b>368.6</b>	<b>404.7</b>	<b>462.8</b>	<b>431.1</b>	<b>444.0</b>	<b>454.1</b>	<b>500.5</b>	<b>559.2</b>	<b>623.3</b>	<b>695.3</b>	<b>766.9</b>
% YoY	7.5	7.2	9.8	14.4	-6.9	3.0	2.3	10.2	11.7	11.5	11.5	10.3
매출원가	296.7	317.5	342.1	301.8	310.8	323.2	327.5	357.5	396.3	444.0	496.7	549.5
매출원가율	72.0%	71.4%	71.4%	59.4%	56.9%	56.3%	55.4%	55.6%	55.8%	56.0%	56.1%	56.2%
판관비	47.2	51.1	62.6	161.1	120.3	120.8	126.6	142.9	162.8	179.4	198.6	217.3
판관비율	11.5%	11.5%	13.1%	31.7%	22.0%	21.0%	21.4%	22.2%	22.9%	22.6%	22.4%	22.2%
<b>영업이익</b>	<b>68.3</b>	<b>76.0</b>	<b>74.2</b>	<b>45.2</b>	<b>115.4</b>	<b>130.2</b>	<b>137.4</b>	<b>143.0</b>	<b>151.6</b>	<b>170.0</b>	<b>190.8</b>	<b>211.6</b>
% YoY	30.8	11.2	-2.3	-39.0	155.2	12.8	5.5	4.1	6.0	12.1	12.2	10.9
영업이익률 (%)	16.6	17.1	15.5	8.9	21.1	22.7	23.2	22.2	21.3	21.4	21.5	21.6

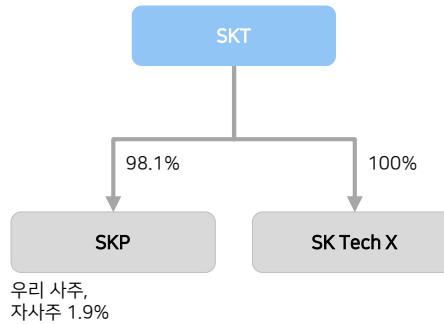
자료: ADT캡스, SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3) 커머스 - 돈이 보이는 11 번가

SK 텔레콤, 11 번가 인적분할 단행

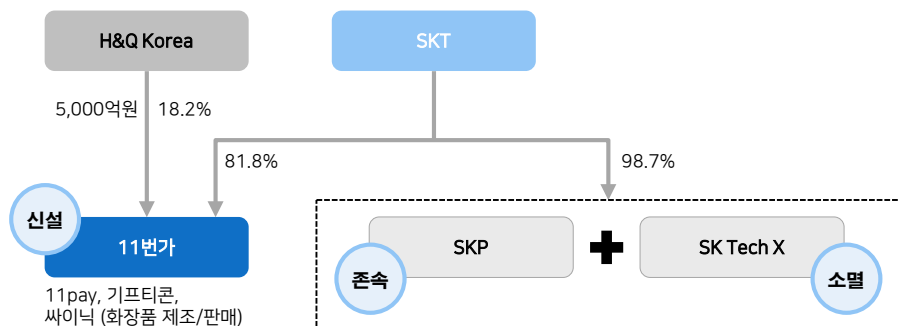
SK텔레콤은 지난 6월에는 커머스 사업 역량 강화를 위해 SK플래닛 내 11번가를 인적분할하는 구조재편을 추진했다. 분할신설되는 11번가는 H&Q코리아로부터 5,000억원의 신규자금을 유치했으며, Post-money 기준 2.75조원의 기업가치를 평가 받았다. 시장 우려와 달리 11번가는 쿠폰 지급 등 기존의 할인 경쟁에서 벗어나 데이터 기반의 상품 추천 및 효율적 마케팅비용 집행으로 손익을 빠르게 개선시킬 전망이다. 한편, 존속법인 SK플래닛은 SK테크엑스와 결합해 데이터 통합 관리 및 분석을 전문 영역으로 하는 플랫폼 개발 전문회사로 전환될 예정이다.

그림34 11번가 분사 이전 구조 (2018년 8월)



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 11번사 분사 이후 구조 (2018년 9월)



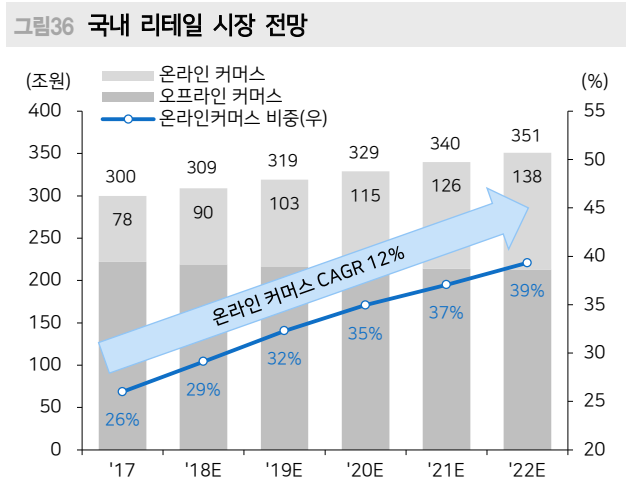
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

이커머스 시장 성장을 주도하는  
모바일 커머스 시장

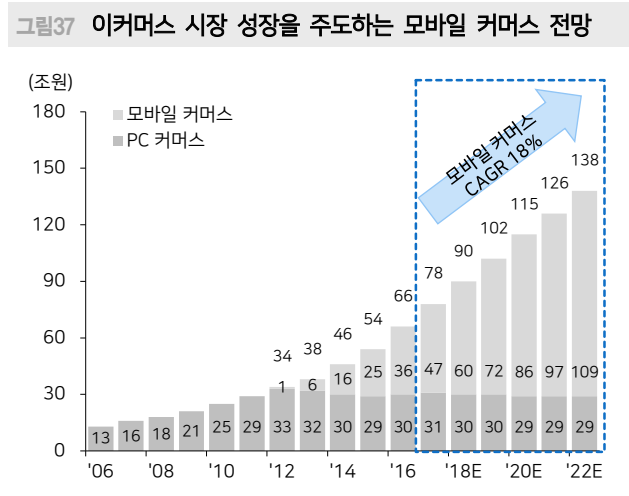
국내 리테일 시장에서 오프라인 거래액은 정체된 반면, 온라인 커머스 시장 성장세는 지속된다. 2017년 기준 국내 리테일 시장에서 온라인 커머스가 차지하는 비중은 약 26% 수준이나, 향후 5년간 연평균 +12% 성장해 2022년에는 39%까지 비중을 확대할 전망이다. 특히, 모바일 커머스가 전체 온라인 커머스 시장 성장을 주도하며, 모바일 커머스는 동기간 연평균 +18% 성장하며 시장 평균을 상회할 전망이다.

무선 서비스 1위 사업자로서  
모바일에 강점을 지닌 11번가

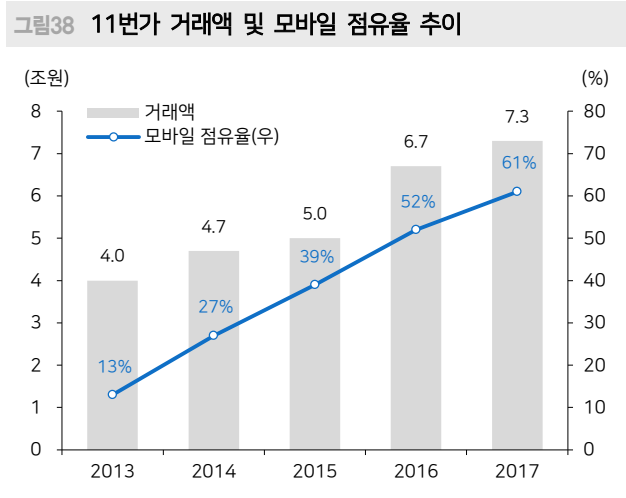
이는 무선 서비스 1위 사업자인 SK텔레콤에게 유리한 시장 환경이라고 판단한다. 실제로 최근 5년 11번가 거래액이 꾸준히 증가하는 동안 모바일 점유율은 기존 13%에서 61%까지 확대됐다.



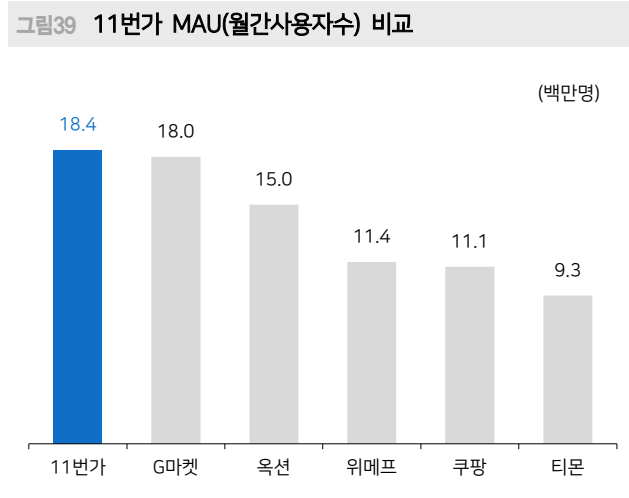
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

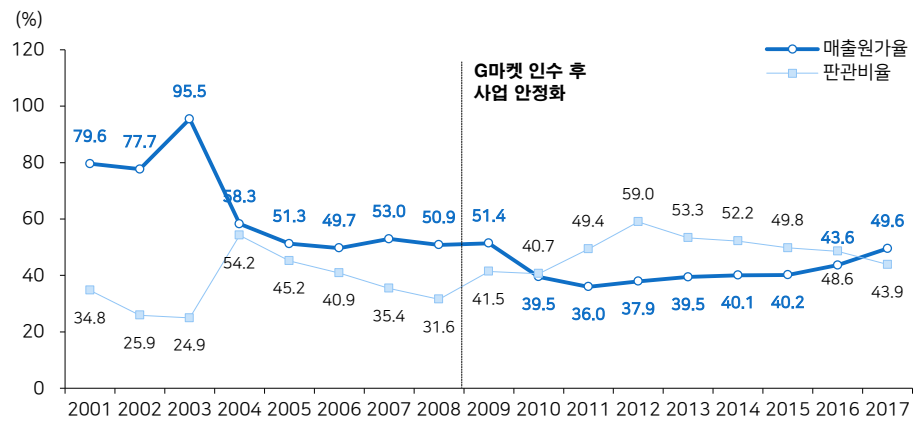


자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

여전히 어려운 이커머스 시장,  
수익성 개선 위주 사업 전략 예상

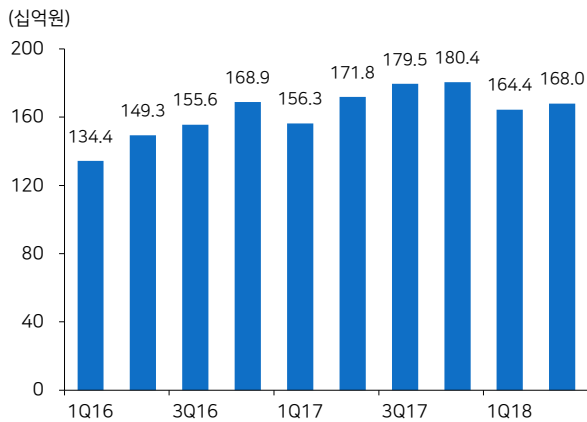
2017년 온라인 커머스 시장 상황은 크게 개선되지 못했다. 1위 사업자인 이베이 코리아가 여전히 이익을 내고 있지만 고용 확대 등의 영향으로 매출원가율이 증가하며 영업이익이 전년 대비 -6.9% 감소했고, 나머지 사업자들은 모두 영업적자를 지속했다. 다만, 위메프와 티몬이 영업손실폭을 전년 대비 -34.4%, -27.1%씩 줄이고, 11번가를 운영하는 SK플래닛도 -25.1% 줄이는 등 영업적자폭 개선은 지속되고 있다. 이는 이커머스 사업자들이 과거와 같이 쿠폰을 남발하는 등 무분별한 마케팅 경쟁을 지양하고 있기 때문이다. 쿠팡, 티몬과 마찬가지로 11번가 역시 외부 자금 조달을 유치한 만큼 향후 사업 전략은 수익성 개선 위주로 진행될 전망이다.

그림40 이베이코리아 매출원가율 및 판관비율 추이



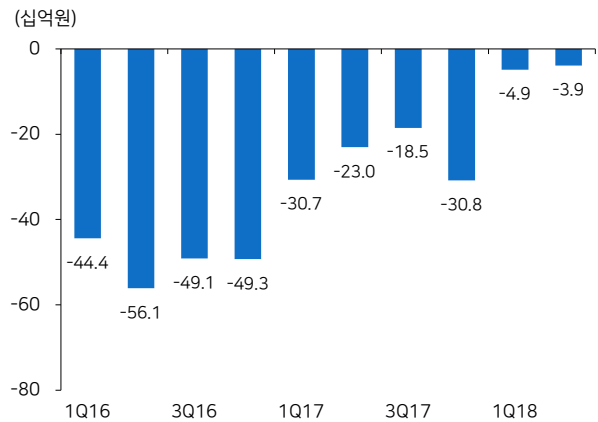
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림41 11번가 매출액 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림42 11번가 직접이익 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

11번가, 2019년 흑자전환 전망

11번가 실적 추정은 오픈마켓 거래액 성장 전망을 바탕으로 판매수수료 효율의 점진적인 개선을 가정해 산정했다. 영업비용은 오픈마켓 시장에서 유일하게 이익을 내고 있는 1위 사업자 이베이코리아의 매출원가율 및 판관비율을 참고했다. SK텔레콤은 2019년 11번가 흑자전환을 목표로 비용 구조 개선을 진행 중이다. 올해까지는 분할에 따른 비용 부담이 존재해 영업적자가 지속될 것으로 예상되나, 내년부터는 분기 BEP를 시작으로 본격적으로 흑자 기조에 돌입할 전망이다.

표7 11번가 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주요 가정</b>												
오픈마켓 거래액 (조원)	11.4	12.4	13.0	14.3	15.9	19.4	23.3	27.1	30.9	34.6	39.0	44.5
% YoY	6.5	8.3	5.3	10.1	10.8	22.4	20.0	16.0	14.0	12.0	13.0	14.0
G마켓	4.3	4.7	5.0	5.5	6.1	7.4	8.8	10.1	11.5	12.7	14.3	16.1
옥션	3.3	3.6	3.7	3.7	4.0	4.7	5.5	6.2	6.9	7.5	8.2	9.1
11번가	3.2	3.6	3.9	4.6	5.4	6.8	8.4	10.0	11.7	13.5	15.6	18.2
인터파크	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
<b>점유율</b>												
G마켓	37.7%	38.0%	38.6%	38.6%	38.3%	38.1%	37.8%	37.5%	37.2%	36.9%	36.6%	36.3%
옥션	29.0%	29.3%	28.1%	26.1%	24.9%	24.1%	23.5%	22.9%	22.3%	21.7%	21.1%	20.5%
11번가	28.0%	29.4%	30.2%	32.3%	33.9%	35.0%	36.0%	37.0%	38.0%	39.0%	40.0%	41.0%
인터파크	5.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
<b>매출액</b>	<b>222.5</b>	<b>250.6</b>	<b>258.9</b>	<b>314.9</b>	<b>383.1</b>	<b>494.8</b>	<b>613.4</b>	<b>696.6</b>	<b>815.9</b>	<b>936.6</b>	<b>1,088.3</b>	<b>1,276.6</b>
% YoY	26.6	12.6	3.3	21.6	21.6	29.2	24.0	13.6	17.1	14.8	16.2	17.3
판매수수료 (c = a x b)	133.5	150.3	152.8	199.7	242.9	313.8	389.0	467.8	552.1	636.9	743.7	876.3
거래액 (조원) (a)	3.2	3.6	3.9	4.6	5.4	6.8	8.4	10.0	11.7	13.5	15.6	18.2
판매수수료율 (b)	4.2%	4.1%	3.9%	4.3%	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
광고매출액	56.5	65.3	73.5	83.3	101.3	130.8	162.2	195.0	230.1	265.5	310.0	365.3
부가서비스 매출액	32.5	35.0	32.6	31.9	38.9	50.2	62.2	33.8	33.7	34.1	34.6	35.0
<b>영업비용</b>	<b>344.8</b>	<b>383.3</b>	<b>390.8</b>	<b>469.1</b>	<b>563.0</b>	<b>717.3</b>	<b>811.1</b>	<b>751.6</b>	<b>806.9</b>	<b>898.2</b>	<b>1,011.0</b>	<b>1,147.7</b>
% YoY	25.0	11.2	2.0	20.0	20.0	27.4	13.1	-7.3	7.4	11.3	12.6	13.5
매출원가	145.3	161.1	163.9	196.2	234.8	298.4	342.7	338.5	363.9	399.0	452.7	518.3
매출원가율	65.3%	64.3%	63.3%	62.3%	61.3%	60.3%	55.9%	48.6%	44.6%	42.6%	41.6%	40.6%
판관비	199.5	222.2	226.9	272.9	328.1	418.9	468.3	413.1	443.0	499.2	558.3	629.4
판관비율	89.7%	88.7%	87.7%	86.7%	85.7%	84.7%	76.3%	59.3%	54.3%	53.3%	51.3%	49.3%
<b>영업이익</b>	<b>-122.3</b>	<b>-132.7</b>	<b>-131.9</b>	<b>-154.2</b>	<b>-179.9</b>	<b>-222.5</b>	<b>-197.6</b>	<b>-55.0</b>	<b>9.0</b>	<b>38.4</b>	<b>47.5</b>	<b>56.9</b>
% YoY	22.1	8.5	-0.6	16.9	16.7	23.7	-11.2	-72.2	-116.3	327.8	23.6	19.9
영업이익률 (%)	-55.0	-53.0	-51.0	-49.0	-47.0	-45.0	-32.2	-7.9	1.1	4.1	4.4	4.5

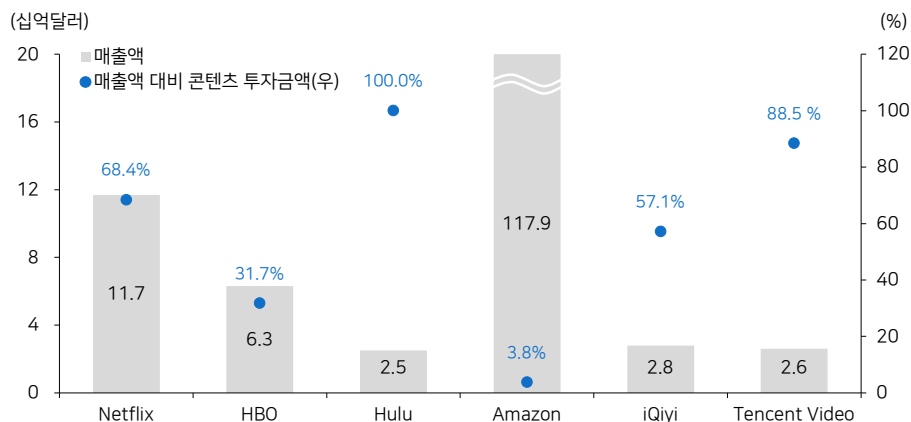
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 통신사들의  
미디어 콘텐츠 투자 확대

4) 미디어 - B tv 의 다음 타자는 옥수수(oksusu)

방송/통신 융합이 어제 오늘의 일은 아니지만, 최근 글로벌 통신 사업자들이 보여주는 미디어 시장 진출에 대한 관심은 그 어느 때보다 적극적이다. 통신 사업자들은 무선 통신 사업에서의 제한적인 성장과 한계에서 벗어나기 위해 새로운 수익원으로 미디어 콘텐츠에 주목하고 있으며, 양질의 미디어 콘텐츠 수급에 사활을 걸고 있다. 이제 소비자들은 새로운 통신 서비스 요금 가입 시 최소 1개의 OTT 서비스를 무료로 제공 받고 있다. 미국 AT&T, T모바일, 스프린트는 각각 HBO, Netflix, Hulu와 제휴를 맺고 무제한 요금제 가입 시 무료 OTT 서비스를 제공하고 있으며, 국내 통신 3사 역시 자체 OTT 서비스 플랫폼을 통해 소비자 혜택을 더하고 있다. 소비자의 관심을 끄는 콘텐츠는 데이터 트래픽을 유발해 ARPU 상승에 기여할 뿐만 아니라, 번호를 이동하는 선택지로도 중요한 기준이 되고 있다.

그림43 글로벌 OTT 사업자들의 콘텐츠 투자 경쟁



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 국내외 주요 통신사들의 OTT 서비스 현황

통신사	적용 대상	월정액	제공 OTT
AT&T	Unlimited & More Plus Premium	\$80	HBO Now
T모바일	T-Mobile ONE 2회선	\$120	Netflix Standard
Sprint	Unlimited Basic	\$60	Hulu Streaming Library
SK텔레콤	전 요금제	-	옥수수(oksusu)
KT	전 요금제	-	올레TV모바일
LG유플러스	전 요금제	-	U+비디오포털

자료: SK텔레콤, 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

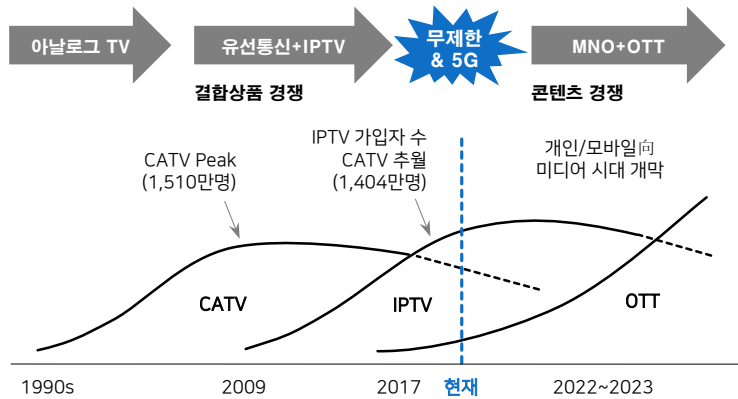
콘텐츠 경쟁력이 요구되는 OTT

과거 케이블TV 업체들이 독세했던 유료방송 시장 주도권은 IPTV 업체들에게 넘어갔고, 개인 모바일 미디어 확산에 따라 OTT로 주도권이 넘어가는데 의심의 여지가 없다. 경쟁 방식도 상품권이나 현금을 지급하던 형태에서 결합상품을 통한 가입자 유치 경쟁을 벌여왔으나, OTT 시대에는 양질의 콘텐츠 제공이 가입자 확보를 위한 가장 확실한 수단이 될 전망이다.

옥수수(oksusu) 분할 가능성 대두

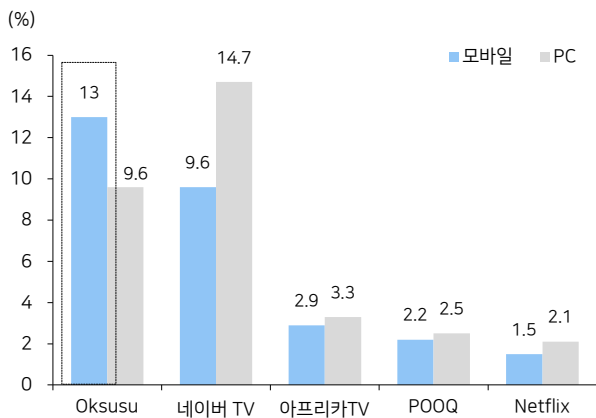
이러한 배경을 감안할 때 SK텔레콤의 자체 OTT 서비스인 '옥수수(oksusu)' 분할 가능성이 높다고 판단한다. 옥수수는 국내 OTT 중 모바일 이용 점유율 1위를 기록 중이며, MAU(월간이용자수) 800만명에 달하는 국내 최대 OTT 플랫폼으로 성장했다. 서비스 출시 2년만에 오리지널 콘텐츠 투자 금액을 5배 늘린 100억원을 투자할 계획이며, 콘텐츠 제작 역량을 지닌 국내 중소형 콘텐츠 제작사에 대한 투자도 검토 중이다.

그림44 국내 유료방송 시장 헤게모니 변화



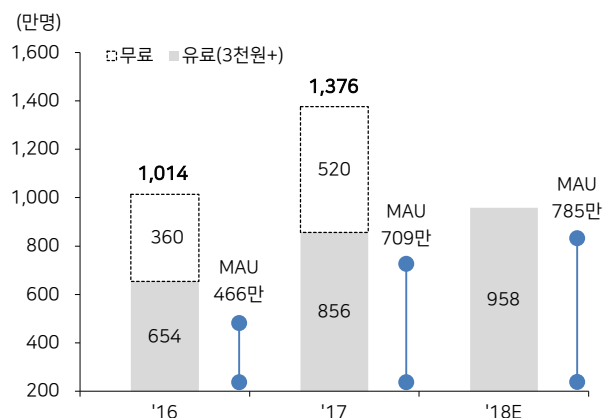
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 국내 주요 OTT 이용 점유율 현황



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 옥수수(oksusu) MAU(월간이용자수) 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터



## 초고속인터넷 외형 성장 및 IPTV 수익성 개선 전망

SK브로드밴드의 2017년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 535억원(+3.8% YoY), 1,263억원(+54.6% YoY, OPm 4.1%)을 기록했다. 초고속인터넷과 집전화 매출 감소에도 불구하고 IPTV가 고성장을 지속하며 전체 매출 성장을 주도했다. 향후에는 10기가 인터넷 서비스를 기반으로 초고속인터넷 매출 증가가 예상되며, 외형 성장에 집중했던 IPTV 사업이 수익성 위주로 돌아서면서 가파른 영업이익 개선이 기대된다.

표9 SK브로드밴드 수익 추정

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주요 지표</b>												
<b>가입자 데이터 (천명)</b>												
초고속인터넷 가입자수	4,192	4,394	4,569	4,810	5,036	5,207	5,439	5,600	5,786	5,953	6,123	6,284
IPTV 가입자수	981	1,445	2,096	2,829	3,489	3,968	4,370	4,736	5,108	5,469	5,854	6,267
모바일TV 가입자수		250	810	2,370	3,600	4,410	8,585	9,880	11,337	12,272	13,284	14,379
<b>ARPU 데이터 (원)</b>												
초고속인터넷 ARPU	19,736	17,623	16,572	14,426	14,083	13,168	12,365	13,199	13,573	13,957	14,352	14,758
IPTV ARPU	14,269	15,934	16,831	15,106	16,126	18,179	18,995	19,248	19,871	20,352	20,845	21,350
모바일TV ARPU	0	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,504	1,508
<b>매출액</b>	<b>2,304.2</b>	<b>2,492.5</b>	<b>2,539.2</b>	<b>2,655.5</b>	<b>2,731.4</b>	<b>2,943.0</b>	<b>3,053.5</b>	<b>3,229.5</b>	<b>3,422.2</b>	<b>3,613.7</b>	<b>3,815.1</b>	<b>4,038.4</b>
% YoY		8.2	1.9	4.6	2.9	7.7	3.8	5.8	6.0	5.6	5.6	5.9
초고속인터넷	981.5	935.0	909.2	860.5	850.5	852.3	845.3	865.6	919.8	974.3	1,030.9	1,088.9
IPTV	147.7	221.2	344.7	476.7	632.7	844.0	1,021.0	1,214.7	1,354.5	1,494.3	1,635.8	1,790.9
유선 IPTV	147.7	220.1	332.3	442.1	573.3	770.2	891.4	1,036.7	1,159.6	1,279.8	1,403.2	1,538.5
모바일TV	0.0	1.1	12.4	34.6	59.4	73.8	129.6	168.3	194.9	214.5	232.6	252.4
집전화	286.0	256.6	197.4	160.6	127.6	95.9	78.5	70.0	66.3	64.9	64.4	64.2
기업사업	861.0	927.7	1,027.9	1,116.7	1,045.9	1,048.9	989.1	966.3	960.2	955.8	952.8	950.6
기업전화	297.0	341.0	386.0	409.0	389.5	384.8	377.1	369.6	362.2	355.0	347.9	340.9
전용회선	317.0	377.0	408.0	438.0	432.3	435.8	439.2	442.8	446.3	449.9	453.5	457.1
IDC/솔루션 등	247.0	209.0	234.0	270.0	224.0	228.3	172.7	153.9	151.7	151.0	151.5	152.7
기타	28.0	152.0	60.0	41.0	74.7	101.9	116.1	118.8	121.5	124.3	131.2	143.7
<b>영업비용</b>	<b>2,248.1</b>	<b>2,378.6</b>	<b>2,400.6</b>	<b>2,596.1</b>	<b>2,667.7</b>	<b>2,861.3</b>	<b>2,927.2</b>	<b>3,087.3</b>	<b>3,233.2</b>	<b>3,388.4</b>	<b>3,552.2</b>	<b>3,735.0</b>
% YoY		5.8	0.9	8.1	2.8	7.3	2.3	5.5	4.7	4.8	4.8	5.1
인건비	144.2	157.8	151.3	154.6	172.5	203.9	196.1	205.7	220.3	238.7	260.1	284.1
마케팅비용	302.6	313.8	359.4	361.1	325.3	374.3	399.0	421.3	446.5	471.5	497.8	526.9
지급수수료	520.5	684.5	686.8	780.3	883.6	955.4	1,032.1	1,108.3	1,179.4	1,246.5	1,316.2	1,393.3
접속료	257.6	246.1	242.8	220.2	207.7	244.8	199.5	209.2	219.6	231.4	244.3	258.6
통신설비사용료	161.5	173.7	190.6	205.4	206.7	201.4	182.2	190.5	201.2	212.4	224.2	237.3
기타	389.9	328.5	302.5	385.2	352.9	342.9	332.0	341.3	350.2	358.0	366.0	375.1
감가상각비	471.8	474.2	467.2	489.3	519.0	538.6	581.4	600.9	616.1	629.8	643.8	659.8
<b>영업이익</b>	<b>56.1</b>	<b>113.9</b>	<b>138.6</b>	<b>59.4</b>	<b>63.7</b>	<b>81.7</b>	<b>126.3</b>	<b>142.1</b>	<b>188.9</b>	<b>225.3</b>	<b>262.8</b>	<b>303.3</b>
% YoY		103.0	21.7	-57.1	7.2	28.3	54.6	12.6	32.9	19.2	16.7	15.4
영업이익률 (%)	2.4	4.6	5.5	2.2	2.3	2.8	4.1	4.4	5.5	6.2	6.9	7.5

자료: SK텔레콤, 메리츠증권리서치센터

SK브로드밴드 상장 가정 시  
기업가치는 약 2.56조원

SK텔레콤은 물적분할과 동시에 무선사업부 재상장을 추진할 전망이다, ADT캡스와 11번가에 대해서도 5년 내 상장 계획을 가지고 있다. 이는 모두 적정한 기업가치 평가를 받기 위한 절차들이며, 결국 지난 2015년 6월 상장폐지하고 완전자회사로 편입된 SK브로드밴드에 대한 재상장 가능성도 열어줄 필요가 있다. SK브로드밴드의 2015년 매출액은 2조 7,313억원, 영업이익은 637억원이다. SK브로드밴드의 상장폐지 당시 시가총액은 약 1.2조원이었으며, 적정 기업가치 산정 시 대부분 Target EV/EBITDA 5.0~5.2배를 적용했다. 그간 SK브로드밴드의 사업 성과를 살펴보면 2년 사이 영업이익은 +99.0% 증가한 1,268억원을 기록했고, 유선(초고속인터넷+IPTV) 가입자는 +15.1% 증가한 981만명을 기록했다. 이를 바탕으로 SK브로드밴드 상장을 보수적으로 가정한 적정 기업가치는 기존 EV/EBITDA Multiple에 20% 할증을 부여한 2.56조원으로 예상된다.

표10 SK브로드밴드 Valuation (2015년, 상장폐지 전)

구분	내용	비고
EBITDA(십억원)	582.7	2015년 EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	5.0	과거 2년 평균
영업가치(십억원)	2,913.5	
순차입금(십억원)	1,471.2	
<b>적정기업가치(십억원)</b>	<b>1,442.3</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 SK브로드밴드 Valuation (2017년 예상)

구분	내용	비고
EBITDA(십억원)	709.6	2017년 EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	6.0	2015년 대비 20% 할증
영업가치(십억원)	4,257.5	
순차입금(십억원)	1,697.6	
<b>적정기업가치(십억원)</b>	<b>2,559.9</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. 실적 및 Valuation

<p>3Q18 영업이익 3,277 억원으로 컨센서스 하회 예상</p>	<p><b>1) SK 텔레콤 실적 전망: 3Q18 Preview 및 연간 실적</b></p> <p>구 회계 기준 3Q18 매출액과 영업이익은 각각 4조 2,343억원(-4.7% YoY), 3,277억원(-16.5% YoY)을 전망한다. 무선 마케팅비용은 프리미엄 단말기 출시 영향으로 3Q18 소폭 증가했으며, 11번가의 여름 성수기 및 추석 프로모션 영향으로 비용 부담이 늘어났다. IFRS 15 기준 영업이익은 3,299억원으로 회계 기준 변경에 따른 영향은 크지 않았다.</p>
<p>ADT 캡스, SK 그룹사 캡티브 물량 증가로 '19년 실적 개선 전망</p>	<p>ADT캡스의 완전 편입으로 4Q18 실적부터 연결 반영될 예정이다. 국내 물리보안 시장의 성장 잠재력에 SK그룹사 캡티브 물량이 더해져 ADT캡스 실적은 향후 2~3년간 괄목할 만한 성장을 기록할 전망이다. 캡티브 물량은 연간 2천억원 규모가 예상되며, SK텔레콤이 보유한 약 4천개 유통점에도 솔루션을 도입해 시너지를 확대할 전망이다. 11번가는 3Q18 프로모션 비용 증가로 전 분기 대비 뚜렷한 실적 개선은 어려우나, 내년 연간 BEP 달성 계획은 차질 없이 진행될 전망이다.</p>
<p>내년 상반기 구체적인 지배구조 개편 방안 공유 예상</p>	<p>미디어 사업에서 가장 기대를 걸고 있는 자체 OTT '옥수수(oksusu)' 플랫폼은 꾸준한 콘텐츠 및 UI/UX 개선을 통해 사용자수가 의미 있게 증가하고 있다. 이러한 성장세를 바탕으로 이르면 연내 독자적인 회사로의 분할을 추진할 가능성이 높다. 결국 이르면 내년 상반기에는 동사의 지배구조 개편에 대한 구체적인 방향성이 공유될 전망이며, 주주가치에 우선을 둔 변화인 만큼 주가 측면에서도 긍정적이라는 판단이다.</p>

표12 SK텔레콤 3Q18 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>4,234.3</b>	<b>4,442.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>4,171.9</b>	<b>1.5</b>	<b>4,236.7</b>	<b>-0.1</b>
이동전화수익	2,491.8	2,717.1	-8.3	2,497.8	-0.2		
망접속정산수익	150.0	150.2	-0.1	156.1	-3.9		
신규사업 및 기타	293.5	289.2	1.5	286.1	2.6		
기타판매	1,298.9	1,286.2	1.0	1,232.0	5.4		
<b>영업이익</b>	<b>327.7</b>	<b>392.4</b>	<b>-16.5</b>	<b>352.7</b>	<b>-7.1</b>	<b>353.9</b>	<b>-7.4</b>
<b>세전이익</b>	<b>1,203.6</b>	<b>1,004.1</b>	<b>19.9</b>	<b>1,168.9</b>	<b>3.0</b>	<b>1,138.1</b>	<b>5.8</b>
<b>당기순이익</b>	<b>914.0</b>	<b>793.0</b>	<b>15.3</b>	<b>903.9</b>	<b>1.1</b>	<b>888.3</b>	<b>2.9</b>

주: K-IFRS 1018호, 구 회계 기준

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 SK텔레콤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>영업수익</b>	<b>4,234.4</b>	<b>4,345.6</b>	<b>4,442.7</b>	<b>4,497.3</b>	<b>4,220.7</b>	<b>4,171.9</b>	<b>4,234.3</b>	<b>4,463.8</b>	<b>17,520.0</b>	<b>17,090.6</b>	<b>17,943.0</b>
% YoY	0.1%	1.8%	4.7%	3.3%	-0.3%	-4.0%	-4.7%	-0.7%	2.5%	-2.5%	5.0%
이동전화수익	2,662.3	2,697.7	2,717.1	2,691.7	2,568.9	2,497.8	2,491.8	2,487.9	10,768.8	10,046.4	10,011.0
망접속정산수익	172.7	144.7	150.2	156.7	150.9	156.1	150.0	156.5	624.3	613.6	612.9
신규사업 및 기타	253.0	267.2	289.2	265.6	273.1	286.1	293.5	269.6	1,075.0	1,122.3	1,138.0
기타판매	1,146.4	1,236.0	1,286.2	1,383.3	1,227.8	1,232.0	1,298.9	1,549.8	5,051.9	5,308.4	6,181.1
<b>영업비용</b>	<b>3,823.9</b>	<b>3,922.3</b>	<b>4,050.3</b>	<b>4,186.9</b>	<b>3,861.2</b>	<b>3,819.2</b>	<b>3,896.2</b>	<b>4,120.4</b>	<b>15,983.5</b>	<b>15,696.9</b>	<b>16,438.6</b>
% YoY	-0.1%	1.6%	6.0%	3.4%	1.0%	-2.6%	-3.8%	-1.6%	2.7%	-1.8%	4.7%
총업원급여	462.8	465.1	509.5	528.7	550.7	535.2	530.2	626.9	1,966.2	2,242.9	2,516.4
지급/판매수수료	1,363.3	1,367.3	1,372.8	1,382.9	1,252.6	1,216.7	1,279.3	1,288.6	5,486.3	5,037.2	5,074.7
광고선전비	85.4	123.4	128.4	185.5	114.0	122.9	118.8	159.7	522.8	515.4	583.3
감가상각비	792.7	805.8	816.6	831.9	823.8	806.7	791.1	804.6	3,247.1	3,226.1	3,413.5
망접속정산비용	221.1	213.0	224.1	216.8	215.0	218.8	218.3	211.9	875.0	864.1	870.4
전용회선료	48.8	49.9	47.6	45.6	41.8	40.4	42.8	44.5	192.0	169.5	178.4
전파사용료	39.0	33.5	39.0	38.8	38.8	36.1	37.3	39.4	150.3	151.6	158.4
상품매출원가	402.2	445.4	477.9	561.0	410.9	399.0	457.8	531.7	1,886.5	1,799.3	1,882.1
기타영업비용	408.5	418.9	434.4	395.6	413.6	443.4	420.5	413.3	1,657.4	1,690.8	1,761.4
<b>영업이익</b>	<b>410.5</b>	<b>423.3</b>	<b>392.4</b>	<b>310.4</b>	<b>359.5</b>	<b>352.7</b>	<b>338.1</b>	<b>343.4</b>	<b>1,536.5</b>	<b>1,393.7</b>	<b>1,504.4</b>
% YoY	2.1%	3.9%	-7.5%	2.8%	-12.4%	-16.7%	-13.8%	10.6%	0.1%	-9.3%	7.9%
영업이익률 (%)	9.7%	9.7%	8.8%	6.9%	8.5%	8.5%	8.0%	7.7%	8.8%	8.2%	8.4%
법인세차감전순이익	724.2	748.5	1,004.1	926.6	941.0	1,168.9	1,214.0	1,132.9	3,403.3	4,456.8	4,004.2
법인세비용	140.7	128.0	211.1	265.9	224.4	264.9	292.1	281.2	745.7	1,062.6	961.4
<b>당기순이익</b>	<b>583.5</b>	<b>620.5</b>	<b>793.0</b>	<b>660.6</b>	<b>716.6</b>	<b>903.9</b>	<b>921.9</b>	<b>851.8</b>	<b>2,657.6</b>	<b>3,394.2</b>	<b>3,042.8</b>
당기순이익률 (%)	13.8%	14.3%	17.8%	14.7%	17.0%	21.7%	21.8%	19.1%	15.2%	19.9%	17.0%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	29,833	29,993	30,156	30,195	30,349	30,719	30,903	31,093	30,195	31,093	32,012
LTE 가입자수	21,650	22,071	22,569	22,865	23,401	23,993	24,377	24,718	22,865	24,718	25,747
LTE 침투율 (%)	72.6%	73.6%	74.8%	75.7%	77.1%	78.1%	78.9%	79.5%	75.7%	79.5%	80.4%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

지배구조 개편 가정 시,  
SK 텔레콤 적정주가 34 만원 전망

## 2) SOTP Valuation

기존 SOTP 방식에 따른 SK텔레콤의 적정 기업가치는 24.2조원 수준이다. 지배구조 개편을 단행할 경우 SK브로드밴드와 ADT캡스, 11번가의 기업가치 상승은 자명하며 반대로 순차입금은 소폭 증가한다. 이러한 상황을 종합할 경우 지배구조 개편 후 SK텔레콤의 적정주가는 사업회사 간 시너지 효과를 제거하더라도 보수적으로 340,000원 수준으로 판단된다.

표14 SK텔레콤 기존 SOTP Valuation

(십억원)	12M-fwd EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정가치	비고
영업가치 (A)	3,922.4	4.6	18,157.7	과거 4년 평균에 15% 할인
비영업가치 (B)			10,611.2	
SK하이닉스 지분가치			7,134.4	시장가치 30% 할인
SK브로드밴드 지분가치			1,496.5	공정가치 20% 할인
SK플래닛 지분가치			1,038.6	공정가치 20% 할인
기타 계열사 지분가치			941.7	기타 계열사 20% 할인
순차입금 (C)			4,579.9	2018년 추정치
<b>총기업가치 (D=A+B-C)</b>			<b>24,189.0</b>	
발행주식수 (E / 천주)			80,746	
<b>적정주가 (D/E) (원)</b>			<b>299,571</b>	
현재주가 (원)			286,000	
Upside/Downside (%)			4.7%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표15 SK텔레콤 지배구조 개편 후 SOTP Valuation

(십억원)	12M-fwd EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정가치	비고
SK텔레콤(무선통신)	3,922.4	4.6	18,157.7	과거 4년 평균에 15% 할인
SK브로드밴드(유선통신)			2,047.9	예상 시장가치 20% 할인
SK하이닉스(반도체)			7,134.4	시장가치 30% 할인
11번가(커머스)			2,200.0	인수가치 20% 할인
ADT캡스(보안)			2,376.0	인수가치 20% 할인
기타 계열사 지분가치			941.7	기타 계열사 20% 할인
순차입금			5,279.9	2018년 추정치
<b>총기업가치</b>			<b>27,577.9</b>	
발행주식수			80,746	
<b>적정주가 (원)</b>			<b>341,540</b>	
현재주가 (원)			286,000	
Upside/Downside (%)			19.4%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SK 텔레콤 (017670)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>17,091.8</b>	<b>17,520.0</b>	<b>17,090.7</b>	<b>17,943.0</b>	<b>18,928.8</b>
매출액증가율 (%)	-0.3	2.5	-2.5	5.0	5.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	17,090.7	17,943.0	18,928.8
판매관리비	15,556.1	15,983.4	15,696.9	16,438.6	17,269.5
<b>영업이익</b>	<b>1,535.7</b>	<b>1,536.6</b>	<b>1,393.8</b>	<b>1,504.4</b>	<b>1,659.3</b>
영업이익률	9.0	8.8	8.2	8.4	8.8
금융손익	248.2	-67.1	-100.6	-44.7	-39.4
중속/관계기업손익	544.5	2,245.7	3,333.3	2,704.3	3,336.1
기타영업외손익	-232.3	-312.1	-169.6	-159.8	-160.4
세전계속사업이익	2,096.1	3,403.3	4,456.9	4,004.2	4,795.5
법인세비용	436.0	745.7	1,062.6	961.4	1,153.5
<b>당기순이익</b>	<b>1,660.1</b>	<b>2,657.6</b>	<b>3,394.3</b>	<b>3,042.8</b>	<b>3,642.1</b>
지배주주지분 손익	1,676.0	2,599.8	3,031.2	2,717.4	3,252.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,243.2</b>	<b>3,855.8</b>	<b>6,476.0</b>	<b>6,669.4</b>	<b>7,354.1</b>
당기순이익(손실)	1,660.1	2,657.6	3,394.3	3,042.8	3,642.1
유형자산상각비	3,068.6	3,247.5	3,226.1	3,413.5	3,481.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	13.8	-261.5	-160.5	178.5	206.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,462.2</b>	<b>-3,070.6</b>	<b>-4,781.5</b>	<b>-4,786.6</b>	<b>-5,049.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2,490.5	-2,715.9	-3,179.6	-3,306.8	-3,406.0
투자자산의감소(증가)	-171.0	-2,216.7	-924.6	-1,422.0	-1,489.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,044.8</b>	<b>-826.6</b>	<b>-1,929.0</b>	<b>-917.2</b>	<b>-909.7</b>
차입금의 증감	25.4	52.5	-1,204.4	-123.6	-116.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	736.3	-47.5	-234.6	965.6	1,394.7
기초현금	768.9	1,505.2	1,457.7	1,223.2	2,188.8
기말현금	1,505.2	1,457.7	1,223.2	2,188.8	3,583.4

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>5,996.6</b>	<b>6,201.8</b>	<b>5,851.0</b>	<b>7,047.4</b>	<b>8,708.9</b>
현금및현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,223.2	2,188.8	3,583.4
매출채권	2,240.9	2,126.0	2,073.9	2,177.3	2,297.0
재고자산	259.9	272.4	265.7	279.0	294.3
<b>비유동자산</b>	<b>25,301.0</b>	<b>27,226.9</b>	<b>28,805.0</b>	<b>30,120.2</b>	<b>31,634.6</b>
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,098.4	9,991.6	9,916.1
무형자산	5,708.8	5,502.0	6,202.0	6,202.0	6,302.0
투자자산	8,514.0	10,730.8	11,655.4	13,077.4	14,567.2
<b>자산총계</b>	<b>31,297.7</b>	<b>33,428.7</b>	<b>34,655.9</b>	<b>37,167.6</b>	<b>40,343.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,444.1</b>	<b>7,109.1</b>	<b>5,859.4</b>	<b>6,057.7</b>	<b>6,296.2</b>
매입채무	402.5	351.7	343.1	360.2	380.0
단기차입금	2.6	130.0	130.0	130.0	130.0
유동성장기부채	1,190.2	1,833.7	710.0	658.0	607.0
<b>비유동부채</b>	<b>8,737.1</b>	<b>8,290.4</b>	<b>8,149.8</b>	<b>8,197.0</b>	<b>8,269.1</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>15,181.2</b>	<b>15,399.5</b>	<b>14,009.2</b>	<b>14,254.7</b>	<b>14,565.3</b>
<b>자본금</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>
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	20,090.5	22,031.2	24,507.0
비지배주주지분	145.0	187.1	550.1	875.5	1,265.0
<b>자본총계</b>	<b>16,116.4</b>	<b>18,029.2</b>	<b>20,646.8</b>	<b>22,912.9</b>	<b>25,778.3</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	211,675	216,978	211,660	222,217	234,425
EPS(지배주주)	20,756	32,198	37,541	33,654	40,281
CFPS	58,203	58,881	97,406	93,932	103,853
EBITDAPS	57,022	59,250	57,215	60,907	63,666
BPS	197,799	220,967	248,889	272,923	303,585
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	4.5	3.7	4.6	4.6	4.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.8	8.3	6.4	7.1	5.9
PCR	3.8	4.5	2.5	2.5	2.3
PSR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	4,604.3	4,784.2	4,619.9	4,917.9	5,140.8
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.3	4.8	4.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.7	15.4	16.0	12.9	14.0
EBITDA 이익률	26.9	27.3	27.0	27.4	27.2
부채비율	94.2	85.4	67.9	62.2	56.5
금융비용부담률	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
이자보상배율(x)	5.3	5.1	5.0	6.0	6.7
매출채권회전율(x)	7.5	8.0	8.1	8.4	8.5
재고자산회전율(x)	64.1	65.8	63.5	65.9	66.0

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수, 은경원)

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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 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)	
2016.10.28	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	-18.3	-4.7	
2018.10.23	기업분석	Buy	340,000	정지수	-	-	