

BUY(Maintain)

SK텔레콤(017670)

통신과 비통신, 성장 기대감이 높다

현재주가(10/30) 269,000원 • 목표주가 360,000원

최근 시장 변동성이 심해지면서, 경기 방어주로서의 통신 업종에 대한 관심이 높아진 시점이다. 한편, 5G서비스에 대한 성장 기대감도 통신주가에 긍정적이다. 성장주의 면도를 보여주고 있는 통신주 중에서도 기업가치 측면에서 SK텔레콤의 최근 행보는 긍정적이다. 향후 4차산업혁명의 중심에서 보안, 미디어, E-Commerce와 통신의 시너지를 바탕으로 영위될 사업이 기대된다. 업종 Top Pick 을 제시하면서, 투자조건과 목표주가를 유지한다.



SK텔레콤(017670)



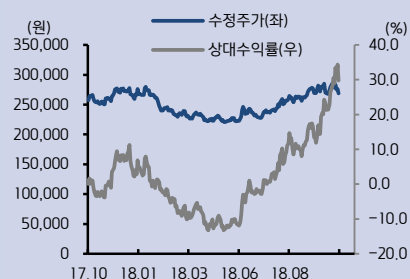
Stock Data

| | | |
|---------------|------------|----------|
| KOSPI (10/30) | 2,014.69pt | |
| 시가총액 | 217,206억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 286,000원 | 220,500원 |
| 최고/최저가대비 | -5.94% | 22.00% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 10.9% |
| | 6M | 47.0% |
| | 1Y | 29.7% |

Company Data

| | |
|-------------|----------|
| 발행주식수(천주) | 80,746천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 171천주 |
| 외국인 지분율 | 42.99% |
| 배당수익률(18.E) | 3.75% |
| BPS(18.E) | 249,863원 |
| 주요 주주 | SK 25.3% |

Price Trend



Contents

| | |
|--------------------------------|----|
| I. Summary | 3 |
| > 투자이견 'BUY', 목표주가 360,000원 유지 | 3 |
| > 통신과 비통신, 성장 본격화 | 3 |
| II. 통신과 비통신, 성장 본격화 | 4 |
| > MNO 사업 점검, 프리미엄 지속 | 4 |
| > 유선사업 미래를 노린다 | 6 |
| > 보안사업 새로운 성장의 축 | 8 |
| > 종합 ICT기업을 향하여 - E-커머스 | 10 |
| III. 실적 전망 및 Valuation | 11 |
| > 실적 리뷰 및 전망 | 11 |
| > Valuation | 13 |

통신과 비통신, 성장 기대감이 높다

최근 시장 변동성이 심해지면서, 경기 방어주로서의 통신 업종에 대한 관심이 높아진 시점이다. 한편, 5G서비스에 대한 성장 기대감도 통신주가에 긍정적이다. 성장주의 면도를 보여주고 있는 통신주 중에서도 기업가치 측면에서 SK텔레콤의 최근 행보는 긍정적이다. 향후 4차산업혁명의 중심에서 보안, 미디어, E-Commerce와 통신의 시너지를 바탕으로 영위될 사업이 기대된다. 업종 Top Pick을 제시하면서, 투자이견과 목표주가를 유지한다.

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 'SK텔레콤(017670)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

I. Summary

>>> 투자의견 'BUY', 목표주가 360,000원 유지

동사는 기존의 Telco사업에서의 프리미엄을 바탕으로, 유선사업, 미디어(옥수수), 보안(ADT캡스), 11번가(E-Commerce) 과의 시너지가 기대된다. 기업가치 재평가 필요한 시점으로 판단한다. 향후 전개될 기업지배구조 변화도 기대감이 높다는 점에서 주가 측면에서 긍정적이다. 목표주가 360,000원 투자의견 BUY를 유지한다.

>>> 통신과 비통신, 성장 본격화

통신사업분야에서 동사는 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.

기존의 IPTV 중심의 SK브로드밴드 사업의 호조도 동사 실적개선에 도움이 될 것으로 판단된다. 동사는MNO사업에서의 지배적인 사업자로서의 프리미엄을 바탕으로 IPTV와 초고속 인터넷 등이 포함된 유선사업에서의 약진이 기대된다. IPTV는 VOD 및 결합상품등의 강점을 바탕으로 유료방송의 중심으로 자리잡고 있고, 향후 이러한 트렌드는 지속될 것으로 판단한다. 따라서 유선사업을 영위하는 통신사의 실적 개선도 지속될 것으로 기대한다.

또한, 옥수수라는 플랫폼이 독점적인 콘텐츠까지 제공한다면, 1) 옥수수 플랫폼을 보기 위한 타사 고객 유입이 늘어날 가능성이 있고, 2) 글로벌 시장에 진출하여 K-플랫폼으로서 성장 가능성이 있다. 국내 제작사들이 제공하는 콘텐츠의 질이 글로벌 경쟁사와 비교해도 뒤쳐지지 않는다는 점을 감안하면, 충분히 긍정적인 시나리오라고 판단한다.

회사의 보안사업 진출에 대한 의지는 확고하고, 이는 ADT캡스 인수와 SK인포섹 인수로 증명된다. ADT캡스는 물리보안 시장 점유율 2위 업체이고, 기존의 SK텔레콤이 가지고 있는 NSOK와의 시너지로 인해 통신 기반 가입자뿐만 아니라 SK계열사 Captive까지 가져올 것으로 예상됨에 따라 매출 성장 가능성이 높다는 점이 긍정적이다.

| 투자지표 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 170,918 | 175,200 | 167,766 | 172,374 | 179,899 |
| 보고영업이익(억원) | 15,357 | 15,366 | 13,013 | 14,918 | 16,894 |
| 핵심영업이익(억원) | 15,357 | 15,366 | 13,013 | 14,918 | 16,894 |
| EBITDA(억원) | 46,043 | 47,841 | 37,613 | 38,397 | 39,109 |
| 세전이익(억원) | 20,961 | 34,032 | 43,922 | 42,554 | 43,566 |
| 순이익(억원) | 16,601 | 26,576 | 34,227 | 31,915 | 31,367 |
| 지배주주순이익(억원) | 16,760 | 25,998 | 34,305 | 31,988 | 30,685 |
| EPS(원) | 20,756 | 32,198 | 42,485 | 39,616 | 38,003 |
| 증감율(%YoY) | 10.4 | 55.1 | 32.0 | -6.8 | -4.1 |
| PER(배) | 10.8 | 8.3 | 6.3 | 6.8 | 7.1 |
| PBR(배) | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA(배) | 5.1 | 5.8 | 6.6 | 5.3 | 4.6 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 8.8 | 7.8 | 8.7 | 9.4 |
| ROE(%) | 9.0 | 8.8 | 7.8 | 8.7 | 9.4 |
| 순부채비율(%) | 10.5 | 15.6 | 17.8 | 14.8 | 13.0 |

II. 통신과 비통신, 성장 본격화

>>> MNO 사업 점검, 프리미엄 지속

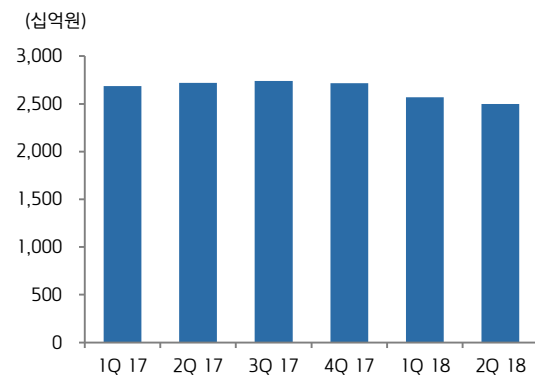
SK텔레콤 무선가입자 하락폭 제한적

주력 사업인 Telco사업에서 지배적 사업자의 위치를 유지하고 있고, 이를 통한 프리미엄 전략으로 기존 고객에게 나은 서비스를 제공함에 따라 시장 점유율을 계속해서 유지할 것으로 판단한다. 현재 18년 8월 기준 SK텔레콤 점유율(MVNO제외)은 42.11%이고, LTE가입자에서는 44.1%를 유지하면서 지배적인 사업자의 위치를 유지하고 있다. 전체가입자의 LTE 가입자 비중도 87%를 넘어서고 있다. 2G와 3G 가입자가 존재하는 것은 사실이나, LTE가입자 비중이 압도적인 상황에서 수익성에 영향은 제한적인 상황이다.

MNP순증측면에서도, 18년 4월을 기점으로 순감에서 순증으로 바뀌면서 점유율 유지에 기여를 하고 있다. MNP 순증으로 바뀐 이유는 MVNO사업자에서 통신 3사로의 이동이 본격화되었기 때문이라고 판단한다. 현재 무선사업 환경은 선택약정요율 상향에 따른 무선 ARPU지속적인 감소추세가 지속되고 있고, 취약계층 및 노인계층 통신비 감면 부담이 현실화되었다. 또한, 보편요금제 이슈에 따른 저가 요금 가입자 비중 확대되는 상황 속에 있다. 기존의 고객 내에 Up-Selling 기대감은 존재하나, 실제로 쉽지 않은 규제환경 속에서 지속적으로 무선 ARPU가 하락하고 있기 때문에 실적에 직접적으로 반영되기는 쉽지 않은 상황이다. 당사는 이러한 상황에서 기존 고객을 기반으로 고객만족을 최대화 하는 고객가치 혁신을 통해, 기존 고객의 충성도를 높이는 전략을 실행 중에 있고, 이는 시장 지배적 사업자로서의 지위를 공고히 하는 측면에서 긍정적이다.

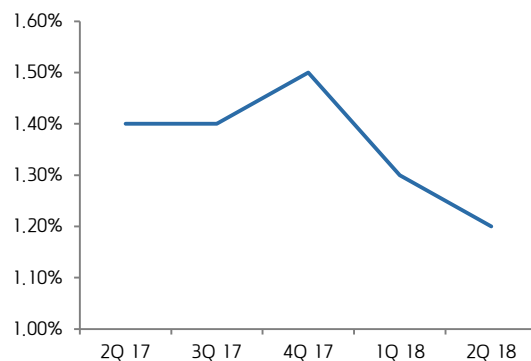
향후 5G 주파수 대역의 확장 폭이 가장 크다는 점에서 5G 사업이 본격화되는 구간에서 보다 나은 서비스를 제공할 것으로 예상된다.

SK텔레콤 이동전화 수익추이



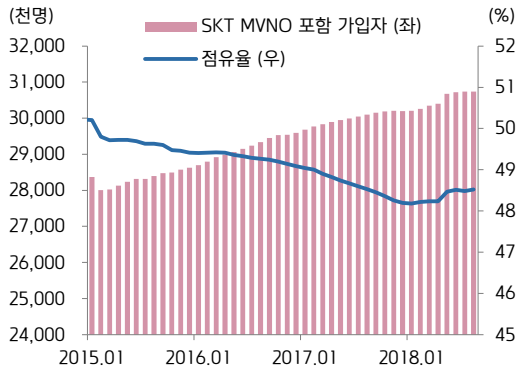
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 이동전화 해지율



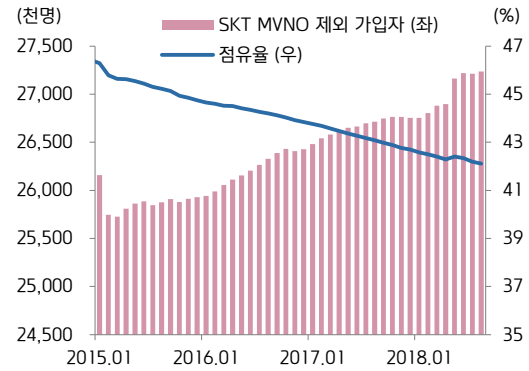
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 이동전화 가입자(MVNO포함)



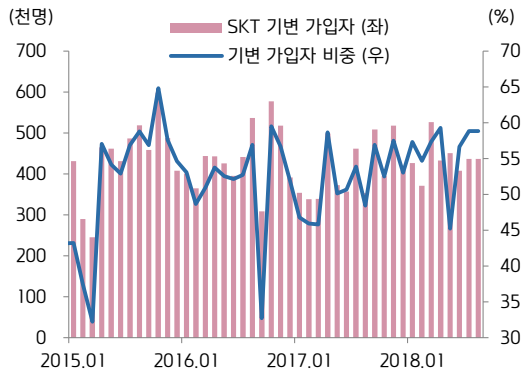
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 이동전화 가입자(MVNO제외)



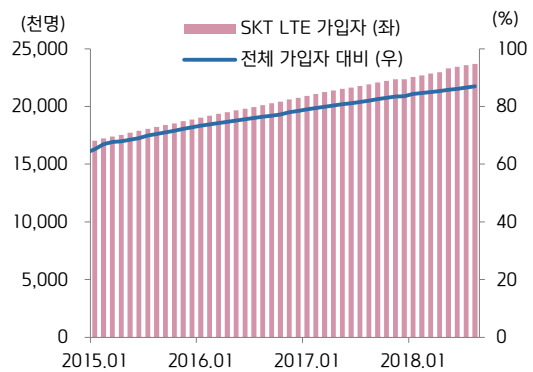
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 기기변경 가입자



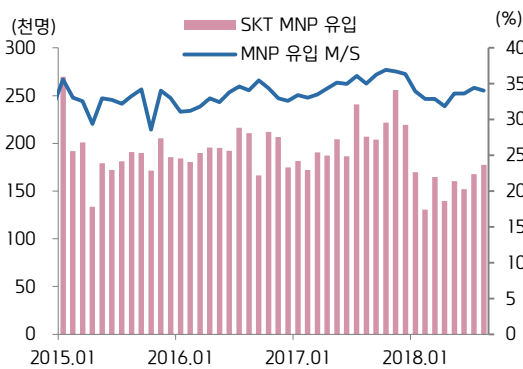
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 LTE 가입자



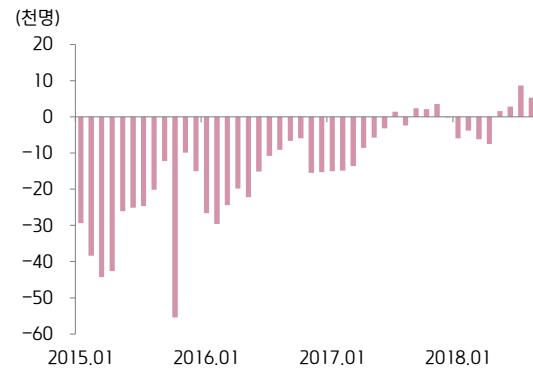
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 MNP



자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

SK텔레콤 MNP 순증



자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

>>> 유선사업 미래를 노린다

K-Contents를 K-플랫폼에 담는다

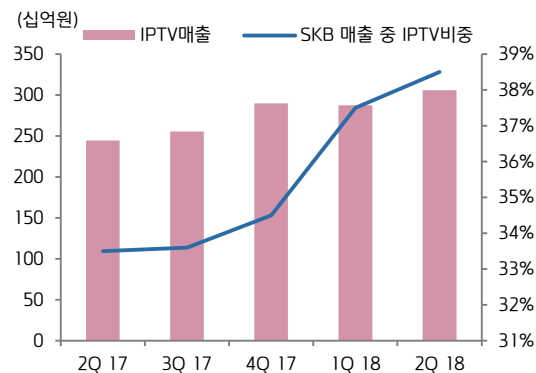
옥수수(Oksusu)라는 강력한 플랫폼을 바탕으로 앞으로 성장하게 될 OTT시장에 진출했다. 글로벌 OTT서비스의 국내 침투가 지속되고 있는 상황이나, 국내 콘텐츠를 담을 수 있는 국내 플랫폼에 대한 프리미엄을 줘야 할 시점이다. 아직 국내 미디어 플랫폼의 시장점유율이 크지 않은 상황에서 넷플릭스, 유튜브와 같은 강력한 OTT 사업자들 속에서도 국내에서 꾸준히 시장점유율을 늘려나가고 있는 점은 중장기적 기업가치에 긍정적이다. 옥수수라는 플랫폼이 독점적인 콘텐츠까지 제공한다면, 1) 옥수수 플랫폼을 보기 위한 타사 고객 유입이 늘어날 가능성이 있고, 2) 글로벌 시장에 진출하여 K-플랫폼으로서 성장 가능성이 있다. 국내 제작사들이 제공하는 콘텐츠의 질이 글로벌 경쟁사와 비교해도 뒤쳐지지 않는다는 점을 감안하면, 충분히 긍정적인 시나리오라고 판단한다.

유선사업 IPTV중심으로 산업 중심 이동중

기존의 IPTV 중심의 SK브로드밴드 사업의 호조도 동사 실적개선에 도움될 것으로 판단된다. 동사는 MNO사업에서의 지배적인 사업자로서의 프리미엄을 바탕으로 IPTV와 초고속 인터넷 등이 포함된 유선사업에서의 약진이 기대된다.

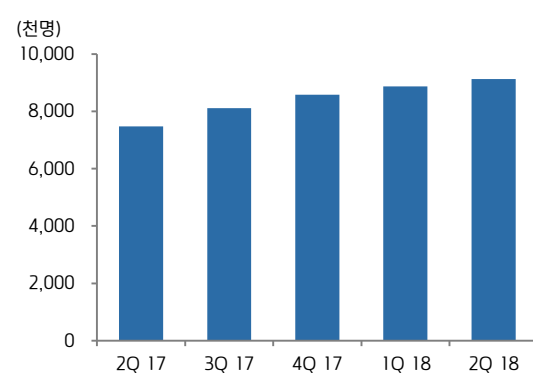
IPTV는 VOD 및 결합상품등의 강점을 바탕으로 유료방송의 중심으로 자리잡고 있고, 향후 이러한 트렌드는 지속될 것으로 판단한다. 따라서 유선사업을 영위하는 통신사의 실적 개선도 지속될 것으로 기대한다.

SK브로드밴드 IPTV매출 추이



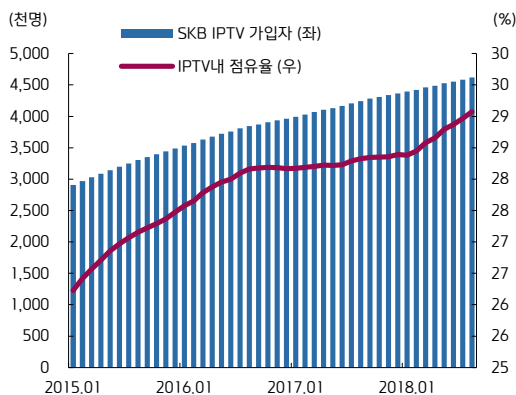
자료: SK텔레콤, 카움증권 리서치센터

옥수수 가입자 추이



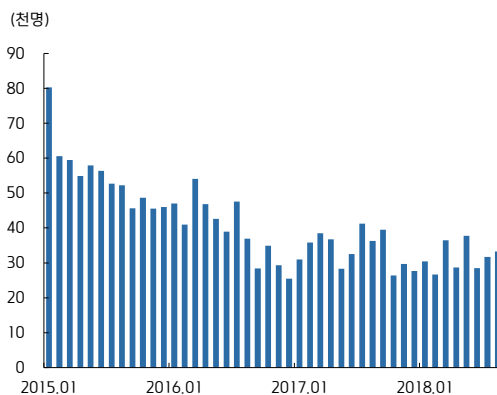
자료: SK텔레콤, 카움증권 리서치센터

SK브로드밴드 IPTV 가입자



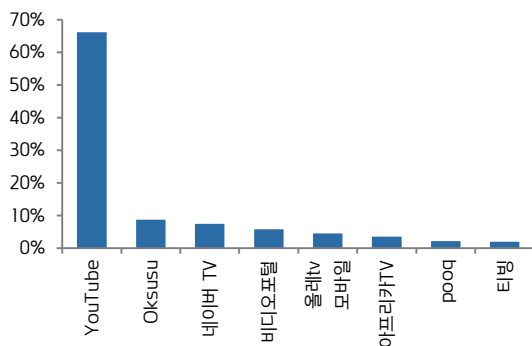
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권

SK브로드밴드 IPTV가입자 순증



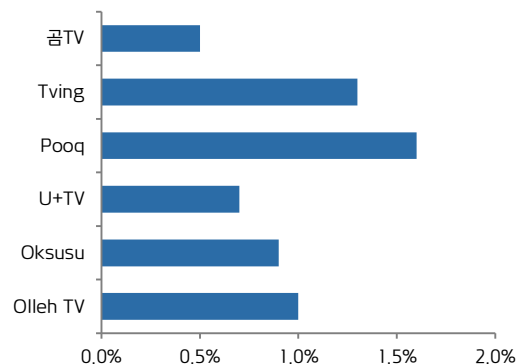
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권

OTT 서비스 국내 시장점유율(17년 12월 기준)



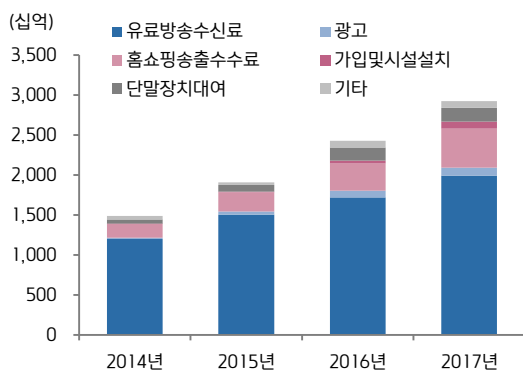
자료: 닐슨코리아닐릭, 키움증권 리서치센터

OTT별 정액제 또는 유료 이용률



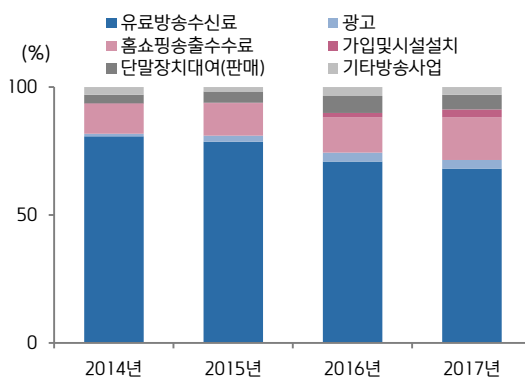
자료: KISDI, 키움증권 리서치센터

통신사 전체 IPTV의 방송사업매출 내역 연도별 추이



자료: KISDI, 키움증권

통신사 전체 IPTV의 방송사업매출 내역 비중 추이



자료: KISDI, 키움증권

>>> 보안사업 새로운 성장의 축

ADT캡스와 SK인포섹 인수로 물리, 정보보안 시장 진출

회사의 보안사업 진출에 대한 의지는 확고하고, 이는 ADT캡스 인수와 SK인포섹 인수로 증명된다. ADT캡스는 물리보안 시장 점유율 2위 업체이고, 기존의 SK텔레콤이 가지고 있는 NSOK와의 시너지로 인해 통신 기반 가입자뿐만 아니라 SK계열사 Captive까지 가져올 것으로 예상됨에 따라 매출 성장 가능성이 높다는 점이 긍정적이다.

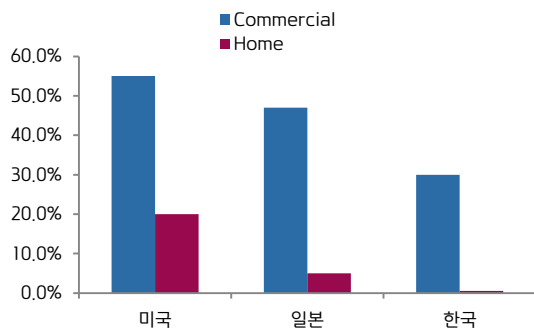
특히, SK인포섹은 정보보안 분야 1위 업체로 개인정보보호법 강화에 따른 정책적 수혜가 지속되면서 향후 ADT캡스와의 시너지가 기대되는 업체이다. SK인포섹은 관제, 솔루션, 컨설팅, 유지보수 등 총 4가지 사업을 영위 중에 있고, 개인정보보호뿐만 아니라 인터넷 전문은행, 가상화폐 거래소 등 최근 신규 ICT업체들의 정보보안에 대한 수요가 확대됨에 따라 매출 성장은 지속될 것으로 판단된다.

SK텔레콤 보안사업 로드맵



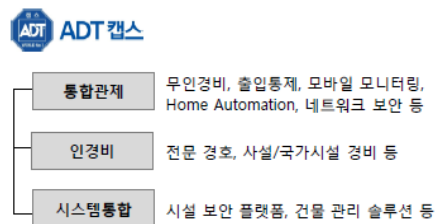
자료: SK텔레콤, 키움증권 리서치센터

보안 서비스 보급률



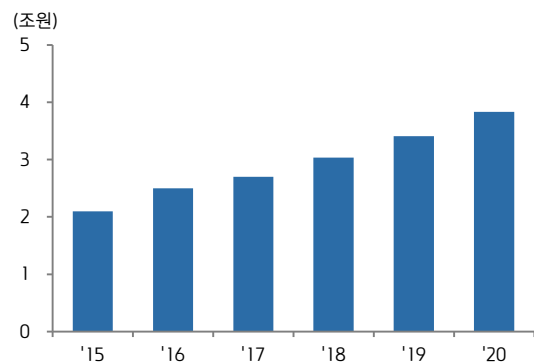
자료: LEK Consulting, 키움증권

ADT캡스 사업영역



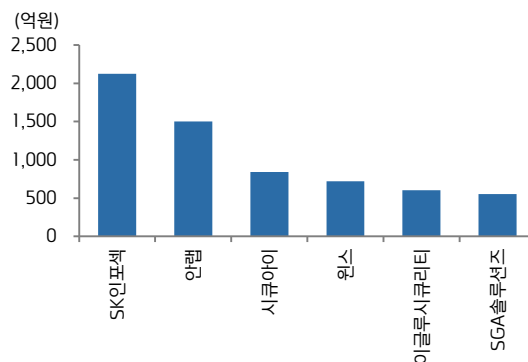
자료: AT&T, Cisco, 키움증권

국내 정보보안 시장 전망



자료: SK텔레콤, 키움증권

정보보안 시장 국내 Peer 그룹 매출 비교



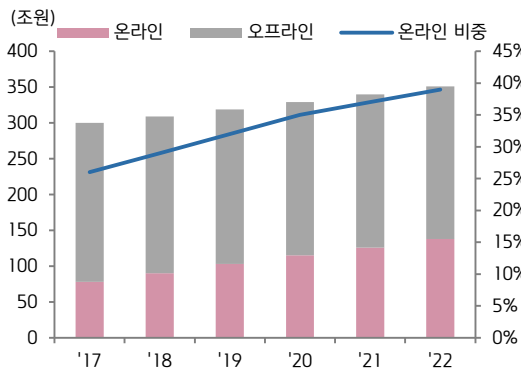
자료: SK텔레콤, 키움증권

>>> E-커머스 이제부터 시작

11번가 수익성 기여 기대감 상존

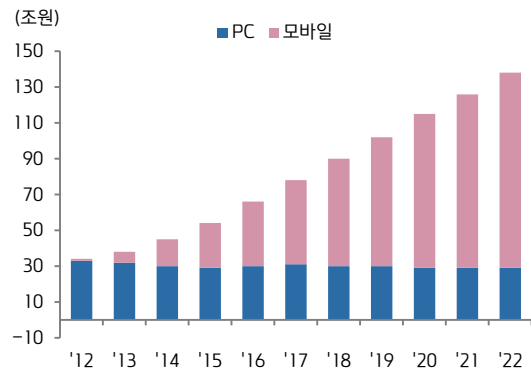
현재 리테일 시장에서 온라인 커머스(E-커머스) 비중이 지속적으로 상승하고 있다. 이러한 성장은 특히 모바일 커머스가 이끌고 있는 것으로 확인된다. 따라서 모바일 커머스의 지배적 사업자인 11번가의 성장성은 긍정적이다. 실적 측면에서 17년 거래액 중심의 가격할인 경쟁에서 벗어나 효율적 마케팅 기조를 통해 18년 2분기는 분기 단위 흑자에 근접해 있는 상황이다. 향후 SK텔레콤의 고객과 포인트, 멤버십 공유를 통해 새로운 시너지를 창출하게 될 것으로 판단한다.

온라인 커머스 비중 확대



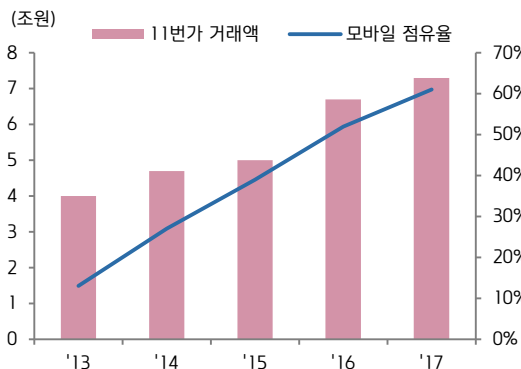
자료: SK텔레콤, 키움증권

온라인 내 모바일 커머스 성장 주도



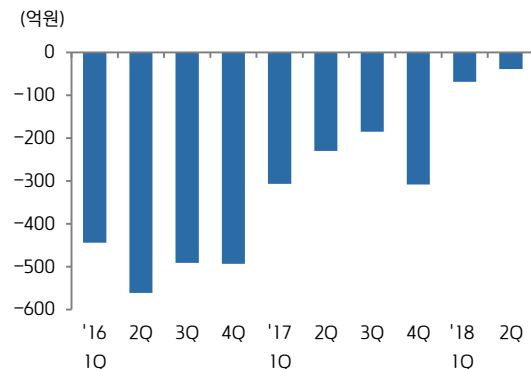
자료: SK텔레콤, 키움증권

11번가 거래액



자료: SK텔레콤, 키움증권

11번가 영업이익 추이



자료: SK텔레콤, 키움증권

III. 실적 전망 및 Valuation

>>> 실적 리뷰 및 전망

3분기 실적 리뷰

3분기 IFRS15기준 영업수익 4조 1,860억원(QoQ 1%, YoY -6%), 영업이익 3,040억원(QoQ -12%, YoY -23%)을 기록하였다. 이동전화수익은 2조 4,850억원(QoQ -1%, YoY -9%)로 선택약정요율 상향 고객증가에 따른 영향으로 분석된다. 수익성측면에서는 특정 수수료 및 인건비 상승이 일회성으로 반영되었다고 판단된다. LTE가입자는 24,447천명(QoQ 0.2%, YoY 11%)로 가입자 증가세가 유지된 것은 긍정적이다. 경쟁강도 약화에 따른 해지율 1.3%로 유지되었다. 마케팅 비용은 7,230억원(QoQ 3%, YoY -9%)를 기록하면서 전년대비 지속적으로 감소하고 있는 것으로 확인된다.

SK브로드밴드는 영업수익 8,202억원(QoQ 5%, YoY 8%)을 기록하였다. 가입자 확대 및 유료 콘텐츠소비 증가와 플랫폼 Biz확대로 IPTV매출이 YoY 26.3%증가하였다. UHD 가입자 비중이 49.6%로 상승하면서 수익성 개선에 긍정적인 역할을 한 것으로 추정한다. 옥수수 가입자는 946만명으로 전년동기 대비 16.6%, 월 순방문자수는 700백만명으로 전년동기 대비 29.4%성장하였다.

11번가는 영업손실 폭은 전년대비 줄어들었으나, 분사에 따른 일회성 비용등이 반영되면서 전분기대비는 손실이 소폭 증가한 것으로 판단된다.

4분기부터 기업가치 재조명 시작될 것

4분기 영업수익 4조 2,540억원(QoQ 2%, YoY -5%), 영업이익 3,250억원(QoQ 7%, YoY 5%)로 예상한다. 통신에서는 3분기부터 선택약정요율 상향 누적가입자가 신규가입자 비율보다 높아진 것은 선택약정요율 상향에 따른 부정적인 영향이 어느 정도 제한적인 상황으로 가고 있다는 판단을 할 수 있게 한다. 따라서 향후 선택약정요율 상향 효과로 인한 무선 ARPU하락은 제한적일 것이다.

SK브로드밴드는 IPTV가입자 증가와 함께 수익성 개선이 지속될 것이다. 케이블에서 IPTV로 유선방송의 산업중심이 이동함에 따라, 홈쇼핑 수수료의 상향효과가 기대된다. 11번가가 적자 폭이 손익분기점에 근접해있다는 점에서 실적 개선에 대한 기대감이 존재한다.

옥수수의 독립적인 비즈니스 모델 구축, ADT캡스와 SK인포섹을 포함한 보안사업의 성장은 19년 실적 기대감을 높이는 요인이다. 통신비 관련규제들이 나오기는 쉬운 업황은 아니라고 판단되나, 중장기적으로 자회사의 호실적과 지분법 기업의 실적호조에 따른 주주환원 정책 변화도 기대해볼 만 하다.

>>> Valuation

목표주가를 360,000원을 유지한다. 근거는 1) 보안서비스 분야 시너지에 대한 프리미엄, 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 분기별 실적전망 (단위: 십억원, 원, 천명, 연결기준)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18P | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 영업수익 | 4,182 | 4,154 | 4,186 | 4,254 | 4,290 | 4,276 | 4,326 | 4,346 | 17,520 | 16,777 | 17,237 |
| QoQ | -7% | -1% | 1% | 2% | 1% | 0% | 1% | 0% | | | |
| YoY | -1% | -4% | -6% | -5% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2.5% | -4.2% | 2.7% |
| 별도 | 2,989 | 2,942 | 2,926 | 2,916 | 2,995 | 2,893 | 2,912 | 2,998 | 12,468 | 11,772 | 11,799 |
| QoQ | -4% | -2% | -1% | 0% | 3% | -3% | 1% | 3% | | | |
| YoY | -3% | -5% | -7% | -6% | 0% | -2% | 0% | 3% | 1.0% | -5.6% | 0.2% |
| 이동전화수익 | 2,569 | 2,498 | 2,485 | 2,521 | 2,603 | 2,521 | 2,522 | 2,608 | 10,865 | 10,073 | 10,253 |
| QoQ | -5% | -3% | -1% | 1% | 3% | -3% | 0% | 3% | | | |
| YoY | -4% | -8% | -9% | -7% | 1% | 1% | 1% | 3% | 0.5% | -7.3% | 1.8% |
| SKB | 751 | 782 | 820 | 826 | 777 | 795 | 825 | 860 | 3,053 | 3,178 | 3,257 |
| QoQ | -11% | 4% | 5% | 1% | -6% | 2% | 4% | 4% | | | |
| YoY | 4% | 7% | 8% | -2% | 3% | 2% | 1% | 4% | 3.7% | 4.1% | 2.5% |
| 영업비용 | 3,856 | 3,807 | 3,882 | 3,930 | 3,945 | 3,893 | 3,941 | 3,967 | 15,983 | 15,475 | 15,746 |
| QoQ | -6% | 3% | 3% | 3% | -8% | -1% | 2% | 1% | | | |
| YoY | 0% | 2% | 6% | 3% | 1% | -3% | -4% | -6% | 2.7% | -3.2% | 1.7% |
| 마케팅비용 | 716 | 702 | 723 | 812 | 753 | 669 | 680 | 682 | 3,119 | 2,953 | 2,784 |
| QoQ | -10% | -2% | 3% | 12% | -7% | -11% | 2% | 0% | | | |
| YoY | -6% | -8% | -9% | 2% | 5% | -5% | -6% | -16% | 5.6% | -5.3% | -5.7% |
| 영업이익 | 325 | 347 | 304 | 325 | 345 | 383 | 385 | 379 | 1,537 | 1,301 | 1,492 |
| QoQ | 5% | 7% | -12% | 7% | 6% | 11% | 1% | -2% | | | |
| YoY | -21% | -18% | -23% | 5% | 6% | 10% | 27% | 17% | 0.1% | -15% | 14.6% |
| 영업외수지 | 582 | 816 | 998 | 695 | 688 | 691 | 690 | 695 | 1,867 | 3,091 | 2,764 |
| 지분법손익 | 627 | 916 | 992 | 739 | 739 | 739 | 739 | 739 | 2,246 | 3,274 | 2,957 |
| 세전이익 | 907 | 1,163 | 1,302 | 1,020 | 1,033 | 1,074 | 1,075 | 1,074 | 3,403 | 4,392 | 4,255 |
| 당기순이익 | 693 | 914.3 | 1,050 | 765 | 775 | 805 | 806 | 805 | 2,658 | 3,423 | 3,192 |
| 영업이익률 | 8% | 8% | 7% | 8% | 8% | 9% | 9% | 9% | 9% | 8% | 9% |
| 세전이익률 | 22% | 28% | 31% | 24% | 24% | 25% | 25% | 25% | 19% | 26% | 25% |
| 순이익률 | 17% | 22% | 25% | 18% | 18% | 19% | 19% | 19% | 15% | 20% | 19% |

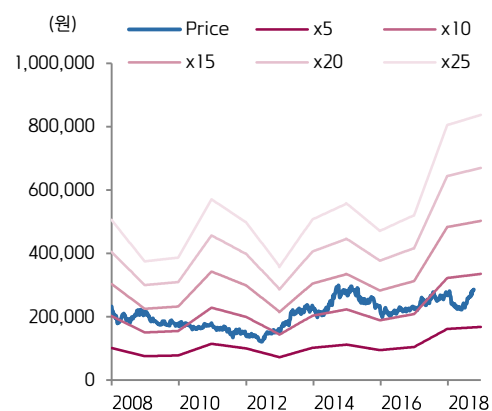
자료: 키움증권

SK텔레콤 목표주가 산출 근거

| Sum of the Parts | 12개월 Forward | Target EV/EBITDA | 비고 |
|------------------|----------------|------------------|--------------------|
| 영업가치 | 21,378 | 5.1 | Peer 그룹 평균 |
| 관계기업투자 | 13,779 | | |
| SK하이닉스 | | 9,467 | 주요 관계기업 추정 EV 지분가치 |
| ADT캡스(SK인포섹 포함) | | 1,663 | |
| 11번가 | | 2,649 | |
| 순차입금 | 6,120 | | |
| 적정주주가치 | 29,037 | | |
| 수정발행주식수(백만주) | 81 | | |
| 목표주가 | 359,605 | | |

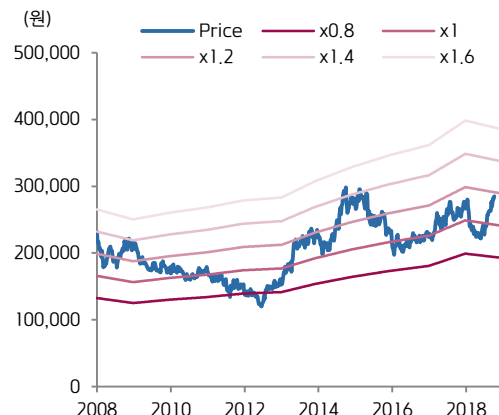
자료: 키움증권

SK텔레콤 PER Band(Trailing EPS 기준)



자료: 키움증권

SK텔레콤 PBR Band(Trailing BPS 기준)



자료: 키움증권

Peer Group 실적전망 및 Valuation (단위: 백만달러, 백만엔, 백만유로, %, 배)

| | | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | OPM(%) | ROE(%) | PER(배) | PBR(배) |
|------------------|-----|-----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| AT&T | 16Y | 163,786 | 24,347 | 12,976 | 14.9 | 10.6 | 19.5 | 2.1 |
| | 17Y | 160,546 | 20,949 | 29,450 | 13.0 | 22.3 | 16.8 | 1.7 |
| | 18Y | 172,549 | 28,648 | 23,752 | 16.6 | 14.4 | 8.4 | 1.2 |
| | 19Y | 185,217 | 32,388 | 26,142 | 17.5 | 14.7 | 8.2 | 1.2 |
| Verizon | 16Y | 125,980 | 27,059 | 13,127 | 21.5 | 67.4 | 14.6 | 9.7 |
| | 17Y | 126,034 | 27,414 | 30,101 | 21.8 | 91.7 | 13.5 | 5.0 |
| | 18Y | 130,925 | 29,176 | 18,753 | 22.3 | 38.8 | 12.1 | 4.3 |
| | 19Y | 132,080 | 30,981 | 19,714 | 23.5 | 33.2 | 12.0 | 3.6 |
| Sprint | 16Y | 32,180 | 310 | - 1,995 | 1.0 | - 9.6 | | 0.7 |
| | 17Y | 33,347 | 1,764 | - 1,206 | 5.3 | - 6.3 | | 1.8 |
| | 18Y | 32,436 | 2,606 | 5,511 | 8.0 | 14.1 | 29.6 | 0.9 |
| | 19Y | 32,828 | 2,580 | 46 | 7.9 | 0.3 | | 0.8 |
| NTT-Docomo | 16Y | 4,527,084 | 783,024 | 548,378 | 17.3 | 10.3 | 18.1 | 1.8 |
| | 17Y | 4,584,552 | 944,738 | 652,538 | 20.6 | 12.0 | 14.8 | 1.7 |
| | 18Y | 4,754,772 | 965,923 | 716,781 | 20.3 | 12.6 | 14.4 | 1.8 |
| | 19Y | 4,843,288 | 1,006,267 | 710,668 | 20.8 | 12.2 | 14.2 | 1.7 |
| SoftBank | 16Y | 8,881,777 | 908,907 | 474,172 | 10.2 | 17.4 | 14.5 | 2.4 |
| | 17Y | 8,901,004 | 1,025,999 | 1,426,308 | 11.5 | 46.0 | 9.9 | 2.4 |
| | 18Y | 9,136,621 | 1,247,176 | 1,082,409 | 13.7 | 22.0 | 8.5 | 1.8 |
| | 19Y | 9,457,368 | 1,324,940 | 764,885 | 14.0 | 13.0 | 11.8 | 1.5 |
| KDDI | 16Y | 4,466,135 | 827,413 | 494,878 | 18.5 | 15.5 | 15.2 | 2.3 |
| | 17Y | 4,748,259 | 910,221 | 546,658 | 19.2 | 15.9 | 13.2 | 2.0 |
| | 18Y | 4,994,929 | 963,610 | 574,703 | 19.3 | 15.6 | 11.8 | 1.8 |
| | 19Y | 5,158,158 | 1,023,694 | 620,466 | 19.8 | 15.8 | 10.7 | 1.6 |
| Vodafone | 16Y | 49,810 | 1,236 | - 5,405 | 2.5 | - 6.2 | | 0.9 |
| | 17Y | 47,631 | 3,811 | - 6,297 | 8.0 | - 8.1 | | 0.9 |
| | 18Y | 46,175 | 4,887 | 2,855 | 10.6 | 3.6 | 15.2 | 0.6 |
| | 19Y | 45,134 | 4,562 | 2,714 | 10.1 | 4.2 | 15.5 | 0.7 |
| Deutsche Telekom | 16Y | 73,095 | 9,164 | 2,675 | 12.5 | 9.1 | 28.2 | 2.6 |
| | 17Y | 74,947 | 9,383 | 3,461 | 12.5 | 11.5 | 20.0 | 2.3 |
| | 18Y | 74,985 | 10,031 | 4,405 | 13.4 | 13.2 | 15.1 | 2.0 |
| | 19Y | 77,523 | 11,025 | 5,008 | 14.2 | 14.7 | 13.2 | 2.0 |

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 170,918 | 175,200 | 167,766 | 172,374 | 179,899 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 170,918 | 175,200 | 167,766 | 172,374 | 179,899 |
| 판매비및일반관리비 | 155,561 | 159,834 | 154,753 | 157,455 | 163,005 |
| 영업이익(보고) | 15,357 | 15,366 | 13,013 | 14,918 | 16,894 |
| 영업이익(핵심) | 15,357 | 15,366 | 13,013 | 14,918 | 16,894 |
| 영업외손익 | 5,604 | 18,666 | 30,909 | 27,635 | 26,672 |
| 이자수익 | 544 | 760 | 614 | 528 | 1,132 |
| 배당금수익 | 192 | 124 | 173 | 0 | 185 |
| 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 | 26,866 | 30,211 | 28,346 |
| 법인세차감전이익 | 20,961 | 34,032 | 43,922 | 42,554 | 43,566 |
| 법인세비용 | 4,360 | 7,457 | 9,695 | 10,638 | 12,198 |
| 유효법인세율 (%) | 20.8% | 21.9% | 22.1% | 25.0% | 28.0% |
| 당기순이익 | 16,601 | 26,576 | 34,227 | 31,915 | 31,367 |
| 지배주주지분손이익(억원) | 16,760 | 25,998 | 34,305 | 31,988 | 30,685 |
| EBITDA | 46,043 | 47,841 | 37,613 | 38,397 | 39,109 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 47,287 | 59,051 | 58,827 | 55,394 | 53,583 |
| 수정당기순이익 | 13,170 | 25,261 | 34,160 | 31,915 | 31,367 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | -0.3 | 2.5 | -4.2 | 2.7 | 4.4 |
| 영업이익(보고) | -10.1 | 0.1 | -15.3 | 14.6 | 13.2 |
| 영업이익(핵심) | -10.1 | 0.1 | -15.3 | 14.6 | 13.2 |
| EBITDA | -2.1 | 3.9 | -21.4 | 2.1 | 1.9 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 10.4 | 55.1 | 32.0 | -6.8 | -4.1 |
| EPS | 10.4 | 55.1 | 32.0 | -6.8 | -4.1 |
| 수정순이익 | -14.0 | 91.8 | 35.2 | -6.6 | -1.7 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 42,432 | 38,558 | 48,434 | 71,542 | 54,219 |
| 당기순이익 | 16,601 | 26,576 | 34,227 | 31,915 | 31,367 |
| 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 | 42 | 16,320 | 637 |
| 기타 | -5,085 | -18,228 | -4,172 | -173 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | -24,622 | -30,706 | -13,306 | -18,685 | -33,342 |
| 투자자산의 처분 | 1,023 | -3,610 | 5,448 | -418 | -15,074 |
| 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 |
| 단기자입금의 증가 | -2,574 | 1,274 | 0 | 0 | 0 |
| 장기자입금의 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 | 28,072 | 45,832 | 13,865 |
| 기초현금및현금성자산 | 7,689 | 15,052 | 14,577 | 42,649 | 88,481 |
| 기말현금및현금성자산 | 15,052 | 14,577 | 42,649 | 88,481 | 102,347 |
| Gross Cash Flow | 42,294 | 41,173 | 48,392 | 55,222 | 53,583 |
| Op Free Cash Flow | 11,893 | 13,333 | 14,530 | 32,721 | 16,748 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 59,966 | 62,018 | 82,012 | 112,098 | 141,387 |
| 현금및현금성자산 | 15,052 | 14,577 | 42,649 | 88,481 | 102,347 |
| 유동금융자산 | 6,351 | 8,240 | 3,355 | 3,447 | 17,990 |
| 매출채권및유동채권 | 35,939 | 36,417 | 33,553 | 17,237 | 17,990 |
| 재고자산 | 2,598 | 2,724 | 2,397 | 2,873 | 2,998 |
| 기타유동비금융자산 | 25 | 60 | 58 | 59 | 62 |
| 비유동자산 | 253,010 | 272,269 | 272,019 | 267,485 | 264,363 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 5,571 | 6,832 | 6,542 | 6,722 | 7,015 |
| 투자자산 | 85,443 | 107,767 | 113,632 | 114,130 | 114,662 |
| 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 | 354,031 | 379,584 | 405,750 |
| 유동부채 | 64,441 | 71,091 | 67,650 | 68,312 | 70,122 |
| 매입채무및기타유동채무 | 46,231 | 48,452 | 46,396 | 47,670 | 49,751 |
| 단기자입금 | 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 | 150,558 | 151,256 | 153,116 |
| 자본금 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 |
| 주식발행초과금 | 29,159 | 29,159 | 29,159 | 29,159 | 29,159 |
| 이익잉여금 | 159,532 | 178,359 | 205,677 | 230,664 | 254,338 |
| 기타자본 | -33,408 | -33,529 | -33,529 | -33,529 | -33,529 |
| 지배주주지분자본총계 | 159,714 | 178,421 | 201,754 | 226,741 | 250,414 |
| 비지배주주지분자본총계 | 1,450 | 1,871 | 1,719 | 1,586 | 2,219 |
| 자본총계 | 161,164 | 180,292 | 203,473 | 228,327 | 252,634 |
| 순차입금 | 55,311 | 54,900 | 31,713 | -14,212 | -42,620 |
| 총차입금 | 76,715 | 77,717 | 77,717 | 77,717 | 77,717 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

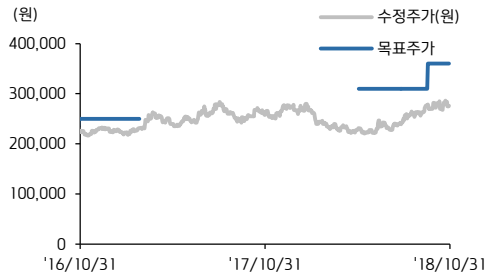
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 20,756 | 32,198 | 42,485 | 39,616 | 38,003 |
| BPS | 197,799 | 220,967 | 249,863 | 280,809 | 310,127 |
| 주당EBITDA | 57,022 | 59,250 | 46,583 | 47,553 | 48,435 |
| CFPS | 58,562 | 73,132 | 72,855 | 68,603 | 66,360 |
| DPS | 10,000 | 10,000 | 10,000 | 10,000 | 10,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 10.8 | 8.3 | 6.3 | 6.8 | 7.1 |
| PBR | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 5.1 | 5.8 | 6.6 | 5.3 | 4.6 |
| PCFR | 3.8 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 4.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 9.0 | 8.8 | 7.8 | 8.7 | 9.4 |
| 영업이익률(핵심) | 9.0 | 8.8 | 7.8 | 8.7 | 9.4 |
| EBITDA margin | 26.9 | 27.3 | 22.4 | 22.3 | 21.7 |
| 순이익률 | 9.7 | 15.2 | 20.4 | 18.5 | 17.4 |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.5 | 15.6 | 17.8 | 14.8 | 13.0 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 10.3 | 10.2 | 8.5 | 10.9 | 13.5 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 94.2 | 85.4 | 74.0 | 66.2 | 60.6 |
| 순차입금비율 | 34.3 | 30.5 | 15.6 | -6.2 | -16.9 |
| 이자보상배율(배) | 5.3 | 5.1 | 4.3 | 4.8 | 5.6 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 5.0 | 4.8 | 4.8 | 6.8 | 10.2 |
| 재고자산회전율 | 64.1 | 65.8 | 65.5 | 65.4 | 61.3 |
| 매입채무회전율 | 4.1 | 3.7 | 3.5 | 3.7 | 3.7 |

투자이전 변동내역 (2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자이전 | 목표 주가 | 과리율(%) | |
|----------|------------|----------------------|----------|----------------|----------------|
| | | | | 가격 대상 시점 | 평균 주가 대비 |
| SK텔레콤 | 2016-07-29 | Outperform(Maintain) | 235,000 | 6개월 | -5.40 -1.06 |
| (017670) | 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 | -25.03 -20.48 |
| | 2018-07-30 | BUY(Maintain) | 310,000 | 6개월 | -21.28 -10.16 |
| | 2018-09-19 | BUY(Maintain) | 360,000 | 6개월 | -23.75 -20.83 |
| | 2018-10-16 | BUY(Maintain) | 360,000 | 6개월 | -23.36 -20.56 |
| | 2018-10-31 | BUY(Maintain) | 360,000 | 6개월 | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이전 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|--------------------------|--------------------|-----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 | | |

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 164 | 95.91% |
| 중립 | 5 | 2.92% |
| 매도 | 2 | 1.17% |