

## SK텔레콤

BUY(유지)

017670 기업분석 | 통신

목표주가(상향)

340,000원

현재주가(10/30)

269,000원

Up/Downside

+26.4%

2018. 10. 31

## 실적은 아쉽지만, 19년은 좋다

## 3Q18 Review

**예상치 하회:** 3Q18 매출액은 4조 1,990억원(-5.5%YoY, +0.6%QoQ), 영업이익 3,053억원(-22.2%YoY, -13.4%QoQ)으로 컨센서스(매출액 4조2,202억원, 3,324억원)를 하회했다.(구회계기준)

## Comment

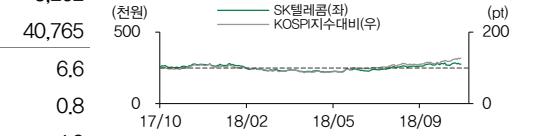
**예상보다 컷던 쓸쓸이:** 1) 갤럭시노트9/신규 요금제 출시에 따른 마케팅비용 증가(+3.1%QoQ), 2) 11번가 매출 감소(-4.7%QoQ), 3) 임금협상 타결/ADT캡스 인수에 따른 딜 수수료 약 150억원의 일회성 비용, 4)선택약정할인율 확대 영향과 65세 이상 기초연금수급자 요금 감면으로 인한 무선 수익 감소(-0.5%QoQ)등이 실적 부진의 원인으로 분석된다.

**4Q18부터는 ADT캡스 무기 장착:** ARPU 감소폭이 줄어들고 있는 점(1Q:-5.4%, 2Q:-3%, 3Q:0.7%)을 고려했을 때, 4Q18 무선수익은 0.3%QoQ 감소가 예상된다. 신규 스마트폰과 요금제 출시 시점도 지났기 때문에 마케팅비용은 상반기 수준으로 회귀할 것으로 보인다. 또한 ADT캡스 실적이 연결로 반영 예정인 바, 4분기 영업이익은 3,563(+14.8%YoY, +16.7%QoQ)억원이 예상된다.

## Action

**각 사업부 성장에 주목:** ADT캡스 실적의 연결 반영으로 19년 추정 매출액을 4.4%, 영업이익을 6.7% 상향 조정한다. 이에 따라 목표주가를 340,000원으로 제시하는데, 19년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 4.8배를 적용했다. 배당수익률 3.7%대로 배당 매력 유효하며, 지배구조 개편 진행 시 DPS 증가 가능성도 높다. 18년 연간 실적 부진은 예견돼있었다. 19년의 보안, 커머스, 미디어 중심 성장과 중간지주사 전환 시 M&A 사업의 한계를 뛰어넘을 수 있다는 점에 집중하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	220,500/286,000원
<b>매출액</b>	17,092	17,520	17,095	18,072	18,644	KOSDAQ /KOSPI	644/2,015pt
(증가율)	-0.3	2.5	-2.4	5.7	3.2	시가총액	217,206억원
<b>영업이익</b>	1,536	1,537	1,374	1,551	1,676	60일-평균거래량	170,874
(증가율)	-10.1	0.1	-10.6	12.9	8.1	외국인자본율	43.0%
<b>자배주주순이익</b>	1,676	2,600	3,506	3,217	3,292	60일-외국인자본율변동추이	+1.3%p
<b>EPS</b>	20.756	32.198	43.426	39,836	40,765	주요주주	SK 외 3 인 25.2%
PER (H/L)	11.3/9.2	8.9/6.7	6.2	6.8	6.6	(천원)	
PBR (H/L)	1.2/1.0	1.3/1.0	1.1	0.9	0.8	SK텔레콤(자)	
EV/EBITDA (H/L)	5.3/4.6	6.0/4.9	5.7	5.1	4.9	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	9.0	8.8	8.0	8.6	9.0	(pt)	
ROE	10.7	15.4	18.2	14.7	13.5		



주가상승률  
1M 3M 12M  
절대기준 -4.6 9.8 4.5  
상대기준 10.9 25.0 29.7

도표 1. SK텔레콤 3Q18 Review

(단위:십억원, %, pt)

	3Q18P	%YoY	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이	3Q18(IFRS15)
매출액	4,199	-5.5	0.6	4,219	-0.5	4,220	-0.5	4,186
영업이익	305	-22.2	-13.4	336	-9.1	332	-8.2	304
영업이익률	7.3	-1.6	-1.2	8.0	-0.7	7.9	-0.6	7.3
지배주주순이익	1,032	29.6	12.4	835	25.8	889	18.1	1,031

자료: SK텔레콤, FnGuide, DB금융투자  
 주) 구 회계기준

도표 2. SK텔레콤 상세 실적 전망

(단위:십억원%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	4,234	4,346	4,443	4,497	4,221	4,172	4,199	4,503	17,520	17,095	18,072
이동전화수익	2,662	2,698	2,717	2,692	2,569	2,498	2,485	2,478	10,769	10,029	10,107
망접속정산수익	173	145	150	157	151	156	156	154	624	617	619
신규사업 및 기타	253	267	289	266	273	286	288	292	1,075	1,140	1,176
SKB	723	730	760	837	766	795	820	859	3,050	3,227	3,412
기타 자회사	423	506	526	546	462	437	450	721	2,002	2,082	2,759
영업비용	3,824	3,922	4,050	4,187	3,861	3,819	3,894	4,147	15,983	15,721	16,521
종업원급여	463	465	510	529	551	535	539	549	1,966	2,173	2,194
지급수료 및 판매수수료	1,363	1,367	1,373	1,383	1,253	1,217	1,265	1,252	5,486	4,987	4,957
광고선전비	85	123	128	186	114	123	132	125	523	494	564
김가상각비	793	806	817	832	824	806	807	846	3,247	3,283	3,492
망접속정산비용	221	213	224	217	215	219	212	227	875	873	826
전용화선료	49	50	48	46	42	40	41	41	192	164	166
전파사용료	39	33	39	39	39	36	39	37	150	150	152
상품매출원가	402	445	478	561	411	399	418	547	1,887	1,775	1,999
영업이익	411	423	392	310	359	353	305	356	1,537	1,374	1,551
지배주주순이익	589	625	796	590	719	918	1,032	837	2,600	3,506	3,217
YoY											
영업수익	0.1	1.8	4.7	3.3	-0.3	-4.0	-5.5	0.1	2.5	-2.4	5.7
영업이익	2.1	3.9	-7.5	2.8	-12.4	-16.7	-22.2	14.8	0.1	-10.6	12.9
지배주주순이익	3.0	115.4	144.8	20.7	22.1	46.9	29.6	41.9	55.1	34.9	-8.3

자료: SK텔레콤, DB금융투자  
 주) 구 회계기준

도표 3. K-IFRS 1115호 적용한 3Q18 실적 상세 내역

(단위:십억원)

구회계기준	IFRS 15	조정	상세 내역
영업수익	4,199	4,154	-12 복합계약으로 인한 매출 증가 영향은 50억원, 고객지불대가 매출차감으로 인한 감소 영향은 176억원
영업비용	3,893	3,807	-11 고객획득원가 상각 효과가 있으나 당분기에는 유의미한 영향이 없음
총업원급여	538	538	0
지급수수료	1,265	1,266	1 고객획득원가의 자산화, 고객지불대가의 매출 차감 영향
광고선전비	132	120	-12 고객지불대가의 매출 차감 영향
영업이익	305	304	-1
세전이익	1,303	1,302	-1
법인세비용	253	252	1
당기순이익	1,050	1,049	0

자료: SK 텔레콤, DB 금융투자

도표 4. ADT캡스 실적 반영에 따른 실적 추정치 상향

(단위:십억원, %)

	2018E			2019E		
	수정 후	수정 전	차이	수정 후	수정 전	차이
매출액	17,095	16,880	1.3	18,072	17,312	4.4
영업이익	1,374	1,377	-0.2	1,551	1,454	6.7
영업이익률	8.0	8.2	-0.2	8.6	8.4	0.2
지배주주순이익	3,506	3,296	6.4	3,217	3,146	2.2

자료: DB 금융투자

도표 5. SK텔레콤 목표주가 산정

구분	내용	비고
2019E EBITDA (십억원)	5,043	
Target EV/EBITDA (배)	4.8	과거 4개년(14~17년) 평균에 10% 할인
기업가치 (십억원)	24,342	
SK하이닉스 지분가치	7,984	시가총액 할인율 20%, 지분율 20.1%
총 기업가치	32,325	
2019E 순차입금 (십억원)	5,141	
적정시가총액 (십억원)	27,184	
발행주식수 (주)	80,745,711	
목표주가 (원)	340,000	
현재주가 (원)	269,000	18/10/30 종가
Upside Potential (%)	26.4	

자료: DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>5,997</b>	<b>6,202</b>	<b>7,594</b>	<b>8,597</b>	<b>9,535</b>
현금 및 현금성자산	1,505	1,458	2,601	3,384	4,032
매출채권 및 기타채권	3,369	3,395	3,550	3,701	3,821
재고자산	260	272	265	279	287
<b>비유동자산</b>	<b>25,301</b>	<b>27,227</b>	<b>28,769</b>	<b>30,297</b>	<b>31,965</b>
유형자산	10,374	10,145	9,970	9,810	10,184
무형자산	5,709	5,502	5,502	5,502	5,502
투자자산	8,514	10,731	12,448	14,136	15,430
<b>자산총계</b>	<b>31,298</b>	<b>33,429</b>	<b>36,363</b>	<b>38,894</b>	<b>41,500</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,444</b>	<b>7,109</b>	<b>6,977</b>	<b>6,868</b>	<b>6,755</b>
매입채무 및 기타채무	4,260	4,508	4,354	4,233	4,109
단기차입금 및 기차채	3	130	140	140	140
유동성장기부채	1,190	1,834	1,846	1,858	1,869
<b>비유동부채</b>	<b>8,737</b>	<b>8,290</b>	<b>8,314</b>	<b>8,359</b>	<b>8,404</b>
사채 및 장기차입금	6,479	5,808	5,832	5,877	5,922
<b>부채총계</b>	<b>15,181</b>	<b>15,399</b>	<b>15,291</b>	<b>15,228</b>	<b>15,160</b>
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	15,953	17,836	20,636	23,076	25,591
비자본주자분	145	187	429	584	743
<b>자본총계</b>	<b>16,116</b>	<b>18,029</b>	<b>21,072</b>	<b>23,666</b>	<b>26,341</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>4,243</b>	<b>3,856</b>	<b>3,573</b>	<b>3,570</b>	<b>4,917</b>
당기순이익	1,660	2,658	3,748	3,371	3,451
현금유동이 없는 비용 및 수익	3,040	2,097	1,225	1,635	2,835
유형 및 무형자산상각비	3,069	3,248	3,283	3,492	3,490
영업관련자산부채변동	14	-261	-318	-363	-270
매출채권 및 기타채권의 감소	-505	-252	-156	-151	-120
재고자산의 감소	1	-18	7	-14	-8
마이너리티 및 기타부의 증가	392	108	-154	-121	-124
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-2,462</b>	<b>-3,071</b>	<b>-2,902</b>	<b>-3,635</b>	<b>-3,872</b>
CAPEX	-2,490	-2,716	-3,108	-3,332	-3,864
투자자산의 순증	-171	-2,217	-1,717	-1,688	-1,294
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-1,045</b>	<b>-827</b>	<b>-735</b>	<b>-856</b>	<b>-907</b>
세제 및 임금의 증가	25	53	46	57	56
자본금 및 자본잉여금의 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-706	-706	-706	-706	-777
기타현금흐름	0	-6	1,207	1,703	510
<b>현금의 증가</b>	<b>736</b>	<b>-48</b>	<b>1,144</b>	<b>782</b>	<b>648</b>
기초현금	769	1,505	1,458	2,601	3,384
기말현금	1,505	1,458	2,601	3,384	4,032

자료: SK 텔레콤, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>17,092</b>	<b>17,520</b>	<b>17,095</b>	<b>18,072</b>	<b>18,644</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>17,092</b>	<b>17,520</b>	<b>17,095</b>	<b>18,072</b>	<b>18,644</b>
판관비	15,556	15,983	15,721	16,521	16,968
<b>영업이익</b>	<b>1,536</b>	<b>1,537</b>	<b>1,374</b>	<b>1,551</b>	<b>1,676</b>
EBITDA	4,604	4,784	4,657	5,043	5,166
<b>영업외손익</b>	<b>561</b>	<b>1,867</b>	<b>3,456</b>	<b>2,893</b>	<b>2,875</b>
금융순익	248	-67	90	-7	11
투자수익	545	2,246	3,244	3,131	1,938
기타영업외손익	-232	-312	122	-231	926
<b>세전이익</b>	<b>2,096</b>	<b>3,403</b>	<b>4,831</b>	<b>4,445</b>	<b>4,551</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,660</b>	<b>2,658</b>	<b>3,748</b>	<b>3,371</b>	<b>3,451</b>
자비주주지분순이익	1,676	2,600	3,506	3,217	3,292
비자비주주지분순이익	-16	58	242	155	160
<b>총포괄이익</b>	<b>1,413</b>	<b>2,657</b>	<b>3,748</b>	<b>3,371</b>	<b>3,451</b>
증감률(%YoY)					
매출액	-0.3	2.5	-2.4	5.7	3.2
영업이익	-10.1	0.1	-10.6	12.9	8.1
EPS	10.4	55.1	34.9	-8.3	2.3

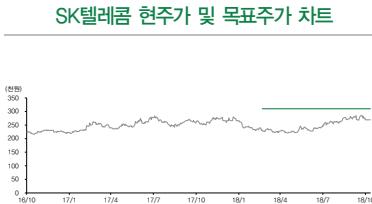
주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	20,756	32,198	43,426	39,836	40,765
BPS	197,799	220,967	255,648	285,865	317,011
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	10.8	8.3	6.2	6.8	6.6
P/B	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.7	5.1	4.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	9.0	8.8	8.0	8.6	9.0
EBITDA마진	26.9	27.3	27.2	27.9	27.7
순이익률	9.7	15.2	21.9	18.7	18.5
ROE	10.7	15.4	18.2	14.7	13.5
ROA	5.5	8.2	10.7	9.0	8.6
ROIC	8.2	7.8	7.0	7.6	8.0
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	94.2	85.4	72.6	64.3	57.6
이자보상배율(배)	5.3	5.1	18.4	7.5	9.0
배당성향(배)	42.5	26.6	18.8	23.0	22.5

1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(29.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)					
기법 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임			업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임		
Buy: 초과 상승률 10%p 이상			Overweight: 초과 상승률 10%p 이상		
Hold: 초과 상승률 -10~10%			Neutral: 초과 상승률 -10~10%		
Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만			Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만		

## SK텔레콤 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
18/03/22	Buy	310,000	-20.7	-7.7			
18/10/31	Buy	340,000	-	-			

주: \*표는 담당자 변경