



SK텔레콤 (017670)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	340,000원 (M)
현재주가 (11/16)	279,000원
상승여력	22%

시가총액	225,281억원		
총발행주식수	80,745,711주		
60일 평균 거래대금	464억원		
60일 평균 거래량	171,444주		
52주 고	286,000원		
52주 저	220,500원		
외인지분율	42.76%		
주요주주	SK 외 3 인 25.22%		

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.1	5.5	9.2
상대	6.7	13.0	32.3
절대(달러환산)	4.0	5.6	6.5

지배구조 개편의 원년

2019년 증익 전망

선택 약정 할인을 조정 영향이 마무리 국면에 들어서고, 5G 가입자 유치 효과가 나타나는 2019년 하반기 이후 ARPU는 상승 전환할 것으로 전망된다. 동사의 무선 ARPU는 LTE 비중이 63%에 달했던 2014년 4분기를 정점으로 장기 하락 추세에 접어들었다. 2019년 하반기 ARPU 상승 전환을 시작으로, 2021년까지는 ARPU가 상승 기조를 보일 것으로 전망된다. 2020년 이동전화 매출액은 12.23조 원(YoY +5.0%)으로 전망된다. 주파수 비용과 CAPEX 증가 부담에도 불구하고, 견조한 매출 성장 덕에 영업이익은 2019년 1.38조원 → 2020년 1.56조원으로 증가할 전망이다.

2019년 지배구조 개편 완성

2019년 상반기까지는 물적 분할을 공식화하고, 2019년 주주총회 및 규제 기관의 승인을 얻어 지주회사 체제 전환을 마무리할 것으로 전망된다. 동사는 이동전화/반도체/미디어/커머스/보안 사업을 포괄하는 ICT 지주회사로 재평가 기회를 노리고 있다.

배당 상황, 커머스 & 미디어 사업의 멤버십 서비스 전환에 거는 기대

배당 : SK하이닉스 배당과 연계하는 배당 정책 발표가 예상된다. 이르면 2019년 상반기 말 지급되는 중간 배당부터 반영될 가능성이 높다. 2019년 SK하이닉스의 예상 DPS는 1,500 ~ 2,000원이다. 이를 반영하여 100% 배당으로 지급한다고 가정하면 SK텔레콤의 DPS는 3,000~4,000원 상승할 수 있다. 다만 현실적으로는 주당 1,000원 인상 가능성이 높을 것으로 전망하고 있다(DPS 11,000원)

커머스 & 미디어 사업의 멤버십 서비스 전환 : 아마존 프라임과 유사한 형태로 커머스(11번가)와 OTT(옥수수)를 멤버십 서비스 형태로 전환 시킬 전망이다. 지마켓의 스마일클럽은 11번가와 옥수수의 성공에 대한 기대를 높이는 사례이다. 특히 조만간 발표 예상되는 옥수수 분할과 외부 투자 유치 건은 주가에 긍정적으로 작용할 가능성이 높아 보인다. 멤버십 서비스 성공 시 현 SKT Asset의 취약점에 대한 시장의 우려는 100% 극복될 것이다.

유일한 리스크는 물적 분할 후 재상장 예상되는 SK텔레콤 사업회사와의 투자포인트가 중복될 수 있다는 점이다. 특히 지주회사의 배당수익률이 사업회사보다 낮으면, 전체 지분의 42%를 보유한 외국인투자자는 지주회사를 매도하고 사업회사로 갈아탈 가능성이 있다. 2018년 12월 소프트뱅크 모바일 사업 부문의 상장을 앞두고, 소프트뱅크 주가가 약세를 보이는 상황도 참고할 필요가 있다. 따라서 배당과 자체 추진 사업에 대한 확고한 투자 포인트를 제시해야 할 것이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	42,787	-4.9	2.2	43,510	-1.7
영업이익	3,265	5.2	7.4	3,216	1.5
세전계속사업이익	10,024	8.2	-23.0	10,809	-7.3
지배순이익	7,726	31.0	-25.1	7,960	-2.9
영업이익률 (%)	7.6	+0.7 %pt	+0.3 %pt	7.4	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	18.1	+5.0 %pt	-6.5 %pt	18.3	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

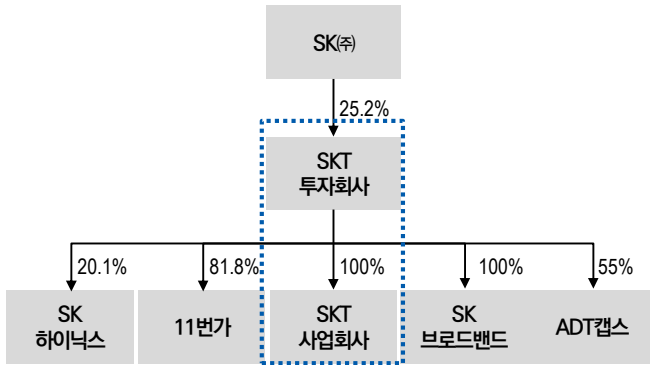
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	170,918	175,200	168,009	168,356
영업이익	15,357	15,366	13,030	13,821
지배순이익	16,760	25,998	34,156	30,089
PER	10.5	7.8	6.6	7.5
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.8	5.8
ROE	10.7	15.4	17.0	12.8

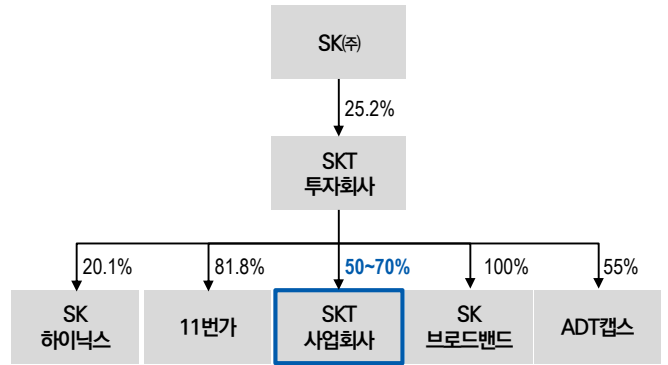
자료: 유안타증권

[그림 44] 물적분할



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 45] 이동전화 사업 부문 IPO



자료: 유안타증권 리서치센터

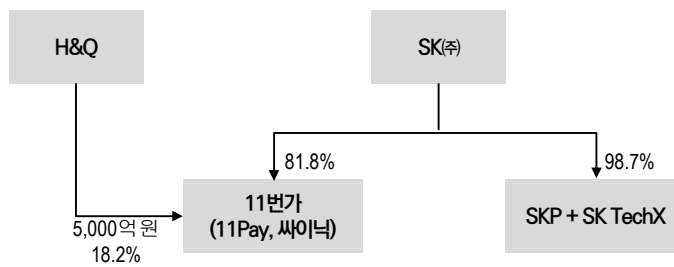
[표29] NAV Valuation – 모바일 사업 분할 후 IPO 시 Valuation

(단위: 억원)

항목	가치	비고
통신사업(모바일)	210,000	배당 12,000원 지급 가정, 4% 배당수익률
통신사업(유선)	26,000	EBITDA 6배 적용. 순차입금 고려
반도체사업	125,313	시가 평가
커머스사업	22,500	외부 투자 유치 기준. SK 텔레콤 투자 지분 고려
보안사업	29,700	인수가격 기준
자사주	24,473	시가 평가
기타투자자산	26,089	장부가
순차입금	54,817	별도 기준. ADT 캡스 가치의 70%를 순차입금 반영
합계	270,000	각 사업 Value 에 대해 30% 할인 적용

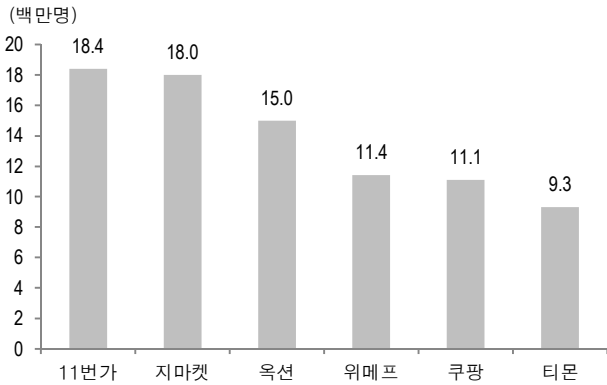
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 46] 11 번가 분사



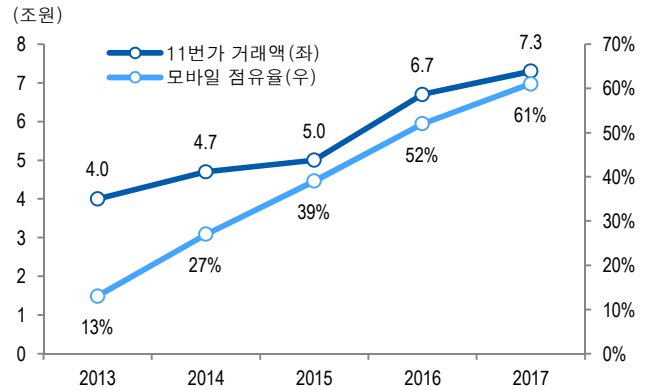
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 47] 이커머스 사업자 월간 uv 비교



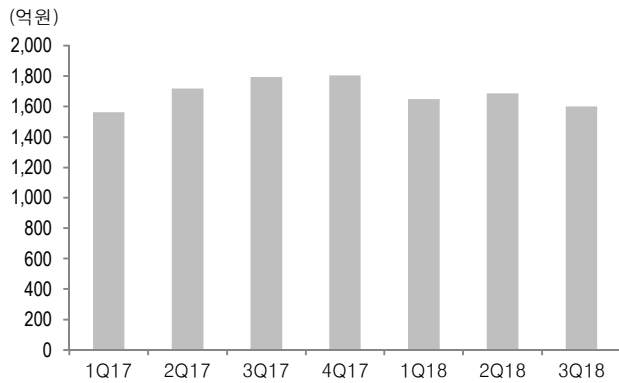
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 48] 11 번가 거래액



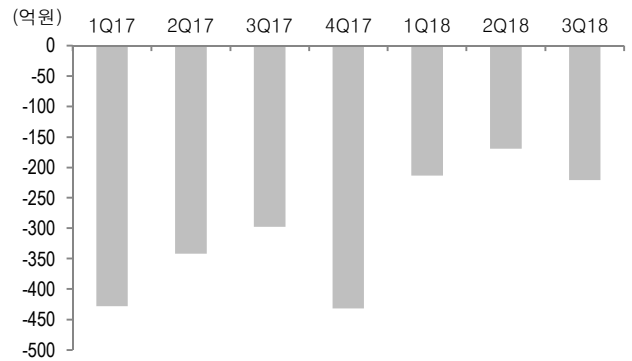
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 49] 11 번가 분기 매출



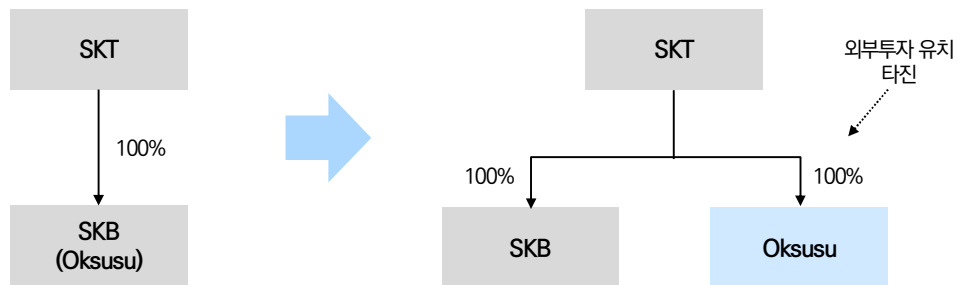
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 50] 11 번가 분기 영업이익



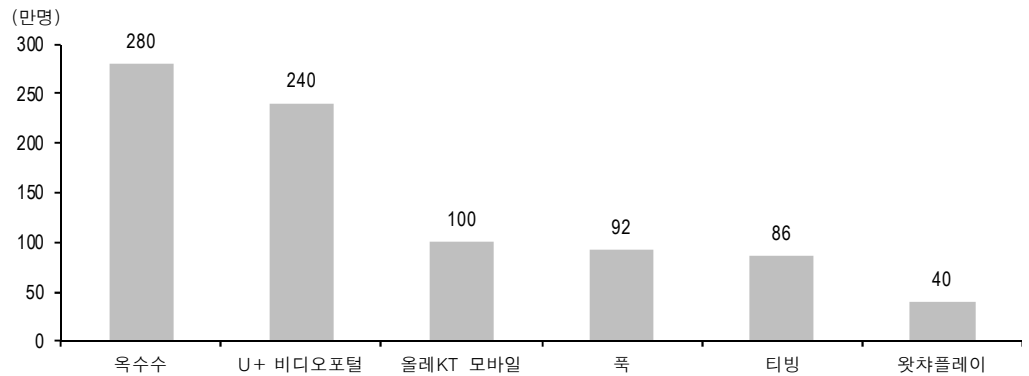
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 51] 인적분할 및 외부 투자 유치를 통한 옥수수 지배구조 개편



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 52] 국내 OTT 별 MAU 비교(앱에이프, 2018년 5월 기준)



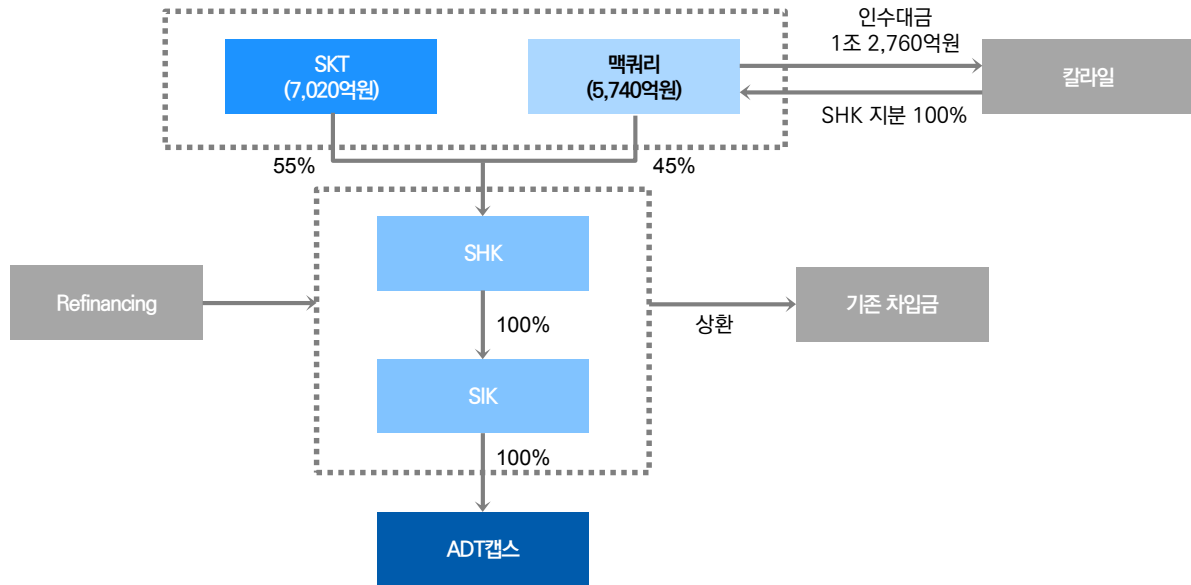
자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[표 30] 멤버십 경제의 확산

유료 멤버십 서비스	내용
스마일클럽(지마켓, 옥션)	1년 30,000원 할인/적립 혜택 제공 스마일클럽 전용 고객 섹터, 프로모션, 무료 배송 적용
수퍼세이브 (티몬)	한달 기준 5,000원 / 90일, 12,000원 / 180일 24,000원 리워드 적립금, 구매금액의 2% 적립 회원만 구입 가능한 특가 상품딜 제공
로켓와우(쿠팡)	월 회비 2,900원 구매금액 한도와 상관 없이 무료 배송 구매 후 30일 이내 무료 반품
아마존프라임	월 12.99달러 적립 : 2~5% 프라임 배송 : 2일 내 무료 배송 프라임 비디오

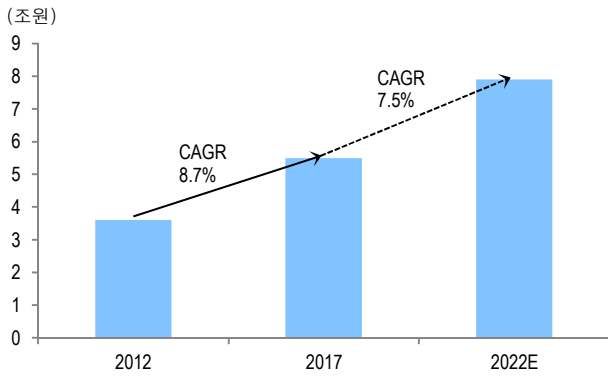
자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 53] ADT 캡스 인수 구조



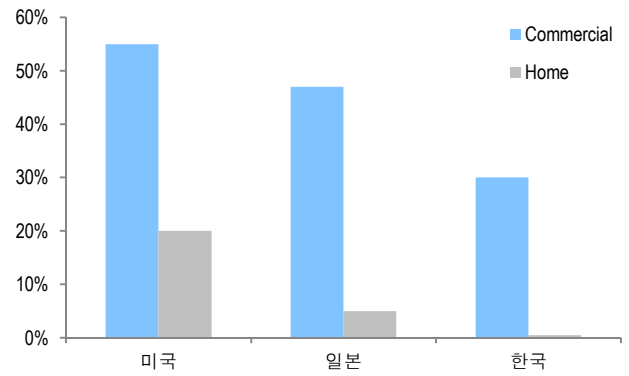
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 54] 국내 물리보안 시장 규모



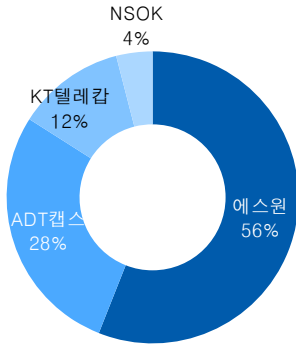
자료: Freedonia Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 55] 2017년 보안 서비스 보급률



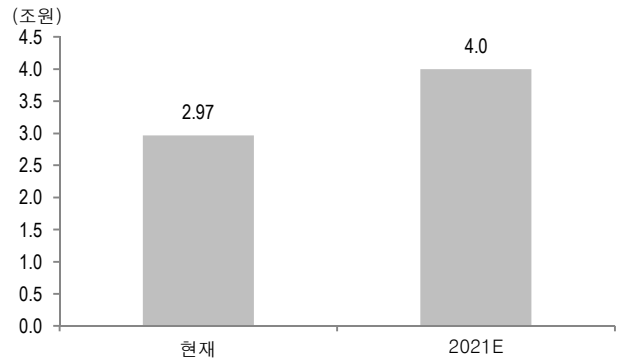
자료: LEK Consulting, ADT 캡스, 유안타증권 리서치센터

[그림 56] 국내 물리 보안 사업자 매출 점유율



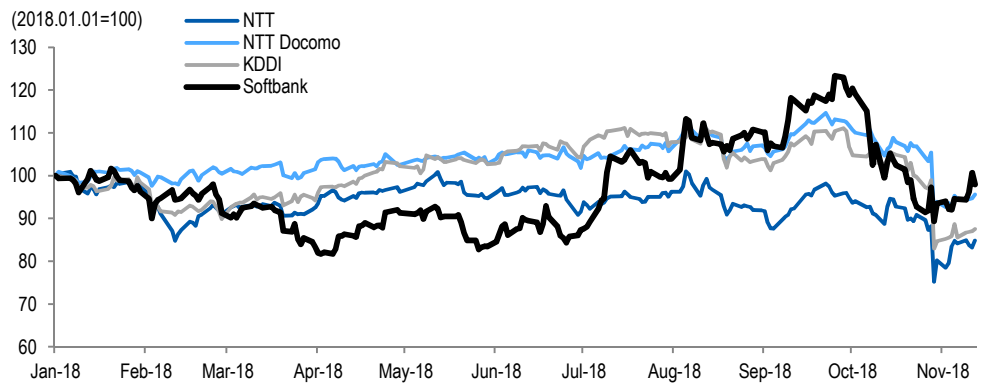
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 57] ADT 캡스의 2021년 성장 목표 - 보안사업 Enterprise Value



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림 58] 일본 통신 4개사의 상대수익률 (2018년 1월 ~ 현재)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	170,918	175,200	168,009	168,356	174,784
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	170,918	175,200	168,009	168,356	174,784
판매비	155,561	159,834	154,980	154,535	159,147
영업이익	15,357	15,366	13,030	13,821	15,636
EBITDA	46,043	47,841	45,473	46,221	48,156
영업외손익	5,604	18,666	30,714	24,537	24,503
외환관련손익	-15	-69	63	85	85
이자손익	-2,361	-2,231	-2,190	-2,148	-2,152
관계기업관련손익	5,445	22,457	33,343	28,138	28,138
기타	2,535	-1,492	-503	-1,539	-1,569
법인세비용차감전순손익	20,961	34,032	43,743	38,358	40,139
법인세비용	4,360	7,457	9,450	8,299	8,683
계속사업순손익	16,601	26,576	34,293	30,059	31,456
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	16,601	26,576	34,293	30,059	31,456
지배지분순이익	16,760	25,998	34,156	30,089	31,488
포괄순이익	14,128	26,566	34,402	30,059	31,456
지배지분포괄이익	14,330	25,972	34,262	30,089	31,488

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	59,966	62,018	82,197	79,846	79,183
현금및현금성자산	15,052	14,577	33,449	30,598	28,800
매출채권 및 기타채권	33,691	33,947	33,408	33,771	34,696
재고자산	2,598	2,724	2,606	2,633	2,733
비유동자산	253,010	272,269	300,449	327,304	354,040
유형자산	103,742	101,449	97,211	95,811	94,291
관계기업 등 지분관련자산	74,043	95,384	127,968	156,107	184,245
기타투자자산	11,097	11,923	13,733	13,764	13,795
자산총계	312,977	334,287	382,646	407,149	433,223
유동부채	64,441	71,091	64,030	64,073	64,261
매입채무 및 기타채무	42,601	45,082	44,807	45,185	45,708
단기차입금	26	1,300	359	259	159
유동성장기부채	11,902	18,337	12,428	12,128	11,828
비유동부채	87,371	82,904	91,999	93,233	94,458
장기차입금	1,397	2,115	1,466	1,466	1,466
사채	63,389	55,966	65,574	66,574	67,574
부채총계	151,812	153,995	156,029	157,305	158,719
지배지분	159,714	178,421	224,384	247,411	271,838
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	159,532	178,359	224,881	247,909	272,335
비지배지분	1,450	1,871	2,233	2,432	2,666
자본총계	161,164	180,292	226,617	249,844	274,504
순차입금	55,314	55,010	36,720	40,088	42,402
총차입금	76,717	77,828	79,842	80,442	81,042

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	42,432	38,558	26,284	2,682	3,639
당기순이익	16,601	26,576	34,293	30,059	31,456
감가상각비	30,686	32,475	32,443	32,400	32,520
외환손익	-11	13	-67	-85	-85
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-17,921	-28,138	-28,138
자산부채의 증감	138	-2,615	2,175	-2,112	-2,644
기타현금흐름	-4,982	-17,891	-24,640	-29,441	-29,470
투자활동 현금흐름	-24,622	-30,706	-30,586	-30,496	-30,455
투자자산	-637	-1,586	-636	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-24,905	-27,159	-28,842	-31,000	-31,000
유형자산 감소	225	294	86	0	0
기타현금흐름	694	-2,255	-1,194	504	545
재무활동 현금흐름	-10,448	-8,266	-11,578	-11,446	-11,380
단기차입금	-2,574	1,274	-956	-100	-100
사채 및 장기차입금	223	2,179	2,291	700	700
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061
기타현금흐름	-1,037	-4,658	-5,852	-4,985	-4,919
연결범위변동 등 기타	2	-61	34,752	36,409	36,399
현금의 증감	7,363	-475	18,871	-2,851	-1,798
기초 현금	7,689	15,052	14,577	33,449	30,598
기말 현금	15,052	14,577	33,449	30,598	28,800
NOPLAT	15,357	15,366	13,030	13,821	15,636
FCF	18,081	14,701	15,991	10,119	11,130

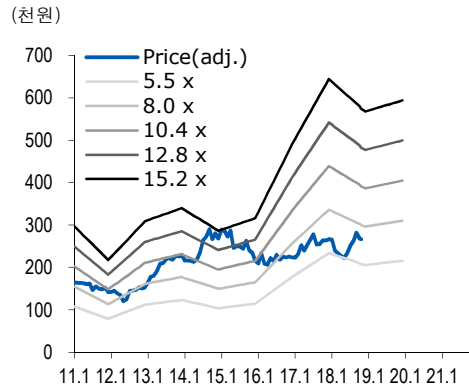
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

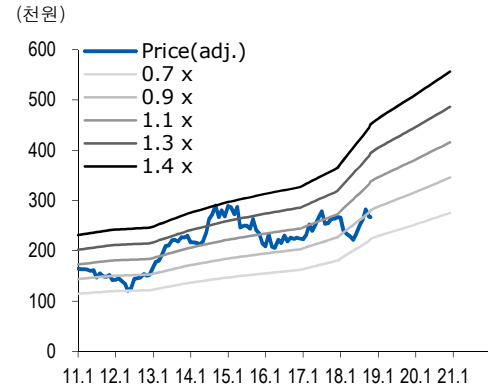
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	20,756	32,198	42,301	37,263	38,996
BPS	226,194	252,689	317,783	350,396	384,990
EBITDAPS	57,022	59,250	56,316	57,242	59,639
SPS	211,675	216,978	208,072	208,501	216,462
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	10.5	7.8	6.6	7.5	7.2
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.8	5.8	5.6
PSR	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-0.3	2.5	-4.1	0.2	3.8
영업이익 증가율 (%)	-10.1	0.1	-15.2	6.1	13.1
지배지분순이익 증가율 (%)	10.4	55.1	31.4	-11.9	4.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.0	8.8	7.8	8.2	8.9
지배지분순이익률 (%)	9.8	14.8	20.3	17.9	18.0
EBITDA 마진 (%)	26.9	27.3	27.1	27.5	27.6
ROIC	8.5	8.2	7.2	7.9	9.0
ROA	5.6	8.0	9.5	7.6	7.5
ROE	10.7	15.4	17.0	12.8	12.1
부채비율 (%)	94.2	85.4	68.9	63.0	57.8
순차입금/자기자본 (%)	34.6	30.8	16.4	16.2	15.6
영업이익/금융비용 (배)	5.3	5.1	4.5	4.7	5.3

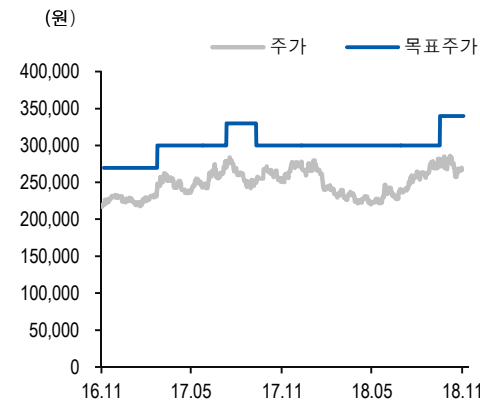
P/E band chart



P/B band chart



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자의	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-19	BUY	340,000	1년		
2018-10-02	BUY	340,000	1년		
2018-09-25	1년 경과 이후		1년	-7.50	-6.00
2017-09-25	BUY	300,000	1년	-16.88	-6.00
2017-07-27	BUY	330,000	1년	-24.60	-14.09
2017-03-09	BUY	300,000	1년	-15.94	-7.17
2016-07-28	BUY	270,000	1년	-16.83	-10.74

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.1
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-14

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.