

SK텔레콤 (017670)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	340,000원 (M)
현재주가 (1/10)	271,000원
상승여력	25%

시가총액	218,821억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	514억원
60일 평균 거래량	186,505주
52주 고	289,500원
52주 저	220,500원
외인지분율	41.67%
주요주주	SK 외 3 인 26.78%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.4)	(4.9)	0.9
상대	(4.8)	2.7	22.3
절대(달려환산)	(4.0)	(3.9)	(3.6)

4Q Preview : 아직 남아 있는 요금 인하의 여파

4Q 영업이익 2,696억원으로 컨센서스 하회 예상

연결 매출액(4.28조원)과 영업이익(2,696억원)은 전년 동기 대비 각각 -4.9%, -13.2% 감소할 것으로 예상된다. 영업이익은 컨센서스(3,192억원)를 -8.8% 하회할 전망이다. 4Q까지도 매출 하락 영향이 컸다. 선택 약정 25% 가입률은 여전히 상승하고 있고, 신규 요금제 효과는 여전히 미미했던 것으로 파악된다. 무선 ARPU의 QoQ 하락세는 완화될 것으로 예상되나, YoY 하락률은 8% 내외를 기록할 전망이다. 2019년 상반기까지는 이와 같은 흐름에 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 지난 3Q(일회성 비용 150억원)에 이어 4Q에도 약 400~500억원 내외의 일회성 비용(SK플래닛 시럽 관련)이 예상된다. 또한 마케팅비용이 전 분기 대비 약 4.8% 증가했을 것으로 추정된다.

11번가는 적자 기조가 이어졌을 것으로 파악된다. ADT캡스는 연결 편입되지만 Purchase Price Allocation(취득원가배분)에 따른 취득 가액과 장부 가액의 차이 가운데 고객, 계약, 브랜드 등의 식별 가능한 무형자산 인정과 이에 대한 후속 상각 반영으로 인해, ADT캡스의 실현 영업이익 대비 연간 약 1,000억원 축소된 수준으로 SKT 연결 영업이익에 반영될 것이다. 따라서 4Q18에 반영되는 ADT캡스 관련 영업이익은 약 100억원 수준에 그칠 전망이다. SK브로드밴드의 실적은 유일하게 기대된다. 홈쇼핑송출수수료 소급 반영이 있기 때문이다. 연간 영업이익은 1,409억원(+10.2%)으로 예상된다.

지주회사 전환의 퍼즐 완성 직전 → 투자자 인센티브에 주목해야

지배구조 개편 전에 예정된 자회사 포트폴리오 강화 작업은 예정대로 진행되고 있다. 옥수수와 POOQ 합병 → 합병 법인에 대한 외부 투자 유치(약 2,000억원~2,500억원, 1조원 Value)만 마무리 되면, 지배구조 개편 작업의 사전 작업은 얼추 마무리 된 것으로 이해된다. 기업 분할이 당초 예상에 비해 더딘 이유는 ①분할을 위한 주총 통과 비용 최소화, ②SK하이닉스 지분 확대 방안 마련 등의 결정 안된 현안이 남아 있기 때문이다. 쟁점은 ①물적 분할 시 주총 통과 여부, ②외국인투자자의 주식 매수 청구권 행사, ③신설된 사업회사 IPO, ④SK하이닉스 지분 30% 확대이다. 주총 통과 비용은 주식 매수 청구권 규모가 관건이다. 일부 외국인 투자자는 물적 분할 반대를 통해 주식 매수 청구권을 행사하고, 이 자금을 활용하여 분사된 SK텔레콤 이동전화 신설법인 지분 확보에 나설 수 있다. SK하이닉스 시가총액은 충분한 조정과정을 거쳤기에 지분 확대 부담은 줄었으나, 여전히 4조원에 달하는 인수 비용은 크다. 이러한 쟁점을 만족시키기 위해서는 '주주의 지배구조 개편에 대한 동의를 최대한 이끌어 낼 수 있는가'가 핵심이다. 현재까지의 스텝은 관찮았다. 전략적으로 탁월한 선택을 통해 자회사(플랫폼) 가치를 높이고, 관련 사업의 정착률 가능성을 높이는 점은 분명히 타 통신사업자와 차별화되는 부분이고, 지주회사 전환에 대한 공감대가 높아졌다. 향후 배당 정책 개편 등 지주회사 전환 과정에서의 투자자 인센티브에 주목할 시점이다. 긍정적 시각을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	42,787	-4.9	2.2	43,512	-1.7
영업이익	2,696	-13.2	-11.4	3,192	-15.5
세전계속사업이익	10,046	8.4	-22.8	10,930	-8.1
지배순이익	7,743	31.2	-24.9	8,094	-4.3
영업이익률 (%)	6.3	-0.6 %pt	-1.0 %pt	7.3	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	18.1	+5.0 %pt	-6.5 %pt	18.6	-0.5 %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	12,460	13,204
지배순이익	16,760	25,998	34,173	28,098
PER	10.5	7.8	6.4	7.9
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.6	5.6
ROE	10.7	15.4	16.9	12.0

자료: 유안타증권

[표1] SK 텔레콤 분기 실적 전망 - 4Q18 OP 3,000억원 하회 예상

(단위: 십억원)

	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18E	QoQ	컨센서스	차이
연결매출	4,234	4,346	4,443	4,497	4,182	4,154	4,186	4,279	2.2%	4,351	-1.7%
이동통신	3,088	3,110	3,157	3,114	2,989	2,942	2,926	2,892	-1.2%		
기타	1,146	1,236	1,286	1,383	1,193	1,213	1,261	1,387	10.0%		
영업이익	411	423	392	310	325	347	304	270	-11.3%	319	-15.5%
감가상각비	795	804	817	832	824	807	807	840	4.1%		
판매수수료	737	727	760	745	712	665	692	726	4.9%		
순이익	583	621	793	661	693	914	1,050	774	-26.3%	855	-9.6%
지배주주	589	625	796	590	695	917	1,031	774	-24.9%	809	-4.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

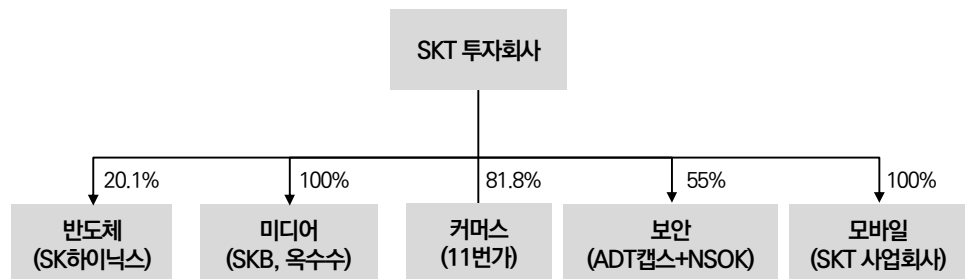
[표2] SK 텔레콤 NAV, 지배구조 개편 가정 시 27 조원의 NAV

(단위: 억원)

항목	가치	비고
통신사업 (무선)	210,000	배당 12,000원 지급 가정. 배당수익률 4%
통신사업 (유선)	26,000	EBITDA 5배 적용. 순차입금 고려
반도체 사업	86,215	시가 평가
커머스 사업	27,500	외부 투자 유치 기준
보안 사업	29,700	인수가격 기준
OTT	10,000	외부 투자 유치 기준
자사주	27,736	시가 평가
기타투자자산	26,089	장부가
순차입금	54,817	별도 기준. ADT 캡스 가치의 70%를 순차입금 반영
NAV	271,896	30% 할인율 적용

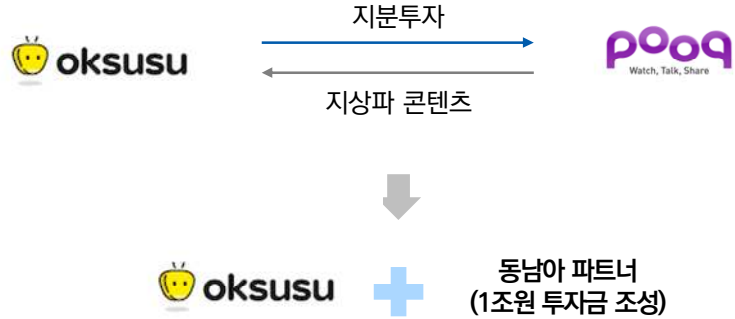
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림1] SK 텔레콤의 지배구조 개편 이후의 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 옥수수 & POOQ 투자 구조 (현재는 MOU 단계)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] SK 브로드밴드 실적 전망 - 2018년 IPTV 마진율 개선으로 OP 증가

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	25,394	26,544	27,313	29,430	30,501	32,323
IPTV	3,447	4,767	6,247	8,033	10,258	12,354
영업이익	732	582	637	817	1,278	1,409
순이익	123	43	108	215	320	977

자료: 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	155,549	155,151	159,803
영업이익	15,357	15,366	12,460	13,204	14,980
EBITDA	46,043	47,841	45,238	46,309	48,416
영업외손익	5,604	18,666	31,305	22,613	22,552
외환관련손익	-15	-69	22	37	37
이자손익	-2,361	-2,231	-2,258	-2,290	-2,301
관계기업관련손익	5,445	22,457	33,585	25,817	25,817
기타	2,535	-1,492	-44	-951	-1,001
법인세비용차감전순이익	20,961	34,032	43,765	35,818	37,532
법인세비용	4,360	7,457	9,455	7,747	8,118
계속사업순이익	16,601	26,576	34,310	28,070	29,414
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16,601	26,576	34,310	28,070	29,414
지배지분순이익	16,760	25,998	34,173	28,098	29,443
포괄순이익	14,128	26,566	32,680	24,591	25,934
지배지분포괄이익	14,330	25,972	32,538	24,616	25,960

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	93,147	87,542	83,732
현금및현금성자산	15,052	14,577	43,586	36,909	31,730
매출채권 및 기타채권	33,691	33,947	34,544	35,471	36,627
재고자산	2,598	2,724	2,625	2,660	2,763
비유동자산	253,010	272,269	296,154	319,983	343,482
유형자산	103,742	101,449	96,394	94,289	91,853
관계기업 등 지분관련자산	74,043	95,384	129,046	154,864	180,681
기타투자자산	11,097	11,923	10,647	10,678	10,709
자산총계	312,977	334,287	389,301	407,525	427,214
유동부채	64,441	71,091	66,219	66,260	66,447
매입채무 및 기타채무	42,601	45,082	44,804	45,181	45,703
단기차입금	26	1,300	431	331	231
유동성장기부채	11,902	18,337	14,547	14,247	13,947
비유동부채	87,371	82,904	94,859	96,092	97,318
장기차입금	1,397	2,115	1,061	1,061	1,061
사채	63,389	55,966	68,772	69,772	70,772
부채총계	151,812	153,995	161,077	162,352	163,765
지배지분	159,714	178,421	225,798	242,511	260,570
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	159,532	178,359	224,712	244,905	266,442
비지배지분	1,450	1,871	2,426	2,662	2,879
자본총계	161,164	180,292	228,224	245,173	263,449
순차입금	55,314	55,010	31,549	38,743	44,438
총차입금	76,717	77,828	84,893	85,493	86,093

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	42,432	38,558	34,299	-1,053	276
당기순이익	16,601	26,576	34,310	28,070	29,414
감가상각비	30,686	32,475	32,777	33,105	33,436
외환손익	-11	13	-17	-37	-37
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-8,238	-25,817	-25,817
자산부채의 증감	138	-2,615	2,692	-2,253	-2,434
기타현금흐름	-4,982	-17,891	-27,225	-34,121	-34,286
투자활동 현금흐름	-24,622	-30,706	-27,139	-25,123	-24,925
투자자산	-637	-1,586	-1,898	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-24,905	-27,159	-28,523	-31,000	-31,000
유형자산 감소	225	294	517	0	0
기타현금흐름	694	-2,255	2,766	5,877	6,075
재무활동 현금흐름	-10,448	-8,266	80	-4,140	-3,836
단기차입금	-2,574	1,274	-884	-100	-100
사채 및 장기차입금	223	2,179	7,347	700	700
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,061	-7,061	-7,061	-7,906	-7,906
기타현금흐름	-1,037	-4,658	677	3,166	3,470
연결범위변동 등 기타	2	-61	21,769	23,638	23,305
현금의 증감	7,363	-475	29,009	-6,677	-5,180
기초 현금	7,689	15,052	14,577	43,586	36,909
기말 현금	15,052	14,577	43,586	36,909	31,730
NOPLAT	15,357	15,366	12,460	13,204	14,980
FCF	18,081	14,701	16,714	10,200	11,742

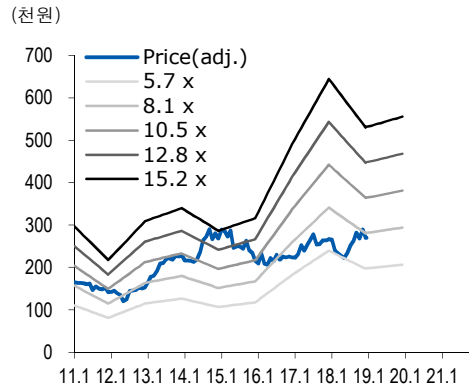
자료: 유안타증권

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

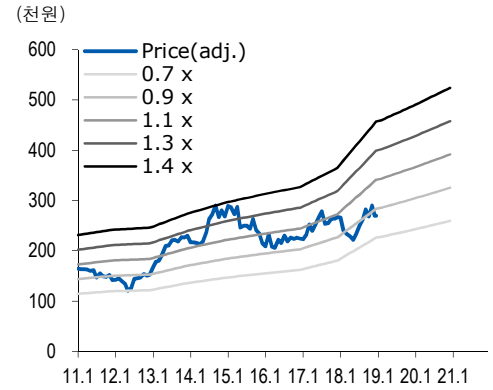
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	20,756	32,198	42,322	34,799	36,464
BPS	226,194	252,689	314,176	337,431	362,558
EBITDAPS	57,022	59,250	56,025	57,352	59,961
SPS	211,675	216,978	208,072	208,501	216,462
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
PER	10.5	7.8	6.4	7.9	7.6
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.6	5.6	5.5
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	-18.9	6.0	13.4
지배순이익 증가율 (%)	10.4	55.1	31.4	-17.8	4.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.0	8.8	7.4	7.8	8.6
지배순이익률 (%)	9.8	14.8	20.3	16.7	16.8
EBITDA 마진 (%)	26.9	27.3	26.9	27.5	27.7
ROIC	8.5	8.2	6.9	7.6	8.7
ROA	5.6	8.0	9.4	7.1	7.1
ROE	10.7	15.4	16.9	12.0	11.7
부채비율 (%)	94.2	85.4	70.6	66.2	62.2
순차입금/자기자본 (%)	34.6	30.8	14.0	16.0	17.1
영업이익/금융비용 (배)	5.3	5.1	4.3	4.6	5.2

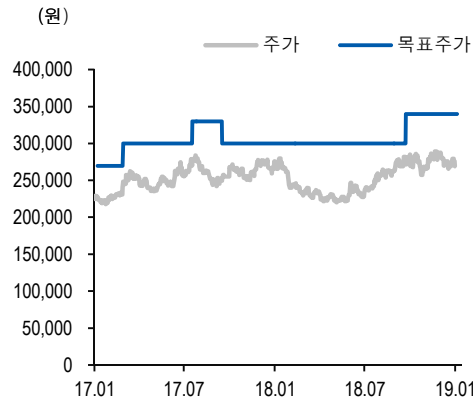
P/E band chart



P/B band chart



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-11	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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-08

※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.