



2019년 3월 28일 | Equity Research

SK텔레콤 (017670)

물적분할 여부는 중요치 않다. 향후 나타날 5G 성과에 집중할 시점

매수/TP 40만원 유지, 4월부터 추가 급등 가능성 높다고 판단

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 5G 요금제가 금주 말 출시되고 월 75,000원 이상의 요금제에 신규 가입자들이 집중되면서 장기 이익 성장 기대감이 높아질 전망이고, 2) 프리미엄 가입자들의 폰 구매 행태를 감안 시 SKT 5G 가입자 전망 낙관적이며, 3) 현재 반도체 경기를 감안 시 물적분할 지연을 악재로 보기 어렵고, 4) 6월 중간 배당 상향 조정이 유력해 장기 배당금 증가 기대감 향상이 예상되며, 5) 국회에서 요금 인가제 폐지 논의가 본격화되고 있고 이번엔 통과 가능성성이 높아 SKT 요금 규제에 대한 투자기들의 우려가 낮아질 전망이기 때문이다. 12개월 TP는 40만 원을 유지하며 통신서비스업종 Top Pick으로 제시한다.

5G 요금제 선택/가입자 동향에 주목, 전망은 이미 낙관적

빠르면 금주 말 과기부 5G 요금제 인가가 나오고 4/5일 5G 가입자 모집에 들어갈 것이 유력해졌다. 이젠 5G 가입자들이 선택할 요금제와 가입자 증가 추세가 중요한데 이미 낙관적으로 봐도 될 듯하다. LTE 트래픽 추이 및 초기 5G 가입자들의 소비 행태를 감안할 때 전체 신규 가입자중 80% 이상이 월 75,000원짜리 요금제를 선택할 것으로 예상되며, 프리미엄 가입자들이 LTE 단말기를 구매할 가능성이 낮기 때문이다. 한번 사면 2년을 써야 하고 IT 인프라가 급변하는 국내 현실과 네트워크가 급변하는 최근 상황을 감안할 때 100만원 이상의 휴대폰 구매자들이 LTE를 고수할 가능성은 희박하다. 4~5월 관망세를 거친 후 6월부터는 신규 가입자 중 30%(월 60만명) 이상이 5G 요금제에 가입할 것이라는 판단이다. 현 시점에서는 7년 전 LTE 도입 당시 두드러진 네트워크 품질 차이가 없었음에도 불구하고, 3G 전망 불투명으로 LTE 가입자가 급증 패턴을 나타냈다는 점을 상기해볼 필요가 있다는 판단이다.

물적분할은 미미한 호재에 불과, 특히 현 시점에선 큰 이점 없어

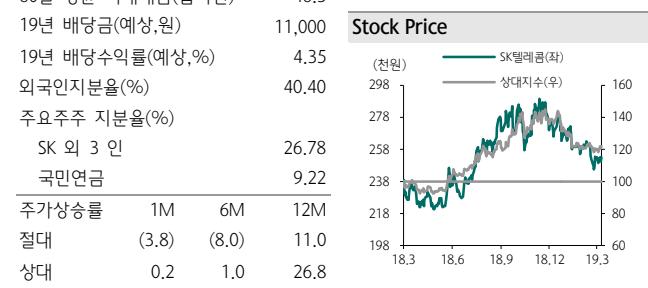
전일 SKT 주총에서 박정호 사장이 물적분할 지연 가능성은 언급하면서 우려를 표하는 투자자들이 적지 않다. 물론 하나금융투자에서는 2018년 초부터 SKT의 물적분할 가능성을 지속적으로 언급하고 호재가 될 것이라고 평가한 바 있다. 정부 규제 회피 용이, M&A 통한 비통신부문 육성 원활, SKT/하이닉스 배당 성향 급증에 따른 장기 배당 증가 가능성 때문이었다. 하지만 현 시점에선 작년과 달리 메리트가 크지 않다는 점에 주목해야 한다. SKT 물적분할 시나리오에선 SKT 이동전화사업부문 지분 매각과 하이닉스 지분 추가 취득이 전제가 되는데, 5G 기대감은 높아지고 있는 반면 반도체 경기 하강 우려는 커지는 상황이기 때문이다. 정부 인가 과정 및 국회 전기통신사업법 개정 필요성을 감안 시 당초 예상대로 빨라야 올해 연말이나 되어야 SKT 물적분할 시도가 이루어질 것으로 판단하며, 반도체 경기 회복 기대감이 올라가지 않는 상황에선 사실상 물적분할이 큰 호재가 되기도 어렵다고 평가한다.

Update

BUY

| TP(12M): 400,000원 | CP(3월 27일): 253,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,145.62		
52주 최고/최저(원)	289,500/220,500	매출액(십억원)	17,715.8 18,413.3
시가총액(십억원)	20,428.7	영업이익(십억원)	1,367.1 1,608.5
시가총액비중(%)	1.70	순이익(십억원)	2,637.6 2,780.8
발행주식수(천주)	80,745.7	EPS(원)	32,424 34,228
60일 평균 거래량(천주)	177.1	BPS(원)	322,152 349,261
60일 평균 거래대금(십억원)	46.3		
19년 배당금(예상,원)	11,000		
19년 배당수익률(예상,%)	4.35		
외국인지분율(%)	40.40		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 3 인	26.78		
국민연금	9.22		
주가상승률 1M 6M 12M	1M: (3.8) 6M: (8.0) 12M: 11.0		
절대 상대	0.2 1.0 26.8		



투자지표	단위	2016		2017		2018		2019F		2020F	
		2016	2017	2018	2019F	2020F					
매출액	십억원	17,091.8	17,520.0	16,874.0	17,598.6	18,918.4					
영업이익	십억원	1,535.7	1,536.6	1,201.8	1,539.3	2,087.8					
세전이익	십억원	2,096.1	3,403.2	3,976.0	3,445.0	4,194.2					
순이익	십억원	1,676.0	2,599.8	3,127.9	2,632.3	3,206.9					
EPS	원	20,756	32,198	38,738	32,600	39,716					
증감률	%	10.4	55.1	20.3	(15.8)	21.8					
PER	배	10.79	8.29	6.96	7.76	6.37					
PBR	배	0.99	1.07	0.89	0.78	0.71					
EV/EBITDA	배	5.18	5.70	6.49	5.83	5.17					
ROE	%	10.74	15.38	15.52	11.25	12.58					
BPS	원	225,796	248,964	302,806	325,615	354,651					
DPS	원	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000					

(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 성도훈

02-3771-7541

dohunsung@hanafn.com

하나금융투자

그림 1. 5G 시대 SKT 요금제별 기본 데이터 제공량 전망



주: 회사측과 전면 상관없는 하나금융투자 단순 예측치임

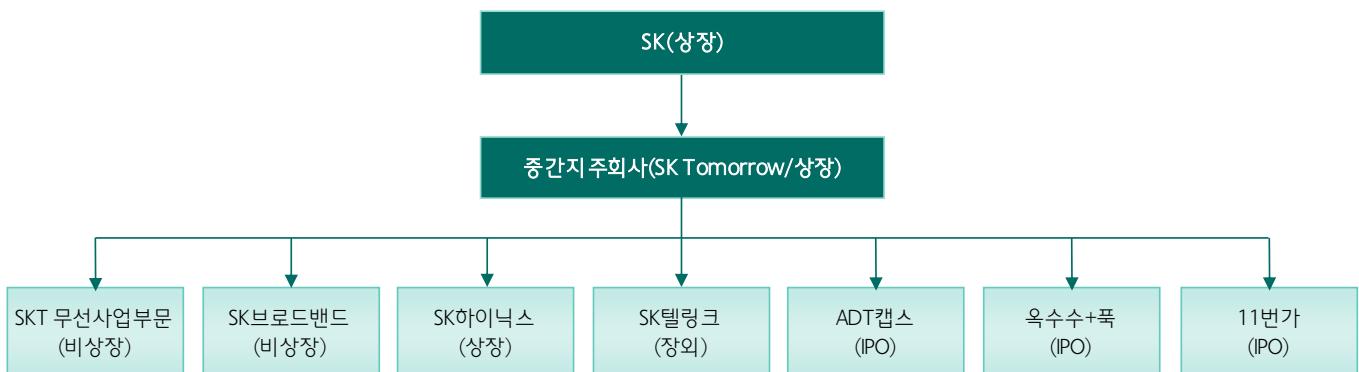
자료: 하나금융투자

그림 2. 2019년 하반기부터 5G 가입자 폭증이 예상되는 이유

- 1 프리미엄 폰 시장이 5G 위주로 재편될 전망
- 2 단말기 특성/네트워크 원가 다른 이유로 5G 폰에는 LTE 요금제가 적용되지 않을 전망
- 3 5G 서비스 이후 UHD/VR 등 차세대 미디어 컨텐츠 보급이 급격히 확산될 전망
- 4 휴대폰 유통상들이 5G 가입자들 위주로 보조금을 투입시킬 공산이 큼

자료: 하나금융투자

그림 3. SKT 지배구조 개편 시나리오 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	17,091.8	17,520.0	16,874.0	17,598.6	18,918.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	16,874.0	17,598.6	18,918.4
판관비	15,556.1	15,983.4	15,672.2	16,059.3	16,830.6
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,201.8	1,539.3	2,087.8
금융손익	248.2	(67.1)	(128.8)	(145.9)	(127.3)
종속/관계기업손익	544.5	2,245.7	3,270.9	2,249.0	2,418.3
기타영업외손익	(232.3)	(312.1)	(367.9)	(197.4)	(184.6)
세전이익	2,096.1	3,403.2	3,976.0	3,445.0	4,194.2
법인세	436.0	745.7	844.0	792.4	964.7
계속사업이익	1,660.1	2,657.6	3,132.0	2,652.6	3,229.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,132.0	2,652.6	3,229.5
비지배주주지분 순이익	(15.9)	57.8	4.1	20.3	22.5
지배주주순이익	1,676.0	2,599.8	3,127.9	2,632.3	3,206.9
지배주주지분포괄이익	1,433.0	2,597.2	3,000.5	2,814.6	3,426.7
NOPAT	1,216.3	1,200.0	946.7	1,185.3	1,607.6
EBITDA	4,604.3	4,784.1	4,486.1	4,925.8	5,474.3
성장성(%)					
매출액증가율	(0.3)	2.5	(3.7)	4.3	7.5
NOPAT증가율	(4.4)	(1.3)	(21.1)	25.2	35.6
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(6.2)	9.8	11.1
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(21.8)	28.1	35.6
(지배주주)순이익증가율	10.4	55.1	20.3	(15.8)	21.8
EPS증가율	10.4	55.1	20.3	(15.8)	21.8
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	26.6	28.0	28.9
영업이익률	9.0	8.8	7.1	8.7	11.0
계속사업이익률	9.7	15.2	18.6	15.1	17.1

투자지표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	38,738	32,600	39,716
BPS	225,796	248,964	302,806	325,615	354,651
CFPS	58,203	58,881	58,219	86,424	95,472
EBITDAPS	57,022	59,250	55,558	61,004	67,797
SPS	211,675	216,978	208,977	217,951	234,296
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
주가지표(배)					
PER	10.8	8.3	7.0	7.8	6.4
PBR	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	3.8	4.5	4.6	2.9	2.6
EV/EBITDA	5.2	5.7	6.5	5.8	5.2
PSR	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	10.7	15.4	15.5	11.3	12.6
ROA	5.6	8.0	8.3	6.3	7.6
ROIC	7.9	7.6	5.2	5.6	7.3
부채비율	94.2	85.4	89.6	68.8	63.9
순부채비율	34.9	30.7	33.4	34.7	29.9
이자보상배율(배)	5.3	5.1	3.9	8.2	12.4

자료: 하나금융투자

(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)

대차대조표

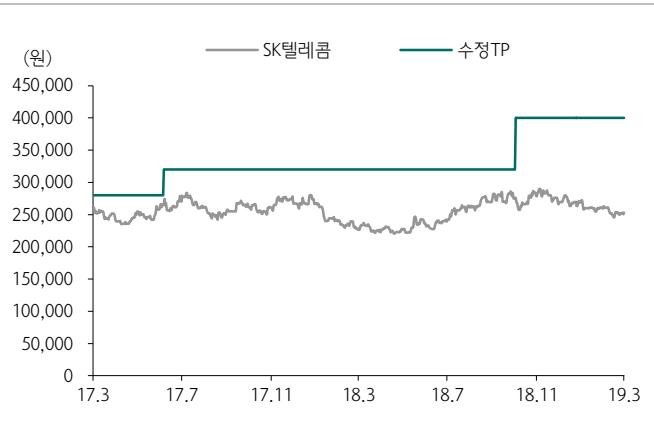
	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	5,996.6	6,201.8	7,958.8	5,496.6	6,040.4
금융자산	2,140.4	2,281.7	2,611.5	1,705.9	2,165.0
현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,506.7	1,205.9	1,647.8
매출채권 등	3,369.1	3,390.8	2,952.5	2,803.3	2,987.1
재고자산	259.8	272.4	288.1	364.4	388.3
기타유동자산	227.3	256.9	2,106.7	623.0	500.0
비유동자산	25,301.0	27,226.9	34,410.3	35,378.0	37,521.7
투자자산	8,514.0	10,730.8	13,562.2	12,961.6	13,111.8
금융자산	1,109.7	1,192.3	85.7	149.8	300.0
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,718.4	10,991.9	11,265.4
무형자산	5,708.8	5,502.0	8,452.1	10,552.1	12,052.1
기타비유동자산	704.0	849.2	1,677.6	872.4	1,092.4
자산총계	31,297.7	33,428.7	42,369.1	40,874.6	43,562.1
유동부채	6,444.1	7,109.1	6,847.6	6,807.6	7,128.3
금융부채	1,279.8	1,992.1	1,488.5	1,488.5	1,488.5
매입채무 등	4,260.1	4,508.2	4,948.0	4,711.8	5,020.7
기타유동부채	904.2	608.8	411.1	607.3	619.1
비유동부채	8,737.1	8,290.4	13,172.3	9,855.7	9,855.6
금융부채	6,478.8	5,819.1	8,591.8	8,611.8	8,616.8
기타비유동부채	2,258.3	2,471.3	4,580.5	1,243.9	1,238.8
부채총계	15,181.2	15,399.5	20,019.9	16,663.3	16,983.8
지배주주지분	15,971.4	17,842.1	22,470.9	24,312.6	26,657.0
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(2,716.1)	(2,719.6)	(2,260.8)	(2,260.8)	(2,260.8)
기타포괄이익누계액	(226.2)	(234.7)	(373.4)	(373.4)	(373.4)
이익잉여금	15,953.2	17,835.9	22,144.5	23,986.3	26,330.8
비지배주주지분	145.0	187.1	(121.6)	(101.3)	(78.7)
자본총계	16,116.4	18,029.2	22,349.3	24,211.3	26,578.3
순금융부채	5,618.3	5,529.4	7,468.8	8,394.4	7,940.2

현금흐름표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	4,332.6	4,227.8	6,854.6
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,132.0	2,652.6	3,229.5
조정	2,569.3	1,459.7	1,174.7	3,395.1	3,394.2
감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,284.3	3,386.5	3,386.5
외환거래손익	(1.1)	1.3	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	(544.5)	(2,245.7)	(3,270.9)	0.0	0.0
기타	46.3	456.6	1,161.7	8.6	7.7
영업활동 자산부채 변동	13.8	(261.5)	25.9	(1,819.9)	230.9
투자활동 현금흐름	(2,462.2)	(3,070.6)	(4,047.7)	(3,749.4)	(5,547.4)
투자자산감소(증가)	(171.0)	(2,216.7)	(2,831.4)	600.6	(150.2)
유형자산감소(증가)	(2,467.9)	(2,686.5)	(2,734.1)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	176.7	1,832.6	1,517.8	(690.0)	(1,737.2)
재무활동 현금흐름	(1,044.8)	(826.6)	(238.3)	(779.2)	(865.2)
금융부채증가(감소)	25.4	52.5	2,269.1	20.0	5.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(364.1)	(173.0)	(1,801.3)	(8.6)	(7.8)
배당지급	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(790.6)	(862.4)
현금의 종감	736.3	(47.5)	49.0	(300.8)	442.0
Unlevered CFO	4,699.7	4,754.4	4,700.9	6,978.4	7,709.0
Free Cash Flow	1,752.7	1,140.0	1,540.2	567.8	3,194.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	400,000		
17.7.3	BUY	320,000	-20.89%	-10.63%
17.3.27	BUY	280,000	-11.20%	-5.00%
16.10.24	BUY	260,000	-11.87%	0.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 3월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 3월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 3월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.