

SK텔레콤 (017670)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	340,000원 (M)
현재주가 (4/10)	246,500원
상승여력	38%

시가총액	199,038억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	476억원
60일 평균 거래량	185,860주
52주 고	289,500원
52주 저	220,500원
외인지분율	40.20%
주요주주	SK 외 3 인 26.78%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	(9.0)	6.0
상대	(6.0)	(15.6)	16.8
절대(달러환산)	(2.4)	(10.7)	(0.7)

인크로스 인수 관련 코멘트

인크로스 인수 관련 코멘트

동사는 인크로스 지분 34.6%(535억원) 인수 공시했다. 전일 시가총액 1,687억원(583억원)에 비해 낮은 수준이며, 인수 가격은 2018년 실적 기준, P/E 17.97배, EV/EBITDA 12.75배로 추정된다.

2018년 나스미디어, 인크로스는 매출 역성장하면서 미디어랩 시장의 성장에 대한 우려가 상존한다. 하지만 2017년은 각종 모바일 게임 대작이 출시되면서 정상 레벨에 비해 높은 성장을 기록했던 한 해였다는 점을 감안할 필요가 있다. 매출 성장은 2019년부터 재개될 것으로 전망된다.

SK텔레콤의 인크로스에 대한 인수의도는 다음과 같이 추정된다. ①POOQ과 옥수수 합병 후 OTT 법인이 출범했다. MAU 확대에 따른 인크로스의 Darwin 플랫폼 시너지가 기대된다. ※ 다만 OTT 서비스가 월정액 형태로 서비스 될 경우, 동영상 시청 전 광고 삽입이 불가능할 수 있다. ②미디어 랩 시장의 새로운 확장 가능성이 주목된다, 5G 시대에 멀티 디바이스의 다양한 Window를 통한 광고 시장이 확대될 전망이다. 또한 AR/VR 가상화 시장 내에서의 광고 시장 확대 가능성도 기대된다.

인수 금액인 535억원은 SK텔레콤의 재무 구조 측면에서는 부담되지 않는 수준이다. 게다가 인크로스의 높은 수익성을 감안 시, 향후 금융 비용이 부담된다면 배당으로 환수가 가능할 전망이다. SK텔레콤의 펀더멘털에는 큰 영향을 미치지 않을 것으로 전망된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43,658	4.4	0.3	43,441	0.5
영업이익	3,095	-4.9	37.4	3,316	-6.7
세전계속사업이익	4,971	-45.2	-17.7	7,076	-29.8
지배순이익	3,866	-44.4	-20.3	5,168	-25.2
영업이익률 (%)	7.1	-0.7 %pt	+1.9 %pt	7.6	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	8.9	-7.7 %pt	-2.2 %pt	11.9	-3.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	175,200	168,740	176,917	182,735
영업이익	15,366	12,018	12,623	13,713
지배순이익	25,998	31,279	15,011	25,449
PER	7.8	6.5	13.9	8.2
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	6.2	5.8	5.6
ROE	15.4	15.5	6.6	10.5

자료: 유안타증권

[표 1] 인크로스 실적 요약 (단위: 억원)

인크로스	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	521	265	315	368	358
영업이익	29	55	90	102	111
영업이익률	5.6%	20.9%	28.6%	27.9%	31.0%
지배순이익	10	-2	63	83	86
순이익률	1.9%	-0.9%	20.1%	22.6%	24.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 나스미디어 실적 요약 (단위: 억원)

나스미디어	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	299	455	699	1,203	1,066
영업이익	86	117	154	343	249
영업이익률	28.8%	25.7%	22.1%	28.5%	23.4%
지배순이익	80	99	118	246	189
순이익률	26.6%	21.8%	16.9%	20.4%	17.7%

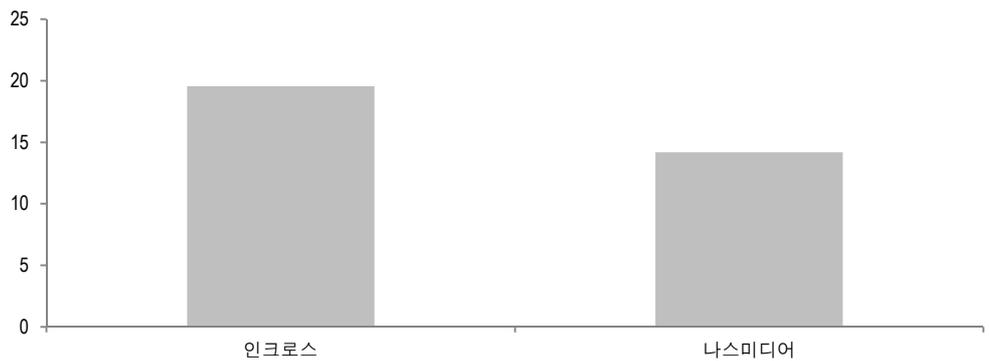
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 인크로스 매출 구성 (단위: 억원)

구분	매출액	비중	비고
미디어랩	247	68.9%	모바일, 온라인, 동영상 광고
애드네트워크(Darwin)	77	21.6%	동영상 및 배너 광고 네트워크 플랫폼
OMP 운영	34	9.4%	One store 운영 대행

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] P/E 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	175,200	168,740	176,917	182,735	189,787
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	175,200	168,740	176,917	182,735	189,787
판매비	159,834	156,722	164,294	169,022	174,706
영업이익	15,366	12,018	12,623	13,713	15,081
EBITDA	47,841	44,861	46,537	48,644	50,212
영업외손익	18,666	27,742	6,586	18,847	18,852
외환관련손익	-69	-206	16	16	16
이자손익	-2,231	-2,374	-2,751	-2,760	-2,695
관계기업관련손익	22,457	32,709	11,867	24,193	24,193
기타	-1,492	-2,388	-2,546	-2,602	-2,663
법인세비용차감전순이익	34,032	39,760	19,209	32,560	33,932
법인세비용	7,457	8,440	4,046	6,855	7,140
계속사업순이익	26,576	31,320	15,163	25,706	26,792
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26,576	31,320	15,163	25,706	26,792
지배지분순이익	25,998	31,279	15,011	25,449	26,524
포괄순이익	26,566	29,904	15,163	25,706	26,792
지배지분포괄이익	25,972	30,005	15,011	25,449	26,524

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	62,018	79,588	89,314	86,097	76,453
현금및현금성자산	14,577	15,067	32,602	27,873	16,900
매출채권 및 기타채권	33,908	29,525	31,790	32,997	33,999
재고자산	2,724	2,881	2,866	2,949	3,054
비유동자산	272,269	344,103	349,142	372,578	390,816
유형자산	101,449	107,184	107,270	106,339	100,209
관계기업 등 자본관련자산	95,384	128,118	139,984	164,177	188,370
기타투자자산	11,923	7,504	866	874	883
자산총계	334,287	423,691	438,456	458,675	467,269
유동부채	71,091	68,476	69,189	69,333	71,032
매입채무 및 기타채무	45,082	49,480	50,884	51,389	53,450
단기차입금	1,300	800	700	600	500
유동성장기부채	18,337	14,085	13,785	13,485	13,185
비유동부채	82,904	131,723	136,032	137,457	138,906
장기차입금	2,115	20,154	20,154	20,154	20,154
사채	55,966	65,722	70,722	71,722	72,722
부채총계	153,995	200,199	205,221	206,790	209,938
지배지분	178,421	224,708	232,534	250,795	256,171
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	178,359	221,445	229,270	247,531	252,907
비지배지분	1,871	-1,216	702	1,090	1,159
자본총계	180,292	223,493	233,236	251,885	257,330
순차입금	55,010	74,688	69,204	74,497	86,033
총차입금	77,828	100,803	105,403	106,003	106,603

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38,558	43,326	6,981	6,705	9,853
당기순이익	26,576	31,320	15,163	25,706	26,792
감가상각비	32,475	32,843	33,913	34,931	35,131
외환손익	13	-4	-16	-16	-16
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-11,867	-24,193	-24,193
자산부채의 증감	-2,615	259	-2,713	-2,630	-889
기타현금흐름	-17,891	-21,093	-27,499	-27,092	-26,972
투자활동 현금흐름	-30,706	-40,477	-31,208	-39,414	-34,599
투자자산	-1,586	-1,334	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-27,159	-27,924	-34,000	-34,000	-29,000
유형자산 감소	294	583	0	0	0
기타현금흐름	-2,255	-11,802	2,792	-5,414	-5,599
재무활동 현금흐름	-8,266	-2,383	6,783	3,622	4,479
단기차입금	1,274	-877	-100	-100	-100
사채 및 장기차입금	2,179	4,611	4,700	700	700
자본	0	-4,000	0	0	0
현금배당	-7,061	-7,061	-7,187	-7,187	-6,468
기타현금흐름	-4,658	4,944	9,370	10,209	10,347
연결범위변동 등 기타	-61	24	34,980	24,359	9,295
현금의 증감	-475	490	17,535	-4,728	-10,973
기초 현금	15,052	14,577	0	0	0
기말 현금	14,577	15,067	32,602	27,873	16,900
NOPLAT	15,366	12,018	12,623	13,713	15,081
FCF	14,701	14,646	7,164	9,127	17,149

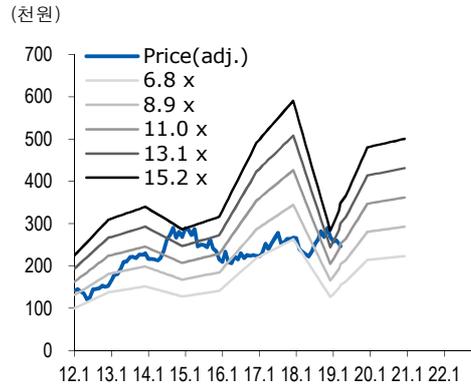
자료: 유안타증권

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

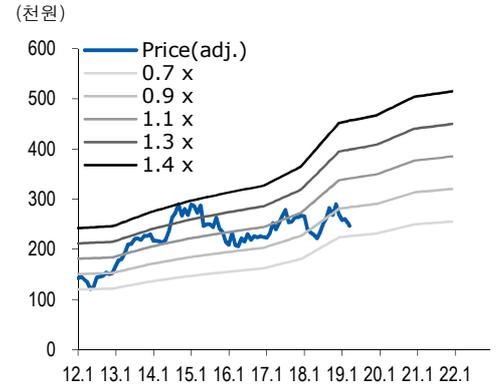
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	32,198	38,738	18,591	31,517	32,849
BPS	252,689	312,660	323,548	348,958	356,438
EBITDAPS	59,250	55,558	57,633	60,244	62,185
SPS	216,978	208,977	219,104	226,309	235,043
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	9,000
PER	7.8	6.5	13.9	8.2	7.9
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.4	6.2	5.8	5.6	5.7
PSR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	2.5	-3.7	4.8	3.3	3.9
영업이익 증가율 (%)	0.1	-21.8	5.0	8.6	10.0
지배순이익 증가율 (%)	55.1	20.3	-52.0	69.5	4.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.8	7.1	7.1	7.5	7.9
지배순이익률 (%)	14.8	18.5	8.5	13.9	14.0
EBITDA 마진 (%)	27.3	26.6	26.3	26.6	26.5
ROIC	8.2	5.7	5.3	5.7	6.4
ROA	8.0	8.3	3.5	5.7	5.7
ROE	15.4	15.5	6.6	10.5	10.5
부채비율 (%)	85.4	89.6	88.0	82.1	81.6
순차입금/자기자본 (%)	30.8	33.2	29.8	29.7	33.6
영업이익/금융비용 (배)	5.1	3.9	3.5	3.8	4.2

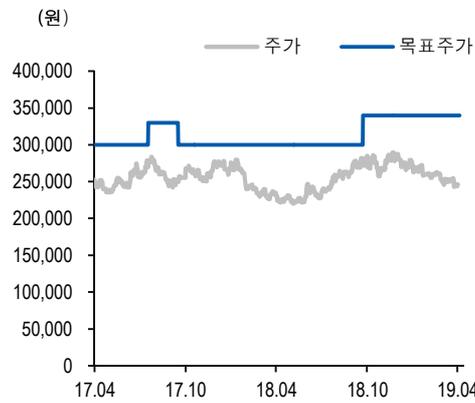
P/E band chart



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
2019-04-11	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

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)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-09

※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.