

2019. 4. 15



▲ 통신/미디어
Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **340,000 원**

현재주가 (4.12) **245,000 원**

상승여력 **38.8%**

KOSPI 2,233.45pt

시가총액 197,827억원

발행주식수 8,075만주

유동주식비율 62.23%

외국인비중 40.19%

52주 최고/최저가 289,500원/220,500원

평균거래대금 472.4억원

주요주주(%)

SK 외 3인 26.78

국민연금 9.22

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.2 -9.3 7.0

상대주가 -4.6 -12.2 17.0

주가그래프



SK텔레콤 017670

1Q19 Preview: 더해지는 자회사 실적

- ✓ 1Q19 연결 영업이익 3,353억원(+3.0% YoY)으로 컨센서스(3,316억원) 부합 전망
- ✓ 부진한 별도 실적과 달리 주요 연결 자회사들의 두드러진 실적 개선 기대
- ✓ 1Q19 연결 자회사 영업이익 SKB 385억원, 11번가 21억원, ADT캡스 250억원 전망
- ✓ 2019년 연결 영업이익 1,390조원(+15.9% YoY)으로 3사 중 유일한 실적 모멘텀 보유
- ✓ 미디어 통합법인 출범과 11번가/ADT캡스 상장 후 가치 반영을 고민해야 할 시기

1Q19 Preview: 주요 연결 자회사들의 실적 개선

IFRS15 기준 1Q19 연결 매출액과 영업이익은 각각 4조 2,779억원(+2.3% YoY), 3,353억원(+3.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,316억원)에 부합할 전망이다. 선택약정할인 가입자 증가 영향으로 별도 영업이익은 전년 대비 -13.2% 감소한 3,204억원이 예상되나, SK브로드밴드 385억원(+74.3% YoY), 11번가 21억원(흑전 YoY), 신규 편입된 ADT캡스 250억원 등 주요 연결 자회사들의 영업이익이 더해져 전사 실적에 보탬이 될 전망이다. 갤럭시S10 출시에 따른 마케팅비용 증가와 5G 주파수 관련 무형자산상각비는 2Q19부터 본격적인 반영이 예상된다.

통신 3사 중 유일한 실적 모멘텀 보유

IFRS15 기준 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 17조 6,219억원(+4.4% YoY), 1조 3,925억원(+15.9% YoY)을 전망한다. 11번가의 연간 흑자전환 가능성이 높은 상황에서, ADT캡스와 SK인포섹 편입으로만 연간 1천억원 이상의 영업이익 개선 효과가 기대된다. SK브로드밴드 역시 2019년 영업이익 2,027억원(+13.0% YoY)으로 지속적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

연결 자회사들의 가치 반영이 요구되는 시기

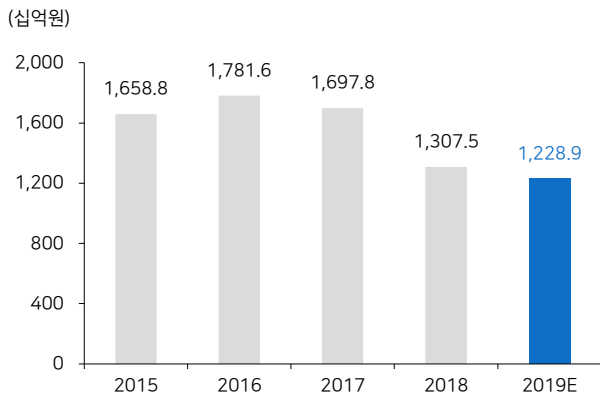
지난 5일 옥수수(oksusu)와 푸크(Pooq)의 기업결합심사를 공정위에 제출했으며, 통합법인은 출범 후 약 2천억원 규모의 외자유치를 추진해 콘텐츠 경쟁력 강화에 나설 전망이다. 11번가와 ADT캡스 역시 사업 정상화 후 IPO 계획까지 염두에 두고 있어 내년부터는 이들에 대한 적정 기업가치 반영 요구가 정당화될 전망이다. 투자의견 Buy, 적정주가 34만원으로 업종 Top Pick을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	17,520.0	1,536.6	2,599.8	32,198	60.1	220,967	8.3	1.2	5.7	15.4	85.4
2018	16,874.0	1,201.8	3,127.9	38,738	17.9	278,291	7.0	1.0	6.5	15.5	89.6
2019E	17,621.9	1,392.5	1,704.0	21,103	-39.1	289,603	11.7	0.9	5.4	7.4	83.7
2020E	18,401.5	1,509.0	1,774.4	21,975	4.1	300,898	11.2	0.8	5.2	7.4	81.2
2021E	19,175.1	1,672.1	1,900.5	23,537	7.1	313,753	10.5	0.8	4.9	7.7	78.6

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,277.9	4,181.5	2.3	4,351.7	-1.7	4,344.1	-1.5
이동전화수익	2,431.9	2,568.9	-5.3	2,448.6	-0.7		
망접속정산수익	120.7	150.9	-20.0	102.5	17.8		
신규사업 및 기타	287.1	268.8	6.8	298.6	-3.9		
기타판매	1,438.2	1,193.0	20.6	1,502.0	-4.2		
영업이익	335.3	325.5	3.0	225.3	48.9	331.6	1.1
세전이익	635.0	907.0	-30.0	604.0	5.1	707.6	-10.3
당기순이익	503.0	716.6	-29.8	474.5	6.0	574.5	-12.5

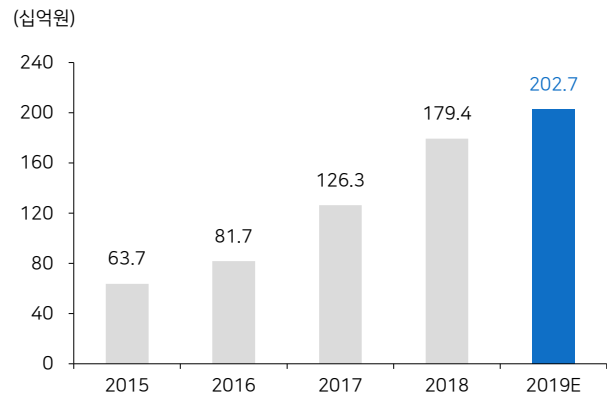
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



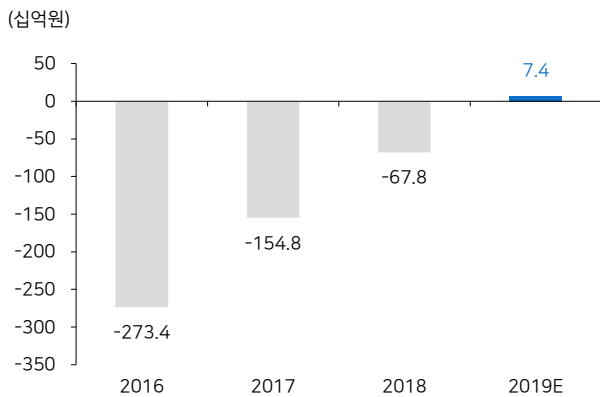
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



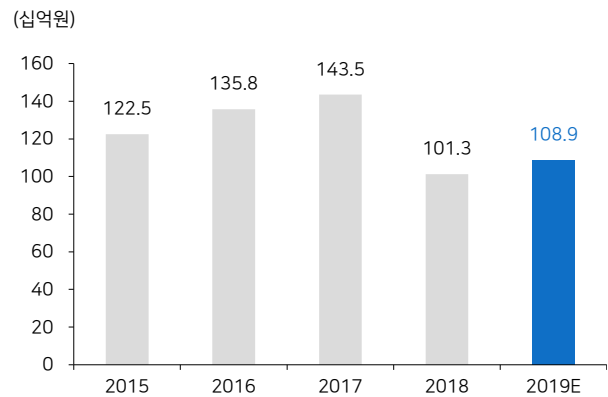
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 11번가 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 ADT캡스 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 연결 실적 추이 및 전망											
(십억원, 천명)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
영업수익	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,277.9	4,374.6	4,419.2	4,550.2	16,874.0	17,621.9	18,401.5
% YoY	-1.2%	-4.4%	-5.8%	-3.2%	2.3%	5.3%	5.6%	4.6%	-3.7%	4.4%	4.4%
이동전화수익	2,568.9	2,497.7	2,484.6	2,448.6	2,431.9	2,427.2	2,430.0	2,434.0	9,999.8	9,723.1	9,786.9
망접속정산수익	150.9	156.1	155.9	102.5	120.7	124.9	124.7	112.8	565.3	483.0	492.4
신규사업 및 기타	268.8	288.0	285.1	298.6	287.1	307.1	301.4	311.7	1,140.5	1,207.2	1,247.5
기타판매	1,193.0	1,212.5	1,260.8	1,502.0	1,438.2	1,515.5	1,563.1	1,691.7	5,168.3	6,208.6	6,874.8
영업비용	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,126.4	3,942.6	4,019.4	4,054.9	4,212.6	15,672.1	16,229.5	16,892.5
% YoY	0.8%	-2.9%	-4.1%	-1.4%	2.2%	5.6%	4.4%	2.1%	-1.9%	3.6%	4.1%
총업원급여	550.0	535.6	538.5	664.6	591.0	611.8	630.3	665.3	2,288.7	2,498.5	2,642.6
지급/판매수수료	1,262.1	1,216.9	1,266.1	1,257.5	1,237.8	1,256.3	1,246.3	1,273.1	5,002.6	5,013.6	5,039.0
광고선전비	100.1	110.5	119.9	138.0	129.4	126.5	123.2	143.2	468.5	522.3	608.3
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	872.6	876.5	869.7	892.7	3,283.5	3,511.4	3,602.0
망접속정산비용	215.0	218.8	212.2	162.4	201.2	200.3	204.7	170.2	808.4	776.4	749.6
전용회선료	41.8	40.4	41.0	34.8	40.1	40.4	40.2	40.6	158.1	161.4	167.5
전파사용료	38.8	36.1	38.6	38.2	38.5	39.0	39.7	40.6	151.7	157.7	164.6
상품매출원가	410.9	399.0	418.3	568.0	419.4	421.6	454.1	559.1	1,796.1	1,854.2	1,958.2
기타영업비용	413.6	443.4	440.9	416.5	412.5	447.0	446.6	427.9	1,714.4	1,734.0	1,960.7
영업이익	325.5	346.9	304.1	225.3	335.3	355.2	364.3	337.6	1,201.9	1,392.5	1,509.0
% YoY	-20.7%	-18.0%	-22.5%	-27.4%	3.0%	2.4%	19.8%	49.9%	-21.8%	15.9%	8.4%
영업이익률 (%)	7.8%	8.4%	7.3%	5.2%	7.8%	8.1%	8.2%	7.4%	7.1%	7.9%	8.2%
법인세차감전순이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	635.0	570.7	613.6	588.5	3,975.9	2,407.8	2,507.4
법인세비용	190.4	248.7	252.1	129.5	132.1	118.4	126.3	123.0	820.7	499.7	520.5
당기순이익	716.6	914.3	1,049.8	474.5	503.0	452.3	487.3	465.5	3,155.2	1,908.0	1,986.9
당기순이익률 (%)	17.1%	22.0%	25.1%	10.9%	11.8%	10.3%	11.0%	10.2%	18.7%	10.8%	10.8%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	30,349	30,719	30,771	30,882	31,056	31,236	31,367	31,517	30,882	31,517	32,145
LTE 가입자수	23,401	23,993	24,391	24,796	25,158	25,500	25,822	26,096	24,796	26,096	26,786
LTE 침투율 (%)	77.1%	78.1%	79.3%	80.3%	81.0%	81.6%	82.3%	82.8%	80.3%	82.8%	83.3%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	17,520.0	16,874.0	17,621.9	18,401.5	19,175.1
매출액증가율 (%)	2.5	-3.7	4.4	4.4	4.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,520.0	16,874.0	17,621.9	18,401.5	19,175.1
판매관리비	15,983.4	15,672.2	16,229.5	16,892.5	17,502.9
영업이익	1,536.6	1,201.8	1,392.5	1,509.0	1,672.1
영업이익률	8.8	7.1	7.9	8.2	8.7
금융손익	-67.1	-128.8	-94.7	-121.3	-113.5
중속/관계기업손익	2,245.7	3,270.9	1,247.4	1,247.1	1,251.3
기타영업외손익	-312.1	-367.9	-137.4	-127.4	-124.3
세전계속사업이익	3,403.3	3,976.0	2,407.8	2,507.4	2,685.6
법인세비용	745.7	844.0	499.7	520.5	557.5
당기순이익	2,657.6	3,132.0	1,908.1	1,986.9	2,128.1
지배주주지분 손익	2,599.8	3,127.9	1,704.0	1,774.4	1,900.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	3,855.8	4,332.6	5,671.7	5,772.6	6,071.6
당기순이익(손실)	2,657.6	3,132.0	1,908.1	1,986.9	2,128.1
유형자산상각비	3,247.5	3,284.3	3,511.4	3,602.0	3,689.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-261.5	26.0	203.6	140.3	210.5
투자활동 현금흐름	-3,070.6	-4,047.7	-4,005.5	-4,713.4	-4,771.1
유형자산의증가(CAPEX)	-2,715.9	-2,792.4	-3,307.0	-3,406.0	-3,474.0
투자자산의감소(증가)	-2,216.7	-2,831.4	-620.3	-1,131.4	-1,221.6
재무활동 현금흐름	-826.6	-238.3	-1,633.5	-927.0	-992.6
차입금의 증감	52.5	2,269.1	-823.5	-118.0	-112.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-47.5	49.0	76.6	132.2	307.9
기초현금	1,505.2	1,457.7	1,506.7	1,583.3	1,715.5
기말현금	1,457.7	1,506.7	1,583.3	1,715.5	2,023.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,201.8	7,958.8	8,321.4	8,751.7	9,355.4
현금및현금성자산	1,457.7	1,506.7	1,583.3	1,715.5	2,023.3
매출채권	2,126.0	2,008.6	2,097.7	2,190.5	2,282.6
재고자산	272.4	288.1	300.8	314.1	327.3
비유동자산	27,226.9	34,410.3	34,782.3	35,817.6	36,823.3
유형자산	10,144.9	10,718.4	10,513.9	10,317.9	10,102.0
무형자산	5,502.0	8,452.1	8,452.1	8,552.1	8,552.1
투자자산	10,730.8	13,562.2	14,182.5	15,313.8	16,535.4
자산총계	33,428.7	42,369.1	43,103.7	44,569.3	46,178.6
유동부채	7,109.1	6,847.6	6,334.6	6,531.2	6,725.9
매입채무	351.7	381.3	398.2	415.8	433.3
단기차입금	130.0	80.0	80.0	80.0	80.0
유동성장기부채	1,833.7	1,408.5	658.0	607.0	556.0
비유동부채	8,290.4	13,172.3	13,302.3	13,447.0	13,596.0
사채	5,596.6	6,572.2	6,507.2	6,447.2	6,392.2
장기차입금	211.5	2,015.4	2,007.4	2,000.4	1,994.4
부채총계	15,399.5	20,019.9	19,636.9	19,978.1	20,321.8
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
기타포괄이익누계액	-234.7	-373.4	-373.4	-373.4	-373.4
이익잉여금	17,836.0	22,144.5	23,058.0	23,969.9	25,008.0
비지배주주지분	187.1	-121.6	82.5	295.0	522.6
자본총계	18,029.2	22,349.3	23,466.7	24,591.2	25,856.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	216,978	208,977	218,240	227,895	237,475
EPS(지배주주)	32,198	38,738	21,103	21,975	23,537
CFPS	58,881	58,219	76,542	78,518	81,676
EBITDAPS	59,250	55,558	60,733	63,298	66,406
BPS	220,967	278,291	289,603	300,898	313,753
DPS	10,000	10,000	11,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	3.7	3.7	4.5	4.9	4.9
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	7.0	11.7	11.2	10.5
PCR	4.5	4.6	3.2	3.1	3.0
PSR	1.2	1.3	1.1	1.1	1.0
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
EBITDA	4,784.2	4,486.1	4,903.9	5,111.0	5,362.0
EV/EBITDA	5.7	6.5	5.4	5.2	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.4	15.5	7.4	7.4	7.7
EBITDA 이익률	27.3	26.6	27.8	27.8	28.0
부채비율	85.4	89.6	83.7	81.2	78.6
금융비용부담률	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6
이자보상배율(x)	5.1	3.9	4.2	4.8	5.4
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	8.6	8.6	8.6
재고자산회전율(x)	65.8	60.2	59.8	59.8	59.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수,문경원)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.27	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-18.3	-14.7	
2017.05.31	산업분석	Buy	300,000	정지수	-17.1	-8.5	
2017.07.06	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-14.8	-5.5	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-11.4	-9.6	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-7.9	-3.0	
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-8.2	-3.0	
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-6.6	-0.7	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	290,000	정지수	-7.3	-3.4	
2018.02.05	기업브리프	Trading Buy	290,000	정지수	-14.7	-3.4	
2018.04.02	산업분석	Buy	300,000	정지수	-22.8	-21.0	
2018.04.17	산업브리프	Buy	300,000	정지수	-23.8	-21.0	
2018.05.08	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-24.4	-21.0	
2018.05.28	산업분석	Buy	300,000	정지수	-23.5	-17.8	
2018.07.13	산업브리프	Buy	300,000	정지수	-23.1	-17.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-18.3	-4.7	
2018.10.23	기업분석	Buy	340,000	정지수	-17.9	-16.6	
2018.10.30	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-20.6	-16.6	
2018.11.12	산업분석	Buy	340,000	정지수	-19.0	-14.9	
2019.01.14	산업브리프	Buy	340,000	정지수	-19.5	-14.9	
2019.01.31	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-21.9	-14.9	
2019.04.15	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-	-	