



하나금융그룹

2019년 6월 4일 | Equity Research

SK텔레콤 (017670)

이젠 움직일 때가 되었다

매수/TP 40만원 유지, 5G 기대감 올라오기 전 매수에 나서야

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 통신서비스 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 추천 이유는 1) 분기로는 3분기, 월별로는 6월 이동전화 ARPU 상승 반전 가능성이 높아 점차 매출액 성장에 따른 장기 이익 성장 기대감이 높아질 것으로 예상되고, 2) 향후 영업비용 증가에 대한 우려가 크지만 매출액 성장 폭을 감안해 2019년 하반기 이후 높은 이익 성장이 나타날 전망이며, 3) 과기부가 2019년 6월부터 요금인가제 개선 방안 마련을 위한 연구반을 가동할 계획이어서 특히 SKT 요금 규제 완화 기대감 상승이 예상되고, 4) 비싼 5G 폰의 공짜 단말기화가 사회적 문제로 부상하면서 이용자 차별 금지를 위한 대리점 리베이트 차등 금지 법제화 이슈가 하반기 이후 급부상할 것으로 보여 M/S 유지가 목표인 선발사업자 SKT 투자 심리에 긍정적 영향이 기대되며, 5) 11번가 등 자회사 영업이익 기여도 증가가 지속될 전망이고, 6) 2020년까지 보면 결국 물적분할을 추진할 가능성이 높은데 이 경우 장기 배당증가 가능성이 높으며, 7) 최근 5G 가입자의 월 평균 트래픽이 LTE대비 3배 가량 높게 나타나고 있어 장기 실적 향상 기대감이 높아질 것으로 판단되며 때문이다. 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 12개월 목표 주가는 기존의 40만원을 유지한다.

6월 이후 이동전화 ARPU 상승 기대감 높아질 것

SKT 주가가 지루한 박스권 흐름을 지속 중이다. 가장 큰 이유는 감가상각비/마케팅비용 등 향후 영업비용 증가가 유력한 상황에서 아직까지도 투자자들의 5G 가입자 증가에 대한 확신이 부족하기 때문이다. 하지만 6월을 기점으로 점차 SKT 실적 개선 기대감이 높아질 것으로 판단되므로 이제 SKT에 대한 관심을 높일 것을 권한다. 6월 5G 가입자 45만명 돌파 시 이동전화 ARPU가 0.6% 상승하는 효과가 있어 6~7월 중 SKT ARPU 상승 반전이 나타날 공산이 큰데 7년 전 LTE 도입 당시를 되새겨 보면 ARPU 상승 시 영업비용 증가 우려를 극복하면서 SKT 주가가 상승한 바 있기 때문이다.

전략상 9월 매수보다는 6월 매수가 유리해 보여

결국 향후 SKT 주가 상승의 계기는 영업이익 증가 전환이 아닌 이동전화 ARPU 상승이 될 가능성이 높은데 그렇다고 보면 9월보다는 6월 SKT 매수가 전략상 바람직해 보인다. 9월이면 SKT 이동전화 ARPU 상승이 구체화될 것으로 예상되나 당장 6월만 되어도 5G 가입자 동향을 기반으로 대략적인 SKT 이동전화 ARPU 상승 반전 가능성이 주식 시장에 전달될 가능성이 높기 때문이다. 더불어 현실적으로 SKT 주가가 늦어도 올 가을부터는 본격 상승 시도할 가능성이 높다는 시장 공감대가 큰 상황에서 SKT 주가가 움직일 시 투자가들이 추격 매수에 나설 수 밖에 없다는 현실을 직시할 필요가 있다. 기다림의 미학이 요구되는 시점이다.

Update

BUY

| TP(12M): 400,000원 | CP(6월 3일): 250,000원

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|-------------------|----------------|-------------------|
| | | 2019 | 2020 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2,067.85 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 289,500/222,000 | 매출액(십억원) | 17,703.2 18,404.0 |
| 시가총액(십억원) | 20,186.4 | 영업이익(십억원) | 1,304.4 1,449.3 |
| 시가총액비중(%) | 1.68 | 순이익(십억원) | 1,635.6 2,103.3 |
| 발행주식수(천주) | 80,745.7 | EPS(원) | 20,139 25,985 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 177.6 | BPS(원) | 324,706 343,275 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 44.6 | | |
| 19년 배당금(예상,원) | 11,000 | | |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 4.40 | | |
| 외국인지분율(%) | 40.76 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| SK 외 3 인 | 26.78 | | |
| 국민연금 | 10.02 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | (2.3) (11.3) 12.6 | | |
| 상대 | 3.7 (8.6) 32.8 | | |

| Stock Price | |
|-------------|----------|
| (천원) | SK텔레콤(자) |
| 200 | 상대지수(우) |
| 220 | 170 |
| 240 | 150 |
| 260 | 130 |
| 280 | 110 |
| 300 | 90 |

| Financial Data | | | | | | |
|----------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 십억원 | 17,520.0 | 16,874.0 | 17,499.1 | 18,632.0 | 20,243.0 |
| 영업이익 | 십억원 | 1,536.6 | 1,201.8 | 1,398.5 | 1,672.5 | 2,181.9 |
| 세전이익 | 십억원 | 3,403.2 | 3,976.0 | 1,807.5 | 2,212.3 | 3,085.0 |
| 순이익 | 십억원 | 2,599.8 | 3,127.9 | 1,395.0 | 1,680.8 | 2,350.0 |
| EPS | 원 | 32,198 | 38,738 | 17,277 | 20,816 | 29,104 |
| 증감률 | % | 55.1 | 20.3 | (55.4) | 20.5 | 39.8 |
| PER | 배 | 8.29 | 6.96 | 14.47 | 12.01 | 8.59 |
| PBR | 배 | 1.07 | 0.89 | 0.81 | 0.78 | 0.75 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.70 | 6.49 | 6.01 | 5.58 | 4.89 |
| ROE | % | 15.38 | 15.52 | 6.13 | 7.16 | 9.65 |
| BPS | 원 | 248,964 | 302,806 | 310,292 | 320,427 | 331,730 |
| DPS | 원 | 10,000 | 10,000 | 11,000 | 12,000 | 12,000 |

(2017년은 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

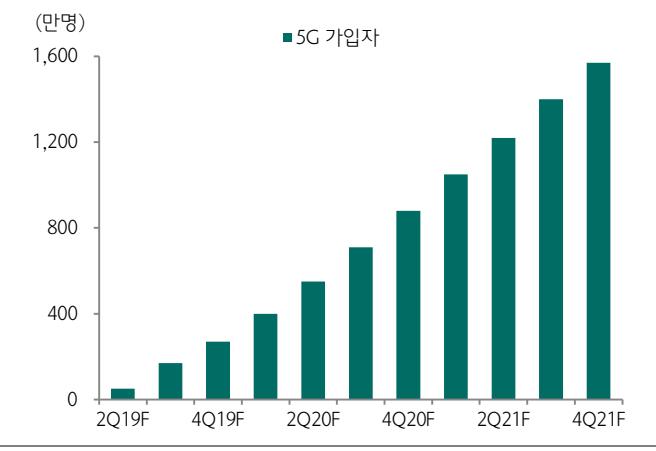
표 1. SKT의 분기별 수익 예상

| 구 분 | 18.1Q | 18.2Q | 18.3Q | 18.4Q | 19.1Q | 19.2QF | 19.3QF | 19.4QF |
|-----------------|-------------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | (단위: 십억원, %, %pp) | | | | | | | |
| 매출액 | 4,181.5 | 4,154.3 | 4,186.4 | 4,351.7 | 4,334.9 | 4,291.0 | 4,385.5 | 4,487.8 |
| 영업이익 (영업이익률) | 325.5 7.8 | 346.9 8.4 | 304.1 7.3 | 225.3 5.2 | 322.6 7.4 | 300.9 7.0 | 368.8 8.4 | 406.2 9.1 |
| 세전이익 | 907.0 | 1,163.0 | 1,301.9 | 604.0 | 467.8 | 358.4 | 470.3 | 511.0 |
| 순이익 (순이익률) | 695.0 16.6 | 916.7 22.1 | 1,031.4 24.6 | 484.9 11.1 | 379.2 8.7 | 271.5 6.3 | 357.0 8.1 | 387.3 8.6 |

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 분기별 5G 가입자 합계 전망



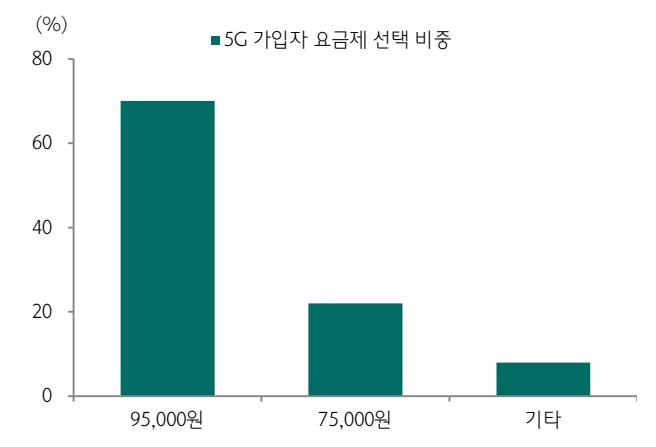
자료: 하나금융투자

그림 2. SKT 분기별 5G 보급률 전망



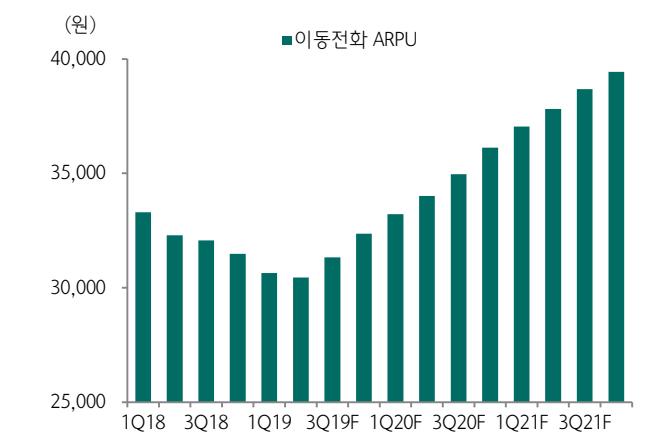
자료: 하나금융투자

그림 3. SKT 5G 가입자 요금제 선택 비중 현황



자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 5. SKT 물적분할 통한 지배구조 개편 시 DPS 증가 가능성의 높은 이유

- 1 지배구조개편 후엔 SKT 중간 지주사가 M&A를 주도
- 2 유보금 필요 없어 하이닉스 및 SKT 사업회사 배당성향 증대 불가피
- 3 현재 하이닉스 배당 성향 낮음

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

| | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 17,520.0 | 16,874.0 | 17,499.1 | 18,632.0 | 20,243.0 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 17,520.0 | 16,874.0 | 17,499.1 | 18,632.0 | 20,243.0 |
| 판관비 | 15,983.4 | 15,672.2 | 16,100.6 | 16,959.5 | 18,061.1 |
| 영업이익 | 1,536.6 | 1,201.8 | 1,398.5 | 1,672.5 | 2,181.9 |
| 금융순익 | (67.1) | (128.8) | (145.9) | (127.3) | (106.9) |
| 종속/관계기업순익 | 2,245.7 | 3,270.9 | 752.6 | 851.7 | 1,178.3 |
| 기타영업외순익 | (312.1) | (367.9) | (197.7) | (184.6) | (168.3) |
| 세전이익 | 3,403.2 | 3,976.0 | 1,807.5 | 2,212.3 | 3,085.0 |
| 법인세 | 745.7 | 844.0 | 402.3 | 508.9 | 709.5 |
| 계속사업이익 | 2,657.6 | 3,132.0 | 1,405.2 | 1,703.4 | 2,375.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 2,657.6 | 3,132.0 | 1,405.2 | 1,703.4 | 2,375.5 |
| 비지배주주지분 순이익 | 57.8 | 4.1 | 10.2 | 22.6 | 25.5 |
| 지배주주순이익 | 2,599.8 | 3,127.9 | 1,395.0 | 1,680.8 | 2,350.0 |
| 지배주주지분포괄이익 | 2,597.2 | 3,000.5 | 1,491.0 | 1,807.4 | 2,520.6 |
| NOPAT | 1,200.0 | 946.7 | 1,087.3 | 1,287.8 | 1,680.1 |
| EBITDA | 4,784.1 | 4,486.1 | 4,785.0 | 5,059.0 | 5,568.4 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 2.5 | (3.7) | 3.7 | 6.5 | 8.6 |
| NOPAT증가율 | (1.3) | (21.1) | 14.9 | 18.4 | 30.5 |
| EBITDA증가율 | 3.9 | (6.2) | 6.7 | 5.7 | 10.1 |
| 영업이익증가율 | 0.1 | (21.8) | 16.4 | 19.6 | 30.5 |
| (지배주주)순이익증가율 | 55.1 | 20.3 | (55.4) | 20.5 | 39.8 |
| EPS증가율 | 55.1 | 20.3 | (55.4) | 20.5 | 39.8 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| EBITDA이익률 | 27.3 | 26.6 | 27.3 | 27.2 | 27.5 |
| 영업이익률 | 8.8 | 7.1 | 8.0 | 9.0 | 10.8 |
| 계속사업이익률 | 15.2 | 18.6 | 8.0 | 9.1 | 11.7 |

투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 32,198 | 38,738 | 17,277 | 20,816 | 29,104 |
| BPS | 248,964 | 302,806 | 310,292 | 320,427 | 331,730 |
| CFPS | 58,881 | 58,219 | 66,144 | 70,927 | 81,483 |
| EBITDAPS | 59,250 | 55,558 | 59,260 | 62,653 | 68,962 |
| SPS | 216,978 | 208,977 | 216,719 | 230,749 | 250,701 |
| DPS | 10,000 | 10,000 | 11,000 | 12,000 | 12,000 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 8.3 | 7.0 | 14.5 | 12.0 | 8.6 |
| PBR | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| PCFR | 4.5 | 4.6 | 3.8 | 3.5 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 5.7 | 6.5 | 6.0 | 5.6 | 4.9 |
| PSR | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 15.4 | 15.5 | 6.1 | 7.2 | 9.7 |
| ROA | 8.0 | 8.3 | 3.3 | 4.0 | 5.4 |
| ROIC | 7.6 | 5.2 | 5.0 | 5.7 | 7.4 |
| 부채비율 | 85.4 | 89.6 | 80.8 | 81.2 | 79.2 |
| 순부채비율 | 30.7 | 33.4 | 37.8 | 34.1 | 28.6 |
| 이자보상배율(배) | 5.1 | 3.9 | 7.5 | 9.9 | 14.8 |

자료: 하나금융투자

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

대차대조표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 6,201.8 | 7,958.8 | 5,937.3 | 6,173.7 | 7,167.5 |
| 금융자산 | 2,281.7 | 2,611.5 | 1,414.9 | 1,995.1 | 3,017.2 |
| 현금성자산 | 1,457.7 | 1,506.7 | 1,114.9 | 1,708.1 | 2,819.2 |
| 매출채권 등 | 3,390.8 | 2,952.5 | 2,761.7 | 2,716.3 | 2,980.9 |
| 재고자산 | 272.4 | 288.1 | 359.0 | 385.7 | 417.3 |
| 기타유동자산 | 256.9 | 2,106.7 | 1,401.7 | 1,076.6 | 752.1 |
| 비유동자산 | 27,226.9 | 34,410.3 | 35,578.0 | 36,962.7 | 37,166.2 |
| 투자자산 | 10,730.8 | 13,562.2 | 12,961.6 | 12,932.8 | 12,862.8 |
| 금융부채 | 1,192.3 | 85.7 | 149.8 | 121.0 | 51.0 |
| 유형자산 | 10,144.9 | 10,718.4 | 10,991.9 | 10,885.4 | 11,158.9 |
| 무형자산 | 5,502.0 | 8,452.1 | 10,552.1 | 12,052.1 | 12,052.1 |
| 기타비유동자산 | 849.2 | 1,677.6 | 1,072.4 | 1,092.4 | 1,092.4 |
| 자산총계 | 33,428.7 | 42,369.1 | 41,515.3 | 43,136.4 | 44,333.7 |
| 유동부채 | 7,109.1 | 6,847.6 | 6,736.2 | 7,094.0 | 7,268.6 |
| 금융부채 | 1,992.1 | 1,488.5 | 1,488.5 | 1,488.5 | 1,488.5 |
| 매입채무 등 | 4,508.2 | 4,948.0 | 4,641.8 | 4,987.1 | 5,395.6 |
| 기타유동부채 | 608.8 | 411.1 | 605.9 | 618.4 | 384.5 |
| 비유동부채 | 8,290.4 | 13,172.3 | 11,815.2 | 12,237.5 | 12,322.1 |
| 금융부채 | 5,819.1 | 8,591.8 | 8,611.8 | 8,616.8 | 8,616.8 |
| 기타비유동부채 | 2,471.3 | 4,580.5 | 3,203.4 | 3,620.7 | 3,705.3 |
| 부채총계 | 15,399.5 | 20,019.9 | 18,551.4 | 19,331.5 | 19,590.7 |
| 지배주주지분 | 17,842.1 | 22,470.9 | 23,075.3 | 23,893.7 | 24,806.3 |
| 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 | (2,719.6) | (2,260.8) | (2,260.8) | (2,260.8) | (2,260.8) |
| 기타포괄이익누계액 | (234.7) | (373.4) | (373.4) | (373.4) | (373.4) |
| 이익잉여금 | 17,835.9 | 22,144.5 | 22,749.0 | 23,567.4 | 24,480.0 |
| 비지배주주지분 | 187.1 | (121.6) | (111.4) | (88.8) | (63.3) |
| 자본총계 | 18,029.2 | 22,349.3 | 22,963.9 | 23,804.9 | 24,743.0 |
| 순금융부채 | 5,529.4 | 7,468.8 | 8,685.3 | 8,110.1 | 7,088.1 |

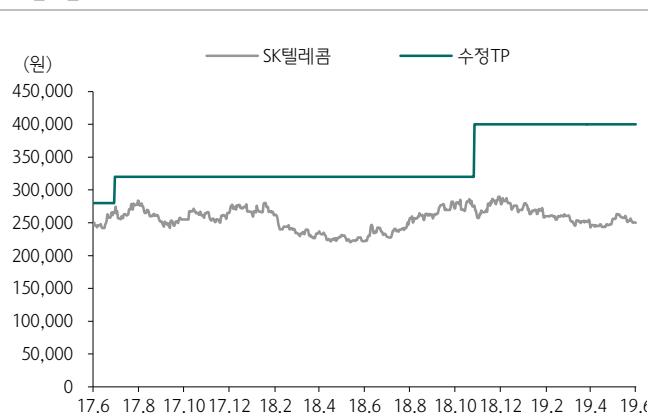
현금흐름표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 영업활동 현금흐름 | 3,855.8 | 4,332.6 | 4,136.9 | 6,216.6 | 6,056.3 |
| 당기순이익 | 2,657.6 | 3,132.0 | 1,405.2 | 1,703.4 | 2,375.5 |
| 조정 | 1,459.7 | 1,174.7 | 3,395.2 | 3,394.2 | 3,393.4 |
| 감가상각비 | 3,247.5 | 3,284.3 | 3,386.5 | 3,386.5 | 3,386.5 |
| 외환거래손익 | 1.3 | (0.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (2,245.7) | (3,270.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 456.6 | 1,161.7 | 8.7 | 7.7 | 6.9 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (261.5) | 25.9 | (663.5) | 1,119.0 | 287.4 |
| 투자활동 현금흐름 | (3,070.6) | (4,047.7) | (3,749.4) | (4,758.2) | (3,501.0) |
| 투자자산감소(증가) | (2,216.7) | (2,831.4) | 600.6 | 28.8 | 70.0 |
| 유형자산감소(증가) | (2,686.5) | (2,734.1) | (3,660.0) | (3,280.0) | (3,660.0) |
| 기타 | 1,832.6 | 1,517.8 | (690.0) | (1,507.0) | 89.0 |
| 재무활동 현금흐름 | (826.6) | (238.3) | (779.2) | (865.2) | (1,444.3) |
| 금융부채증가(감소) | 52.5 | 2,269.1 | 20.0 | 5.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (173.0) | (1,801.3) | (8.6) | (7.8) | (6.9) |
| 배당지급 | (706.1) | (706.1) | (790.6) | (862.4) | (1,437.4) |
| 현금의 증감 | (47.5) | 49.0 | (391.7) | 593.2 | 1,111.0 |
| Unlevered CFO | 4,754.4 | 4,700.9 | 5,340.9 | 5,727.1 | 6,579.4 |
| Free Cash Flow | 1,140.0 | 1,540.2 | 476.9 | 2,936.6 | 2,396.3 |



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK텔레콤



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 평균 | |
|----------|------|---------|---------|---------|
| | | | 최고/최저 | |
| 18.10.30 | BUY | 400,000 | - | |
| 17.7.3 | BUY | 320,000 | -20.89% | -10.63% |
| 17.6.7 | BUY | 280,000 | -9.83% | -5.00% |
| 16.10.24 | BUY | 260,000 | -9.74% | 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 | 91.3% | 8.0% | 0.6% | 99.9% |

* 기준일: 2019년 6월 2일

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 06월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 06월 04일 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.