



2019년 8월 5일 | Equity Research

# SK텔레콤 (017670)

## 2Q 리뷰 - ARPU 반등 성공, 이제부터 2년 동안 주가 2배 오를 것

### 매수/TP 40만원 유지, 이젠 공격적인 매수로 대응해야

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 통신서비스 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 추천 이유는 1) 2분기 이동전화 ARPU가 상승 전환하였으며, 2) 11번가/ADT캡스 등 자회사 실적 호전이 본격화되는 양상이고, 3) 5G 가입자 순증 폭이 예상보다 높게 나타나 장기 실적 전망이 낙관적이며, 4) 규제 환경이 SKT에게 유리하게 전개되고 있기 때문이다. 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 12개월 목표 주가는 기준의 40만원을 유지한다.

### 2Q 실적 어닝 서프라이즈, 특히 내용면에서 긍정적으로 평가

SK텔레콤은 2019년 2분기에 IFRS 15 기준 연결 영업이익 3,228억원(-6.9% YoY, +0.1% QoQ), 순이익 2,634억원(-71.3% YoY, -30.5% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 3,199억원)를 상회하는 양호한 실적을 달성하였다. 실적 호전 사유는 1) 2분기 단말기 교체 가입자 중 선택약정요금 할인 채택 가입자가 50%에도 미치지 못함에 따라 이동전화매출액이 전분기비 231억원 증가하였고, 2) 5G 가입자 증가로 놀랍게도 이동전화 ARPU가 전분기비 0.4% 상승하였으며, 3) 마케팅비용이 증가했지만 IFRS 15 회계 특성상 가입자유치비용 안분 효과로 전분기비 272억원 증가에 그쳤고, 4) ADT캡스/11번가 등 자회사 실적 호전에 힘입어 자회사영업이익 기여도가 1분기 169억원에서 2분기 476억원으로 확대되었기 때문이었다. 여기에 2분기 CAPEX가 5,856억원으로 전분기비 2배 가까이 증가했고 3.5GHz 주파수상각비용 지출이 신규로 300억원 반영되었지만 감가상각대상자산 증가 폭이 크지 않음에 따라 감가상각비 증가 폭이 전분기비 393억원 수준 증가에 그친 점도 긍정적이었다. 통신부문 이익 역시 1분기 주파수상각비용이 반영되지 않았음을 감안하면 사실상 전분기비 증가 양상을 나타냈다. 단 하이닉스 실적 악화로 지분법이익이 급감해 순이익은 전분기비 급감 양상을 보였다.

### 올해 30만원 돌파 기대, 2021년 시가총액 50조원 달성 전망

투자 전략상으로 이제 보다 공격적으로 SKT 매수에 나설 것을 권고한다. 특히 8/2일 발표된 SKT 2분기 실적에서 이동전화 매출액 뿐만 아니라 SKT 이동전화 ARPU가 전분기비 상승 반전했다는 점을 예민하게 바라볼 필요가 있다. 하반기 영업비용 이슈가 크지 않다는 점을 고려하면 현재의 이익 증가 추세가 이어질 공산이 크며 과거 SKT ARPU 상승 시 항상 주가가 양호한 모습을 나타냈기 때문이다. 과거 7년 전 LTE 도입 당시 현재보다 마케팅비용/CAPEX 증가에 대한 우려가 훨씬 더 커왔음에도 불구하고 SKT 주가가 이동전화 ARPU와 동행하며 큰 폭의 상승세를 시현하였으며 높은 Multiple 할증 국면을 연출한 바 있다. 2019년 내 30만원 돌파가 무난해 보이며 2021년까지 장기 랠리를 지속하면서 현 주가 대비 2배 이상의 상승, 시가총액 50조원 돌파가 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 400,000원 | CP(8월 2일): 252,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,998.13		
52주 최고/최저(원)	289,500/243,000	매출액(십억원)	17,697.3 18,416.4
시가총액(십억원)	20,347.9	영업이익(십억원)	1,281.5 1,426.9
시가총액비중(%)	1.69	순이익(십억원)	1,459.0 1,955.3
발행주식수(천주)	80,745.7	EPS(원)	18,060 24,271
60일 평균 거래량(천주)	141.1	BPS(원)	321,477 338,297
60일 평균 거래대금(십억원)	36.1		
19년 배당금(예상,원)	10,000		
19년 배당수익률(예상,%)	3.97		
외국인지분율(%)	39.97		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 3 인	26.78		
국민연금공단	10.39		
주가상승률 1M 6M 12M	2.7 6.9 13.2		
절대 (3.3) (3.1) (0.4)			
상대			

Stock Price	
(천원)	SK텔레콤(주)
298	상대지수(우)
288	140
278	130
268	120
258	110
248	100
238	90
228	80
218	70
18.7 18.10 19.1 19.4 19.7	

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	17,520.0	16,874.0	17,835.3	18,831.8	20,016.9
영업이익	십억원	1,536.6	1,201.8	1,412.1	1,655.0	2,065.0
세전이익	십억원	3,403.2	3,976.0	1,559.5	2,110.0	2,968.1
순이익	십억원	2,599.8	3,127.9	1,200.0	1,602.1	2,260.0
EPS	원	32,198	38,738	14,862	19,841	27,989
증감률	%	55.1	20.3	(61.6)	33.5	41.1
PER	배	8.29	6.96	16.96	12.70	9.00
PBR	배	1.07	0.89	0.84	0.81	0.78
EV/EBITDA	배	5.70	6.45	5.98	5.49	4.88
ROE	%	15.38	15.52	5.36	7.04	9.58
BPS	원	248,964	302,806	301,232	311,282	322,359
DPS	원	10,000	10,000	10,000	11,000	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 2019년 2분기 실적 결과

(단위: 십억원, %)

구 분	당사 예상치와의 비교				시장 컨센서스와의 비교			
	실적 결과치	당사 예상치	차액	%	실적 결과치	시장 컨센서스	차액	%
매출액	4,437.0	4,323.2	113.8	2.6	4,437.0	4,382.8	54.2	1.2
영업이익	322.8	313.1	9.7	3.1	322.8	319.9	2.9	0.9
순이익	263.4	264.7	(1.3)	(0.5)	263.4	331.0	(67.6)	(20.4)

주: IFRS15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, Wisefn, 하나금융투자

표 2. SKT의 2019년 2분기 실적 요약

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	19.2QP	18.2Q	YoY	19.1Q	QoQ	당사 예상치	차이
매출액	4,437.0	4,154.3	6.8	4,334.9	2.4	4,323.2	2.6
영업비용	4,114.2	3,807.4	8.1	4,012.3	2.5	-	-
인건비	699.3	535.6	30.6	691.0	1.2	-	-
감가상각비	971.4	806.7	20.4	932.1	4.2	-	-
마케팅비용(SKT Only)	728.6	702.5	3.7	701.4	3.9	-	-
영업이익	322.8	346.9	(6.9)	322.6	0.1	313.1	3.1
영업이익률	7.3	8.4	(1.1)	7.4	(0.2)	7.2	0.0
순이익	263.4	916.7	(71.3)	379.2	(30.5)	264.7	(0.5)

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

표 3. SKT의 연간 수익예상 변경

(단위: 십억원, %)

구 분	2019F				2020F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	17,835.3	17,531.9	303.4	1.7	18,831.8	18,632.0	199.8	1.1
영업이익	1,412.1	1,385.1	27.0	1.9	1,655.0	1,662.8	(7.8)	(0.5)
순이익	1,200.0	1,201.7	(1.7)	(0.1)	1,602.1	1,524.3	77.8	5.1

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: 하나금융투자

표 4. SKT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2QP	19.3QF	19.4QF
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	4,437.0	4,496.5	4,567.0
영업이익	325.5	346.9	304.1	225.3	322.6	322.8	365.0	401.8
(영업이익률)	7.8	8.4	7.3	5.2	7.4	7.3	8.1	8.8
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	353.2	344.4	394.1
순이익	695.0	916.7	1,031.4	484.9	379.2	263.4	260.1	297.3
(순이익률)	16.6	22.1	24.6	11.1	8.7	5.9	5.8	6.5

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>17,520.0</b>	<b>16,874.0</b>	<b>17,835.3</b>	<b>18,831.8</b>	<b>20,016.9</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,520.0	16,874.0	17,835.3	18,831.8	20,016.9
판관비	15,983.4	15,672.2	16,423.1	17,176.8	17,951.9
<b>영업이익</b>	<b>1,536.6</b>	<b>1,201.8</b>	<b>1,412.1</b>	<b>1,655.0</b>	<b>2,065.0</b>
금융순익	(67.1)	(128.8)	(176.0)	(128.2)	(107.8)
종속/관계기업순익	2,245.7	3,270.9	482.0	767.7	1,179.2
기타영업외순익	(312.1)	(367.9)	(158.7)	(184.6)	(168.3)
<b>세전이익</b>	<b>3,403.2</b>	<b>3,976.0</b>	<b>1,559.5</b>	<b>2,110.0</b>	<b>2,968.1</b>
법인세	745.7	844.0	358.1	485.3	682.7
계속사업이익	2,657.6	3,132.0	1,201.4	1,624.7	2,285.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>2,657.6</b>	<b>3,132.0</b>	<b>1,201.4</b>	<b>1,624.7</b>	<b>2,285.5</b>
비지배주주지분 순이익	57.8	4.1	1.4	22.6	25.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,599.8</b>	<b>3,127.9</b>	<b>1,200.0</b>	<b>1,602.1</b>	<b>2,260.0</b>
지배주주지분포괄이익	2,597.2	3,000.5	1,293.2	1,644.9	2,313.9
NOPAT	1,200.0	946.7	1,087.8	1,274.4	1,590.1
EBITDA	4,784.1	4,486.1	5,141.2	5,384.1	5,794.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.5	(3.7)	5.7	5.6	6.3
NOPAT증가율	(1.3)	(21.1)	14.9	17.2	24.8
EBITDA증가율	3.9	(6.2)	14.6	4.7	7.6
영업이익증가율	0.1	(21.8)	17.5	17.2	24.8
(지배주주)순이익증가율	55.1	20.3	(61.6)	33.5	41.1
EPS증가율	55.1	20.3	(61.6)	33.5	41.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	27.3	26.6	28.8	28.6	28.9
영업이익률	8.8	7.1	7.9	8.8	10.3
계속사업이익률	15.2	18.6	6.7	8.6	11.4

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	32,198	38,738	14,862	19,841	27,989
BPS	248,964	302,806	301,232	311,282	322,359
CFPS	58,881	58,219	66,092	74,393	84,769
EBITDAPS	59,250	55,558	63,671	66,680	71,758
SPS	216,978	208,977	220,882	233,223	247,901
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	8.3	7.0	17.0	12.7	9.0
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
PCFR	4.5	4.6	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	5.7	6.4	6.0	5.5	4.9
PSR	1.2	1.3	1.1	1.1	1.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.4	15.5	5.4	7.0	9.6
ROA	8.0	8.3	2.9	3.8	5.2
ROIC	7.6	5.2	5.2	6.0	7.9
부채비율	85.4	89.6	87.8	87.5	84.8
순부채비율	30.7	32.5	47.2	40.3	33.3
이자보상배율(배)	5.1	3.9	5.2	8.0	11.0

자료: 하나금융투자

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

## 대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>6,201.8</b>	<b>7,958.8</b>	<b>5,775.4</b>	<b>6,223.4</b>	<b>8,289.2</b>
금융자산	2,281.7	2,806.6	809.1	2,036.4	3,359.3
현금성자산	1,457.7	1,506.7	427.9	1,668.2	3,080.1
매출채권 등	3,390.8	2,952.5	3,273.9	2,723.8	2,922.4
재고자산	272.4	288.1	290.6	386.8	409.1
기타유동자산	256.9	1,911.6	1,401.8	1,076.4	1,598.4
<b>비유동자산</b>	<b>27,226.9</b>	<b>34,410.3</b>	<b>35,976.4</b>	<b>37,018.5</b>	<b>36,879.5</b>
투자자산	10,730.8	13,562.2	13,866.6	13,837.8	13,767.8
금융자산	1,192.3	85.7	149.8	121.0	51.0
유형자산	10,144.9	10,718.4	11,159.1	10,710.0	10,640.9
무형자산	5,502.0	8,452.1	9,861.6	11,361.6	11,361.6
기타비유동자산	849.2	1,677.6	1,089.1	1,109.1	1,109.2
<b>자산총계</b>	<b>33,428.7</b>	<b>42,369.1</b>	<b>41,751.8</b>	<b>43,242.0</b>	<b>44,322.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,109.1</b>	<b>6,847.6</b>	<b>8,265.4</b>	<b>8,606.9</b>	<b>8,843.7</b>
금융부채	1,992.1	1,488.5	2,198.3	2,215.0	2,232.5
매입채무 등	4,508.2	4,948.0	5,349.8	5,663.5	5,991.0
기타유동부채	608.8	411.1	717.3	728.4	620.2
<b>비유동부채</b>	<b>8,290.4</b>	<b>13,172.3</b>	<b>11,258.2</b>	<b>11,572.8</b>	<b>11,624.6</b>
금융부채	5,819.1	8,591.8	9,108.1	9,113.1	9,113.1
기타비유동부채	2,471.3	4,580.5	2,150.1	2,459.7	2,511.5
<b>부채총계</b>	<b>15,399.5</b>	<b>20,019.9</b>	<b>19,523.6</b>	<b>20,179.7</b>	<b>20,340.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>17,842.1</b>	<b>22,470.9</b>	<b>22,343.7</b>	<b>23,155.2</b>	<b>24,049.6</b>
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)	(2,269.7)	(2,269.7)	(2,269.7)
기타포괄이익누계액	(234.7)	(373.4)	(285.0)	(285.0)	(285.0)
이익잉여금	17,835.9	22,144.5	21,937.9	22,749.4	23,643.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>187.1</b>	<b>(121.6)</b>	<b>(115.5)</b>	<b>(92.9)</b>	<b>(67.4)</b>
<b>자본총계</b>	<b>18,029.2</b>	<b>22,349.3</b>	<b>22,228.2</b>	<b>23,062.3</b>	<b>23,982.2</b>
<b>순금융부채</b>	<b>5,529.4</b>	<b>7,273.7</b>	<b>10,497.2</b>	<b>9,291.7</b>	<b>7,986.3</b>

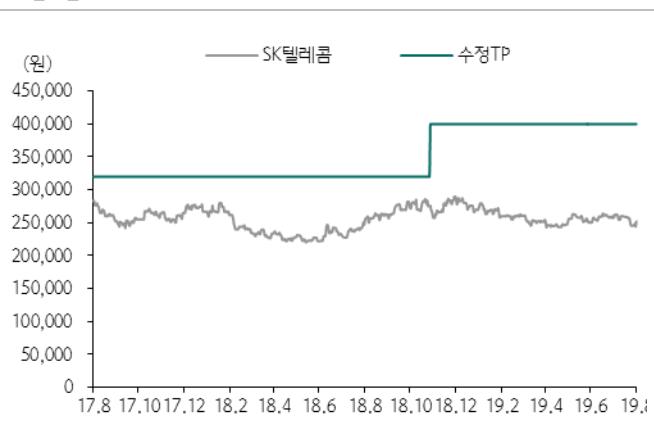
## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,855.8</b>	<b>4,332.6</b>	<b>3,301.3</b>	<b>6,767.3</b>	<b>6,260.8</b>
당기순이익	2,657.6	3,132.0	1,201.4	1,624.7	2,285.5
조정	1,459.7	1,174.7	3,670.6	3,729.1	3,729.0
감가상각비	3,247.5	3,284.3	3,729.1	3,729.1	3,729.1
외환거래손익	1.3	(0.4)	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	(2,245.7)	(3,270.9)	(223.3)	0.0	0.0
기타	456.6	1,161.7	165.7	0.0	(0.1)
영업활동 변동	(261.5)	25.9	(1,570.7)	1,413.5	246.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(3,070.6)</b>	<b>(4,047.7)</b>	<b>(3,697.4)</b>	<b>(4,758.2)</b>	<b>(3,501.0)</b>
투자자산감소(증가)	(2,216.7)	(2,831.4)	(304.4)	28.8	70.0
유형자산감소(증가)	(2,686.5)	(2,734.1)	(3,446.9)	(3,280.0)	(3,660.0)
기타	1,832.6	1,517.8	53.9	(1,507.0)	89.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(826.6)</b>	<b>(238.3)</b>	<b>(683.2)</b>	<b>(768.8)</b>	<b>(1,348.0)</b>
금융부채증가(감소)	52.5	2,269.1	1,226.0	21.8	17.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(173.0)	(1,801.3)	(1,190.5)	0.0	0.0
배당지급	(706.1)	(706.1)	(718.7)	(790.6)	(1,365.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(47.5)</b>	<b>49.0</b>	<b>(1,078.8)</b>	<b>1,240.3</b>	<b>1,411.8</b>
Unlevered CFO	4,754.4	4,700.9	5,336.7	6,006.9	6,844.7
Free Cash Flow	1,140.0	1,540.2	(150.3)	3,487.3	2,600.8



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	평균	고리율
18.10.30	BUY	400,000		
17.8.3	BUY	320,000	-21.24%	-10.63%
17.6.29	BUY	280,000	-4.81%	-0.36%

## 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	89.2%	10.2%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 8월 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 08월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 08월 05일 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.