

2019. 10. 10



▲ 통신/미디어

Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 340,000 원

현재주가 (10.8) 235,000 원

상승여력 44.7%

KOSPI	2,046.25pt
시가총액	189,752억원
발행주식수	8,075만주
유동주식비율	52.57%
외국인비중	38.33%
52주 최고/최저가	289,500원/231,500원
평균거래대금	390.0억원

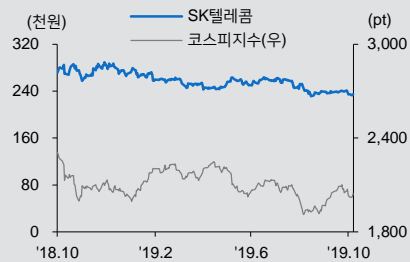
주요주주(%)

SK 외 3인	26.78
국민연금공단	10.98

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-4.3	-15.6
상대주가	-2.6	3.4	-7.1

주가그래프



SK텔레콤 017670

3Q19 Preview: 부각되는 자회사 효과

- ✓ 3Q19 연결 영업이익 3,255억원(+7.0% YoY)으로 컨센서스(3,284억원) 부합 전망
- ✓ 7~8월 치열했던 보조금 경쟁으로 3Q19 마케팅비용 7,651억원(+5.0% QoQ) 전망
- ✓ 3Q19 5G 가입자 146만명, 이동전화수익과 무선 ARPU 전 분기 대비 +0.9%, +0.7%
- ✓ 연결 자회사들 실적 개선으로 2019년 연결 영업이익 1,24조원(+3.0% YoY) 전망
- ✓ 최근 낮아진 외국인 지분율은 3Q19 실적 주요 지표 개선 확인 후 반등 예상

3Q19 Preview: 순조로운 5G 가입자 유입

3Q19 연결 실적은 매출액 4조 4,911억원(+7.3% YoY), 영업이익 3,255억원(+7.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,284억원)에 부합할 전망이다. 9월 들어 완화되긴 했으나, 7~8월까지 치열하게 유지됐던 보조금 경쟁으로 인해 3Q19 마케팅비용은 전 분기 대비 +5.0% 증가한 7,651억원을 전망한다. 9월 말 기준 5G 가입자는 약 146만명이며, 요금제 업셀링(Up-selling) 효과로 이동전화수익과 무선 ARPU는 각각 전 분기 대비 +0.9%, +0.7% 개선될 전망이다.

어려운 시기일수록 더욱 부각되는 자회사 실적 개선

초기 5G 시장 선점을 위한 전반적인 비용 증가로 2019년 별도 영업이익은 전년 대비 -20.3% 감소한 1조 426억원을 예상한다. 다만, 최근 3년간 부진했던 주요 자회사들 실적 개선이 본격화되면서 2019년 연결 영업이익은 1조 2,376억원(+3.0% YoY)을 전망한다. 3Q19 주요 자회사 영업이익은 SK브로드밴드 575억원(+36.3% YoY), 11번가 34억원(흑전 YoY), ADT캡스 320억원으로 이익 기여는 지속될 전망이다.

최근 낮아진 외국인 지분율은 연내 반등 가능

아시아 통신주들의 전반적인 약세 속에 SK텔레콤의 외국인 지분율은 10년 내 가장 낮은 38.5%까지 떨어졌다. 2H19 주요 지표들의 회복을 통해 내년 실적에 대한 기대감이 높아짐에 따라 외국인 투자자들의 부정적 시각도 회복될 것으로 기대된다. 투자자의견 Buy, 적정주가 34만원을 유지하며 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

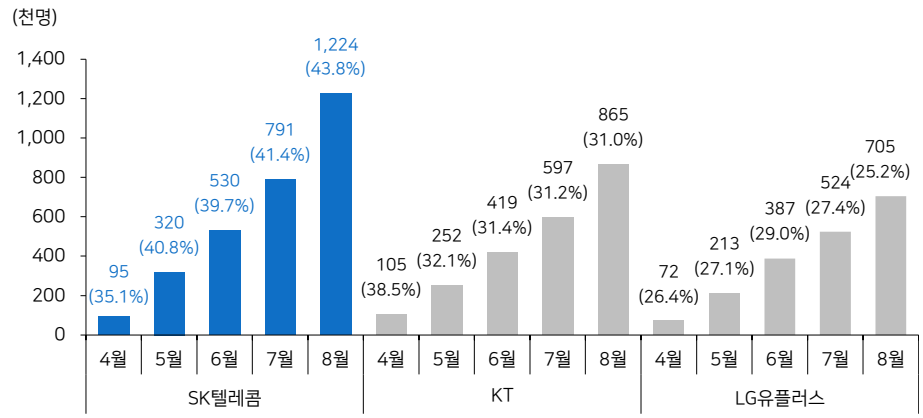
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	17,520.0	1,536.6	2,599.8	32,198	60.1	220,967	8.3	1.2	5.7	15.4	85.4
2018	16,874.0	1,201.8	3,127.9	38,738	17.9	278,291	7.0	1.0	6.4	15.5	89.6
2019E	17,845.8	1,237.6	941.2	11,657	-66.3	280,602	20.2	0.8	5.0	4.2	87.3
2020E	18,880.3	1,486.0	938.2	11,620	-0.3	282,431	20.2	0.8	4.7	4.1	88.4
2021E	20,176.8	1,780.0	1,326.9	16,433	41.4	288,183	14.3	0.8	4.2	5.8	88.9

표1 SK텔레콤 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,492.5	4,186.4	7.3	4,437.0	1.3	4,479.7	0.3
이동전화수익	2,457.3	2,484.6	-1.1	2,435.8	0.9		
망접속정산수익	137.2	155.9	-12.0	132.3	3.7		
신규사업 및 기타	288.8	285.1	1.3	279.7	3.3		
기타판매	1,609.2	1,260.8	27.6	1,589.2	1.3		
영업이익	325.5	304.1	7.0	322.8	0.8	328.4	-0.9
세전이익	302.4	1,301.9	-76.8	353.2	-14.4	353.5	-14.4
당기순이익	238.9	1,049.8	-77.2	259.1	-7.8	291.7	-18.1

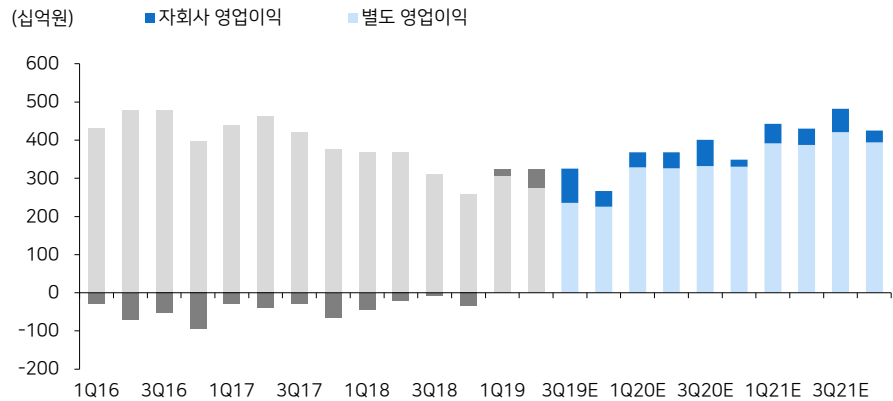
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 통신 3사 월별 5G 가입자 추이



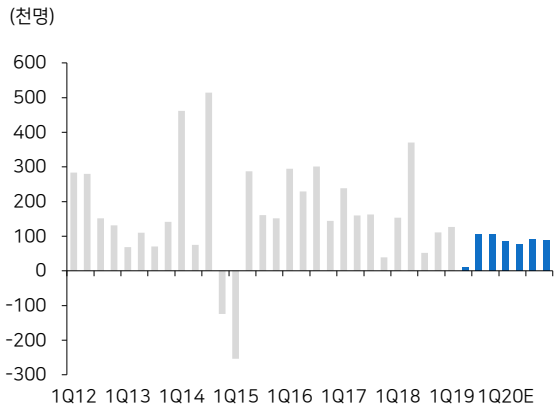
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK텔레콤 연결 영업이익 내 자회사 이익 기여 확대



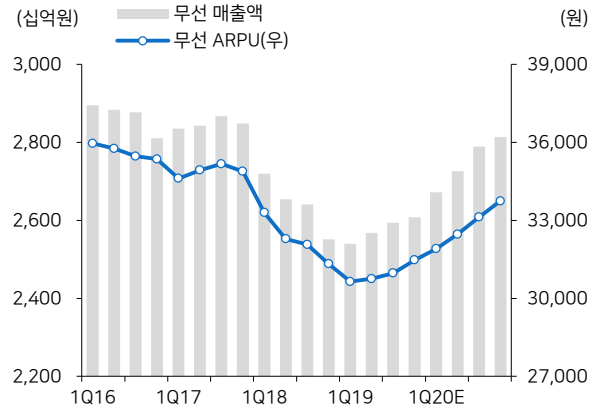
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 무선 가입자 순증 추이



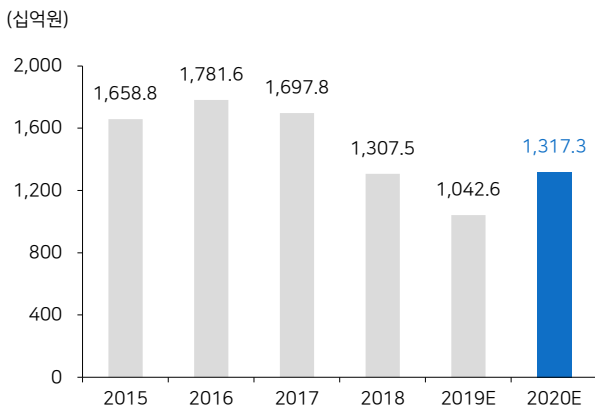
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 무선 매출액 및 ARPU 추이 및 전망



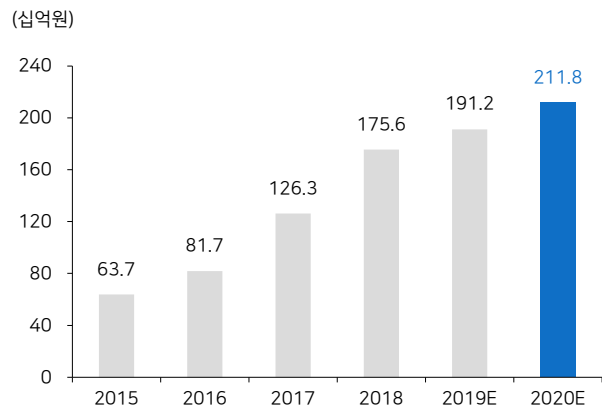
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



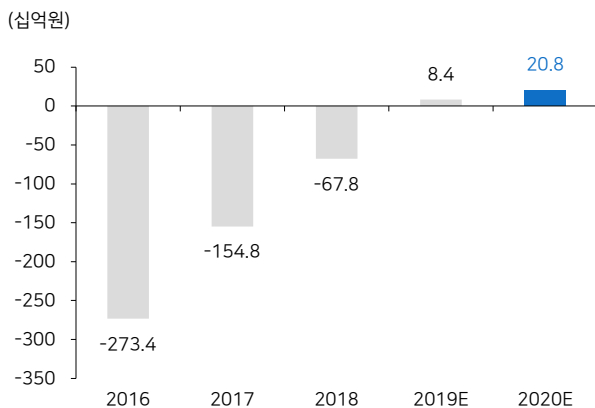
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



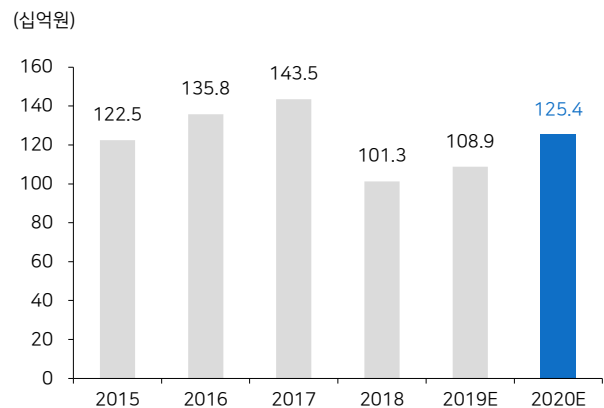
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 11번가 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 ADT캡스 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 연결 실적 추이 및 전망											
(십억원, 천명)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
영업수익	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	4,437.0	4,492.5	4,581.4	16,874.0	17,845.8	18,880.3
% YoY	-1.2%	-4.4%	-5.8%	-3.2%	3.7%	6.8%	7.3%	5.3%	-3.7%	5.8%	5.8%
이동전화수익	2,568.9	2,497.7	2,484.6	2,448.6	2,412.7	2,435.8	2,457.3	2,506.2	9,999.8	9,812.1	10,525.1
망접속정산수익	150.9	156.1	155.9	102.5	127.4	132.3	137.2	102.1	565.3	499.0	477.4
신규사업 및 기타	268.8	288.0	285.1	298.6	272.1	279.7	288.8	301.0	1,140.5	1,141.6	1,163.1
기타판매	1,193.0	1,212.5	1,260.8	1,502.0	1,522.7	1,589.2	1,609.2	1,672.1	5,168.3	6,393.2	6,714.7
영업비용	3,856.1	3,807.4	3,882.3	4,126.4	4,012.3	4,114.2	4,167.1	4,314.6	15,672.1	16,608.2	17,394.3
% YoY	0.8%	-2.9%	-4.1%	-1.4%	4.1%	8.1%	7.3%	4.6%	-1.9%	6.0%	4.7%
종업원급여	550.0	535.6	538.5	664.6	691.0	699.3	698.9	709.0	2,288.7	2,798.3	2,945.2
지급/판매수수료	1,262.1	1,216.9	1,266.1	1,257.5	1,273.7	1,256.3	1,281.7	1,298.4	5,002.6	5,110.1	5,203.2
광고선전비	100.1	110.5	119.9	138.0	85.8	104.7	108.1	141.0	468.5	439.6	559.5
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	932.1	971.4	971.9	971.9	3,283.5	3,847.3	3,971.9
망접속정산비용	215.0	218.8	212.2	162.4	189.4	187.7	183.6	171.4	808.4	732.1	752.7
전용회선료	41.8	40.4	41.0	34.8	37.5	35.4	38.7	38.1	158.1	149.6	158.0
전파사용료	38.8	36.1	38.6	38.2	33.3	30.8	36.6	36.1	151.7	136.9	146.1
상품매출원가	410.9	399.0	418.3	568.0	377.2	440.1	451.1	557.1	1,796.1	1,825.5	2,000.2
기타영업비용	413.6	443.4	440.9	416.5	392.3	388.5	396.4	391.7	1,714.4	1,568.9	1,657.6
영업이익	325.5	346.9	304.1	225.3	322.6	322.8	325.5	266.8	1,201.9	1,237.6	1,486.0
% YoY	-20.7%	-18.0%	-22.5%	-27.4%	-0.9%	-6.9%	7.0%	18.4%	-21.8%	3.0%	20.1%
영업이익률 (%)	7.8%	8.4%	7.3%	5.2%	7.4%	7.3%	7.2%	5.8%	7.1%	6.9%	7.9%
법인세차감전순이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	353.2	302.4	230.7	3,976.0	1,354.2	1,339.9
법인세비용	190.4	248.7	252.1	129.5	94.2	94.1	63.6	48.4	820.7	300.2	289.3
당기순이익	716.6	914.3	1,049.8	474.5	373.6	259.1	238.9	182.4	3,155.2	1,053.9	1,050.6
당기순이익률 (%)	17.1%	22.0%	25.1%	10.9%	8.6%	5.8%	5.3%	4.0%	18.7%	5.9%	5.6%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	30,349	30,719	30,771	30,882	31,009	31,019	31,125	31,232	30,882	31,232	31,576
LTE 가입자수	23,401	23,993	24,391	24,796	25,186	24,374	24,325	24,033	24,796	24,033	21,504
LTE 침투율 (%)	77.1%	78.1%	79.3%	80.3%	81.2%	78.6%	78.2%	77.0%	80.3%	77.0%	68.1%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	17,520.0	16,874.0	17,845.8	18,880.3	20,176.8
매출액증가율 (%)	2.5	-3.7	5.8	5.8	6.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,520.0	16,874.0	17,845.8	18,880.3	20,176.8
판매관리비	15,983.4	15,672.2	16,608.2	17,394.3	18,396.7
영업이익	1,536.6	1,201.8	1,237.6	1,486.0	1,780.0
영업이익률	8.8	7.1	6.9	7.9	8.8
금융손익	-67.1	-128.8	-172.9	-195.5	-184.4
종속/관계기업손익	2,245.7	3,270.9	417.7	177.4	425.1
기타영업외손익	-312.1	-367.9	-128.2	-128.0	-125.2
세전계속사업이익	3,403.3	3,976.0	1,354.2	1,339.9	1,895.5
법인세비용	745.7	844.0	300.2	289.3	409.7
당기순이익	2,657.6	3,132.0	1,054.0	1,050.6	1,485.8
지배주주지분 순이익	2,599.8	3,127.9	941.2	938.2	1,326.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	3,855.8	4,332.6	5,943.8	5,393.2	6,008.4
당기순이익(손실)	2,657.6	3,132.0	1,054.0	1,050.6	1,485.8
유형자산상각비	3,247.5	3,284.3	3,847.3	3,971.9	4,139.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-261.5	26.0	1,011.3	336.1	349.4
투자활동 현금흐름	-3,070.6	-4,047.7	-4,528.0	-4,433.3	-4,820.2
유형자산의증가(CAPEX)	-2,715.9	-2,792.4	-3,807.0	-3,706.0	-3,874.0
투자자산의감소(증가)	-2,216.7	-2,831.4	-645.5	-543.4	-846.0
재무활동 현금흐름	-826.6	-238.3	-1,597.5	-927.0	-920.8
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	-137.9	33.0	267.4
기초현금	1,505.2	1,457.7	1,506.7	1,368.8	1,401.8
기말현금	1,457.7	1,506.7	1,368.8	1,401.8	1,669.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,201.8	7,958.8	7,445.7	7,819.7	8,514.4
현금및현금성자산	1,457.7	1,506.7	1,368.8	1,401.8	1,669.2
매출채권	2,126.0	2,008.6	2,124.3	2,247.5	2,401.8
재고자산	272.4	288.1	304.6	322.3	344.4
비유동자산	27,226.9	34,410.3	34,971.7	35,349.1	35,929.5
유형자산	10,144.9	10,718.4	10,678.0	10,412.1	10,146.5
무형자산	5,502.0	8,452.1	8,452.1	8,552.1	8,552.1
투자자산	10,730.8	13,562.2	14,207.7	14,751.1	15,597.1
자산총계	33,428.7	42,369.1	42,417.4	43,168.8	44,443.9
유동부채	7,109.1	6,847.6	6,405.7	6,683.2	7,044.0
매입채무	351.7	381.3	403.3	426.6	455.9
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	13,363.1	13,576.9	13,867.9
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	19,768.8	20,260.2	20,911.9
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	22,331.2	22,478.8	22,943.3
비지배주주지분	187.1	-121.6	-8.9	103.5	262.4
자본총계	18,029.2	22,349.3	22,648.6	22,908.6	23,532.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	216,978	208,977	221,013	233,824	249,880
EPS(지배주주)	32,198	38,738	11,657	11,620	16,433
CFPS	58,881	58,219	67,477	68,604	77,442
EBITDAPS	59,250	55,558	62,975	67,593	73,312
BPS	220,967	278,291	280,602	282,431	288,183
DPS	10,000	10,000	10,500	11,000	12,000
배당수익률(%)	3.7	3.7	4.5	4.7	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	7.0	20.2	20.2	14.3
PCR	4.5	4.6	3.5	3.4	3.0
PSR	1.2	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8
EBITDA	4,784.2	4,486.1	5,084.9	5,457.9	5,919.7
EV/EBITDA	5.7	6.4	5.0	4.7	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.4	15.5	4.2	4.1	5.8
EBITDA 이익률	27.3	26.6	28.5	28.9	29.3
부채비율	85.4	89.6	87.3	88.4	88.9
금융비용부담률	1.7	1.8	1.9	1.7	1.5
이자보상배율(x)	5.1	3.9	3.7	4.7	5.7
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	8.6	8.6	8.7
재고자산회전율(x)	65.8	60.2	60.2	60.2	60.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

