

SK텔레콤 (017670)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	310,000원 (D)
현재주가 (12/9)	239,000원
상승여력	30%

시가총액	192,982억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	399억원
60일 평균 거래량	166,723주
52주 고	287,500원
52주 저	231,500원
외인지분율	37.60%
주요주주	SK 외 3 인 26.78%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.2)	0.8	(15.5)
상대	1.1	(2.5)	(16.1)
절대(달러환산)	(3.9)	1.1	(20.5)

ICT 지주회사로의 변신

5G 성과 지표는 우수

5G 누적 M/S는 45.5%(10월 기준)를 기록했다. ARPU는 2Q19, 3Q19 각각 +0.4% QoQ, +1.3% QoQ를 기록했다. 5G 1년 차의 경쟁 지표 관점에서는 양호한 성과를 달성했다. 가입자 목표(19년 200만명, 20년 700만명)는 초과 달성 가능한 속도로 사업 성과가 진행되고 있어, 2020년 ARPU에 대한 전망도 밝다. 연평균 기준으로는 약 5%의 ARPU 상승률이 전망된다.

5G 관련 과도한 비용 지출이 주가 하락의 근본 요인

5G 성과와는 별개로 SK텔레콤에 대한 외국인 매도는 좀처럼 줄어들지 않고 있다. 외국인 지분율은 연초 41.4% → 37%로 하락했다. 산업 전망에서 언급한 대로 외국인 투자자의 통신업종을 바라보는 기대와 시각은 성장보다는 비용에 맞춰져 있다. 과도한 CAPEX 지출에 더해 평년 대비 추가로 자산화된 마케팅비용만 5,830억원에 달할 정도로 과열된 5G 가입자 유치 경쟁은 2020년 손익에까지 영향을 미칠 전망이다. SK텔레콤은 비록 종합 ICT 플랫폼 회사로의 변신을 추구하면서 다양한 비통신 부문의 가치에 대한 홍보에 나서고 있으나, 기업 가치 측면에서의 당면한 문제는 '본업의 빠른 이익 축소'에 있다고 판단된다.

현 경영진은 주주 이익 극대화라는 명제를 최우선으로 해야

일본 통신주의 사례를 참조할 필요가 있다. 현시점에서 SK텔레콤의 주가 상승을 경영진이 달성하고 싶다면, 5G 관련 모든 투자 활동의 속도를 조절할 필요가 있다. CAPEX, 마케팅비용을 예년 수준으로 돌리고, 서비스, 단말기 등 관련 생태계의 발전과 속도를 맞출 필요가 있다.

비통신 부문의 Valuation이 20조원에 달한다는 전망은 사실 상 한국 주식 시장에서 그다지 공감 받지 못하는 이야기이다. 수많은 지주회사의 Valuation Discount 현실을 직시해야 한다. 투자자들은 비통신 사업을 통해 ①어떻게 비통신 사업과 SK텔레콤의 본업이 유기적으로 연결되어 상호 작용을 해 나갈 수 있는지, ②현금 흐름, 주주 환원 측면에서 SK텔레콤의 주주에게 어떤 식으로 보상이 돌아갈 수 있는지에 대한 좀 더 명확한 그림을 제시해야 할 것이다. 2020년 영업이익 하향 조정을 반영하여 목표주가를 31만원으로 하향 조정한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	46,457	6.8	1.9	46,365	0.2
영업이익	2,440	8.3	-19.2	2,878	-15.2
세전계속사업이익	1,046	-82.7	-70.1	2,793	-62.6
지배순이익	803	-83.4	-70.7	2,180	-63.2
영업이익률 (%)	5.3	+0.1 %pt	-1.3 %pt	6.2	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	1.7	-9.4 %pt	-4.3 %pt	4.7	-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	179,789	189,648
영업이익	15,366	12,018	11,915	11,994
지배순이익	25,998	31,279	9,973	12,668
PER	7.8	6.5	19.4	15.2
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	6.1	5.2	5.0
ROE	15.4	15.5	4.4	5.5

자료: 유안타증권

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	175,200	168,740	179,789	189,648	195,271
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	175,200	168,740	179,789	189,648	195,271
판매비	159,834	156,722	167,873	177,655	183,263
영업이익	15,366	12,018	11,915	11,994	12,008
EBITDA	47,841	44,861	51,284	52,941	53,156
영업외손익	18,666	27,742	835	4,417	4,430
외환관련손익	-69	-206	0	-39	-39
이자손익	-2,231	-2,374	-3,346	-3,253	-3,327
관계기업관련손익	22,457	32,709	5,500	8,886	8,886
기타	-1,492	-2,388	-1,319	-1,178	-1,091
법인세비용차감전순이익	34,032	39,760	12,750	16,410	16,438
법인세비용	7,457	8,440	2,868	3,614	3,663
계속사업순이익	26,576	31,320	9,882	12,796	12,775
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26,576	31,320	9,882	12,796	12,775
지배지분순이익	25,998	31,279	9,973	12,668	12,647
포괄순이익	26,566	29,904	11,083	12,796	12,775
지배지분포괄이익	25,972	30,005	11,160	12,668	12,647

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	92,767	97,680	101,025
현금및현금성자산	14,577	15,067	34,312	38,026	40,282
매출채권 및 기타채권	33,908	29,525	31,419	32,451	33,274
재고자산	2,724	2,881	2,507	2,454	2,497
비유동자산	272,269	344,103	351,828	353,940	350,854
유형자산	101,449	107,184	115,551	108,603	96,455
관계기업등 지분관련자산	95,384	128,118	134,744	143,630	152,516
기타투자자산	11,923	7,504	6,250	6,258	6,267
자산총계	334,287	423,691	444,594	451,620	451,879
유동부채	71,091	68,476	71,521	71,745	71,860
매입채무 및 기타채무	45,082	49,480	52,931	53,145	53,300
단기차입금	1,300	800	400	700	950
자본금	18,337	14,085	14,123	13,823	13,523
비유동부채	82,904	131,723	145,887	147,313	148,762
장기차입금	2,115	20,154	19,875	19,875	19,875
사채	55,966	65,722	76,595	77,595	78,595
부채총계	153,995	200,199	217,408	219,057	220,622
지배지분	178,421	224,708	228,289	233,644	232,321
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	178,359	221,445	224,080	229,435	228,112
비지배지분	1,871	-1,216	-1,103	-1,081	-1,064
자본총계	180,292	223,493	227,186	232,563	231,257
순차입금	55,010	72,737	75,574	72,824	71,481
총차입금	77,828	100,803	115,297	116,297	117,247

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38,558	43,326	34,875	30,697	30,905
당기순이익	26,576	31,320	9,882	12,796	12,775
감가상각비	32,475	32,843	39,369	40,948	41,148
외환손익	13	-4	-9	39	39
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-702	-8,886	-8,886
자산부채의 증감	-2,615	259	-10,888	-9,429	-9,359
기타현금흐름	-17,891	-21,093	-2,777	-4,770	-4,811
투자활동 현금흐름	-30,706	-40,477	-26,066	-33,570	-28,779
투자자산	-1,586	-1,334	-2,583	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-27,159	-27,924	-32,358	-34,000	-29,000
유형자산 감소	294	583	130	0	0
기타현금흐름	-2,255	-11,802	8,745	430	221
재무활동 현금흐름	-8,266	-2,383	-6,345	-12,148	-11,846
단기차입금	1,274	-877	-405	300	250
사채 및 장기차입금	2,179	4,611	9,377	700	700
자본	0	-4,000	0	0	0
현금배당	-7,061	-7,061	-7,187	-7,314	-7,314
기타현금흐름	-4,658	4,944	-8,130	-5,834	-5,483
연결범위변동 등 기타	-61	24	16,782	18,735	11,977
현금의 증감	-475	490	19,245	3,714	2,256
기초 현금	15,052	14,577	15,067	34,312	38,026
기말 현금	14,577	15,067	34,312	38,026	40,282
NOPLAT	15,366	12,018	11,915	11,994	12,008
FCF	14,701	14,646	5,358	6,870	12,121

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

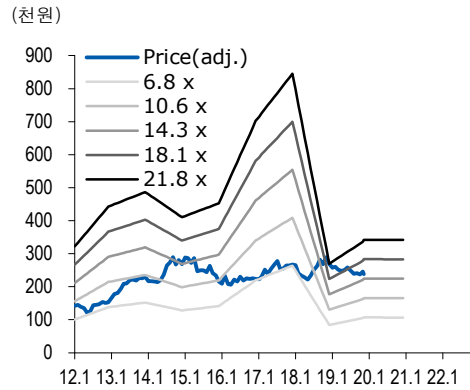
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

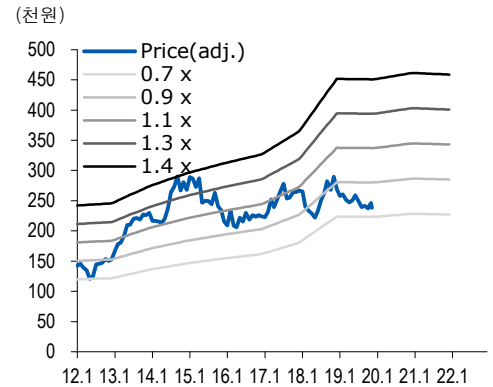
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	32,198	38,738	12,351	15,689	15,663
BPS	252,689	312,660	312,142	319,463	317,654
EBITDAPS	59,250	55,558	63,513	65,565	65,831
SPS	216,978	208,977	222,660	234,871	241,835
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	7.8	6.5	19.4	15.2	15.3
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.8
EV/EBITDA	5.4	6.1	5.2	5.0	5.0
PSR	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	2.5	-3.7	6.5	5.5	3.0
영업이익 증가율 (%)	0.1	-21.8	-0.9	0.7	0.1
지배순이익 증가율 (%)	55.1	20.3	-68.1	27.0	-0.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.8	7.1	6.6	6.3	6.1
지배순이익률 (%)	14.8	18.5	5.5	6.7	6.5
EBITDA 마진 (%)	27.3	26.6	28.5	27.9	27.2
ROIC	8.2	5.7	4.8	4.9	5.1
ROA	8.0	8.3	2.3	2.8	2.8
ROE	15.4	15.5	4.4	5.5	5.4
부채비율 (%)	85.4	89.6	95.7	94.2	95.4
순차입금/자기자본 (%)	30.8	32.4	33.1	31.2	30.8
영업이익/금융비용 (배)	5.1	3.9	3.0	3.0	3.0

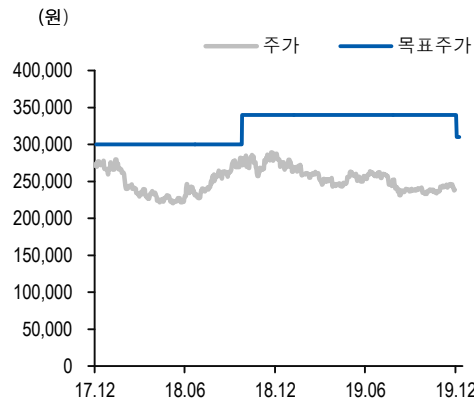
P/E band chart



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
2019-12-10	BUY	310,000	1년		
2019-09-25	1년 경과 이후		1년	-29.53	-27.50
2018-10-02	BUY	340,000	1년	-24.77	-14.85
2018-09-25	1년 경과 이후		1년		
2017-09-25	BUY	300,000	1년	-16.99	-6.67

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)	0.6
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	13.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-12-07

*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.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 최남곤은 SK텔레콤(주)의 비용으로 IR 행사에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 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.