

SK텔레콤(017670)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/6)	2,549
주가(11/6)	260,000
시가총액(십억원)	20,994
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	283,500/217,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	45,175
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/41.9
주요주주(%)	SK 외 3인 25.2
	국민연금 9.0

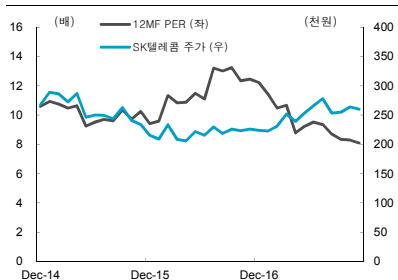
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	9.5	6.8	6.0
PBR(x)	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	10.7	16.1	16.3
DY(%)	4.5	3.8	3.8
EV/EBITDA(x)	4.7	4.8	4.4
EPS(원)	23,497	38,390	43,349
BPS(원)	225,796	247,680	274,075

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.0	10.4	15.0
상대주가(%p)	(4.5)	(3.3)	(13.6)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

이동통신 매출 증가, 자회사 실적 호전 지속

What's new: 3분기 영업실적은 예상 수준

3분기 영업실적은 대체로 우리의 예상치 및 컨센서스 수준이었다. 매출액(4조 4,427억원)은 사물인터넷과 자회사의 매출 호조로 예상치를 3% 상회했다. 영업이익(3,924억원)은 마케팅비용이 늘어 예상치를 4.2% 하회했으나 순이익은 SK하이닉스 손익 호전으로 7.4% 상회했다. 연결 매출액은 자회사 매출 호조로 전년동기대비 4.7% 늘었다. 이동통신 매출액도 가입자 및 데이터 이용량 증가로 1.8% 늘었다. 영업이익은 주파수 상각비 증가(분기별로 320억원)와 마케팅비용 증가(+10.8%, YoY)로 7.5% 줄었다. 하지만 순이익은 SK하이닉스 지분법 이익 증가와 출자지분 처분이익 반영(560억원)으로 144.8% 늘었다. 이동통신 가입자당 매출액(ARPU)이 2분기 연속 증가세를 보인 점은 고무적이었다.

Positives: 17년, 18년 순이익은 61.7%, 12.9% 증가 예상

미디어, 사물인터넷의 높은 성장성이 지속될 것이다. 17년, 18년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 각각 18.6%, 15.6% 늘어날 전망이다. IPTV는 올해 흑자로 전환하고 18년에는 수익이 크게 호전될 것이다. 17년 사물인터넷 이동통신 가입자는 10% 늘어날 것이다. IoT 전용 LoRa망 구축으로 소물인터넷 가입자도 크게 증가할 전망이다. 17년, 18년 영업이익은 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 전년대비 3.1%, 8.5% 늘어날 전망이다. SK플래닛은 영업이익 적자폭이 16년 3,652억원에서 17년 2,372억원, 18년 1,045억원으로 줄어듦을 전망한다. 17년, 18년 순이익은 SK하이닉스 지분법 이익 증가로 61.7%, 12.9% 늘어날 것이다. 요금인하 영향은 고가 요금제 가입자 비중 확대, 대리점 리베이트 축소 등 마케팅비용 절감 노력으로 축소될 전망이다.

Negatives: 규제 리스크

정부는 9월에 약정할인율을 20%에서 25%로 상향했으며 18년부터 취약계층에 요금 11,000원을 감면할 계획이다. 보편요금제는 실행여부가 불확실한 변수다. 단말기 완전 자급제와 함께 논의될 중요한 정책 방안이다.

결론: 매수의견과 목표주가 346,000원 유지

매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 목표주가는 SK하이닉스 지분법 이익과 SK플래닛 이익을 제외한 조정이익 기준 통신부문 적정주가 203,018원(PER 12.2배 적용)과 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치 127,776원(25% 할인)을 더해 산정했다. 배당수익률이 3.8%(기말 3.5%)에 달한다. SK플래닛의 적자폭 축소 및 전략적 제휴 가능성, SK하이닉스 지분가치 상승 및 지배구조 개편 기대 등이 주가에 반영될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,312.7	4,442.7	3.0	4,348.2	2.2	4.7	17,515.3	17,348.5
영업이익	409.5	392.4	(4.2)	412.6	(7.3)	(7.5)	1,583.2	1,636.4
영업이익률	9.5	8.8	(0.7)	9.5	(0.9)	(1.2)	9.0	9.4
세전이익	922.6	1,004.1	8.8	879.0	34.2	132.9	3,363.2	3,113.2
순이익	741.2	795.8	7.4	652.7	27.4	144.8	2,710.7	2,499.8

양종인

jiyang@truefriend.com

조민영

minyong@truefriend.com

<표 1> 연결 기준 이익 추이

(단위: 천명, 십억원, 원, %, %p)

	2016				2017				2016	2017F	3Q17P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF			QoQ	YoY	컨센서스
이동통신 가입자수													
신규	1,552	1,536	1,503	1,504	1,583	1,385	1,462	1,462	6,095	5,892	5.6	(2.7)	
순증	295	229	301	144	238	160	163	165	969	726	2.1	(45.8)	
기말	28,921	29,150	29,451	29,595	29,833	29,993	30,156	30,321	29,595	30,321	0.5	2.4	
(LTE)	19,526	20,028	20,545	21,078	21,650	22,071	22,569	23,069	21,078	23,069	2.3	9.9	
(MVNO)	2,864	2,943	3,062	3,167	3,252	3,328	3,408	3,473	3,167	3,473	2.4	11.3	
(IoT)	1,768	1,885	1,988	2,033	2,073	2,115	2,172	2,230	2,033	2,230	2.7	9.3	
평균	28,774	29,036	29,301	29,523	29,714	29,913	30,075	30,239	29,111	29,958	0.5	2.6	
유선통신 가입자수													
IPTV	3,631	3,766	3,878	3,968	4,073	4,170	4,287	4,404	3,968	4,404	2.8	10.5	
초고속인터넷	5,092	5,145	5,181	5,207	5,310	5,344	5,403	5,462	5,207	5,462	1.1	4.3	
전화	4,405	4,356	4,325	4,278	4,227	4,200	4,161	4,123	4,278	4,123	(0.9)	(3.8)	
이동통신 ARPU	35,959	35,764	35,471	35,355	34,927	35,241	35,488	35,467	35,637	35,281	0.7	0.0	
증가율(QoQ)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.3)	(1.5)	0.9	0.7	(0.1)	(2.6)	(1.0)			
매출액	4,228.5	4,267.3	4,243.8	4,352.3	4,234.4	4,345.6	4,442.7	4,492.6	17,091.8	17,515.3	2.2	4.7	4,348.2
SKT 별도	3,098.3	3,092.0	3,101.8	3,058.4	3,088.0	3,109.6	3,156.5	3,151.0	12,350.5	12,505.1	1.5	1.8	
영업비용	3,826.3	3,859.9	3,819.5	4,050.3	3,823.9	3,922.3	4,050.3	4,135.6	15,556.1	15,932.1	3.3	6.0	
마케팅비용(별도)	717.0	721.0	720.0	796.0	759.6	767.7	797.6	809.2	2,954.0	3,134.1	3.9	10.8	
인건비	476.9	465.7	448.8	478.4	462.8	465.1	509.5	535.8	1,869.8	1,973.2	9.6	13.5	
감가상각비	748.9	752.2	764.3	802.3	792.7	805.8	816.6	793.5	3,068.6	3,208.5	1.3	6.8	
영업이익	402.1	407.4	424.3	301.9	410.5	423.3	392.4	357.0	1,535.7	1,583.2	(7.3)	(7.5)	412.6
세전이익	736.1	364.8	431.2	564.1	724.2	748.4	1,004.1	886.5	2,096.1	3,363.2	34.2	132.9	
당기순이익	572.3	291.0	322.1	474.7	583.5	620.5	793.0	700.1	1,660.1	2,697.1	27.8	146.2	
지배주주지분 순이익	571.8	290.1	325.1	488.9	589.1	624.9	795.8	700.8	1,676.0	2,710.7	27.4	144.8	652.7
지분법 이익	74.9	41.9	112.0	315.7	380.0	498.3	689.5	656.1	544.5	2,223.8	38.4	515.6	
SK 하이닉스 순이익	448.0	286.1	597.8	1,628.6	1,898.0	2,468.5	3,054.2	3,377.0	2,960.5	10,797.8	23.7	411.0	
EBITDA	1,151.0	1,159.6	1,188.6	1,104.2	1,203.2	1,229.0	1,209.0	1,150.5	4,603.4	4,791.7	(1.6)	1.7	
EBITDA/매출액	27.2	27.2	28.0	25.4	28.4	28.3	27.2	25.6	26.9	27.4	(1.1)	(0.8)	
영업이익/매출액	9.5	9.5	10.0	6.9	9.7	9.7	8.8	7.9	9.0	9.0	(0.9)	(1.2)	

자료: SK텔레콤, Quantiwise, 한국투자증권

<표 2> SK텔레콤 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 배, 원)

	2015	2016	2017F	2018F
SK 하이닉스 지분법 평가 순이익	818.1	576.5	2,249.0	2,571.2
SK 플래닛 순이익	(75.1)	(31.0)	(263.2)	(104.7)
지분법 순이익 제외 조정 순이익	908.2	1,215.0	920.2	1,067.1
지분법이익, SK 플래닛 이익 제외 조정 순이익	983.3	1,245.4	1,178.6	1,169.8
조정 순이익 기준 EPS	13,590	17,461	16,692	16,568
조정 순이익 기준 12MF EPS				16,586
조정 순이익 기준 Target PER				12.2
SK 하이닉스, SK 플래닛 이익 제외 주당 주식 가치 (A)				203,018
SK 하이닉스 보유지분 시가총액				12,199.4
지분율(%)				20.1
할인후 SK 하이닉스 지분 가치				9,149.5
할인율(%)				25.0
SK 플래닛 장부가치				1,064.2
할인후 SK 플래닛 장부가치				798.2
SK 하이닉스 자산가치/SKT 주식수 (B)				127,776
SK 플래닛 자산가치/SKT 주식수 (C)				14,862
SK텔레콤 적정 주가 (A+B+C)				345,656

자료: SK텔레콤, 한국투자증권

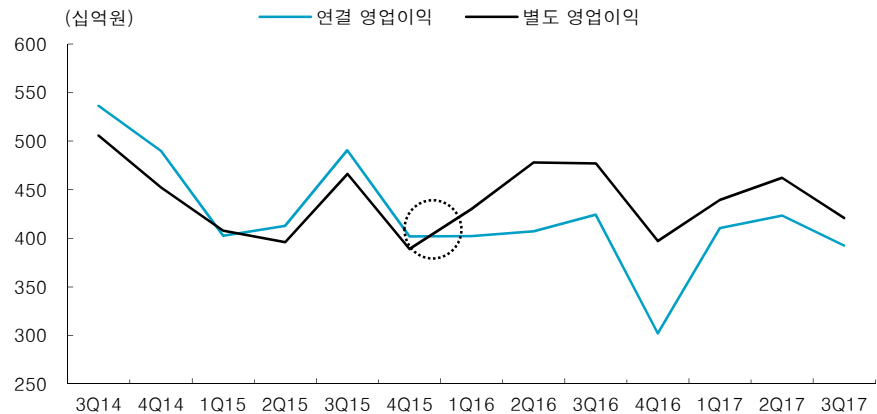
<표 3> 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)

(단위: 천명)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
순증(알뜰폰+자사 가입자)	287	161	152	295	229	301	144	238	160	163
알뜰폰	127	137	135	166	79	119	105	85	75	80
자사 가입자	160	24	17	129	150	182	39	153	85	83
사물인터넷(IoT)	99	103	91	120	117	84	63	40	42	57
자사 휴대폰	61	(79)	(74)	9	33	98	(24)	113	42	26

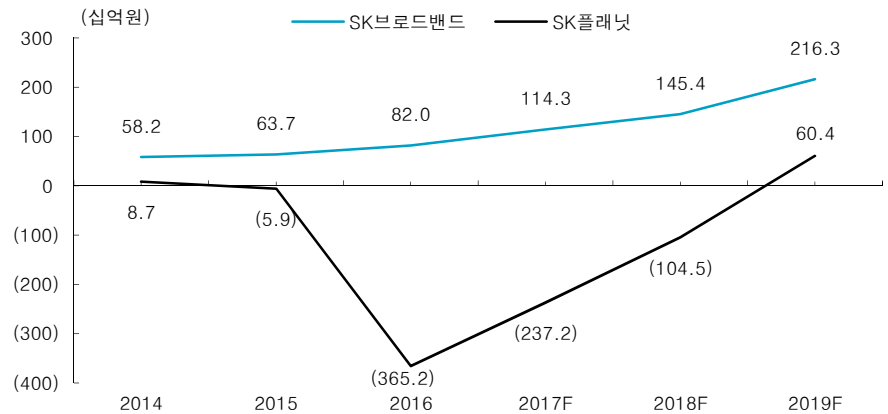
자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

[그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



자료: 한국투자증권

[그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이



자료: 각사, 한국투자증권

<표 4> SK플래닛 실적 추이

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
총자산	2,528.1	2,579.3	2,407.0	1,935.7	2,065.3	1,979.0	1,935.7	1,872.2	1,877.3	NA
부채	766.8	746.8	784.6	834.2	761.1	753.3	834.2	807.9	892.4	NA
자본	1,761.2	1,832.5	1,622.4	1,101.5	1,304.2	886.1	1,101.5	1,064.2	984.9	NA
매출액	1,378.2	1,512.5	1,624.6	1,170.9	260.0	269.6	291.2	254.7	274.0	285.1
영업이익	13.0	8.7	(5.9)	(365.2)	(106.7)	(96.6)	(118.7)	(51.3)	(76.6)	(55.2)
순이익	201.6	1.6	(75.1)	(31.0)	(66.5)	(95.1)	(125.4)	(42.7)	(106.0)	(55.5)

주: 16년에 로엔 및 카카오 지분 매각차익 3,539억원 반영

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

국내 지배적인 이동통신 사업자로 2016년 가입자 기준 시장 점유율은 49.1%다, 자회사로 유선통신 사업자인 SK브로드밴드, 플랫폼 사업자인 SK플래닛, 반도체 사업자인 SK하이닉스 등이 있다. 2016년 기준 이동통신 가입자 구성은 2G 6.7%, 3G 22.1%, 4G 71.2%다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,160	5,997	6,842	7,868	9,251
현금성자산	769	1,505	1,927	2,625	3,409
매출채권및기타채권	3,031	3,369	3,453	3,496	3,536
재고자산	274	260	266	270	273
비유동자산	23,421	25,301	25,421	25,861	26,081
투자자산	8,343	8,514	8,844	9,515	9,624
유형자산	10,371	10,374	10,076	9,940	9,976
무형자산	4,213	5,709	5,780	5,676	5,741
자산총계	28,581	31,298	32,263	33,729	35,331
유동부채	5,256	6,444	5,810	5,442	5,469
매입채무및기타채무	3,389	4,260	4,366	4,421	4,472
단기차입금및단기사채	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	890	840	790
비유동부채	7,951	8,737	8,593	8,322	8,049
사채	6,439	6,339	6,139	5,839	5,539
장기차입금및금융부채	211	140	140	140	140
부채총계	13,207	15,181	14,403	13,764	13,518
지배주주지분	15,251	15,971	17,738	19,870	21,744
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
기타자본	(2,726)	(2,716)	(2,716)	(2,716)	(2,716)
이익잉여금	15,008	15,953	17,970	20,351	22,475
비지배주주지분	123	145	122	95	70
자본총계	15,374	16,116	17,860	19,964	21,814

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,778	4,243	3,270	3,346	3,636
당기순이익	1,516	1,660	2,697	3,058	2,873
감가상각비	2,993	3,069	3,209	3,214	3,291
자산부채변동	(686)	14	(391)	(348)	49
기타	(45)	(500)	(2,245)	(2,578)	(2,577)
투자활동현금흐름	(2,880)	(2,462)	(1,668)	(1,621)	(1,753)
유형자산투자	(2,479)	(2,490)	(2,933)	(3,100)	(3,350)
유형자산매각	37	23	23	23	23
투자자산순증	(150)	102	1,644	1,632	2,194
무형자산순증	(124)	(619)	(71)	104	(65)
기타	(164)	522	(331)	(280)	(555)
재무활동현금흐름	(965)	(1,045)	(1,180)	(1,027)	(1,099)
자본의증가	0	36	0	0	0
차입금의순증	623	(235)	(500)	(350)	(350)
배당금지급	(668)	(706)	(706)	(706)	(706)
기타	(920)	(140)	26	29	(43)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	(66)	736	421	698	784

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

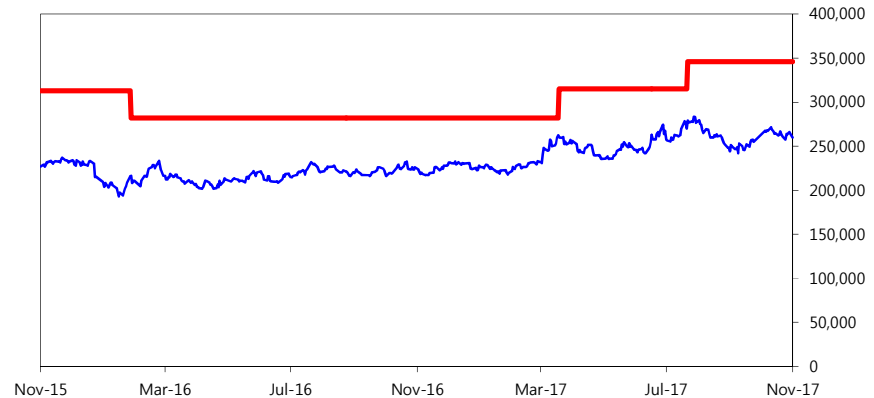
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,137	17,092	17,515	17,737	17,941
영업이익	1,708	1,536	1,583	1,717	1,820
금융수익	104	575	201	161	190
이자수익	46	54	70	81	109
금융비용	350	327	382	337	326
이자비용	298	290	278	262	249
기타영업외손익	(213)	(232)	(262)	(248)	(249)
관계기업관련손익	786	545	2,224	2,553	2,553
세전계속사업이익	2,035	2,096	3,363	3,846	3,614
법인세비용	519	436	666	788	741
연결당기순이익	1,516	1,660	2,697	3,058	2,873
지배주주지분순이익	1,519	1,676	2,711	3,061	2,876
기타포괄이익	2	(247)	(247)	(247)	(247)
총포괄이익	1,518	1,413	2,450	2,810	2,626
지배주주지분포괄이익	1,522	1,433	2,473	2,837	2,651
EBITDA	4,701	4,604	4,792	4,931	5,110

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,988	23,497	38,390	43,349	40,730
BPS	216,875	225,796	247,680	274,075	297,285
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.2)	(0.3)	2.5	1.3	1.2
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	3.1	8.5	6.0
순이익증가율	(15.7)	10.4	61.7	12.9	(6.0)
EPS증가율	(16.6)	12.0	63.4	12.9	(6.0)
EBITDA증가율	(0.3)	(2.1)	4.1	2.9	3.6
수익성(%)					
영업이익률	10.0	9.0	9.0	9.7	10.1
순이익률	8.9	9.8	15.5	17.3	16.0
EBITDA Margin	27.4	26.9	27.4	27.8	28.5
ROA	5.4	5.5	8.5	9.3	8.3
ROE	10.2	10.7	16.1	16.3	13.8
배당수익률	4.6	4.5	3.8	3.8	4.2
배당성향	46.6	42.1	26.0	23.1	27.0
안정성					
순차입금(십억원)	6,127	5,618	4,281	2,955	1,269
차입금/자본총계비율(%)	50.3	48.1	40.2	34.2	29.7
Valuation(X)					
PER	10.3	9.5	6.8	6.0	6.4
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.6	4.7	4.8	4.4	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SK텔레콤(017670)	2015.11.05	매수	313,000원	-29.3	-24.3
	2016.02.02	매수	282,000원	-22.3	-17.2
	2017.02.02	1년경과		-16.4	-6.9
	2017.03.24	매수	315,000원	-20.0	-11.6
	2017.07.27	매수	346,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 6일 현재 SK텔레콤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK텔레콤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.