# SK텔레콤(017670)

# 하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

# 18년 자회사 실적 개선과 배당 메리트 부각

4분기 실적은 시장 예상치 하회, 이동통신 매출 감소세 전환 미디어, 사물인터넷 성장성과 자회사 손익 개선 부각 배당 메리트, 5 G 성장성, 지배구조 변화 이슈가 긍정적 요인

# Facts: 4분기 영업실적은 예상치 하회

4분기 영업실적은 우리의 예상치 및 컨센서스를 하회했다. 매출액은 4조 4,497억원으로 예상치와 비슷했으나 영업이익은 3,104억원으로 12.9% 하회했다. SK플래닛(11번가 운영)의 적자 폭이 늘어난 데다 PS&마케팅의 단말기관련 손익이 부진했기 때문이다. 연결 매출액은 자회사 매출 호조로 전년동기대비 3.3% 늘었다. 영업이익은 주파수 상각비 증가(분기별로 320억원)와 감가상각비 증가에도 SK브로드밴드와 SK플래닛 손익 개선으로 전년동기대비 2.8% 증가하고 순이익도 SK하이닉스 지분법 이익 증가로 20.7% 늘었다. 요금인하로 이동통신 매출액과 가입자당 매출액(ARPU)이 3분기만에 감소세로 돌아섰다.

# Pros & cons: 18년 손익 개선, 5G가 중장기 성장 동력

미디어, 사물인터넷이 높은 성장을 지속하고 있다. 18년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 14.5% 증가할 전망이다. 18년 사물인터넷 이동통신 가입자와 매출액은 전년대비 각각 11.4%, 10.5% 늘어날 것이다. IoT 전용LoRa망을 이용하는 소물인터넷 가입자도 크게 늘어날 전망이다. 중장기적으로는 5G 서비스(VR, AR, AI, 자율주행 등)가 신성장 동력으로 부각될 것이다. 19년 초 세계 최초 5G 상용서비스를 목표로 하고 있다.

17년 영업이익은 마케팅비용 및 감가상각비 증가로 전년대비 0.1% 증가하는데 그쳤으나 18년에는 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 9.9% 늘어날 전망이다. 17년에 흑자로 전환한 IPTV는 18년에 손익이 더욱 호전될 것이다. SK플래닛은 영업손실 폭이 17년 2,683억원에서 18년 1,372억원으로 줄어들면서 연결 손익 호전에 기여할 전망이다. 요금인하(할인율 상향, 취약계층 요금 감면)의 손익 영향은 대리점 리베이트 조정 등 마케팅비용 절감 노력으로 축소될 전망이다.

# 매수(유지)

# 목표주가: 346,000원(유지)

Stock Data		
KOSPI(2/5)		2,492
주가(2/5)		260,000
시가총액(십억원	<u>l</u> )	20,994
발행주식수(백민	<u>F</u> )	81
52주 최고/최저	가(원)	283,500/219,500
일평균거래대금	(6개월, 백만원)	42,898
유동주식비율/오	국인지분율(%)	62.2/41.4
주요주주(%)	SK 외 3 인	25.2
	국민연금	9.0

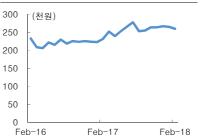
#### Valuation 지표

2016A	2017F	2018F
9.5	7.3	6.2
1.0	1.1	1.0
10.7	15.4	15.9
4.5	3.7	4.2
4.7	5.0	4.5
23,497	36,820	42,206
225,796	247,186	271,698
	9.5 1.0 10.7 4.5 4.7 23,497	9.5 7.3 1.0 1.1 10.7 15.4 4.5 3.7 4.7 5.0 23,497 36,820

#### 주기상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.8)	(6.0)	18.5
KOSPI 대비(%p)	(2.6)	(10.0)	(1.7)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 양종인

jiyang@truefriend.com

### 조민영

minyoung@truefriend.com

# Action: 배당 메리트, 지배구조 이슈, 5G 등이 긍정적

매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 목표주가는 SK하이닉스 지분법이익과 SK플래닛 이익을 제외한 조정이익 기준 통신부문 적정주가 214,027원(PER 12.9배 적용)과 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치 113,398원(각각20% 할인, 26% 할증)을 더해 산정했다. 배당수익률이 4.2%에 달한다. SK플래닛의 적자폭 축소, SK브로드밴드 손익 호전이 주가에 반영될 것이다. 18년에 SK하이닉스 배당과 연계한 배당정책, 분할 등 지배구조 변화가 적극 고려될 전망이다. 5G가 중장기적 성장 동력으로 부상할 것이다.

〈표 1〉 4분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,352.3	4,234.4	4,345.6	4,442.7	4,497.3	1.2	3.3	4,462.5
영업이익	302.0	410.5	423.3	392.4	310.4	(20.9)	2.8	344.6
영업이익률(%)	6.9	9.7	9.7	8.8	6.9			7.7
세전이익	564.1	724.2	748.4	1,004.1	926.6	(7.7)	64.3	848.3
순이익	474.7	583.5	620.5	793.0	590.0	(25.9)	20.7	643.7

자료: SK텔레콤, Quantiwise, 한국투자증권

### 〈표 2〉 연결 기준 이익 추이

(단위: 천명, 십억원, 원, %, %p)

		20	16			20	17		2016	2017P		4Q17F	•
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP			QoQ	YoY	컨센서스
이동통신 가입자수													
신규	1,552	1,536	1,503	1,504	1,583	1,385	1,462	1,391	6,095	5,821	(4.9)	(7.5)	
순증	295	229	301	144	238	160	163	38	969	600	(76.5)	(73.3)	
기말	28,921	29,150	29,451	29,595	29,833	29,993	30,156	30,195	29,595	30,195	0.1	2.0	
(LTE)	19,526	20,028	20,545	21,078	21,650	22,071	22,569	22,865	21,078	22,865	1.3	8.5	
(MVNO)	2,864	2,943	3,062	3,167	3,252	3,328	3,408	3,442	3,167	3,442	1.0	8.7	
(IoT)	1,768	1,885	1,988	2,033	2,073	2,115	2,172	2,182	2,033	2,182	0.4	7.3	
평균	28,774	29,036	29,301	29,523	29,714	29,913	30,075	30,175	29,111	29,895	0.3	2.2	
유선통신 가입자수													
IPTV	3,631	3,766	3,878	3,968	4,073	4,170	4,287	4,370	3,968	4,370	1.9	10.2	
초고속인터넷	5,092	5,145	5,181	5,207	5,310	5,344	5,403	5,439	5,207	5,439	0.7	4.5	
전화	4,405	4,356	4,325	4,278	4,227	4,200	4,161	4,110	4,278	4,110	(1.2)	(3.9)	
이동통신 ARPU	35,959	35,764	35,471	35,355	34,927	35,241	35,488	35,209	35,637	35,216	(8.0)	(0.4)	,
증가율(QoQ)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.3)	(1.5)	0.9	0.7	(0.8)	(2.6)	(1.2)			
매출액	4,228.5	4,267.3	4,243.8	4,352.3	4,234.4	4,345.6	4,442.7	4,497.3	17,091.8	17,520.0	1.2	3.3	4,462.5
SKT 별도	3,098.3	3,092.0	3,101.8	3,058.4	3,088.0	3,109.6	3,156.5	3,113.9	12,350.5	12,468.0	(1.4)	1.8	
영업비용	3,826.3	3,859.9	3,819.5	4,050.3	3,823.9	3,922.3	4,050.3	4,186.9	15,556.1	15,983.4	3.4	3.4	,
마케팅비용(별도)	717.0	721.0	720.0	796.0	759.6	767.7	797.6	794.2	2,954.0	3,119.1	(0.4)	(0.2)	
인건비	476.9	465.7	448.8	478.4	462.8	465.1	509.5	528.7	1,869.8	1,966.2	3.8	10.5	
감가상각비	748.9	752.2	764.3	802.3	792.7	805.8	816.6	831.9	3,068.6	3,246.7	1.9	3.7	
영업이익	402.1	407.4	424.3	301.9	410.5	423.3	392.4	310.4	1,535.7	1,536.6	(20.9)	2.8	344.6
세전이익	736.1	364.8	431.2	564.1	724.2	748.4	1,004.1	926.6	2,096.1	3,403.2	(7.7)	64.3	,
당기순이익	572.3	291.0	322.1	474.7	583.5	620.5	793.0	660.6	1,660.1	2,657.6	(16.7)	39.2	
지배주주지분 순이익	571.8	290.1	325.1	488.9	589.1	624.9	795.8	590.0	1,676.0	2,599.8	(25.9)	20.7	643.7
지분법 이익	74.9	41.9	112.0	315.7	380.0	498.3	689.5	665.2	544.5	2,232.9	(3.5)	110.7	,
SK 하이닉스 순이익	448.0	286.1	597.8	1,628.6	1,898.0	2,468.5	3,054.2	3,220.7	2,960.5	10,641.5	5.5	97.8	
EBITDA	1,151.0	1,159.6	1,188.6	1,104.2	1,203.2	1,229.0	1,209.0	1,142.4	4,603.4	4,783.6	(5.5)	3.5	
EBITDA/매출액	27.2	27.2	28.0	25.4	28.4	28.3	27.2	25.4	26.9	27.3	(1.8)	0.0	
영업이익/매출액	9.5	9.5	10.0	6.9	9.7	9.7	8.8	6.9	9.0	8.8	(1.9)	(0.0)	

자료: SK텔레콤, Quantiwise, 한국투자증권

### 〈표 3〉 SK텔레콤 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 배, 원)

	2016	2017	2018F	2019F
SK 하이닉스 지분법 평가 손익	576.5	2,264.9	2,561.3	2,342.9
SK 플래닛 순이익	(31.0)	(564.2)	(137.4)	15.7
지분법 손익 제외 조정 순이익	1,215.0	894.0	1,035.6	1,158.7
지분법이익, SK 플래닛 이익 제외 조정 순이익	1,245.4	1,448.0	1,170.6	1,143.3
조정 순이익 기준 EPS	17,461	20,508	16,578	16,192
조정 순이익 기준 12MF EPS				16,540
조정 순이익 기준 Target PER				12.9
SK 하이닉스, SK 플래닛 이익 제외 주당 주식 가치 (A)				214,027
SK 하이닉스 보유지분 시가총액				10,256.2
지분율(%)				20.1
할인후 SK 하이닉스 지분 가치				8,205.0
할인율(%)				20.0
SK 플래닛 장부가치				1,064.2
SK 플래닛 지분가치				1,340.9
SK 하이닉스 자산가치/SKT 주식수 (B)				113,398
SK 플래닛 자산가치/SKT 주식수 (C)				18,532
SK 텔레콤 적정 주가 (A+B+C)				345,956

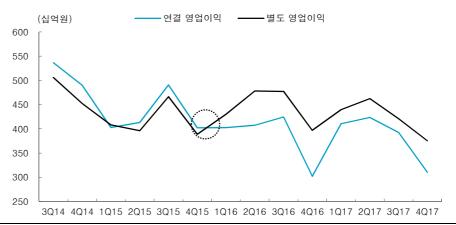
자료: 한국투자증권

# 〈표 4〉 이동통신 기입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰) (단위: 천명)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
순증(알뜰폰+자사 가입자)	161	152	295	229	301	144	238	160	163	38
알뜰폰	137	135	166	79	119	105	85	75	80	34
자사 가입자	24	17	129	150	182	39	153	85	83	5
사물인터넷(IoT)	103	91	120	117	84	63	40	42	57	10
자사 휴대폰	(79)	(74)	9	33	98	(24)	113	42	26	(5)

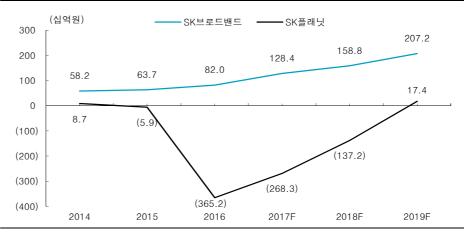
자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

### [그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



자료: 한국투자증권

### [그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이



자료: 각사, 한국투자증권

### 〈표 5〉 SK플래닛 실적 추이

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
총자산	2,528.1	2,579.3	2,407.0	1,935.7	1,872.2	1,877.3	1,862.3	NA
부채	766.8	746.8	784.6	834.2	807.9	892,4	933.1	NA
자본	1,761.2	1,832.5	1,622.4	1.101.5	1,064.2	984.9	929.2	NA
매출액	1,378.2	1,512.5	1,624.6	1,170.9	254.7	274.0	285.1	268.0
영업이익	13.0	8.7	(5.9)	(365.2)	(51.3)	(76.6)	(55.2)	(90.2)
순이익	201.6	1.6	(75.1)	(31.0)	(42.7)	(106.0)	(55.5)	NA

주 1.16년 1분기 로엔 매각차익 3,147억원 반영

2. 17년 4분기 실적은 광고사업 매각 후 기준

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

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

### 재무상태표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,160	5,997	6,844	7,846	9,211
현금성자산	769	1,505	1,927	2,618	3,394
매출채권및기타채권	3,031	3,369	3,453	3,486	3,521
재고자산	274	260	266	269	272
비유동자산	23,421	25,301	25,344	25,746	25,953
투자자산	8,343	8,514	8,846	9,488	9,583
유형자산	10,371	10,374	9,994	9,870	9,919
무형자산	4,213	5,709	5,782	5,660	5,716
자산총계	28,581	31,298	32,187	33,592	35,164
유동부채	5,256	6,444	5,773	5,502	5,523
매입채무및기타채무	3,389	4,260	4,367	4,408	4,452
단기차입금및단기사채	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	890	840	790
비유동부채	7,951	8,737	8,594	8,316	8,039
사채	6,439	6,339	6,139	5,839	5,539
장기차입금및금융부채	211	140	140	140	140
부채총계	13,207	15,181	14,367	13,818	13,562
지배주주지분	15,251	15,971	17,699	19,678	21,532
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	17,930	20,159	22,263
비지배주주지분	123	145	122	96	70
자본총계	15,374	16,116	17,821	19,774	21,602

# (단위: 십억원) **손익계산서**

손익계산서				(단위	: 십억원)
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,137	17,092	17,520	17,686	17,863
영업이익	1,708	1,536	1,537	1,689	1,798
금융수익	104	575	172	161	190
이자수익	46	54	76	81	108
금융비용	350	327	408	460	450
이자비용	298	290	295	278	265
기타영업외손익	(213)	(232)	(131)	(103)	(103)
관계기업관련손익	786	545	2,233	2,529	2,529
세전계속사업이익	2,035	2,096	3,403	3,817	3,748
법인세비용	519	436	746	840	825
연결당기순이익	1,516	1,660	2,658	2,977	2,923
지배주주지분순이익	1,519	1,676	2,600	2,980	2,926
기타포괄이익	2	(247)	(247)	(247)	(247)
총포괄이익	1,518	1,413	2,410	2,730	2,676
지배주주지분포괄이익	1,522	1,433	2,433	2,756	2,701
EBITDA	4,701	4,604	4,783	4,891	5,077

### 현금흐름표

				(= 11	
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,778	4,243	3,222	3,382	3,694
당기순이익	1,516	1,660	2,658	2,977	2,923
감가상각비	2,993	3,069	3,247	3,202	3,278
자산부채변동	(686)	14	(428)	(243)	46
기타	(45)	(500)	(2,255)	(2,554)	(2,553)
투자활동현금흐름	(2,880)	(2,462)	(1,620)	(1,593)	(1,748)
유형자산투자	(2,479)	(2,490)	(2,889)	(3,100)	(3,350)
유형자산매각	37	23	23	23	23
투자자산순증	(150)	102	1,651	1,638	2,185
무형자산순증	(124)	(619)	(73)	122	(56)
기타	(164)	522	(332)	(276)	(550)
	(965)	(1,045)	(1,181)	(1,098)	(1,169)
자본의증가	0	36	0	0	0
차입금의순증	623	(235)	(500)	(350)	(350)
배당금지급	(668)	(706)	(706)	(706)	(777)
기타	(920)	(140)	25	(42)	(42)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	(66)	736	422	690	776
ス・V_IEDC (はは) コス					

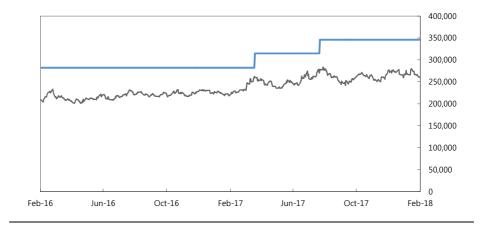
### (단위: 십억원) **주요투자지표**

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,988	23,497	36,820	42,206	41,442
BPS	216,875	225,796	247,186	271,698	294,661
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.2)	(0.3)	2.5	1.0	1.0
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	0.1	9.9	6.5
순이익증가율	(15.7)	10.4	55.1	14.6	(1.8)
EPS증가율	(16.6)	12.0	56.7	14.6	(1.8)
EBITDA증가율	(0.3)	(2.1)	3.9	2.3	3.8
수익성(%)					
영업이익률	10.0	9.0	8.8	9.6	10.1
순이익률	8.9	9.8	14.8	16.8	16.4
EBITDA Margin	27.4	26.9	27.3	27.7	28.4
ROA	5.4	5.5	8.4	9.1	8.5
ROE	10.2	10.7	15.4	15.9	14.2
배당수익률	4.6	4.5	3.7	4.2	4.6
배당성향	46.6	42.1	27.2	26.1	29.0
안정성					
순차입금(십억원)	6,127	5,618	4,281	2,966	1,291
차입금/자본총계비율(%)	50.3	48.1	40.2	34.5	30.0
Valuation(X)					
PER	10.3	9.5	7.3	6.2	6.3
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.6	4.7	5.0	4.5	4.0

주: K-IFRS (연결) 기준

#### 투자의견 및 목표주가 변경내역

				괴리율	
종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK텔레콤(017670)	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 2018년 2월 5일 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.