

SK텔레콤(017670)

매수(유지)

목표주가: 346,000원(유지)

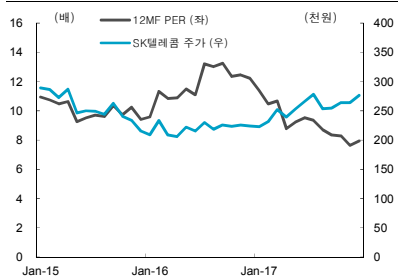
Stock Data

KOSPI(12/13)	2,481
주가(12/13)	276,500
시가총액(십억원)	22,326
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	283,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,301
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/41.8
주요주주(%)	SK 외 3인 25.2
	국민연금 9.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.5	11.5	18.9
상대주가(%p)	11.5	7.0	(2.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q17 Preview: 배당 메리트, 자회사 가치 상승

4분기 영업실적은 시장 컨센서스 수준으로 예상

4분기 영업실적은 대체로 시장 컨센서스 수준으로 추정된다. 매출액은 자회사 매출 호조로 시장 예상치를 1.5% 상회할 전망이다. 영업이익은 3,592억원으로 시장 예상치를 5% 하회할 것이나 순이익은 6,948억원으로 4.1% 상회할 것으로 추정된다. 연결 매출액은 자회사 매출 호조와 이동통신 매출의 증가세 전환으로 전년동기대비 4.1% 늘어날 것이다. 영업이익은 SK브로드밴드와 SK플래닛 손익 개선으로 전년동기대비 19% 증가하고 순이익은 SK하이닉스 지분법 이익 증가로 42.1% 늘어날 전망이다.

미디어, 사물인터넷(IoT)이 단기, 5G가 중장기 성장 동력

미디어, 사물인터넷이 높은 성장을 지속하고 있다. 17년, 18년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 각각 18.5%, 14.4% 증가할 전망이다. 17년 사물인터넷 이동통신 가입자와 매출액은 전년대비 각각 11.1%, 10.5% 늘어날 것이다. 18년부터는 IoT 전용 LoRa망을 이용하는 사물인터넷 가입자도 크게 늘어날 전망이다. 중장기적으로는 5G 서비스(VR, AR, AI, 자율주행 등)가 신성장 동력으로 부각될 것이다.

요금인하 영향은 자회사 손익 개선과 마케팅비용 절감으로 만회

17년 영업이익은 마케팅비용 및 감가상각비 증가로 전년대비 3.2% 증가하는데 그칠 것이나 18년에는 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 10.8% 늘어날 전망이다. IPTV는 17년에 흑자로 전환하고 18년에 손익이 더욱 호전될 것이다. SK플래닛은 영업이익 적자폭이 17년 2,372억원에서 18년 1,045억원으로 줄어들면서 연결 손익 호전에 기여할 전망이다. 요금인하(할인을 상향, 취약계층 요금 감면)의 손익 영향은 대리점 리베이트 조정 등 마케팅비용 절감 노력으로 축소될 전망이다.

배당 메리트, 하이닉스 가치 반영 등이 긍정 요인, 매수 유지

매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 목표주가는 SK하이닉스 지분법 이익과 SK플래닛 이익을 제외한 조정이익 기준 통신부문 적정주가 205,401원(PER 12.7배 적용)과 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치 125,358원(각각 20%, 5% 할인)을 더해 산정했다. 기말 배당수익률이 3.3%(연간 3.6%)에 달한다. SK플래닛의 적자 축소, SK하이닉스 지분가치가 주가에 반영될 것이다. 18년에 SK하이닉스 배당과 연계한 배당정책, 분할 등 지배구조 변화가 고려될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	17,137	1,708	1,519	20,988	(16.6)	4,701	10.3	4.6	1.0	10.2	4.6
2016A	17,092	1,536	1,676	23,497	12.0	4,604	9.5	4.7	1.0	10.7	4.5
2017F	17,553	1,585	2,705	38,305	63.0	4,837	7.2	5.1	1.1	16.0	3.6
2018F	17,753	1,757	3,033	42,955	12.1	4,959	6.4	4.7	1.0	16.1	3.6
2019F	17,939	1,848	2,838	40,192	(6.4)	5,126	6.9	4.2	0.9	13.7	4.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인
jiyang@truefriend.com

조민영
minyoung@truefriend.com

<표 1> 연결 기준 이익 추이

(단위: 천명, 십억원, 원, %, %p)

	2016				2017				2016	2017F	4Q17F		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	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	0.0	(2.8)	
순증	295	229	301	144	238	160	163	161	969	722	(1.2)	12.0	
기말	28,921	29,150	29,451	29,595	29,833	29,993	30,156	30,317	29,595	30,317	0.5	2.4	
(LTE)	19,526	20,028	20,545	21,078	21,650	22,150	22,569	23,069	21,078	23,069	2.2	9.4	
(MVNO)	2,864	2,943	3,062	3,167	3,252	3,332	3,408	3,473	3,167	3,473	1.9	9.7	
(IoT)	1,768	1,885	1,988	2,033	2,073	2,133	2,172	2,230	2,033	2,230	2.6	9.7	
평균	28,774	29,036	29,301	29,523	29,714	29,913	30,075	30,237	29,111	29,956	0.5	2.4	
유선통신 가입자수													
IPTV	3,631	3,766	3,878	3,968	4,073	4,170	4,287	4,374	3,968	4,374	2.0	10.2	
초고속인터넷	5,092	5,145	5,181	5,207	5,310	5,344	5,403	5,450	5,207	5,450	0.9	4.7	
전화	4,405	4,356	4,325	4,278	4,227	4,200	4,161	4,121	4,278	4,121	(1.0)	(3.7)	
이동통신 ARPU	35,959	35,764	35,471	35,355	34,927	35,241	35,488	35,467	35,637	35,281	(0.1)	0.3	
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	4,530.6	17,091.8	17,553.3	2.0	4.1	4,462.7
SKT 별도	3,098.3	3,092.0	3,101.8	3,058.4	3,088.0	3,109.6	3,156.5	3,150.7	12,350.5	12,504.9	(0.2)	3.0	
영업비용	3,826.3	3,859.9	3,819.5	4,050.3	3,823.9	3,922.3	4,050.3	4,171.4	15,556.1	15,967.9	3.0	3.0	
마케팅비용(별도)	717.0	721.0	720.0	796.0	759.6	767.7	797.6	809.2	2,954.0	3,134.1	1.5	1.7	
인건비	476.9	465.7	448.8	478.4	462.8	465.1	509.5	535.8	1,869.8	1,973.2	5.2	12.0	
감가상각비	748.9	752.2	764.3	802.3	792.7	805.8	816.6	836.6	3,068.6	3,251.7	2.5	4.3	
영업이익	402.1	407.4	424.3	301.9	410.5	423.3	392.4	359.2	1,535.7	1,585.4	(8.5)	19.0	378.1
세전이익	736.1	364.8	431.2	564.1	724.2	748.4	1,004.1	878.9	2,096.1	3,355.6	(12.5)	55.8	
당기순이익	572.3	291.0	322.1	474.7	583.5	620.5	793.0	694.1	1,660.1	2,691.1	(12.5)	46.2	
지배주주지분 순이익	571.8	290.1	325.1	488.9	589.1	624.9	795.8	694.8	1,676.0	2,704.7	(12.7)	42.1	667.5
지분법 이익	74.9	41.9	112.0	315.7	380.0	498.3	689.5	652.7	544.5	2,220.4	(5.3)	106.7	
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	10.6	107.4	
EBITDA	1,151.0	1,159.6	1,188.6	1,104.2	1,203.2	1,229.0	1,209.0	1,195.8	4,603.4	4,837.1	(1.1)	8.3	
EBITDA/매출액	27.2	27.2	28.0	25.4	28.4	28.3	27.2	26.4	26.9	27.6	(0.8)	1.0	
영업이익/매출액	9.5	9.5	10.0	6.9	9.7	9.7	8.8	7.9	9.0	9.0	(0.9)	1.0	

자료: SK텔레콤, Quantwise, 한국투자증권

<표 2> SK텔레콤 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 배, 원)

	2015	2016	2017F	2018F
SK 하이닉스 지분법 평가 손익	818.1	576.5	2,252.4	2,571.2
SK 플레넷 순이익	(75.1)	(31.0)	(263.2)	(104.7)
지분법 손익 제외 조정 순이익	908.2	1,215.0	911.2	1,037.8
지분법이익, SK 플레넷 이익 제외 조정 순이익	983.3	1,245.4	1,169.6	1,140.6
조정 순이익 기준 EPS	13,590	17,461	16,564.4	16,153.0
조정 순이익 기준 12MF EPS				16,173.3
조정 순이익 기준 Target PER				12.7
SK 하이닉스, SK 플레넷 이익 제외 주당 주식 가치 (A)				205,401
SK 하이닉스 보유지분 시가총액				11,220.5
지분율(%)				20.1
할인후 SK 하이닉스 지분 가치				8,976.4
할인율(%)				20.0
SK 플레넷 장부가치				1,064.2
할인후 SK 플레넷 장부가치				1,011.0
SK 하이닉스 자산가치/SKT 주식수 (B)				125,358
SK 플레넷 자산가치/SKT 주식수 (C)				14,862
SK텔레콤 적정 주가 (A+B+C)				345,621

자료: SK텔레콤, 한국투자증권

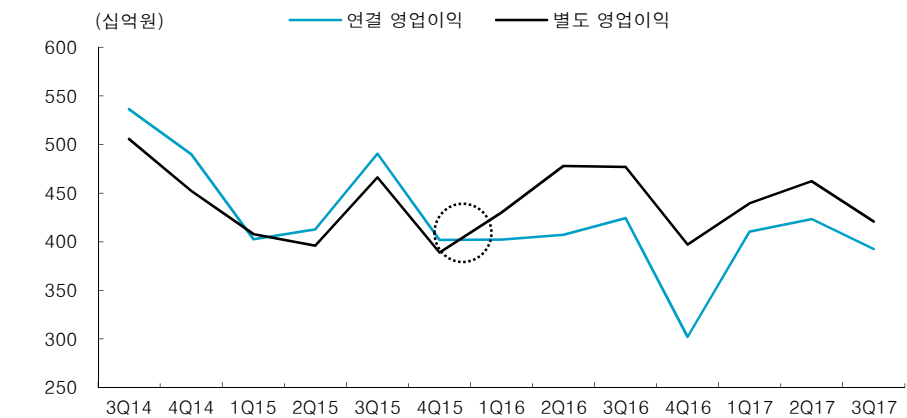
<표 3> 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)

(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

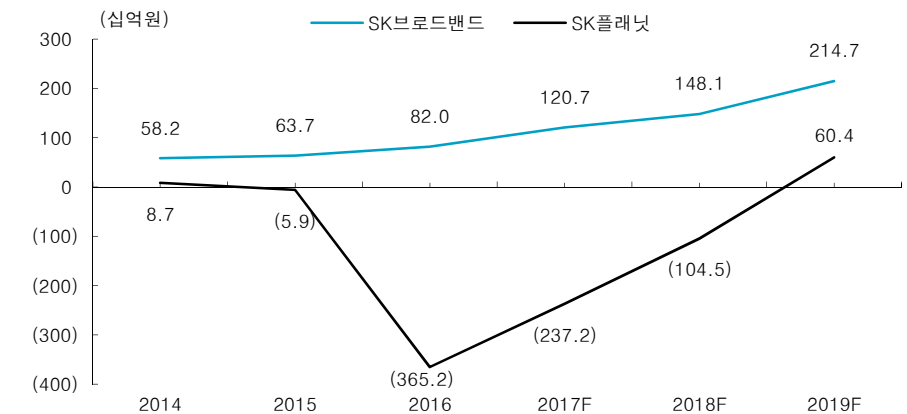
자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

[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	1,862.3
부채	766.8	746.8	784.6	834.2	761.1	753.3	834.2	807.9	892.4	933.1
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	929.2
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: 16년 1분기 로엔 매각차익 3,147억원 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	6,857	7,876	9,250
현금성자산	769	1,505	1,931	2,627	3,408
매출채권및기타채권	3,031	3,369	3,460	3,499	3,536
재고자산	274	260	267	270	273
비유동자산	23,421	25,301	25,379	25,812	26,027
투자자산	8,343	8,514	8,863	9,524	9,623
유형자산	10,371	10,374	10,000	9,876	9,925
무형자산	4,213	5,709	5,793	5,681	5,740
자산총계	28,581	31,298	32,235	33,687	35,277
유동부채	5,256	6,444	5,783	5,432	5,486
매입채무및기타채무	3,389	4,260	4,375	4,425	4,471
단기차입금및단기사채	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	890	840	790
비유동부채	7,951	8,737	8,598	8,325	8,049
사채	6,439	6,339	6,139	5,839	5,539
장기차입금및금융부채	211	140	140	140	140
부채총계	13,207	15,181	14,381	13,757	13,535
지배주주지분	15,251	15,971	17,732	19,836	21,671
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	17,964	20,317	22,402
비지배주주지분	123	145	122	95	70
자본총계	15,374	16,116	17,854	19,931	21,742

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,778	4,243	3,279	3,339	3,630
당기순이익	1,516	1,660	2,691	3,030	2,835
감가상각비	2,993	3,069	3,252	3,202	3,278
자산부채변동	(686)	14	(423)	(328)	79
기타	(45)	(500)	(2,241)	(2,565)	(2,562)
투자활동현금흐름	(2,880)	(2,462)	(1,673)	(1,616)	(1,749)
유형자산투자	(2,479)	(2,490)	(2,900)	(3,100)	(3,350)
유형자산매각	37	23	23	23	23
투자자산순증	(150)	102	1,622	1,629	2,190
무형자산순증	(124)	(619)	(84)	112	(59)
기타	(164)	522	(334)	(280)	(553)
재무활동현금흐름	(965)	(1,045)	(1,180)	(1,027)	(1,100)
자본의증가	0	36	0	0	0
차입금의순증	623	(235)	(500)	(350)	(350)
배당금지급	(668)	(706)	(706)	(706)	(706)
기타	(920)	(140)	26	29	(44)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	(66)	736	426	697	781

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

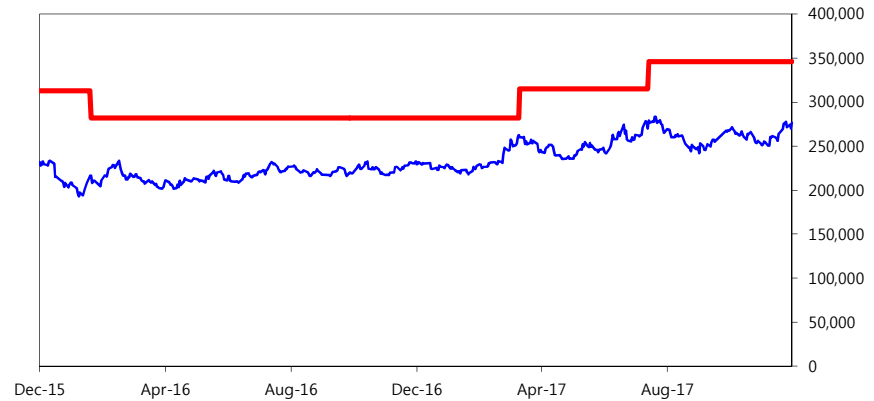
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,137	17,092	17,553	17,753	17,939
영업이익	1,708	1,536	1,585	1,757	1,848
금융수익	104	575	167	161	190
이자수익	46	54	71	81	109
금융비용	350	327	374	431	421
이자비용	298	290	278	262	249
기타영업외손익	(213)	(232)	(243)	(215)	(216)
관계기업관련손익	786	545	2,220	2,539	2,539
세전계속사업이익	2,035	2,096	3,356	3,811	3,566
법인세비용	519	436	665	781	731
연결당기순이익	1,516	1,660	2,691	3,030	2,835
지배주주지분순이익	1,519	1,676	2,705	3,033	2,838
기타포괄이익	2	(247)	(247)	(247)	(247)
총포괄이익	1,518	1,413	2,444	2,783	2,588
지배주주지분포괄이익	1,522	1,433	2,467	2,809	2,612
EBITDA	4,701	4,604	4,837	4,959	5,126

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,988	23,497	38,305	42,955	40,192
BPS	216,875	225,796	247,605	273,652	296,387
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.2)	(0.3)	2.7	1.1	1.0
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	3.2	10.8	5.2
순이익증가율	(15.7)	10.4	61.4	12.1	(6.4)
EPS증가율	(16.6)	12.0	63.0	12.1	(6.4)
EBITDA증가율	(0.3)	(2.1)	5.1	2.5	3.4
수익성(%)					
영업이익률	10.0	9.0	9.0	9.9	10.3
순이익률	8.9	9.8	15.4	17.1	15.8
EBITDA Margin	27.4	26.9	27.6	27.9	28.6
ROA	5.4	5.5	8.5	9.2	8.2
ROE	10.2	10.7	16.0	16.1	13.7
배당수익률	4.6	4.5	3.6	3.6	4.0
배당성향	46.6	42.1	26.1	23.3	27.4
안정성					
순차입금(십억원)	6,127	5,618	4,275	2,951	1,269
차입금/자본총계비율(%)	50.3	48.1	40.2	34.2	29.8
Valuation(X)					
PER	10.3	9.5	7.2	6.4	6.9
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.6	4.7	5.1	4.7	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SK텔레콤(017670)	2015.11.30	매수	313,000원	-30.7	-25.2
	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 12월 13일 현재 SK텔레콤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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.