

SK텔레콤(017670)

매수(유지)

목표주가: 315,000원(유지)

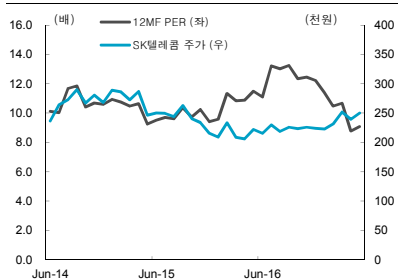
Stock Data

KOSPI(5/29)	2,353
주가(5/29)	250,000
시가총액(십억원)	20,186
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	262,500/208,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	40,287
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/42.9
주요주주(%)	SK 외 4인 25.2
	국민연금 9.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.4	11.9	15.5
상대주가(%p)	(2.3)	(7.1)	(4.0)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

NDR 후기: 자회사 손익 호전, 미디어 및 IoT 성장성

미국 투자가 대상 NDR 실시, 긍정적으로 평가

우리는 SK텔레콤과 함께 미국 투자가를 대상으로 NDR을 실시했다. 투자가는 미래 성장 전략, 단통법의 지원금 상한 일몰 영향, e커머스 손익 추이, 5G 서비스 일정과 투자비 부담, 신 정부의 통신정책, 지배구조 변화 등에 관심이 많았다. 투자가는 자회사의 손익 호전, 경쟁 완화, 배당 정책 등을 긍정적으로 평가했다. 요금규제는 리스크 요인으로 지적됐다.

미디어, IoT 등 성장성 높음

NDR에서 미래 성장 전략, SK플래닛 등 자회사의 손익 개선, 경쟁 완화와 배당 메리트 등이 긍정적인 요인으로 부각됐다. 첫째, 통신사업 강화와 신규 사업으로 성장성을 높여갈 것이다. 이동통신 매출액은 휴대폰 위주 가입자 증대, 데이터 트래픽 증가로 3분기부터 늘어날 전망이다. 또한 IPTV(유선 409만명, 무선 700만명 등 1,109만명), IoT(207만명), 커머스 등 신규 사업으로 성장성을 높일 것이다. 인터넷 전용 LoRa망 구축으로 소물인터넷 가입자가 크게 늘어날 전망이다.

SK플래닛 등 자회사 손익 개선, 배당 메리트

둘째, 자회사 손익 개선으로 연결 손익도 호전될 것이다. SK플래닛(11번가, 시럽 운영)은 매출 증가와 마케팅비용 감소로 적자폭이 축소되고 19년에 흑자 전환할 전망이다. 우리는 영업 손실이 16년 3,652억원에서 17년 2,453억원, 18년 1,025억원으로 줄어든 것으로 추정한다. SK브로드밴드는 IPTV 가입자 증가로 손익이 개선되고 SK하이닉스는 손익이 대폭 호전되고 있다. 셋째, 배당 메리트가 높을 것이다. 17년 배당은 10,000원이 유지되고 18년, 19년에는 10,000원 이상을 지급할 계획이다.

요금규제는 부담, 미국의 망중립성 완화 추진은 한국에 긍정적

정부의 정책은 긍정 요인과 부정 요인이 상충된다. 기본료 폐지 등 요금규제는 부담 요인이나 미국에서 FCC가 추진 중인 망 중립성 완화 정책이 한국에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 보았다. 5G는 AI, 자율 주행 등 새로운 수익 모델이 제시되면 성장 동력이 될 것이다. 주파수 확보 및 설비투자 비용에 대한 우려가 있었으나 4G와 5G의 공동활용, 점진적인 설비투자로 부담을 줄일 것으로 보인다.

결론: 매수의견과 목표주가 315,000원 유지

매수의견과 목표주가 315,000원을 유지한다. 목표주가는 통신부문 가치와 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치를 더해 산정했다. 배당수익률이 4%에 달한다. 주가는 배당 메리트, 자회사 수익성 호전을 반영해 상승할 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	17,341	1,681	2,251	31,880	35.7	4,857	7.8	4.7	1.0	13.5	4.0
2018F	17,793	1,872	2,363	33,470	5.0	5,086	7.5	4.3	1.0	13.1	4.0
2019F	18,303	2,031	2,526	35,770	6.9	5,322	7.0	3.8	0.9	13.0	4.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인 3276-6153
jiyang@truefriend.com조민영 3276-6169
minyoung@truefriend.com

<표 1> SK텔레콤 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 배, 원)

	2015	2016	2017F	2018F
SK 하이닉스 지분법 평가 손익	818.1	576.5	1,507.1	1,482.3
SK 플래닛 순이익	(75.1)	(31.0)	(243.7)	(102.7)
지분법 손익 제외 조정 순이익	908.2	1,215.0	1,039.2	1,183.6
지분법이익, SK 플래닛 이익 제외 조정 순이익	983.3	1,245.4	1,278.4	1,284.5
조정 순이익 기준 EPS	13,590	17,461	18,106	18,191
조정 순이익 기준 12MF EPS				18,133
조정 순이익 기준 Target PER				11.7
SK 하이닉스, SK 플래닛 이익 제외 주당 주식 가치 (A)				212,244
SK 하이닉스 보유지분 시가총액				8,459.2
지분율(%)				20.1
할인후 SK 하이닉스 지분 가치				6,344.4
할인율(%)				25.0
SK 플래닛 장부가치				1,101.5
할인후 SK 플래닛 장부가치				826.1
SK 하이닉스 자산가치/SKT 주식수 (B)				88,601
SK 플래닛 자산가치/SKT 주식수 (C)				15,383
SK텔레콤 적정 주가 (A+B+C)				316,228

자료: SK텔레콤, 한국투자증권

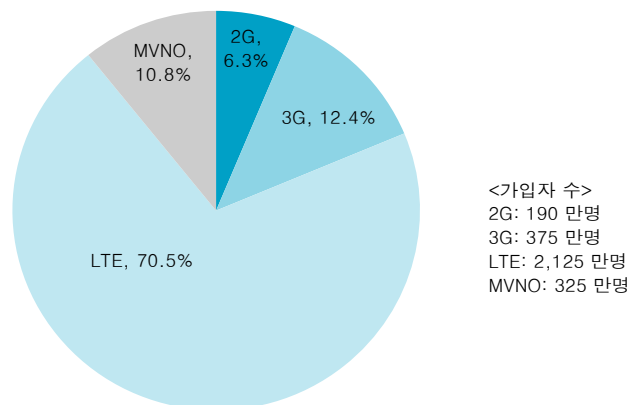
<표 2> 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)과 마케팅비용

(단위: 천명, 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
순증(알뜰폰+자사 가입자)	(253)	287	161	152	295	229	301	144	238
알뜰폰	159	127	137	135	166	79	119	105	85
자사 가입자	(411)	160	24	17	129	150	182	39	153
사물인터넷(IoT)	92	99	103	91	120	117	84	63	40
자사 휴대폰	(503)	61	(79)	(74)	9	33	98	(24)	113
마케팅 비용	846	740	749	721	717	721	720	796	760

자료: SKT, 미래부, 한국투자증권

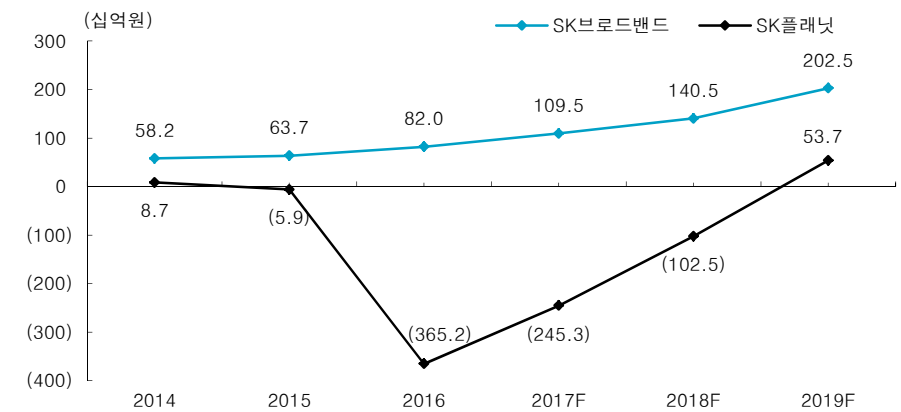
[그림 1] SK텔레콤의 이동통신 가입자 구성



주: 가입자는 17년 3월 기준

자료: 미래부, 한국투자증권

[그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이



자료: 각사, 한국투자증권

<표 3> SK플래닛 실적 추이

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
총자산	1,648.0	2,528.1	2,579.3	2,407.0	1,935.7	2,183.2	2,065.3	1,979.0	1,935.7	1,872.2
부채	381.6	766.8	746.8	784.6	834.2	770.5	761.1	753.3	834.2	807.9
자본	1,266.3	1,761.2	1,832.5	1,622.4	1,101.5	1,412.7	1,304.2	886.1	1,101.5	1,064.2
매출액	1,034.7	1,378.2	1,512.5	1,624.6	1,170.9	350.1	260.0	269.6	291.2	254.7
영업이익	26.1	13.0	8.7	(5.9)	(365.2)	(43.2)	(106.7)	(96.6)	(118.7)	(51.3)
순이익	12.0	201.6	1.6	(75.1)	(31.0)	256.1	(66.5)	(95.2)	(125.4)	(42.7)

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	6,601	7,538	8,888
현금성자산	769	1,505	1,734	2,278	2,929
매출채권및기타채권	3,031	3,369	3,418	3,507	3,608
재고자산	274	260	264	271	278
비유동자산	23,421	25,301	24,922	25,378	25,857
투자자산	8,343	8,514	8,409	9,011	9,270
유형자산	10,371	10,374	10,076	9,940	9,976
무형자산	4,213	5,709	5,723	5,694	5,857
자산총계	28,581	31,298	31,523	32,915	34,746
유동부채	5,256	6,444	5,446	5,472	5,836
매입채무및기타채무	3,389	4,260	4,322	4,435	4,562
단기차입금및단기사채	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	890	840	790
비유동부채	7,951	8,737	8,670	8,629	8,597
사채	6,439	6,339	6,239	6,138	6,038
장기차입금및금융부채	211	140	140	140	140
부채총계	13,207	15,181	14,116	14,101	14,432
지배주주지분	15,251	15,971	17,281	18,708	20,229
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	17,512	19,190	20,960
비지배주주지분	123	145	126	106	84
자본총계	15,374	16,116	17,407	18,814	20,313

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,778	4,243	3,195	4,122	4,690
당기순이익	1,516	1,660	2,244	2,361	2,523
감가상각비	2,993	3,069	3,176	3,214	3,291
자산부채변동	(686)	14	(732)	15	345
기타	(45)	(500)	(1,493)	(1,468)	(1,469)
투자활동현금흐름	(2,880)	(2,462)	(1,881)	(2,745)	(3,136)
유형자산투자	(2,479)	(2,490)	(2,900)	(3,100)	(3,350)
유형자산매각	37	23	23	23	23
투자자산순증	(150)	102	1,330	599	942
무형자산순증	(124)	(619)	(14)	29	(163)
기타	(164)	522	(320)	(296)	(588)
재무활동현금흐름	(965)	(1,045)	(1,085)	(834)	(903)
자본의증가	0	36	0	0	0
차입금의순증	623	(235)	(400)	(150)	(150)
배당금지급	(668)	(706)	(706)	(706)	(706)
기타	(920)	(140)	21	22	(47)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	(66)	736	229	543	651

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

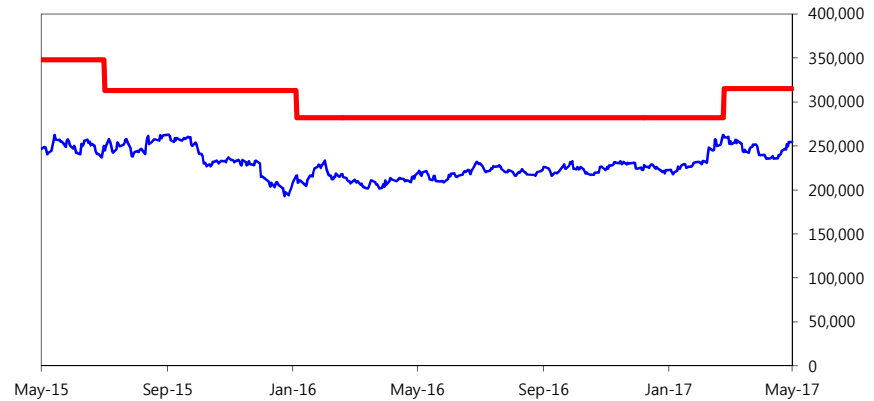
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,137	17,092	17,341	17,793	18,303
영업이익	1,708	1,536	1,681	1,872	2,031
금융수익	104	575	165	161	189
이자수익	46	54	68	81	108
금융비용	350	327	317	307	303
이자비용	298	290	280	269	264
기타영업외손익	(213)	(232)	(204)	(206)	(207)
관계기업관련손익	786	545	1,475	1,450	1,450
세전계속사업이익	2,035	2,096	2,799	2,970	3,174
법인세비용	519	436	556	609	651
연결당기순이익	1,516	1,660	2,244	2,361	2,523
지배주주지분순이익	1,519	1,676	2,251	2,363	2,526
기타포괄이익	2	(247)	(247)	(247)	(247)
총포괄이익	1,518	1,413	1,996	2,114	2,276
지배주주지분포괄이익	1,522	1,433	2,015	2,134	2,298
EBITDA	4,701	4,604	4,857	5,086	5,322

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,988	23,497	31,880	33,470	35,770
BPS	216,875	225,796	242,011	259,693	278,528
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.2)	(0.3)	1.5	2.6	2.9
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	9.5	11.4	8.5
순이익증가율	(15.7)	10.4	34.3	5.0	6.9
EPS증가율	(16.6)	12.0	35.7	5.0	6.9
EBITDA증가율	(0.3)	(2.1)	5.5	4.7	4.6
수익성(%)					
영업이익률	10.0	9.0	9.7	10.5	11.1
순이익률	8.9	9.8	13.0	13.3	13.8
EBITDA Margin	27.4	26.9	28.0	28.6	29.1
ROA	5.4	5.5	7.1	7.3	7.5
ROE	10.2	10.7	13.5	13.1	13.0
배당수익률	4.6	4.5	4.0	4.0	4.4
배당성향	46.6	42.1	31.4	29.9	30.8
안정성					
순차입금(십억원)	6,127	5,618	4,583	3,598	2,212
차입금/자본총계비율(%)	50.3	48.1	41.8	37.8	34.3
Valuation(X)					
PER	10.3	9.5	7.8	7.5	7.0
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.6	4.7	4.7	4.3	3.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 텔레콤(017670)	2015.06.05	매수	348,000 원
	2015.07.30	매수	313,000 원
	2016.02.02	매수	282,000 원
	2017.03.24	매수	315,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 29일 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.