

SK텔레콤(017670)

매수(유지)

목표주가: 315,000원(상향)

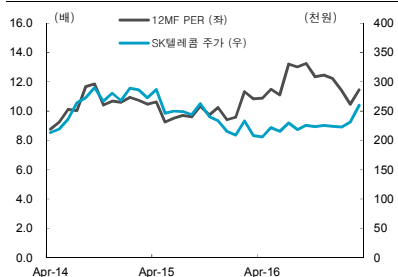
Stock Data

KOSPI(3/24)	2,169
주가(3/24)	260,000
시가총액(십억원)	20,994
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	262,500/201,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	36,302
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/41.9
주요주주(%)	SK 외 4인 25.2
	국민연금 8.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.3	17.9	23.8
상대주가(%p)	8.7	12.3	14.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 Preview: 1Q 수익 호전, 17년 이익 턴어라운드

1분기 영업실적은 시장 컨센서스 상회 예상

1분기 영업실적은 시장 컨센서스를 상회할 것으로 추정된다. 매출액은 4조 2,671억원으로 시장 예상치를 0.4% 밑돌 것이나 영업이익은 4,576억원으로 시장 예상치(4,118억원)를 11.1% 웃돌 것으로 보인다. 경쟁 완화로 마케팅비용이 감소한 데다 접속로 관련 승소로 346억원의 일회적 수익이 반영됐기 때문이다. 영업이익은 일회적 접속 수익 반영과 SK플래닛의 적자폭 축소로 전년동기대비 13.8% 늘어날 전망이다. 순이익은 SK하이닉스 지분법 이익이 대폭 늘어날 것이나 16년 1분기 로엔 지분매각이익 3,147억원 반영에 따른 영향으로 5% 감소할 전망이다. 영업이익이 전분기대비 51.5%나 증가할 것으로 보이는 것은 마케팅비용이 16년 4분기에 비해 크게 감소할 것이기 때문이다.

미디어, e커머스, IoT를 통한 성장 지속

미디어, e커머스, 사물인터넷의 성장성은 지속될 전망이다. 17년, 18년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 각각 17.3%, 17% 증가할 전망이다. 매출 호조로 수익성도 호전될 것이다. SK플래닛의 11번가는 성장성이 높은 데다 수익성이 개선될 전망이다. 방문자수 기준으로 국내 1위의 e커머스 업체로 등극했다. 소셜 커머스 3사의 마케팅 축소 등으로 마케팅비용이 감소해 적자 규모가 줄어들 것이다. 17년 사물인터넷 가입자는 23.1% 늘어날 것이다. IoT 전용 LoRa망 구축으로 사물인터넷 가입자가 크게 늘어날 전망이다. 원격검침, 보안, 스마트홈 등 영역에서 성장성이 두드러질 것으로 보인다.

자회사 손익 개선으로 17년, 18년 영업이익 12.9%, 12.8% 증가 예상

16년 영업이익은 SK플래닛 손익 악화로 전년대비 10.1% 줄었으나 17년, 18년은 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 12.9%, 12.8% 늘어날 전망이다. 특히 SK플래닛은 17년, 18년에 영업이익 적자폭이 전년대비 각각 1,051억원, 1,674억원 줄어들면서 연결 영업이익 증가에 기여할 전망이다. 17년 순이익은 SK하이닉스 지분법이익 증가로 21.1% 늘어날 것이다. 더욱이 16년 조정 순이익(16년 매각차익 4,547억원 제외) 대비로는 54.7% 증가할 것으로 예상된다.

매수의견, 목표주가를 315,000원으로 상향

SK텔레콤에 대한 매수의견을 유지하며 SK플래닛의 기업가치를 반영해 목표주가를 282,000원에서 315,000원으로 상향한다. 그동안 SK플래닛은 적자 지속으로 연결 손익을 줄여 valuation 산정 시 기업가치가 마이너스(-)로 반영됐으나 성장성이 높고 손익이 개선되고 있어 SK플래닛의 지분가치를 별도로 추정해 반영했다. 목표주가는 SK하이닉스

	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	17,462	1,734	2,030	28,745	22.3	4,910	9.0	4.8	1.1	12.3	3.8
2018F	18,011	1,956	2,247	31,816	10.7	5,134	8.2	4.5	1.0	12.7	3.8
2019F	18,191	1,800	2,410	34,137	7.3	5,379	7.6	4.1	1.0	12.6	4.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인 3276-6153
jiyang@truefriend.com

조민영 3276-6169
minyoung@truefriend.com

지분법 이익 및 SK플래닛 이익을 제외한 조정이익 기준 통신부문 적정주가 226,578원 (PER 12.4배 적용)과 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치 91,130원(25% 할인)을 더해 산정했다. 배당수익률이 3.8%에 달한다. 주가는 배당 메리트, SK하이닉스 수익 호전, 11번가의 성장성과 수익 개선을 반영해 상승할 전망이다. 사드 영향이 미미하고 조기 대선으로 규제 리스크가 줄어 주식 수급 여건 및 규제 환경이 우호적이다.

<표 1> 연결 기준 이익 추이

(단위: 천명, 십억원, 원, %, %p)

	2016				2017				2016	2017F	1Q17F		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY	컨센서스
이동통신 가입자수													
신규	1,552	1,536	1,503	1,504	1,500	1,600	1,497	1,497	6,095	6,094	(0.3)	(3.4)	
순증	295	229	301	144	230	220	210	210	969	870	59.7	(22.0)	
기말	28,921	29,150	29,451	29,595	29,825	30,045	30,255	30,465	29,595	30,465	0.8	3.1	
(LTE)	19,526	20,028	20,545	21,078	21,578	22,078	22,578	23,078	21,078	23,078	2.4	10.5	
(MVNO)	2,864	2,943	3,062	3,167	3,247	3,327	3,397	3,457	3,167	3,457	2.5	13.4	
(IoT)	1,768	1,885	1,988	2,033	2,147	2,264	2,383	2,502	2,033	2,502	5.6	21.4	
평균	28,774	29,036	29,301	29,523	29,710	29,935	30,150	30,360	29,111	30,030	0.6	3.3	
유선통신 가입자수													
IPTV	3,631	3,766	3,878	3,968	4,068	4,168	4,288	4,408	3,968	4,408	2.5	12.0	
초고속인터넷	5,092	5,145	5,181	5,207	5,242	5,292	5,342	5,392	5,207	5,392	0.7	2.9	
전화	4,405	4,356	4,325	4,278	4,239	4,199	4,160	4,121	4,278	4,121	(0.9)	(3.8)	
이동통신 ARPU	35,959	35,764	35,471	35,355	35,314	35,329	35,273	35,324	35,637	35,310	(0.1)	(1.8)	
증가율	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.3)	(0.4)	0.0	(0.2)	0.1	(2.6)	(0.9)			
매출액	4,228.5	4,267.3	4,243.8	4,352.3	4,267.1	4,342.6	4,322.2	4,530.3	17,091.8	17,462.1	(2.0)	0.9	4,282.3
SKT 별도	3,098.3	3,092.0	3,101.8	3,058.4	3,054.3	3,075.9	3,097.6	3,122.2	12,350.5	12,350.0	(0.1)	(1.4)	
영업비용	3,826.3	3,859.9	3,819.5	4,050.3	3,809.5	3,920.8	3,878.4	4,119.7	15,556.1	15,728.3	(5.9)	(0.4)	
마케팅비용(별도)	717.0	721.0	720.0	796.0	722.8	759.7	733.6	737.2	2,954.0	2,953.3	(9.2)	0.8	
인건비	476.9	465.7	448.8	478.4	503.1	491.3	473.5	497.5	1,869.8	1,965.4	5.2	5.5	
감가상각비	748.9	752.2	764.3	802.3	781.0	790.0	805.0	799.8	3,068.6	3,175.8	(2.6)	4.3	
영업이익	402.1	407.4	424.3	301.9	457.6	421.8	443.8	410.6	1,535.7	1,733.8	51.5	13.8	411.8
세전이익	736.1	364.8	431.2	564.1	704.8	697.0	698.5	533.0	2,096.1	2,633.3	24.9	(4.3)	
당기순이익	572.3	291.0	322.1	474.7	542.7	536.7	537.9	410.4	1,660.1	2,027.6	14.3	(5.2)	
지배주주지분 순이익	571.8	290.1	325.1	488.9	543.2	537.2	538.4	410.8	1,676.0	2,029.6	11.1	(5.0)	470.4
지분법 이익	74.9	41.9	112.0	315.7	335.1	351.1	339.2	283.4	544.5	1,308.8	6.2	347.4	
SK 하이닉스 순이익	448.0	286.1	597.8	1,628.6	1,729.0	1,811.8	1,750.1	1,460.6	2,960.5	6,751.5	6.2	285.9	
EBITDA	1,151.0	1,159.6	1,188.6	1,104.2	1,238.6	1,211.8	1,248.8	1,210.4	4,603.4	4,909.6	12.2	7.6	
EBITDA/매출액	27.2	27.2	28.0	25.4	29.0	27.9	28.9	26.7	26.9	28.1	3.7	1.8	
영업이익/매출액	9.5	9.5	10.0	6.9	10.7	9.7	10.3	9.1	9.0	9.9	3.8	1.2	

자료: SK텔레콤, Quantwise, 한국투자증권

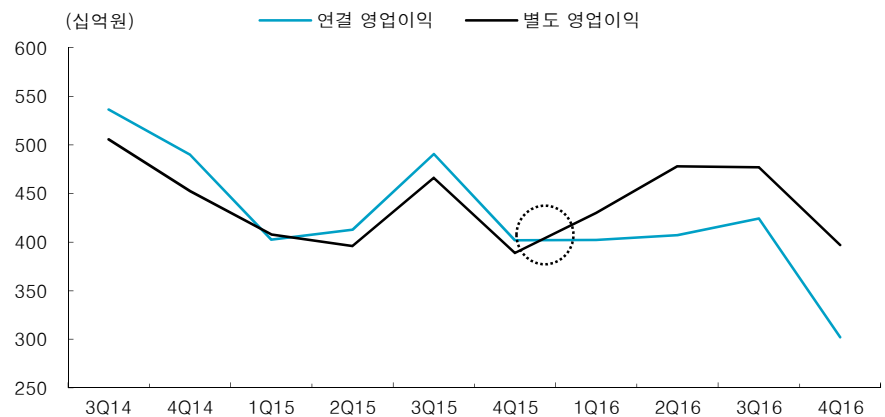
<표 2> SK텔레콤 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 배, 원)

	2015	2016	2017F	2018F
SK 하이닉스 지분법 평가 손익	890.6	570.4	1,300.8	1,279.8
SK 플래닛 순이익	-75.1	-31.0	-251.7	-86.2
지분법 손익 제외 조정 순이익	854.1	1,219.9	1,027.0	1,260.1
지분법이익, SK 플래닛 이익 제외 조정 순이익	929.2	1,250.3	1,274.2	1,344.7
조정 순이익 기준 EPS	12,842	17,529	18,045	19,044
조정 순이익 기준 12MF EPS				18,272
조정 순이익 기준 Target PER				12.4
SK 하이닉스, SK 플래닛 이익 제외 주당 주식 가치 (A)				226,578
SK 하이닉스 보유지분 시가총액				7,232.0
지분율(%)				20.1
할인후 SK 하이닉스 지분 가치				5,424.0
할인율(%)				25.0
SK 플래닛 장부가치				1,101.5
할인후 SK 플래닛 장부가치				826.1
SK 하이닉스 자산가치/SKT 주식수 (B)				75,747
SK 플래닛 자산가치/SKT 주식수 (C)				15,383
SK텔레콤 적정 주가 (A+B+C)				317,708

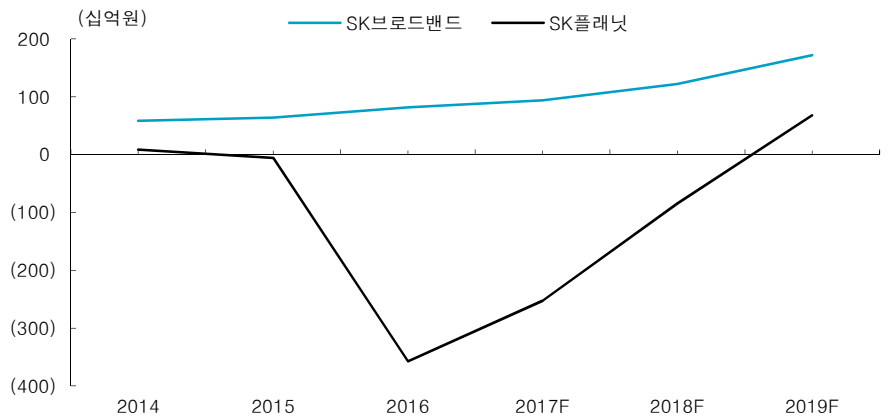
자료: SK텔레콤, 한국투자증권

[그림 1] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



자료: 한국투자증권

[그림 2] SK브로드밴드와 SK플래닛 영업이익 추이



자료: 각사, 한국투자증권

<표 3> SK플래닛 실적 추이

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
총자산	1,677.7	1,648.0	2,528.1	2,579.3	2,407.0	2,183.2	2,065.3	1,979.0	1,935.7
부채	423.9	381.6	766.8	746.8	784.6	770.5	761.1	753.3	834.2
자본	1,253.8	1,266.3	1,761.2	1,832.5	1,622.4	1,412.7	1,304.2	886.1	1,101.5
매출액	279.5	1,034.7	1,378.2	1,512.5	1,624.6	356.6	260.0	269.6	291.0
영업이익	8.6	26.1	13.0	8.7	(5.9)	(34.0)	(106.7)	(96.6)	(120.0)
순이익	11.0	12.0	201.6	1.6	(75.1)	256.1	(66.5)	(95.1)	(125.5)

주: 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	6,646	7,305	8,288
현금성자산	769	1,505	1,746	2,161	2,910
매출채권및기타채권	3,031	3,369	3,442	3,550	3,586
재고자산	274	260	265	274	277
비유동자산	23,421	25,301	25,025	25,295	25,481
투자자산	8,343	8,514	8,468	8,914	9,003
유형자산	10,371	10,374	10,076	9,875	9,907
무형자산	4,213	5,709	5,762	5,763	5,821
자산총계	28,581	31,298	31,672	32,600	33,769
유동부채	5,256	6,444	5,795	5,460	5,321
매입채무및기타채무	3,389	4,260	4,352	4,489	4,534
단기차입금및단기사채	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	890	840	790
비유동부채	7,951	8,737	8,686	8,658	8,582
사채	6,439	6,339	6,239	6,138	6,038
장기차입금및금융부채	211	140	140	140	140
부채총계	13,207	15,181	14,481	14,118	13,903
지배주주지분	15,251	15,971	17,063	18,373	19,777
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	17,294	18,854	20,508
비지배주주지분	123	145	128	109	88
자본총계	15,374	16,116	17,191	18,481	19,865

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,778	4,243	3,481	3,733	4,156
당기순이익	1,516	1,660	2,028	2,244	2,408
감가상각비	2,993	3,069	3,176	3,178	3,196
자산부채변동	(686)	14	(398)	(359)	(113)
기타	(45)	(500)	(1,325)	(1,330)	(1,335)
투자활동현금흐름	(2,880)	(2,462)	(2,153)	(2,483)	(2,503)
유형자산투자	(2,479)	(2,490)	(2,900)	(3,000)	(3,250)
유형자산매각	37	23	23	23	23
투자자산순증	(150)	102	1,105	619	976
무형자산순증	(124)	(619)	(54)	(1)	(58)
기타	(164)	522	(327)	(124)	(194)
재무활동현금흐름	(965)	(1,045)	(1,087)	(835)	(904)
자본의증가	0	36	0	0	0
차입금의순증	623	(235)	(400)	(150)	(150)
배당금지급	(668)	(706)	(706)	(706)	(706)
기타	(920)	(140)	19	21	(48)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	(66)	736	241	415	749

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

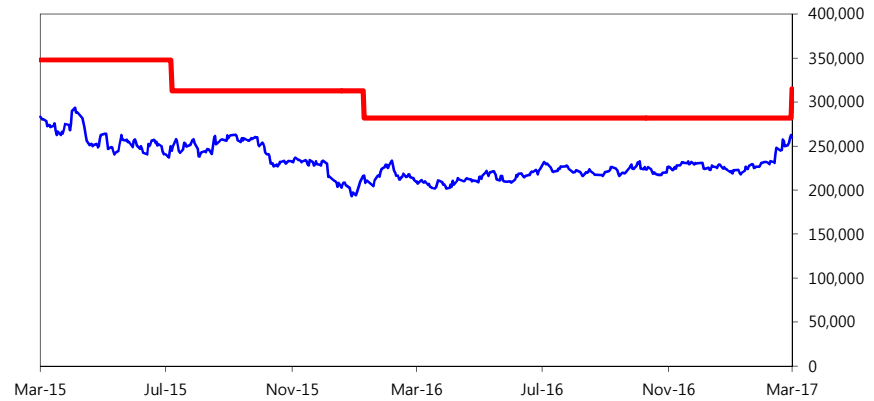
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,137	17,092	17,462	18,011	18,191
영업이익	1,708	1,536	1,734	1,956	1,800
금융수익	104	575	148	157	178
이자수익	46	54	68	77	97
금융비용	350	327	317	307	303
이자비용	298	290	280	269	264
기타영업외손익	(213)	(232)	(240)	(206)	(207)
관계기업관련손익	786	545	1,309	1,315	1,315
세전계속사업이익	2,035	2,096	2,633	2,915	3,127
법인세비용	519	436	606	670	719
연결당기순이익	1,516	1,660	2,028	2,244	2,408
지배주주지분순이익	1,519	1,676	2,030	2,247	2,410
기타포괄이익	2	(247)	(247)	(247)	(247)
총포괄이익	1,518	1,413	1,780	1,997	2,161
지배주주지분포괄이익	1,522	1,433	1,797	2,016	2,181
EBITDA	4,701	4,604	4,910	5,134	5,379

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,988	23,497	28,745	31,816	34,137
BPS	216,875	225,796	239,310	255,533	272,928
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.2)	(0.3)	2.2	3.1	1.0
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	12.9	12.8	11.6
순이익증가율	(15.7)	10.4	21.1	10.7	7.3
EPS증가율	(16.6)	12.0	22.3	10.7	7.3
EBITDA증가율	(0.3)	(2.1)	6.6	4.6	4.8
수익성(%)					
영업이익률	10.0	9.0	9.9	10.9	12.0
순이익률	8.9	9.8	11.6	12.5	13.3
EBITDA Margin	27.4	26.9	28.1	28.5	29.6
ROA	5.4	5.5	6.4	7.0	7.3
ROE	10.2	10.7	12.3	12.7	12.6
배당수익률	4.6	4.5	3.8	3.8	4.2
배당성향	46.6	42.1	34.8	31.4	32.2
안정성					
순차입금(십억원)	6,127	5,618	4,565	3,879	2,787
차입금/자본총계비율(%)	50.3	48.1	42.3	38.5	35.1
Valuation(X)					
PER	10.3	9.5	9.0	8.2	7.6
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.6	4.7	4.8	4.5	4.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 텔레콤(017670)	2015.03.26	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 3월 24일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.