

## SK텔레콤(017670)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 282,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(2/3)	2,073
주가(2/3)	219,500
시가총액(십억원)	17,724
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	233,500/201,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,460
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.2/41.2
주요주주(%)	SK 외 4인 25.2
	국민연금 8.4

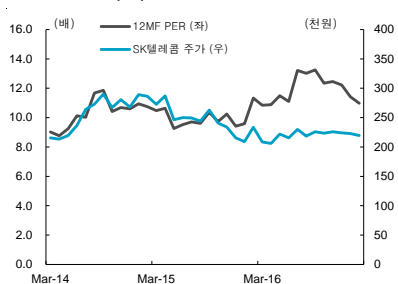
## Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	10.3	9.4	7.6
PBR(x)	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	10.2	10.6	12.0
DY(%)	4.6	4.5	4.6
EV/EBITDA(x)	4.6	4.9	4.2
EPS(원)	20,988	23,736	28,774
BPS(원)	216,875	228,909	245,564

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.6)	(0.7)	5.5
상대주가(%p)	(3.0)	(4.6)	(4.1)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 자회사 실적 턴어라운드로 연결 손익 호전 예상

## What's new : 4분기 영업이익은 추정치 하회

4분기 영업실적은 우리의 추정치 및 시장 컨센서스를 하회했다. 매출액은 우리의 추정치를 0.8% 밑돌았으며 영업이익은 3,019억원으로 17.7% 하회했다. SK플래닛의 영업손실이 1,200억원으로 전분기대비 230억원 늘어난 데다 인건비가 늘고 고객포인트관련 충당금 200억원이 반영됐기 때문이다. 세전이익은 하이닉스 지분법이익 증가로 6.9% 상회했으며 순이익은 법인세율 하락으로 23.9% 웃돌았다. SK플래닛과 SK브로드밴드 매출이 전분기 대비 각각 8.2%, 2.5% 늘어 연결 매출액이 2.6% 늘었다. 영업이익은 마케팅비용, 감가상각비가 늘어 전분기대비 28.8% 감소했으나 순이익은 하이닉스 지분법이익 증가, 포스코 지분매각이익(1,409억원) 반영으로 50.4% 늘었다. 가입자당 매출액(ARPU)은 선택약정 가입자 비중이 높아진 데다 1인 2폰, 사물인터넷 가입자 증가로 전분기대비 0.3% 줄었다.

## Positives : 17년 영업이익 15.4%, 조정 순이익 54% 증가 예상

e커머스, 미디어, 사물인터넷의 성장성이 높다. SK플래닛의 11번가는 매출 호조로 수익성이 개선될 전망이다. 16년에 방문자수, 거래액 기준으로 국내 1위의 e커머스 업체로 등극했다. 17년에 마케팅비용 감소로 적자 규모가 줄어들 것이다. 17년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 16.9% 늘어날 전망이다. 사물인터넷은 12월부터 IoT 전용 LoRa망을 활용해 가입자가 대폭 늘어날 것이다. 특히 원격검침, 보안, 스마트홈 등 영역에서 성장성이 두드러질 것으로 보인다. 17년 영업이익은 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 전년대비 15.4% 늘어날 것이다. 더욱이 17년 조정 순이익(16년 매각차익 4,547억원 제외)은 SK하이닉스 수익이 호전돼 54% 증가할 것으로 예상된다.

## Negatives : 점유율 하락

단통법의 지원금 상한 조항이 17년 10월에 폐기된다. 요금할인율(현재 20%), 지원금 공시 후 유지기간(7일) 등 여타 조항 변경 여부가 마케팅 환경을 좌우할 변수다. 가입자 점유율이 하락세다. 12월 점유율은 49.1%로 전년동월대비 0.3%p 하락했다.

## 결론 : 매수의견과 목표주가 282,000원 유지

매수의견과 목표주가 282,000원을 유지한다. 목표주가는 SK하이닉스를 제외한 조정이익 기준 적정주가 201,262원(PER 13.2배 적용)과 SK하이닉스 지분가치 80,797원(25% 할인)을 더해 산정했다. 배당수익률이 4.6%에 달해 배당메리트가 높다. SK하이닉스, SK브로드밴드, SK플래닛의 수익 턴어라운드가 주가에 반영될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,388.8	4,352.3	(0.8)	4,358.9	2.6	(0.6)	17,402.3	17,499.4
영업이익	366.7	301.9	(17.7)	370.2	(28.8)	(24.9)	1,773.0	1,707.0
영업이익률	8.4	6.9	(1.4)	8.5	(3.1)	(2.2)	10.2	9.8
세전이익	527.5	564.1	6.9	462.4	30.8	39.3	2,636.0	2,018.8
순이익	394.5	488.9	23.9	342.1	50.4	65.2	2,031.7	1,565.3

양종인 3276-6153  
jiyang@truefriend.com

박지훈 3276-5644  
jeehoonpark@truefriend.com

&lt;표 1&gt; 연결 기준 이익 추이

(단위: 천명, 십억원, 원, %, %p)

	2015				2016				2015	2016	4Q16P	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP			QoQ	YoY 컨센서스
<b>이동통신 가입자수</b>												
신규	1,872	1,431	1,373	1,317	1,552	1,536	1,503	1,504	5,993	6,095	0.1	14.2
순증	(253)	287	161	152	295	229	301	144	347	969	(52.2)	(5.3)
기말	28,026	28,313	28,474	28,626	28,921	29,150	29,451	29,595	28,626	29,595	0.5	3.4
(LTE)	17,403	17,937	18,465	18,980	19,526	20,028	20,545	21,078	18,980	21,078	2.6	11.1
(MVNO)	2,300	2,426	2,563	2,698	2,864	2,943	3,050	3,167	2,698	3,167	3.4	17.4
(IoT)	1,355	1,454	1,557	1,648	1,768	1,885	1,988	2,033	1,648	2,033	2.2	23.3
평균	28,153	28,170	28,393	28,550	28,774	29,036	29,301	29,523	28,453	29,111	0.8	3.4
<b>유선통신 가입자수</b>												
IPTV	3,029	3,190	3,349	3,489	3,631	3,766	3,878	3,968	3,489	3,968	2.3	13.7
초고속인터넷	4,891	4,943	4,995	5,036	5,092	5,145	5,204	5,207	5,036	5,207	0.5	3.4
전화	4,509	4,511	4,495	4,450	4,405	4,356	4,325	4,278	4,450	4,278	(1.1)	(3.9)
<b>ARPU</b>	<b>35,898</b>	<b>36,128</b>	<b>36,226</b>	<b>36,221</b>	<b>35,959</b>	<b>35,764</b>	<b>35,471</b>	<b>35,355</b>	<b>36,582</b>	<b>35,637</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(2.4)</b>
증가율	(2.1)	0.6	0.3	(0.0)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.3)	1.3	(2.6)		
<b>매출액</b>	<b>4,240.3</b>	<b>4,255.7</b>	<b>4,261.4</b>	<b>4,379.4</b>	<b>4,228.5</b>	<b>4,267.3</b>	<b>4,243.8</b>	<b>4,352.3</b>	<b>17,136.7</b>	<b>17,091.8</b>	<b>2.6</b>	<b>(0.6)</b> <b>4,358.9</b>
SKT 별도	3,133.5	3,143.8	3,141.8	3,138.0	3,098.3	3,092.0	3,101.8	3,058.4	12,557.0	12,350.5	(1.4)	(2.5)
영업비용	3,837.6	3,842.9	3,770.7	3,977.5	3,826.3	3,859.9	3,819.5	4,050.3	15,428.7	15,556.1	6.0	1.8
마케팅비용(별도)	846.0	740.0	749.0	721.0	717.0	721.0	720.0	796.0	3,056.0	2,954.0	10.6	10.4
인건비	475.0	543.9	426.4	448.5	476.9	465.7	448.8	478.4	1,893.7	1,869.8	6.6	6.7
감가상각비	729.3	738.5	754.6	770.5	748.9	752.2	764.3	802.3	2,993.5	3,068.2	5.0	4.1
<b>영업이익</b>	<b>402.7</b>	<b>412.9</b>	<b>490.6</b>	<b>401.9</b>	<b>402.1</b>	<b>407.4</b>	<b>424.3</b>	<b>301.9</b>	<b>1,708.0</b>	<b>1,535.7</b>	<b>(28.8)</b>	<b>(24.9)</b> <b>370.2</b>
세전이익	560.0	515.6	554.8	404.9	736.1	364.8	431.2	564.1	2,035.4	2,096.1	30.8	39.3
당기순이익	442.7	397.9	381.8	293.5	572.3	291.0	322.1	474.7	1,515.9	1,660.1	47.4	61.8
<b>지배주주지분 순이익</b>	<b>444.5</b>	<b>395.8</b>	<b>382.3</b>	<b>296.0</b>	<b>571.8</b>	<b>290.1</b>	<b>325.1</b>	<b>488.9</b>	<b>1,518.6</b>	<b>1,676.0</b>	<b>50.4</b>	<b>65.2</b> <b>342.1</b>
지분법 이익	244.3	208.1	174.0	159.9	74.9	41.9	110.0	315.8	786.1	544.6	181.9	97.5
SK 하이닉스 순이익	1,295.7	1,108.4	1,048.0	871.2	448.0	286.1	597.8	1,628.6	4,323.3	2,960.5	172.4	86.9
EBITDA	1,132.0	1,151.4	1,245.2	1,172.3	1,151.0	1,159.6	1,188.6	1,104.2	4,700.9	4,603.4	(7.1)	(5.8)
EBITDA/매출액	26.7	27.1	29.2	26.8	27.2	27.2	28.0	25.4	27.4	26.9	(2.6)	(1.4)
영업이익/매출액	9.5	9.7	11.5	9.2	9.5	9.5	10.0	6.9	10.0	9.0	(3.1)	(2.2)

자료: SK텔레콤, Quantwise, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; SK텔레콤 적정주가 산정

(단위: 십억원, %, 배, 원)

	2015	2016	2017F	2018F
SK 하이닉스 지분법 평가 손익	890.6	570.4	1,254.0	1,110.5
지분법 손익 제외 조정 순이익	854.1	1,219.9	1,065.0	1,233.3
<b>지분법이익, 일회성 이익 제외 조정 순이익</b>	<b>936.2</b>	<b>855.6</b>	<b>1,065.0</b>	<b>1,233.3</b>
<b>조정 순이익 기준 EPS</b>	<b>12,939</b>	<b>12,118</b>	<b>15,083</b>	<b>17,467</b>
조정 순이익 기준 12MF EPS				15,305
조정 순이익 기준 Target PER				13.2
<b>SK 하이닉스 제외 주당 주식 가치 (A)</b>				<b>201,262</b>
SK 하이닉스 보유지분 시가총액				7,714.1
지분율(%)				20.1
할인후 SK 하이닉스 지분 가치				5,785.6
할인율(%)				25.0
<b>SK 하이닉스 자산가치/SKT 주식수 (B)</b>				<b>80,797</b>
<b>SK 텔레콤 적정 주가 (A+B)</b>				<b>282,059</b>

자료: SK텔레콤, 한국투자증권

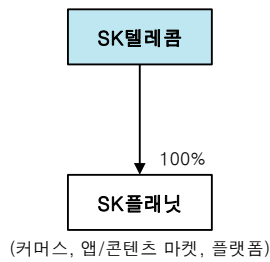
&lt;표 3&gt; 이동통신 가입자 순증 구성(알뜰폰, 사물인터넷, 자사 휴대폰)

(단위: 천명)

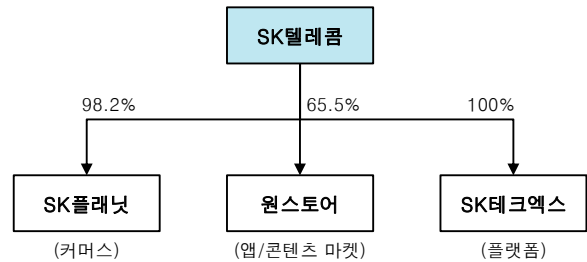
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
순증(알뜰폰+자사 가입자)	(253)	287	161	152	295	229	301	144
알뜰폰	159	127	137	135	166	79	119	105
자사 가입자	(411)	160	24	17	129	150	182	39
사물인터넷(IoT)	92	99	103	91	120	117	84	63
자사 휴대폰	(503)	61	(79)	(74)	9	33	98	(24)

자료: 미래부, 한국투자증권

[그림 1] SK플래닛 분할 전(2015년 12월)



[그림 2] SK플래닛 분할 후(2016년 9월)



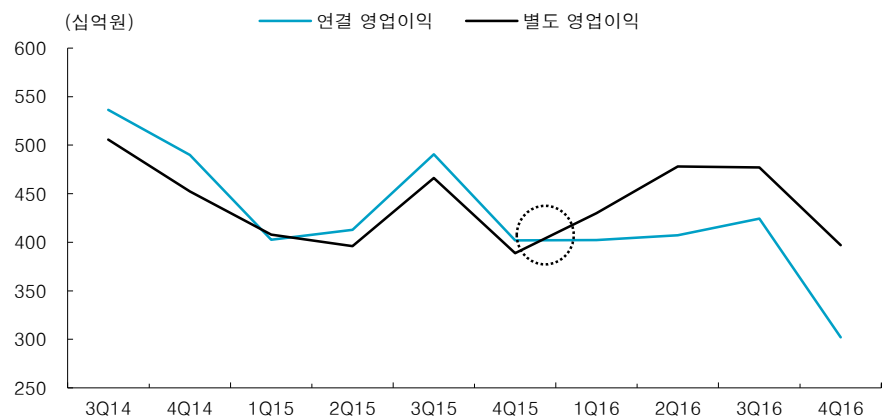
자료: SK텔레콤, 한국투자증권

주 1: 원스토어는 NAVER가 출자(34.5%)

주 2: 원스토어와 SK테크엑스는 16년 3월 1일 분할, T-map은 SKT로 16년 4월 5일 이관

자료: SK텔레콤, 한국투자증권

[그림 3] SKT 연결, 별도 영업이익 추이



주: T-map의 SKT 이관 등 회계적 요인으로 격차가 더욱 커짐

자료: 한국투자증권

&lt;표 4&gt; SK플래닛 실적 추이

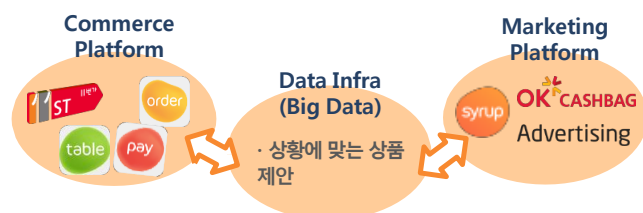
(단위: 십억원)

	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	NA
부채	423.9	381.6	766.8	746.8	784.6	770.5	761.1	753.3	NA
자본	1,253.8	1,266.3	1,761.2	1,832.5	1,622.4	1,412.7	1,304.2	886.1	NA
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)	NA

주: 1분기 로엔 매각차익 3,147억원 반영

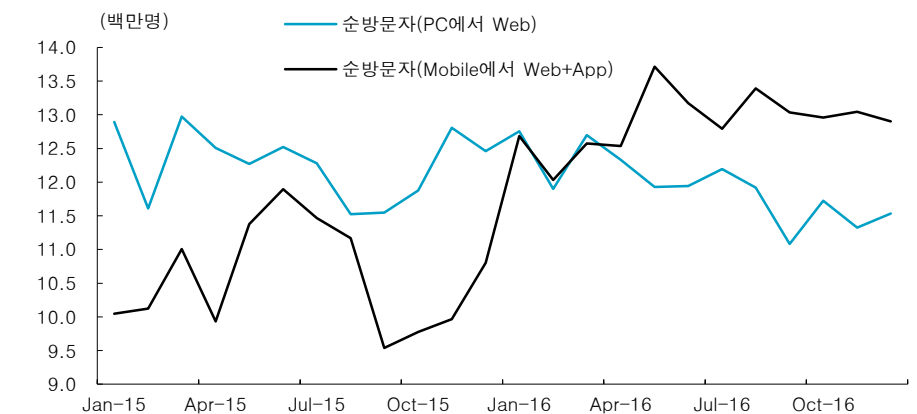
자료: 한국투자증권

[그림 4] SK플래닛의 차별성: 빅데이터 활용, 모바일 중심 상거래



자료: SK텔레콤, 한국투자증권

[그림 5] 11번가 순방문자 추이



자료: 코리아 클릭, 한국투자증권

〈표 5〉 11번가와 소셜커머스 3사 가입자수 및 순방문자수 비교

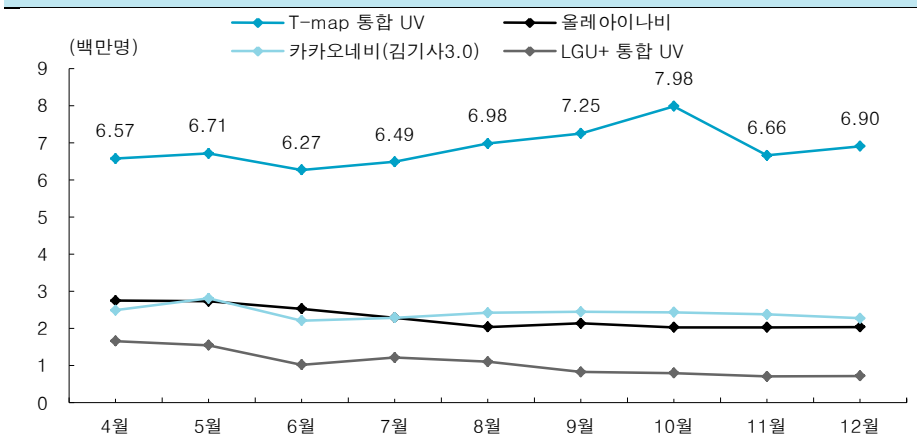
(단위: 천명)

	11번가	G마켓	쿠팡(포워드벤처스)	티몬(티켓몬스터)	위메프
가입자수	30,130	NA	12,350	9,700	12,340
순 방문자수 PC + 모바일	19,823	19,540	11,731	11,411	10,936

주: 가입자수는 2014년 기준, 순 방문자수는 2016년 4분기 기준

자료: 코리아 클릭, 한국투자증권

[그림 6] 네비게이션 앱 순방문자 (UV) 추이



자료: 코리아 클릭, SK텔레콤, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

국내 지배적인 이동통신 사업자로 2015년 가입자 기준 시장 점유율은 49.1%다. 자회사로 유선통신 사업자인 SK브로드밴드, 플랫폼 사업자인 SK플래닛, 반도체 사업자인 SK하이닉스 등이 있다. 2015년 기준 이동통신 가입자 구성은 2G 8.6%, 3G 25.1%, 4G 66.3%다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	5,083	5,160	4,570	5,262	6,489
현금성자산	834	769	513	870	1,766
매출채권및기타채권	3,097	3,031	3,023	3,078	3,124
재고자산	268	274	273	278	282
비유동자산	22,858	23,421	24,629	24,061	23,639
투자자산	7,381	8,343	9,066	9,057	9,368
유형자산	10,568	10,371	9,943	9,422	8,817
무형자산	4,402	4,213	5,128	5,081	4,945
자산총계	27,941	28,581	29,199	29,324	30,128
유동부채	5,420	5,256	5,032	3,918	3,428
매입채무및기타채무	3,663	3,389	3,380	3,442	3,493
단기차입금및단기사채	367	260	210	160	110
유동성장기부채	784	823	743	663	583
비유동부채	7,273	7,951	7,837	7,751	7,661
사채	5,649	6,439	6,339	6,239	6,139
장기차입금및금융부채	281	211	201	191	181
부채총계	12,693	13,207	12,869	11,668	11,089
지배주주지분	14,507	15,251	16,223	17,568	18,971
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
기타자본	(2,638)	(2,726)	(2,726)	(2,726)	(2,726)
이익잉여금	14,189	15,008	15,978	17,320	18,722
비지배주주지분	742	123	107	88	68
자본총계	15,248	15,374	16,330	17,655	19,039

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	3,677	3,778	4,080	2,877	3,694
당기순이익	1,799	1,516	1,660	2,030	2,088
감가상각비	2,892	2,993	3,068	3,161	3,145
자산부채변동	(707)	(686)	(87)	(1,035)	(402)
기타	(306)	(46)	(561)	(1,279)	(1,138)
투자활동현금흐름	(3,683)	(2,880)	(3,406)	(1,592)	(1,871)
유형자산투자	(3,008)	(2,479)	(2,650)	(2,650)	(2,550)
유형자산매각	25	37	10	10	10
투자자산순증	(216)	(150)	(177)	1,273	810
무형자산순증	(120)	(124)	(914)	46	136
기타	(364)	(164)	325	(272)	(278)
재무활동현금흐름	(559)	(965)	(930)	(927)	(926)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	338	623	(240)	(240)	(240)
배당금지급	(667)	(668)	(708)	(706)	(706)
기타	(231)	(919)	18	19	20
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	(564)	(66)	(256)	358	896

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

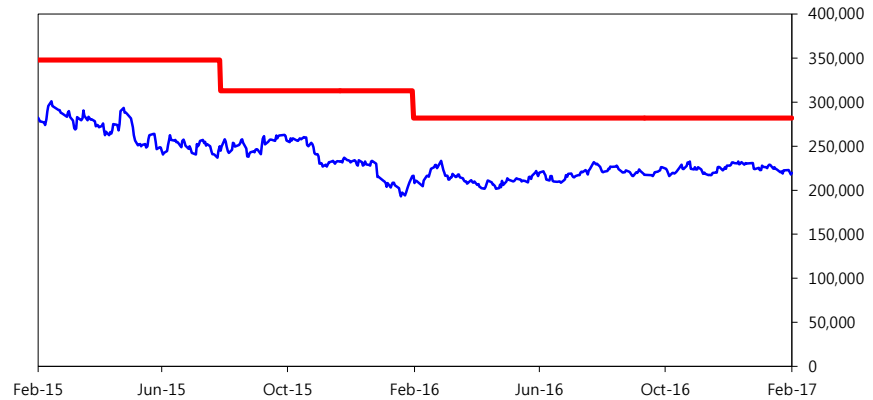
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	17,164	17,137	17,092	17,402	17,661
영업이익	1,825	1,708	1,536	1,773	1,970
금융수익	126	104	587	127	140
이자수익	60	46	50	47	58
금융비용	387	350	355	310	302
이자비용	324	298	289	280	271
기타영업외손익	(217)	(213)	(215)	(216)	(217)
관계기업관련손익	906	786	545	1,262	1,119
세전계속사업이익	2,254	2,035	2,096	2,636	2,711
법인세비용	455	519	436	606	623
연결당기순이익	1,799	1,516	1,660	2,030	2,087
지배주주지분순이익	1,801	1,519	1,676	2,032	2,089
기타포괄이익	(28)	2	2	2	2
총포괄이익	1,771	1,518	1,662	2,031	2,089
지배주주지분포괄이익	1,778	1,522	1,678	2,051	2,109
EBITDA	4,717	4,701	4,604	4,934	5,115

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	25,154	20,988	23,736	28,774	29,596
BPS	206,159	216,875	228,909	245,564	262,945
DPS	9,400	10,000	10,000	10,000	10,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.4	(0.2)	(0.3)	1.8	1.5
영업이익증가율	(9.2)	(6.4)	(10.1)	15.4	11.1
순이익증가율	9.9	(15.7)	10.4	21.2	2.9
EPS증가율	8.4	(16.6)	13.1	21.2	2.9
EBITDA증가율	(2.6)	(0.3)	(2.1)	7.2	3.7
수익성(%)					
영업이익률	10.6	10.0	9.0	10.2	11.2
순이익률	10.5	8.9	9.8	11.7	11.8
EBITDA Margin	27.5	27.4	26.9	28.4	29.0
ROA	6.6	5.4	5.7	6.9	7.0
ROE	12.9	10.2	10.6	12.0	11.4
배당수익률	3.5	4.6	4.5	4.6	4.6
배당성향	37.0	46.6	42.1	34.8	33.8
안정성					
순차입금(십억원)	5,578	6,127	6,468	5,531	4,128
차입금/자본총계비율(%)	46.4	50.3	45.9	40.7	36.5
Valuation(X)					
PER	10.7	10.3	9.4	7.6	7.4
PBR	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.5	4.6	4.9	4.2	3.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK텔레콤(017670)	2015.02.03	매수	348,000 원
	2015.07.30	매수	313,000 원
	2016.02.02	매수	282,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 3일 현재 SK텔레콤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.