

SK 텔레콤(017670/KS)

견고한 주가의 하방경직성

매수(유지)

T.P 300,000 원(유지)

Analyst

최관순

ks.l.choi@sk.com

02-3773-8812

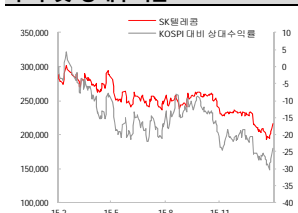
Company Data

| | |
|--------------|------------|
| 자본금 | 446 억원 |
| 발행주식수 | 8,075 만주 |
| 자사주 | 1,014 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 174,411 억원 |
| 주요주주 | |
| SK(주)(외4) | 25.22% |
| Citibank(DR) | 11.55% |
| 외국인지분률 | 39.40% |
| 배당수익률 | 3.90% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(16/02/02) | 216,000 원 |
| KOSPI | 192482 pt |
| 52주 Beta | 0.43 |
| 52주 최고가 | 301,000 원 |
| 52주 최저가 | 193,000 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 416 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | 0.2% | 2.1% |
| 6개월 | -13.4% | -8.7% |
| 12개월 | -25.3% | -24.3% |

SK 텔레콤 4Q15 영업이익은 ARPU가 전기 대비 0.1% 감소하고 자회사 마케팅 비용 증가에 따라 시장기대치를 하회하였다. ARPU 하락을 견인한 선택적 약정할인 가입자는 작년 10월 이후 안정화되고 있으며 2016년 비용증가 요인이 크지 않아 영업이익 턴어라운드가 가능할 전망이다. 배당수익률과 PER 고려 시 현주가에서의 주가 하방경직성은 확보한 상태이며 점진적인 투자심리 개선이 가능할 것으로 예상된다

4Q15: ARPU 하락으로 영업이익 부진

SK 텔레콤 4Q15 실적은 매출액 4조 3,794 억원(2.8% qoq), 영업이익 4,019 억원(-18.1% qoq, OPM: 9.2%)이다. 매출은 LTE 가입자 확대에 따라 전기 대비 소폭 증가하였으나 청구기준 무선 ARPU 하락(-0.1% qoq)과 자회사 마케팅 비용 확대에 따라 전기 및 시장기대치를 하회하였다. 또한 SK 하이닉스 지분법이익이 전기 대비 302 억원 감소하면서 당기순이익도 전기 대비 23.1% 감소하였다

2016년 턴어라운드 전망

4Q15 LTE 가입자 확대에도 불구하고 ARPU가 감소함에 따라 2016년 이익 성장에 대한 우려가 있다. 하지만 2016년 ARPU 성장 가능할 것으로 예상하는데 ① 선택적 약정할인 가입자가 안정화되고, ② LTE 가입자 확대 및 1인당 데이터 사용량이 지속적으로 증가하고 있으며, ③ 유선부문에서의 결합상품이 강화되면서 상품 경쟁력을 확보할 수 있기 때문이다. 또한 ④ 주파수 경매에 결과에 따라 감가상각비는 다소 유동적이지만 마케팅 비용은 시장 안정화로 인해 2015년 대비 2016년 증가 여지가 많지 않아 영업이익 상승 가능성이 높다고 판단한다. 4월 CJ 헬로비전과 SK 브로드밴드 합병 일정에는 변함없는 상황으로 유무선 결합상품 경쟁력 강화가 SK 텔레콤 실적 개선을 견인할 수 있을 전망이다

투자의견 매수, 목표주가 30만원(유지)

SK 텔레콤에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 선택적 약정할인 가입자가 안정화되고 LTE 가입자가 확대됨에 따른 ARPU 상승이 가능하며 CJ 헬로비전과 SK 브로드밴드와의 합병이 확정될 경우 유무선 시너지가 가시화될 것으로 예상하기 때문이다. 2015년 현금배당은 10,000 원으로 현 주가 대비 배당수익률은 4.6%, PER 11 배로 주가의 하방경직성은 확보했다고 판단한다

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 억원 | 161,414 | 166,021 | 171,638 | 171,367 | 173,440 | 177,874 |
| yoy | % | 1.4 | 2.9 | 3.4 | -0.2 | 1.2 | 2.6 |
| 영업이익 | 억원 | 17,300 | 20,111 | 18,251 | 17,080 | 17,760 | 20,571 |
| yoy | % | -24.6 | 16.3 | -9.3 | -6.4 | 4.0 | 15.8 |
| EBITDA | 억원 | 43,431 | 48,409 | 47,170 | 47,716 | 51,324 | 52,139 |
| 세전이익 | 억원 | 15,194 | 18,271 | 22,538 | 21,854 | 21,351 | 23,943 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 11,517 | 16,390 | 18,012 | 16,072 | 15,702 | 17,605 |
| 영업이익률% | % | 10.7 | 12.1 | 10.6 | 10.0 | 10.2 | 11.6 |
| EBITDA% | % | 26.9 | 29.2 | 27.5 | 27.8 | 29.6 | 29.3 |
| 순이익률 | % | 6.9 | 9.7 | 10.5 | 9.4 | 9.0 | 9.9 |
| EPS | 원 | 15,694 | 18,028 | 22,307 | 19,904 | 19,447 | 21,803 |
| PER | 배 | 9.7 | 12.8 | 12.0 | 10.8 | 11.1 | 9.9 |
| PBR | 배 | 1.0 | 1.4 | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 4.5 | 5.2 | 6.1 | 4.9 | 4.7 | 4.7 |
| ROE | % | 9.8 | 13.0 | 12.9 | 10.6 | 9.5 | 10.0 |
| 순차입금 | 억원 | 53,380 | 47,714 | 55,781 | 53,112 | 57,040 | 61,214 |
| 부채비율 | % | 99.1 | 87.6 | 83.2 | 90.4 | 98.5 | 89.6 |

SK 텔레콤 4Q15 실적 Review

(단위: % 억원)

| | 4Q14A | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15A(a) | Y-Y | Q-Q | 컨센서스 | SK(b) | 차이(a/b-1) |
|----------|--------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|--------|--------|-----------|
| 매출액 | 42,890 | 42,403 | 42,557 | 42,614 | 43,794 | 21 | 2.8 | 43,180 | 43,109 | 1.6 |
| 영업이익 | 4,901 | 4,026 | 4,129 | 4,906 | 4,019 | -18.0 | -18.1 | 4,841 | 4,770 | -15.8 |
| 세전이익 | 6,475 | 5,600 | 5,156 | 5,548 | 5,550 | -14.3 | 0.0 | 5,504 | 5,098 | 8.9 |
| 지배주주순이익 | 5,013 | 4,445 | 3,958 | 3,823 | 3,846 | -23.3 | 0.6 | 4,180 | 4,239 | -9.3 |
| 영업이익률 | 11.4 | 9.5 | 9.7 | 11.5 | 9.2 | -2.2 | -2.3 | 11.2 | 11.1 | -1.9 |
| 세전이익률 | 15.1 | 13.2 | 12.1 | 13.0 | 12.7 | -2.4 | -0.3 | 12.8 | 11.8 | 0.8 |
| 지배주주순이익률 | 11.7 | 10.5 | 9.3 | 9.0 | 8.8 | -2.9 | -0.2 | 9.7 | 9.8 | -1.1 |

자료: SK 증권

SK 텔레콤 실적변경 내용

(단위: % 억원)

| | 신규추정(a) | | 기존추정(b) | | 차이(a/b-1) | |
|----------|---------|---------|---------|---------|-----------|-------|
| | 2015E | 2016E | 2015E | 2016E | 2015E | 2016E |
| 매출액 | 171,367 | 173,440 | 170,669 | 173,926 | 0.4 | -0.3 |
| 영업이익 | 17,080 | 17,760 | 17,836 | 20,019 | -4.2 | -11.3 |
| 영업이익률 | 10.0 | 10.2 | 10.5 | 11.5 | -0.5 | -1.3 |
| 세전이익 | 21,854 | 21,351 | 22,371 | 25,888 | -2.3 | -17.5 |
| 세전이익률 | 12.8 | 12.3 | 13.1 | 14.9 | -0.4 | -2.6 |
| 지배주주순이익 | 16,072 | 15,702 | 16,876 | 19,532 | -4.8 | -19.6 |
| 지배주주순이익률 | 9.4 | 9.1 | 9.9 | 11.2 | -0.5 | -2.2 |
| EPS(원) | 19,904 | 19,447 | 20,901 | 24,190 | -4.8 | -19.6 |

자료: SK 증권

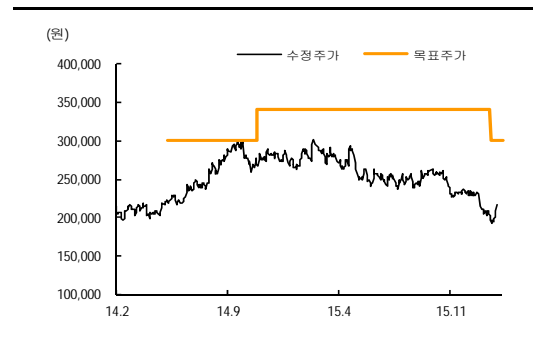
SK 텔레콤 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q14A | 2Q14A | 3Q14A | 4Q14A | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15P | 2014A | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 영업수익 | 4,202 | 4,305 | 4,367 | 4,289 | 4,240 | 4,256 | 4,261 | 4,379 | 17,164 | 17,137 | 17,344 |
| 이동전화수익 | 2,767 | 2,794 | 2,814 | 2,805 | 2,733 | 2,727 | 2,736 | 2,719 | 11,180 | 10,915 | 10,967 |
| 망접속정산수익 | 270 | 241 | 241 | 121 | 177 | 190 | 187 | 194 | 873 | 748 | 735 |
| 신규사업 및 기타 | 227 | 229 | 249 | 254 | 224 | 227 | 219 | 225 | 959 | 895 | 918 |
| 기타 | 938 | 1,041 | 1,063 | 1,109 | 1,106 | 1,112 | 1,119 | 1,156 | 4,152 | 4,494 | 4,724 |
| 영업비용 | 3,950 | 3,759 | 3,831 | 3,799 | 3,838 | 3,843 | 3,771 | 3,977 | 15,339 | 15,429 | 15,568 |
| 영업이익 | 252 | 546 | 537 | 490 | 403 | 413 | 491 | 402 | 1,825 | 1,708 | 1,776 |
| 영업이익률 | 6.0% | 12.7% | 12.3% | 11.4% | 9.5% | 9.7% | 11.5% | 9.2% | 10.6% | 10.0% | 10.2% |

자료: SK 텔레콤, SK 증권

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|----------|
| | 2016.02.03 | 매수 | 300,000원 |
| | 2016.01.19 | 매수 | 300,000원 |
| | 2015.11.03 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.10.05 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.09.25 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.09.17 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.08.28 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.08.10 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.07.31 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.07.21 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.07.06 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.06.09 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.04.05 | 매수 | 340,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 2월 3일 현재 SK 텔레콤(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 3일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 95.33% | 중립 | 4.67% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 51,234 | 50,831 | 71,055 | 90,177 | 78,738 |
| 현금및현금성자산 | 13,986 | 8,344 | 29,707 | 48,631 | 36,132 |
| 매출채권및기타채권 | 29,009 | 30,827 | 31,476 | 31,549 | 32,365 |
| 재고자산 | 1,771 | 2,677 | 2,733 | 2,739 | 2,810 |
| 비유동자산 | 214,531 | 228,581 | 233,853 | 250,116 | 266,093 |
| 장기금융자산 | 10,758 | 10,827 | 15,537 | 20,337 | 26,537 |
| 유형자산 | 101,966 | 105,677 | 101,299 | 103,734 | 104,166 |
| 무형자산 | 44,840 | 44,016 | 41,940 | 43,153 | 44,366 |
| 자산총계 | 265,765 | 279,412 | 304,908 | 340,293 | 344,831 |
| 유동부채 | 60,692 | 54,203 | 56,865 | 63,037 | 63,159 |
| 단기금융부채 | 15,496 | 11,505 | 13,154 | 19,102 | 17,982 |
| 매입채무 및 기타채무 | 20,787 | 16,573 | 16,922 | 16,962 | 17,400 |
| 단기충당부채 | 668 | 511 | 636 | 759 | 885 |
| 비유동부채 | 63,407 | 72,727 | 87,899 | 105,797 | 99,817 |
| 장기금융부채 | 51,174 | 59,298 | 74,337 | 91,240 | 84,036 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 8,386 | 6,846 | 5,831 | 4,817 | 3,803 |
| 장기충당부채 | 281 | 360 | 403 | 429 | 458 |
| 부채총계 | 124,100 | 126,930 | 144,764 | 168,833 | 162,976 |
| 지배주주지분 | 134,524 | 145,067 | 158,880 | 170,209 | 180,616 |
| 자본금 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 |
| 자본잉여금 | 29,159 | 29,159 | 29,159 | 29,159 | 29,159 |
| 기타자본구성요소 | -29,969 | -30,364 | -26,382 | -26,382 | -26,382 |
| 자기주식 | -21,397 | -21,397 | -17,704 | -17,704 | -17,704 |
| 이익잉여금 | 131,025 | 141,886 | 151,116 | 161,875 | 171,714 |
| 비지배주주지분 | 7,142 | 7,415 | 1,263 | 1,251 | 1,239 |
| 자본총계 | 141,666 | 152,483 | 160,144 | 171,460 | 181,855 |
| 부채외자본총계 | 265,765 | 279,412 | 304,908 | 340,293 | 344,831 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 37,844 | 38,885 | 44,293 | 46,912 | 47,108 |
| 당기순이익(손실) | 16,095 | 17,993 | 16,044 | 15,675 | 17,578 |
| 비현금성항목등 | 32,754 | 29,790 | 32,219 | 35,649 | 34,561 |
| 유형자산감가상각비 | 28,298 | 28,919 | 30,636 | 33,564 | 31,568 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 6,530 | 2,893 | 1,596 | 1,666 | 1,666 |
| 운전자본감소(증가) | -9,699 | -7,073 | -1,679 | 39 | 110 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -3,090 | -2,209 | -1,130 | -73 | -816 |
| 재고자산감소(증가) | -396 | -2 | -70 | -6 | -71 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -1,359 | -3,347 | 2,644 | 39 | 439 |
| 기타 | -4,854 | -1,516 | -3,123 | 79 | 558 |
| 법인세납부 | -1,307 | -1,825 | -2,290 | -4,452 | -5,141 |
| 투자활동현금흐름 | -24,322 | -36,134 | -25,204 | -40,914 | -38,089 |
| 금융자산감소(증가) | 1,539 | -1,635 | -1,461 | -4,800 | -6,200 |
| 유형자산감소(증가) | -28,665 | -29,829 | -24,980 | -36,000 | -32,000 |
| 무형자산감소(증가) | -2,409 | -1,198 | -1,213 | -1,213 | -1,213 |
| 기타 | 5,214 | -3,473 | 2,450 | 1,099 | 1,324 |
| 재무활동현금흐름 | -8,733 | -8,402 | 2,234 | 12,926 | -21,518 |
| 단기금융부채증가(감소) | -3,402 | 1,029 | 984 | 5,949 | -1,120 |
| 장기금융부채증가(감소) | 1,742 | 2,354 | 14,947 | 16,903 | -7,204 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -6,559 | -6,668 | -6,668 | -4,943 | -7,767 |
| 기타 | -513 | -5,117 | -7,012 | -4,983 | -5,427 |
| 현금의 증가(감소) | 4,785 | -5,642 | 21,363 | 18,924 | -12,498 |
| 기초현금 | 9,201 | 13,986 | 8,344 | 29,707 | 48,631 |
| 기말현금 | 13,986 | 8,344 | 29,707 | 48,631 | 36,132 |
| FCF | 8,988 | 4,726 | 17,017 | 9,397 | 13,535 |

자료 : SK텔레콤, SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 166,021 | 171,638 | 171,367 | 173,440 | 177,874 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 166,021 | 171,638 | 171,367 | 173,440 | 177,874 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와관리비 | 145,909 | 153,387 | 154,287 | 155,680 | 157,303 |
| 영업이익 | 20,111 | 18,251 | 17,080 | 17,760 | 20,571 |
| 영업이익률 (%) | 12.1 | 10.6 | 10.0 | 10.2 | 11.6 |
| 비영업손익 | -1,840 | 4,287 | 4,774 | 3,591 | 3,372 |
| 순금융비용 | 2,663 | 2,639 | 2,564 | 2,755 | 2,974 |
| 외환관련손익 | -36 | -6 | -18 | -18 | -18 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 7,065 | 9,063 | 8,263 | 8,030 | 8,030 |
| 세전계속사업이익 | 18,271 | 22,538 | 21,854 | 21,351 | 23,943 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 11.0 | 13.1 | 12.8 | 12.3 | 13.5 |
| 계속사업법인세 | 4,008 | 4,545 | 5,810 | 5,676 | 6,365 |
| 계속사업이익 | 14,263 | 17,993 | 16,044 | 15,675 | 17,578 |
| 중단사업이익 | 1,832 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 611 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 16,095 | 17,993 | 16,044 | 15,675 | 17,578 |
| 순이익률 (%) | 9.7 | 10.5 | 9.4 | 9.0 | 9.9 |
| 지배주주 | 16,390 | 18,012 | 16,072 | 15,702 | 17,605 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 9.87 | 10.49 | 9.38 | 9.05 | 9.9 |
| 비지배주주 | -294 | -19 | -28 | -28 | -28 |
| 총포괄이익 | 16,280 | 17,708 | 16,628 | 16,259 | 18,162 |
| 지배주주 | 16,556 | 17,775 | 16,641 | 16,271 | 18,174 |
| 비지배주주 | -275 | -67 | -12 | -12 | -12 |
| EBITDA | 48,409 | 47,170 | 47,716 | 51,324 | 52,139 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 29 | 34 | -0.2 | 1.2 | 2.6 |
| 영업이익 | 16.3 | -9.3 | -6.4 | 4.0 | 15.8 |
| 세전계속사업이익 | 20.3 | 23.4 | -3.0 | -2.3 | 12.1 |
| EBITDA | 11.5 | -2.6 | 1.2 | 7.6 | 1.6 |
| EPS(계속사업) | 14.9 | 23.7 | -10.8 | -2.3 | 12.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 13.0 | 12.9 | 10.6 | 9.5 | 10.0 |
| ROA | 6.2 | 6.6 | 5.5 | 4.9 | 5.1 |
| EBITDA마진 | 29.2 | 27.5 | 27.8 | 29.6 | 29.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 84.4 | 93.8 | 125.0 | 143.1 | 124.7 |
| 부채비율 | 87.6 | 83.2 | 90.4 | 98.5 | 89.6 |
| 순차입금/자기자본 | 33.7 | 36.6 | 33.2 | 33.3 | 33.7 |
| EBITDA/이자비용(배) | 14.6 | 14.6 | 15.5 | 12.9 | 11.8 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 18,028 | 22,307 | 19,904 | 19,447 | 21,803 |
| BPS | 166,602 | 179,660 | 196,766 | 210,796 | 223,685 |
| CFPS | 55,343 | 58,121 | 57,846 | 61,014 | 60,899 |
| 주당 현금배당금 | 9,400 | 9,400 | 7,000 | 7,000 | 10,000 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 13.2 | 13.4 | 15.1 | 11.1 | 9.9 |
| PER(최저) | 8.3 | 8.8 | 10.8 | 9.9 | 8.9 |
| PBR(최고) | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.0 | 1.0 |
| PBR(최저) | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| PCR | 4.2 | 4.6 | 3.7 | 3.5 | 3.6 |
| EV/EBITDA(최고) | 5.3 | 6.6 | 6.4 | 4.7 | 4.7 |
| EV/EBITDA(최저) | 3.8 | 4.9 | 4.9 | 4.3 | 4.3 |