

SK텔레콤 (017670)

김화재
769,3540
khjaee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

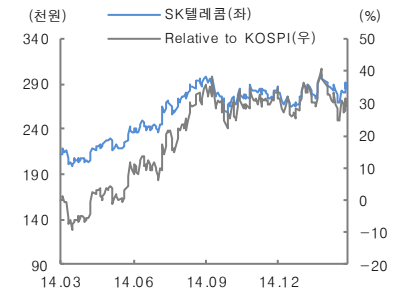
목표주가 **360,000**
유지

현재주가 **284,500**
(15.03.20)

통신서비스업종

KOSPI	2037.24
시가총액	22,972십억원
시가총액비중	1.81%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	301,000원 / 198,000원
120일 평균거래대금	448억원
외국인지분율	43.99%
주요주주	SK 외 2 인 25.22% 국민연금 7.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	0.9	-2.7	32.9
상대수익률	-7.3	-4.4	-1.9	25.3



유무선 종합통신사로 변신

투자의견 매수(Buy), 목표주가 360,000원 유지

- 2015년 예상 EPS 27,704원에 PER 13배 적용(이익 침체기였던 2004~2011년 PER 평균 10.2배 대비 30% 프리미엄 적용)

SKB를 완전자회사로 편입 결의

- 전일 SKT는 SKB의 완전자회사 편입을 위한 주식의 포괄적 교환계약을 이사회에서 결의. SKT와 SKB의 보통주 주식교환비율은 1:0.0168936으로, 주식교환일인 6/9 현재 SKB의 주주명부에 기재되어있는 보통주에 대하여 SKB의 보통주 1주당 SKT의 보통주 0.0168936주 지급. SKT가 SKB의 주주에게 교부할 주식은 2,471,883주로 현재 보유중인 자사주로 갈음할 예정이고, 1주 미만의 단주가 발생하는 경우에는 주식교환일의 SKT 보통주 증가를 기준으로 1개월 이내에 현금으로 지급할 예정. 이번 주식 교환으로 SKT는 주권상장법인으로 유지되고, SKB는 상장폐지될 예정

- 주식교환비율은 SKT와 SKB 각각 최근 1개월과 1주일의 가중평균증가와, 최근일(3/19)의 증가를 산술평균한 285,434원과 4,822원을 기준으로 결정. 소규모주식교환 절차에 따라 진행하므로, SKT의 주식교환 반대주주의 주식매수청구권은 부여되지 않고, SKB의 주주에게는 주식매수청구권이 부여되며, 기준가격은 최근 2개월, 1개월, 1주일 가중평균증가의 산술평균인 4,645원

유무선 종합통신사로 변신

- SKB의 완전자회사 편입이 당장 SKT의 비즈니스와 기업가치에 변화를 가져다 주지는 않겠지만, 중장기적으로는 유무선 종합통신사로의 변신과 기업가치 상승을 의미

- 2010.4월에 시작된 SKT의 SKB 초고속인터넷 재판매 사업 결과, 2015.1월 기준 SKB의 초고속인터넷 가입자의 43.3%는 SKT의 재판매가입자이고, 현재도 초고속인터넷 신규 가입자의 50% 정도는 SKT의 재판매로 가입 중. IPTV의 경우도 신규 가입자의 50% 정도가 SKT의 판매 창구를 통해 가입 중이고, SKB의 초고속 인터넷 가입자 481만명(SKT 재판매 포함) 중 57.4%인 276만명은 SKT와의 결합상품을 이용 중. 또한, SKB 매출 중 22%는 SKT로부터의 회선 도매대가 수익 등 양사간에는 이미 네트워크 사용 및 공동마케팅 등이 활발히 진행 중이었기 때문에, 이번 결정이 당장의 비즈니스 변화를 의미하지는 않음

- 하지만, 중장기적으로는 시대의 변화에 부응하기 위한 유무선 종합통신사로의 변신을 시도하는 것으로 볼 수 있음. 무선 사업에서 LTE 보급률은 휴대폰 인구대비 63.9%, 2016년까지는 LTE 가입자 증가에 의한 성장이 가능하지만, 2017년부터 5G 이동통신이 등장하는 2019~2020년경까지는 데이터 사용량 증가에 의한 질적인 성장을 추구해야 하는 LTE Phase2에 진입. 질적인 성장이 성공하는 경우는 무선사업만 가지고도 지속적인 성장이 가능하지만, 데이터 사용량 증가가 순조롭지 않을 경우를 대비해서는 SKB의 유선사업(초고속 인터넷 및 기가 인터넷과 IPTV)의 중요성이 부각될 것 따라서, 이번 결정은 5G 도입 전까지 발생할지도 모르는 무선 사업의 성장정체를 대비하기 위한 선제조치로 평가할 수 있음

- SKT에 편입되는 SKB의 지분 가치는 SKT 시가총액의 3% 정도이므로, 이번 편입이 당장 SKT의 기업가치에 변화를 주지는 않음. 하지만, SKB의 성장산업인 IPTV 사업은 2012년 디지털전환이 본격화된 이후 유료방송 시장 내 순증가입자 점유율 1위를 기록하면서, 2014년말 기준 흑자전환에 성공했기 때문에, 향후 IPTV 가입자 증가에 따른 이익 개선은 SKT의 기업가치를 증가시킬 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	16,602	17,164	17,900	19,000	19,960
영업이익	2,011	1,825	2,236	2,595	2,924
세전순이익	1,827	2,254	2,840	3,253	3,657
총당기순이익	1,610	1,799	2,215	2,466	2,772
지배지분순이익	1,639	1,801	2,237	2,491	2,799
EPS	20,298	22,307	27,704	30,846	34,669
PER	11.3	12.0	10.3	9.2	8.2
BPS	166,602	179,660	199,106	221,167	246,172
PBR	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE	13.0	12.9	14.6	14.7	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK텔레콤, 대신증권 리서치센터

표 1. 주식의 포괄적 교환/이전

구분	완전모회사(SKT)	완전자회사(SKB)
이사회결의일	2015/3/20(금)	2015/3/20(금)
주주명부 기준일 및 폐쇄 공고	2015/3/20(금)	2015/3/20(금)
(SKT는 소규모 주식교환으로 반대의사 표시 기준일 공고)		
주식 교환 계약일	2015/3/23(월)	2015/3/23(월)
주주확정일	2015/4/6(월)	2015/4/6(월)
주주총회소집일	-	2015/04/21(화)
주식교환 반대의사 통지 접수기간	2015/4/6(월)~4/20(월)	2015/4/21(화)~5/5(화)
주식교환 승인을 위한 이사회결의일 또는 주주총회예정일	이사회: 2015/5/6(수)	주주총회: 2015/5/6(수)
주식매수청구권 행사기간	-	2015/5/6(수)~5/26(화)
완전자회사가 되는 회사의 주권실효 통지 · 공고예정일	-	2015/5/7(목)
주식매수청구대금 지급 예정일	-	2015/5/27(수)~5/29(금)
구주권 제출기간 종료 예정일	-	2015/6/8(월)
주식교환을 할 날	2015/6/9(화)	2015/6/9(화)
주식교환 등기 예정일	-	-
상장폐지신청 예정일	-	2015/6/9(화)
신주권 상장신청 예정일	-	-
신주권 교부 예정일	-	-
신주권 상장 예정일	-	-
상장폐지 예정일	-	2015/6/30(화)

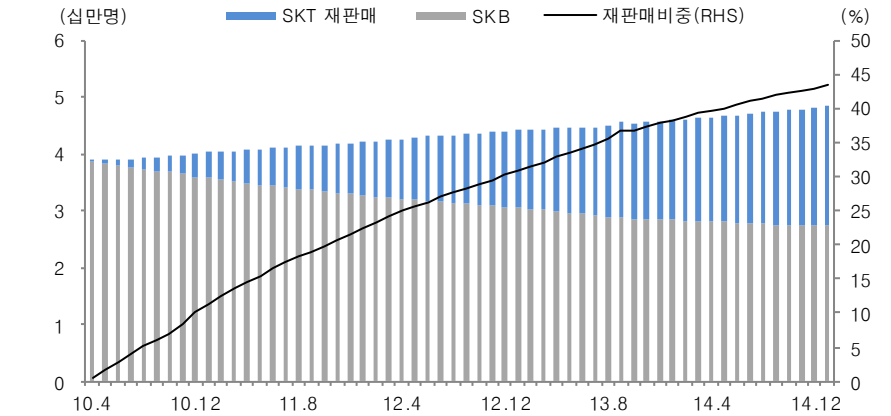
자료: 전자공시, 대신증권 리서치센터

표 2. 주식의 포괄적 교환/이전 교환가액 및 비율 (원, %)

구분	완전모회사(SKT)	완전자회사(SKB)
기준주가	285,434	4,822
주식 교환/이전 비율	1	0.0168936
기준주가 산정 기준		
- 최근 1개월 가중평균종가(A) 2/23~3/19	281,857	4,650
- 최근 1주일 가중평균종가(B) 3/13~3/19	283,944	4,827
- 최근일 종가(C) 3/19	290,500	4,990
- 주식 교환가액(D=(A+B+C)/3)	285,434	4,822
주식매수청구권 기준가격		
- 최근 2개월 가중평균종가(A) 1/20~3/19	283,563	4,457
- 최근 1개월 가중평균종가(B) 2/23~3/19	281,857	4,650
- 최근 1주일 가중평균종가(B) 3/13~3/19	283,944	4,827
- 주식 교환가액(D=(A+B+C)/3)	283,121	4,645

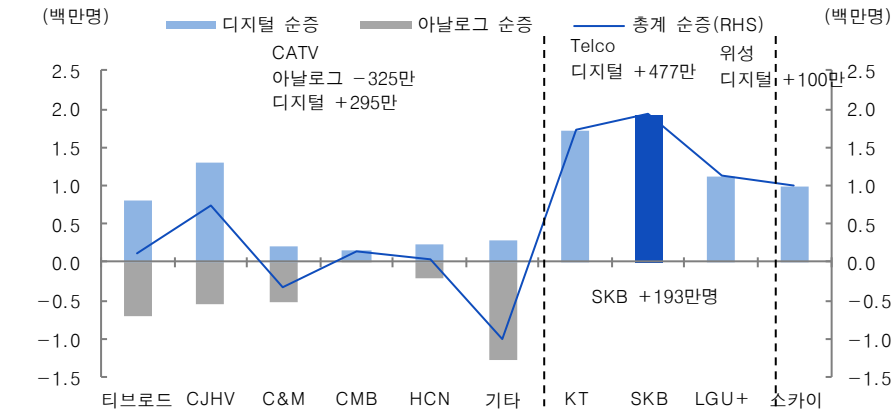
자료: 전자공시, 대신증권 리서치센터
주: 본 건은 소규모 주식교환 방식으로 진행하기 때문에 SKT 주주에게는 주식매수청구권이 부여되지 않으나, 발행주식총수의 20/100 이상에 해당하는 주식을 소유한 주주가 소규모 주식교환 공고일로부터 2주간 내에 서면으로 주식교환에 반대하는 의사를 통지하는 때에는 소규모 주식교환의 방식으로 본 건을 진행할 수 없기에 SKT는 주주총회를 개최하여 본 계약을 승인받아야 하며, 이 경우에만 SKT 주주에게 주식매수청구권이 부여됨

그림 1. SKB 초고속인터넷 가입자 현황. SKT 재판매비중 43.3%



자료: 미래창조과학부, 대신증권 리서치센터

그림 2. SKB의 IPTV, 2012년 이후 순증 1위



자료: 미래창조과학부, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	16,602	17,164	17,900	19,000	19,960
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	16,602	17,164	17,900	19,000	19,960
판매비와관리비	14,591	15,339	15,664	16,405	17,036
영업이익	2,011	1,825	2,236	2,595	2,924
영업이익률	12.1	10.6	12.5	13.7	14.6
EBITDA	4,841	4,717	5,110	5,416	5,682
영업외손익	-184	429	604	659	732
관계기업손익	707	906	1,000	1,027	1,068
금융수익	113	126	128	127	120
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-571	-387	-439	-396	-362
외환관련손실	19	23	21	22	18
기타	-433	-217	-85	-99	-94
법인세비용차감전순손익	1,827	2,254	2,840	3,253	3,657
법인세비용	-401	-455	-625	-787	-885
계속사업순손익	1,426	1,799	2,215	2,466	2,772
중단사업순손익	183	0	0	0	0
당기순이익	1,610	1,799	2,215	2,466	2,772
당기순이익률	9.7	10.5	12.4	13.0	13.9
비자배지분순이익	-29	-2	-22	-25	-28
지배지분순이익	1,639	1,801	2,237	2,491	2,799
매도가능금융자산평가	2	27	27	27	27
기타포괄이익	16	-56	-32	-44	-38
포괄순이익	1,628	1,771	2,210	2,449	2,761
비자배지분포괄이익	-28	-7	-66	-73	-83
지배지분포괄이익	1,656	1,778	2,276	2,523	2,844

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	20,298	22,307	27,704	30,846	34,669
PER	11.3	12.0	10.3	9.2	8.2
BPS	166,602	179,660	199,106	221,167	246,172
PBR	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	59,952	58,418	63,283	67,069	70,364
EV/EBITDA	4.9	5.9	5.4	4.9	4.3
SPS	205,609	212,566	221,677	235,304	247,195
PSR	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1
CFPS	60,498	59,177	54,520	58,985	62,842
DPS	9,400	9,400	10,000	11,000	12,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	29	34	43	61	51
영업이익 증가율	162	-92	225	161	127
순이익 증가율	443	118	231	113	124
수익성					
ROIC	9.7	88	102	114	126
ROA	7.7	6.7	7.9	8.7	9.2
ROE	130	129	146	147	148
안정성					
부채비율	876	832	715	646	549
순차입금비율	328	35.7	234	133	32
이자보상배율	6.1	5.6	78	90	11.3

자료: SK 텔레콤, 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	5,123	5,083	6,026	7,708	9,012
현금및현금성자산	1,399	834	1,704	3,195	4,361
매출채권 및 기타채권	2,913	3,093	3,195	3,349	3,483
재고자산	177	268	279	296	311
기타유동자산	635	888	847	868	857
비유동자산	21,453	22,858	22,952	23,188	23,358
유형자산	10,197	10,568	10,668	10,822	10,940
관계기업투자금	5,325	6,298	6,351	6,403	6,456
기타비유동자산	5,931	5,992	5,933	5,963	5,963
자산총계	26,577	27,941	28,978	30,896	32,371
유동부채	6,069	5,420	5,228	5,592	5,607
매입채무 및 기타채무	3,796	3,663	3,675	3,692	3,708
차입금	260	367	367	367	367
유동상채무	1,268	784	580	926	926
기타유동부채	745	607	607	607	607
비유동부채	6,341	7,273	6,851	6,533	5,870
차입금	5,010	5,799	5,377	5,060	4,396
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,330	1,474	1,474	1,474	1,474
부채총계	12,410	12,693	12,079	12,125	11,477
자배지분	13,452	14,507	16,077	17,858	19,877
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	13,102	14,189	15,759	17,540	19,559
기타지분변동	-2,611	-2,642	-2,642	-2,642	-2,642
비자배지분	714	742	822	913	1,016
자본총계	14,167	15,248	16,899	18,771	20,893
순차입금	4,643	5,447	3,952	2,489	660

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	3,559	3,677	3,307	3,454	3,717
당기순이익	1,610	1,799	2,215	2,466	2,772
비현금항목의 가감	3,275	2,979	2,187	2,297	2,303
감가상각비	2,830	2,892	2,874	2,821	2,757
외환손익	-2	-1	2	1	3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	447	88	-689	-525	-458
자산부채의 증감	-970	-707	-254	-304	-285
기타현금흐름	-356	-394	-841	-1,004	-1,072
투자활동 현금흐름	-2,506	-3,683	-2,471	-2,486	-2,381
투자자산	163	-53	-43	-57	-53
유형자산	-2,867	-2,983	-2,075	-2,075	-1,975
기타	197	-648	-353	-353	-353
재무활동 현금흐름	-573	-559	-1,543	-931	-1,694
단기차입금	-340	103	0	0	0
사채	557	216	-484	-380	-726
장기차입금	-362	39	63	63	63
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-656	-667	-667	-709	-780
기타	228	-250	-454	96	-250
현금의 증감	479	-564	870	1,491	1,166
기초 현금	920	1,399	834	1,704	3,195
기말 현금	1,399	834	1,704	3,195	4,361
NOPLAT	1,570	1,457	1,744	1,967	2,216
FCF	1,277	1,210	2,518	2,688	2,974

[Compliance Notice]

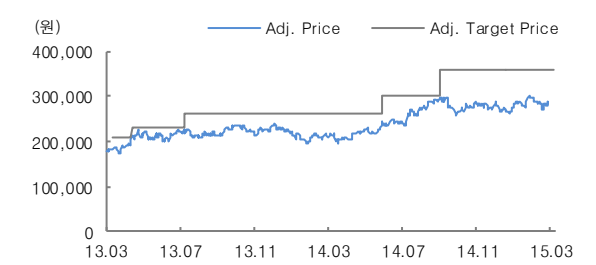
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK텔레콤(017670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	150323	150313	150308	150301	150216	150213
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000

제시일자	150206	150201	150130	150123	150116	150113
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000

제시일자	150109	150102	141228	141219	141212	141205
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000

제시일자	141128	141121	141118	141114	141109	141031
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000

투자등급관련사항

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률):
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상