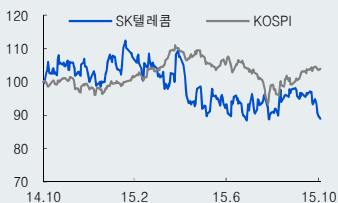


유무선통신

Company Report
2015.11.3

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	350,000
현재주가(15/11/02,원)	238,500
상승여력	47%

영업이익(15F,십억원)	1,814		
Consensus 영업이익(15F,십억원)	1,857		
EPS 성장률(15F,%)	-8.2		
MKT EPS 성장률(15F,%)	20.5		
P/E(15F,x)	11.6		
MKT P/E(15F,x)	11.8		
KOSPI	2,035.24		
시가총액(십억원)	19,258		
발행주식수(백만주)	81		
유동주식비율(%)	63.8		
외국인 보유비중(%)	41.3		
베타(12M) 일간수익률	0.15		
52주 최저가(원)	237,000		
52주 최고가(원)	301,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.0	-16.9	-10.7
상대주가	-10.0	-13.1	-13.8



[통신서비스 / 미디어]

문지현

02-768-3615
jeehyun.moon@dwsec.com

하누리

02-768-4130
nuri.ha@dwsec.com

SK텔레콤 (017670)

통신 사업 둔화, 성장 돌파구를 미디어에서 모색

CJ헬로비전 인수: SK텔레콤이 지분 30% 인수 후 SK브로드밴드와 합병

SK텔레콤은 CJ헬로비전 인수를 공식화하고 세부 공시를 했다. 크게 세 단계로 인수가 이루어질 예정이다. 1차로 내년 4월 1일에 5천억원의 현금이 소요되고, 이후 5년 내 콜옵션을 추가로 행사할 경우 약 5천억원이 더 드는, 총 1조원의 현금이 소요되는 건이다.

- 1) SK텔레콤이 CJ오쇼핑이 보유한 CJ헬로비전의 지분 30%를 우선 인수할 예정이다.
- 2) CJ헬로비전이 SK브로드밴드를 흡수 합병한다. 합병 후 존속회사에 대한 SK텔레콤의 지분은 75.29%가 된다.
- 3) CJ오쇼핑이 보유한 CJ헬로비전 잔여 지분 23.92%(합병 후 존속회사 기준 8.44%)에 대해, 1차 거래 종결일로부터 5년이 되는 날까지 SK텔레콤이 매수 콜옵션을 행사할 수 있다.

SK텔레콤은 CJ헬로비전 인수를 통해 유료방송 및 유선통신 등 가구 단위의 방송 통신 사업에서 1위에 비견되는 지배력을 획득할 수 있을 전망이다.

3Q Review: 통신 사업 둔화가 여실히 느껴지는 실적

3분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 하회했다. 본사의 무선 사업 매출이 전년동기 대비 감소했다. 망접속 정산료 감소 및 가입비 폐지, 선택약정 요금할인 가입 증가 등이 부정적으로 작용했다. LTE 전환율은 65%로서 보급 후기에 접어들었고, 청구 기준 ARPU는 전년동기나 전분기 대비 유사한 수준으로 정체되었다.

마케팅비는 전년동기 대비 10% 감소하며 하향 안정화되고 있는 추세이다. 그러나 감가상각비는 전년동기 대비 증가율이 상반기보다 상승하면서 예상보다 늘었다. 영업이익은 외형 감소에 따라 전년동기 대비 감소했고, 순이익도 SK하이닉스 지분법이익 축소로 감소했다.

규모의 경제 달성 및 미디어를 통한 성장 기대, '매수' 및 목표가 35만원 유지

이번 3분기 실적 시점에 SK텔레콤 등 국내 통신서비스 기업들은 전반적으로 통신 사업이 둔화되는 모습을 보여주고 있다. LTE가 도입된 지 만 3년이 지나면서 성숙기에 접어들었다. 인구(Q, 양)가 늘지 않는 시장에서 ARPU(P, 가격)도 정체되고 있다. 성장이 어려운 것은 자명하다.

SK텔레콤은 케이블 1위이자 알뜰폰 1위 사업자인 CJ헬로비전 인수를 통해, 이동통신 1위 위상에 비해 상대적으로 열위였던 유료방송 및 유선통신 가입자 기반을 확충할 수 있다. 이를 통해 규모의 경제를 달성하여 인프라 투자의 수익성을 향상하고, 규모의 증대를 통해 콘텐츠 및 소용 채널 사업자에 대한 협상력도 증대할 수 있을 전망이다. 특히 국내 유료방송 ARPU가 글로벌 시장 내 최저 수준인 점, 통신사의 가구 단위 사업이 '스마트홈' 등 IoT 신사업으로도 확대되고 있는 추세 등은 미디어 사업의 잠재 가능성을 높이고 있다. SK텔레콤에 대한 '매수' 의견과 목표주가 350,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	16,141	16,602	17,164	17,076	17,290	17,639
영업이익 (십억원)	1,730	2,011	1,825	1,814	1,901	1,928
영업이익률 (%)	10.7	12.1	10.6	10.6	11.0	10.9
순이익 (십억원)	1,152	1,639	1,801	1,654	1,661	1,691
EPS (원)	14,263	20,298	22,307	20,488	20,571	20,945
ROE (%)	9.8	13.0	12.9	10.9	10.1	9.7
P/E (배)	10.7	11.3	12.0	11.6	11.6	11.4
P/B (배)	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

실적 리뷰와 전망

표 1. SK텔레콤의 3분기 실적 비교표

(십억원, %)

	3Q14	2Q15	3Q15P			성장률	
			발표치	추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,368	4,256	4,261	4,450	4,311	-2.4	0.1
영업이익	537	413	491	547	521	-8.6	18.9
영업이익률	12.3	9.7	11.5	12.3	12.1		
순이익	531	398	382	531	496	-28.1	-4.0

주: K-IFRS 연결 기준,
자료: SK텔레콤, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. SK텔레콤 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, 천명)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15F	2013	2014	2015F
매출액	4,202	4,305	4,368	4,289	4,240	4,256	4,261	4,319	16,602	17,164	17,076
본사	3,264	3,265	3,304	3,181	3,133	3,144	3,142	3,193	12,860	13,013	12,612
무선 사업	3,037	3,035	3,055	2,926	2,910	2,917	2,923	2,950	12,008	12,053	11,700
신규 사업	227	229	249	255	224	227	219	242	852	960	912
연결 자회사	938	1,040	1,064	1,110	1,107	1,112	1,119	1,126	3,742	4,151	4,465
영업이익	252	546	537	490	403	413	491	508	2,011	1,825	1,814
영업이익률	6.0	12.7	12.3	11.4	9.5	9.7	11.5	11.8	12.1	10.6	10.6
순이익	267	498	531	503	443	398	382	436	1,609	1,799	1,659
순이익률	6.4	11.6	12.2	11.7	10.4	9.3	9.0	10.1	9.7	10.5	9.7
QoQ 성장률											
매출액	-2.2	2.5	1.5	-1.8	-1.1	0.4	0.1	1.4			
본사	-1.6	0.0	1.2	-3.7	-1.5	0.4	-0.1	1.6			
무선 사업	-1.0	-0.1	0.7	-4.2	-0.5	0.2	0.2	0.9			
신규 사업	-8.5	0.9	8.7	2.4	-12.2	1.3	-3.5	10.5			
연결 자회사	-4.2	10.9	2.3	4.3	-0.2	0.4	0.7	0.6			
영업이익	-50.6	116.5	-1.7	-8.7	-17.8	2.5	18.9	3.6			
순이익	-9.0	86.2	6.7	-5.2	-12.0	-10.1	-4.0	14.3			
YoY 성장률											
매출액	3.4	4.6	5.9	-0.1	0.9	-1.1	-2.4	0.7	1.9	3.4	-0.5
본사	4.9	1.7	2.5	-4.1	-4.0	-3.7	-4.9	0.4	4.3	1.2	-3.1
무선 사업	3.4	1.0	1.9	-4.6	-4.2	-3.9	-4.3	0.8	2.7	0.4	-2.9
신규 사업	29.7	11.7	11.2	2.8	-1.3	-0.9	-12.0	-5.1	33.5	12.7	-5.0
연결 자회사	-1.6	14.6	17.9	13.4	18.0	6.9	5.3	1.5	-5.7	10.9	7.6
영업이익	-37.7	0.1	-2.7	-3.8	59.8	-24.4	-8.6	3.7	14.3	-9.2	-0.6
순이익	-22.7	6.4	5.7	71.4	65.7	-20.0	-28.1	-13.3	44.2	11.8	-7.8
주요 지표											
무선통신 가입자	27,814	27,889	28,403	28,279	28,026	28,313	28,474	28,670	27,352	28,613	28,670
LTE 가입자	14,773	15,381	16,212	16,737	17,447	17,937	18,465	18,635	13,487	16,737	18,635

주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 수익예상 조정

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	17,575	18,099	17,076	17,290	-2.8	-4.5	본사 망접속정산 및 신규사업 매출, 연결자회사 매출 추정 하향
영업이익	1,890	2,028	1,814	1,901	-4.0	-6.3	감가상각비 추정 상향
순이익	1,899	1,996	1,659	1,666	-12.6	-16.5	SK하이닉스 지분법이익 추정 하향, 유효세율 추정 상향
EPS	23,465	24,663	20,488	20,571	-12.7	-16.6	
영업이익률	10.8	11.2	10.6	11.0			
순이익률	10.8	11.0	9.7	9.6			

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주와 비지배주주 합산 수치이나, EPS는 지배주주 기준, CJ헬로비전 인수 가정 반영 전
자료: KDB대우증권 리서치센터

CJ헬로비전 인수 사항

표 4. SK텔레콤이 CJ오쇼핑이 보유한 CJ헬로비전 30% 지분을 2016년 4월 1일에 인수하는 계약

구 분	계약 내용	비 고
매도인	주식회사 씨제이오쇼핑	-
매수인	에스케이텔레콤 주식회사	-
액면금액	2,500원	-
매매주식수	23,234,060주	발행주식총수의 30%
매매대금	주당 21,520원	총 5,000억원
Put Option	행사가격 26,994원, 거래종결일로부터 3년이 되는 날부터 2년	보유자: 매도인
Call Option	행사가격 26,994원, 거래종결일로부터 5년이 되는 날까지	보유자: 매수인

주: 2015년 11월 2일부터 11월 23일까지 SK텔레콤은 CJ헬로비전에 대해 12,000원에 공개 매수 실시

자료: CJ헬로비전, SK텔레콤, 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

표 5. CJ헬로비전이 SK텔레콤의 자회사 SK브로드밴드를 2016년 4월 1일에 흡수합병하는 형태 (원)

구분	합병법인 (주식회사 씨제이헬로비전)	피합병법인 (에스케이브로드밴드 주식회사)
기준주가	10,680	-
- 할인 또는 할증률	-	-
자산가치 · 수익가치 평균	-	5,080
- 자산가치	11,418	3,732
- 수익가치	-	5,979
합병가액(1주당)	10,680	5,080
합병비율	1	0.4756554

주: 2015년 11월 2일부터 CJ헬로비전 매매거래정지, 주주총회 예정일 1월 26일, 채권자 등의 제출 기간 2016년 1월 26일~2월 26일, 합병등기 예정일 2016년 4월 4일, 신주권 교부 예정일 4월 11일, 신주의 상장 예정일 4월 12일

자료: CJ헬로비전, SK텔레콤, 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 인수 단계에 따른 합병후 존속회사의 최대주주 지분을 변동 예상

구 분	주식수	지분율
합병 전		
주1)	CJ오쇼핑 41,756,284	53.92%
	SK텔레콤 0	0.00%
	발행주식총수 77,446,865	100.00%
주식매매		
계약 후	CJ오쇼핑 18,522,224	23.92%
주2)	SK텔레콤 23,234,060	30.00%
	발행주식총수 77,446,865	100.00%
합병 후		
주2)	CJ오쇼핑 18,522,224	8.44%
	SK텔레콤 165,198,272	75.29%
	발행주식총수 219,411,077	100.00%
Put / Call		
행사 후	CJ오쇼핑 0	0.00%
주3)	SK텔레콤 183,720,496	83.73%
	발행주식총수 219,411,077	100.00%

주: 1) 2015년 11월 02일자로 주식매매 계약을 체결, 향후 미래부의 주식 매매 승인과 합병 임시주주총회의 결과에 따라 해당 주식매매 계약은 취소 가능, 2) 미래부 주식매매 승인과 임시주주총회 승인에 따라 주식매매 및 합병 신주 교부 이후의 지분율, 3) 2015년 11월 02일 CJ오쇼핑 및 SK텔레콤의 "타법인지분처분공시" 및 "타법인지분취득공시"에 따른 옵션 행사 이후 CJ오쇼핑의 잔여지분의 주식매매가 완료된 이후의 지분율

자료: CJ헬로비전, 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

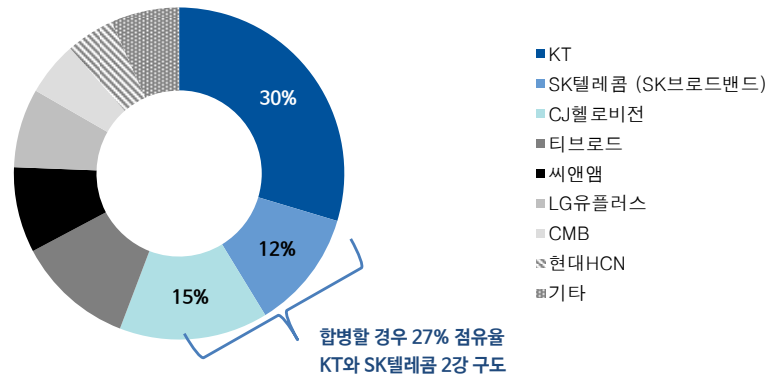
표 7. Deal Valuation 추정: 국내 케이블 SO 인수는 '가입자당 가치' 기준으로 실행 多 (천명, 십억원, 백만원, 배)

	케이블 SO 가입자 수	Deal 규모	가입자당 가치	EV/EBITDA
CJ헬로비전 Deal	4,151	1,667	0.40	7.9
Deal 비교 1) C&M (추정)	2,376	2,000	0.84	9.0
Deal 비교 2) CJ헬로비전의 과거 중소 SO 인수 (추정)			0.50	
글로벌 유료방송 평균				8.4
CJ헬로비전 거래정지 직전 시가총액 수준		844		4.0

주: 가입자 수 8월 말 기준, Deal은 대우 추정치, 자료: KCTA, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

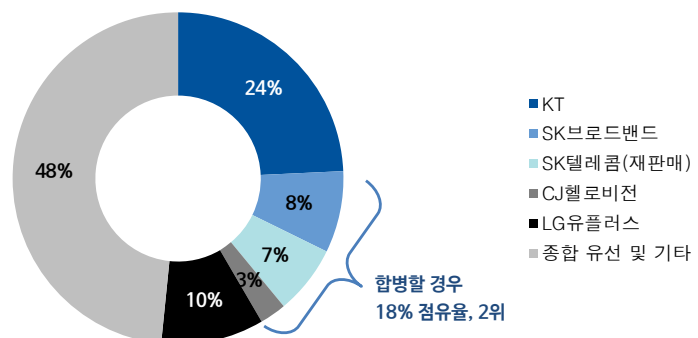
CJ헬로비전 인수 이후 시나리오

그림 1. SK텔레콤이 CJ헬로비전 인수할 경우 유료방송 가입자 점유율 27%, 1위 KT와 3%p 차이



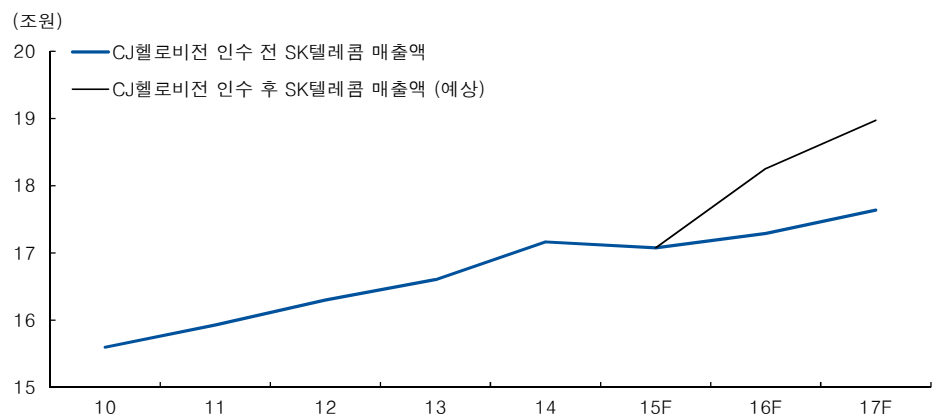
자료: 각 사, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 유선 브로드밴드 가입자 점유율, 1위 KT와 6%p 차이. CJ헬로비전 방송 가입자에 브로드밴드 결합 가능



자료: 각 사, 미래부, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. CJ헬로비전 올해 예상 매출 1.2조원 및 700억원의 순이익, SK텔레콤 내년 2분기부터 실적 계상 가능



주: 대우 추정치, 2016년 4월 1일 가정
자료: KDB대우증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	17,164	17,076	17,290	17,639
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17,164	17,076	17,290	17,639
판매비와관리비	15,339	15,262	15,389	15,711
조정영업이익	1,825	1,814	1,901	1,928
영업이익	1,825	1,814	1,901	1,928
비영업손익	429	387	309	322
금융손익	-264	-243	-227	-197
관계기업등 투자손익	906	732	540	595
세전계속사업손익	2,254	2,201	2,210	2,250
계속사업법인세비용	455	542	544	554
계속사업이익	1,799	1,659	1,666	1,696
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,799	1,659	1,666	1,696
지배주주	1,801	1,654	1,661	1,691
비지배주주	-2	5	5	5
총포괄이익	1,771	1,725	1,666	1,696
지배주주	1,778	1,716	1,656	1,686
비지배주주	-7	10	9	10
EBITDA	4,717	4,808	4,994	5,124
FCF	669	1,022	1,172	1,463
EBITDA 마진율 (%)	27.5	28.2	28.9	29.0
영업이익률 (%)	10.6	10.6	11.0	10.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	9.7	9.6	9.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,677	4,225	4,272	4,363
당기순이익	1,799	1,659	1,666	1,696
비현금수익비용가감	2,979	3,150	3,265	3,292
유형자산감가상각비	2,892	2,994	3,093	3,196
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	87	156	172	96
영업활동으로인한자산및부채의변동	-707	-57	28	42
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-221	-88	-30	-49
재고자산 감소(증가)	0	-3	-3	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-335	-109	3	6
법인세납부	-183	-373	-544	-554
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,683	-3,100	-3,272	-3,086
유형자산처분(취득)	-2,983	-3,189	-3,100	-2,900
무형자산감소(증가)	-120	-119	-150	-150
장단기금융자산의 감소(증가)	-178	-12	-22	-36
기타투자활동	-402	220	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-559	-419	-1,425	-743
장단기금융부채의 증가(감소)	413	638	-681	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-667	-668	-719	-719
기타재무활동	-305	-389	-25	-24
현금의 증가	-564	960	32	994
기초현금	1,399	834	1,794	1,826
기말현금	834	1,794	1,826	2,820

자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

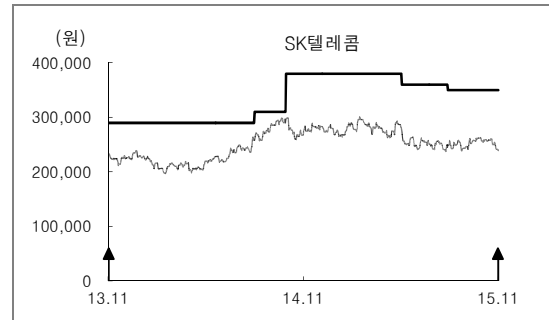
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	5,083	6,073	6,156	7,237
현금 및 현금성자산	834	1,794	1,826	2,820
매출채권 및 기타채권	3,083	3,104	3,141	3,204
재고자산	268	270	273	278
기타유동자산	898	905	916	935
비유동자산	22,858	23,360	23,614	23,625
관계기업투자등	6,298	6,613	6,696	6,831
유형자산	10,568	10,826	10,833	10,537
무형자산	4,402	4,309	4,459	4,609
자산총계	27,941	29,433	29,769	30,862
유동부채	5,420	5,910	5,283	5,371
매입채무 및 기타채무	1,657	1,669	1,690	1,724
단기금융부채	1,151	1,610	929	929
기타유동부채	2,612	2,631	2,664	2,718
비유동부채	7,273	7,460	7,477	7,504
장기금융부채	5,930	6,108	6,108	6,108
기타비유동부채	1,343	1,352	1,369	1,396
부채총계	12,693	13,370	12,760	12,875
지배주주지분	14,506	15,929	16,871	17,844
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	14,189	15,162	16,105	17,077
비지배주주지분	742	134	139	143
자본총계	15,248	16,063	17,010	17,987

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	12.0	11.6	11.6	11.4
P/CF (x)	4.5	4.0	3.9	3.9
P/B (x)	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	5.9	5.1	4.8	4.5
EPS (원)	22,307	20,488	20,571	20,945
CFPS (원)	59,177	59,560	61,057	61,775
BPS (원)	206,159	219,198	230,866	242,910
DPS (원)	9,400	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	37.1	43.4	43.2	42.4
배당수익률 (%)	3.5	4.2	4.2	4.2
매출액증가율 (%)	3.4	-0.5	1.3	2.0
EBITDA증가율 (%)	-2.6	1.9	3.9	2.6
조정영업이익증가율 (%)	-9.2	-0.6	4.8	1.4
EPS증가율 (%)	9.9	-8.2	0.4	1.8
매출채권 회전을 (회)	7.4	7.1	7.1	7.2
재고자산 회전을 (회)	77.2	63.6	63.7	64.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	6.6	5.8	5.6	5.6
ROE (%)	12.9	10.9	10.1	9.7
ROIC (%)	10.2	9.2	9.5	9.7
부채비율 (%)	83.2	83.2	75.0	71.6
유동비율 (%)	93.8	102.8	116.5	134.7
순차입금/자기자본 (%)	36.6	32.7	26.6	19.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	6.0	6.3	6.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
SK텔레콤(017670)	2015.07.31	매수	350,000원
	2015.05.06	매수	360,000원
	2014.10.01	매수	380,000원
	2014.08.03	매수	310,000원
	2013.10.30	매수	290,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.