

4Q15 Preview: KT를 보자

2016. 01. 18

Analyst
박상하
02 369 3389
shpark@dongbuhappy.com

□ Investment Points

아이폰 출시, 4Q15 실적 Negative 요인: 4Q15 통신 3사 실적의 관전포인트는 ARPU 눈높이가 낮아진 가운데, 무선부문의 이익방어 능력이다. 우리는 4Q15 통신 3사 합산 연결 영업이익 규모를 7,702억원(+10.5%YoY, -23.4%QoQ)으로 추정하며, 컨센서스(8,693억원)를 11.4% 하회할 전망이다. 4Q15 단말기 판매량 증가와 유선 및 신규사업 강화는 마케팅비용 증가로 이어졌으며, 그 외 성과급 등 기타비용도 늘어날 것으로 추정한다. 결론적으로, 지난 10/23 출시한 아이폰6S는 실적에 다소 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단, 그러나 여기서 비롯될 통신 3사 실적의 차별화는 무선부문의 질적 개선을 재확인하는 계기로 작용할 전망이다.

ARPU 기대치 하회, 그래서 가장 돋보일 KT: 4Q15 통신 3사 무선 ARPU(MNO기준)는 기대치 하회가 불가피해 보인다. 아이폰에 지급하는 공시지원금은 현격히 낮아 해당모델 가입자 대부분은 선택약정 요금할인을 선택한 것으로 보여, 4Q15 단말기 판매량에서 그 비중은 30%를 상회할 것으로 추정한다. 1H16 선택약정 요금할인 가입자 순증세는 지속될 것으로 판단되, 1H16 ARPU의 QoQ 상승은 LTE Mix 개선효과가 두드러질 KT 외에는 쉽지 않아 보인다. LTE 데이터 사용량 증가에 따른 가입자의 Up-selling 수요 진작 또한, ARPU 상승요인으로 본격 반영될 시점은 17년 이후에 가능할 전망이다.

Q 증가로 마케팅비용 5.1QoQ 증가: 4Q15 통신 3사 합산 마케팅비용(SK텔레콤과 KT 별도, LG유플러스 연결)은 5.1%QoQ 증가가 예상된다. SAC는 전분기와 비슷한 수준을 유지하나, 단말기 판매량 증가요인이 크다. 그러나 1H16는 SAC과 해지율의 안정화 추세 지속과 더불어 이목을 집중시킬 만한 플래그십 모델 부재로 단말기 판매량의 점진적인 감소가 예상된다. 또한, 산술적으로 선택약정 요금할인 가입자 비중이 20%(1H15 8%→1H16 20%)를 유지할 경우, 무선 판매수수료 감소폭은 5.1%YoY로 선택약정 요금할인 가입자 순증(1H16 40만명/월 가정, 누적 가입자수 기준 1H15말 101만명→1H16말 672만명)에 따른 ARPU 하락폭 2.2%YoY와 격차가 크기 때문에 1H16 통신 3사 수익성 유지는 가능할 것으로 전망한다.

□ Action

선별적인 투자 필요, 최선희주 KT 유자: 통신 3사 추가하락은 기대치에 못 미칠 ARPU, 이에 따른 성장 기대감이 한풀 꺾였다는 점을 반영했다. 이제 16년 이익 개선 기대감과 더불어 역사적 밸류에이션 하단에 근접한 종목으로 선별적인 투자가 필요한 시점이다. 우리는 통신서비스 업종 내 최선희주로 KT를 여전히 강력하게 유지한다. 16년은 15년에 이어 무선부문 경쟁력 회복을 재확인 시켜줄 것이며, 지배적 사업자인 유선부문의 기업가치 또한 제고될 시기이기 때문이다. KT의 현 주가는 15년 턴어라운드의 원년을 맞이했으며, 구조적으로 변화의 조짐을 보이고 있다.

4Q15 Preview: 아이폰 출시, Negative 요인이 컸다

4Q15E 통신 3사 합산 영업이익
7,702억원으로 컨센서스 하회,
무선부문의 질적 개선을
재확인하는 계기로 작용할 것

4Q15 통신 3사 실적의 관전포인트는 ARPU 눈높이가 낮아진 가운데, 무선부문의 이익방
어 능력이다. 우리는 4Q15 통신 3사 합산 연결 영업이익 규모를 7,702억원(+10.5%YoY,
-23.4%QoQ)으로 추정하며, 컨센서스(8,693억원)를 11.4% 하회할 전망이다. 4Q15 단말
기 판매량 증가와 유선 및 신규사업 강화는 마케팅비용 증가로 이어졌으며, 그 외 성과급
등 기타비용도 늘어날 것으로 추정한다. 결론적으로, 지난 10/23 출시한 아이폰6S는 실적
에 다소 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단, 그러나 여기서 비롯될 통신 3사 실적의 차별
화는 무선부문의 질적 개선을 재확인하는 계기로 작용할 전망이다.

도표 1. 통신서비스 업종 내 커버리지 종목 4Q15 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

종목	구분	4Q15E			4Q14	%YoY	3Q15	%QoQ	컨센서스	%차이
		수정후	수정전	%차이						
SK텔레콤 (연결)	매출액	4,326	4,327	0.0	4,289	0.9	4,261	1.5	4,313	0.3
	영업이익	460	496	-7.3	490	-6.2	491	-6.3	489	-6.1
	영업이익률	10.6	11.5		11.4		11.5		11.3	
	지배주주순이익	341	389	-12.2	501	-31.9	382	-10.7	426	-19.9
	지배순이익률	7.9	9.0		11.7		9.0		9.9	
KT (연결)	매출액	5,476	5,426	0.9	5,424	1.0	5,492	-0.3	5,509	-0.6
	영업이익	163	164	-0.6	16	892.0	343	-52.5	207	-21.3
	영업이익률	3.0	3.0		0.3		6.3		3.8	
	지배주주순이익	52	43	21.5	-245	흑전	117	-55.4	63	-17.1
	지배순이익률	1.0	0.8		-4.5		2.1		1.1	
LG유플러스 (연결)	매출액	2,758	2,796	-1.3	2,684	2.8	2,717	1.5	2,757	0.0
	영업이익	148	163	-9.4	191	-22.6	172	-14.3	173	-14.6
	영업이익률	5.4	5.8		7.1		6.3		6.3	
	지배주주순이익	71	77	-7.2	85	-16.6	114	-37.3	101	-29.4
	지배순이익률	2.6	2.7		3.2		4.2		3.7	
스카이라이프 (별도)	매출액	158	159	-0.1	156	1.4	161	-1.5	159	-0.6
	영업이익	20	20	0.9	21	-2.4	14	47.0	22	-7.0
	영업이익률	12.7	12.6		13.2		8.5		13.6	
	당기순이익	15	15	-2.0	13	14.7	9	65.0	17	-9.8
	순이익률	9.5	9.6		8.4		5.6		10.4	

자료: Dataguide, 동부 리서치

ARPU 기대치 하회, 그래서 가장 돋보일 KT!

4Q15 ARPU 기대치 하회

4Q15 통신 3사 평균 무선 ARPU(MNO 기준)는 36,467원(-1.3%YoY, +0.2%QoQ)으로 기대치 하회가 불가피해 보인다. 아이폰 출시 이후 선택약정 요금할인 가입자수 증가에 따른 Negative 요인이 가중된 영향이 크다. [도표 3]에서 3Q15 ARPU 대비 0.8%QoQ 하락하는 데 영향을 미쳤을 것으로 추정한다.

도표 2. 통신 3사 무선 ARPU(MNO 기준)

(단위: 원 %)

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
SK텔레콤	ARPU	35,309	36,013	36,417	36,679	36,319	36,601	36,729	36,766	36,105	36,604	36,747
	%QoQ		2.0	1.1	0.7	-1.0	0.8	0.3	0.1			
	%YoY					2.9	1.6	0.9	0.2		1.4	0.4
KT	ARPU	33,622	34,504	35,760	36,285	35,451	36,060	36,193	36,377	35,043	36,020	36,844
	%QoQ		2.6	3.6	1.5	-2.3	1.7	0.4	0.5			
	%YoY					5.4	4.5	1.2	0.3		2.8	2.3
LG유플러스	ARPU	35,362	35,636	36,600	37,906	36,226	36,606	36,294	36,258	36,376	36,346	36,684
	%QoQ		0.8	2.7	3.6	-4.4	1.0	-0.9	-0.1			
	%YoY					2.4	2.7	-0.8	-4.3		-0.1	0.9

자료: 각 사 동부 리서치

주: 1Q14부터 기저회선을 제외한 과금회선 기준으로 조정 접속수 및 가입자수를 제외

도표 3. 4Q15 선택약정 요금할인제도 순증에 따른 ARPU 영향 분석

(단위: 만명, %, 원)

	순증 가입자수(A)	비중	ARPU 영향		단말기 판매량(B)	A/B(%)
			원	%		
통신 3사	211	4.0	-295	-0.8	627	33.6
SK텔레콤	105	4.1	-299	-0.8	298	35.4
KT	63	4.3	-309	-0.9	196	32.2
LG유플러스	42	3.7	-270	-0.7	134	31.6

자료: 동부 리서치

주1: 비중은 3Q15말 MNO 가입자수 대비 4Q15 선택약정 요금할인 순증 가입자수 비율

주2: ARPU 영향은 3Q15 무선 ARPU(MNO 기준) 대비 선택약정 요금할인 가입자 순증에 따른 하락폭(원) 또는 하락율(%)

주3: 각 사 순증 가입자수는 편의상 SK텔레콤 KT, LG유플러스 각각 50%, 30%, 20%로 가정

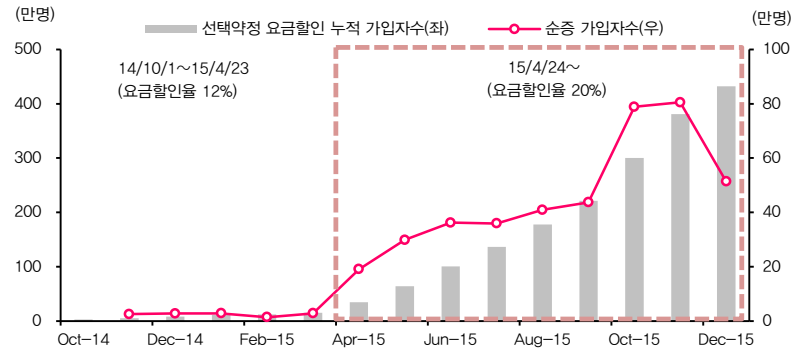
주4: 단말기 판매량은 신규모집 번호이동, 기기변경 가입자수 합계

아이폰 출시로 가팔라진

선택약정 요금할인 가입자 순증세

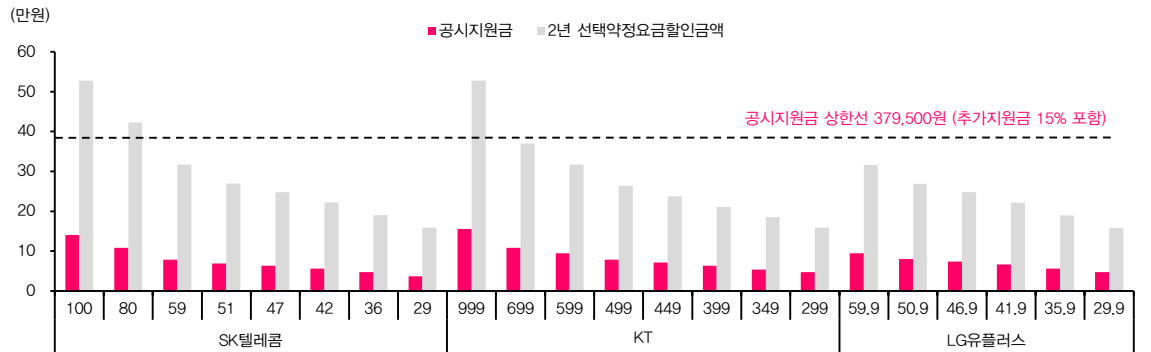
미래창조과학부에 따르면 4Q15 선택약정 요금할인 순증 가입자수는 210.8만명으로 가파른 증가세를 보였다. [도표 4]에서 아이폰에 지급하는 공시지원금이 갤럭시S6와 비교해 현격히 낮음을 확인할 수 있다. 이에 따라 해당모델 가입자 대부분은 선택약정 요금할인을 선택했을 것으로 유추할 수 있다. 4Q15 단말기 판매량에서 그 비중은 30%(1Q15 1.2%, 2Q15 14.4%, 3Q15 20.2%)를 상회할 것으로 추정한다.

도표 4. 선택약정 요금할인제도 가입자수 추이: 4Q15 아이폰 출시로 순증세 확대



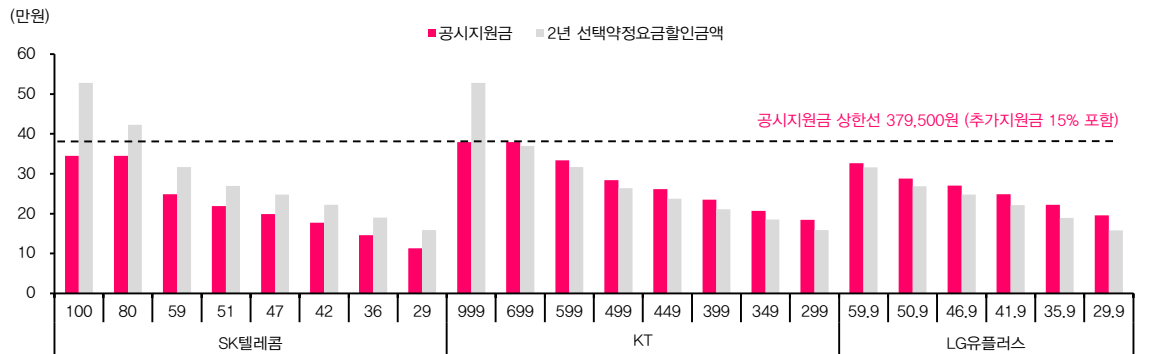
자료: 미래창조과학부, 동부 리서치

도표 5. 아이폰6S에 대한 통신 3사 요금제별 공시지원금 및 2년 선택약정 요금할인금액(부가세 포함, 총 할인금액) 비교



자료: 각 사 동부 리서치
주1: SK텔레콤은 band 데이터 요금제, KT는 LTE 데이터 선택 요금제, LG유플러스는 New 음성무한 요금제 기준
주2: 공시지원금은 추가지원금 15% 포함 통신 3사 모두 15/10/23 업데이트 기준

도표 6. 갤럭시S6에 대한 통신 3사 요금제별 공시지원금 및 2년 선택약정 요금할인금액(부가세 포함, 총 할인금액) 비교



자료: 각 사 동부 리서치
주1: SK텔레콤은 band 데이터 요금제, KT는 LTE 데이터 선택 요금제, LG유플러스는 New 음성무한 요금제 기준
주2: 공시지원금은 추가지원금 15% 포함 SK텔레콤 15/11/14, KT 15/12/12, LG유플러스 15/12/12 업데이트 기준

선택약정 요금할인 누적 가입자수
증가는 ARPU 부담 가중될 것

1H16에도 선택약정 요금할인 가입자 순증세는 지속될 것으로 판단한다. 우리는 [도표 7]에서 선택약정 요금할인 누적 가입자수 증가에 따른 ARPU 영향을 분석했다. 누적 가입자수 증가에 따른 ARPU 부담은 가중될 수 밖에 없다.

도표 7. 선택약정 요금할인제도 누적 가입자수 증가에 따른 ARPU 영향 분석

(단위: 만명, %, 원)

누적 가입자수	통신 3사			SK텔레콤				KT				LG유플러스			
	비중		ARPU 영향	가입자수	비중		ARPU 영향	가입자수	비중		ARPU 영향	가입자수	비중		ARPU 영향
	%	원	%		%	원	%		%	원	%		%	원	%
100	1.9	-140	-0.4	50	1.9	-142	-0.4	30	2.0	-147	-0.4	20	1.8	-128	-0.4
200	3.8	-280	-0.8	100	3.9	-284	-0.8	60	4.1	-293	-0.8	40	3.5	-256	-0.7
300	5.8	-420	-1.2	150	5.8	-425	-1.2	90	6.1	-440	-1.2	60	5.3	-384	-1.1
400	7.7	-559	-1.5	200	7.7	-567	-1.5	120	8.1	-587	-1.6	80	7.1	-512	-1.4
500	9.6	-699	-1.9	250	9.6	-709	-1.9	150	10.1	-733	-2.0	100	8.8	-640	-1.8
600	11.5	-839	-2.3	300	11.6	-851	-2.3	180	12.2	-880	-2.4	120	10.6	-768	-2.1
700	13.4	-979	-2.7	350	13.5	-992	-2.7	210	14.2	-1,027	-2.8	140	12.3	-896	-2.5

자료: 각 사 동부 리서치

주1: 비중은 3Q15말 MNO 가입자수 대비 선택약정 요금할인 가입자수 비율

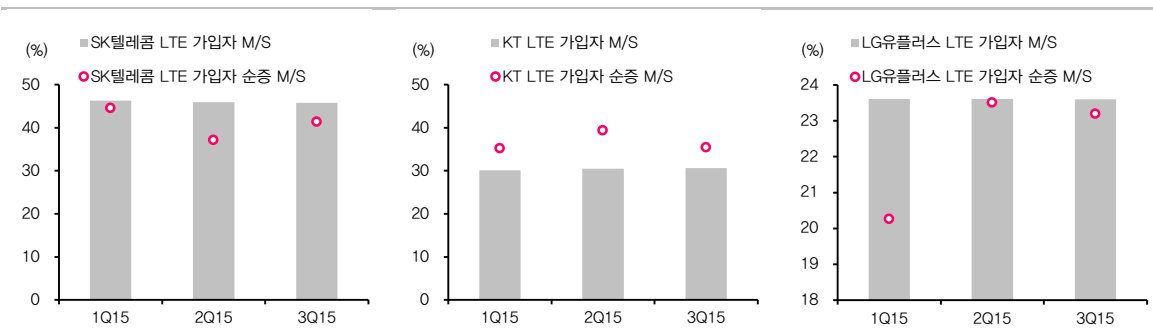
주2: ARPU 영향은 3Q15 무선 ARPU(MNO 기준) 대비 선택약정 요금할인(할인율 20%) 누적 가입자수 증가에 따른 하락폭(원) 또는 하락률(%)

주3: 누적 가입자수 증가에 따른 각 사 가입자수는 편의상 SK텔레콤 KT, LG유플러스 각각 50%, 30%, 20%로 가정

4Q15 ARPU의 QoQ 상승은 KT

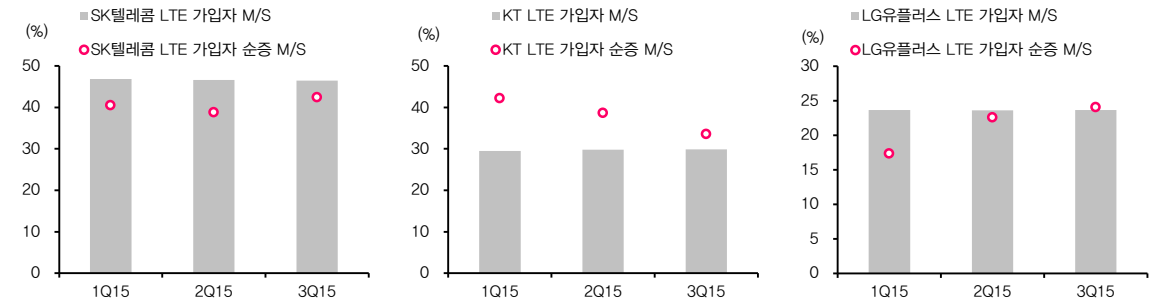
4Q15 ARPU의 QoQ 상승은 LTE Mix 개선효과가 두드러질 KT 외에는 쉽지 않아 보인다. [도표 8~10]에서 통신 3사별 LTE 가입자 M/S(MVNO 포함)와 LTE 가입자 순증 M/S(MVNO 포함), [도표 11~13]에서 LTE 가입자 M/S(MVNO 기준)와 LTE 가입자 순증 M/S(MVNO 기준) 추이를 확인할 수 있다. 모두 공통적으로 KT는 LTE 가입자 순증 M/S가 분기말 가입자 M/S보다 갭이 크다는 점을 주지하자. 4Q15 LTE 가입자 순증 M/S(MVNO 포함)는 KT 34.6%, SK텔레콤 43.2%, LG유플러스 22.2%로 추정, LTE Mix 개선 효과는 KT가 가장 두드러질 것으로 전망한다.

도표 8. 통신 3사 LTE 가입자 M/S와 LTE 가입자 순증 M/S 비교 ① (MVNO 가입자 포함 기준) : KT의 LTE Mix 개선효과



자료: 미래창조과학부, 동부 리서치 주: MVNO 가입자 포함 기준

도표 9. 통신 3사 LTE 가입자 M/S와 LTE 순증 M/S 비교 ② (MNO 가입자 기준) : KT의 LTE Mix 개선효과



자료: 미래창조과학부, 동부 리서치 주: MNO 가입자 기준

1H16도 LTE Mix 개선효과가 가장 두드러질 'KT' 주목

1H16는 LTE 가입자 순증에 따른 Mix 개선이 두드러질 KT에 주목하자. 향후 LTE 데이터 사용량 증가에 따른 가입자의 Up-selling 수요 진작이 ARPU 상승요인으로 본격 반영될 시점은 17년 이후에 가능할 전망이다. 15년 11월 기준 LTE 데이터 사용량은 4.1GB이다. 물론, LG유플러스는 15년 말 4.7GB로 추정, LTE 비디오 서비스에 강점을 보여왔기 때문에 산업 평균보다 앞서 있다. 그러나 15년 5월 데이터 중심 요금제 출시 이후 Down-selling 영향도 무시할 수 없는 Negative 요인이다. 16년 말 LTE 데이터 사용량이 6GB에 육박한다면 17년부터 Up-selling 효과에 따른 ARPU 상승을 기대해 볼 만하다.

도표 10. 11월 LTE 평균 트래픽 4.1GB

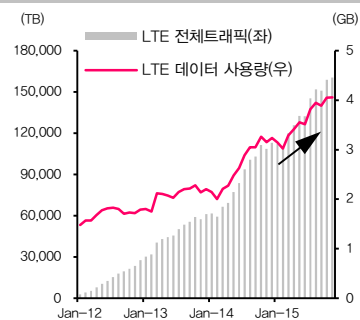


도표 11. 9월말 무제한 비중 15.7%

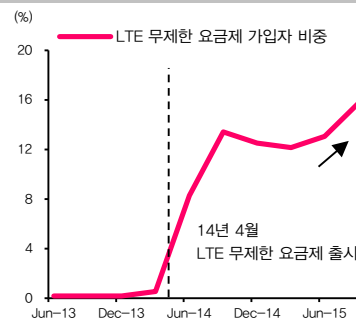
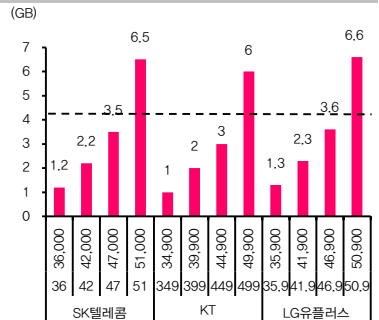


도표 12. 17년 이후 Up-selling 가능



자료: 각 사 미래창조과학부, 동부 리서치

4Q15, Q 증가로 마케팅비용 증가

4Q15 마케팅비용 변수는 단말기
판매량 증가

4Q15 통신 3사 합산 마케팅비용(SK텔레콤과 KT 별도, LG유플러스 연결)은 5.1%QoQ 증가가 예상된다. 마케팅비용 특히, 무선 판매수수료는 SAC(가입자당 유차비용)과 Q(단말기 판매량)의 함수이다. 4Q15 SAC은 전분기와 비슷한 수준을 유지하나, 단말기 판매량 증가 요인이 다소 부담으로 작용했을 것으로 추정한다. [도표 19]에서 4Q15 통신 3사 무선 판매수수료를 단말기 판매량(Q)과 선택약정 요금할인 비중에 따른 영향을 분석했다. SAC은 통신 3사 모두 200,000원, 선택약정 요금할인 비중은 3Q15와 4Q15 각각 20%, 30%로 가정했다.

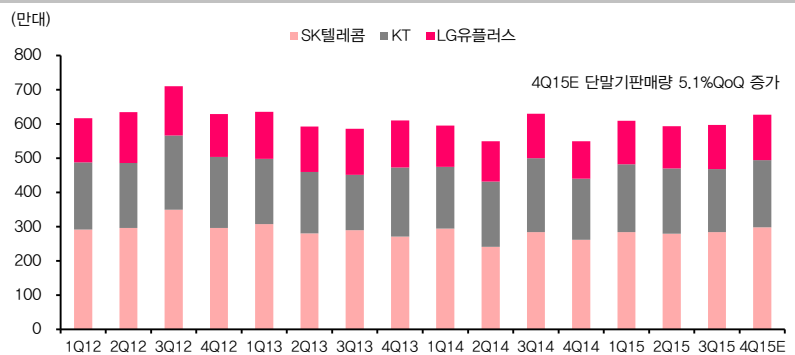
도표 13. 통신 3사 마케팅비용

(단위: 십억원, %)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E
SK텔레콤 (별도)	마케팅비용	907	853	827	842	1,100	825	832	816	846	740	749	781
	%QoQ	20.2	-5.9	-3.0	1.8	30.7	-25.1	0.9	-1.9	3.7	-12.6	1.2	4.3
	%YoY	25.0	-11.2	-20.1	11.7	21.4	-3.3	0.6	-3.1	-23.1	-10.3	-10.0	-4.3
KT (별도)	마케팅비용	698	625	603	756	775	823	742	813	708	674	690	733
	%QoQ	6.6	-10.4	-3.5	25.3	2.6	6.2	-9.9	9.6	-12.9	-4.8	2.3	6.3
	%YoY	39.4	-7.0	-17.8	15.5	11.1	31.7	23.0	7.5	-8.6	-18.1	-7.0	-9.8
LG유플러스 (연결)	마케팅비용	450	446	463	477	551	550	477	518	504	476	490	510
	%QoQ	7.7	-0.8	3.8	3.0	15.5	-0.3	-13.2	8.6	-2.8	-5.6	3.0	4.1
	%YoY	28.3	-8.3	-7.3	14.3	22.5	23.2	3.0	8.6	-8.6	-13.5	2.7	-1.5

자료: 각 사 동부 리서치

도표 14. 통신 3사 단말기 판매량



자료: 각 사 동부 리서치

주: 단말기 판매량은 신규모집 번호이동, 기기변경 가입자수 합계

도표 15. 무선 판매수수료: Q ↑ vs. 선택약정 요금할인 비중 ↑ (단위: 만대, %, 십억원)

선택약정 요금할인	공시지원금	단말기 판매량(Q, 마켓 사이즈)					
		SK텔레콤		KT		LG유플러스	
		3Q15	4Q15E	3Q15	4Q15E	3Q15	4Q15E
		284	298	185	196	129	134
35%	65%	488	512	317	337	221	230
34%	66%	490	514	319	339	222	231
33%	67%	493	517	320	340	223	232
32%	68%	495	519	322	342	224	233
31%	69%	497	521	323	344	225	234
30%	70%	499	524	325	345	227	235
29%	71%	502	526	326	347	228	236
28%	72%	504	528	328	348	229	237
27%	73%	506	531	329	350	230	238
26%	74%	508	533	331	351	231	239
25%	75%	511	536	332	353	232	240
24%	76%	513	538	334	355	233	241
23%	77%	515	540	335	356	234	242
22%	78%	517	543	337	358	235	244
21%	79%	520	545	338	359	236	245
20%	80%	522	547	339	361	237	246

자료: 동부 리서치

주: SAC은 200,000원 공시지원금과 리베이트 비중은 각각 40%, 60%로 가정

1H16 선택약정 요금할인 가입자
비중에 따라 무선 판매수수료
감소폭 확대 가능.
통신 3사 수익성 유지 가능할 전망

그러나 1H16는 SAC과 해지율의 안정화 추세 지속과 더불어 이목을 집중시킬 만한 플래그십 모델 부재로 단말기 판매량의 점진적인 감소가 예상된다. [도표 20]과 [도표 21]에서 단말기 판매량(Q)별 선택약정 요금할인 가입자 비중에 따른 무선 판매수수료 규모와 증가율을 분석했다. 이에 따라 산술적으로 선택약정 요금할인 가입자 비중이 20%(1H15 8%→1H16 20%)를 유지할 경우, 무선 판매수수료 감소폭은 5.1%YoY로 선택약정 요금할인 가입자 순증(1H16 40만명/월 가정, 누적 가입자수 기준 1H15말 101만명→1H16말 672만명)에 따른 ARPU 하락폭 2.2%YoY와 격차가 크기 때문에 SAC과 리베이트 비중 등 기타 변수를 고려하더라도 1H16 통신 3사 수익성 유지는 가능할 것으로 전망한다.

도표 16. 단말기 판매량(Q)별 선택약정 요금할인 가입자 비중에 따른 무선 판매수수료 규모 분석

(단위: 만대, %, 십억원)

선택약정 요금할인	공시지원금	단말기 판매량(Q, 마켓 사이즈)												
		100	120	140	160	180	200	220	240	260	280	300	320	340
100%	0%	120	144	168	192	216	240	264	288	312	336	360	384	408
90%	10%	128	154	179	205	230	256	282	307	333	358	384	410	435
80%	20%	136	163	190	218	245	272	299	326	354	381	408	435	462
70%	30%	144	173	202	230	259	288	317	346	374	403	432	461	490
60%	40%	152	182	213	243	274	304	334	365	395	426	456	486	517
55%	45%	156	187	218	250	281	312	343	374	406	437	468	499	530
50%	50%	160	192	224	256	288	320	352	384	416	448	480	512	544
45%	55%	164	197	230	262	295	328	361	394	426	459	492	525	558
40%	60%	168	202	235	269	302	336	370	403	437	470	504	538	571
35%	65%	172	206	241	275	310	344	378	413	447	482	516	550	585
30%	70%	176	211	246	282	317	352	387	422	458	493	528	563	598
25%	75%	180	216	252	288	324	360	396	432	468	504	540	576	612
20%	80%	184	221	258	294	331	368	405	442	478	515	552	589	626
15%	85%	188	226	263	301	338	376	414	451	489	526	564	602	639
10%	90%	192	230	269	307	346	384	422	461	499	538	576	614	653
5%	95%	196	235	274	314	353	392	431	470	510	549	588	627	666
0%	100%	200	240	280	320	360	400	440	480	520	560	600	640	680

자료: 동부 리서치

주: SAC은 200,000원으로 고정변수로 가정 공시지원금과 리베이트 비중은 각각 40%, 60%로 가정

도표 17. 단말기 판매량(Q)별 선택약정 요금할인 가입자 비중에 따른 무선 판매수수료 증감을 분석

(단위: 만대, %)

선택약정 요금할인	공시지원금	단말기 판매량(Q, 마켓 사이즈)												
		100	120	140	160	180	200	220	240	260	280	300	320	340
100%	0%	0.0	20.0	40.0	60.0	80.0	100.0	120.0	140.0	160.0	180.0	200.0	220.0	240.0
90%	10%	6.7	28.0	49.3	70.7	92.0	113.3	134.7	156.0	177.3	198.7	220.0	241.3	262.7
80%	20%	13.3	36.0	58.7	81.3	104.0	126.7	149.3	172.0	194.7	217.3	240.0	262.7	285.3
70%	30%	20.0	44.0	68.0	92.0	116.0	140.0	164.0	188.0	212.0	236.0	260.0	284.0	308.0
60%	40%	26.7	52.0	77.3	102.7	128.0	153.3	178.7	204.0	229.3	254.7	280.0	305.3	330.7
55%	45%	30.0	56.0	82.0	108.0	134.0	160.0	186.0	212.0	238.0	264.0	290.0	316.0	342.0
50%	50%	33.3	60.0	86.7	113.3	140.0	166.7	193.3	220.0	246.7	273.3	300.0	326.7	353.3
45%	55%	36.7	64.0	91.3	118.7	146.0	173.3	200.7	228.0	255.3	282.7	310.0	337.3	364.7
40%	60%	40.0	68.0	96.0	124.0	152.0	180.0	208.0	236.0	264.0	292.0	320.0	348.0	376.0
35%	65%	43.3	72.0	100.7	129.3	158.0	186.7	215.3	244.0	272.7	301.3	330.0	358.7	387.3
30%	70%	46.7	76.0	105.3	134.7	164.0	193.3	222.7	252.0	281.3	310.7	340.0	369.3	398.7
25%	75%	50.0	80.0	110.0	140.0	170.0	200.0	230.0	260.0	290.0	320.0	350.0	380.0	410.0
20%	80%	53.3	84.0	114.7	145.3	176.0	206.7	237.3	268.0	298.7	329.3	360.0	390.7	421.3
15%	85%	56.7	88.0	119.3	150.7	182.0	213.3	244.7	276.0	307.3	338.7	370.0	401.3	432.7
10%	90%	60.0	92.0	124.0	156.0	188.0	220.0	252.0	284.0	316.0	348.0	380.0	412.0	444.0
5%	95%	63.3	96.0	128.7	161.3	194.0	226.7	259.3	292.0	324.7	357.3	390.0	422.7	455.3
0%	100%	66.7	100.0	133.3	166.7	200.0	233.3	266.7	300.0	333.3	366.7	400.0	433.3	466.7

자료: 동부 리서치

주1: SAC은 200,000원으로 고정변수로 가정 공시지원금과 리베이트 비중은 각각 40%, 60%로 가정

주2: 단말기 판매량(X축) 100만대 선택약정 요금할인 가입자 비중(Y축) 100% 기준으로 X축 및 Y축 종속변수 값 변화 시 무선 판매수수료 증감을

통신서비스 업종 내 최선호주, KT 유지

통신서비스 업종에 대한
선별적인 투자 필요,
최선호주 'KT' 유지

통신 3사 주가하락은 기대치에 못 미칠 ARPU, 이에 따른 성장 기대감이 한풀 꺾였다는 점을 반영해도 과도한 수준이다. 우리는 이를 반영하여 통신 3사 목표주가 산출 방식을 일괄적으로 Multiple 하향 조정(SK텔레콤 10%, KT 15%, LG유플러스 15%) 및 16년 추정치로 변경했다. 이제 16년 이익 개선 기대감과 더불어 역사적 밸류에이션 하단에 근접한 종목으로 선별적인 투자가 필요한 시점이다. 우리는 통신서비스 업종 내 최선호주로 KT를 여전히 강력하게 유지한다. 16년은 15년에 이어 무선부문 경쟁력 회복을 재확인시켜줄 것이며, 지배적 사업자인 유선부문의 기업가치 또한 제고될 시기이다. KT의 현 주가는 15년 턴어라운드의 원년을 맞이했으며, 16년에 구조적인 변화의 조짐이 빛을 발할 것이다.

도표 18. 통신서비스 업종 내 커버리지 종목 목표주가 및 투자포인트

(단위: 원, %)

종목	투자의견	목표주가	현주가	상승여력	투자 포인트
KT	Buy(유지)	40,000원(유지)	27,150원	47.3	ARPU 상승 견조, 이익 개선 기대감, 역사적 밸류에이션 하단
SK텔레콤	Buy(유지)	265,000원(하향)	205,500원	29.0	이익 개선 기대감 미흡, 우호적인 주주환원정책
LG유플러스	Buy(유지)	12,500원(하향)	9,910원	26.1	가입자 순증효과 그러나 17년 이후 ARPU 상승 모멘텀
스카이라이프	Buy(유지)	21,000원(하향)	15,500원	35.5	1H16 분기별 200~220억원대 이익창출 가능, 분할 매수 관점

자료: 동부 리서치

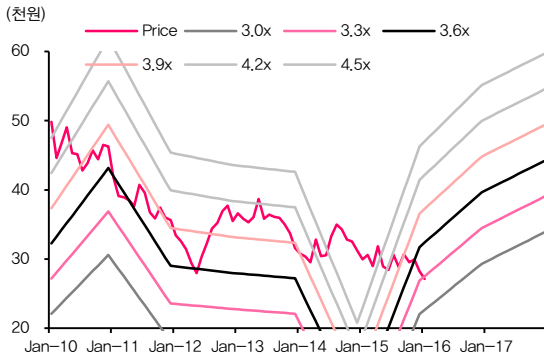
도표 19. 통신서비스 업종 내 커버리지 종목 실적 추이

(단위: 십억원, %)

종목	구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
SK텔레콤 (연결)	매출액	4,202	4,305	4,367	4,289	4,240	4,256	4,261	4,326	17,164	17,083	17,301
	영업이익	252	546	537	490	403	413	491	460	1,825	1,766	1,912
	영업이익률	6.0	12.7	12.3	11.4	9.5	9.7	11.5	10.6	10.6	10.3	11.1
	지배주주순이익	270	499	532	501	444	396	382	341	1,801	1,564	1,573
	지배순이익률	6.4	11.6	12.2	11.7	10.5	9.3	9.0	7.9	10.5	9.2	9.1
KT (연결)	매출액	5,597	5,634	5,657	5,424	5,399	5,431	5,492	5,476	22,312	21,798	22,253
	영업이익	123	-838	291	16	314	369	343	163	-407	1,189	1,223
	영업이익률	2.2	-14.9	5.2	0.3	5.8	6.8	6.3	3.0	-1.8	5.5	5.5
	지배주주순이익	-72	-787	49	-245	262	300	117	52	-1,055	731	700
	지배순이익률	-1.3	-14.0	0.9	-4.5	4.9	5.5	2.1	1.0	-4.7	3.4	3.1
LG유플러스 (연결)	매출액	2,780	2,774	2,762	2,684	2,556	2,661	2,717	2,758	11,000	10,692	11,091
	영업이익	113	98	175	191	155	192	172	148	576	667	674
	영업이익률	4.1	3.5	6.3	7.1	6.1	7.2	6.3	5.4	5.2	6.2	6.1
	지배주주순이익	27	33	83	85	82	116	114	71	228	383	369
	지배순이익률	1.0	1.2	3.0	3.2	3.2	4.4	4.2	2.6	2.1	3.6	3.3
스카이라이프 (별도)	매출액	151	155	161	156	147	154	161	158	623	621	627
	영업이익	32	17	8	21	30	31	14	20	78	95	83
	영업이익률	21.3	11.2	4.8	13.2	20.6	20.1	8.5	12.7	12.5	15.4	13.3
	당기순이익	24	15	4	13	22	26	9	15	56	71	64
	순이익률	15.8	9.4	2.6	8.4	14.7	16.7	5.6	9.5	8.9	11.5	10.2

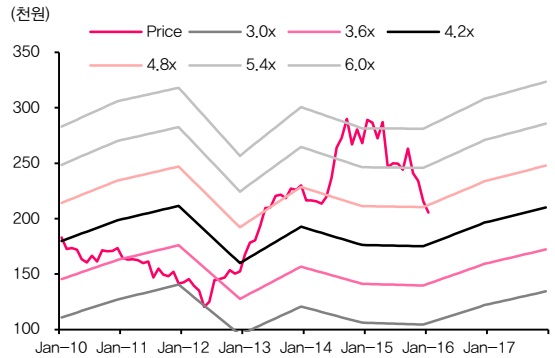
자료: 각 사 동부 리서치

도표 20. KT Historical EV/EBITDA 추이



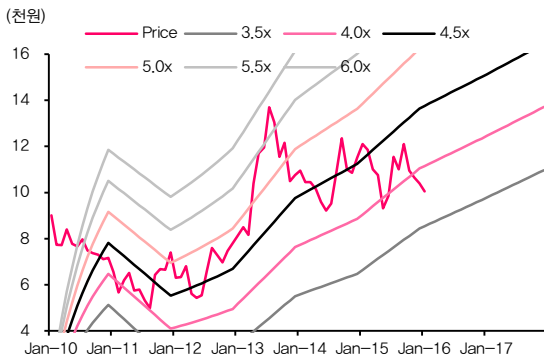
자료: Dataguide, 동부 리서치

도표 21. SK텔레콤 Historical EV/EBITDA 추이



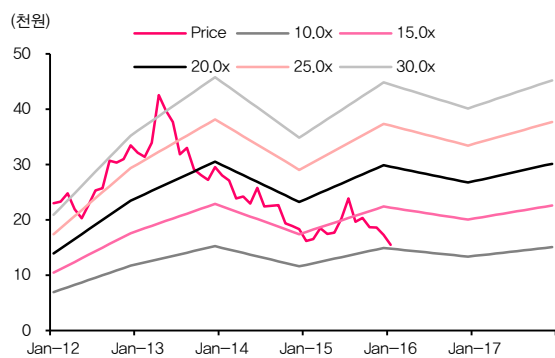
자료: Dataguide, 동부 리서치

도표 22. LG유플러스 Historical EV/EBITDA 추이



자료: Dataguide, 동부 리서치

도표 23. 스카이라이프 Historical P/E 추이



자료: Dataguide, 동부 리서치

BUY

목표주가: 40,000원(유지)
현재주가: 27,150원(01/15)

KT(030200)

4Q15 Preview: 지금은 바겐세일 중

4Q15 영업이익 1,630억원 예상

4Q15 KT의 영업이익은 1,630억원(+892.0%YoY, -52.5%QoQ)으로 컨센서스(2,072억원)를 하회할 전망이다. 그러나 매년 4분기마다 통상 일회성 비용이 집중 반영됐음을 감안한 보수적인 추정치이다. 15년에는 지급수수료 관련 영업비용 및 자산클렌징 관련 영업외비용 모두 분기별로 안분 노력을 지속한 것으로 판단돼, 향후 KT에 대한 우려를 불식시킬 수 있는 양호한 실적이 예상된다. 마케팅비용(별도)은 7,327억원으로 6.3%QoQ 증가가 예상되나, 단말기 판매량 증가요인 및 기기인터넷 등 유선부문 강화에 따른 영향으로 추정한다.

15년 턴어라운드 원년 확인
주가는 밸류에이션 하단.
투자의견 BUY,
목표주가 40,000원 유지

4Q15 무선 ARPU(MNO 기준)는 0.3%YoY, 0.5%QoQ 상승하며, 3Q15에 이어 통신 3사 중 가장 견고한 모습을 보여줄 전망이다. 선택약정 요금할인 가입자 증가에 따른 Negative 영향에도 불구하고, 4Q15 LTE 가입자 순증 M/S는 LTE 가입자 M/S 30.6%를 상회하는 34.6% 기록, LTE Mix 개선효과가 가장 두드러질 전망이다. 1H16도 LTE 가입자 순증효과에 따른 ARPU 상승전망은 유효하다. KT의 현 주가는 15년 턴어라운드의 원년을 맞이했음도 EV/EBITDA 3.2배로 역사적 밸류에이션 하단이다. KT에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원(Target 3.6배(11~13년 3개년 평균값에 15% 할인) 적용)을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	23,811	23,422	21,798	22,253	22,746
(증가율)	-0.2	-1.6	-6.9	2.1	2.2
영업이익	839	-292	1,189	1,223	1,319
(증가율)	-30.6	적전	흑전	2.9	7.8
지배주주순이익	-162	-1,055	732	700	807
EPS	-622	-4,040	2,802	2,681	3,089
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	10.1	10.1	8.8
PBR (H/L)	0.9/0.7	0.9/0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (H/L)	4.6/4.0	6.1/5.5	3.7	3.2	3.0
영업이익률	3.5	-1.2	5.5	5.5	5.8
ROE	-1.4	-9.5	6.9	6.2	6.9

Stock Data

52주 최저/최고 27,150/32,250원
KOSDAQ /KOSPI 678/1,879pt
시가총액 70,892억원
60일-평균거래량 758,398
외국인지분율 49.0%
60일-외국인지분율변동추이 0.0%p
주요주주 국민연금 7.6%

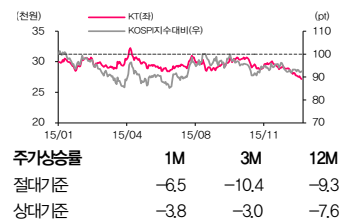


도표 24. KT 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	5,597	5,634	5,657	5,424	5,399	5,431	5,492	5,476	22,312	21,798	22,253
%YoY	-8.3	-2.1	-1.3	-12.7	-3.5	-3.6	-2.9	1.0	-6.3	-2.3	2.1
%QoQ	-9.9	0.7	0.4	-4.1	-0.5	0.6	1.1	-0.3			
서비스수익	4,650	4,777	4,892	4,742	4,713	4,826	4,896	4,857	19,061	19,293	19,762
무선수익	1,784	1,799	1,913	1,820	1,822	1,829	1,844	1,856	7,316	7,351	7,660
유선수익	1,420	1,408	1,372	1,339	1,305	1,303	1,284	1,254	5,540	5,147	4,878
미디어/콘텐츠	370	381	396	361	384	409	429	430	1,508	1,652	1,782
금융	771	787	819	845	791	801	835	856	3,221	3,284	3,320
기타서비스	306	401	392	377	411	484	503	461	1,475	1,859	2,123
상품수익	946	857	765	682	685	605	596	619	3,250	2,506	2,491
영업비용	5,473	6,471	5,366	5,408	5,085	5,063	5,149	5,313	22,718	20,610	21,030
서비스비용	4,572	5,582	4,670	4,553	4,152	4,239	4,335	4,506	19,377	17,232	17,701
인건비	790	1,730	616	783	778	785	844	869	3,919	3,277	3,434
사업경비	2,390	2,416	2,515	2,645	2,371	2,399	2,438	2,534	9,966	9,742	9,937
서비스구입비	659	741	811	532	549	578	563	589	2,744	2,279	2,323
판매관리비	733	695	727	593	454	478	489	513	2,748	1,934	2,008
상품구입비	902	890	696	854	933	823	814	808	3,342	3,378	3,329
영업이익	123	-838	291	16	314	369	343	163	-407	1,189	1,223
%YoY	-66.4	적전	-5.3	흑전	154.2	흑전	17.8	892.0	적전	흑전	2.9
%QoQ	흑전	적전	흑전	-94.4	1,808.0	17.6	-6.9	-52.5			
영업이익률	2.2	-14.9	5.2	0.3	5.8	6.8	6.3	3.0	-1.8	5.5	5.5
지배주주순이익	-72	-787	49	-245	262	300	117	52	-1,055	731	700
%YoY	적전	적전	-53.9	적지	흑전	흑전	139.6	흑전	적지	흑전	-4.3
%QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	14.3	-60.9	-55.4			
지배순이익률	-1.3	-14.0	0.9	-4.5	4.9	5.5	2.1	1.0	-4.7	3.4	3.1

자료: KT, 동부 리서치

주: 14년부터 KT렌탈, KT캐피탈 관련 손익은 중단영업손익으로 소급반영

도표 25. KT 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	2015E			2016E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	21,798	21,748	0.2	22,253	22,067	0.8
영업이익	1,189	1,189	0.0	1,223	1,208	1.2
영업이익률	5.5	5.5		5.5	5.5	
지배순이익	731	750	-2.5	700	658	6.4

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	9,968	8,751	9,258	9,414	10,655
현금및현금성자산	2,071	1,889	2,385	2,353	3,474
매출채권및기타채권	6,131	5,524	5,464	5,651	5,850
재고자산	614	393	436	464	437
비유동자산	24,878	25,025	22,563	21,963	21,337
유형자산	16,387	16,468	14,834	14,547	14,173
무형자산	3,827	3,544	3,151	2,837	2,585
투자자산	1,037	1,044	1,044	1,044	1,044
자산총계	34,847	33,776	31,821	31,377	31,992
유동부채	11,188	9,992	9,621	9,036	8,953
매입채무및기타채무	7,414	6,413	7,000	7,131	7,244
단기차입금및단기차대	635	1,100	450	800	750
유동성장기부채	2,386	1,855	1,548	482	335
비유동부채	10,794	11,993	9,748	9,335	9,416
사채및장기차입금	8,463	9,860	7,615	7,202	7,283
부채총계	21,982	21,985	19,369	18,371	18,369
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
이익잉여금	10,047	8,571	9,180	9,684	10,246
비지배주주지분	1,110	1,449	1,502	1,551	1,608
자본총계	12,865	11,790	12,453	13,006	13,624

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,111	1,916	4,612	4,136	4,177
당기순이익	-60	-966	785	749	863
현금유출이없는비용및수익	4,761	5,368	3,606	3,818	3,731
유형및무형자산상각비	3,621	3,855	3,027	3,271	3,172
영업관련자산부채변동	-23	-2,023	465	-161	-106
매출채권및기타채권의감소	938	13	61	-187	-199
재고자산의감소	229	267	-43	-28	27
매입채무및기타채무의증가	-145	-418	587	131	114
투자활동현금흐름	-3,783	-3,171	-508	-2,560	-2,416
CAPEX	-3,088	-2,853	-2,600	-2,470	-2,347
투자자산의손중	15	-7	0	0	0
재무활동현금흐름	-312	1,072	-3,608	-1,609	-640
사채및차입금의 증가	173	1,292	-3,203	-1,129	-116
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-511	-223	0	-122	-196
기타현금흐름	-3	1	0	0	0
현금의증가	13	-182	496	-32	1,121
기초현금	2,058	2,071	1,889	2,385	2,353
기말현금	2,071	1,889	2,385	2,353	3,474

자료: KT, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	23,811	23,422	21,798	22,253	22,746
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	23,811	23,422	21,798	22,253	22,746
판매비	22,971	23,713	20,610	21,030	21,427
영업이익	839	-292	1,189	1,223	1,319
EBITDA	4,460	3,563	4,216	4,494	4,491
영업외손익	-845	-946	-302	-204	-145
금융손익	-358	-574	-412	-347	-338
투자손익	7	18	4	8	8
기타영업외손익	-494	-390	106	135	185
세전이익	-5	-1,237	887	1,019	1,174
중단사업이익	0	0	142	0	0
당기순이익	-60	-966	785	749	863
지배주주지분순이익	-162	-1,055	732	700	807
비지배주주지분순이익	102	89	53	49	56
총포괄이익	48	-1,201	785	749	863
증감률(%YoY)					
매출액	-0.2	-1.6	-6.9	2.1	2.2
영업이익	-30.6	적전	흑전	2.9	7.9
EPS	적전	적지	흑전	-4.3	15.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-622	-4,040	2,802	2,681	3,089
BPS	45,020	39,604	41,937	43,867	46,018
DPS	800	0	500	800	1,000
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	10.1	10.1	8.8
P/B	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.1	5.7	3.7	3.2	3.0
수익성(%)					
영업이익률	3.5	-1.2	5.5	5.5	5.8
EBITDA마진	18.7	15.2	19.3	20.2	19.7
순이익률	-0.3	-4.1	3.6	3.4	3.8
ROE	-1.4	-9.5	6.9	6.2	6.9
ROA	-0.2	-2.8	2.4	2.4	2.7
ROIC	45.6	-1.1	4.4	5.0	5.6
안정성및기타					
부채비율(%)	170.9	186.5	155.5	141.3	134.8
이자보상배율(배)	1.9	-0.6	2.9	3.4	4.0
배당성향(배)	-323.8	0.0	15.6	26.2	28.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

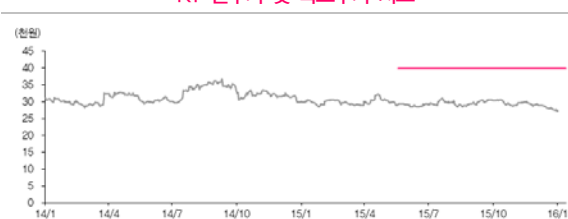
1년간 투자이전 비율 (2015-12-31 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.0%) 매도(0.8%)

- 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

KT 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	일자	투자이전	목표주가
15/06/02	BUY	40,000			

BUY

목표주가: 265,000원(하향)
현재주가: 205,500원(01/15)

SK텔레콤(017670)

4Q15 Preview: 가격은 매력적이나

4Q15 영업이익 4,596억원 예상

4Q15 SK텔레콤의 영업이익은 4,596억원(-6.2%YoY, -6.3%QoQ)으로 컨센서스(4,892억원)를 하회할 전망이다. 마케팅비용(별도)은 7,810억원으로 4.3%QoQ 증가, 단말기 판매량이 4.9%QoQ 증가한 영향이 클 것으로 추정한다. 또한, 지급수수료 등 기타영업비용 증가도 예상된다. 무선 ARPU(MNO 기준)는 전분기와 비슷한 수준으로 추정한다. 4Q15 LTE 가입자 순증 M/S가 LTE 가입자 M/S 45.8%를 하회하는 43.2%를 기록하며, 선택약정 요금 할인 가입자 증가에 따른 Negative 영향을 충분히 희석시키지 못할 것으로 판단한다.

16년 이익 추정치 5.4% 하향,
Target 배수 10% 할인하여
목표주가 265,000원으로 하향

SK텔레콤에 대한 목표주가를 265,000원으로 10.2% 하향한다. 기변비중이 50%를 상회하며 타사 대비 높다는 점에서 가입자 유지를 위한 비용부담에 따라 영업이익 추정치를 5.4% 하향 조정했다. 또한, Target EV/EBITDA를 기존 4.7배(SK하이닉스 편입 이후인 12~14년 3개년 평균값)에서 10% 할인한 4.3배를 적용하여 영업가치 21.3조원과 SK하이닉스 지분가치 5조원을 고려했다. 16년 ARPU 상승률은 0.4%로 부진, 이익 개선 기대감(15년 특별 명예퇴직비용 1,100억원 제외 시, 16E 영업이익 1.9%YoY)도 다소 떨어지나, 안정적인 FCF 및 우호적인 주주환원정책을 감안하여 투자여건 BUY를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	16,602	17,164	17,083	17,301	17,550
(증가율)	2.9	3.4	-0.5	1.3	1.4
영업이익	2,011	1,825	1,766	1,912	2,035
(증가율)	16.2	-9.2	-3.2	8.3	6.4
지배주주순이익	1,639	1,801	1,564	1,573	1,644
EPS	20,298	22,307	19,367	19,479	20,354
PER (H/L)	11.8/7.3	13.6/8.6	11.1	10.7	10.2
PBR (H/L)	1.4/0.9	1.7/1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (H/L)	5.1/3.6	6.4/4.7	5.0	4.5	4.3
영업이익률	12.1	10.6	10.3	11.1	11.6
ROE	13.0	12.9	10.7	10.3	10.2

Stock Data

52주 최저/최고	203,000/301,000원
KOSDAQ /KOSPI	678/1,879pt
시가총액	165,932억원
60일-평균거래량	212,064
외국인지분율	39.6%
60일-외국인지분율변동추이	-2.5%p
주요주주	SK 외 4 인 25.2%

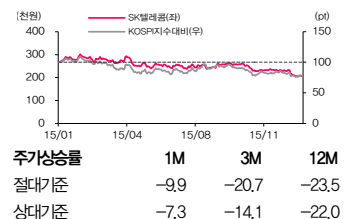


도표 26. SK텔레콤 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	4,202	4,305	4,367	4,289	4,240	4,256	4,261	4,326	17,164	17,083	17,301
%YoY	3.4	4.6	5.9	-0.1	0.9	-1.2	-2.4	0.9	3.4	-0.5	1.3
%QoQ	-2.2	2.5	1.4	-1.8	-1.1	0.4	0.1	1.5			
이동전화수익	2,767	2,794	2,814	2,805	2,733	2,727	2,736	2,757	11,180	10,953	11,141
망접속정산수익	270	241	241	121	177	190	187	192	873	746	656
신규사업 및 기타	227	229	249	254	224	227	219	246	959	916	926
연결 자회사	938	1,041	1,064	1,108	1,107	1,112	1,120	1,131	4,151	4,470	4,579
영업비용	3,950	3,759	3,831	3,799	3,838	3,843	3,771	3,867	15,339	15,318	15,389
종업원급여	429	401	411	418	475	544	426	435	1,660	1,880	1,782
지급수수료 및 판매수수료	1,628	1,364	1,327	1,374	1,347	1,262	1,274	1,351	5,693	5,235	5,329
광고선전비	85	100	105	126	77	120	93	100	416	391	403
감가상각비	703	717	721	750	729	739	755	766	2,892	2,988	3,093
망접속정산비용	276	281	286	155	234	240	236	218	997	929	831
전용회선료	56	54	53	47	49	51	50	50	211	201	204
전파사용료	50	47	49	42	54	42	47	47	188	190	189
상품매출원가	336	394	474	476	491	450	477	481	1,680	1,899	1,917
영업이익	252	546	537	490	403	413	491	460	1,825	1,766	1,912
%YoY	-37.6	0.1	-2.7	-3.9	59.5	-24.4	-8.6	-6.2	-9.2	-3.3	8.3
%QoQ	-50.5	116.4	-1.7	-8.7	-17.8	2.5	18.8	-6.3			
영업이익률	6.0	12.7	12.3	11.4	9.5	9.7	11.5	10.6	10.6	10.3	11.1
지배주주순이익	270	499	532	501	444	396	382	341	1,801	1,564	1,573
%YoY	-23.8	6.8	5.5	59.6	64.7	-20.6	-28.1	-31.9	9.9	-13.2	0.6
%QoQ	-9.0	86.2	6.7	-5.2	-12.0	-10.1	-4.0	-10.5			
지배순이익률	6.4	11.6	12.2	11.7	10.5	9.3	9.0	7.9	10.5	9.2	9.1

자료: SK텔레콤, 동부 리서치

도표 27. SK텔레콤 실적 추정 변경

(단위: 십억원 %)

	2015E			2016E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	17,083	17,085	0.0	17,301	17,299	0.0
영업이익	1,766	1,802	-2.0	1,912	2,020	-5.4
영업이익률	10.3	10.5		11.1	11.7	
지배순이익	1,564	1,611	-3.0	1,573	1,741	-9.6

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	5,123	5,083	4,838	5,404	6,050
현금및현금성자산	1,399	834	714	1,209	1,744
매출채권및기타채권	2,913	3,093	3,032	3,072	3,129
재고자산	177	268	273	277	281
비유동자산	21,453	22,858	23,270	23,277	23,346
유형자산	10,197	10,568	10,230	9,676	9,125
무형자산	4,484	4,402	4,452	4,512	4,632
투자자산	6,401	7,381	8,081	8,581	9,081
자산총계	26,577	27,941	28,108	28,681	29,396
유동부채	6,069	5,420	5,262	5,248	5,499
매입채무및기타채무	3,796	3,663	3,473	3,375	3,357
단기차입금및단기차대	260	367	500	400	300
유동성장기부채	1,268	784	683	867	1,235
비유동부채	6,341	7,273	7,280	7,016	6,559
사채및장기차입금	5,010	5,799	5,806	5,542	5,085
부채총계	12,410	12,693	12,542	12,264	12,058
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	13,102	14,189	15,029	15,879	16,799
비지배주주지분	714	742	742	743	744
자본총계	14,167	15,248	15,566	16,417	17,338

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	3,559	3,677	4,584	4,714	4,825
당기순이익	1,610	1,799	1,564	1,574	1,645
현금유출이없는비용및수익	3,275	2,979	3,736	3,763	3,737
유형및무형자산상각비	2,830	2,892	2,988	3,093	3,051
영업관련자산부채변동	-970	-707	-212	-178	-93
매출채권및기타채권의감소	-309	-221	61	-40	-57
재고자산의감소	-40	0	-6	-3	-4
매입채무및기타채무의증가	-136	-335	-190	-98	-18
투자활동현금흐름	-2,506	-3,683	-3,260	-3,041	-3,107
CAPEX	-2,879	-3,008	-2,650	-2,540	-2,500
투자자산의순증	-692	-980	-700	-500	-500
재무활동현금흐름	-573	-559	-1,445	-1,177	-1,184
사채및차입금의 증가	-260	413	39	-180	-189
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-656	-667	-668	-723	-723
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	479	-564	-121	496	535
기초현금	920	1,399	834	714	1,209
기말현금	1,399	834	714	1,209	1,744

자료: SK텔레콤 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	16,602	17,164	17,083	17,301	17,550
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	16,602	17,164	17,083	17,301	17,550
판매비	14,591	15,339	15,318	15,389	15,515
영업이익	2,011	1,825	1,766	1,912	2,035
EBITDA	4,841	4,717	4,754	5,005	5,086
영업외손익	-184	429	302	106	73
금융손익	-458	-260	-269	-255	-255
투자손익	707	906	763	525	496
기타영업외손익	-433	-217	-192	-164	-168
세전이익	1,827	2,254	2,068	2,018	2,109
중단사업이익	183	0	0	0	0
당기순이익	1,610	1,799	1,564	1,574	1,645
지배주주지분순이익	1,639	1,801	1,564	1,573	1,644
비지배주주지분순이익	-29	-2	0	1	1
총포괄이익	1,628	1,771	1,564	1,574	1,645
증감률(%YoY)					
매출액	2.9	3.4	-0.5	1.3	1.4
영업이익	16.2	-9.2	-3.3	8.3	6.4
EPS	42.3	9.9	-13.2	0.6	4.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	20,298	22,307	19,367	19,479	20,354
BPS	166,602	179,660	183,591	194,114	205,512
DPS	9,400	9,400	10,000	10,000	10,000
Multiple(배)					
P/E	11.3	12.0	11.1	10.7	10.2
P/B	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.0	5.9	5.0	4.5	4.3
수익성(%)					
영업이익률	12.1	10.6	10.3	11.1	11.6
EBITDA마진	29.2	27.5	27.8	28.9	29.0
순이익률	9.7	10.5	9.2	9.1	9.4
ROE	13.0	12.9	10.7	10.3	10.2
ROA	6.2	6.6	5.6	5.5	5.7
ROIC	11.6	10.2	9.1	10.3	11.2
안정성및기타					
부채비율(%)	87.6	83.2	80.6	74.7	69.5
이자보상배율(배)	6.1	5.6	6.0	7.0	7.5
배당성향(배)	41.4	37.1	46.2	45.9	44.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

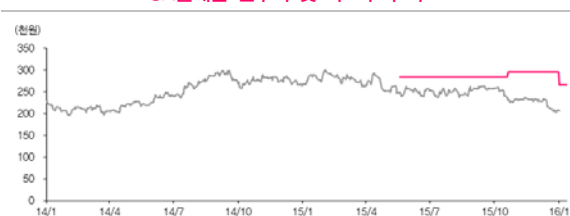
1년간 투자이전 비율 (2015-12-31 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.0%) 매도(0.8%)

- 기업 투자이전 기준은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전 기준은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK텔레콤 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	일자	투자이전	목표주가
15/06/02	HOLD	285,000			
15/11/03	BUY	295,000			
16/01/18	BUY	265,000			

BUY

목표주가: 12,500원(하향)

현재주가: 9,910원(01/15)

LG유플러스(032640)

4Q15 Preview: 산이 높으면 골도 깊다

4Q15 영업이익 1,476억원 예상

4Q15 LG유플러스 영업이익은 1,476억원(-22.6%YoY, -14.3%QoQ)으로 컨센서스(1,728억원)를 하회할 전망이다. 마케팅비용(연결)은 5,102억원으로 4.1%QoQ 증가, 단말기 판매량이 3.7%QoQ 증가한 영향이 크다. 또한, 성과급 등 기타영업비용 증가도 예상된다. 무선 ARPU(MNO 기준)는 QoQ 반등을 기대했던 것과 달리 통신 3사 중 가장 더딘 모습을 보일 것으로 추정하는데, 타사 대비 LTE 고가 요금제 가입자 비중이 높았던 만큼 Down-selling 영향 지속과 선택약정 요금할인 가입자 증가 또한 부담으로 작용할 것으로 추정한다.

16년 이익 추정치 12.8% 하향

Target 배수 15% 할인하여

목표주가 12,500원으로 하향

LG유플러스에 대한 투자 의견 BUY 유지, 그러나 목표주가를 12,500원으로 13.8% 하향한다. 16년 ARPU 상승률을 기존 3.6%에서 0.9%로 조정하면서 영업이익 추정치 또한 12.8% 하향 조정했다. 그리고 Target EV/EBITDA를 기존 4.0배(11~14년 4개년 평균값)에서 15% 할인한 4.0배를 적용했다. 16년은 양호한 MNO 가입자 순증 M/S와 LTE 가입자 순증효과 지속으로 서비스수익은 3.5%YoY 증가가 예상된다. 그러나 ARPU 성장 정체가 예상된다는 점은 다소 아쉽다. 16년말 LG유플러스 LTE 가입자의 데이터 사용량이 6GB에 육박할 경우, 17년이나 Up-selling 수요에 따른 ARPU 상승 모멘텀을 기대해볼 만하다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	11,450	11,000	10,692	11,091	11,436
(증가율)	5.0	-3.9	-2.8	3.7	3.1
영업이익	542	576	667	674	762
(증가율)	326.8	6.3	15.8	1.0	13.1
지배주주순이익	279	228	383	369	428
EPS	640	523	877	845	981
PER (H/L)	21.7/11.7	24.9/16.9	11.9	11.7	10.1
PBR (H/L)	1.5/0.8	1.4/0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (H/L)	5.4/4.0	4.8/4.0	3.9	3.5	3.3
영업이익률	4.7	5.2	6.2	6.1	6.7
ROE	7.2	5.6	8.9	8.1	8.8

Stock Data

52주 최저/최고 9,060/12,900원
KOSDAQ /KOSPI 678/1,879pt
시가총액 43,268억원
60일-평균거래량 1,161,179
외국인지분율 34.5%
60일-외국인지분율변동추이 -1.2%p
주요주주 LG 외 3 인 36.1%

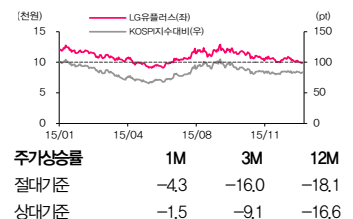


도표 28. LG유플러스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	2,780	2,774	2,762	2,684	2,556	2,661	2,717	2,758	11,000	10,692	11,091
%YoY	-2.8	0.4	-4.1	-9.0	-8.1	-4.1	-1.6	2.8	-3.9	-2.8	3.7
%QoQ	-5.7	-0.2	-0.4	-2.8	-4.8	4.1	2.1	1.5			
영업수익	2,016	2,065	2,090	2,208	2,108	2,156	2,158	2,181	8,379	8,603	8,837
무선수익	1,249	1,275	1,297	1,391	1,299	1,336	1,333	1,349	5,212	5,317	5,503
TPS수익	324	329	337	343	350	359	362	368	1,333	1,439	1,532
데이터수익	342	348	344	368	349	352	357	363	1,402	1,421	1,410
전화수익	104	106	107	106	101	105	103	101	423	411	392
단말수익	760	704	667	471	443	501	554	572	2,602	2,071	2,236
임대수익	5	4	5	5	4	4	4	4	18	17	17
영업비용	2,667	2,676	2,587	2,493	2,401	2,469	2,545	2,610	10,423	10,025	10,416
인건비	184	196	195	197	210	213	198	207	772	827	832
유무형자산상각비	352	369	384	400	392	401	404	406	1,505	1,604	1,655
지급수수료	269	280	282	272	295	311	315	308	1,103	1,229	1,274
판매수수료	682	541	563	358	342	314	347	358	2,144	1,361	1,400
광고선전비	64	72	71	93	80	83	88	87	300	337	355
상품구입비	583	662	525	562	535	591	623	651	2,332	2,400	2,575
영업이익	113	98	175	191	155	192	172	148	576	667	674
%YoY	-8.1	-32.3	17.0	52.6	36.7	96.3	-1.4	-22.6	6.3	15.7	1.1
%QoQ	-9.4	-13.4	78.0	9.2	-18.8	24.3	-10.5	-14.3			
영업이익률	4.1	3.5	6.3	7.1	6.1	7.2	6.3	5.4	5.2	6.2	6.1
지배주주순이익	27	33	83	85	82	116	114	71	228	383	369
%YoY	-63.9	-59.0	9.3	77.9	206.3	247.4	37.6	-16.6	-18.3	67.9	-3.7
%QoQ	-44.0	24.2	147.3	3.4	-3.6	40.8	-2.0	-37.3			
지배순이익률	1.0	1.2	3.0	3.2	3.2	4.4	4.2	2.6	2.1	3.6	3.3

자료: LG유플러스, 동부 리서치

도표 29. LG유플러스 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	2015E			2016E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	10,692	10,730	-0.4	11,091	11,352	-2.3
영업이익	667	682	-2.2	674	774	-12.8
영업이익률	6.2	6.4		6.1	6.8	
지배순이익	383	389	-1.4	369	428	-13.9

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,697	2,490	2,943	3,158	3,310
현금및현금성자산	398	416	696	879	956
매출채권및기타채권	1,728	1,633	1,737	1,753	1,819
재고자산	395	276	341	350	358
비유동자산	9,078	9,523	9,502	9,385	9,250
유형자산	6,393	7,254	7,359	7,374	7,368
무형자산	1,259	1,116	991	859	730
투자자산	104	93	93	93	93
자산총계	11,775	12,013	12,445	12,543	12,560
유동부채	3,738	3,486	3,544	3,710	3,479
매입채무및기타채무	2,344	2,219	2,289	2,280	2,274
단기차입금및단기차	0	15	15	15	15
유동성장기부채	1,221	1,112	1,099	1,274	1,050
비유동부채	4,014	4,349	4,450	4,126	4,076
사채및장기차입금	3,301	3,787	3,888	3,564	3,514
부채총계	7,752	7,835	7,994	7,836	7,555
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	618	764	1,038	1,293	1,591
비지배주주지분	2	1	1	1	1
자본총계	4,023	4,178	4,452	4,707	5,004

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,778	2,015	2,005	2,138	2,104
당기순이익	279	228	383	369	428
현금유출이없는비용및수익	1,715	2,027	1,881	1,922	1,901
유형및무형자산상각비	1,315	1,505	1,604	1,655	1,628
영업관련자산부채변동	-14	-42	-143	-43	-98
매출채권및기타채권의감소	55	254	-104	-16	-67
재고자산의감소	-48	118	-65	-9	-8
매입채무및기타채무의증가	-94	-61	70	-9	-6
투자활동현금흐름	-1,962	-2,307	-1,552	-1,505	-1,458
CAPEX	-1,736	-2,145	-1,534	-1,488	-1,443
투자자산의순증	1	12	0	0	0
재무활동현금흐름	241	309	-173	-451	-568
사채및차입금의 증가	243	376	88	-149	-274
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-65	-65	-109	-114
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	57	18	280	183	77
기초현금	341	398	416	696	879
기말현금	398	416	696	879	956

자료: LG유플러스, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	11,450	11,000	10,692	11,091	11,436
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	11,450	11,000	10,692	11,091	11,436
판매비	10,908	10,423	10,025	10,416	10,673
영업이익	542	576	667	674	762
EBITDA	1,857	2,082	2,271	2,329	2,391
영업외손익	-209	-256	-168	-195	-207
금융손익	-197	-235	-161	-157	-146
투자손익	1	1	0	0	0
기타영업외손익	-13	-22	-7	-38	-61
세전이익	334	320	499	479	556
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	279	228	383	369	428
지배주주지분순이익	279	228	383	369	428
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	274	221	383	369	428
증감률(%YoY)					
매출액	5.0	-3.9	-2.8	3.7	3.1
영업이익	327.7	6.3	15.7	1.1	13.1
EPS	흑전	-18.3	67.8	-3.7	16.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	640	523	877	845	981
BPS	9,209	9,567	10,194	10,779	11,460
DPS	150	150	250	260	300
Multiple(배)					
P/E	16.8	22.0	11.9	11.7	10.1
P/B	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.7	4.6	3.9	3.5	3.3
수익성(%)					
영업이익률	4.7	5.2	6.2	6.1	6.7
EBITDA마진	16.2	18.9	21.2	21.0	20.9
순이익률	2.4	2.1	3.6	3.3	3.7
ROE	7.2	5.6	8.9	8.1	8.8
ROA	2.4	1.9	3.1	3.0	3.4
ROIC	5.8	4.9	5.9	6.0	6.8
안정성및기타					
부채비율(%)	192.7	187.5	179.6	166.5	151.0
이자보상배율(배)	2.6	2.7	3.4	3.5	4.2
배당성향(배)	23.4	28.8	28.5	30.8	30.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이견 비율 (2015-12-31 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.0%) 매도(0.8%)

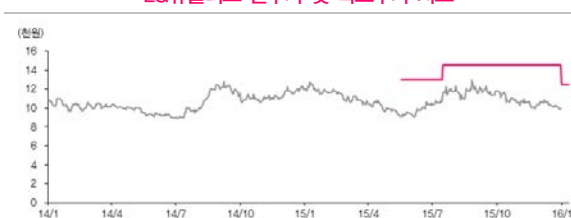
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LG유플러스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
15/06/02	BUY	13,000			
15/07/31	BUY	14,500			
16/01/18	BUY	12,500			

BUY

목표주가: 21,000원(하향)
현재주가: 15,500원(01/15)

스카이라이프(053210)

4Q15 Preview: 2% 부족

4Q15 영업이익 202억원 예상

4Q15 스카이라이프의 영업이익은 202억원(-2.4%YoY, +47.0%QoQ)으로 컨센서스(217억원)를 소폭 하회할 전망이다. 순증 가입자수는 4천명(3Q15 19,337명)으로 총 가입자수는 0.1%QoQ 증가하며 순증세 둔화가 예상된다. 위성단품 가입자수는 2.5%QoQ 증가한 반면 KT와 전략적 마케팅 공조가 전무한 상황에서 OTS 가입자 감소폭이 2.1%QoQ로 전분기(-1.5%QoQ) 대비 확대될 것으로 판단한다. 그러나 작년 6/1 시작한 UHD 서비스 가입자수는 10만명(4Q15 신규가입자수 중 20% 이상)을 넘어서며 ARPU 개선 기대감을 조금씩 높여가며 4Q15 서비스매출 감소폭 둔화세는 지속될 전망이다.

Target 배수 기준 21배에서
15배로 하향 적용,
목표주가 21,000원으로 하향

스카이라이프에 대한 목표주가를 21,000원으로 30% 하향한다. Target P/E를 기준 21배(12~14년 3개년 평균값)에서 총 가입자 순증세 둔화를 반영하여 15배(12~14년 3개년 하단값)를 적용했다. 그러나 16년 홈쇼핑출수수료(+12%YoY)가 이끄는 플랫폼매출 증가와 점진적인 비용통제가 동반되며 1H16 분기기준 200~220억원의 이익창출은 가능할 전망이다. 스카이라이프의 현 주가는 16E P/E 12배로 국내 유일 위성 플랫폼 사업자로서 UHD 선점에 따른 경쟁력까지 감안하면 분할 매수 관점에서 접근할 필요가 있다.

Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	600	623	621	627	640
(증가율)	8.9	3.8	-0.3	1.0	2.1
영업이익	102	78	95	83	94
(증가율)	52.2	-23.5	21.8	-12.6	13.3
순이익	73	56	71	64	72
EPS	1,526	1,162	1,494	1,337	1,507
PER (H/L)	28.2/16.7	26.7/15.4	11.6	12.0	10.6
PBR (H/L)	5.1/3.0	3.4/2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (H/L)	11.9/7.0	9.3/5.4	4.3	4.1	3.7
영업이익률	17.0	12.5	15.4	13.3	14.7
ROE	19.3	13.2	15.5	12.6	13.0

Stock Data

52주 최저/최고	15,150/23,900원
KOSDAQ /KOSPI	678/1,879pt
시가총액	7,412억원
60일-평균거래량	95,495
외국인지분율	18.4%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	케이티 50.0%

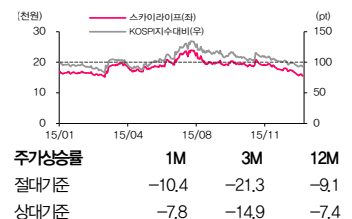


도표 30. 스카이라이프 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	151.2	154.8	160.5	156.3	147.4	153.8	160.9	158.5	622.8	620.6	627.0
%YoY	1.7	5.0	7.7	0.7	-2.5	-0.7	0.2	1.4	3.7	-0.4	1.0
%QoQ	-2.5	2.4	3.7	-2.7	-5.7	4.3	4.6	-1.5			
서비스매출	96.7	95.5	93.9	91.5	89.8	89.5	88.8	88.2	377.7	356.3	348.5
플랫폼매출	29.7	31.0	34.5	34.7	34.0	39.2	42.5	42.9	129.9	158.6	176.3
비용성매출	13.5	13.6	13.5	12.4	10.5	11.0	12.9	10.5	53.0	44.9	40.4
기타매출	11.3	14.7	18.5	17.7	13.1	14.2	16.7	16.8	62.2	60.8	61.9
영업비용	119.0	137.5	152.8	135.6	117.0	122.8	147.2	138.3	544.9	525.3	543.7
중계기임차료	11.2	11.2	11.2	9.8	11.0	11.0	11.0	11.0	43.3	44.1	43.2
프로그램사용료	33.9	34.8	35.8	34.3	36.4	38.6	38.6	37.6	138.7	151.2	152.1
마케팅비용	29.7	37.2	44.8	39.2	28.9	36.4	40.9	36.5	150.9	142.7	138.5
감가상각비	17.0	17.4	18.2	18.5	18.7	19.0	19.4	19.8	71.1	76.8	77.3
기타관리비용	27.3	36.9	42.9	33.9	21.9	17.8	37.3	33.5	140.9	110.5	132.4
영업이익	32.2	17.3	7.7	20.7	30.4	31.0	13.7	20.2	77.9	95.3	83.4
%YoY	-8.9	-5.8	-73.0	4.7	-5.5	79.0	78.7	-2.4	-23.6	22.4	-12.5
%QoQ	63.2	-46.3	-55.6	169.2	47.2	1.8	-55.7	47.0			
영업이익률	21.3	11.2	4.8	13.2	20.6	20.1	8.5	12.7	12.5	15.4	13.3
세전이익	31.6	16.2	5.4	16.2	31.7	32.3	12.0	19.9	69.4	95.8	84.7
당기순이익	23.9	14.5	4.1	13.1	21.7	25.7	9.1	15.0	55.6	71.5	63.9
%YoY	-13.6	18.1	-80.8	11.6	-9.1	77.0	121.7	14.7	-23.9	28.6	-10.5
%QoQ	103.8	-39.2	-71.8	219.0	65.9	18.5	-64.6	65.0			
순이익률	15.8	9.4	2.6	8.4	14.7	16.7	5.6	9.5	8.9	11.5	10.2

자료: 스카이라이프, 동부 리서치

도표 31. 스카이라이프 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	2015E			2016E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	620.6	620.7	0.0	627.0	630.0	-0.5
영업이익	95.3	95.2	0.1	83.4	86.4	-3.5
영업이익률	15.4	15.3		13.3	13.7	
당기순이익	71.5	75.2	-5.0	63.9	68.7	-6.9

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	271	249	262	282	308
현금및현금성자산	17	108	104	119	138
매출채권및기타채권	112	91	103	103	104
재고자산	5	3	3	3	4
비유동자산	395	421	452	482	512
유형자산	289	309	342	374	406
무형자산	39	39	36	32	27
투자자산	38	44	46	48	50
자산총계	665	670	714	764	820
유동부채	173	221	155	162	230
매입채무및기타채무	149	136	150	157	165
단기차입금및단기차채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	80	0	0	60
비유동부채	85	13	73	73	13
사채및장기차입금	80	0	60	60	0
부채총계	258	235	228	236	244
자본금	120	120	120	120	120
자본잉여금	161	161	161	161	161
이익잉여금	130	161	211	254	302
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	407	436	486	528	576

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	130	128	145	147	149
당기순이익	73	56	71	64	72
현금유출이없는비용및수익	98	102	100	97	96
유형및무형자산상각비	63	71	77	77	74
영업관련자산부채변동	-10	-6	-3	7	4
매출채권및기타채권의감소	3	18	-12	0	-1
재고자산의감소	-3	-3	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-9	-11	14	7	8
투자활동현금흐름	-208	-12	-108	-108	-105
CAPEX	-107	-94	-106	-105	-102
투자자산의순증	-12	-7	-2	-2	-2
재무활동현금흐름	-22	-24	-40	-24	-24
사채및차입금의 증가	-1	-1	-20	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	0	0	0	0
배당금지급	-17	-22	-17	-21	-21
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-100	91	-4	14	19
기초현금	117	17	108	104	119
기말현금	17	108	104	119	138

자료: 스카이라이프, 동부 리서치 주: IFRS 개편기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	600	623	621	627	640
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	600	623	621	627	640
판매비	498	545	525	544	546
영업이익	102	78	95	83	94
EBITDA	165	149	172	161	168
영업외손익	-3	-8	1	1	1
금융손익	3	2	1	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-10	0	0	0
세전이익	99	69	96	85	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	73	56	71	64	72
지배주주지분순이익	73	56	71	64	72
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	74	52	71	64	72
증감률(%YoY)					
매출액	8.9	3.7	-0.4	1.0	2.1
영업이익	51.2	-23.6	22.4	-12.5	13.2
EPS	29.6	-23.9	28.6	-10.5	12.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	1,526	1,162	1,494	1,337	1,507
BPS	8,517	9,109	10,156	11,045	12,055
DPS	455	350	450	450	500
Multiple(배)					
P/E	19.4	15.8	11.6	12.0	10.6
P/B	3.5	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.1	5.4	4.3	4.1	3.7
수익성(%)					
영업이익률	17.0	12.5	15.4	13.3	14.7
EBITDA마진	27.5	23.9	27.7	25.6	26.2
순이익률	12.2	8.9	11.5	10.2	11.3
ROE	19.3	13.2	15.5	12.6	13.0
ROA	11.3	8.3	10.3	8.7	9.1
ROIC	29.0	20.6	21.4	17.6	18.8
안정성및기타					
부채비율(%)	63.3	53.9	47.0	44.6	42.3
이자보상배율(배)	38.5	21.0	29.7	27.8	31.5
배당성향(배)	29.7	30.0	30.0	33.5	33.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이전 비율 (2015-12-31 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.0%) 매도(0.8%)

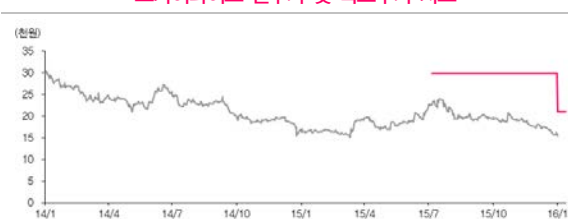
기업 투자이전율은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전율은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

스카이라이프 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	일자	투자이전	목표주가
15/07/20	BUY	30,000			
16/01/18	BUY	21,000			