MIRAE ASSET 미래에셋대우

유무선통신

Issue Comment
2016.9.5

[통신서비스 / 미디어]

문지현
02-768-3615
jeehyun.moon@miraeasset.com

하누리
02-768-4130
nuri.ha@miraeasset.com

SK텔레콤
(017670/매수)

사업의 방향성과 속도 중간 점검

- 아시아 투자자 반응: 통신서비스 사업 환경, 주요 자회사, 주주 정책에 관심
- 경영진과의 대화: 사업 모델 변화, 실적 개선 방안에 전략 집중
- 투자의견 '매수' 및 목표주가 280,000원 유지. 고배당과 신사업에 주목

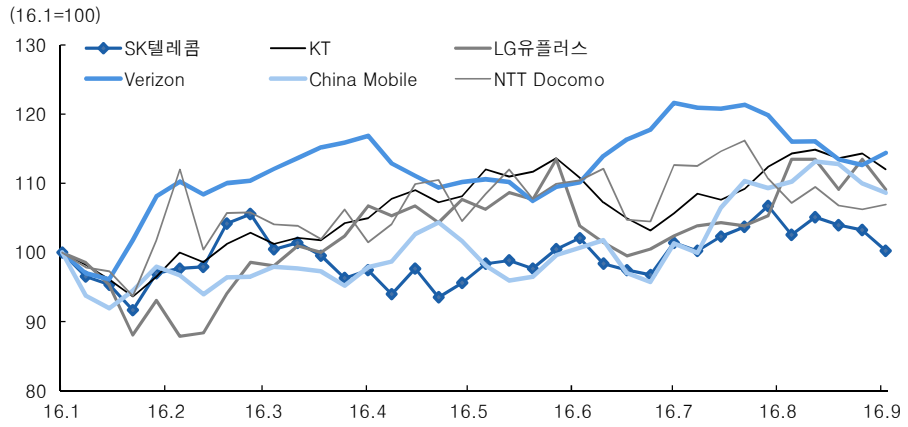
사업의 방향성과 속도에 대한 질문이 많은 시기, Catalyst는 고배당과 신사업

SK텔레콤과 관련하여 8월 하순에 홍콩, 싱가포르 등지의 아시아 주요 투자자를 만날 기회가 있었다. 또한 9월 초에는 SK텔레콤 경영진과의 대화를 통해 사업 전략을 중간 점검할 수 있었다.

SK텔레콤은 연초 이후 주가 흐름이 국내 및 해외 주요 통신주보다 다소 부진한 편이다. 상반기까지의 주요 디스카운트 요인은 1) CJ헬로비전 M&A 관련 불확실성, 2) 실적 개선 부진 등이었다. 하반기 들어 CJ헬로비전 M&A는 공정위의 반대 의견으로 무산되어 긍정적인 방향은 아니었지만 불확실성은 일단 해소되었다. 실적 측면에서는 주요 자회사 SK플래닛의 영업적자가 지속되며 여전히 개선 강도는 약할 수 있다. 그러나 전통 통신 사업에서 마케팅비 지출을 안정화시키는 등, 본사의 비용이 계속 통제되고 있는 점이 주목된다.

연말로 갈수록 확정 주당 배당금 10,000원(중간 배당 제외한 연말 배당은 9,000원)에 기반한 높은 배당수익률(연간 4.6%)이 부각될 것으로 예상된다. 또한 SK플래닛 전자상거래 사업 '11번가'의 외부 투자 유치를 통한 Valuation 수준 산정, 사물인터넷 사업의 진전 등은 투자자의 관심을 환기시킬 수 있을 전망이다. **SK텔레콤에 대한 '매수' 의견과 280,000원 목표주가를 유지**한다.

그림 1. SK텔레콤과 국내 및 해외 주요 통신주의 연초 이후 주가 흐름



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	16,602	17,164	17,137	17,162	17,173	17,305
영업이익 (십억원)	2,011	1,825	1,708	1,655	1,667	1,720
영업이익률 (%)	12.1	10.6	10.0	9.6	9.7	9.9
순이익 (십억원)	1,639	1,801	1,519	1,402	1,167	1,221
EPS (원)	20,298	22,307	18,807	17,360	14,456	15,126
ROE (%)	13.0	12.9	10.2	9.0	7.3	7.4
P/E (배)	11.3	12.0	11.5	12.4	14.9	14.3
P/B (배)	1.2	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

아시아 투자자는 통신서비스 영업 환경, 주요 자회사, 주주 정책에 관심

1) 통신서비스 산업 환경

이동통신 데이터 사용량: 데이터 사용량이 지속적 증가세를 보이고 있다는 점에 긍정적인 시각이 집중되었다. 선택약정 20% 요금할인 가입자 증가, 요금 수준이 낮은 세컨드 디바이스와 사물인터넷 회선의 증가에도 불구하고 전체 ARPU(가입자당 매출)가 많이 하락하지 않은 배경이다.

마케팅 시장: 정부의 규제, 기기 변경 위주의 개통 집중 등으로 인해 이동통신 마케팅 시장은 안정화되고 있다. SK텔레콤의 2016년 2분기 서비스 매출액 대비 마케팅비 비중은 23%, 해지율은 1.5% 수준으로 작년부터 안정적으로 유지되고 있다. 현재 단말 구매 지원금 상한액은 33만원이나 통신사들의 평균 지급액은 23만원 수준으로 추산되며, 최근 출시된 삼성전자 '갤럭시 노트7'의 경우 월간 데이터 6.5GB 제공(데이터 퍼펙트 요금제) 기준 14.2만원 수준으로 낮은 편이다.

규제 환경: 규제 변동성은 계속 주시할 필요가 있다. 2017년 10월에 단말기유통구조개선법의 단말 지원금 상한액 조항이 일몰될 것이며, 12월에는 대통령 선거가 예정되어 있기 때문이다. 반면 통신요금 인가제 폐지, 사물인터넷 진흥 정책은 SK텔레콤의 통신 사업에 도움을 줄 전망이다.

2) 기업의 전략과 주주 정책

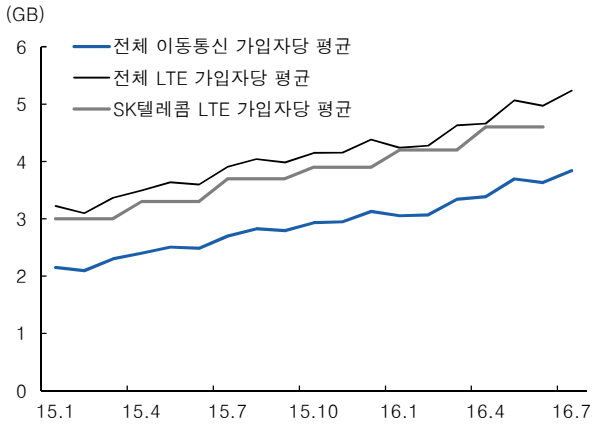
주요 자회사 사업의 손익 전망, 기업가치에 대해서는 시각의 차이가 존재했다.

SK브로드밴드: 최근 CJ헬로비전 M&A가 좌절되었기 때문에 전략 수정에 대한 질문이 많았다. SK텔레콤은 기존의 SK브로드밴드 위주로 미디어 사업의 자연성장을 지속 추진하겠다는 입장이다. 긍정적인 시각은 M&A 없이도 IPTV 가입자의 자연 성장이 이루어지고 있다는 점, 대규모 현금 유출이 없어졌다는 점 등이었다. 부정적인 시각은 M&A 실패로 인해 가입자 규모 증대를 위한 가속화가 어려워졌다는 점, 정부의 규제 방향성이 일정하지 않아 불확실성이 있다는 점이었다.

SK플래닛: 영업손실이 발생 중인 전자상거래 '11번가' 사업에 대해서도 질문이 많았다. 긍정적인 시각은 기존의 통신 사업 대비 성장성이 높은 분야라는 점, 모바일 쇼핑 시장에서 지배력이 향상되고 있다는 점, 외부 투자 유치를 통해 기업가치 측면으로 접근이 가능하다는 점 등이었다. 부정적인 시각은 해당 자회사의 비용 증가로 인해 연결 실적이 훼손될 수 있는 점, 국내 전자상거래 시장이 단기간에 구조재편이 일어나기 어려워 경쟁을 위한 비용 지출이 지속될 수 있다는 점, 전자상거래 사업 자체가 수익성이 높지 않은 성격이라는 점 등이었다.

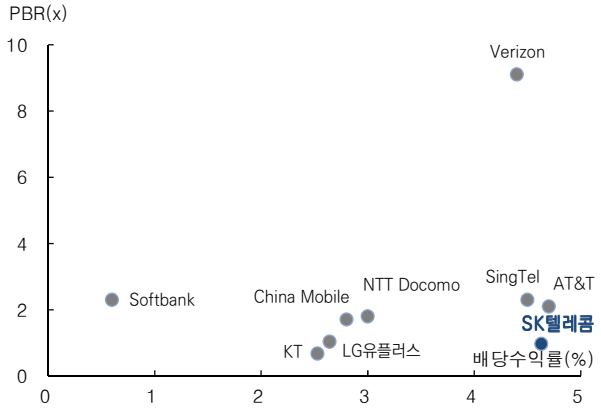
주주 정책: 높은 배당수익률에 대해서 아시아 투자자들은 긍정적인 시각이었다. 주당 배당금이 아닌 배당성향에 입각한 주주 정책 실행 계획, 자사주의 추가 매입이나 소각 계획 등에 대한 질문도 있었으나, SK텔레콤은 현재 그에 대해서는 계획이 없다고 밝혔다.

그림 2. 한국 이동통신 가입자당 데이터 사용량 증가세



주: SK텔레콤은 분기 월간 평균치, 자료: 미래부, SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. SK텔레콤 및 글로벌 통신주의 배당수익률과 Valuation 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

경영진과의 대화: 사업 모델의 변화, 실적 개선 방안에 전략 집중

1) 사업 모델의 변화

SK텔레콤은 장동현 CEO 체제에서 통신서비스 기반의 '플랫폼' 사업 확대를 추진하고 있다. 플랫폼 사업은 크게 세 가지, '생활가치, 미디어, 사물인터넷(IoT, Internet of Things)' 영역이다. 전통 통신 사업이 둔화되고 있는 가운데, 신사업에 해당하는 플랫폼 사업의 성장과 실적 기여 속도는 점진적인 편이다. 최근 미디어 부문에서 CJ헬로비전 M&A 시도가 무산되었기 때문인지, 나머지 부문인 **생활가치 서비스와 사물인터넷 사업 및 디바이스에 대한 강조가 부각**된 편이었다.

생활가치 부문에서는 'T전화(스팸 차단/검색 등 전화 기능 앱)', 'T맵(내비게이션)', '클라우드베리(클라우드 저장)' 서비스를 기존 SK텔레콤 가입자뿐 아니라 모든 스마트폰 사용자 대상으로 서비스를 개방하여 이용자가 증대되고 있다. IoT 부문에서는 사물인터넷 전용망(LoRa: Long Range Wide Area Network)을 직접 깔고 생태계를 구축하겠다는 입장이다. KT가 B2G(정부 대상 사업), LG유플러스가 홈IoT(가계 대상 사업)에 집중하고 있는 것과 차별화된다. SK텔레콤은 자체 개발한 인공지능 음성인식 디바이스 '누구(NUGU)'를 9월 1일에 출시하기도 했다.

2) 실적 개선 방안

SK텔레콤은 이동통신 가입자 50% 시장점유율에 대한 집착을 버리고 수익성 위주의 경영 기조를 유지하고 있다. 이에 따라 본사 기준의 비용 통제는 지속되고 있다. 그러나 **플랫폼 등 신사업 부문에 대해서는 수익화가 시작되는 임계점까지 성장을 위한 투자 성격의 비용 지출을 지속할 계획**이다. 단기적으로 실적 개선 속도가 아쉬운 부분이 있으나, 내년부터는 재무적인 성과를 보이도록 노력하겠다는 입장이다. **투자자의 우려를 최소화하기 위해 배당은 확정 주당배당금으로 지급할 계획**이다.

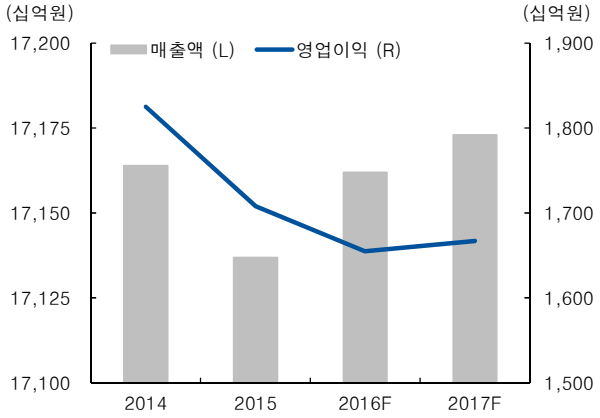
그림 4. SK텔레콤은 통신서비스 기반의 플랫폼 사업을 지향

자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. IoT 인공지능 음성인식 디바이스 '누구(NUGU)' 9월 1일 출시

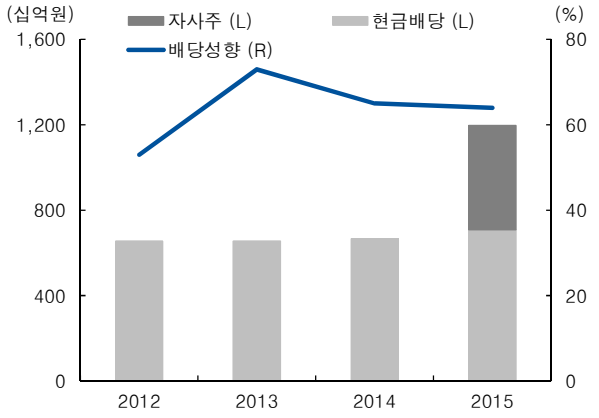
자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 실적은 점진적으로 개선될 전망



주: IFRS 연결 기준, 자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

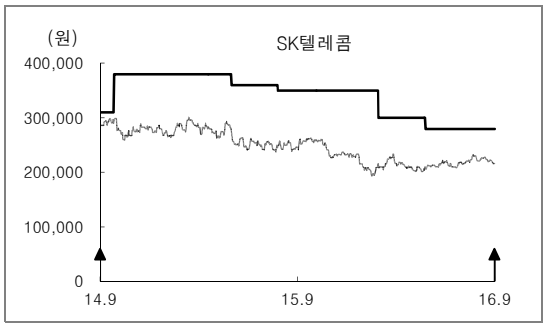
그림 7. 2016년 주주 정책은 작년 수준의 현금 배당 실행 예상



주: 배당성향은 본사 기준, 자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
SK텔레콤(017670)	2016.04.29	매수	280,000원
	2016.02.02	매수	300,000원
	2015.07.31	매수	350,000원
	2015.05.06	매수	360,000원
	2014.10.01	매수	380,000원
	2014.08.25	매수	310,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
70.73%	17.56%	11.71%	0.00%

* 2016년 6월 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.