2017년 8월 22일 I Equity Research

SK텔레콤 (017670)

자급제 도입 가능성 고조, 매수 적기 판단

매수/TP 32만원으로 유지, 규제 우려 떨쳐버리고 통신주 사야

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 통신서비스 업종 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 최근 정부 규제 상황을 감안해도 2017/2018년 높은 이익 성장 예상되고, 2) 정부 인위적 통신요금인하 추진으로 SKT가 실제 큰 피해볼 가능성이 낮으며, 3) 올 가을 SK플래닛의 매각 가능성이 급부상할 전망이고, 4) SKT 인적 분할 가능성이 금년 연말 전후 부각될 전망이며, 5) 장기적으로 볼 때 SK하이닉스 배당금 증가에 따른 SKT 배당 증가가 예상되기 때문이다. 12개월 목표 주가는 향후 실적 전망치를 유지함에 따라 기존의 32만원을 유지한다.

통신사/국회 동의 없이는 정부 현실적으로 요금 인하 불가능

정부가 아무런 당근을 제시하지 않은 채 선택약정요금할인 폭 상향 조정(20% → 25%)을 강행함에 따라 SKT 주주들의 규제에 대한 우려가 다시 높아지고 있다. 하지만 SKT를 28만원까진 적극적으로 매수할 것을 권한다. 신정부 출범 이후 통신요금인하 논란이 상당하지만 면밀히 살펴보면 통신사/국회 동의 없이 정부 독단적으로 할 수 있는 통신 요금 인하 방안이 전혀 없기 때문이다. 기본료 폐지, 보편적 요금제 출시는 국회 통과가 필수적이며 선택약정 요금 할인 폭 상향 조정도 통신사가 수용해야만 가능하다. 결국 노이즈만 크지 인위적 통신 요금 인하는 쉽지 않다. 야당의 반대가 심하고 여소야대 정국임을 감안하면 현 정권 말기에나 법 개정 추진이 가능하단 얘기이며 통신사가 소송전에 나서거나 유통 개편(자급제 실시)을 추진할 경우 선택약정 요금할인 폭 상향 조정 역시 무용지물이 될 수 있기 때문이다.

정부의 선택약정 공격, 통신사 단말기완전자급제로 방어할 듯

단말기 완전 자급제 도입 가능성이 높아지고 있다. 정부가 선택약정요금할인 폭 상향 조정을 요금인하 수단으로 여기고 있어 SKT를 비롯한 통신사가 행정명령가처분 소송 외의 대안으로 단말기 완전 자급제를 적극 검토하기 시작했기 때문이다. 현 단통법 하에서는 인당보조금과 선택약정요금할인 폭이 연동하는 상호 관계를 갖고 있다. 그런데 단말기완전자급제를 도입하면 통신사 공식 보조금 개념이 사라져 선택약정요금할인률을 산정하는 기준 자체가 없어진다. 따라서 선택약정요금할인제도 자체가 없어질 공산이 크며 25% 상향 조정의 의미도 없어질 전망이다. 단말기 완전 자급제가 실시되면 리베이트가 없어지면서 통신사 수익성 개선이 이루어진다는 것도 좋은 점이지만 선택약정요금할인제도가 없어질 가능성이 높다는 점이 현 시점에선 더욱 긍정적 요소이다. 향후 단말기 완전 자급제의 국회 통과 가능성은 높다. 여소야대 정국에서 한국당, 국민의당이 적극 찬성이며 여당의원들도 일부 찬성 입장이기 때문이다. 소비자들 역시 찬성이 압도적이라 통신요금인하는 이제 선택약정에서 자급제로 옮겨갈 공산이 커 보인다.

Update

BUY

I TP(12M): 320,000원 I CP(8월 21일): 260,000원

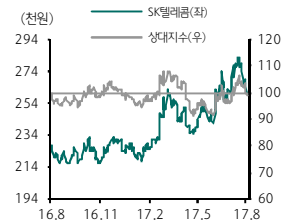
Key Data

KOSPI 지수 (pt)			2,355.00
52주 최고/최저(원)			283,500/216,000
시가총액(십억원)			20,993.9
시가총액비중(%)			1.74
발행주식수(천주)			80,745.7
60일 평균 거래량(천주)			185.9
60일 평균 거래대금(십억원)			48.6
17년 배당금(예상,원)			11,000
17년 배당수익률(예상,%)			4.23
외국인지분율(%)			43.02
주요주주 지분율(%)			
SK 외 3 인			25.22
국민연금			9.02
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.9)	14.3	16.1
상대	(0.0)	2.1	1.3

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	17,333.7	17,736.2
영업이익(십억원)	1,643.5	1,746.2
순이익(십억원)	2,401.5	2,431.0
EPS(원)	29,809	30,013
BPS(원)	247,455	270,299

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	17,136.7	17,091.8	17,342.4	17,747.3	18,105.7
영업이익	십억원	1,708.0	1,535.7	1,683.4	1,731.4	1,776.3
세전이익	십억원	2,035.4	2,096.1	3,210.2	3,349.9	3,464.8
순이익	십억원	1,518.6	1,676.0	2,544.9	2,559.3	2,646.6
EPS	원	18,807	20,756	31,518	31,696	32,777
증감률	%	(15.7)	10.4	51.9	0.6	3.4
PER	배	11.46	10.79	8.25	8.20	7.93
PBR	배	0.99	0.99	1.09	0.99	0.91
EV/EBITDA	배	5.03	5.18	5.64	5.40	5.09
ROE	%	10.21	10.74	15.41	14.26	13.38
BPS	원	216,875	225,796	239,244	261,321	284,479
DPS	원	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 최보원
02-3771-7637
bw.choi@hanafn.com

하나금융투자

그림 1. 단말기완전자급제 도입 가능성이 높아졌다고 판단하는 이유

1	자유한국당 김성태의원 단말기완전자급제 도입 발의 예고
2	국민의당/바른정당 얼마전 대선공약으로 내세운바 있어 야권 전반적으로 찬성 분위기
3	현 청와대 정무수석 전병헌 전 의원이 과거 발의했던 사안, 민주당 찬성론자 다수
4	소비자단체/다수 네티즌 자급제 도입에 찬성
5	SKT 자급제 도입에 사실상 찬성하는 양상

자료: 하나금융투자

그림 2. SKT를 비롯한 통신사들이 단말기완전자급제를 찬성하는 이유

1	선택약정요금할인 제도 유명무실화됨
2	소비자들이 느끼는 실제 통신비를 낮추는 효과 기대
3	막대한 대리점 리베이트 비용 감소
4	통신 3사간 유통 경쟁력 격차 축소
5	단말기 완전 자급제 도입으로 인한 M/S 변화 크지 않을 전망

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**17,136.7**	**17,091.8**	**17,342.4**	**17,747.3**	**18,105.7**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,136.7	17,091.8	17,342.4	17,747.3	18,105.7
판관비	15,428.7	15,556.1	15,659.0	16,015.9	16,329.4
영업이익	**1,708.0**	**1,535.7**	**1,683.4**	**1,731.4**	**1,776.3**
금융손익	(246.2)	248.2	(186.8)	(162.9)	(146.9)
종속/관계기업손익	786.1	544.5	1,984.7	1,978.8	2,032.8
기타영업외손익	(212.6)	(232.3)	(271.1)	(197.4)	(197.4)
세전이익	**2,035.4**	**2,096.1**	**3,210.2**	**3,349.9**	**3,464.8**
법인세	519.5	436.0	667.7	769.9	796.3
계속사업이익	1,515.9	1,660.1	2,542.6	2,580.0	2,668.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1,515.9**	**1,660.1**	**2,542.6**	**2,580.0**	**2,668.5**
비지배주주지분 순이익	(2.7)	(15.9)	(2.4)	20.7	21.9
지배주주순이익	**1,518.6**	**1,676.0**	**2,544.9**	**2,559.3**	**2,646.6**
지배주주지분포괄이익	1,522.3	1,433.0	2,464.8	2,614.2	2,703.9
NOPAT	1,272.1	1,216.3	1,333.3	1,333.4	1,368.1
EBITDA	4,701.5	4,604.3	4,839.7	4,847.0	4,891.9
성장성(%)					
매출액증가율	(0.2)	(0.3)	1.5	2.3	2.0
NOPAT증가율	(12.7)	(4.4)	9.6	0.0	2.6
EBITDA증가율	(0.3)	(2.1)	5.1	0.2	0.9
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	9.6	2.9	2.6
(지배주주)순익증가율	(15.7)	10.4	51.8	0.6	3.4
EPS증가율	(15.7)	10.4	51.9	0.6	3.4
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	27.4	26.9	27.9	27.3	27.0
영업이익률	10.0	9.0	9.7	9.8	9.8
계속사업이익률	8.8	9.7	14.7	14.5	14.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**5,160.2**	**5,996.6**	**5,942.6**	**7,093.7**	**8,474.5**
금융자산	1,606.2	2,140.4	1,656.4	2,804.5	4,101.9
현금성자산	768.9	1,505.2	1,056.4	2,204.5	3,501.9
매출채권 등	3,031.2	3,369.1	3,672.7	3,679.4	3,755.4
재고자산	273.6	259.8	363.5	359.8	367.3
기타유동자산	249.2	227.3	250.0	250.0	249.9
비유동자산	**23,421.1**	**25,301.0**	**25,044.9**	**25,605.8**	**26,167.0**
투자자산	8,343.0	8,514.0	8,535.9	8,552.4	8,569.2
금융자산	1,446.7	1,109.7	948.6	965.0	981.9
유형자산	10,371.3	10,374.2	10,027.3	10,571.7	11,116.1
무형자산	4,213.4	5,708.8	5,897.2	5,897.2	5,897.2
기타비유동자산	493.4	704.0	584.5	584.5	584.5
자산총계	**28,581.4**	**31,297.7**	**30,987.5**	**32,699.5**	**34,641.5**
유동부채	**5,256.5**	**6,444.1**	**6,190.7**	**6,150.3**	**6,201.6**
금융부채	1,083.3	1,279.8	1,467.3	1,469.8	1,472.3
매입채무 등	3,389.3	4,260.1	3,672.7	3,748.3	3,825.8
기타유동부채	783.9	904.2	1,050.7	932.2	903.5
비유동부채	**7,950.8**	**8,737.1**	**7,632.0**	**7,582.3**	**7,582.4**
금융부채	6,650.0	6,478.8	6,371.5	6,371.5	6,371.5
기타비유동부채	1,300.8	2,258.3	1,260.5	1,210.8	1,210.9
부채총계	**13,207.3**	**15,181.2**	**13,822.8**	**13,732.7**	**13,784.0**
지배주주지분	**15,251.1**	**15,971.4**	**17,057.4**	**18,839.9**	**20,709.8**
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(2,726.4)	(2,716.1)	(2,724.1)	(2,724.1)	(2,724.1)
기타포괄이익누계액	9.3	(226.2)	(324.4)	(324.4)	(324.4)
이익잉여금	15,007.6	15,953.2	17,145.3	18,927.9	20,797.8
비지배주주지분	**123.0**	**145.0**	**107.3**	**126.9**	**147.7**
자본총계	**15,374.1**	**16,116.4**	**17,164.7**	**18,966.8**	**20,857.5**
순금융부채	6,127.1	5,618.3	6,182.4	5,036.8	3,741.9

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	18,807	20,756	31,518	31,696	32,777
BPS	216,875	225,796	239,244	261,321	284,479
CFPS	59,025	58,203	77,048	82,090	84,899
EBITDAPS	58,226	57,022	59,937	60,027	60,584
SPS	212,231	211,675	214,778	219,792	224,231
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
주가지표(배)					
PER	11.5	10.8	8.2	8.2	7.9
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
PCFR	3.7	3.8	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA	5.0	5.2	5.6	5.4	5.1
PSR	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
재무비율(%)					
ROE	10.2	10.7	15.4	14.3	13.4
ROA	5.4	5.6	8.2	8.0	7.9
ROIC	8.6	7.9	8.2	7.9	7.8
부채비율	85.9	94.2	80.5	72.4	66.1
순부채비율	39.9	34.9	36.0	26.6	17.9
이자보상배율(배)	5.7	5.3	6.7	8.5	5.6

자료: 하나금융투자

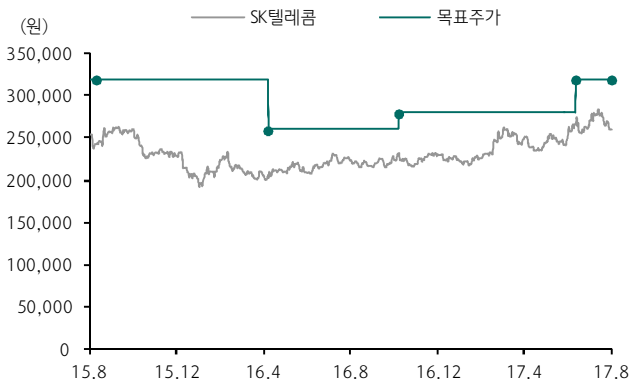
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**3,778.1**	**4,243.2**	**3,733.9**	**5,600.0**	**5,749.5**
당기순이익	1,515.9	1,660.1	2,542.6	2,580.0	2,668.5
조정	2,947.9	2,569.3	2,896.9	3,115.6	3,115.6
감가상각비	2,993.5	3,068.6	3,156.2	3,115.6	3,115.6
외환거래손익	(0.3)	(1.1)	2.5	0.0	0.0
지분법손익	(786.1)	(544.5)	(380.0)	0.0	0.0
기타	740.8	46.3	118.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(685.7)	13.8	(1,705.6)	(95.6)	(34.6)
투자활동 현금흐름	**(2,880.5)**	**(2,462.2)**	**(3,360.0)**	**(3,677.6)**	**(3,678.0)**
투자자산감소(증가)	(962.2)	(171.0)	(21.9)	(16.5)	(16.8)
유형자산감소(증가)	(2,442.2)	(2,467.9)	(3,109.2)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	523.9	176.7	(228.9)	(1.1)	(1.2)
재무활동 현금흐름	**(964.6)**	**(1,044.8)**	**(816.9)**	**(774.2)**	**(774.2)**
금융부채증가(감소)	653.0	25.4	80.2	2.5	2.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(949.1)	(364.1)	(191.0)	0.0	0.0
배당지급	(668.5)	(706.1)	(706.1)	(776.7)	(776.7)
현금의 증감	**(65.5)**	**736.3**	**(448.9)**	**1,148.1**	**1,297.4**
Unlevered CFO	4,766.0	4,699.7	6,221.3	6,628.4	6,855.2
Free Cash Flow	1,299.4	1,752.7	616.1	1,940.0	2,089.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가
17.8.22	BUY	320,000
17.7.3	BUY	320,000
16.10.28	BUY	280,000
16.4.28	BUY	260,000
15.9.1	BUY	320,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.5%	11.8%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 8월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 8월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2017년 8월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.