

SK텔레콤 (017670)

이유 있는 주가 상승

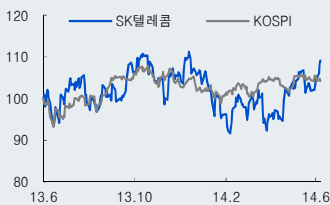
유무선통신

Company Note
2014.6.19

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	290,000
현재주가(14/06/18,원)	234,000
상승여력	24%

영업이익(14F,십억원)	2,122
Consensus 영업이익(14F,십억원)	2,063
EPS 성장률(14F,%)	19.0
MKT EPS 성장률(14F,%)	22.7
P/E(14F,x)	9.7
MKT P/E(14F,x)	11.2
KOSPI	1,989.49
시가총액(십억원)	18,894
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	62.5
외국인 보유비중(%)	47.5
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	196,500
52주 최고가(원)	238,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	0.6	7.3
상대주가	6.0	-0.1	2.5



[통신서비스 / 미디어]

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

What's New?: 실적 내용과 레이팅 변수 모두 호전 중

SK텔레콤은 주가를 설명하는 실적(EPS)과 주가 배수(Rating, Multiple) 변수가 모두 호전 중이라고 판단된다. 1) 우선 EPS 측면에서 순이익을 구성하는 주요 요소가 종합적으로 개선되고 있다. 본사의 이동통신 사업의 경우 1분기 저점 이후 비용 감소 및 ARPU 성장 등의 회복세가 예상된다. 최근 정책 환경의 변화 속에서도 실적 안정성을 도모할 수 있다고 판단된다.

지분법 자회사 SK하이닉스의 경우 DRAM 업황 강세로 연초부터 실적 컨센서스가 지속적인 상승 추세이다. 주요 연결 자회사들은 '선택과 집중'의 사업전략을 택하며 변모하고 있는 점도 긍정적이다. SK플래닛은 기존의 플랫폼 사업들 중 커머스 영역으로 사업이 집중되는 모습이다. SK브로드밴드는 IPTV 사업, SK텔링크는 MVNO 사업이 확대되고 있다. 한편 신성장 부문은 헬스케어와 사물인터넷 등과 연관된 자회사 지분 확대 및 인수도 활발하다.

2) Rating 측면으로는 최근 정부의 규제/정책 흐름이 우호적이다. 10월 단통법 발효로 중대환 실적 변수로 작용해왔던 마케팅비 변동성이 축소될 것으로 기대된다. 통신사의 실적 가시성이 증대되며 디스카운트 요인 해소에 기여할 전망이다. 정부가 추진 중인 통신요금 인가제 폐지 내지는 완화 움직임도 SK텔레콤의 사업에 자율성을 증진할 수 있을 전망이다.

Catalyst: 실적과 배당 매력 동시에 견비, 기업 가치의 종합적인 모색 시도

SK텔레콤은 단기적으로 2분기에 전분기 대비 실적 개선이 전망되고, 중간배당 실시가 예정되어 있다. 또한 중기적으로도 이동통신 정책 및 규제 환경의 변화로 마케팅비 변동 폭이 축소되고, 대규모 LTE 투자가 일단락되고 있다. 한편, 현재 내수 침체로 인한 경기 민감주에 대한 우려, 환율 변동으로 인한 수출주에 대한 우려 등도 실적 및 배당 매력을 지닌 통신주인 SK텔레콤에 대한 관심을 증대시킬 수 있을 전망이다.

자회사들의 사업 전략의 변화가 진행되고 실적 내용이 개선되면서 점차 추가적인 기업가치 기여분을 모색해볼 수 있을 전망이다. 올해 하반기는 SK하이닉스 뿐 아니라 SK플래닛이 SK텔레콤의 기업 가치에 기여할 수 있을지에 대해서도 좀더 주목할 만한 시기라고 본다. 글로벌 인터넷 섹터는 커뮤니케이션과 종합 상거래 주식 위주로 프리미엄이 집중되고 있기 때문이다. SK텔레콤이 통신의 주요 가치인 커뮤니케이션에서 강자의 위상을 지키는 상황에서, SK플래닛이 종합적인 커머스 사업을 성공적으로 전개해나가는 모습을 보여준다면 긍정적인 것이다. 글로벌 인터넷/커머스 주식의 PER 평균은 통신주보다 높은 20배 수준이다.

Valuation: 투자 의견 '매수', 목표주가 290,000원 유지

SK텔레콤에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 290,000원을 유지한다. 2014년 예상 EPS에 적용한 목표 PER 13배는 국내 통신주의 2000년 이래 실적 개선기의 평균 PER 상단 수준이다. 향후 실적의 종합적인 내용 전개에 따라 목표 PER의 변화를 모색할 수 있을 전망이다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	15,926	16,141	16,602	18,600	19,257	19,683
영업이익 (십억원)	2,296	1,730	2,011	2,122	2,284	2,489
영업이익률 (%)	14.4	10.7	12.1	11.4	11.9	12.6
순이익 (십억원)	1,613	1,152	1,639	1,950	1,993	2,156
EPS (원)	19,975	14,263	20,298	24,147	24,687	26,703
ROE (%)	14.0	9.8	13.0	13.8	12.9	12.8
P/E (배)	7.1	10.7	11.3	9.7	9.5	8.8
P/B (배)	0.8	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

통신 정책의 변화는 우호적

이동통신 영업환경은 큰 변화가 일어나고 있다. 최근 정부의 규제 및 정책 흐름은 SK텔레콤에 우호적인 편이라고 판단된다. 1) 단통법은 10월에 발효되면서 이제까지 중대한 실적 변수로 작용해왔던 마케팅비의 변동성을 축소시켜줄 것으로 기대된다. 실적 가시성의 증대는 디스카운트 요인 해소에 기여할 전망이다. 2) 정부의 통신요금 인가제 폐지 내지는 완화 움직임도 SK텔레콤의 사업에 자율성을 좀더 증진할 수 있을 전망이다.

SK텔레콤의 이동통신 사업 실적은 1분기 마케팅 과열과 통신장으로 인한 일시적 요금 감면 영향 등으로 분기 저점을 기록한 것으로 판단된다. 2분기에는 영업정지로 인한 마케팅비 감소, ARPU의 일회성 약재 제거와 무제한 데이터 중고가 요금제 출시 효과 등으로 실적 회복세가 예상된다.

표 1. 정부의 보조금 규제 점차 강화 추세: 올해 5월 '단통법' 통과, 10월 발효 예정

연도	보조금 규제 내용
2000	보조금이 사회적 이슈화. 정부는 이용약관에 보조금 금지 조치 신설
2002	12월 전기통신사업법 개정, 보조금 지급 금지 법제화
2003	3월 개정된 전기통신사업법 시행 시작. 법조문에 '한시적' 단서 추가. 2006년에 일몰 예정
2006	한시적 보조금 금지법 2008년까지 연장. 한 이동통신사에서 휴대폰을 18개월 이상 사용 가입자에 한해 2008년까지 오직 한번 더 보조금을 받을 수 있다는 조건 추가 6월에 통신 3사에 합계 732억원 과징금 부과.
2008	보조금 금지법 일몰됨. 이후 보조금의 원칙적 허용, 예외적 금지 시행. 방송통신위원회는 단말기 보조금 27만원 초과를 금지하는 가이드라인 마련.
2012	9월 방통위, 갤럭시S3 관련 보조금 과열로 시장 조사 시행 12월 방통위, 통신 3사에 합계 118.9억 과징금 부과 및 신규가입자 모집 금지 처분(영업정지) 결정
2013	1월~3월까지 총 66일간 통신 3사 순차적으로 영업정지 시행됨 3월 방통위, 영업정지 종료 후 통신 3사에 합계 53억원 과징금 부과 5월 미래부 KISDI와 함께 이동전화 단말기 유통구조 개선방안 토론회 주최, 방통위 이동통신사 휴대전화 보조금 조사에 착수 7월 방통위, 통신 3사에 합계 669.6억원 과징금 부과, KT에만 7일 영업정지 명령 12월 통신 3사에 합계 1,064억원의 사상 최대 과징금 부과
2014	3월 미래부, 통신 3사 각각 45일간의 사상 최대 영업정지 명령 3월 방통위, 통신 3사에 합계 304.5억원 과징금 부과. 추가로 LG유플러스에 14일, SK텔레콤에 7일 영업정지 명령 (하반기 집행 예상) 5월 이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률안 국회 본회의 통과

주: 언론 보도 종합, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 정부의 통신요금 도매 규제 연혁: 현재 통신요금 인가제 폐지 또는 완화 검토 중

연도	규제 정책 변화		정부 발표 방안
	소매규제(요금)	도매규제	
1995	인가원칙, 신고예외		
1996	① 신고원칙, 인가에의 (인가대상) KT 시내전화, SKT 이동전화 ② 이용약관변경명령권 도입		
2001	시내전화요금 가격 상한제, 이동전화요금 유보신고제로 전환 추진		(정통부) 정보통신 서비스 요금제도 개선방안
2004	정비대상으로 인가제 폐지를 장기검토과제로 분류		(공정위) 경쟁제한적 규제 정비계획
2005	KT 초고속인터넷 인가대상 지정		
2007	1월 ① 이용약관변경명령권 폐지, ② 요금산정근거자료 제출 의무 3월 ① KT 초고속인터넷 신고제 전환 검토, ② 결합판매 허용 검토	도매규제 도입 검토	(정통부) 전기통신 사업법 개정 (일부개정 '07.1.3.) (정통부) 통신규제 정책 로드맵
2008	1월 ① 경쟁상황, 이용자 보호 등 고려한 인가 또는 신고의 조건부 면제, ② 도매규제 의무사업자의 경우, 인가 대신 신고로 전환	도매규제 도입 (의무사업자 선정)	(정통부) 전기통신 사업법 개정안 제출 (정부제출 '08.1.28., 국회임기만료폐기)
2009	KT 초고속인터넷 신고제 전환		
2010	요금인하 시, 인가대상 제외 신고제 적용	도매규제 도입 (의무사업자 선정)	(방통위) 전기통신 사업법 개정 (전부개정 '10.3.22.)
2011	인가제 개선 추후 검토		(방통위) 통신요금 TF
2014	통신요금규제 개선 로드맵 수립 보고 6월까지 예정		(미래부) 통신요금규제 개선 로드맵

주: 음영은 실제로 도입된 규제, 자료: KISDI, KDB대우증권 리서치센터

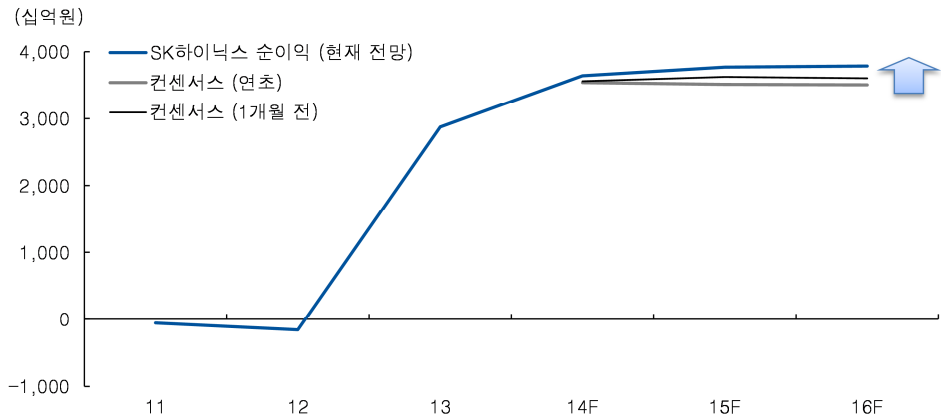
SK하이닉스 지분법 이익 증가세

SK하이닉스는 SK텔레콤이 20.6%의 지분을 보유해 지분법으로 실적을 인식하는 자회사이다. 특히 1분기에는 이동통신 시장의 마케팅의 과열 경쟁으로 SK텔레콤 분사 이익이 악화되었음에도 불구하고, SK하이닉스의 실적 호조가 SK텔레콤의 순이익 선방에 큰 도움을 주었다.

SK하이닉스의 연간 순이익 컨센서스가 연초 이후 지속적으로 상향되고 있어 SK텔레콤의 지분법이익도 늘어날 가능성이 충분하다. 현재 시장 컨센서스 기준, 2014년 SK하이닉스의 순이익은 전년 대비 27% 개선이 전망되고 있다. 1개월 전 대비 2014년 전망치는 2%, 2015년 전망치는 4% 상향되었다. 현재 PC DRAM 시장 내 타이트한 수급 상황으로 인해 당초 시장 예상 대비 강한 DRAM 업황이 지속되고 있다. SK하이닉스는 경쟁사 대비 PC DRAM 비중이 상대적으로 높아 실적에 더욱 긍정적인 영향을 받고 있다. 중장기적으로도 다품종 소량 생산으로 접어들고 있는 IT 제조 산업의 트렌드 속에서 메모리 사업은 '규모의 경제'를 지속 확보할 수 있다는 점이 매력적이다.

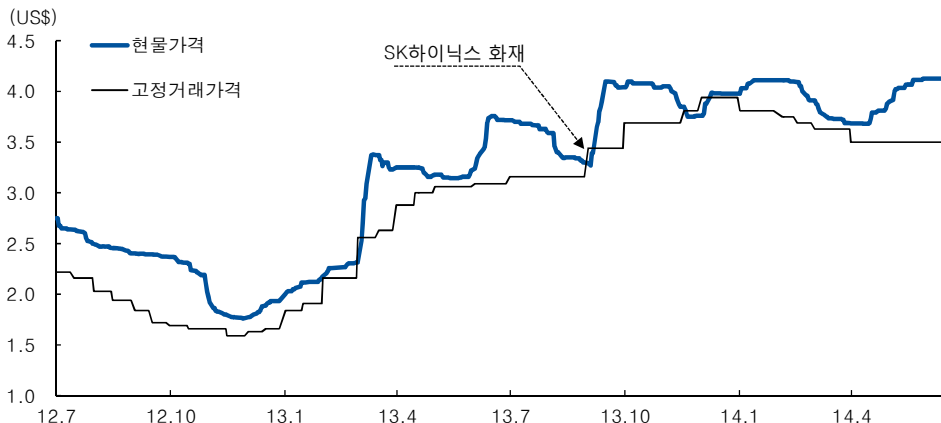
수익성의 안정화를 통해 안정적인 현금 흐름을 창출하고 있는 점도 긍정적이다. SK하이닉스 자체적인 현금 흐름을 통해 재무구조 개선과 추가 투자 여력 확보, 주주 배려까지도 진행될 것으로 전망된다. 과거 인수 당시 SK텔레콤의 CAPEX 보조 가능성 등의 우려가 불식되고, 이를 넘어서는 이익 기여 및 배당 수입까지도 바라볼 수 있는 상황이 되었다.

그림 1. SK하이닉스 연간 순이익 추이: 시장 컨센서스 지속 상향되는 추세



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. DRAM 가격 추이: 타이트한 수급 상황으로 인해 당초 시장 예상보다 강한 DRAM 업황 지속 긍정적



주: DDR3 4Gb 1,333MHz, 자료: DRAMeXchange, KDB대우증권 리서치센터

SK플래닛의 커머스 집중 전략

SK플래닛은 SK텔레콤이 100% 지분을 보유한 연결 자회사이다. 2011년 10월에 본사의 플랫폼사업부문을 물적분할하여 신설한 법인이다. 2013년 실적은 매출액은 2012년 대비 33% 증가한 1.3조를 기록했고, 순이익은 로엔엔터테인먼트(멜론) 지분 매각으로 인한 처분이익이 반영되어 전년 대비 1583% 증가한 2,015억을 기록했다.

SK플래닛은 분할 이후 모바일 인터넷과 'LTE'라는 큰 흐름을 겪었고, 이제는 온라인-모바일-오프라인의 구분이 모호해지는 시대를 맞이하고 있다. 플랫폼 사업이 과도기를 겪을 수밖에 없는 환경이다. SK플래닛에게 2013년은 정리하는 시기였다고 해석된다. 로엔엔터테인먼트를 매각해 이익을 냈으며, 팍스넷을 처분해 손실을 냈고, SK컴즈는 구조조정을 했으며, T스토어는 글로벌 앱스토어의 포화 속에서 모바일 종합 콘텐츠 마켓으로 변모시키고, 11번가는 모바일 상거래 시장에 침투를 시도했다.

이번 2014년은 커머스(상거래) 위주로 집중해 도약하는 시기라고 판단된다. SK플래닛은 기존 사업 중에서도 '11번가' 사업은 국내 온라인 상거래 시장에서 이미 점유율 상위사로 안착시키며 흑자로 전환했고, 해외 진출 성과도 낸 바 있다. 11번가는 현재 국내 모바일 상거래 시장에서도 1위 수준을 기록하고 있다. 2013년 연간 모바일 거래액은 7천억원으로 전년 대비 150% 증가했다. 월간 거래액은 작년 3월 300억원에서 올해 4월에는 1,200억원을 돌파했다고 보도되었다.

SK플래닛은 향후 'Next Commerce'라는 비전 아래 모바일을 중심으로 온/오프라인 연계 커머스 사업 기획에 주목할 계획이다. 최근에는 커머스 종합 브랜드 시럽(Syrup)을 출시했다. 해당 신규 브랜드를 통해 스마트워렛, 오케이캐시백, 기프트콘 등의 서비스를 연계하고, 블루투스 기반의 '비콘'으로 오프라인 상점과도 연계하는 등 옴니채널 마케팅을 전개할 계획이다.

점차 SK플래닛이 SK텔레콤의 기업 가치에 기여할 수 있을지 여부에 대해 주목할 만한 시기가 다가오고 있다고 본다. 글로벌 인터넷 섹터는 커뮤니케이션(메신저-LINE, Kakao 등)과 종합 상거래(커머스-Alibaba, Amazon 등) 주식 위주로 프리미엄이 집중되고 있기 때문이다. SK텔레콤이 통신의 주요 가치인 커뮤니케이션에서 지속적으로 강자의 위상을 지키는 상황에서, SK플래닛이 온라인/모바일/오프라인에서의 종합적인 커머스 사업을 성공적으로 전개해나가는 모습을 보여준다면 추가적인 기업가치 기여분을 모색해볼 수 있을 것이다.

그림 3. SK플래닛의 향후 사업 전략 'Next Commerce': 커머스로 선택과 집중, 'Syrup' 브랜드도 신규 런칭



주: 스마트워렛, 오케이캐시백은 각 부문에서 1위 가입자 보유 중
자료: SK플래닛, KDB대우증권 리서치센터

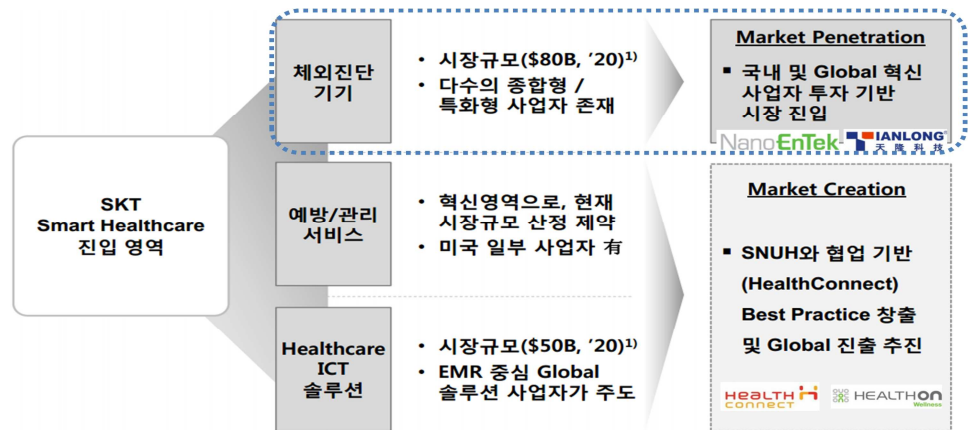
신사업 헬스케어도 적극 전개 중

SK텔레콤은 SK 그룹 내에서 스마트 헬스케어 사업을 대표적으로 전개하고 있다. 사물인터넷이라는 큰 영역에서 SK텔레콤은 밸류체인을 다각도로 가져가고 있는 모습이다. 그 중 스마트 헬스케어 영역에서는 ICT솔루션과 직접적으로 연계된 예방/관리 서비스, 스마트 병원 솔루션 사업을 진행할 뿐 아니라, 순수 의료 영역인 체외진단 기기 부문에서는 직접 관련 기업에 투자하면서 시장에 진입하고 있다.

코스닥 상장사 나노엔텍(039860)은 SK텔레콤이 26% 지분을 보유한 의료기기 제조업체이다. SK텔레콤은 2011년 2월에 전략적 제휴로 투자를 시작하여, 2014년 4월에 1대 주주로 등극했다. 나노엔텍은 서울대 학내 벤처로 시작했고, 체외진단 기기 부문에서 기술력을 보유한 업체이다. 미국 FDA 승인을 받은 기기로는 2012년 8월 혈액체분분석기 ADAM-rWBC, 2013년 6월 전립선암 진단키트 FREND PSA Plus, 2014년 3월 갑상선 호르몬 진단키트 FREND TSH 등이 있다.

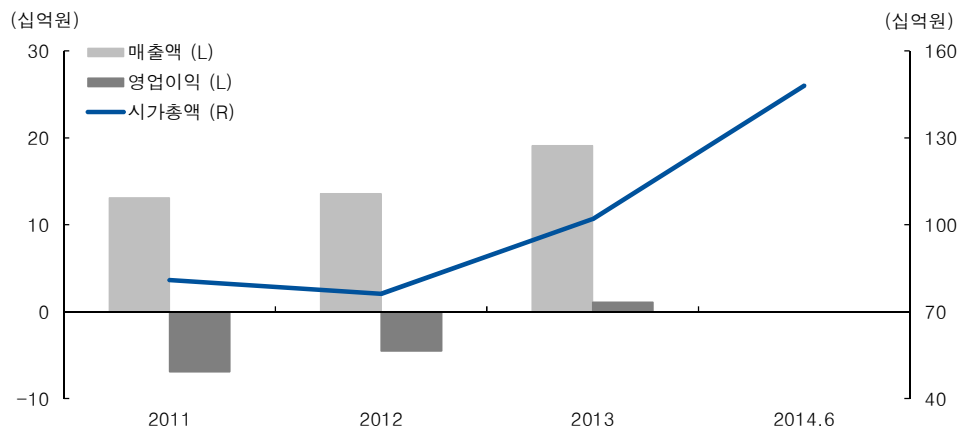
실적은 2012년에 매출액 135억원, 영업이익 45억원이었으나, 2013년에 매출액 190억원, 영업이익 10억원으로 흑자로 전환했다. 작년까지의 주요 매출은 세포 분석 등 생명공학 위주 부문이었으나, 점차 진단의료기기 관련 매출이 늘어나고 있는 것으로 파악된다.

그림 4. SK텔레콤의 헬스케어 사업 밸류체인 전략: 나노엔텍은 '체외진단기기' 부문



자료: SK텔레콤, 나노엔텍

그림 5. 나노엔텍 실적과 시가총액 추이



자료: 나노엔텍, KDB대우증권 리서치센터

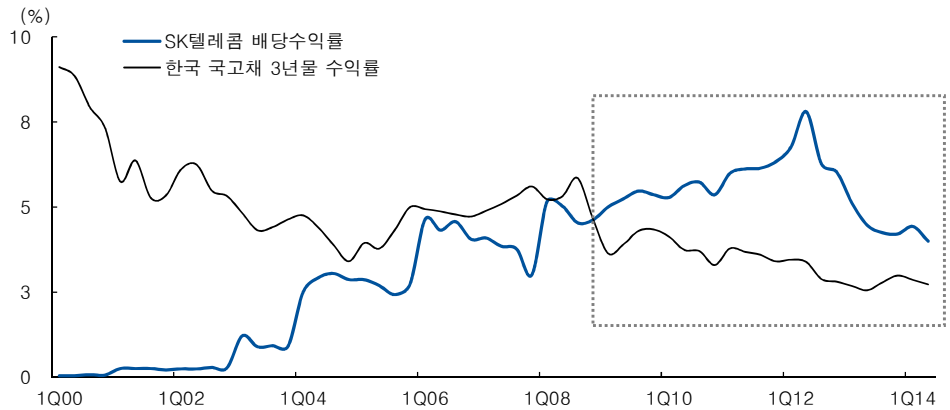
배당 투자의 매력

최근 원화 강세로 인한 수출주 우려, 경기 침체로 인한 경기 민감 내수주에 대한 우려 등으로 배당주의 경기 방어적 성격이 더욱 부각되고 있다. 그리고 상대적으로 높은 수익률이 지속됨에 따라 배당절에만 한시적으로 투자하는 대상이 아닌, 안정적으로 투자할 수 있는 장기 투자 대상으로 자리매김되고 있는 추세이다.

SK텔레콤의 배당수익률은 예상 연간 주당배당금 9,400원을 기준으로 약 4% 수준이다. 최근 주가가 상승했으나, 여전히 국고채 3년물 수익률 2% 후반대 대비 높은 수준으로 매력적이다. SK텔레콤은 중간 배당을 하는 주식이다. 작년까지 매년 6월 30일 기준으로 중간배당 1,000원을 지급했으며, 올해도 실시될 것으로 전망된다.

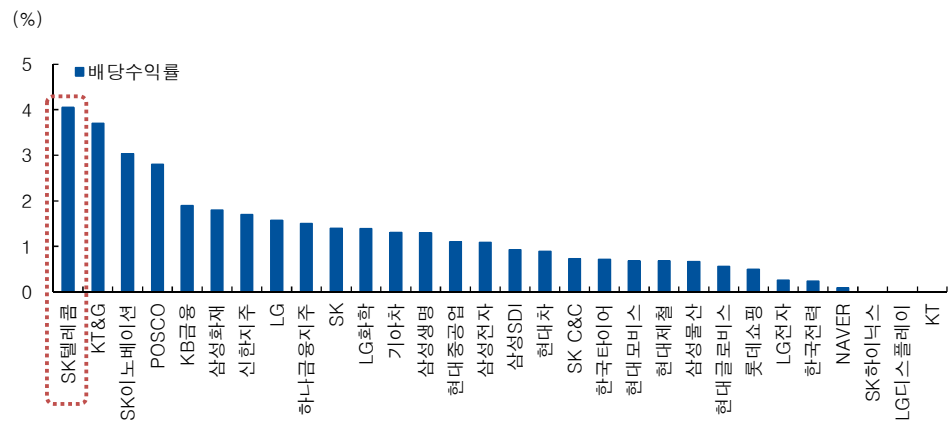
SK텔레콤의 배당수익률은 현재 통신서비스 섹터 내에서뿐 아니라 KOSPI 시가총액 30대 종목 내에서도 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 전통적인 배당주로 부각되었던 KT&G나 금융주들에 비해서도 높다.

그림 6. SK텔레콤 배당수익률과 국고채 3년물 수익률: 2009년 이후 SK텔레콤이 상회



자료: KDB대우증권 리서치센터

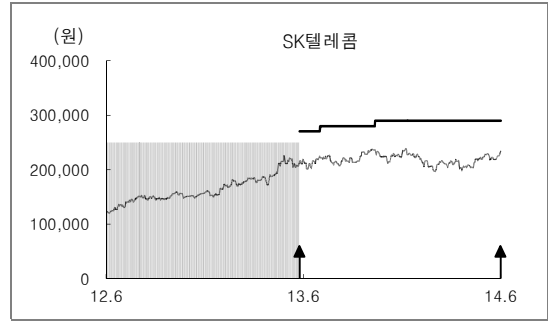
그림 7. KOSPI 시가총액 30대 기업 배당수익률 현황: 'SK텔레콤'이 가장 높음



주: 2014년 예상 DPS 기준.
자료: KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
SK텔레콤(017670)	2013.10.29	매수	290,000원
	2013.07.19	매수	280,000원
	2013.06.11	매수	270,000원
분석 대상 제외			



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 주가하락이 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(■)

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.