

SK텔레콤 (017670)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (4/9)	235,000원
상승여력	28%

시가총액	189,752억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	428억원
60일 평균 거래량	173,723주
52주 고	283,500원
52주 저	226,500원
외인지분율	40.19%
주요주주	SK 외 3 인 25.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.6	(14.9)	(7.8)
상대	1.3	(12.6)	(18.9)
절대(달러환산)	0.7	(15.1)	(2.3)

물적 분할을 추진하는 SK텔레콤의 진심

SK텔레콤의 중간 지주 전환은 물적 분할 방식으로 굳혀지는 분위기

자사주 활용이라는 장점에도 불구하고, 피 합병 대상으로 분류되는 SK하이닉스 주가 상승, 현 김상조 체제 하의 공정거래위원회가 자사주 활용 인적 분할에 대해 부정적 시각을 가지고 있다는 점 등은 인적 분할 가능성을 저해하는 요인일 것이다. 물적 분합은 중간 지주회사의 역할이 분명해지고, 포트폴리오 매니지먼트라는 관점에서 장점이 있다. 또한 이동전화 사업부가 100% 비상장 회사로 전환되기 때문에, 언론의 주목을 덜 받을 수 있으며 규제 가능성을 낮출 수 있다는 장점도 있다.

SK그룹의 고민은 N/W 사업의 한계로부터 출발했다. N/W 사업의 한계가 뚜렷하다면, 통신사업자는 막대한 자본을 바탕으로 플랫폼 사업에 진출하는 것이 대안이 될 수 있다. 하지만 문제는 지금까지 SK텔레콤은 M&A, 플랫폼 사업 전개를 통해 수 많은 실패를 경험했다는 점이다. 이러한 과거의 실패에 대한 반성이 지배구조 개편으로 이어지고 있다는 판단이다.

물적 분합은 투자 회사로의 변신을 선언하는 것

금번에 추진되는 SK텔레콤 물적 분합은 M&A와 플랫폼 사업에 적합한 구조로의 전환을 목표로 하고 있다. 분할한다면 ①마케팅, N/W, 유통 신설 법인을 통한 구조 개편, ②존속 투자회사는 PM(Portfolio Management) 실 확보를 통해 M&A에 적합한 구조로 재배치될 전망이다. ③적당한 시점에서는 이동전화 사업 부문의 IPO가 추진될 가능성도 있다.

물적 분합은 통신 회사에서 투자 회사로의 변신을 의미한다. 이는 단순히 선언적 의미에 그치는 것이다. SK텔레콤에서 SK투모로우(가칭)로 바뀐다면, 투자 대상으로서의 성격이 바뀌게 된다. 배당보다는 M&A 쪽에 현금 흐름이 투입될 것이다. 이는 투자 대상으로서의 안정성을 낮추는 대신, 변동성을 키울 것이다. 0.5 수준인 SK텔레콤의 Beta는 1.0 이상으로 높아질 수도 있다.

물적 분합 이후, 적정 주가는 30만원. 단기보다는 장기적으로 접근 필요

물적 분합이라는 이벤트만으로 SK텔레콤의 주가가 급등할 가능성은 매우 낮아 보인다. 단기적으로는 의미 있는 변동을 기대하기 어렵고, 중장기적인 관점에서 회사가 추진하는 M&A 성과, 철학에 대한 투자자의 공감을 이끌어 내는 시점에서 주가의 의미 있는 방향 전환을 기대할 수 있을 것이다. 회사가 주주의 적극적인 동의를 이끌어 내기 위해서는 물적 분합 이후의 전략에 대한 깊은 고심이 필요해 보인다. 원칙적으로 본다면, 물적 분합 이후 포트폴리오 매니지먼트, 구조조정, M&A 결과에 따라 기업 가치의 방향성이 결정된다고 볼 수 있다. 어쨌든 대부분의 기업은 물적 분합 이후 양호한 주가 흐름을 시현했다. SK텔레콤에 대해서도 긍정적인 시각으로 지켜 봄야 할 것이다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43,491	2.7	-3.3	43,358	0.3
영업이익	4,134	0.7	33.2	4,091	1.1
세전계속사업이익	12,694	75.3	37.0	9,626	31.9
지배순이익	9,912	68.2	68.0	7,580	30.8
영업이익률 (%)	9.5	-0.2 %pt	+2.6 %pt	9.4	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	22.8	+8.9 %pt	+9.7 %pt	17.5	+5.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	170,918	175,200	175,552	175,930
영업이익	15,357	15,366	15,234	15,763
지배순이익	16,760	25,998	37,314	37,739
PER	10.5	7.8	5.1	5.0
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.1	4.9
ROE	10.7	15.4	19.3	16.8

자료: 유안타증권

물적 분할(?) 공식화한 SK텔레콤

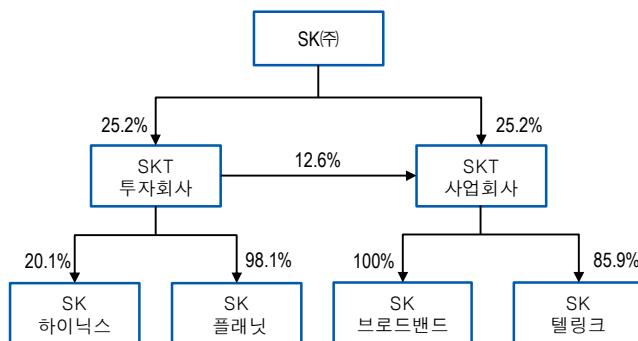
박정호 사장은 주주총회를 통해 인적 분할이 아닌 다른 방식을 통한 중간지주 전환에 대한 고민을 밝혔다.

유안타증권에서는 2018년 3월 19일자『통신서비스 주가 약세 진단』 자료를 통해 중간 지주회사 전환은 인적 분할보다는 물적 분할을 통해 이뤄질 가능성이 높다고 전망한 바 있다.

자사주 활용이라는 장점에도 불구하고, 피 합병 대상으로 분류되는 SK하이닉스 주가 상승, 현 김상조 체제 하의 공정거래위원회가 자사주 활용 인적 분할에 대해 부정적 시각을 가지고 있다는 점 등은 인적 분할 가능성을 저해하는 요인으로 해석했다.

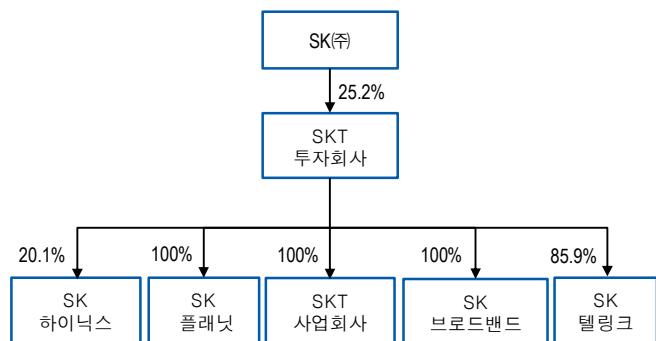
물적 분합은 중간 지주회사의 역할이 분명해지고, 포트폴리오 매니지먼트라는 관점에서 장점이 있다. 또한 이동전화 사업부가 100% 비상장 회사로 전환되기 때문에, 언론의 주목을 덜 받을 수 있으며 규제 가능성을 낮출 수 있다는 장점도 있다.

[그림 1] SK 텔레콤 인적 분할 시 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 텔레콤 물적 분할 시 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 인적 분할 VS 물적 분합의 장점과 단점

	인적 분합	물적 분합
장점	자사주 의결권 부활. 향후 SK 와의 합병을 통한 지배권 확립 자산 가치 재평가를 통한 시가총액 증가	외부 자본시장의 간섭 없이 사업투자 및 처분에 대한 자유로운 의사결정 용이 SK 지주회사에 대한 대주주 지분을 회석 발생하지 않음 자회사 매각에 용이(구조조정 유리) 신규 설립된 지주회사는 M&A 의사 결정을 좀 더 자유롭게 할 수 있음
단점	감독 기관의 승인 절차를 거쳐야 함(물적 분합에 비해 까다로움) SK 합병 시, 시가총액 차이에 따라 대주주 지분을 회석 분할 후 중간지주의 역할 모호 M&A 여력 축소	일부 외국인 주주의 매도 가능성 (통신업 → 지주회사로의 성격 변화) SK 지주회사의 자회사 지분 확보 비용 발생 통신업에 대한 규제 회피 감독 기관의 승인 절차를 거쳐야 함

자료: 유안타증권 리서치센터

분할에 대한 고민의 출발

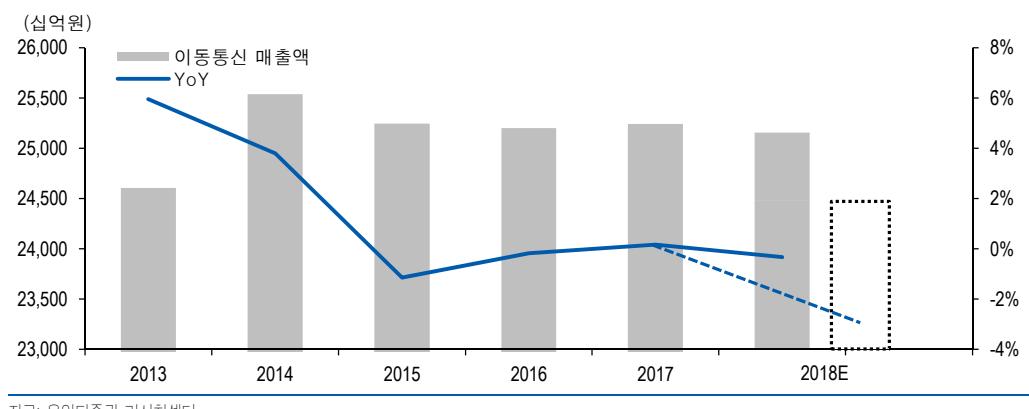
1) 현 정부의 규제 철학에 대한 고민

현 정부의 규제 철학은 통신서비스 업종 투자 환경에 비 우호적임이 확인됐다.

특히 선택 약정 할인율 상향 조정은 통신서비스 3사의 이동전화 매출액에 심각한 타격을 미칠 전망이다. 새로운 제도는 두 가지 측면에서 ARPU에 부정적 영향을 미치고 있다. ① 할인율이 20% → 25%로 높아지면서, ARPU 하락률이 생각보다 커지고 있다. ② 보조금 → 요금할인으로 패러다임이 바뀌면서 휴대폰 이용 기간이 길어지는 현상 나타나고 있다. 휴대폰 이용 기간의 장기화는 『고가 휴대폰 판매 → 고가 요금제 가입』으로 유도하는 통신사업자의 전략에 차질을 빚게 한다. 선택 약정 할인율 상향 조정만으로도 2018년 통신 3사의 이동전화 부문은 Low single 수준의 마이너스 성장률을 기록할 전망이다.

설상가상으로 차상위 계층, 기초 연금 수급자를 대상으로 한 요금 인하 작업이 진행 중이고, 6월 국회에는 보편 요금제 내용을 담은 전기통신사업법 개정안을 상정할 계획이다. 이미 2014년을 정점으로 통신 3사의 합산 이동전화 서비스 매출액은 더 이상 성장하지 못하고 있다. 규제가 더 해지면서 2018년에는 본격적으로 마이너스 성장으로 전환될 것이다.

[그림 3] 통신 3사 이동전화 서비스 매출액 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

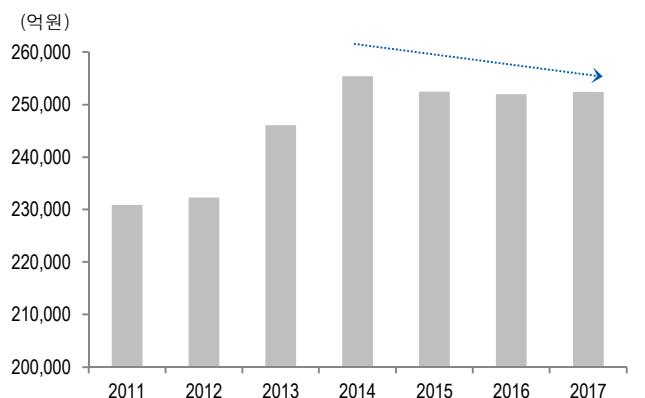
2) 5G 기대와 불확실성

일반 컨슈머 고객 관점에서 5G 기반의 이동통신 서비스가 등장해도, 현재의 콘텐츠 수준으로는 초과 지불 의향이 크지 않을 것으로 전망된다. 단기적으로는 요금을 상승 시킬 수 있으나, 장기적으로는 규제, 경쟁 요인으로 인해 이용 요금은 인하 될 것으로 보이기 때문이다.

새로운 사업 기회는 B2B, B2B2C 영역에서 창출될 것으로 기대된다. B2B 영역에서의 새로운 기회 창출은 5G 인프라에서 구현 가능한 네트워크 슬라이싱이라는 개념에 기초한다. 통신사업자는 네트워크 슬라이싱 기술을 통해 서로 다른 니즈를 가지고 있는 기업 고객에게 최적의 네트워크 서비스를 공급하고, 그에 맞춰 유연한 형태의 요금 체계를 적용할 수 있다.

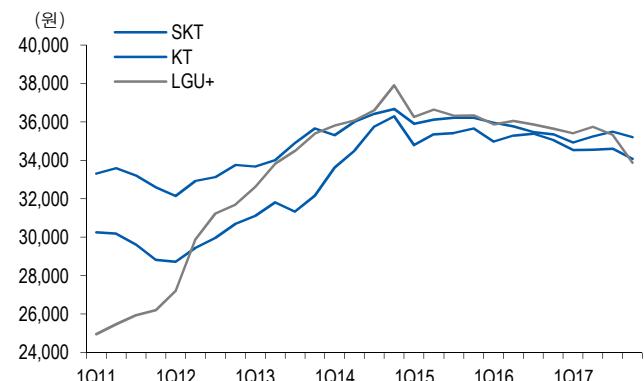
B2B 영역으로의 확장을 통해 수익을 증가시킬 수 있을 뿐 아니라, 제로레이팅과 망중립성 규제 원칙의 변화를 기대할 수 있다. B2B2C 사업은 이용 주체와 지불 주체의 분리를 의미한다. 기업은 5G를 통해 컨슈머 대상의 특화된 서비스를 제공하고, 자사 상품의 차별화를 위해 제로레이팅이 본격화될 것으로 전망되기 때문이다. 또한 망중립성 원칙과 네트워크 슬라이싱 개념은 원칙적으로 양립이 불가능하다. 기술 진화에 따른 정책의 변화가 기대되는 부분이다.

[그림 4] 통신 3사 이동전화 서비스 매출액 추이



자료: 통신 3사, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 통신 3사 APRU 추이



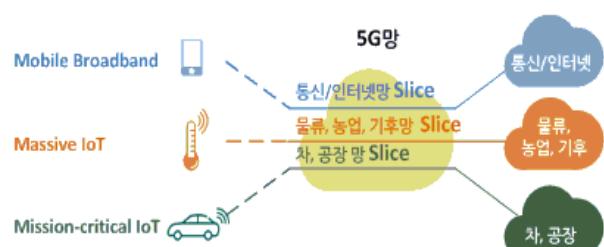
자료: 통신 3사, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 5G 망 요구사항 : 모든 단말, 모든 서비스, 모든 산업 수용



자료: 유안타증권 리서치센터

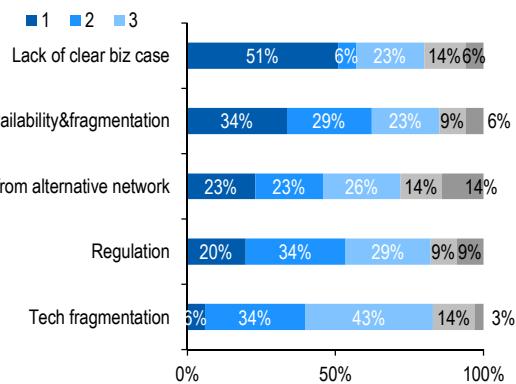
[그림 7] 네트워크 슬라이싱



자료: 유안타증권 리서치센터

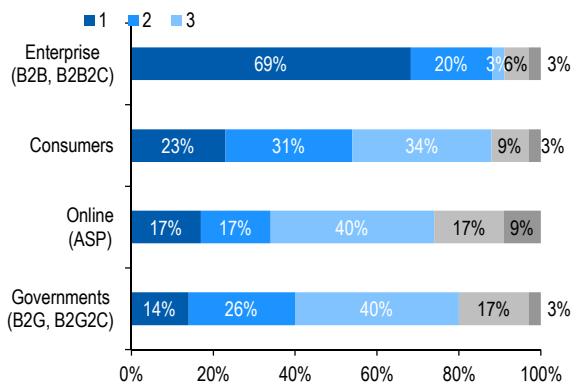
하지만 5G 시대 B2B 의 수익 모델은 여전히 막연하다. 글로벌 통신사업자 CEO 를 대상으로 한 GSMA 설문 조사에 따르면 5G 투자의 가장 큰 리스크는 명확한 사업 모델 부재로 지목됐다. B2B 영역에서 통신사업자는 사업 기회 창출에 있어 ‘능동적 역할’이 아니라, ‘피동적 역할’에 그친다는 점이 지적된 것이다. 어떤 구체적 사업 모델을 확인하고 투자에 나서는 시스템이 아니라, 통신사업자가 먼저 5G 인프라를 구축 후, 구축된 인프라 위에서 개별 기업의 새로운 사업 모델 구축을 기다려야 하는 한계점에 노출되어 있다.

[그림 8] Operator's risks in delivering 5G
(단위: 1 – 가장 중요, 5 – 가장 중요하지 않음)



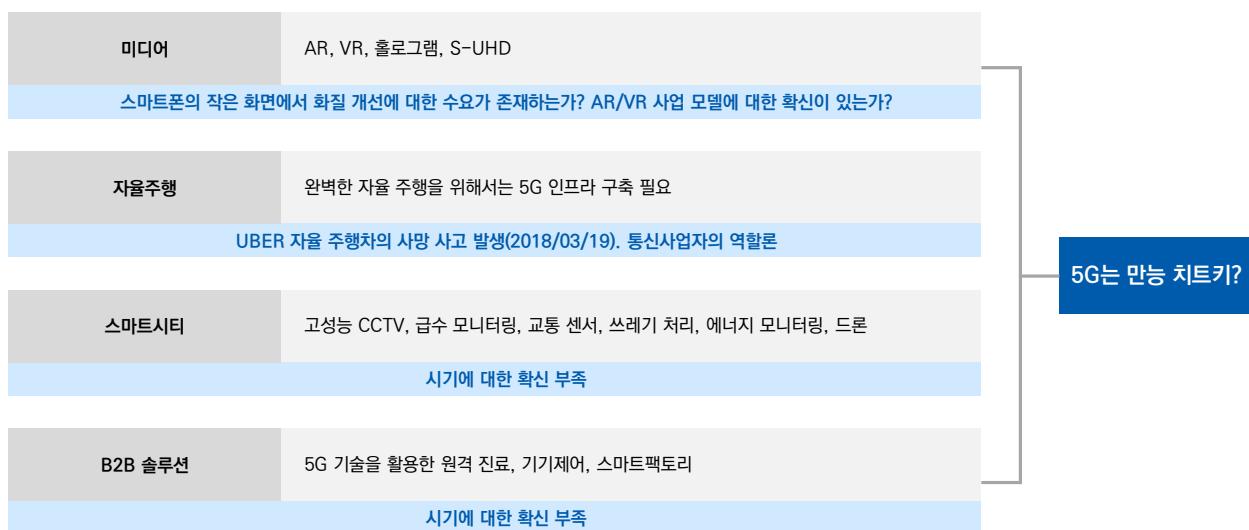
자료: GSMA intelligence, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] Sources of new operator revenues for 5G
(단위: 1 – 가장 중요, 5 – 가장 중요하지 않음)



자료: GSMA intelligence, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 5G 주요 비즈니스 모델



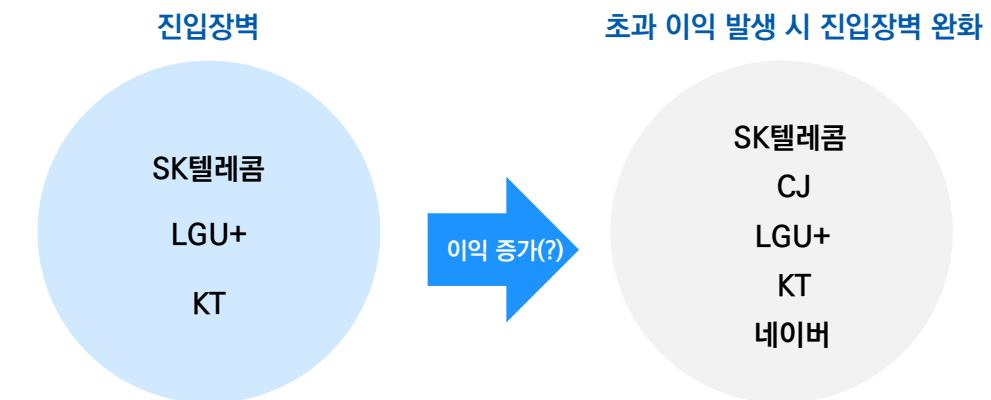
자료: 유안타증권 리서치센터

3) 정부 라이선스 사업의 한계

답이 쉽게 나오지 않는 가장 근본적인 의문은 여기에 있다. 5G 서비스로부터 파생될 수 있는 초과 수익이 발생할 경우, 과연 통신 3사의 이익은 온전하게 지켜질 수 있는가? 투자자들은 규제로 인한 B2C 부문의 한계를 인식하고 있을 뿐 아니라, B2B 영역이 규제로부터 확실하게 안전한지에 대한 우려를 갖고 있다.

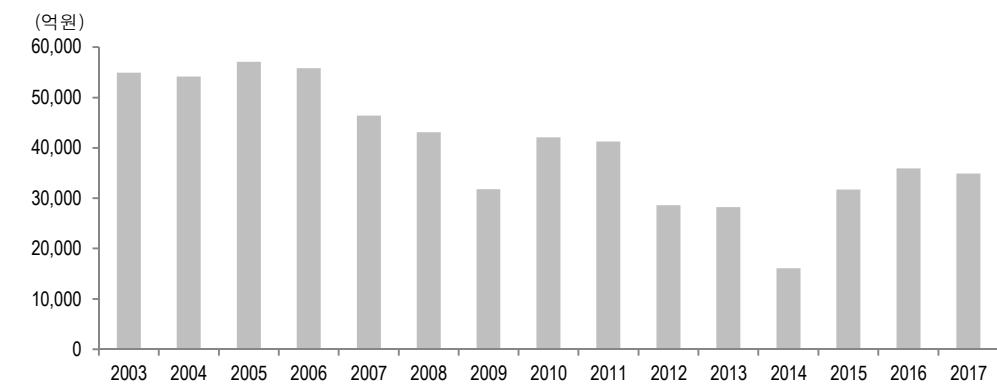
일례로 면세점 업의 경우 요우커에 의한 호황기에 접어든 이후, 추가 라이선스를 통해 경쟁이 확대됐다. B2B 사업 기회로 인해 통신업의 초과 이익 기회가 생길 경우, 라이선스 확대 가능성은 배제할 수 있을까? SK 텔레콤과 SK 그룹의 통신업에 대한 근본적인 고민은 바로 이 지점에 있을 것이다.

[그림 11] 정부 라이선스 사업의 한계



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 통신 3 사의 별도 영업이익 추이

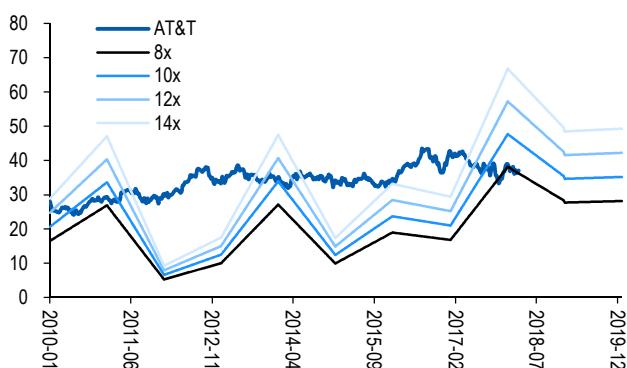


주 : 2008년 이전까지 KTF, LG 데이콤, LG 파워콤 별도 영업이익 합산
자료: 통신 3사, 유안타증권 리서치센터

4) 통신사업자의 선택지 : 자본의 활용

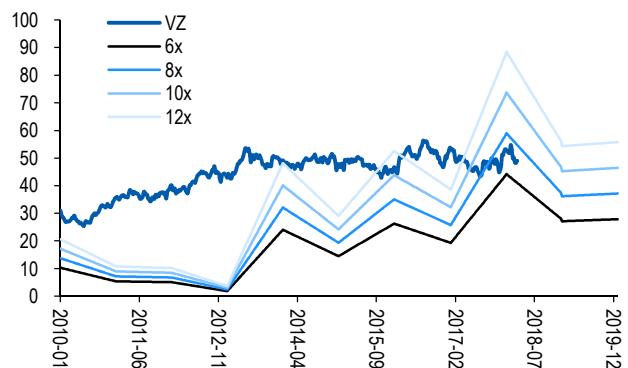
N/W 사업의 한계가 뚜렷하다면, 통신사업자는 막대한 자본을 바탕으로 플랫폼 사업에 진출하는 대안을 당연히 고려할 것이다. 자율 주행 산업을 예로 들어보자. 자율 주행 확대를 통해 Connectivity 가 증가할 것이라는 것은 자명한 사실이다. 하지만 통신사업자에 대한 시장의 기대는 그리 크지 않아 보인다. MaaS 영역에서 성과를 보이고 있는 플랫폼 기업의 Valuation 은 통신사업자와 차별화된 모습을 보여주고 있다. 초고속인터넷, 이동전화 영역에서 실패를 경험한 통신사업자는 IoT 와 5G 영역에서는 절대 실패를 반복하고 싶지 않을 것이다.

[그림 13] AT&T P/E Ratio Band



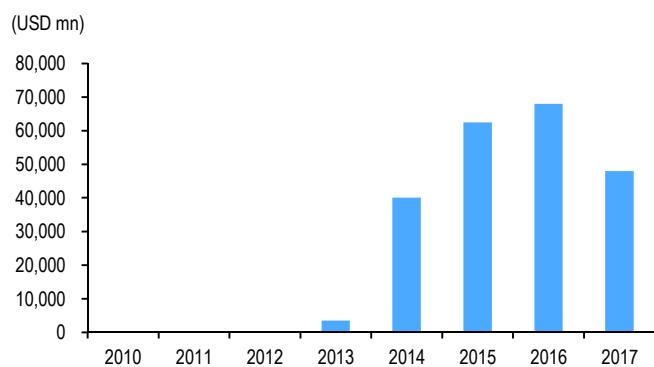
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] Verizon P/E Ratio Band



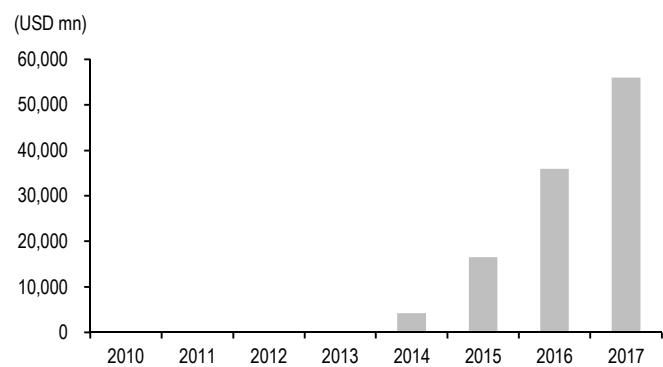
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] UBER 의 평가 가치 추이



자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] Didi Chuxing 의 평가가치 추이



자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

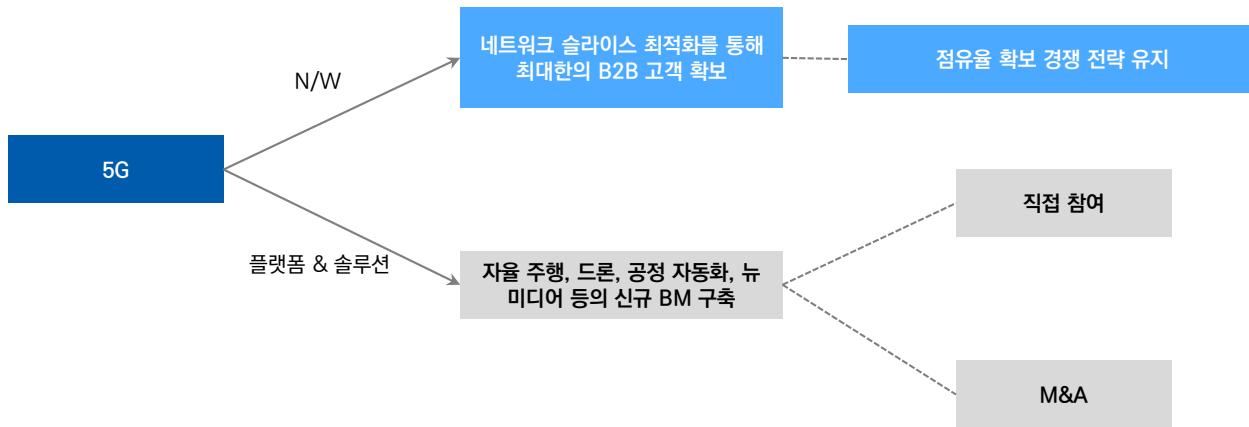
[표 2] 카카오모빌리티 가치

(단위: 억원, 건, 명)

	기업가치(억원)	월간 이용건수(건)	일 평균 이용건수(건)	Driver 수(명)		카카오 모빌리티 가치(억원)
Uber	510,000	300,000,000	10,000,000	7,000,000	2017년 7월 TPG 투자시 벌류	16,000
DiDi Chuxing	600,000	630,000,000	21,000,000	21,000,000	SoftBank 투자제안 벌류	25,000
Kakao Mobility	?	30,000,000	1,000,000	250,000	디디추싱 이용건수 대비	28,571
Lyft	120,000	30,000,000	1,000,000	700,000	우버 이용건수 대비	51,000
					Lyft 드라이버수 대비	42,857

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 통신사업자의 선택



자료: 유안타증권 리서치센터

5) 기업가치(Fast but high risk) VS 현금흐름(Slow but low risk)

새로운 사업 기회가 열리는 시점에 직면한 통신사업자의 선택지는 두 가지(①기업 가치, ②현금 흐름)이다. 현 시점에서 이 부분에 대한 깊은 고민이 필요한 이유는 통신사업자에게 마지막 선택의 기회가 될 수도 있기 때문이다. 플랫폼 기업의 기업 가치는 통신사업자를 크게 넘어섰다. 5G 와 IoT는 이러한 차이를 더욱 크게 벌리는 트리거가 될 수 있다. 어느 시점이 되면 자본 제약으로 인해 M&A를 하고 싶어도 할 수 없는 상황에 직면할 수도 있다.

기업 가치 확장에 무게 중심을 둔다면 M&A 전략이 우선되어야 한다. 대표적인 사업자가 ‘Softbank’이다. M&A 전략의 성과는 통신사업을 통해 얻는 것과는 차원이 다르다. 문제는 Risk 도 확대된다는 점이다. 핵심 기업을 인수하기 위해서는 많은 자본이 투입될 수 있으며, 성공 확률 측면에서도 높다고 볼 수 없다. 가정에 따라서는 안정적으로 배당을 지급하지 못하는 상황에 직면할 수도 있다. 반대로 사업자는 M&A 보다 통신업 본질에 집중하여, 현금 흐름 창출(배당) 극대화에 우선할 수도 있다. 한국 통신 3사의 EBITDA 와 CAPEX(별도 기준) 차이는 0.5 조원(2017년 기준)에 달했다. 전략의 방향에 따라 미래 성과에 대한 평가가 180도 달라지는 셈이다.

[그림 18] Softbank의 주가 추이와 주요 투자



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

6) Case : Softbank

M&A 관점에서 유일무이한 Role 모델은 Softbank이다. 동사는 Vision fund를 조성하여, 본격적인 M&A 행보에 나서기도 했다.

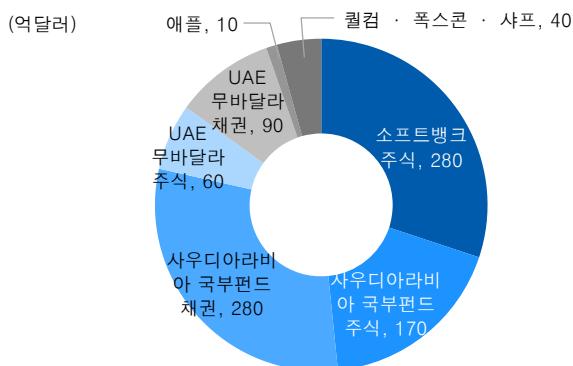
Softbank 주도로 2017년 5월 22일 930억 달러 규모로 Vision Fund 출범. 손정의 회장은 Vision Fund 규모를 100조엔 규모로 키워, 10년 후에는 1,000개 기업에 투자할 것이라 밝힘

Vision Fund는 Softbank의 투자 의사 결정이 절대적인 구조. 일반적인 펀드 구조와는 달리 약 42%의 금액이 채권 형태로 출자되어 있기 때문. Softbank가 투자자로부터 차입하는 형태이고, 12년의 운용 기간에 대해서 연 이율 7%를 보장하는 형태 → 이는 Softbank의 재무구조에 부담을 덜어주면서, 대규모 투자에 나서기 위한 목적으로 판단

Softbank는 총 주식의 약 52%를 보유(연결 법인 편입). Softbank의 투자 자율성이 보장되나, 보유 주식들의 하락 시에는 리스크 확대

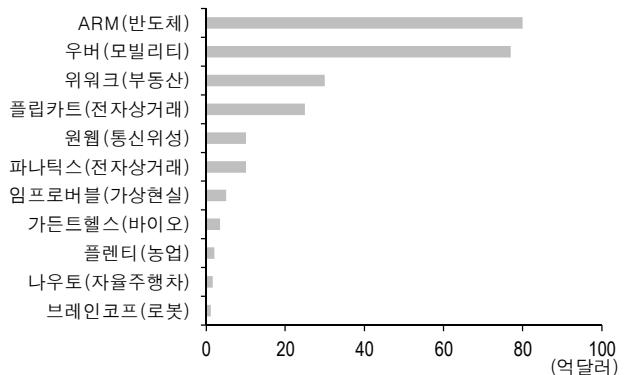
1기 Vision Fund의 주요 투자 대상은 ‘공유 경제’ 핵심 기업으로 구성. 2019년까지 1기 Vision Fund 투자를 마무리 할 것이라 밝힘. 이후 2기 이후의 Vision Fund는 인공지능, 로봇, 사물인터넷 핵심 기업이 될 것으로 전망

[그림 19] Vision Fund 출자 구조



자료: Softbank, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] Vision Fund 주요 투자기업



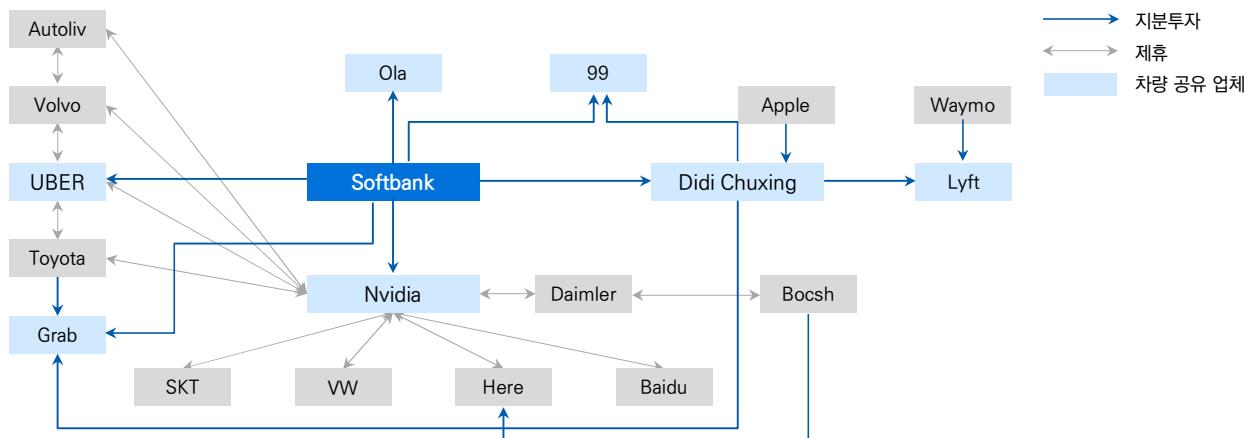
자료: Softbank, 유안타증권 리서치센터

Softbank는 Uber, Didi Chuxing, Grab 등 전세계 주요 Car Hailing 업체의 지분을 직·간접적으로 보유 → 과정을 넘어선 독점에 가까운 구조

'자율 주행'이라는 조건만 완성된다면, 전세계 Riding 시장의 대부분을 소프트뱅크 계열에서 장악할 수 있는 상황. 반대로 현재는 누구라도 진입할 수 있는 완전 경쟁 시장에 가까운 구조임. 따라서 Softbank 계열에서는 시장 진입자를 최소화하기 위해, 당분간은 출혈 경쟁을 지속할 전망. 이는 Softbank가 의도하는 일종의 진입 장벽일 수도 있음

궁극적으로 자율 주행 기술 확보 이후, 규모의 경제를 달성. 이후 기술, 자본력과 브랜드를 바탕으로 글로벌 Mobility 시장에서의 독점적 공급자로 자리매김하겠다는 전략

[그림 21] Softbank 자율 주행 협력



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] Softbank Valuation

(단위: 백만엔, 엔)

영업자산가치				투자자산가치			
별도 & 비상장 자회사	EBITDA (18E)	Multiples (EV/EBITDA)	Value	E-commerce	주당 가치	지분율	Value
Softbank(Domestic Telco)	1,119,900	5.5 x	6,159,450	Alibaba	\$181.99	28.0%	13,840,512
Distribution	8,000	6.0 x	48,000	Baozun	\$1,126	12.5%	15,224
ARM	74,300	25.0 x	1,857,500	Snapdeal	\$1,000	30.0%	32,445
Vision Fund	21,000	12.0 x	252,000	Coupang	\$5,000	20.0%	108,149
Other	-40,000	1.0 x	-40,000	tokopedia	\$1,000	20.0%	21,630
영업자산가치(별도 & 비상장 자회사)			8,276,950	Oyo	\$400	25.0%	10,815
순부채			6,924,637	E-commerce 투자자산가치			14,028,775
NAV(별도 & 비상장 자회사)			1,352,313	Transportation	주당 가치	지분율	Value
상장 자회사	시가	지분율	Value	OLA	\$3,000	10.0%	32,445
Sprint	\$5.25	83.4%	1,858,569	Grab Taxi	\$3,000	10.0%	32,445
Yahoo	502	43.0%	1,229,714	Didi Chuxing	\$35,000	10.0%	378,521
NAV(상장 자회사)			3,088,283	Transportation 투자자산가치			443,411
NAV(영업자산)			4,440,596	Games & Media	시가총액	지분율	Value
				GungHo Online	352,300	2.3%	8,103
				Games & Media 투자자산가치			8,103
				Other	시가총액	지분율	Value
				Renren	66,000	43.0%	28,380
				WeWork	\$17,000	1.8%	33,094
				Other 투자자산가치			61,474
				Vision Fund	시가총액	지분율	Value
				OneWeb	\$2,500	40.0%	108,149
				Nvidia	\$140,487	4.9%	729,963
				Guardant Health	\$660	30.0%	21,413
				SoFi	\$4,000	30.0%	129,779
				Potential Investment	1,800,000	100%	1,800,000
				Vision Fund 투자자산가치			2,789,304
				투자자산가치 합계			17,331,067
				유동성 Discount			14,731,407
				지분법손익			1,810,995
				NAV(투자자산)			12,920,412
				법인세			2,584,082
				Expected Sales Gain			10,336,329
				NAV			14,776,925
				회석 발행주식수			1,108
				주당 NAV (엔)			13,337

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

M&A 시장에서의 광폭 행보로 인해, 동사의 재무 체력에 대한 투자자들의 우려도 동반되고 있다.
NAV 디스카운트를 받는 이유가 바로 이러한 재무적인 우려에 기인한다.

동사는 2018년 상반기 안에 이동통신 자회사인 Softbank 모바일을 도쿄증권거래소와 런던증권 거래소에 상장하기로 결정했다. 흥미로운 점은 동사가 상장을 통해 확보된 자금을 차입금 해소에 사용하는 것이 아니라, M&A에 활용될 것이라는 것이라는 점이다. 투자자들은 동사의 전략이 지나치게 미래 지향적이라 판단하고 있다.

이러한 재무적 우려를 해소하기 위해서는 M&A 기업의 주가 유지가 핵심이다. 물론 현재까지는 투자 자산 규모가 차입 규모를 상회하기에 문제가 없다. 투자자들은 이 지점에 주목해야 한다. Softbank는 통신회사인가? 대답은 ‘No’이다. 전형적인 투자 지주회사의 모습이다.

[표 4] 일본 상위 시기총액 기업 신용등급 (단위: 십억엔)

시기총액 순위	기업	시기총액	Moody's	S&P
1	Toyota Motor	23,895	Aa3	AA-
2	Mitsubishi UFJ	10,697	A1	A-
3	NTT Docomo	10,685	Aa3	AA-
4	Nippon Telegraph	10,432	Aa3	AA-
5	Softbank	9,961	Ba1	BB+
6	Keyence	7,974	-	-
7	Honda Motor	7,052	A2	A+
8	Nintendo	6,909	-	-
9	Sony	6,813	Baa3	BBB
10	KDDI	6,917	-	-
11	SMFG	6,678	A1	A-
12	Japan post bank	5,805	-	-
13	Japan tobacco	6,132	Aa3	AA-
14	Fanuc	5,587	-	-
15	Canon	5,379	Aa3	AA-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 5] Softbank 와 유사한 신용등급을 받은 기업

기업	Moody's	S&P
Softbank	Ba1	BB+
Tata Motors	Ba1	BB+
Tesco	Ba1	BB+
Nokia	Ba1	BB+
Geely Automobile	Ba1	BBB-
Gazprom	Baa3	BB+
FCA	Ba3	BB+
XL Axiata TBK	Ba1	NR
T-Mobile	NR	BB+
Hilton Worldwide	NR	BB+

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] Softbank 의 Interest Bearing Debt (SVF 제외)



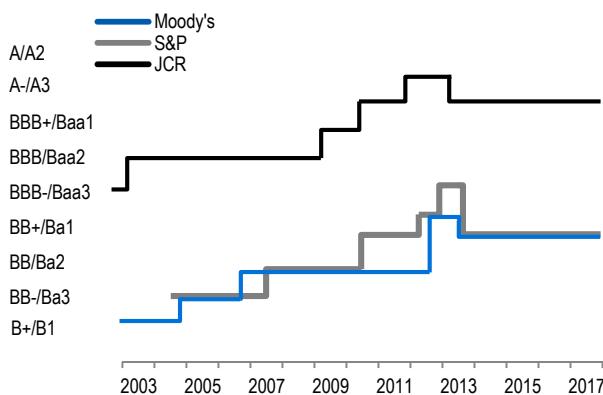
자료: Softbank, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] Softbank 의 Net Leverage Ratio



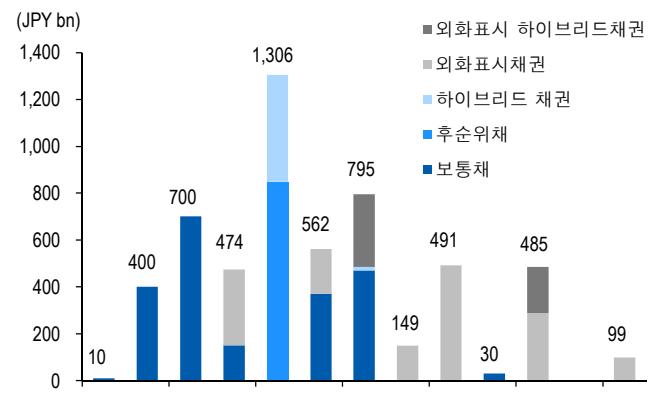
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] Softbank 의 신용등급 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] Softbank 의 채권 만기 스케줄



자료: Softbank, 유안타증권 리서치센터

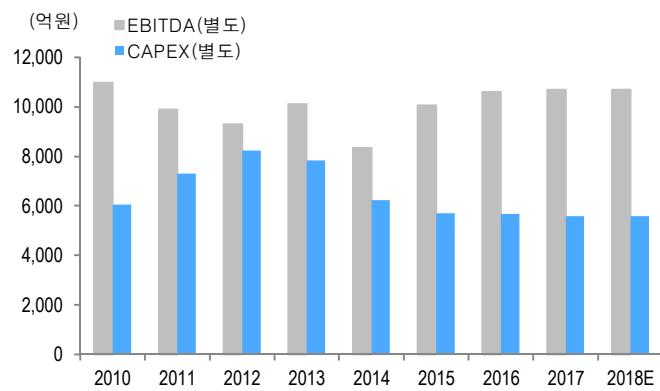
7) 한국 통신사업자의 디레버리징은 마무리 국면 → 화두는 M&A

한국 통신 3사의 순차입금 축소 과정은 2018년에도 지속 전개될 것으로 전망하고 있다. 주파수 경매(3사 합산 기준 1.5조원~2조원), 5G에 대한 일부 선제적 투자, 요금 인하 영향 등을 감안해도, EBITDA 와 CAPEX 차이는 여전히 차입금을 줄이기에 충분한 수준이다.

별다른 현금 활용의 대안이 없다면 디레버리징 과정이 앞으로 수년 간은 지속될 수 있는 현금 흐름 구조가 갖춰져 있다. 하지만 ①통신업에 대한 정부의 규제 압박, ②5G, IoT 확산에 따른 새로운 사업 기회에 대한 기대는 M&A에 대한 니즈를 키우면서 동시에 통신사업자의 차입 축소 과정을 마무리 시킬 것으로 전망된다.

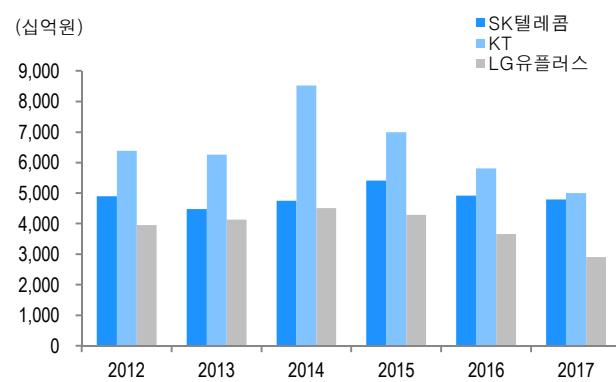
최소한 한국 통신 기업의 체질을 바꿀 수 있는 실탄은 마련된 셈이다.

[그림 26] 통신 3 사의 별도기준 EBITDA 와 별도기준 CAPEX 추이



자료: 통신 3 사, 유안티증권 리서치센터

[그림 27] 통신 3 사의 순차입금 추이



자료: 통신 3 사, 유안티증권 리서치센터

물적 분할, 단기 주가 상승보다는 장기적인 관점 접근

1) 플랫폼과 M&A에 실패에 대한 반성 → 지배구조 개편 시도

SK 텔레콤의 M&A는 대부분 실패했다. 원인은 다음과 같이 분석된다. ①시너지에 집중하지 않았던 M&A는 실패했다(하나 SK 카드). ②해외 기업 M&A는 대부분 실패했다(Lightsquared, Packetone, Tianlong, SHOPKICK). ③소액 투자를 통한 M&A는 대부분 실패했다(NSOK, 아이리버, 나노엔텍).

다양한 분석 가운데, SK 텔레콤의 기업 문화에 대한 지적이 가장 현실성 있다. SK 텔레콤의 기업 문화는 본질적으로 조직 구성원들이 Risk taking을 하기에 적합하지 않아 보인다는 지적이다. 이러한 현상은 M&A 실패 외, 플랫폼 사업의 실패를 통해서도 여실히 증명됐다. 이러한 악순환을 없애고자 SK 플래닛을 물적 분할(2011년) 했으나, SK 플래닛 분할만으로는 플랫폼 사업에 대한 대응력을 갖추지 못했다. 실제로 SK 플래닛은 영업 적자 규모를 좀처럼 줄이지 못할 뿐 아니라, 지분 투자를 통해서 대규모 손상 차손을 기록했다.

[표 6] SK 텔레콤의 M&A 사례

(단위: 억원)

기업	인수시점	인수 금액(억원)	평가
하나 SK 카드	2010.02.25	4,000	하나 SK 카드와 외환카드 통합(2014년)으로 지분을 49%에서 25.4%로 하락 하나금융에 지분 10.4% 매도. 대신 하나금융지분 2.06% 취득
PacketOne	2010.07.29	1,198	지분 28% 보유 → 7%로 하락. 매년 80~100억원 규모의 지분법 손실 기록
Lightsquared	2010.11.03	675	2013년 5월 파산
나노엔텍	2011.03.22	110	지분 28.6% 보유. 100억원 규모의 제 3자 유상증자(2015년 8월)
헬스커넥트	2011.11.29	14	
하이닉스	2012.02.25	33,000	대규모 지분법 이익 기록
Tianlong	2012.09		지분법 손실 1~10억원 내외 기록 중
아이리버	2014.08.15	295	2015년 매출액 695억원, 순손실 -141억원 기록. 인수시점과 유사한 시가총액
NSOK	2014.04.03	500	2016년 기준 점유율 3% / 에스원 48%, ADT 캡스 24%, KT 텔레캅 8% 2017년 매출액 934억원 / 영업이익 -167억원 2015년 4월 400억원 출자
SHOPKICK	2014.09	2,000(추정)	완전 자본 잠식. 2017년 약 252억원의 적자 기록 2015년 초 1,000만명 가입자 → 2016년 1,900만명 증가

자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[표 7] SK 텔레콤의 플랫폼 사업 사례

서비스명	설명	출시	종료	운영 개월수
T Cloud	주소록, 문자 데이터 백업 및 통합 콘텐츠 관리 서비스	2011년 9월	2016년 12월	5년 3개월
클라우드베리	개인형 클라우드 서비스	2016년 8월	현재	운영 중
커버앱	스마트폰 잠금화면 서비스	2014년 6월	2017년 3월	2년 9개월
돈버는 가계부	가계부	2015년 6월	2017년 4월	1년 10개월
썸데이	스케줄/일정 관리 및 문화행사 캘린더	2016년 1월	2017년 6월	1년 5개월
T 메모링 프리미엄	스타의 목소리를 통한 일정 관리 등 메모서비스	2015년 4월	현재	운영 중
T map 택시	택시 플랫폼 서비스	2015년 4월	현재	운영 중
T map 대중교통	택시 이외의 대중교통 플랫폼 서비스	2014년 8월	현재	운영 중
스마트 오토스캔	차량 정보 스캐너	2015년 4월	현재(2016년 4월이 마지막 업데이트)	운영 중
스마트밴드	SKT 의 웨어러블 기기 스마트밴드 연동	2015년 4월	현재(2017년 8월이 마지막 업데이트)	운영 중
T pet	반려동물 관리 서비스	2015년 5월	현재(2017년 2월이 마지막 업데이트)	운영 중

자료: Outstanding, 유안타증권 리서치센터

[표 8] SK 플래닛 실적추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	13,782	15,125	16,246	10,363	9,916
영업이익	130	87	-59	-3,334	-2,497
순이익	2,016	16	-751	-310	-5,137

자료: SK 플래닛, 유안타증권 리서치센터

[표 9] SK 플래닛 투자기업에 대한 손상차손 인식

(단위: 억원)

연도	투자기업	국가	손상차손 인식 금액
2014년	화이텍센터투자조합	한국	103억원
2015년	케이넷문화컨텐츠투자조합, 베넥스포커스투자조합, 오픈이노베이션펀드 SKP America	한국, 미국	1,056억원
2016년	종속기업기타		346억원
2017년	Planet11 SKP Global Holdings SKP Global Pte SKP America	인도 싱가포르 싱가포르 미국	24억원 1,298억원 2.5억원 1,117억원

자료: SK 플래닛, 유안타증권 리서치센터

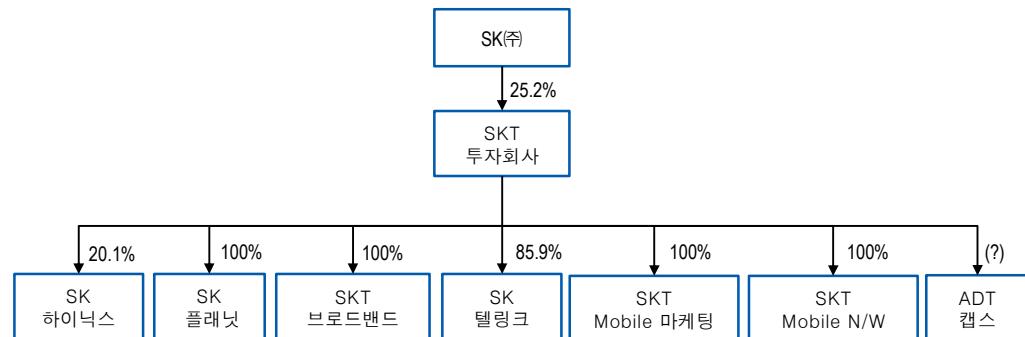
2) 물적 분할 → 투자회사로서의 변신을 선언하는 것

금번에 추진되는 SK텔레콤 물적 분할은 M&A와 플랫폼 사업에 적합한 구조로의 전환을 목표로 하고 있다. 분할한다면 ①마케팅, N/W, 유통 신설 법인을 통한 구조 개편, ②존속 투자회사는 PM(Portfolio Management) 실 확보를 통해 M&A에 적합한 구조로 재배치될 전망이다.

물적 분할 시 중간 지주회사의 역할이 분명해지고, 포트폴리오 매니지먼트라는 관점에서 탁월한 장점을 가지게 된다. 또한 이동전화 사업부가 100% 비상장 회사로 전환되기 때문에, 언론의 주목을 덜 받을 수 있으며 규제 가능성을 낮출 수 있다는 장점도 있다.

물적 분할은 통신 회사에서 투자 회사로의 변신을 의미한다. 이는 단순히 선언적 의미에 그치는 것이 아니다. SK텔레콤에서 SK투모로우(가칭)로 바뀐다면, 투자 대상으로서의 성격이 바뀌게 된다. 배당보다는 M&A 쪽에 현금 흐름이 투입될 것이다. 이는 투자 대상으로서의 안정성을 낮추는 대신, 변동성을 키울 것이다. 0.5 수준인 Beta는 1.0 이상으로 높아질 수도 있다.

[그림 28] SKT의 물적 분할 이후 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

3) 물적 분할 시, 적정주가는 주당 30만원

물적 분할을 선택한다면, 인적 분할 방식에 비해서는 단기적인 주가의 변동폭이 적을 것으로 전망된다. 현 주가 대비 잠재상승률은 인적 분할 시 30%, 물적 분할 시 20% 수준으로 산출된다. 물적 분할과 인적 분할 Valuation의 차이는 지주회사 Valuation에 일반적으로 적용되는 유동성 할인 변수 때문이다. 일반적으로 한국 주식시장에서는 NAV 대비 약 30%~40%의 유동성 할인율을 적용한다. 회사의 적정 가치는 23조원(주당 30만원)으로 평가된다.

중장기적으로 지주회사 전환 이후 SK텔레콤 지주사의 Valuation은 ①SK하이닉스 연결 법인 편입 여부, ②SK플래닛 연결 법인 제외, 지분법 평가 전환, ③성장 사업 인큐베이팅을 통한 비상장 자회사 가치 부각 등에 의해 변화할 것으로 전망하고 있다.

적당한 시점에서 이동전화 사업 부문을 IPO 할 수도 있다. Softbank의 모바일 부문 IPO 계획이 금년 초 언론 상에 보도되기도 했는데, 이와 유사한 방향으로 갈 수도 있다. 모바일 부문에 대한 IPO를 통해 수 조원의 현금을 확보하고, 이를 M&A 재원으로 활용하는 방법을 선택하는 것이다. 전술한 바와 같이 이동전화 부문은 강력한 정부의 규제, 저성장 등의 한계에 직면하고 있어, 적정 시점에서는 이동전화 부문의 IPO를 통해 현금 확보 재원으로 활용할 수도 있다.

결론적으로 물적 분할이라는 이벤트만으로 SK텔레콤의 주가가 급등할 가능성은 매우 낮아 보인다. 단기적으로는 의미 있는 변동을 기대하기 어렵고, 중장기적인 관점에서 회사가 추진하는 M&A 성과, 철학에 대한 투자자의 공감을 이끌어 내는 시점에서 주가의 의미 있는 방향 전환을 기대할 수 있을 것이다. 회사가 주주의 적극적인 동의를 이끌어 내기 위해서는 물적 분할 이후의 전략에 대한 깊은 고심이 필요해 보인다.

[표 10] 물적 분할 시 SK 텔레콤 Valuation

(단위: 억원)

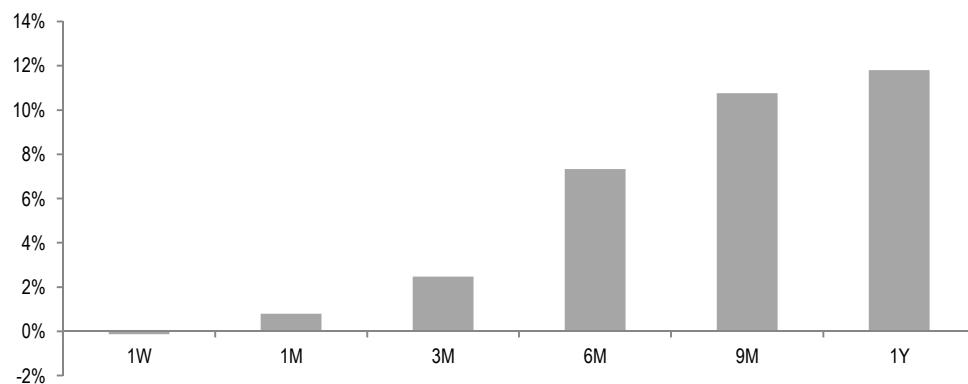
항목	가치	비고
통신사업(모바일)	127,213	EBITDA 4.5배 적용. 순차입금 고려
통신사업(유선)	18,437	EBITDA 5배 적용. 순차입금 고려
반도체사업	121,005	
커머스사업	15,000	
자사주	23,469	
기타투자자산	26,089	
합계	231,849	30% 유동성 할인 적용

자료: 유안타증권 리서치센터

4) 물적 분할 사례 분석 : 단기보다는 장기 주가 상승으로 연결

2010년 이후 한국 주식시장에서의 물적 분할 사례를 살펴 본 결과, 물적 분할 이벤트가 단기 주가보다는 중장기 주가에 영향을 미친 것으로 분석됐다. 원칙적으로 본다면, 물적 분할 이후 포트폴리오 매니지먼트, 구조조정, M&A 결과에 따라 기업 가치의 방향성이 결정된다고 볼 수 있다. 어쨌든 대부분의 기업은 물적 분할 이후 양호한 주가 흐름을 시현했다. SK 텔레콤의 미래에 대해서도 긍정적인 시각으로 지켜 봐야 할 것이다.

[그림 29] 물적 분할 후 주가 평균 수익률 (2010년 이후 물적 분할 기업)



주 : 물적 분할 공시일 기준 주가 수익률

자료: 유안타증권 리서치센터

특히 물적 분할은 분할 이후의 Action에 대한 follow up도 중요하다. 많은 경우 분할 후 매각, 투자유치, IPO 등의 Action이 있었다. SK 텔레콤의 후속 작업에 대한 관심을 유지해야 하는 이유이다.

[표 11] 물적 분할 이후의 Action

존속법인	분할설립회사	공시일자	분할기일	분할법인 주요 사업	분할 후 Action
두산건설	밸류웍스	2017-04-28	2017-06-30	부동산 임대사업	신설회사 일부 매각
NHN 엔터테인먼트	NHN 페이코	2017-02-09	2017-04-01	간편결제 및 광고	투자 유치
삼성전자	에스프린팅솔루션	2016-09-12	2016-11-01	프린팅솔루션	매각
CJ E&M	스튜디오드래곤	2016-02-04	2016-05-01	드라마제작	IPO
코웨이	코웨이엔텍	2015-12-10	2016-02-29	물환경사업	자회사간 합병
삼성 SDI	SDI 케미칼	2015-11-13	2016-02-01	케미칼 사업	매각
두산인프라코어	두산공작기계	2015-10-08	2015-12-22	공작기계	매각
삼양사	삼양패키징	2014-08-13	2014-11-01	용기/재활용 사업	IPO
SK 가스	SK 어드밴스드	2014-07-23	2014-09-12	PDH 사업	투자 유치
SK	SK 엔카닷컴	2014-03-06	2014-04-01	엔카 온라인 사업	매각
두산인프라코어	두산인프라코어밥캣홀딩스	2014-02-28	2014-04-23	미주와 유럽지역 소형 건설기계 사업	IPO
CJ 제일제당	CJ 헬스케어	2014-02-06	2014-04-01	제약사업	매각
GS	GS 에너지	2011-10-19	2012-01-01	GS 칼텍스 주식을 소유한 중간지주사	중간지주사 설립
롯데제과	롯데나뚜루	2011-07-15	2011-10-01	나뚜루 사업	롯데 GRS에 피임수합병

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 12] 2010년 이후 물적 분할 기업 (1)

존속법인	분할설립회사	공시일자	분할기일	분할법인 주요 사업	분할 후 Action	1W	1M	3M	6M	9M	1Y
아이오케이	포인트아이	'18-04-02	'18-07-01	정보통신							
파수닷컴	스파로우	'18-02-13	'18-05-04	소프트보안		2%	-9%				
이그잭스	이그잭스 NFC	'18-03-07	'18-03-30	NFC 사업		-6%					
명문제약	명문바이오	'18-02-28	'18-05-01	바이오의약품, 원료합성		-7%	7%				
SGA 솔루션즈	SGA 블록체인	'18-02-05	'18-04-02	암호·인증		-7%	-21%				
한화에어로스페이스	한화테크윈	'18-02-02	'18-04-01	시큐리티		-14%	-15%				
신성이엔지	신성에프에이	'18-01-19	'18-05-01	자동화 설비		-13%	-21%				
예스코홀딩스	예스코	'18-01-15	'18-04-01	도시가스 및 가스기기	지주회사 전환	0%	-5%				
오성첨단소재	오성엘에스티	'17-11-24	'18-02-07	디스플레이, 반도체 장비		-21%	34%	18%			
동양	한일합섬	'17-11-17	'18-01-01	아크릴 방역사		1%	-3%	-4%			
화승인더	화승필름	'17-11-02	'18-02-01	OPP, PET, 통기성 필름/ PVM 시트		9%	2%	-10%			
엔브이애이치코리아	엔티엠	'17-09-11	'17-11-01	제어부품		4%	2%	1%	-8%		
참좋은여행	참좋은레저	'17-07-18	'17-09-01	고급자전거 및 자전거용 매각 추진 가능성		-3%	0%	-11%	-11%		
코스모화학	코스모에코테크놀로지	'17-08-04	'17-10-31	이차전지		-9%	10%	12%	143%		
신스타임즈	코원시스템	'17-07-07	'17-09-01	디지털디바이스		-5%	-10%	-25%	-15%	-12%	
세종	창원강재	'17-06-08	'17-08-01	강재		-5%	-11%	-25%	-23%	-34%	
케이엠더블유	기가테라	'17-05-19	'17-07-01	LED 조명제품		3%	-3%	-20%	-9%	29%	
한화테크윈	한화지상방산	'17-04-27	'17-07-01	자주포 및 전투용차량		-4%	-4%	-25%	-32%	-38%	
	한화파워시스템	'17-04-27	'17-07-01	압축기, 발전기, 가스터빈							
	한화정밀기계	'17-04-27	'17-07-01	칩마운터							
SBS 콘텐츠허브	SBS 네오파트너스	'17-06-22	'17-08-01	투자업 및 기타서비스업		-1%	0%	-13%	3%	-3%	
	SBS 아이엠	'17-06-22	'17-08-01	웹에이전시							
인크로스	인프라커뮤니케이션즈	'17-06-17	'17-08-01	서비스업		1%	9%	-3%	-53%	-42%	
룽투코리아	아이스쿨넷	'17-05-30	'17-08-25	온라인 교육	매각	1%	-16%	-25%	-28%	-32%	
이노와이어리스	큐셀네트웍스	'17-03-13	'17-06-02	스몰셀 솔루션		6%	9%	4%	23%	63%	58%
비츠로테크	비츠로이엠	'17-05-15	'17-06-29	중전기기	지주회사 전환, 자회사간 합병	-1%	5%	-2%	1%	17%	
두산건설	밸류웍스	'17-04-28	'17-06-30	부동산 임대사업	일부 매각	-3%	9%	-3%	-10%	-17%	
판타지오	한국영재교육학술원	'17-04-12	'17-07-01	교육	매각 추진	11%	12%	24%	-9%	-3%	
에이프로젠 H&G	이너스텍	'17-04-11	'17-06-30	조명제어		2%	-6%	-23%	-19%	-21%	
세아제강	세아씨엠	'17-04-11	'17-07-01	도금강판과 도장강판		20%	13%	13%	7%	21%	
위메이드	전기아이피	'17-04-07	'17-05-19	미르의전설 사업부문	JV 설립 추진	0%	-1%	9%	7%	70%	
동국제약	동국생명과학	'17-03-21	'17-05-01	조영제, 의료기기, 진단장		5%	15%	6%	-1%	-1%	14%
기가레인	멤스티에스	'17-03-10	'17-05-01	FPD 테스트솔루션		11%	23%	49%	64%	-36%	-36%
	엠에이디	'17-03-10	'17-05-01	GaN RF PA							
이건홀딩스	이건창호	'17-03-07	'17-04-01	창호 및 부속설비	지주회사 전환	-5%	3%	6%	-9%	-4%	5%
NHN 엔터테인먼트	NHN 페이코	'17-02-09	'17-04-01	간편결제 및 광고	투자 유치	-7%	-1%	8%	25%	16%	28%
동성화인텍	화인텍피앤씨	'17-03-03	'17-04-01	판넬		2%	-13%	-23%	-34%	-38%	10%
NAVER	네이버웹툰	'17-03-02	'17-05-01	인터넷서비스		-3%	5%	4%	-5%	-2%	-4%
케이맥	케이맥바이오센터	'17-02-24	'17-05-01	바이오 및 이화학용 분석	매각	-2%	-6%	-3%	-10%	-27%	-37%
토니모리	메가코스	'17-02-14	'17-04-03	화장품 제조		-2%	-12%	-3%	-29%	-10%	-22%
스킨앤팍스킨	씨엠디엘	'17-01-16	'17-03-02	OLED 유기물질 OEM 생		-7%	-5%	-9%	2%	15%	-23%

자료: 유안티증권 리서치센터

[표 13] 2010년 이후 물적 분할 기업 (2)

존속법인	분할설립회사	공시일자	분할기일	분할법인 주요 사업	분할 후 Action	1W	1M	3M	6M	9M	1Y
폭스브레이인	폭스디스플레이	'17-01-11	'17-03-01	디스플레이 검사장비		11%	-15%	-20%	-19%	-59%	-31%
엔케이	NKBWMS	'16-11-29	'17-02-01	밸러스트 수처리장치		-6%	-4%	-11%	-45%	-62%	-55%
슈프리마에이치큐	슈프리마아이디	'16-12-15	'17-04-01	ID 솔루션 사업	IPO 추진	0%	1%	-6%	-5%	-20%	-28%
에이텍	에이텍커머스	'16-12-15	'17-05-01	컴퓨터 및 주변장치, 가전 제품 도소매업		-8%	-15%	-32%	-39%	-29%	-15%
쌍용양회	쌍용에너텍	'16-11-03	'17-01-10	유류유통	매각	7%	1%	-9%	-14%	-8%	16%
이스트소프트	이스트시큐리티	'16-10-20	'17-01-02	보안 소프트웨어 사업		-12%	-18%	-9%	-10%	-21%	-37%
LS 네트웍스	몽벨코리아	'16-10-17	'16-12-01	몽벨 수입 및 유통		-1%	-6%	-8%	-8%	-6%	-11%
알파홀딩스	알파솔루션즈	'16-10-11	'16-12-23	HDMI IP 개발		-7%	-8%	-12%	-19%	-19%	-19%
토필드	토필드인터내셔널	'16-09-27	'16-12-10	셋톱박스 B2C 사업		-9%	-19%	-40%	-22%	-39%	-54%
삼성전자	에스프린팅솔루션	'16-09-12	'16-11-01	프린팅솔루션	매각	6%	5%	22%	37%	57%	69%
대유플러스	대유스티어링휠	'16-09-09	'16-10-01	자동차 스티어링휠 제조		-1%	-2%	-28%	-18%	-9%	-36%
제일파마홀딩스	제일헬스사이언스	'16-09-08	'16-11-01	일반의약품		-4%	0%	-19%	-24%	-25%	-60%
CJ E&M	CJ 디지털뮤직	'16-09-07	'16-12-01	음악플랫폼사업		-3%	12%	-19%	9%	16%	13%
동부건설	동부자산관리	'16-09-02	'16-09-02	종합건설업, 주택분양사업, 부동산업		-1%	7%	7%	-4%	47%	33%
씨그널엔터테인먼트	씨그널정보통신	'16-08-17	'16-11-01	무선통신솔루션		-7%	-6%	-32%	-59%	-62%	-82%
KR 모터스	KR 글로벌네트웍스	'16-08-08	'16-10-01	모터사이클 유통 및 판매		-5%	-5%	-22%	-33%	-36%	-31%
엠젠플러스	케이철도	'16-08-05	'16-09-27	철도사업		-8%	-9%	-55%	-55%	-55%	-50%
비츠로테크	비츠로넥스텍	'16-07-28	'16-08-27	우주항공, 플라즈마		9%	13%	17%	17%	17%	18%
LS 네트웍스	스케쳐스코리아	'16-07-27	'16-09-01	스케쳐스 수입 및 유통	매각	0%	1%	-2%	-8%	-5%	-5%
홈센타홀딩스	홈센타레미콘	'16-07-14	'16-09-01	레미콘 제조	지주회사 전환	3%	20%	29%	16%	0%	-4%
나이스정보통신	나이스페이먼츠	'16-04-15	'16-07-15	PG 사업		0%	3%	2%	8%	-10%	-25%
후성	후성지앤아이	'16-05-13	'16-07-01	자동차용 보조매트, 그린볼		-2%	-4%	21%	22%	11%	22%
풀루스바이오팜	지에스인스텍	'16-05-20	'16-07-15	계측기제조판매, 통신장비	매각	32%	242%	183%	180%	51%	46%
에코프로	에코프로비엠	'16-02-03	'16-05-01	이차전지 핵심소재	IPO	4%	2%	38%	19%	25%	3%
SM C&C	울림엔터테인먼트	'16-03-21	'16-06-08	음악컨텐츠		-1%	-1%	-6%	-24%	-26%	-20%
KTcs	후후안컴퍼니	'16-03-09	'16-05-01	스팸차단 App		1%	4%	-10%	-16%	-21%	-14%
현진소재	현진크랑크	'16-02-17	'16-03-30	기계 가공/조립/열처리		9%	22%	-10%	-5%	-7%	17%
일동홀딩스	일동바이오사이언스	'16-03-09	'16-08-01	바이오 및 건강기능식품	지주회사 전환	1%	8%	15%	21%	0%	-25%
	일동히알테크	'16-03-09	'16-08-01	히알루론산 및 필러							
CJ E&M	스튜디오드래곤	'16-02-04	'16-05-01	드라마제작	IPO	-15%	-20%	-23%	-29%	-24%	-5%
두산건설	렉스콘	'16-03-02	'16-04-26	레미콘 생산 판매업	매각	7%	-1%	13%	5%	-11%	-14%
사람인에이치알	사람인에이치에스	'16-02-26	'16-05-01	아웃소싱 및 헤드헌팅		-5%	7%	1%	2%	19%	9%
리더스코스메틱	산성피앤씨	'16-02-02	'16-04-01	골판지 제조		-6%	-16%	0%	-3%	-29%	-35%
LS 네트웍스	바이클로	'16-02-05	'16-05-01	수입자전거 유통 및 판매		-4%	-2%	5%	2%	-3%	-6%
코데즈컴바인	씨앤씨로우	'16-01-20	'16-01-26	의류제조 판매업	화생절차	59%	31%	290%	-71%	-83%	-82%
동양	티와이강원	'16-01-11	'16-01-09	시멘트	화생절차	6%	24%	44%	39%	29%	20%
코웨이	코웨이엔텍	'15-12-10	'16-02-29	물환경사업	자회사간 합병	5%	8%	14%	33%	2%	6%
삼성 SDI	SDI 케미칼	'15-11-13	'16-02-01	케미칼 사업	매각	13%	17%	-16%	1%	7%	-16%
이엠코리아	이엠솔루션	'15-11-12	'16-01-01	환경 및 에너지 관련 사업		-2%	9%	-7%	6%	-2%	-1%
두산인프라코어	두산공작기계	'15-10-08	'15-12-22	공작기계	매각	1%	-8%	-36%	-9%	8%	13%
다우기술	키다리이엔티	'15-11-06	'16-01-01	콘텐츠 사업		-6%	-4%	-10%	-1%	12%	-18%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 14] 2010년 이후 물적 분할 기업 (3)

존속법인	분할설립회사	공시일자	분할기일	분할법인 주요 사업	분할 후 Action	1W	1M	3M	6M	9M	1Y
유비케어	유기라이프	'15-11-04	'15-12-18	친환경 농산물 유통	매각	-4%	-5%	-7%	-4%	-1%	-21%
SCI 평가정보	서울신용평가	'15-10-01	'16-01-01	신용평가사업	투자 유치	34%	20%	23%	10%	-7%	3%
엔에스엔	이에스텍	'15-08-31	'15-11-14	공장자동화 설비 및 시험		-7%	-14%	-10%	6%	272%	166%
미래나노텍	미래나노텍 글로벌	'15-08-24	'15-10-01	교통표지판용 반사필름		3%	14%	15%	3%	-3%	18%
대유에이텍	대유합금	'15-07-06	'15-07-31	알루미늄휠		0%	16%	35%	11%	20%	31%
두산건설	울산레미콘	'15-06-15	'15-08-04	레미콘 생산 판매업	매각	5%	17%	-7%	-30%	-41%	-35%
오리엔탈정공	오리엔탈마린텍	'15-05-14	'15-07-01	선박용 상부구조물 제작		-7%	-2%	23%	20%	10%	16%
다산네트웍스	다산네트웍솔루션즈	'15-02-12	'15-04-01	네트워크 통신장비 R&D	인수합병	-8%	-4%	-10%	-14%	-24%	-22%
동아쏘시오홀딩스	디엠비	'15-02-27	'15-04-01	바이오시밀러	JV 설립	12%	43%	46%	33%	37%	100%
쎄트렉아이	에스아이디텍션	'15-02-24	'15-04-01	원자력 안전분야		6%	4%	24%	5%	-1%	71%
액토즈소프트	액토즈게임즈	'15-01-15	'15-03-01	모바일게임과 온라인게임		-1%	-16%	-13%	-16%	7%	-26%
데코앤이	데코앤크퍼니	'14-11-14	'15-01-01	패션 부문		4%	-1%	-19%	62%	40%	138%
휘닉스소재	휘닉스테크	'14-11-14	'15-02-01	반도체부품 및 자동차부품		7%	-2%	7%	2%	-35%	-4%
무학	무학스틸	'14-11-13	'15-01-01	스틸사업		-1%	13%	17%	21%	65%	34%
피앤텔	피앤텔몰드	'14-11-03	'14-12-16	금형		0%	0%	0%	0%	0%	-14%
에이치엘비	에이치엘비일렉	'14-10-16	'15-01-01	전기계장		23%	13%	19%	165%	372%	235%
에이텍	에이텍정보통신	'14-10-08	'15-01-01	시스템사업		1%	10%	32%	21%	43%	5%
DB	동부전자재료	'14-09-26	'15-01-01	접착제 및 자성분말코어	청산	-13%	-9%	-6%	25%	117%	144%
티엘아이	센소니아	'14-08-29	'14-11-01	센서의 설계, 제조, 판매		-5%	-6%	-5%	12%	-12%	4%
삼양사	삼양파키징	'14-08-13	'14-11-01	용기/재활용 사업	IPO	13%	4%	-7%	-7%	79%	38%
대유플러스	대유글로벌	'14-07-16	'14-10-01	알루미늄휠 제조	지분 일부 처분	-2%	-15%	-30%	-31%	-20%	-37%
SK 가스	SK 어드밴스드	'14-07-23	'14-09-12	PDH 사업	투자 유치	-2%	3%	20%	-20%	-21%	-21%
태영건설	블루원리조트	'14-02-21	'14-09-01	골프장, 콘도 및 워터파크		-1%	-1%	11%	2%	-25%	-15%
SPC 삼립	삼립지에프에스	'14-05-16	'14-07-01	식품유통		9%	7%	30%	69%	122%	255%
동부제철	동부인천스틸	'14-03-12	'14-05-01	철강 및 비철금속	매각 진행 중	10%	10%	-7%	-30%	-54%	101%
SK	SK 엔카닷컴	'14-03-06	'14-04-01	엔카 온라인 사업	매각	7%	-1%	18%	46%	48%	43%
두산인프라코어	두산인프라코어밥캣홀딩스	'14-02-28	'14-04-23	미주와 유럽지역 소형 건설기계 사업	IPO	4%	2%	-9%	-13%	-18%	-4%
CJ 제일제당	CJ 헬스케어	'14-02-06	'14-04-01	제약사업	매각	6%	10%	21%	34%	50%	46%
쎄트렉아이	에스아이아이에스	'14-02-21	'14-04-01	위성영상, 항공영상		-3%	21%	8%	42%	14%	26%
영보화학	영보하우징	'14-02-03	'14-04-01	건축소재사업	재흡수합병	-6%	10%	29%	40%	13%	7%
바른손	팬시앤파트	'13-12-23	'14-03-13	문구 및 완구 제조 판매업		-2%	-1%	6%	4%	23%	20%
NHN 엔터테인먼트	NHN 스튜디오629	'13-12-16	'14-02-01	모바일게임		2%	-9%	5%	-21%	-14%	1%
	NHN 블랙픽	'13-12-16	'14-02-01	온라인게임 및 모바일게임							
	NHN 픽셀큐브	'13-12-16	'14-02-01	모바일게임							
자연과환경	에코스틸	'13-12-31	'14-03-31	철강		3%	6%	-42%	-64%	238%	272%
피앤이슬루션	피앤이이노텍	'13-11-04	'14-01-01	발전소 및 산업용 전원공급장치 제조, 판매		-9%	-10%	-14%	-12%	-13%	-43%
에스에너지	에스이파워	'13-11-20	'14-01-01	특수모듈제조 및 판매		1%	-3%	0%	-14%	-17%	-33%
YG PLUS	휘닉스미디어	'13-11-20	'14-01-01	광고기획 및 매체대행		3%	1%	-2%	-5%	33%	116%
동방선기	동방조선	'13-11-14	'14-01-01	선박수리업		-3%	-9%	28%	4%	18%	-2%
화성산업	드림커머스	'13-08-14	'13-11-01	상품 판매형 데이터방송채	매각	-3%	8%	-6%	30%	89%	146%
일진파워	일진플랜트	'13-10-02	'14-01-01	화공기기 제작 및 플랜트		-1%	-4%	-4%	16%	18%	11%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 15] 2010년 이후 물적 분할 기업 (4)

존속법인	분할설립회사	공시일자	분할기일	분할법인 주요 사업	분할 후 Action	1W	1M	3M	6M	9M	1Y
동부제철	동부당진항만운영	'13-09-16	'13-11-25	항만관리사업, 하역사업 항만용역업		-2%	-24%	-16%	1%	-11%	-27%
테라젠이텍스	테라젠테크	'13-08-02	'13-09-30	LCD 제조장비 및 시스템	지분 일부 처분	4%	-8%	-14%	-22%	-12%	-17%
미코	코미코	'13-05-27	'13-08-09	반도체 부품 정밀세정	IPO	0%	-30%	-35%	-29%	-40%	-38%
차바이오텍	씨에이치오	'13-05-15	'13-08-01	해외 병원 사업		-10%	-17%	-14%	-24%	1%	31%
매일홀딩스	엠즈씨드	'13-04-15	'13-06-01	풀바셋 외식사업부	자회사간 합병	2%	15%	-1%	-5%	2%	0%
아이에스이커머스	지니컴	'13-03-14	'13-04-01	구두, 핸드백, 가방 사업		3%	-4%	11%	21%	-4%	-8%
LS 네트웍스	베스트토요타	'13-02-06	'13-05-01	토요타자동차 딜러	지분 일부 처분	3%	2%	16%	17%	15%	5%
SK 가스	지허브	'13-02-28	'13-04-01	윤활유 탱크터미널		2%	10%	10%	-7%	-3%	0%
동양	동양매직	'13-02-27	'13-04-30	가전사업	매각	-2%	-13%	-6%	-28%	-72%	-80%
삼표시멘트	골든자원개발	'13-02-26	'13-04-01	해외자원개발		1%	-24%	-18%	3%	-54%	-54%
제이웨이	콜마너	'13-02-06	'13-04-26	모바일사업(대리운전)		-4%	-16%	20%	-1%	2%	4%
티웨이홀딩스	아인스	'12-12-21	'13-02-25	테마파크		-2%	-13%	-14%	-5%	23%	28%
CJ	케이엑스홀딩스	'13-01-07	'13-03-25	물류부문 투자 및 관리	중간 지주사 설립	5%	6%	13%	-7%	-9%	-10%
동원시스템즈	동원건설	'12-09-24	'13-01-01	건설사업		-1%	-7%	-2%	764%	653%	547%
	동원통신	'12-09-24	'13-01-01	통신사업							
바른테크놀로지	케이디씨정보통신	'12-09-20	'12-11-17	NI/SI 사업	재흡수합병	-44%	-48%	-54%	265%	254%	289%
KT	케이티샛	'12-09-20	'12-12-01	중계기 임대, 위성서비스업		-1%	-2%	8%	4%	7%	2%
씨앤플러스	코씨엔	'12-09-07	'12-10-24	개성공단 내 전기회로제조	매각	-2%	9%	-3%	-9%	19%	-6%
KMH 하이텍	비아이신소재	'12-05-29	'12-07-10	LED 사파이어 잉곳	재흡수합병	-3%	-14%	-16%	-22%	14%	25%
일진머티리얼즈	일진엘아이디	'12-06-15	'12-09-01	LED 사업		8%	9%	14%	-13%	-9%	-5%
NICE	NICE 인프라	'12-06-08	'12-08-01	부동산 관련 사업		1%	-1%	-3%	21%	46%	-80%
제이티	세인	'12-04-18	'12-06-01	ITS	매각	6%	19%	25%	20%	-1%	-25%
이크레더블	이크레더블네트웍스	'12-04-16	'12-06-01	전자상거래(B2B 서비스)		0%	-5%	-12%	-11%	-3%	-13%
삼성전자	삼성디스플레이	'12-02-20	'12-04-01	LCD 사업		0%	6%	-1%	10%	11%	27%
지트리비앤티	디이더블유	'12-03-13	'12-04-01	전기 부품 개발, 제조		7%	-25%	-56%	-52%	-64%	-54%
휘닉스소재	에너지머티리얼즈	'11-12-16	'12-03-01	이차전지 활물질		-15%	-13%	-10%	-21%	-19%	-30%
폭스브레인	솔브레인엠시스	'11-12-12	'12-02-01	반도체 검사장치	매각	-5%	1%	23%	-19%	-22%	-32%
다날	다날엔터테인먼트	'11-11-14	'12-01-01	콘텐츠 사업		-4%	-4%	12%	-1%	-7%	83%
APS 홀딩스	에이피우주항공	'11-12-05	'12-02-20	위성시스템		-5%	-12%	-7%	-14%	-31%	-54%
GS	GS 에너지	'11-10-19	'12-01-01	GS 칼텍스 주식을 소유한 중간지주사		-3%	-8%	-18%	5%	-19%	4%
CJ E&M	CJ 게임홀딩스	'11-08-26	'11-11-13	게임개발 중간지주사 투자유치 및 매각		19%	4%	-28%	-27%	-31%	-36%
금호산업	금호고속	'11-09-06	'11-11-30	고속버스 등 운송사업	매각	-3%	-26%	6%	2%	-11%	-58%
청호컴넷	청호이지캐쉬	'11-09-02	'11-10-17	금융 VAN 사업		-5%	-17%	-25%	-13%	-29%	-6%
SK 텔레콤	SK 플래닛	'11-07-20	'11-10-01	플랫폼 사업		5%	5%	14%	-5%	-2%	-8%
롯데제과	롯데나뚜루	'11-07-15	'11-10-01	나뚜루 사업	GRS에 매각	1%	0%	-3%	-5%	-2%	-14%
아프리카 TV	제타미디어	'11-05-13	'11-07-01	웹스토리지, 개인 클라우드	매각	-5%	48%	-13%	-3%	120%	52%
엔케이몰산	강북제일학원	'11-03-15	'11-05-03	학원 사업		-6%	-8%	-16%	-19%	-21%	11%
STX	STX 마린서비스	'11-03-08	'11-04-01	선박관리, 부품/서비스		-16%	-9%	-23%	-48%	-57%	-53%
바텍	레이언스	'11-03-04	'11-04-30	의료기기 제조, 판매	IPO	1%	-6%	-19%	-31%	-43%	-40%
신성델타테크	신성오토닉스	'11-03-02	'11-04-01	자동차 부품 제조		3%	-4%	-47%	-63%	-69%	-54%
APS 홀딩스	AP 위성통신	'10-11-08	'11-01-31	위성단말기 제조	자회사간 합병	-11%	-19%	28%	47%	64%	54%

자료: 유안티증권 리서치센터

[표 16] 2010년 이후 물적 분할 기업 (5)

존속법인	분할설립회사	공시일자	분할기일	분할법인 주요 사업	분할 후 Action	1W	1M	3M	6M	9M	1Y
오픈베이스	오픈베이스 서비스	'10-09-17	'10-12-31	SI 자문 및 구축 서비스		-1%	-9%	-1%	-8%	-11%	-18%
대유에이텍	대유에스아이	'10-11-09	'10-12-28	태양광모듈		-12%	-10%	30%	91%	104%	102%
엠젤플러스	그린래일	'10-10-13	'10-12-28	철도 궤도 부설 공사 등		-11%	4%	40%	4%	-58%	-58%
SK 이노베이션	SK 에너지	'10-10-01	'11-01-01	석유사업		6%	5%	35%	47%	36%	-1%
	SK 종합화학	'10-10-01	'11-01-01	화학사업							
동부제철	동부특수강	'10-10-13	'11-01-01	냉간압조용 강선 및 냉간인발봉강	매각	-2%	-8%	-7%	-6%	-14%	-46%
동부건설	동부익스프레스	'10-10-08	'11-01-01	물류, 택배 및 여객사업	매각	15%	3%	3%	-14%	-9%	-43%
미래아이엔지	유니모데크놀로지	'10-05-17	'10-07-01	전자제품	매각	-37%	-31%	-43%	-41%	-47%	-46%
신원	신원지엘에스	'10-05-19	'10-06-29	부동산 임대 및 창고업		-7%	7%	-1%	-4%	-5%	-13%
DB	동부케미칼	'10-05-11	'10-08-01	농약 원재	동부한농에 흡수	3%	-5%	69%	97%	34%	19%
DB 하이텍	동부한농	'10-03-05	'10-06-01	농업용 화학제품	매각	-3%	17%	78%	42%	72%	150%
루멘스	엘아이씨티	'10-02-10	'10-04-29	통신사업		4%	1%	53%	9%	-2%	7%
바른손이앤에이	티엔터테인먼트	'10-04-02	'10-06-17	엔터테인먼트		-2%	-1%	33%	15%	11%	-2%
프로텍	에스피텍	'10-02-05	'10-03-20	전자부품 제조업		2%	15%	27%	31%	43%	41%
계룡건설	가오쇼핑	'10-02-11	'10-04-01	토마토 쇼핑센터		0%	2%	-33%	-27%	-15%	-14%
LS 산전	LS 매탈	'10-02-18	'10-04-01	금속파이프 사업		3%	1%	-12%	13%	2%	-9%

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	170,918	175,200	175,552	175,930	176,209	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	170,918	175,200	175,552	175,930	176,209	
판관비	155,561	159,834	160,319	160,168	159,828	
영업이익	15,357	15,366	15,234	15,763	16,381	
EBITDA	46,043	47,841	47,909	48,638	49,456	
영업외순익	5,604	18,666	33,612	33,703	33,682	
외환관련순익	-15	-69	-138	-138	-138	
이자순익	-2,361	-2,231	-2,343	-2,253	-2,163	
관계기업관련순익	5,445	22,457	28,162	28,162	28,162	
기타	2,535	-1,492	7,932	7,932	7,821	
법인세비용차감전순이익	20,961	34,032	48,846	49,465	50,062	
법인세비용	4,360	7,457	10,983	11,168	11,305	
계속사업순이익	16,601	26,576	37,863	38,297	38,757	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	16,601	26,576	37,863	38,297	38,757	
지배지분순이익	16,760	25,998	37,314	37,739	38,796	
포괄순이익	14,128	26,566	37,863	38,297	38,757	
지배지분포괄이익	14,330	25,972	37,901	38,336	38,796	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
유동자산	59,966	62,018	65,519	70,381	76,581	
현금및현금성자산	15,052	14,577	18,108	22,667	28,865	
매출채권 및 기타채권	33,691	33,947	33,952	34,237	34,242	
재고자산	2,598	2,724	2,612	2,629	2,627	
비유동자산	253,010	272,269	298,756	325,043	351,130	
유형자산	103,742	101,449	99,774	97,898	95,823	
관계기업등 지분관련자산	74,043	95,384	123,547	151,709	179,872	
기타투자자산	11,097	11,923	11,923	11,923	11,923	
자산총계	312,977	334,287	364,275	395,424	427,712	
유동부채	64,441	71,091	70,178	69,740	69,331	
매입채무 및 기타채무	42,601	45,082	44,569	44,531	44,522	
단기차입금	26	1,300	1,200	1,100	1,000	
유동성장기부채	11,902	18,337	18,037	17,737	17,437	
비유동부채	87,371	82,904	83,604	84,304	85,004	
장기차입금	1,397	2,115	1,815	1,515	1,215	
사채	63,389	55,966	56,966	57,966	58,966	
부채총계	151,812	153,995	153,782	154,044	154,334	
자본총계	161,164	180,292	210,494	241,381	273,377	
지배지분	159,714	178,421	208,674	239,353	271,088	
자본금	446	446	446	446	446	
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159	
이익잉여금	159,532	178,359	208,612	239,291	271,026	
비지배지분	1,450	1,871	1,820	2,028	2,290	
자본총계	161,164	180,292	210,494	241,381	273,377	
순차입금	55,314	55,010	51,780	47,521	41,623	
총차입금	76,717	77,828	78,128	78,428	78,728	

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	42,432	38,558	16,471	16,595	17,460	
당기순이익	16,601	26,576	37,863	38,297	38,757	
감가상각비	30,686	32,475	32,675	32,875	33,075	
외환손익	-11	13	138	138	138	
종속,관계기업관련손익	0	0	-28,162	-28,162	-28,162	
자산부채의 증감	138	-2,615	-1,871	-1,868	-1,567	
기타현금흐름	-4,982	-17,891	-24,173	-24,686	-24,781	
투자활동 현금흐름	-24,622	-30,706	-29,718	-29,600	-29,573	
투자자산	-637	-1,586	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-24,905	-27,159	-31,000	-31,000	-31,000	
유형자산 감소	225	294	0	0	0	
기타현금흐름	694	-2,255	1,282	1,400	1,427	
재무활동 현금흐름	-10,448	-8,266	-9,911	-9,774	-9,771	
단기차입금	-2,574	1,274	-100	-100	-100	
사채 및 장기차입금	223	2,179	400	400	400	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	
기타현금흐름	-1,037	-4,658	-3,150	-3,013	-3,010	
연결범위변동 등 기타	2	-61	26,689	27,338	28,082	
현금의 증감	7,363	-475	3,530	4,559	6,198	
기초 현금	7,689	15,052	14,577	18,108	22,667	
기말 현금	15,052	14,577	18,108	22,667	28,865	
NOPLAT	15,357	15,366	15,234	15,763	16,381	
FCF	18,081	14,701	11,613	12,211	13,189	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

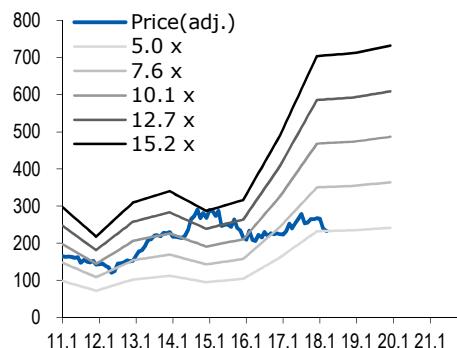
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
EPS	20,756	32,198	46,211	46,739	48,047	
BPS	226,194	252,689	295,534	338,982	383,927	
EBITDAPS	57,022	59,250	59,333	60,236	61,249	
SPS	211,675	216,978	217,414	217,882	218,227	
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	
PER	10.5	7.8	5.1	5.0	4.9	
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6	
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.1	4.9	4.7	
PSR	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액 증가율 (%)	-0.3	2.5	0.2	0.2	0.2	
영업이익 증가율 (%)	-10.1	0.1	-0.9	3.5	3.9	
지배순이익 증가율 (%)	10.4	55.1	43.5	1.1	2.8	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	9.0	8.8	8.7	9.0	9.3	
지배순이익률 (%)	9.8	14.8	21.3	21.5	22.0	
EBITDA 마진 (%)	26.9	27.3	27.3	27.6	28.1	
ROIC	8.5	8.2	8.2	8.6	9.0	
ROA	5.6	8.0	10.7	9.9	9.4	
ROE	10.7	15.4	19.3	16.8	15.2	
부채비율 (%)	94.2	85.4	73.1	63.8	56.5	
순차입금/자기자본 (%)	34.6	30.8	24.8	19.9	15.4	
영업이익/금융비용 (배)	5.3	5.1	5.0	5.2	5.6	

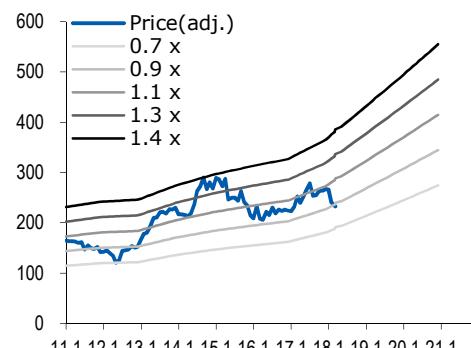
P/E band chart

(천원)

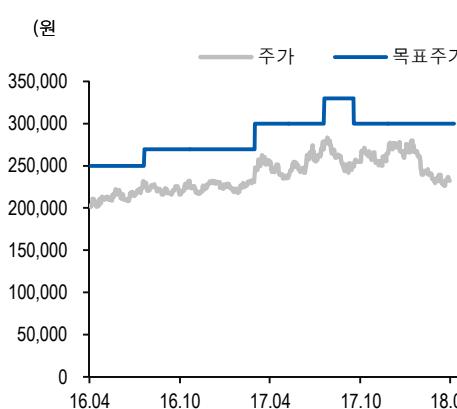


P/B band chart

(천원)



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-04-10	BUY	300,000	1년			
2017-09-25	BUY	300,000	1년			
2017-07-27	BUY	330,000	1년	-21.11	-14.09	
2017-03-09	BUY	300,000	1년	-15.94	-7.17	
2016-07-28	BUY	270,000	1년	-16.83	-10.74	
2016-02-15	BUY	250,000	1년	-14.23	-6.60	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.5
Buy(매수)	85.7
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.