

SK텔레콤 (017670)

솔직히 물적 분할이 더 좋은 것 아닌가요?

매수/TP 32만원으로 유지, 모든 변수 감안해도 여기서 매수해야
SKT에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 1) 물적분할 효과를 평가절하하는 시각이 적지 않지만 요금 규제 회피/M&A를 통한 성장 가치 부각 측면에서 큰 손해가 예상되고, 2) 경영진 입장에서도 물적분할을 통해 최근 정부 지주사 지분요건 강화 방침에 적절히 대응할 수 있는 장점이 존재하며, 3) IFRS 15 도입 논란이 크지만 회계 변경 효과를 제거하고 보면 안정적인 이익 성장 기조가 유지되는 상황이고, 4) 사실상 규제 리스크가 제거되었으며, 5) 주파수 경매를 기점으로 5G 실체가 점점 드러날 것으로 예상되는 가운데 5G 성공 기대감 확산이 예상되고, 6) CATV M&A 가능성이 높아지고 있어 통신사 위주로의 알뜰폰 시장 재편, 제 4 이동통신 사업자 진입 가능성 원천 제거 효과가 기대되기 때문이다. 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 12개월 목표 주가는 기존의 32만원을 유지한다.

SK(주)와의 합병 전제라면 인적분할은 호재로 보기 어려워

수년 전부터 주식 시장에서 SK그룹 지배구조 개편 시나리오 중 가장 많이 거론된 SK그룹의 지배 구조 개편 방식은 SKT를 중간지주회사와 네트워크 사업 회사로 분리한 후 중간지주사를 지주사인 SK와 합병하는 방식이다. 그런데 이러한 방식은 단기적으로는 기업분할에 따른 중간지주사/네트워크 사업 회사 합산 시가총액 증가로 SKT 소액 주주에게 긍정적인 지 몰라도 장기적으로는 SKT 소액 주주에게 그리 유리하다고 판단하기 어렵다. 장기적으로 SK와 중간지주사 합병 시 중간지주사에 불리하게 합병 비율이 결정되면서 SKT 주주에게 결국 피해를 줄 가능성이 있기 때문이다. 하나금융투자에서 지속적으로 언급한 것처럼 SKT 경영진이 향후 SK(주)와 중간지주사와의 합병이 결코 없을 것이라 보장하지 않는 한 인적분할은 호재로 단정할 수 없다는 판단이다.

SKT 물적분할의 최대 장점은 사실상 규제 리스크 감소로 봐야

사실상 SKT 물적분할의 최대 장점은 규제 리스크 회피라고 볼 수 있다. 기존 SKT에서 통신사업부문을 떼내어 물적분할하고 신사업을 중간지주사에서 추진할 경우 정부 요금 규제 간섭에서 벗어나기가 수월해지기 때문이다. 통신부문이 비상장사로 전환될 뿐 아니라 중간지주회사가 신사업을 영위함에 따라 통신부문의 정확한 이익 노출을 피하기가 쉬워진다는 얘기다. 통신-미디어-플랫폼간 수익 분배는 외부에서 적정성을 따지는데 한계가 존재할 수 밖에 없고 통신부문이 비상장사로 전환 시 공시 및 회계 감사 측면에서 여유로울 수 있다는 점을 생각해 볼 필요가 있다. 네트워크 사업 부문의 이익 성장 폭이 둔화될 수는 있겠지만 연결로 보면 현재보다 이익 증가를 꾀하기 쉬운 구조이어서 소액주주에겐 큰 호재가 될 수 있을 것이라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 320,000원 | CP(4월 12일): 229,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,442.71
52주 최고/최저(원)	283,500/226,500
시가총액(십억원)	18,490.8
시가총액비중(%)	1.54
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	175.9
60일 평균 거래대금(십억원)	43.0
18년 배당금(예상, 원)	11,000
18년 배당수익률(예상, %)	4.80
외국인지분율(%)	40.30
주요주주 지분율(%)	
SK 외 3인	25.22
국민연금	9.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) (14.6) (5.8)
상대	(1.3) (13.4) (17.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	17,588.5	17,816.1
영업이익(십억원)	1,565.9	1,650.0
순이익(십억원)	2,910.2	2,880.4
EPS(원)	35,546	35,248
BPS(원)	284,095	313,560

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	17,091.8	17,520.0	17,106.0	17,651.3	18,879.6
영업이익	십억원	1,535.7	1,536.6	1,510.8	1,778.2	2,553.1
세전이익	십억원	2,096.1	3,403.2	3,853.0	4,031.1	4,756.2
순이익	십억원	1,676.0	2,599.8	2,946.7	3,083.1	3,639.8
EPS	원	20,756	32,198	36,493	38,183	45,077
증감률	%	10.4	55.1	13.3	4.6	18.1
PER	배	10.79	8.29	6.28	6.00	5.08
PBR	배	0.99	1.07	0.83	0.75	0.67
EV/EBITDA	배	5.18	5.70	4.99	4.35	3.36
ROE	%	10.74	15.38	15.54	14.52	15.28
BPS	원	225,796	248,964	276,712	305,276	340,734
DPS	원	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000

(2017년 이전은 IFRS 10 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김홍식

02-3771-7505
pro11@hanafn.com

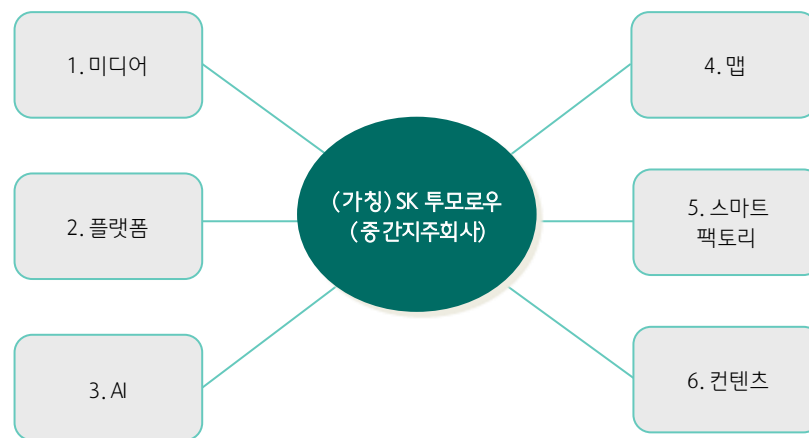
RA 성도훈

02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

SKT와 SK하이닉스 배당 성향 급증
전망, 중간지주사 전환에 따른 M&A
성장 토대 마련할 듯

만약 SKT가 물적분할을 통해 지배구조를 개편한다면 네트워크 사업 회사(현 SKT)와 SK하이닉스의 배당 성향은 급증할 가능성이 높다. 통신과 반도체에서 벌어들인 돈 중 설비투자비용을 제외하고 모두 배당으로 돌려줘도 되며 어쩌면 그렇게 하는 것이 더 합리적이기 때문이다. 향후 SKT와 SK하이닉스가 M&A를 추진할 이유가 없고 그 역할을 중간지주사가 모두 담당할 것이란 가정을 하면 그렇다. 현 상황에선 SKT 배당성향은 100%, SK하이닉스 배당 성향은 30%까지도 올라갈 가능성이 높다는 판단이다. 그렇다면 중간지주사에서 견어들이는 배당금은 총 2조원(SKT 12,000억원, SK하이닉스 8,000억원)에 달할 전망이다. 배당성향 40%를 가정 시 중간지주사 전환 이후 예상 주당 배당금은 11,000원이 예상된다. 지난해 10,000원보다 상승할 가능성이 높다는 판단이며 연간 1조~1.5조원 수준의 이익 유보를 통해 중간 지주사의 활발한 M&A 시도도 예상된다. M&A 대상군은 미디어, AI, 스마트팩토리, 콘텐츠 업체가 가장 유력해 보인다.

그림 1. (가칭) SK 투모로우 (중간지주회사)가 M&A에 나설 것으로 예상되는 분야

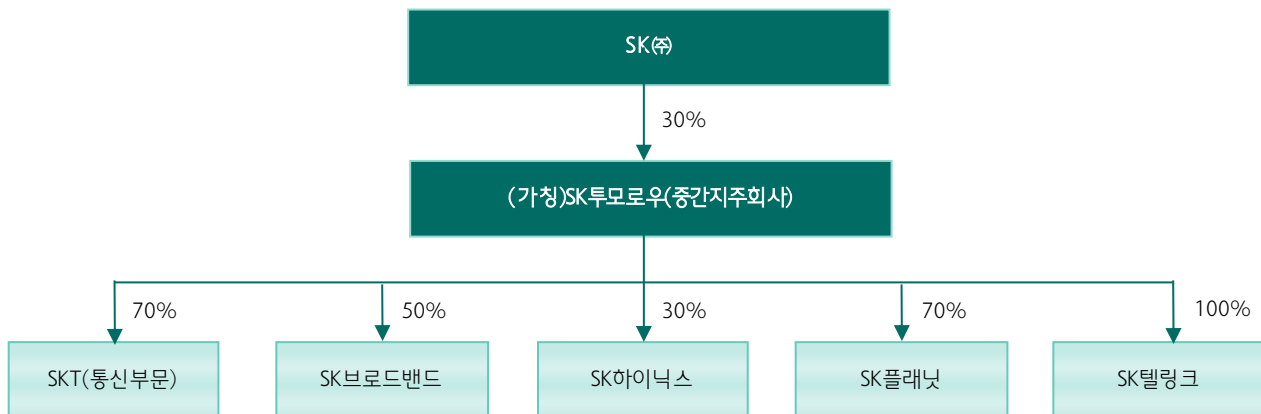


자료: 하나금융투자

SK하이닉스 지분 늘리기 방편으로도
물적분할이 훨씬 유리

최근 지주회사의 자회사 지분요건 강화 가능성에 대한 SK그룹 경영진 및 투자가들의 우려가 적지 않다. 아직까진 가능성이 높진 않지만 정부 및 국회가 공정거래법 개정을 통해 지주사의 자회사 주식 보유기준을 상장사는 20%에서 30%, 비상장사는 40%에서 50%로 강화하고 지주회사의 부채비율의 상한을 자본총액의 2배에서 자본총액 한도로 강화하는 방안을 추진 중이기 때문이다. 만약 SK그룹이 최악의 경우를 대비하여 공정거래법 개정을 가정한 작업에 돌입한다면 물적분할을 추진할 가능성이 높다. 중간지주사가 SK(주)에 자사주 일부를 매각하고 네트워크 사업 회사(물적분할 후 신설되는 통신부문 자회사) 100% 지분 중 일부/SK플래닛 지분 98% 중 일부를 매각하면 총 6~7조원에 달하는 자금을 마련할 수 있기 때문이다. 가장 문제 시 되는 SK하이닉스 지분을 30%까지 올리고 SK(주)의 중간지주사 지분 30%를 확보하는 데 큰 문제가 없을 것으로 보여 긍정적인 대안이 될 수 있을 것이란 판단이다.

그림 2. SK텔레콤 물적분할 시나리오(공정거래법 개정 통과 가정 기준)



자료: 하나금융투자

냉정히 규제 측면에서 보면 통신부문 기업 가치 줄어드는 것이 아니라 오히려 커질 수 있다고 판단해야

일부 투자자들 사이에서는 물적분할 시 SK하이닉스/SK플래닛 뿐만 아니라 새롭게 신설되는 네트워크 사업 회사(통신 자회사, 현 SKT)까지 할인 거래되는 것이 아닌가 하는 우려가 존재한다. 하지만 현실적으로 네트워크 사업 회사 가치는 증가할 가능성이 높다. 배당 과세 흐름의 관점에서 보면 할인 가능성을 배제할 수 없지만 그 부분보다 규제 우려 해소에 따른 Multiple 확장 가능성이 훨씬 더 크기 때문이다. 사실상 통신산업이 네트워크 진화와 규제 상황을 고려하여 Multiple 형성이 이루어진다고 보면 물적분할 후 네트워크사업부문의 가치는 크게 증가할 가능성이 높다는 판단이다.

SKT 중간지주사로 전환 시 소액주주 입장에서선 수혜, 큰 호재로 판단

SKT가 물적분할 시 소액주주입장에선 큰 수혜가 예상된다. 1) 정부 요금 규제에서 회피하기 좋은 구조이고, 2) 중간지주사로 전환 시 네트워크 사업 회사(현 SKT) 및 SK하이닉스 배당 성향 증대가 유력해 소액주주입장에선 배당금 증가 또는 M&A를 통한 성장성 부각을 기대할 수 있을 전망이다. 3) 연결 기준 영업이익의 증가/네트워크 사업 회사 기업 가치 증대가 예상되기 때문이다.

그림 3. SKT 물적분할이 소액주주에게 호재인 이유

- 1 정부 인위적 요금 규제 회피 용이
- 2 배당금 증가 또는 M&A를 통한 성장 용이
- 3 연결 기준 영업이익 증대 용이
- 4 네트워크 사업 회사 가치 증대 전망

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	17,091.8	17,520.0	17,106.0	17,651.3	18,879.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	17,106.0	17,651.3	18,879.6
판매비	15,556.1	15,983.4	15,595.3	15,873.1	16,326.5
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,510.8	1,778.2	2,553.1
금융손익	248.2	(67.1)	(162.9)	(145.7)	(128.3)
중속/관계기업손익	544.5	2,245.7	2,702.5	2,596.0	2,516.0
기타영업외손익	(232.3)	(312.1)	(197.4)	(197.4)	(184.6)
세전이익	2,096.1	3,403.2	3,853.0	4,031.1	4,756.2
법인세	436.0	745.7	885.6	926.1	1,093.1
계속사업이익	1,660.1	2,657.6	2,967.4	3,105.0	3,663.1
중단사업이익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	2,967.4	3,105.0	3,663.1
비지배주주지분 손익	(15.9)	57.8	20.7	21.9	23.3
지배주주순이익	1,676.0	2,599.8	2,946.7	3,083.1	3,639.8
지배주주지분포괄이익	1,433.0	2,597.2	2,600.8	2,721.4	3,210.5
NOPAT	1,216.3	1,200.0	1,163.5	1,369.7	1,966.3
EBITDA	4,604.3	4,784.1	4,839.0	5,106.4	5,881.3
성장성(%)					
매출액증가율	(0.3)	2.5	(2.4)	3.2	7.0
NOPAT증가율	(4.4)	(1.3)	(3.0)	17.7	43.6
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	1.1	5.5	15.2
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(1.7)	17.7	43.6
(지배주주)순이익증가율	10.4	55.1	13.3	4.6	18.1
EPS증가율	10.4	55.1	13.3	4.6	18.1
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	28.3	28.9	31.2
영업이익률	9.0	8.8	8.8	10.1	13.5
계속사업이익률	9.7	15.2	17.3	17.6	19.4

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	36,493	38,183	45,077
BPS	225,796	248,964	276,712	305,276	340,734
CFPS	58,203	58,881	90,953	94,545	101,710
EBITDAPS	57,022	59,250	59,928	63,240	72,837
SPS	211,675	216,978	211,851	218,604	233,816
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
주가지표(배)					
PER	10.8	8.3	6.3	6.0	5.1
PBR	1.0	1.1	0.8	0.8	0.7
PCFR	3.8	4.5	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.0	4.4	3.4
PSR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	10.7	15.4	15.5	14.5	15.3
ROA	5.6	8.0	8.8	8.8	9.6
ROIC	7.9	7.6	7.3	8.2	11.5
부채비율	94.2	85.4	66.8	60.9	55.1
순부채비율	34.9	30.7	26.8	15.5	3.9
이자보상배율(배)	5.3	5.1	7.4	5.6	15.2

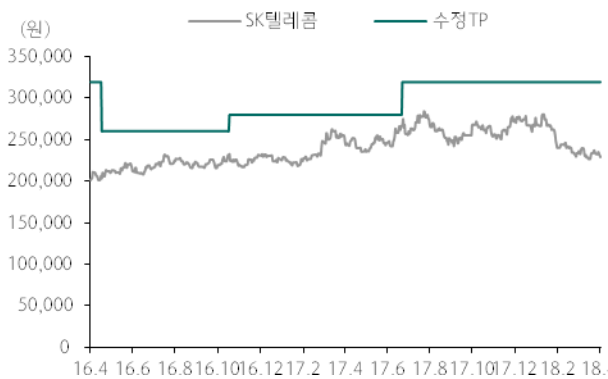
자료: 하나금융투자
(2017년 이전은 IFRS 10 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,996.6	6,201.8	6,484.3	8,647.7	11,417.3
금융자산	2,140.4	2,281.7	2,376.9	4,295.9	6,806.7
현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,776.9	3,695.9	6,206.7
매출채권 등	3,369.1	3,394.7	3,513.8	3,736.4	3,972.1
재고자산	259.8	272.4	343.6	365.4	388.5
기타유동자산	227.3	253.0	250.0	250.0	250.0
비유동자산	25,301.0	27,226.9	27,363.4	27,748.9	28,137.6
투자자산	8,514.0	10,730.8	10,535.5	10,589.1	10,646.0
금융자산	1,109.7	1,192.3	997.0	1,050.7	1,107.5
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,476.7	10,808.5	11,140.4
무형자산	5,708.8	5,502.0	5,502.0	5,502.0	5,502.0
기타비유동자산	704.0	849.2	849.2	849.3	849.2
자산총계	31,297.7	33,428.7	33,847.7	36,396.6	39,554.9
유동부채	6,444.1	7,109.1	6,529.3	6,751.3	7,024.3
금융부채	1,279.8	1,992.1	1,990.8	1,992.5	1,994.3
매입채무 등	4,260.1	4,508.2	3,903.7	4,151.0	4,412.9
기타유동부채	904.2	608.8	634.8	607.8	617.1
비유동부채	8,737.1	8,290.4	7,029.1	7,028.8	7,028.8
금융부채	6,478.8	5,819.1	5,819.1	5,819.1	5,819.1
기타비유동부채	2,258.3	2,471.3	1,210.0	1,209.7	1,209.7
부채총계	15,181.2	15,399.5	13,558.4	13,780.1	14,053.1
지배주주지분	15,971.4	17,842.1	20,082.7	22,389.1	25,252.2
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	(2,716.1)	(2,719.6)	(2,719.6)	(2,719.6)	(2,719.6)
기타포괄이익누계액	(226.2)	(234.7)	(234.7)	(234.7)	(234.7)
이익잉여금	15,953.2	17,835.9	20,076.5	22,382.9	25,246.0
비지배주주지분	145.0	187.1	206.6	227.4	249.6
자본총계	16,116.4	18,029.2	20,289.3	22,616.5	25,501.8
순금융부채	5,618.3	5,529.4	5,433.0	3,515.7	1,006.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	4,291.3	6,444.4	7,022.7
당기순이익	1,660.1	2,657.6	2,967.4	3,105.0	3,663.1
조정	2,569.3	1,459.7	3,351.1	3,363.7	3,347.2
감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,328.2	3,328.2	3,328.2
외환거래손익	(1.1)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(544.5)	(2,245.7)	0.0	0.0	0.0
기타	46.3	456.6	22.9	35.5	19.0
영업활동 현금흐름	13.8	(261.5)	(2,027.2)	(24.3)	12.4
투자활동 현금흐름	(2,462.2)	(3,070.6)	(3,241.8)	(3,714.8)	(3,718.0)
투자자산감소(증가)	(171.0)	(2,216.7)	195.3	(53.7)	(56.8)
유형자산감소(증가)	(2,467.9)	(2,686.5)	(3,660.0)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	176.7	1,832.6	222.9	(1.1)	(1.2)
재무활동 현금흐름	(1,044.8)	(826.6)	(730.3)	(810.5)	(793.9)
금융부채증가(감소)	25.4	52.5	(1.3)	1.7	1.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(364.1)	(173.0)	(22.9)	(35.5)	(19.0)
배당지급	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(776.7)	(776.7)
현금의 증감	736.3	(47.5)	319.1	1,919.1	2,510.8
Unlevered CFO	4,699.7	4,754.4	7,344.0	7,634.1	8,212.7
Free Cash Flow	1,752.7	1,140.0	631.3	2,784.4	3,362.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.7.3	BUY	320,000		
16.10.28	BUY	280,000	-15.47%	-5.00%
16.4.28	BUY	260,000	-15.79%	-10.77%
16.4.15	BUY	320,000	-35.64%	-34.22%
15.4.27	BUY	340,000	-30.19%	-13.68%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 12일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 04월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.