

SK텔레콤 (017670)

SKT 지배구조 개편에 대한 오해와 진실

매수/TP 40만원으로 유지, 물적분할이 악재가 될 가능성은 제로

SKT에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 1) SKT가 물적분할을 추진함에 따른 하이닉스 고가 지분 취득 논란, 대규모 주식 매수 청구권 발생 가능성, SKT 모바일 성장에 따른 수급 악화 가능성을 우려하지만 현실적으로 발생 가능성이 희박하고, 2) 자회사 이익 기여도 향상으로 올해만 놓고 보면 통신 3사 중 가장 높은 영업이익 성장이 예상되며, 3) 현재 IT업계 동향/정부 제도 마련 상황을 감안 시 2020년 말에는 자율차/스마트시티 구현이 가능한 5G SA 상용화 가능성이 높아 이에 따른 SKT Multiple 확장이 예상되기 때문이다. 실적 전망치 유지로 12개월 TP는 40만원을 유지한다.

물적분할은 SKT 의지가 아닌 정부 스탠스가 중요한 변수 될 듯

SKT 박정호 사장이 하이닉스 지분 추가 취득 의지를 피력함에 따라 SKT 물적분할이 기정 사실로 받아들여지는 분위기다. 물론 하나금융투에서 SKT 물적분할 시나리오를 가장 먼저 언급했지만 아직까진 확률이 60%에 불과하며 시기도 불확실해 보인다. 명분상 공정거래법 개정이 선행되어야 하고 정부가 SKT 모바일이 분리해 나가는데 절대 반대 의견을 피력하지 않아야 하기 때문이다. 현재 SKT는 공정거래법이 개정되어도 꼭 지배구조를 개편할 의무가 없으며, SKT가 중간지주사로 전환함에 따른 외인한도 적용 문제/비상장사의 회계 감사 특성이 도마에 오를 공산이 크다. 정부가 면죄부를 주지 않는 이상 현재 SKT 스스로 할 수 있는 것은 아무것도 없으며 결국 정부 스탠스/언론 동향이 중요한 변수가 될 전망이다.

주식매수청구권 없음, 하이닉스 지분 고가에 살 가능성도 없음

일부 투자자들의 우려처럼 SKT가 하이닉스를 높은 가격에 매수하거나 대규모 주권매수청구권 발생에 따른 자금 부담 증가 가능성도 없다. 인적분할과 달리 물적분할의 경우엔 주중 개최에도 불구하고 주권매수청구권은 발생하지 않으며 공정거래법이 개정된다고 해도 소급 적용되지 않기 때문에 SKT가 하이닉스 지분을 꼭 30% 이상으로 맞춰야 되는 것이 아니기 때문이다. 결국 하이닉스 자사주를 싸게 넘겨 받거나 주가 하락 시 기관/외인 블록딜을 선택할 가능성이 높다는 판단이다.

SKT 모바일 성장 가능성 희박, 규제상 유리/수급도 양호할 듯

또 SKT 물적분할 이후 무선부문 성장에 따른 수급 분산 가능성도 낮다. SKT가 장외에서 전략적 제휴업체에게 20~30% 무선사업부 지분만 매각해도 하이닉스 지분 인수가 충분한 상황이며, 요금 인하 강도가 높은 국내 현실을 감안 시 비상장으로 내려가는 무선부문을 굳이 다시 상장 추진할 이유가 없기 때문이다. 결국 SKT 모바일이 비상장으로 머물 가능성이 높다는 점을 고려하면 수급상 약점이 없을 뿐만 아니라 규제 측면에서 큰 메리트가 가질 것으로 보여 긍정적이라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 400,000원 | CP(1월 14일): 267,000원

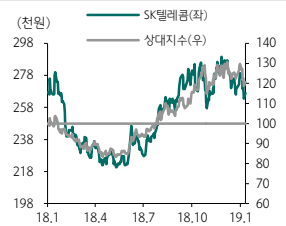
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.52
52주 최고/최저(원)	289,500/220,500
시가총액(십억원)	21,559.1
시가총액비중(%)	1.79
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	188.1
60일 평균 거래대금(십억원)	51.8
18년 배당금(예상, 원)	10,000
18년 배당수익률(예상, %)	3.71
외국인지분율(%)	41.59
주요주주 지분율(%)	
SK 외 3인	26.78
국민연금	9.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.6) 11.0 0.0
상대	(4.4) 24.3 20.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	16,898.6	17,429.9
영업이익(십억원)	1,301.2	1,439.2
순이익(십억원)	3,440.6	3,257.4
EPS(원)	41,994	39,700
BPS(원)	297,166	330,857

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	17,091.8	17,520.0	16,643.6	17,197.9	18,591.2
영업이익	십억원	1,535.7	1,536.6	1,219.1	1,661.8	2,246.1
세전이익	십억원	2,096.1	3,403.2	4,424.1	4,667.0	5,009.4
순이익	십억원	1,676.0	2,599.8	3,447.1	3,573.3	3,834.7
EPS	원	20,756	32,198	42,691	44,254	47,491
증감률	%	10.4	55.1	32.6	3.7	7.3
PER	배	10.79	8.29	6.31	6.03	5.62
PBR	배	0.99	1.07	0.87	0.78	0.70
EV/EBITDA	배	5.18	5.70	6.13	5.34	4.66
ROE	%	10.74	15.38	17.01	14.81	14.15
BPS	원	225,796	248,964	309,084	344,437	383,028
DPS	원	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000

(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 성도훈

02-3771-7541

dohunsung@hanafn.com

표 1. SKT의 연간 수익 예상(구 회계 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	17	18F	19F	20F
매출액	17,520.0	16,749.0	17,330.3	18,710.1
영업이익	1,536.6	1,276.8	1,640.6	2,149.3
(영업이익률)	8.8	7.6	9.5	11.5
세전이익	3,403.3	4,481.8	4,645.8	4,912.7
순이익	2,599.8	3,486.4	3,556.3	3,760.5
(순이익률)	14.8	20.8	20.5	20.1

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: SKT, 하나금융투자

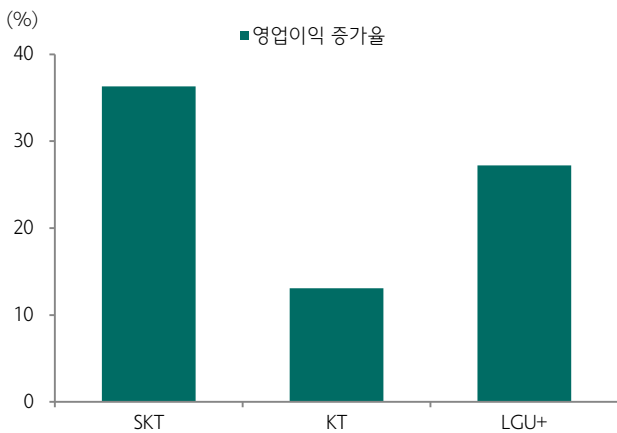
표 2. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,121.3	4,146.2	4,246.5	4,343.6	4,461.7
영업이익	325.5	346.9	304.1	242.5	291.9	373.1	465.5	531.4
(영업이익률)	7.8	8.4	7.3	5.9	7.0	8.8	10.7	11.9
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	1,052.1	1,010.6	1,098.5	1,248.7	1,309.2
순이익	695.0	916.7	1,031.4	803.9	773.7	841.3	956.4	1,001.9
(순이익률)	16.6	22.1	24.6	19.5	18.7	19.8	22.0	22.5

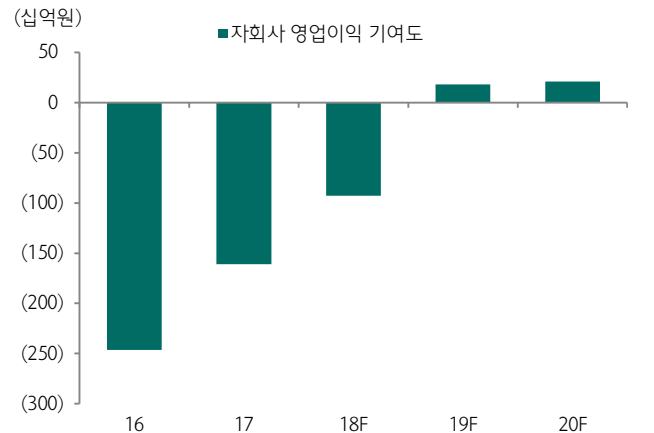
주: 순이익은 지배주주귀속분
 자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. 2019년 통신 3사 IFRS 15 기준 연결영업이익 증가율 비교



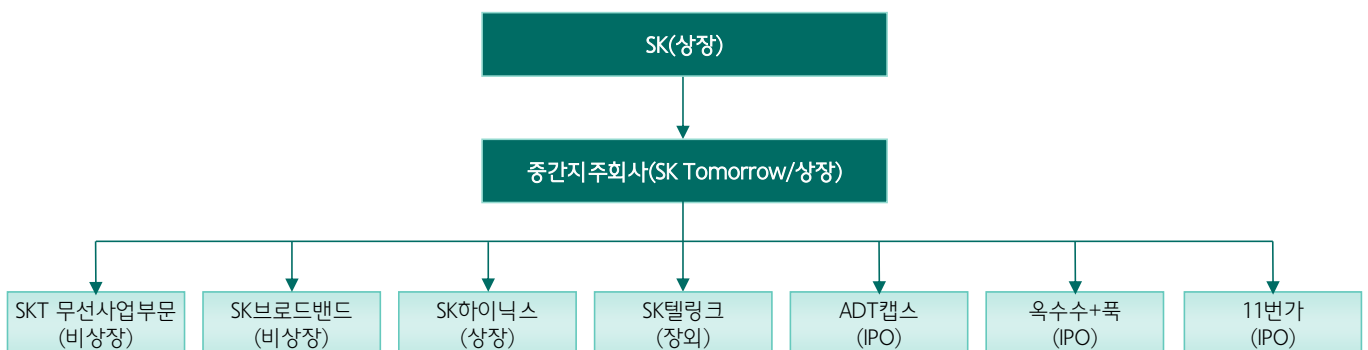
자료: 하나금융투자

그림 2. SKT 자회사 영업이익 기여도 전망



주: 구 회계 기준
 자료: SKT, 하나금융투자

그림 3. SKT 지배구조 개편 시나리오 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	17,091.8	17,520.0	16,643.6	17,197.9	18,591.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	16,643.6	17,197.9	18,591.2
판매비	15,556.1	15,983.4	15,424.5	15,536.1	16,345.1
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,219.1	1,661.8	2,246.1
금융손익	248.2	(67.1)	(123.2)	(146.9)	(128.3)
중속/관계기업손익	544.5	2,245.7	3,443.9	3,349.5	3,076.2
기타영업외손익	(232.3)	(312.1)	(115.7)	(197.4)	(184.6)
세전이익	2,096.1	3,403.2	4,424.1	4,667.0	5,009.4
법인세	436.0	745.7	956.4	1,073.4	1,152.2
계속사업이익	1,660.1	2,657.6	3,467.7	3,593.6	3,857.3
중단사업이익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,467.7	3,593.6	3,857.3
비배주주지분 손익	(15.9)	57.8	20.6	20.3	22.5
지배주주순이익	1,676.0	2,599.8	3,447.1	3,573.3	3,834.7
지배주주지분포괄이익	1,433.0	2,597.2	3,361.1	3,524.4	3,783.0
NOPAT	1,216.3	1,200.0	955.5	1,279.6	1,729.5
EBITDA	4,604.3	4,784.1	4,464.0	4,890.7	5,475.0
성장성(%)					
매출액증가율	(0.3)	2.5	(5.0)	3.3	8.1
NOPAT증가율	(4.4)	(1.3)	(20.4)	33.9	35.2
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(6.7)	9.6	11.9
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(20.7)	36.3	35.2
(지배주주)순이익증가율	10.4	55.1	32.6	3.7	7.3
EPS증가율	10.4	55.1	32.6	3.7	7.3
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	26.8	28.4	29.4
영업이익률	9.0	8.8	7.3	9.7	12.1
계속사업이익률	9.7	15.2	20.8	20.9	20.7

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,996.6	6,201.8	7,081.7	8,470.9	9,600.2
금융자산	2,140.4	2,281.7	3,126.5	4,189.3	4,801.4
현금성자산	1,505.2	1,457.7	2,326.5	3,389.3	4,001.4
매출채권 등	3,369.1	3,394.7	3,450.7	3,649.7	3,915.8
재고자산	259.8	272.4	254.5	356.9	383.0
기타유동자산	227.3	253.0	250.0	275.0	500.0
비유동자산	25,301.0	27,226.9	30,095.5	31,904.7	34,243.9
투자자산	8,514.0	10,730.8	12,710.9	12,750.6	12,938.7
금융자산	1,109.7	1,192.3	630.1	669.8	857.9
유형자산	10,374.2	10,144.9	9,602.2	10,033.3	10,464.4
무형자산	5,708.8	5,502.0	6,148.9	8,248.9	9,748.9
기타비유동자산	704.0	849.2	1,633.5	871.9	1,091.9
자산총계	31,297.7	33,428.7	37,177.2	40,375.6	43,844.1
유동부채	6,444.1	7,109.1	6,093.2	6,396.8	6,721.7
금융부채	1,279.8	1,992.1	1,537.8	1,537.8	1,537.8
매입채무 등	4,260.1	4,508.2	3,992.5	4,322.2	4,637.4
기타유동부채	904.2	608.8	562.9	536.8	546.5
비유동부채	8,737.1	8,290.4	8,102.9	8,122.9	8,127.9
금융부채	6,478.8	5,819.1	6,891.5	6,911.5	6,916.5
기타비유동부채	2,258.3	2,471.3	1,211.4	1,211.4	1,211.4
부채총계	15,181.2	15,399.5	14,196.2	14,519.6	14,849.5
지배주주지분	15,971.4	17,842.1	22,696.6	25,551.2	28,667.2
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)	(2,408.9)	(2,408.9)	(2,408.9)
기타포괄이익누계액	(226.2)	(234.7)	(356.1)	(356.1)	(356.1)
이익잉여금	15,953.2	17,835.9	22,501.0	25,355.6	28,471.7
비지배주주지분	145.0	187.1	284.4	304.7	327.3
자본총계	16,116.4	18,029.2	22,981.0	25,855.9	28,994.5
손금유부채	5,618.3	5,529.4	5,302.8	4,260.0	3,652.9

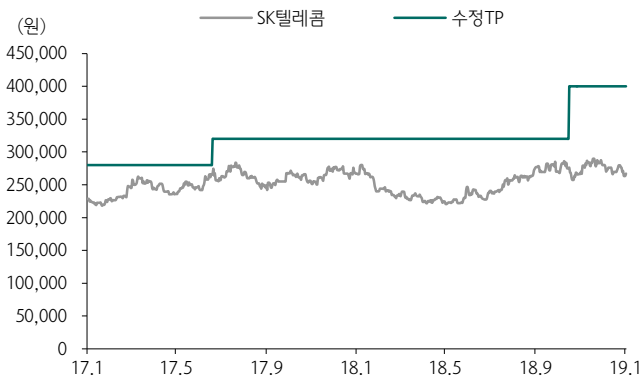
투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	42,691	44,254	47,491
BPS	225,796	248,964	309,084	344,437	383,028
CFPS	58,203	58,881	66,801	99,607	103,617
EBITDAPS	57,022	59,250	55,285	60,569	67,805
SPS	211,675	216,978	206,123	212,989	230,244
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주기지표(배)					
PER	10.8	8.3	6.3	6.0	5.6
PBR	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	3.8	4.5	4.0	2.7	2.6
EV/EBITDA	5.2	5.7	6.1	5.3	4.7
PSR	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2
재무비율(%)					
ROE	10.7	15.4	17.0	14.8	14.1
ROA	5.6	8.0	9.8	9.2	9.1
ROIC	7.9	7.6	5.9	7.2	8.7
부채비율	94.2	85.4	61.8	56.2	51.2
순부채비율	34.9	30.7	23.1	16.5	12.6
이자보상배율(배)	5.3	5.1	4.6	8.9	13.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,243.2	3,855.8	4,309.4	6,812.4	6,905.4
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,467.7	3,593.6	3,857.3
조정	2,569.3	1,459.7	1,315.9	3,241.7	3,240.3
감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,244.9	3,228.9	3,228.9
외환거래손익	(1.1)	1.3	(0.8)	0.0	0.0
지분법손익	(544.5)	(2,245.7)	(2,534.7)	0.0	0.0
기타	46.3	456.6	606.5	12.8	11.4
영업활동 자산부채 변동	13.8	(261.5)	(474.2)	(22.9)	(192.2)
투자활동 현금흐름	(2,462.2)	(3,070.6)	(3,392.8)	(5,038.0)	(5,568.1)
투자자산감소(증가)	(171.0)	(2,216.7)	(1,980.2)	(39.7)	(188.1)
유형자산감소(증가)	(2,467.9)	(2,686.5)	(2,730.7)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	176.7	1,832.6	1,318.1	(1,338.3)	(1,720.0)
재무활동 현금흐름	(1,044.8)	(826.6)	(47.3)	(711.5)	(725.2)
금융부채증가(감소)	25.4	52.5	618.1	20.0	5.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(364.1)	(173.0)	40.7	(12.8)	(11.5)
배당지급	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(718.7)	(718.7)
현금의 증감	736.3	(47.5)	868.7	1,062.9	612.1
Unlevered CFO	4,699.7	4,754.4	5,393.9	8,042.8	8,366.6
Free Cash Flow	1,752.7	1,140.0	1,527.1	3,152.4	3,245.4

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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	400,000		
17.7.3	BUY	320,000	-20.89%	-10.63%
17.1.23	BUY	280,000	-13.23%	-5.00%
16.10.24	BUY	260,000	-13.15%	-10.58%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	94.6%	4.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 13일

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 2019년 1월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 1월 15일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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.