2019년 12월 10일 I Equity Research

SK텔레콤 (017670)

오너 이혼 소송은 SKT 지배구조 개편 기대감 높여줄 전망

매수/TP 40만원 유지, 이젠 오를 일만 남았다

SKT 투자의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 4분기엔 전년 동기비 높은 영업이익 성장이 예상되고, 2) 이동전화매출액과 마케팅비용 추이를 감안할 때 2020년에는 7년만에 높은 영업이익 성장이 유력한 상황이며, 3) 최근 오너 이혼 소송 언론 보도로 인해 투자자들의 2020년 SK그룹 지배구조개편 추진 기대감이 높아질 것으로 예상되고, 4) 통신부문과 하이닉스 실적이 동시에 좋아질 전망인데다가 지배구조 개편 추진 가능성이 높아지고 있어 내년엔 주당 배당금 증가 가능성이 높기 때문이다. 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 12개월 목표 주가는 40만원을 유지한다.

SK 자사주 매입, 오너 이혼 소송으로 지배구조개편 가능성 고조

최근 SK그룹 지배구조 개편 이슈가 다시 불거지는 양상이다. 얼마 전 SK㈜의 대규모 자사주 매입에 이어 전주엔 오너 이혼 소송이 보도되었기 때문이다. 물론 당장 SK그룹이 지배구조개편 작업에 돌입할 가능성은 낮다. 최태원 회장이 노소영 관장에게 SK㈜ 지분 가치에 상응하는 대가를 지불할 수도 있는 것이고, SK㈜ 자사주 매입을 이번 사건의 사전적 조치라고 볼 수도 없기 때문이다. 다만 장기적으로는 오너 지분율 하락을 걱정하지 않을 수 없는 입장이라 지배구조 개편/자사주 매입을 통한 경영권 안정을 꾀할 것이란 투자가들의 합리적 의심은 증폭될 전망이다.

지배구조 개편 시 SKT 주가엔 유리하게 작용할 전망

하나금융투자에서는 2020년 상반기까지는 SK그룹 지배구조개편 작업이 본격화될 가능성이 낮다는 기존의 판단을 지속한다. 정부/정치권/언론의 눈치를 봐야하는 SK 그룹 입장을 고려할 때 그렇다. 하지만 2020년 하반기 이후엔 사정이 달라질 수 있다고 판단한다. 문재인 정권 후반기에 진입하게 되며, SK그룹 관계자 입장에서도 오너 지분율 걱정을 하지 않을 수 없기 때문이다. 결국 SK㈜의 기업 분할/합병 작업을 통한 오너 우호 지분율 늘리기에 나설 가능성을 배재하기 어렵고, 이 가운데 SKT의 물적 또는 인적분할 추진 가능성이 존재한다. 장기적으로 하이닉스 지분율 확대가 여전히 유효하다고 보면 인적분할보단 물적분할 가능성이 여전히 더 높다. 투자가들이 SK 그룹 지배구조 개편에 따른 SKT 영향을 궁금해하는데, 결론적으로 SKT 주주에게 유리하게 작용할 공산이 크다. SK㈜의 기업 분할/합병 작업 과정에서 SKT 주주에게 불리한 이슈 발생 소지가 없으며, SKT 물적분할 및 인적분할은 각각 사업 회사들의 기업 가치 부각과 스왑을 감안한 단기 모바일사업부문 가치 부각으로 기존 주주에게 기회를 제공할 공산이 크기 때문이다. 또 장기적으로 순수 지주사와 중간 지주사간 합병 시 중간 지주사 주가 누르기 시도 가능성을 걱정할 필요도 없어 보인다. SK㈜가 보유한 자사주를 활용하면 적은 신주 발행으로도 순수 지주사와 중간 지주사간 합병이 가능하기 때문이다.

Update

BUY

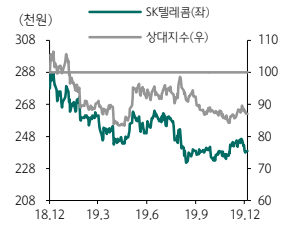
I TP(12M): 400,000원 I CP(12월 9일): 239,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,088.65
52주 최고/최저(원)	287,500/231,500
시가총액(십억원)	19,298.2
시가총액비중(%)	1.60
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	166.7
60일 평균 거래대금(십억원)	39.9
19년 배당금(예상,원)	10,000
19년 배당수익률(예상,%)	4.18
외국인지분율(%)	37.60
주요주주 지분율(%)	
SK 외 3 인	26.78
국민연금공단	10.98

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.2)	(6.3)	(15.5)
상대	1.1	(7.0)	(16.1)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	17,969.7	18,944.3
영업이익(십억원)	1,232.7	1,390.4
순이익(십억원)	1,118.4	1,526.4
EPS(원)	13,867	18,921
BPS(원)	312,872	323,746

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	17,520.0	16,874.0	17,855.9	18,688.8	19,940.1
영업이익	십억원	1,536.6	1,201.8	1,205.9	1,465.4	1,777.4
세전이익	십억원	3,403.2	3,976.0	1,405.9	2,014.9	4,187.0
순이익	십억원	2,599.8	3,127.9	1,100.4	1,557.0	3,229.5
EPS	원	32,198	38,738	13,628	19,283	39,996
증감률	%	55.1	20.3	(64.8)	41.5	107.4
PER	배	8.29	6.96	17.54	12.39	5.98
PBR	배	1.07	0.89	0.78	0.75	0.69
EV/EBITDA	배	5.70	6.45	5.58	5.21	4.74
ROE	%	15.38	15.52	4.85	6.68	12.97
BPS	원	248,964	302,806	308,296	317,788	347,993
DPS	원	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000

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

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

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

하나금융투자

표 1. SKT의 분기별 수익 예상

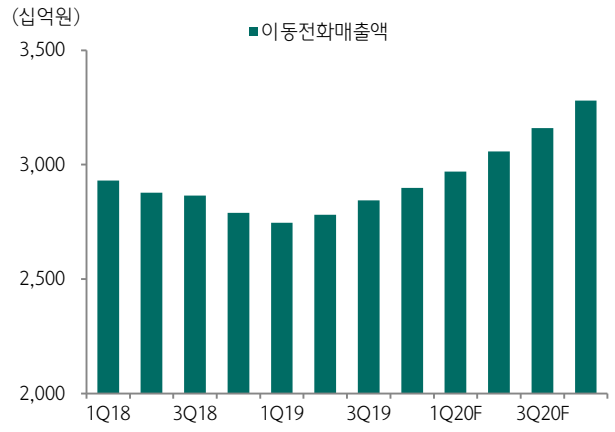
(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**4,334.9**	**4,437.0**	**4,561.2**	**4,522.9**	**4,557.3**	**4,622.5**	**4,697.7**	**4,811.4**
영업이익	**322.6**	**322.8**	**302.1**	**258.4**	**347.9**	**365.4**	**385.7**	**366.4**
(영업이익률)	7.4	7.3	6.6	5.7	7.6	7.9	8.2	7.6
세전이익	467.8	353.2	349.4	235.5	348.9	421.4	598.3	646.4
순이익	**379.2**	**263.4**	**274.4**	**183.4**	**269.7**	**325.5**	**462.2**	**499.7**
(순이익률)	8.7	5.9	6.0	4.1	5.9	7.0	9.8	10.4

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

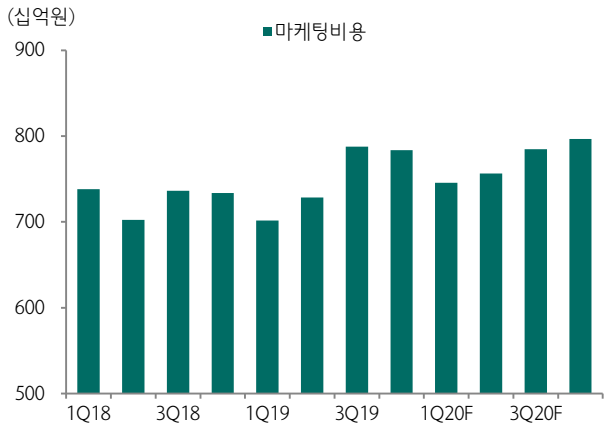
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 분기별 이동전화 매출액 전망



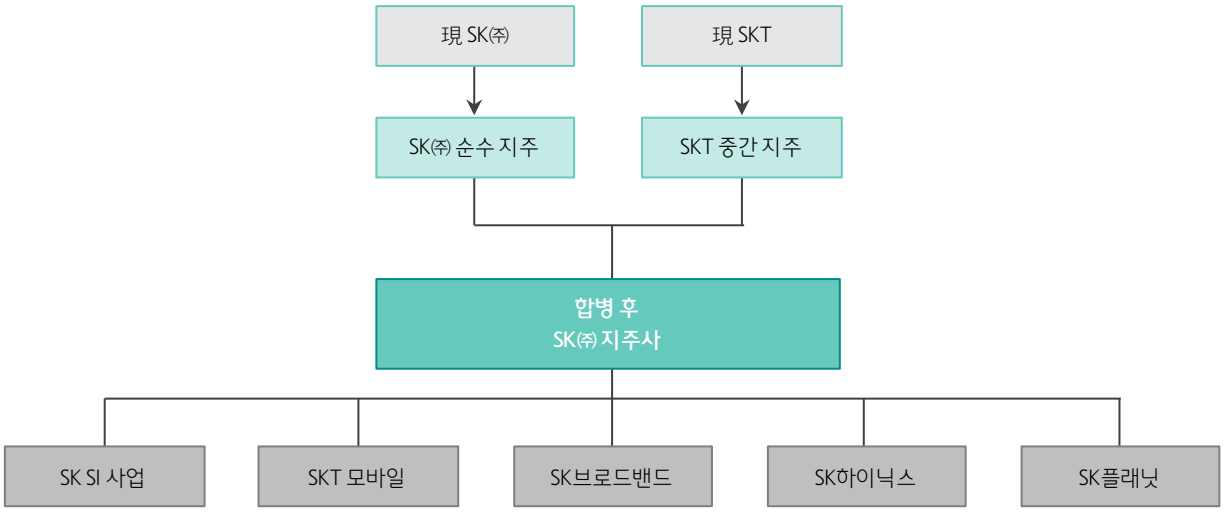
자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 분기별 별도 마케팅비용 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 3. SK그룹 지배구조개편 방향 예측



자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**17,520.0**	**16,874.0**	**17,855.9**	**18,688.8**	**19,940.1**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,520.0	16,874.0	17,855.9	18,688.8	19,940.1
판관비	15,983.4	15,672.2	16,650.0	17,223.5	18,162.6
영업이익	**1,536.6**	**1,201.8**	**1,205.9**	**1,465.4**	**1,777.4**
금융손익	(67.1)	(128.8)	(219.4)	(128.3)	(107.9)
종속/관계기업손익	2,245.7	3,270.9	552.7	862.5	2,685.8
기타영업외손익	(312.1)	(367.9)	(133.3)	(184.6)	(168.3)
세전이익	**3,403.2**	**3,976.0**	**1,405.9**	**2,014.9**	**4,187.0**
법인세	745.7	844.0	317.4	463.4	963.0
계속사업이익	2,657.6	3,132.0	1,088.5	1,551.5	3,224.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**2,657.6**	**3,132.0**	**1,088.5**	**1,551.5**	**3,224.0**
비지배주주지분 순이익	57.8	4.1	(11.9)	(5.5)	(5.5)
지배주주순이익	**2,599.8**	**3,127.9**	**1,100.4**	**1,557.0**	**3,229.5**
지배주주지분포괄이익	2,597.2	3,000.5	1,198.5	1,572.3	3,267.2
NOPAT	1,200.0	946.7	933.7	1,128.3	1,368.6
EBITDA	4,784.1	4,486.1	5,052.8	5,351.6	5,663.6
성장성(%)					
매출액증가율	2.5	(3.7)	5.8	4.7	6.7
NOPAT증가율	(1.3)	(21.1)	(1.4)	20.8	21.3
EBITDA증가율	3.9	(6.2)	12.6	5.9	5.8
영업이익증가율	0.1	(21.8)	0.3	21.5	21.3
(지배주주)순익증가율	55.1	20.3	(64.8)	41.5	107.4
EPS증가율	55.1	20.3	(64.8)	41.5	107.4
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	27.3	26.6	28.3	28.6	28.4
영업이익률	8.8	7.1	6.8	7.8	8.9
계속사업이익률	15.2	18.6	6.1	8.3	16.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	32,198	38,738	13,628	19,283	39,996
BPS	248,964	302,806	308,296	317,788	347,993
CFPS	58,881	58,219	65,043	74,672	101,320
EBITDAPS	59,250	55,558	62,577	66,277	70,142
SPS	216,978	208,977	221,138	231,453	246,949
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
주가지표(배)					
PER	8.3	7.0	17.5	12.4	6.0
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
PCFR	4.5	4.6	3.7	3.2	2.4
EV/EBITDA	5.7	6.4	5.6	5.2	4.7
PSR	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	15.4	15.5	4.8	6.7	13.0
ROA	8.0	8.3	2.7	3.8	7.5
ROIC	7.6	5.2	4.6	5.8	6.7
부채비율	85.4	89.6	77.9	76.9	69.9
순부채비율	30.7	32.5	39.4	36.8	29.4
이자보상배율(배)	5.1	3.9	4.1	8.7	12.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**6,201.8**	**7,958.8**	**5,662.2**	**6,918.8**	**8,565.8**
금융자산	2,281.7	2,806.6	1,921.4	2,248.2	3,315.3
현금성자산	1,457.7	1,506.7	1,242.2	1,569.0	2,636.1
매출채권 등	3,390.8	2,952.5	3,242.3	3,935.7	4,155.1
재고자산	272.4	288.1	248.5	384.9	406.4
기타유동자산	256.9	1,911.6	250.0	350.0	689.0
비유동자산	**27,226.9**	**34,410.3**	**34,925.2**	**34,773.3**	**35,635.0**
투자자산	10,730.8	13,562.2	13,837.7	13,837.7	13,837.7
금융자산	1,192.3	85.7	149.8	149.8	149.8
유형자산	10,144.9	10,718.4	11,215.0	10,988.8	11,802.6
무형자산	**5,502.0**	**8,452.1**	**8,088.1**	**8,088.1**	**8,088.1**
기타비유동자산	**849.2**	**1,677.6**	**1,784.4**	**1,858.7**	**1,906.6**
자산총계	**33,428.7**	**42,369.1**	**40,587.4**	**41,692.1**	**44,200.8**
유동부채	**7,109.1**	**6,847.6**	**7,509.9**	**7,857.6**	**7,933.6**
금융부채	1,992.1	1,488.5	1,914.7	1,932.3	1,948.6
매입채무 등	4,508.2	4,948.0	4,996.8	5,315.6	5,612.0
기타유동부채	608.8	411.1	598.4	609.7	373.0
비유동부채	**8,290.4**	**13,172.3**	**10,263.8**	**10,259.8**	**10,259.0**
금융부채	**5,819.1**	**8,591.8**	**9,001.3**	**9,001.3**	**9,001.3**
기타비유동부채	2,471.3	4,580.5	1,262.5	1,258.5	1,257.7
부채총계	**15,399.5**	**20,019.9**	**17,773.7**	**18,117.4**	**18,192.6**
지배주주지분	**17,842.1**	**22,470.9**	**22,914.1**	**23,680.5**	**26,119.5**
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	(2,719.6)	(2,260.8)	(2,260.9)	(2,260.9)	(2,260.9)
기타포괄이익누계액	(234.7)	(373.4)	(297.2)	(297.2)	(297.2)
이익잉여금	17,835.9	22,144.5	22,511.7	23,278.1	25,717.0
비지배주주지분	**187.1**	**(121.6)**	**(100.3)**	**(105.8)**	**(111.3)**
자본총계	**18,029.2**	**22,349.3**	**22,813.8**	**23,574.7**	**26,008.2**
순금융부채	5,529.4	7,273.7	8,994.6	8,685.4	7,634.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

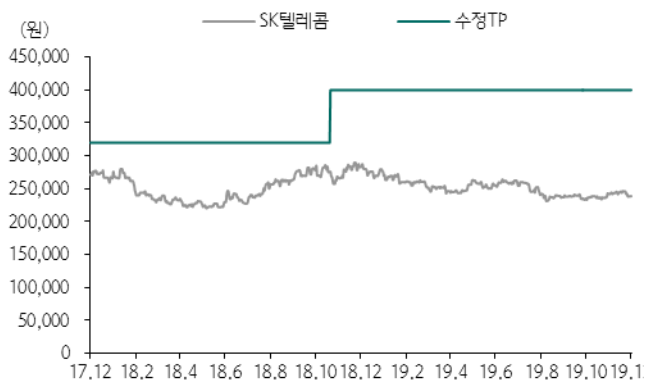
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**3,855.8**	**4,332.6**	**3,482.4**	**4,844.8**	**6,598.6**
당기순이익	2,657.6	3,132.0	1,088.5	1,551.5	3,224.0
조정	1,459.7	1,174.7	3,866.2	3,896.9	3,895.6
감가상각비	3,247.5	3,284.3	3,846.9	3,886.2	3,886.2
외환거래손익	1.3	(0.4)	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	(2,245.7)	(3,270.9)	(359.4)	0.0	0.0
기타	456.6	1,161.7	379.4	10.7	9.4
영업활동 자산부채 변동	(261.5)	25.9	(1,472.3)	(603.6)	(521.0)
투자활동 현금흐름	**(3,070.6)**	**(4,047.7)**	**(2,519.0)**	**(3,734.3)**	**(4,747.8)**
투자자산감소(증가)	(2,216.7)	(2,831.4)	(275.5)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(2,686.5)	(2,734.1)	(3,195.8)	(3,660.0)	(4,700.0)
기타	1,832.6	1,517.8	952.3	(74.3)	(47.8)
재무활동 현금흐름	**(826.6)**	**(238.3)**	**(1,225.9)**	**(783.7)**	**(783.7)**
금융부채증가(감소)	52.5	2,269.1	835.7	17.6	16.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(173.0)	(1,801.3)	(1,342.9)	(10.7)	(9.4)
배당지급	(706.1)	(706.1)	(718.7)	(790.6)	(790.6)
현금의 증감	**(47.5)**	**49.0**	**(264.5)**	**326.7**	**1,067.1**
Unlevered CFO	4,754.4	4,700.9	5,251.9	6,029.4	8,181.1
Free Cash Flow	1,140.0	1,540.2	281.3	1,184.8	1,898.6

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	400,000		
17.12.11	BUY	320,000	-22.25%	-10.63%
17.6.29	BUY	280,000	-6.52%	1.25%

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	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 8일

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 2019년 12월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 12월 10일 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.