



2021년 01월 15일 | Equity Research

# SK텔레콤 (017670)

## 인적 분할을 큰 호재로 보긴 어렵습니다

매수/TP 33만원 유지, 단기 주가 크게 오른다면 차익 실현 추천

SKT에 대해 투자의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. ARPU 상승 효과로 지난 4분기 및 올해, 내년 실적 전망 낙관적이기 때문이다. 하지만 단기 인적 분할 이슈가 부각되면서 SKT 주가가 크게 상승한다면 일정 부분 차익 실현할 것을 권한다.

### 언론에서 인적 분할 가능성 부각, 상반기 내 발표도 가능할 듯

최근 언론을 통해 SKT 인적 분할 가능성성이 부각 중이다. 아마도 SKT 인적 분할 후 잔존 법인을 중간지주사가 아닌 SKT(통신부문)로 하면 정부 규제 이슈를 피할 수 있고, 올해 기업 분할 작업을 완료하면 공정거래법상 하이닉스 지분 30%를 취득하지 않아도 된다는 아이디어에서 새롭게 부각되는 것 같다.

### 인적 분할을 큰 호재로 보긴 어려울 듯, 장기 우려 커질 수 있어

최근 일부 투자자들이 SKT 인적 분할을 호재라고 판단하는 경향이 강한데 필자(김홍식)는 장기적으로 볼 때 과연 호재가 맞을까 하는 강한 의문이 든다. 결국은 SK(주)와 SKT 중간지주사 합병 가능성이 부각될 것인데 이 경우 SKT 중간지주사가 주가엔 부정적일 수 밖에 없기 때문이다. 자회사 IPO를 통한 SKT 자회사 가치 부각도 이젠 현실적으로 어려워진다. IPO 가격이 높다고 해도 어차피 SK(주)로 넘어갈 운명이기 때문이다. SKT 중간지주사가 아닌 SK(주) 주가가 오를 가능성성이 높다.

### 통신+중간지주사 합산 시가총액 지금보다 크게 늘긴 어려워

SKT 인적 분할 이후 중간지주사와 사업회사(SKT 통신부문)로 나눠져 2개의 상장사로 거래될 경우 현재 SKT 소액 주주들이 보유하게 될 중간지주사와 SKT 통신부문의 시가총액 합계가 현재보다 커질 것인지도 장담하기 어렵다. 실적 흐름 및 수급으로 보면 SKT 통신부문의 시가 총액이 확대될 가능성이 높지만 최근 통신주의 시장 인기를 감안하면 많이 커질 것이라고 단정하기 어렵고, 우량 자회사 보유로 주가 상승에 대한 기대감이 큰 중간지주사의 경우 SK(주)와의 합병 우려로 장기 저평가 국면이 이어질 가능성이 높기 때문이다. 현 시점에서는 2015년 SK(주)와 SK C&C 합병을 앞두고 2014~2015년 양사 주가가 어떠한 흐름을 나타냈는지 상기해볼 필요가 있겠다.

### 차라리 SK(주)를 사는 것이 유리, 5G 효과로만 SKT 판단해야

만약 SKT 인적 분할이라는 재료를 바탕으로 SKT 매수를 고민하고 있는 투자가라면 SKT보다는 SK(주)를 매수하라고 권하고 싶다. SKT 인적분할이라는 이슈가 대주주가 아닌 SKT 소액주주에게도 크게 유리하다고 판단하기 어려운 상황인데다가 결국 중간 지주사가 SK(주)과 합병할 운명이라 보면 최고의 수혜주는 당연히 SK(주)일 것 이기 때문이다. 5G 성공을 통한 이동전화매출액 증가 및 이익 증가를 확신하지 않는다면 굳이 SKT를 매수할 필요는 없다는 판단이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 330,000원 | CP(1월13일): 255,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,148.29		
52주 최고/최저(원)	270,000/165,500	매출액(십억원)	18,563.7 19,519.7
시가총액(십억원)	20,590.2	영업이익(십억원)	1,280.9 1,436.9
시가총액비중(%)	0.95	순이익(십억원)	1,378.4 1,852.1
발행주식수(천주)	80,745.7	EPS(원)	16,872 22,701
60일 평균 거래량(천주)	385,904.6	BPS(원)	333,342 348,182
60일 평균 거래대금(십억원)	92.7		
20년 배당금(예상,원)	10,000		
20년 배당수익률(예상,%)	4.20		
외국인지분율(%)	34.39		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 4 인	26.78		
국민연금공단	10.97		
주가상승률 1M 6M 12M	3.2 18.3 8.7		
절대	(9.2) (17.8) (23.0)		
상대			

Stock Price	
	(천원)
SK텔레콤(좌)	20.1 20.4 20.7 20.10 21.1
상대지수(우)	120 115 110 105 100 95 90 85 80 75 70

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	16,874.0	17,743.7	18,415.7	18,987.0	19,917.8
영업이익	십억원	1,201.8	1,110.0	1,254.0	1,463.4	1,715.7
세전이익	십억원	3,976.0	1,162.7	1,734.2	2,431.1	3,092.8
순이익	십억원	3,127.9	889.9	1,352.0	1,877.5	2,387.0
EPS	원	38,738	11,021	16,745	23,252	29,562
증감율	%	20.31 (71.55)	51.94	38.86	27.14	
PER	배	6.96	21.60	14.21	10.97	8.63
PBR	배	0.89	0.78	0.74	0.76	0.72
EV/EBITDA	배	6.45	5.57	4.96	4.98	4.63
ROE	%	15.52	3.92	5.76	7.64	9.22
BPS	원	302,806	305,327	319,995	333,532	352,507
DPS	원	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000



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

RA 최수지  
02-3771-3124  
suji@hanafn.com

 **하나금융투자**

표 1. SKT 분기별 수익 예상

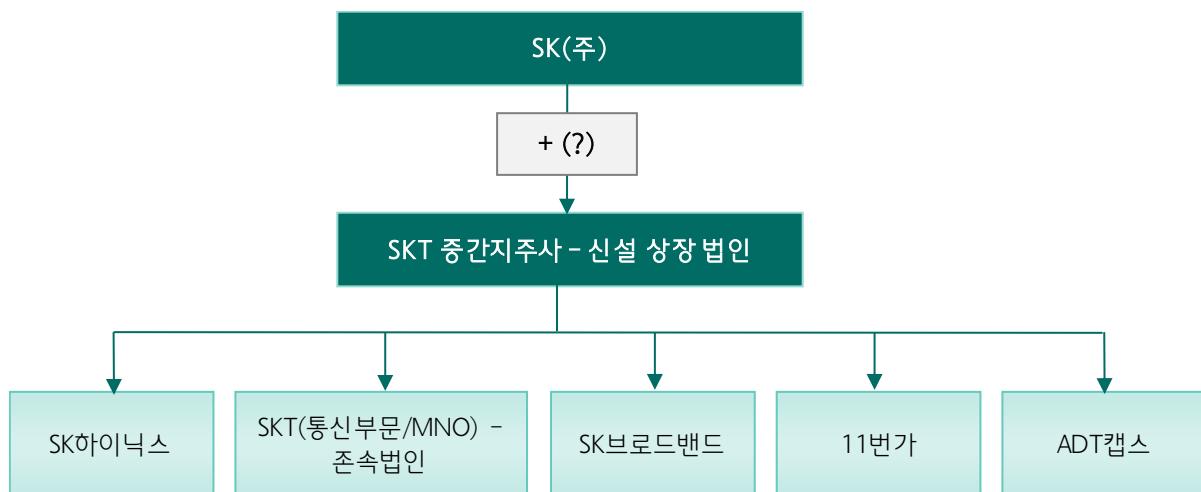
(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,631.7	4,646.2	4,727.2	4,781.1	4,832.5
영업이익 (영업이익률)	302.0 6.8	359.5 7.8	361.5 7.6	231.0 5.0	350.7 7.5	378.8 8.0	411.4 8.6	322.6 6.7
세전이익	370.0	548.3	521.8	294.2	429.1	555.7	757.5	690.0
순이익 (순이익률)	309.4 7.0	427.2 9.3	386.9 8.2	228.5 4.9	331.4 7.1	428.9 9.1	584.8 12.2	533.3 11.0

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SK그룹 인적분할 통한 지배구조개편 방향 예측



자료: 하나금융투자

그림 2. 인적분할 후 2개의 상장사 시가총액 합계가 현재 SKT 시가총액보다 크게 늘어난다고 보기 어려운 이유

- 1 분할 후 SKT 사업회사(통신부문)로 매수세 몰리겠지만 통신사 시장 인기 낮음
- 2 중간지주사는 SK(주)와의 합병 우려로 주가 오르기 어려움
- 3 자회사 높은 IPO 가격에도 중간지주사 시가총액 증가 쉽지 않을 것

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	16,874.0	17,743.7	18,415.7	18,987.0	19,917.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	18,415.7	18,987.0	19,917.8
판관비	15,672.2	16,633.7	17,161.7	17,523.6	18,202.0
영업이익	1,201.8	1,110.0	1,254.0	1,463.4	1,715.7
금융손익	(128.8)	(287.8)	(265.0)	(108.2)	(108.3)
종속/관계기업손익	3,270.9	449.5	823.0	1,245.0	1,654.4
기타영업외손익	(367.9)	(109.1)	(77.8)	(169.1)	(169.0)
세전이익	3,976.0	1,162.7	1,734.2	2,431.1	3,092.8
법인세	844.0	300.7	373.1	559.2	711.4
계속사업이익	3,132.0	861.9	1,361.2	1,872.0	2,381.5
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,132.0	861.9	1,361.2	1,872.0	2,381.5
비지배주주지분 순이익	4.1	(28.0)	9.1	(5.5)	(5.5)
지배주주순이익	3,127.9	889.9	1,352.0	1,877.5	2,387.0
지배주주지분포괄이익	3,000.5	892.3	1,710.2	1,835.1	2,334.6
NOPAT	946.7	822.9	984.3	1,126.9	1,321.1
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,374.0	5,602.4	5,854.6
성장성(%)					
매출액증가율	(3.69)	5.15	3.79	3.10	4.90
NOPAT증가율	(21.11)	(13.08)	19.61	14.49	17.23
EBITDA증가율	(6.23)	12.48	6.50	4.25	4.50
영업이익증가율	(21.79)	(7.64)	12.97	16.70	17.24
(지배주주) 순이익증가율	20.31	(71.55)	51.93	38.87	27.14
EPS증가율	20.31	(71.55)	51.94	38.86	27.14
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	26.59	28.44	29.18	29.51	29.39
영업이익률	7.12	6.26	6.81	7.71	8.61
계속사업이익률	18.56	4.86	7.39	9.86	11.96

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,958.8	8,102.3	8,516.4	8,866.9	9,688.5
금융자산	2,806.6	2,360.5	5,213.1	5,383.4	6,192.2
현금성자산	1,506.7	1,270.8	4,242.8	4,327.7	5,137.5
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,242.7	2,340.0	2,460.0
재고자산	288.1	162.9	205.8	214.7	225.7
기타유동자산	2,855.5	3,347.9	854.8	928.8	810.6
비유동자산	34,410.3	36,509.3	37,498.7	38,451.7	39,533.7
투자자산	13,562.2	14,401.9	15,619.3	16,236.2	16,997.1
금융자산	750.4	1,016.7	1,563.0	1,570.3	1,579.2
유형자산	10,718.4	12,334.3	12,305.5	12,616.6	12,927.7
무형자산	8,452.1	7,815.6	7,890.3	7,885.3	7,870.3
기타비유동자산	1,677.6	1,957.5	1,683.6	1,713.6	1,738.6
자산총계	42,369.1	44,611.6	46,015.1	47,318.5	49,222.2
유동부채	6,847.6	7,787.7	6,883.7	7,019.3	7,228.6
금융부채	1,488.5	1,766.0	1,779.8	1,787.7	1,795.0
매입채무	381.3	438.3	363.2	379.0	398.4
기타유동부채	4,977.8	5,583.4	4,740.7	4,852.6	5,035.2
비유동부채	13,172.3	14,000.4	14,587.7	14,691.0	14,881.8
금융부채	8,591.8	9,635.6	10,344.5	10,409.6	10,452.6
기타비유동부채	4,580.5	4,364.8	4,243.2	4,281.4	4,429.2
부채총계	20,019.9	21,788.1	21,471.4	21,710.3	22,110.3
지배주주지분	22,470.9	22,956.8	24,022.3	25,115.4	26,647.4
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	(2,260.8)	(1,909.4)	(1,818.2)	(1,818.2)	(1,818.2)
기타포괄이익누계액	(373.4)	(329.6)	55.7	55.7	55.7
이익잉여금	22,144.5	22,235.3	22,824.2	23,917.3	25,449.4
비지배주주지분	(121.6)	(133.3)	521.5	492.9	464.4
자본총계	22,349.3	22,823.5	24,543.8	25,608.3	27,111.8
순금융부채	7,273.7	9,041.1	6,911.2	6,814.0	6,055.5

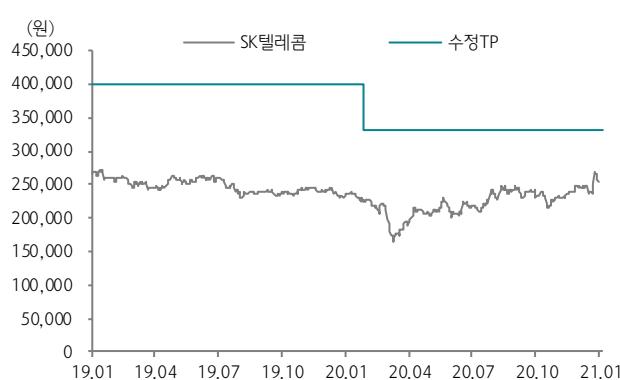
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	38,738	11,021	16,745	23,252	29,562
BPS	302,806	305,327	319,995	333,532	352,507
CFPS	58,219	64,560	70,390	82,707	90,903
EBITDAPS	55,558	62,490	66,555	69,383	72,507
SPS	208,977	219,748	228,070	235,146	246,673
DPS	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000
주가지표(배)					
PER	6.96	21.60	14.21	10.97	8.63
PBR	0.89	0.78	0.74	0.76	0.72
PCFR	4.63	3.69	3.38	3.08	2.81
EV/EBITDA	6.45	5.57	4.96	4.98	4.63
PSR	1.29	1.08	1.04	1.08	1.03
재무비율(%)					
ROE	15.52	3.92	5.76	7.64	9.22
ROA	8.25	2.05	2.98	4.02	4.95
ROIC	5.76	4.20	5.16	6.14	7.14
부채비율	89.58	95.46	87.48	84.78	81.55
순부채비율	32.55	39.61	28.16	26.61	22.34
이자보상배율(배)	3.91	2.79	3.85	9.87	11.57

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,332.6	3,986.1	5,560.3	6,005.0	6,865.8
당기순이익	3,132.0	861.9	1,361.2	1,872.0	2,381.5
조정	117	396	416	415	415
감가상각비	3,284.3	3,935.8	4,120.0	4,138.9	4,138.9
외환거래손익	(0.4)	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3,270.9)	(449.5)	(673.8)	0.0	0.0
기타	104.0	(3,090.7)	(3,030.2)	(3,723.9)	(3,723.9)
영업활동자산부채변동	25.9	(836.3)	43.1	(14.3)	337.0
투자활동 현금흐름	(4,047.7)	(3,582.5)	(3,726.2)	(5,200.3)	(5,243.0)
투자자산감소(증가)	(2,831.4)	(839.7)	(1,217.4)	(616.9)	(760.9)
자본증가(감소)	(2,734.1)	(3,357.4)	(3,795.1)	(4,450.0)	(4,450.0)
기타	1,517.8	614.6	1,286.3	(133.4)	(32.1)
재무활동 현금흐름	(238.3)	(636.8)	(833.1)	(719.8)	(813.0)
금융부채증가(감소)	2,269.1	1,321.3	722.7	73.1	50.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,801.3)	(1,239.4)	(824.4)	(8.5)	(8.4)
배당지급	(706.1)	(718.7)	(731.4)	(784.4)	(854.9)
현금의 증감	49.0	(235.9)	2,972.0	84.9	809.8
Unlevered CFO	4,700.9	5,213.0	5,683.7	6,678.3	7,340.0
Free Cash Flow	1,540.2	610.2	1,750.2	1,555.0	2,415.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000	-	-
19.10.30	1년 경과	-	-	-
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%

## 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(마도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비증확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비증축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(마도)	합계
금융투자상품의 비율	91.79%	8.21%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 14일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 1월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법

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.