

SK텔레콤 (017670)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	320,000원 (M)
현재주가 (1/21)	256,000원
상승여력	25%

시가총액	206,709억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	1,006억원
60일 평균 거래량	416,211주
52주 고	270,000원
52주 저	165,500원
외인지분율	34.58%
주요주주	SK 외 4 인 26.78%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	7.6	8.2
상대	(9.6)	(19.3)	(23.3)
절대(달러환산)	3.2	10.9	15.0

Quarterly earning Forecasts

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	47,501	7.7	0.4	47,642	-0.3
영업이익	2,948	81.4	-18.5	2,556	15.3
세전계속사업이익	2,837	흑전	-45.6	3,048	-6.9
지배순이익	2,205	흑전	-43.0	1,915	15.2
영업이익률 (%)	6.2	+2.5 %pt	-1.4 %pt	5.4	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	흑전	-3.6 %pt	4.0	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

믿고 보유하셔도 됩니다

'SK텔레콤 중간지주 전환 → SK 합병'에 대한 말도 안되는 오해

당사는 '프로탁', '유전자 CMO', '수소', 새롭게 정의될 SK('21.01.13) 자료를 통해 SK텔레콤의 중간지주회사 전환 가능성이 높고, 이르면 금년 1분기 중 SK텔레콤의 중간지주회사 전환 가능성이 높을 것으로 예측했다. 당시 SK텔레콤의 중간지주회사 전환은 기업 가치 향상, SK하이닉스에 대한 (주)SK 지배력 강화를 목적으로 주목했고, 이러한 목적에 부합하는 지배구조 개편 방식으로 SK텔레콤의 인적분할 가능성이 높을 것으로 전망했다. 특히 유안타증권이 예상하는 대로 SK텔레콤 지배구조 개편 방식이 인적분할이라면, 궁극적으로는 (주)SK와 SK텔레콤 중간 지주회사간 합병 시나리오가 힘을 얻을 것으로 전망했다. 이 과정에서 합병 후 최대주주의 (주)SK에 대한 지분율이 희석되지 않기 위한 최소 합병 비율은 SK vs SK텔레콤 중간지주 = 2 : 1 수준[그림 4]으로 지목한 바 있다.

문제는 일부 투자자 사이에서 SK와의 합병에 대한 문제를 지적하며, 이러한 방식의 지배구조 개편은 (주)SK에게만 유리하고, SK텔레콤에게는 불리할 것이라는 식의 우려를 제기하고 있다는 점이다. 하지만 유안타증권은 이러한 해석은 지나친 비약이라고 판단한다. ①SK텔레콤과 같이 보유자산(투자자산 30조원) 대비 극단적인 저평가를 받고 있는 기업의 경우, 인적분할을 하게 되면 보유자산이 따로 상장되는 효과를 얻게 되면서 자연스럽게 시가총액의 확장을 경험할 수 있게 된다. SK와의 합병 비율에 대한 걱정은 우선 SK텔레콤의 투자자산 가치가 어느 정도 인정 받고 난 이후 고민해볼 문제라는 점이다. ②특히 인적분할 방식을 활용한다고 해서, SK그룹에서 SK텔레콤 중간지주회사의 가치를 의도적으로 낮출 것이라는 생각은 지극히 편향적이다. 우리의 생각대로 인적분할이 이뤄질 경우, SK텔레콤 중간지주회사의 핵심 자회사는 SK하이닉스, 11번가, 원스토어, ADT캡스가 될 것이다. 합병을 위해 이런 포트폴리오의 사업 잠재력을 억제하는 것이 과연 상식적인가? ③유안타증권은 SK그룹이 [그림 3]에서 표현된 것처럼 합병을 계획하고 있다고 하더라도, SK, SK텔레콤 중간지주가 각각 기업가치 확장을 위해 최선을 다하고, 그런 과정에서 언젠가(10년 후일 수도 있음) 적절한 순간에 합병을 선택할 것으로 전망하고 있다. 그룹 입장에서는 합병이라는 옵션이 그리 금하지도 않고, 합병 비율에 대한 의도적인 영향력을 가하면서까지 무리해서 합병할 의도도 없다는 판단이다.

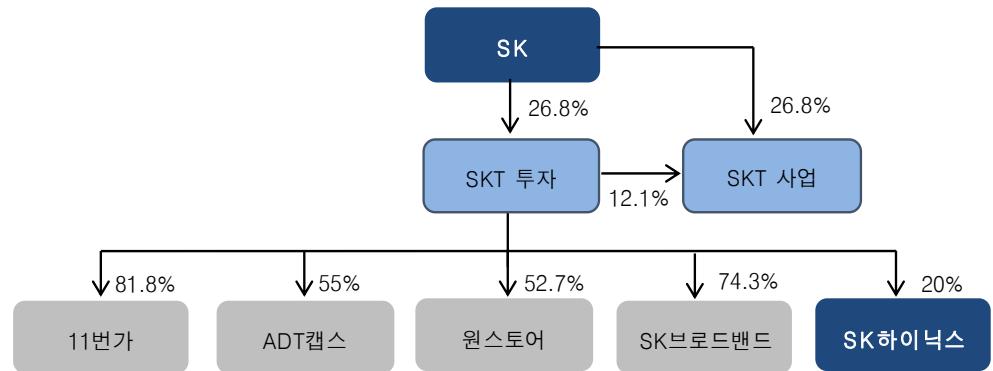
분할 후 SK텔레콤 [중간지주 + 사업회사] 가치는 29조원 이상

분할 후 SK텔레콤의 예상 합산 시가총액은 29조원(중간지주 15조원, 사업회사 14조원) 이상으로 전망[표 1]하고 있다. 인적분할을 안하는 것이 문제일 뿐, 인적분할을 전제한다면 현 주가 대에서는 무조건 매수해야 한다는 판단이다. 통신업종 Top Pick을 유지한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	168,740	177,437	185,342	191,921
영업이익	12,018	11,100	13,178	14,430
지배순이익	31,279	8,899	13,441	19,475
PER	6.5	22.7	13.8	10.6
PBR	0.8	0.8	0.7	0.8
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.1	5.4
ROE	15.5	3.9	5.7	8.1

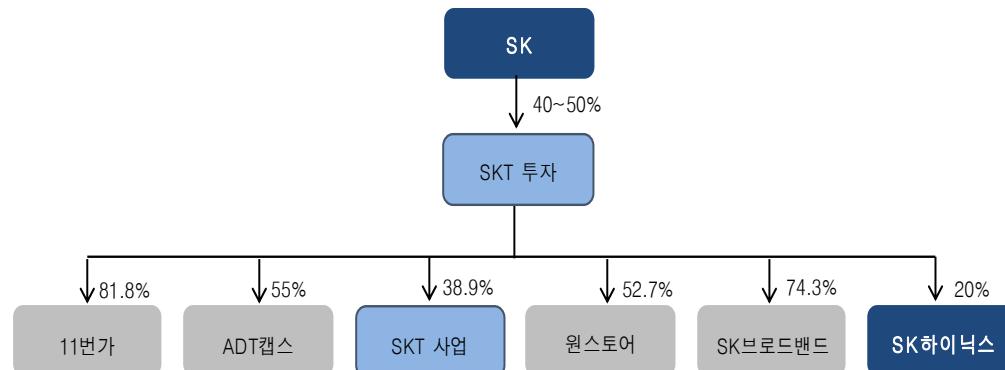
자료: 유안타증권

[그림 1] SK 텔레콤 인적분할 시나리오



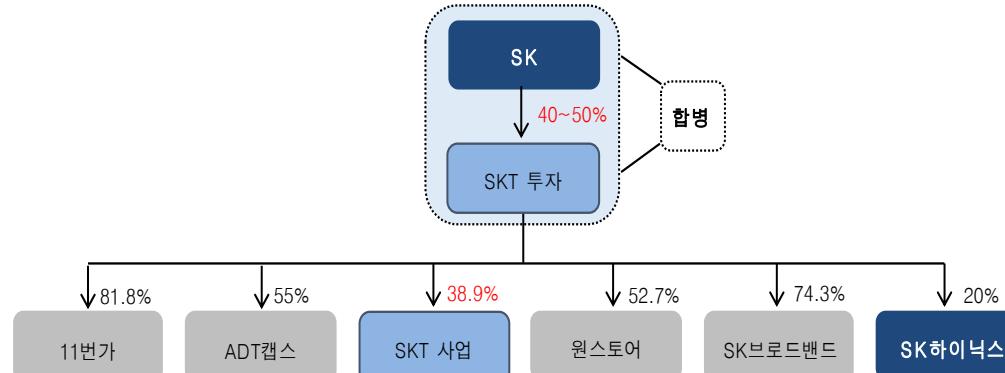
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 텔레콤 인적분할 후 현물출자



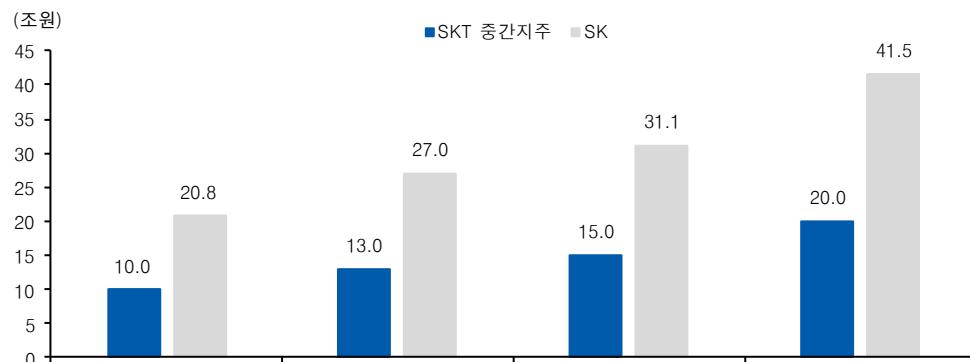
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SK - SK 텔레콤 투자회사 합병



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 합병 시 SK 기존 주주의 지분 희석을 저지할 수 있는 SK VS SKT 중간지주 시가총액



자료: 유안타증권 리서치센터

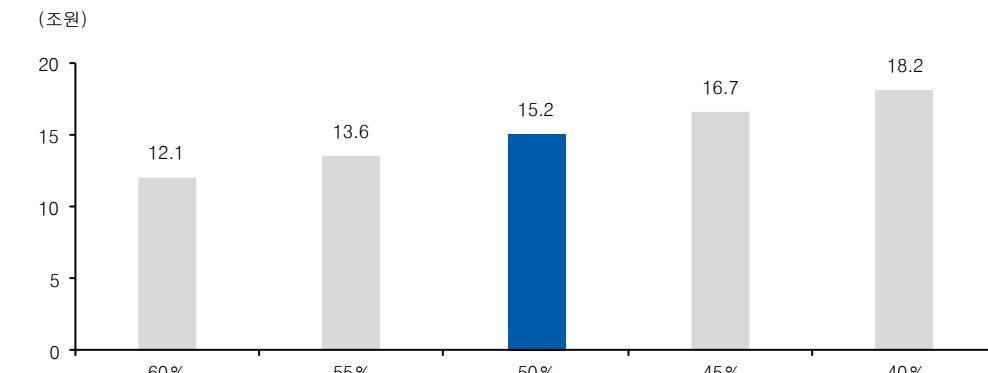
[표 1] SK 텔레콤 주요 투자자산 내역

(단위: 억원)

	투자대상	지분율	Value
해외 비상장	SK China	27.3	6,011
	Grab Geo Holdings	30.0	305
국내 비상장	하나카드	15.0	2,537
	IT 펀드	63.3	2,209
	SK 테크	49.0	458
	웨이브	30.0	908
	SK 텔링크	100.0	2,439
	SK 브로드밴드	74.3	18,742
	SK 플래닛	98.7	4,048
	원스토어	52.1	821
	드림어스	51.4	1,567
	라이프앤시큐리티홀딩스	55.0	7,033
	SK 인포섹	100.0	444
	11번가	80.3	10,494
	모빌리티	95.3	9,530
국내 상장(1/21 시가)	나노엔텍	28.4	627
	SK 하이닉스	20.1	192,135
	인크로스	34.6	1,342
	카카오	2.5	10,020
기타	기타		14,629
	SKT 사업회사(분할 시 자사주)	12.1	16,954
합계			303,253

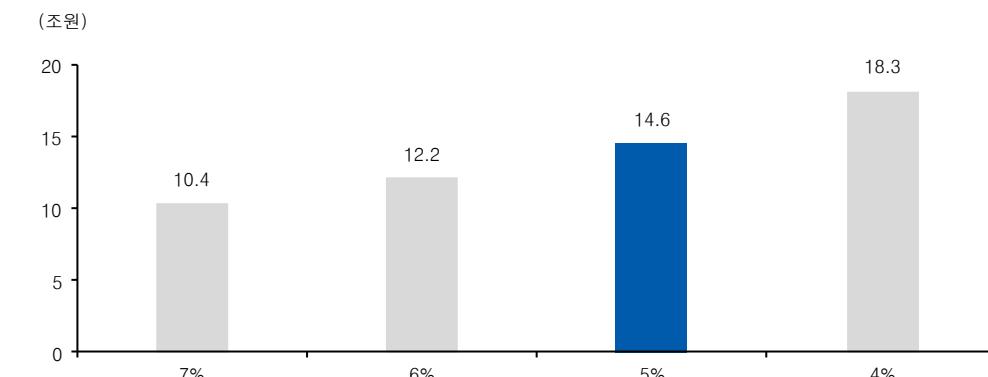
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 기대할인율에 따른 SK 텔레콤 중간지주회사 가치



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 기대배당수익률에 따른 SK 텔레콤 사업회사 가치



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	168,740	177,437	185,342	191,921	195,133	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	168,740	177,437	185,342	191,921	195,133	
판관비	156,722	166,337	172,163	177,491	179,646	
영업이익	12,018	11,100	13,178	14,430	15,488	
EBITDA	44,861	50,458	54,630	56,081	57,339	
영업외손익	27,742	527	4,060	10,606	10,763	
외환관련손익	-206	-12	-3	-4	-4	
이자손익	-2,374	-3,345	-3,260	-3,216	-3,300	
관계기업관련손익	32,709	4,495	8,063	14,553	14,844	
기타	-2,388	-611	-741	-726	-778	
법인세비용차감전순손익	39,760	11,627	17,238	25,037	26,250	
법인세비용	8,440	3,007	3,664	5,365	5,614	
계속사업순손익	31,320	8,619	13,574	19,672	20,636	
종단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	31,320	8,619	13,574	19,672	20,636	
지배지분순이익	31,279	8,899	13,441	19,475	20,430	
포괄순이익	29,904	8,630	17,242	19,672	20,636	
지배지분포괄이익	30,005	8,923	17,087	19,475	20,430	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	43,326	39,861	56,137	41,720	42,838	
당기순이익	31,320	8,619	13,574	19,672	20,636	
감가상각비	32,843	39,358	41,451	41,651	41,851	
외환손익	-4	4	1	4	4	
증속, 관계기업관련손익	0	0	-1,325	-14,553	-14,844	
자산부채의 증감	259	-8,363	3,086	615	824	
기타현금흐름	-21,093	243	-650	-5,669	-5,634	
투자활동 현금흐름	40,477	-35,825	-39,758	-32,658	-31,783	
투자자산	-1,315	-2,590	-1,604	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-27,924	-33,759	-36,601	-31,000	-30,000	
유형자산 감소	583	185	150	0	0	
기타현금흐름	-11,821	339	-1,703	-1,658	-1,783	
재무활동 현금흐름	-2,383	-6,368	-9,467	-13,887	-13,768	
단기차입금	-877	-599	3,164	350	270	
사채 및 장기차입금	4,611	6,036	4,634	700	700	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-7,061	-7,187	-7,371	-7,950	-7,950	
기타현금흐름	944	-4,618	-9,894	-6,987	-6,788	
연결범위변동 등 기타	24	-26	-3,134	4,201	13,054	
현금의 증감	490	-2,359	3,778	-624	10,341	
기초 현금	14,577	15,067	12,708	16,487	15,863	
기말 현금	15,067	12,708	16,487	15,863	26,203	
NOPLAT	12,018	11,100	13,178	14,430	15,488	
FCF	14,646	5,465	18,314	22,604	24,851	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

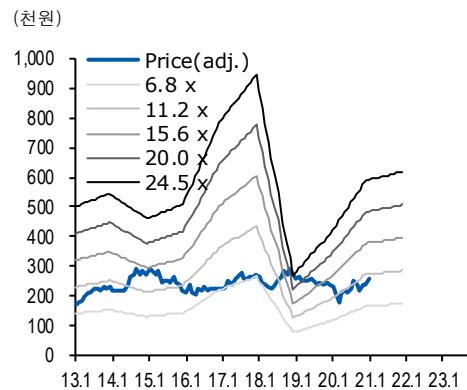
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		79,588	81,023	84,656	84,894	96,079
현금및현금성자산		15,067	12,708	16,487	15,863	26,203
매출채권 및 기타채권		29,553	32,853	32,444	32,895	33,374
재고자산		2,881	1,629	2,045	2,139	2,182
비유동자산		344,103	365,093	377,331	381,440	384,642
유형자산		107,184	123,343	121,304	110,653	98,802
관계기업등 지분관련자산		128,118	133,853	142,337	156,890	171,734
기타투자자산		7,504	10,167	15,566	15,582	15,599
자산총계		423,691	446,116	461,987	466,334	480,721
유동부채		68,476	77,877	73,112	73,107	73,125
매입채무 및 기타채무		49,480	57,353	54,604	54,539	54,579
단기차입금		800	206	3,370	3,720	3,990
유동성장기부채		14,085	14,412	11,338	11,038	10,738
비유동부채		131,723	140,004	146,844	148,264	149,688
장기차입금		20,154	19,721	19,537	19,537	19,537
사채		65,722	72,539	80,810	81,810	82,810
부채총계		200,199	217,881	219,956	221,371	222,814
지배지분		224,708	229,568	240,143	241,980	254,518
자본금		446	446	446	446	446
자본잉여금		29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금		221,445	222,353	228,162	229,999	242,537
비지배지분		-1,216	-1,333	1,888	2,983	3,389
자본총계		223,493	228,235	242,031	244,963	257,907
순차입금		72,737	87,368	91,997	93,581	84,119
총차입금		100,803	110,973	118,953	120,003	120,973

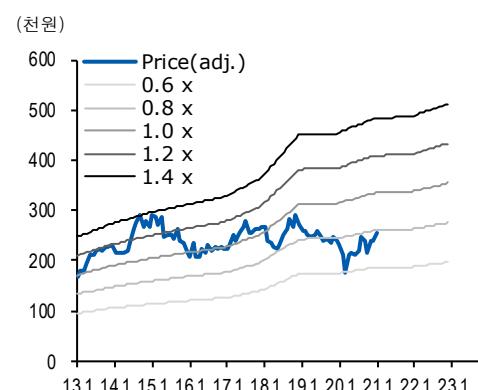
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		38,738	11,021	16,646	24,119	25,301
BPS		312,660	313,890	334,707	337,268	354,743
EBITDAPS		55,558	62,490	67,657	69,454	71,012
SPS		208,977	219,748	229,538	237,686	241,664
DPS		10,000	10,000	10,000	11,000	11,000
PER		6.5	22.7	13.8	10.6	10.1
PBR		0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA		6.1	5.7	5.1	5.4	5.1
PSR		1.2	1.1	1.0	1.1	1.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		-3.7	5.2	4.5	3.5	1.7
영업이익 증가율 (%)		-21.8	-7.6	18.7	9.5	7.3
지배순이익 증가율 (%)		20.3	-71.5	51.0	44.9	4.9
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		7.1	6.3	7.1	7.5	7.9
지배순이익률 (%)		18.5	5.0	7.3	10.1	10.5
EBITDA 마진 (%)		26.6	28.4	29.5	29.2	29.4
ROIC		5.7	4.3	5.2	5.7	6.5
ROA		8.3	2.0	3.0	4.2	4.3
ROE		15.5	3.9	5.7	8.1	8.2
부채비율 (%)		89.6	95.5	90.9	90.4	86.4
순차입금/자기자본 (%)		32.4	38.1	38.3	38.7	33.1
영업이익/금융비용 (배)		3.9	2.8	3.5	3.9	4.1

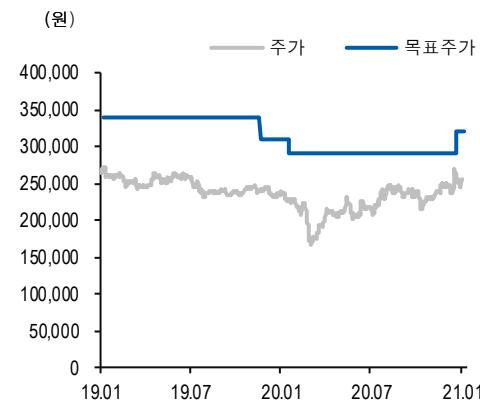
P/E band chart



P/B band chart



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-22	BUY	320,000	1년		
2021-01-11	BUY	320,000	1년		
2020-02-07	BUY	290,000	1년	-23.48	-6.90
2019-12-10	BUY	310,000	1년	-23.91	-21.13
2019-10-02	1년 경과 이후		1년	-29.51	-27.50
2018-10-02	BUY	340,000	1년	-24.85	-14.85

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)	1.2
Buy(매수)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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.