

SK텔레콤 (017670)

분할 후 합산 시가총액 증가 가능할까?

인적분할은 주총 결과 봐야, 아직은 매수 의견/TP 33만원 유지

SKT에 대해 투자 의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. SKT 인적분할 가능성이 높아진 것은 사실이나 설사 경영진이 강행한다고 해도 주총 통과를 장담할 수 없는 상황이기 때문이다. 소액주주 입장에서는 SK(주)와 합병 리스크만 없다면 하이닉스 지분 20%를 보유하고 있고 금년부터 이동전화 ARPU 성장이 유력한 SKT를 매도할 이유는 전혀 없다. 따라서 향후 SKT 인적분할 이슈를 지켜보면서 SKT 투자 의견을 조정 또는 유지할 계획이다.

인적분할의 주된 목적은 하이닉스를 지주사가 지배하는 것

순진하게도 일부 투자자들은 SKT 인적분할이 기업가치 향상 목적이라고 주장한다. 시기를 단정하긴 어렵지만 인적분할 후 SK(주)가 SKT(통신사업회사)를 매도하고 중간지주사를 매수(공개매수 포함)해 SK(주)의 중간지주사 지분율을 극대화한 이후 SK(주)와 중간지주사가 합병하면 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배할 수 있는 상황인데도 말이다. 향후 하이닉스 배당금 증가는 불 보듯 뻔한 상황이며 막대한 자금 소요 및 세금 부담으로 이제 하이닉스 지분을 SKT가 매도해 SK(주)가 직접 늘리는 것은 물 건너간 상황이다. 그런데 시간이 없다. 공정거래법 개정으로 올해 안에 SKT가 인적분할 작업을 완료하는 것이 SK(주)가 하이닉스를 가져올 수 있는 유일한 방법이다. 당연한 얘기지만 오너에게도 절대 유리하다.

분할 후 SKT 통신부문 시가총액 10조원 이상이면 다행이다

많은 투자자들은 향후 SK(주)의 스왑(SKT 매도/중간지주 매수)을 감안해 SKT PER이 높게 형성되고 시가총액이 많이 커질 수 있을 것으로 기대한다. 물론 이것이 인적분할 후 시가총액이 늘어날 수 있는 유일한 방안이며 가능성이 있는 얘기다. 하지만 요즘 통신주 인기가 너무 없어 경쟁사 시가총액이 적은 게 큰 문제다. 통신부문만 보면 SKT 영업이익이 LGU+의 1.1배 수준인데 현재 LGU+ 시가총액이 5조원에 불과하기 때문이다. LGU+가 급등하지 않는 한 SKT 시가총액이 10조원을 넘기도 현실적으로 만만치 않다.

중간지주사 가치는 불확실성으로 크게 저평가될 전망이다

중간지주사 시가총액은 현재 하이닉스 시가총액만 감안해도 13조원(배당세 감안한 할인율 적용), 나머지 자회사 가치를 감안하면 18조원도 가능하다고 말할 수 있을 것이다. 하지만 현실은 그렇지 않다. 요즘 주식시장에선 10년 후에나 발생할 일도 주가에 선반영한다. SKT를 보유할 이유가 없어진 SK(주)가 스왑을 통해 중간지주사로 지분을 몰아넣고 이후 SK(주)-중간지주사가 합병하는 건 당연한 수순이다. 여기서 중요한 포인트는 중간지주사 시총이 크면 장 요소가 된다는 것이다. 중간지주사는 불운한 운명을 갖고 탄생한다. 엄청난 할인율이 적용될 가능성이 높다. 중간지주사 시가총액이 10조원 형성도 어려울 수 있다는 판단이다. 하이닉스 가치는 과거에도 각종 논란 속에 SKT 시총에 제대로 반영되지 못했다.

Update

BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(1월25일): 263,000원

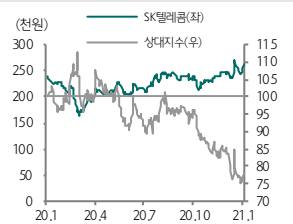
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,208.99
52주 최고/최저(원)	270,000/165,500
시가총액(십억원)	21,236.1
시가총액비중(%)	0.96
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	420.8 / 22.1
60일 평균 거래대금(십억원)	102.0
20년 배당금(예상, 원)	10.00 / 0
20년 배당수익률(예상, %)	4.20
외국인지분율(%)	34.72
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4인	26.78
국민연금공단	10.97
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.5 26.4 11.0
상대	(6.9) (13.3) (22.3)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	18,561.7	19,498.5
영업이익(십억원)	1,282.4	1,435.7
순이익(십억원)	1,350.3	1,862.9
EPS(원)	16,519	22,818
BPS(원)	333,038	349,016

Stock Price



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	1,534.2	2,432.2	3,093.9
순이익	십억원	3,127.9	889.9	1,198.0	1,878.3	2,387.8
EPS	원	38,738	11,021	14,837	23,262	29,572
증감율	%	20.31	(71.55)	34.62	56.78	27.13
PER	배	6.96	21.60	16.04	10.92	8.59
PBR	배	0.89	0.78	0.75	0.77	0.72
EV/EBITDA	배	6.45	5.57	5.41	5.42	5.08
ROE	%	15.52	3.92	5.12	7.69	9.28
BPS	원	302,806	305,327	318,088	331,636	350,621
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
suuji@hanafn.com

표 1. SKT 분기별 수익 예상

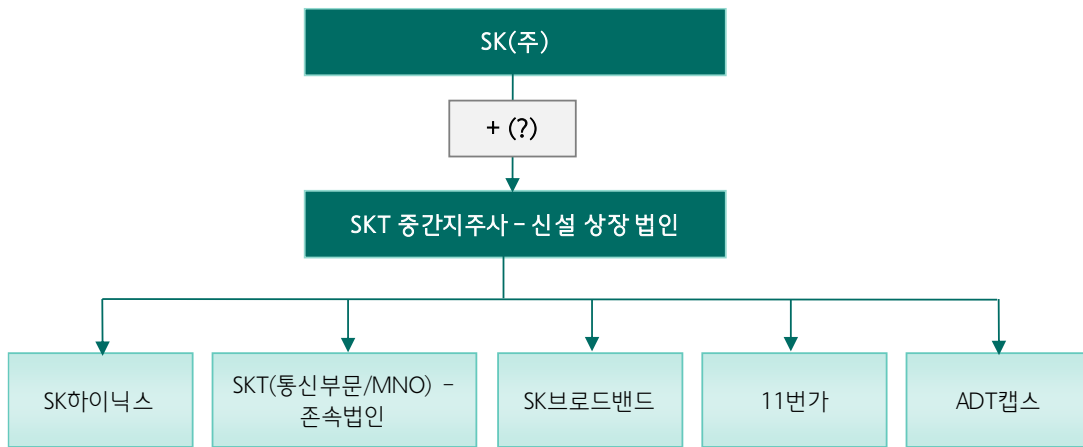
(단위: 십억원, %, %p)

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	94.2	429.1	555.7	757.5	690.0
순이익 (순이익률)	309.4 7.0	427.2 9.3	386.9 8.2	74.5 1.6	331.4 7.1	428.9 9.1	584.8 12.2	533.3 11.0

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

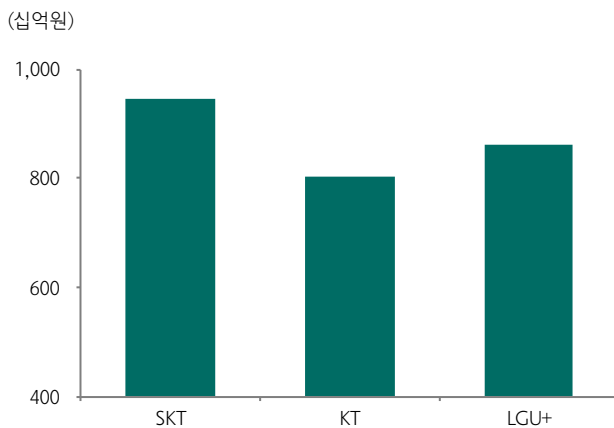
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SK그룹 인적분할 통한 지배구조개편 방향 예측



자료: 하나금융투자

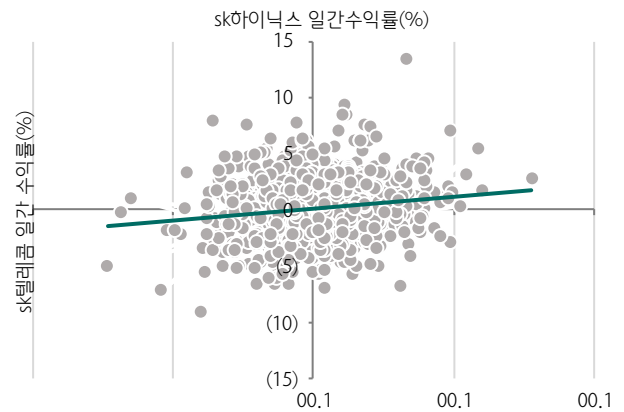
그림 2. 통신 3사 통신부문 영업이익 비교



주: IFRS 15 2020년 예상실적 기준

자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 3. 2014년 이후 SKT와 하이닉스 주가 상관 관계 미미



주: SKT와 하이닉스의 일간수익률 간 상관관계는 0.13으로 주가 상관관계 미미

자료: Fnguide, 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
판매비	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)	(107.9)	(107.9)
중속/관계기업손익	3,270.9	449.5	823.0	1,245.0	1,654.4
기타영업외손익	(367.9)	(109.1)	(277.8)	(168.3)	(168.3)
세전이익	3,976.0	1,162.7	1,534.2	2,432.2	3,093.9
법인세	844.0	300.7	327.1	559.4	711.6
계속사업이익	3,132.0	861.9	1,207.2	1,872.8	2,382.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,132.0	861.9	1,207.2	1,872.8	2,382.3
비지배주주지분 손익	4.1	(28.0)	9.1	(5.5)	(5.5)
지배주주순이익	3,127.9	889.9	1,198.0	1,878.3	2,387.8
지배주주지분포괄이익	3,000.5	892.3	1,559.3	1,835.9	2,335.4
NOPAT	946.7	822.9	986.7	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)	19.91	14.21	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)	34.62	56.79	27.13
EPS증가율	20.31	(71.55)	34.62	56.78	27.13
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	6.56	9.86	11.96

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	38,738	11,021	14,837	23,262	29,572
BPS	302,806	305,327	318,088	331,636	350,621
CFPS	58,219	64,560	67,913	82,721	90,917
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	16.04	10.92	8.59
PBR	0.89	0.78	0.75	0.77	0.72
PCR	4.63	3.69	3.50	3.07	2.79
EV/EBITDA	6.45	5.57	5.41	5.42	5.08
PSR	1.29	1.08	1.04	1.08	1.03
재무비율(%)					
ROE	15.52	3.92	5.12	7.69	9.28
ROA	8.25	2.05	2.65	4.04	4.96
ROIC	5.76	4.20	4.88	5.46	6.32
부채비율	89.58	95.46	88.03	85.29	82.01
순부채비율	32.55	39.61	38.16	36.56	32.15
이자보상배율(배)	3.91	2.79	3.85	9.87	11.57

자료: 하나금융투자

대차대조표

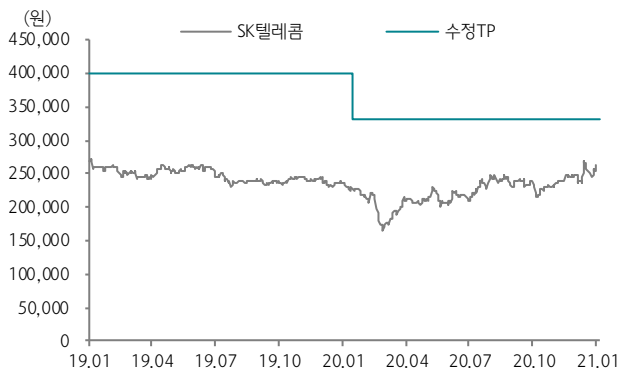
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,958.8	8,102.3	8,362.4	8,713.7	9,536.2
금융자산	2,806.6	2,360.5	2,816.4	2,890.2	3,579.9
현금성자산	1,506.7	1,270.8	1,846.1	1,834.5	2,525.2
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,242.7	2,340.0	2,460.0
채고자산	288.1	162.9	205.8	214.7	225.7
기타유동자산	2,855.5	3,347.9	3,097.5	3,268.8	3,270.6
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	45,861.1	47,165.4	49,069.9
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	23,868.3	24,962.2	26,495.2
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	(2,260.8)	(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	22,670.2	23,764.1	25,297.1
비지배주주지분	(121.6)	(133.3)	521.5	492.9	464.3
자본총계	22,349.3	22,823.5	24,389.8	25,455.1	26,959.5
순금융부채	7,273.7	9,041.1	9,307.9	9,307.2	8,667.8

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,332.6	3,986.1	5,406.3	6,005.8	6,866.7
당기순이익	3,132.0	861.9	1,207.2	1,872.8	2,382.3
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)
영업활동 자산부채 변동	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)	575.2	(11.5)	690.7
Unlevered CFO	4,700.9	5,213.0	5,483.7	6,679.4	7,341.1
Free Cash Flow	1,540.2	610.2	1,596.2	1,555.8	2,416.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 25일

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
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 1월 25일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 영업관련 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.