



하나금융그룹

2021년 02월 04일 | Equity Research

SK텔레콤 (017670)

4Q Review – 인적 분할에 대비한 투자전략 설정 필요

매수/TP 33만원 유지, 인적분할 결정 후 의견 조정 제시 예정

SKT에 대해 투자의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. 아직은 SKT가 인적 분할을 공시하지 않았고 분할 비율도 정해진 게 없기 때문이다. 향후 주총까지 통과 여부를 관측하면서 현 SKT와 분할 후 SKT/중간지주사의 적정 가치 및 주가 상승 여부에 대해 언급할 예정이다. 분할이 결정된다면 SKT에 대한 분석 업무는 지속할 예정이므로 새롭게 투자의견을 제시할 예정이며, 중간지주사는 투자의견 없이 SKT 자료를 통해 투자 전략에 대해 언급할 계획임을 미리 밝혀둔다.

4분기 어닝서프라이즈, 오랜만에 흡잡을 데 없는 실적 달성

SK텔레콤은 2020년 4분기 연결 영업이익 3,311억원(+104% YoY, -8% QoQ)을 기록하여 컨센서스(영업이익 2,597억원)를 상회하고 전년동기비 영업이익이 크게 성장하는 양호한 실적을 기록하였다. 사실상 완벽한 실적이었는데 실적 호전 사유는 1) 5G가입자 순증 폭이 크게 확대되면서 이동전화 ARPU가 전분기비 1% 상승하였고, 2) 단말기 판매량이 증가하고 인당획득비용(SAC)이 상승했지만 2019년 4분기 마케팅비용이 높은 데 따른 역기저 효과가 나타나 전년동기비 마케팅비용이 감소했으며, 3) 감가상각비가 정체 양상을 나타냈고, 4) 티브로드 연결 편입, 11번가 이익 개선으로 자회사 영업이익 기여도가 증가하는 모습을 나타냈기 때문이다. 4분기 자회사 영업이익 기여도는 1,002억원으로 전년동기비 117% 성장하였다. 4Q엔 본사/자회사 실적이 모두 양호했다.

분할 우려로 주가 상승 제한적일 것, 가치 부상 어려워

하지만 SKT는 인적분할 가능성이 어느 때보다도 고조된 상황이라 실적보단 인적분할 이슈를 감안해 투자 판단할 것을 권고한다. 물론 아직까진 경영진이 인적분할을 강행한다고 해도 주총 통과를 장담할 수 없는 상황인 것은 맞다. 하지만 주총 통과 가능성은 어느 정도는 염두에 둔 보수적인 투자 전략을 설정하는 것이 현실적으로 맞지 않을까 싶다. 현 시점에서 분할 후 잔존법인 SKT와 신규 상장법인 중간지주사의 합산 시가총액이 증가할 것이라고 낙관하기 어렵다. 기대주인 SKT는 KT와 LGU+의 현재 형편없는 시가총액을 감안할 때 시가총액 증가가 만만치 않을 것이고, 중간지주사는 태생적 한계로 제대로 된 가치를 평가받기 어려울 것이기 때문이다. 대주주에 유리한 방향은 분명히 SKT의 시가총액이 커지고 중간지주사 시가총액이 줄어들어 SK(주) 중간지주사 현 물출자 이후 SK(주)의 중간지주사 지분율을 극대화시키는 것이다. 여기에 SK(주) 시가총액이 커져 중간지주사 합병 시 최태원 회장의 지분을 희석이 최소화된다면 금상첨화다. 결국 지배구조개편을 기대한 투자가들은 SK(주), 5G 수혜를 기대한 투자 가들은 LGU+/KT로 이동할 가능성이 높다. 수급 상으로 보면 SKT가 KOSPI 대비 초과수익을 거두긴 어려울 전망이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(2월03일): 245,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,129.68		
52주 최고/최저(원)	270,000/1 65,500	18,566.6	19,512.8
시가총액(십억원)	19,782.7	1,286.7	1,435.9
시가총액비중(%)	0.92	순이익(십억원)	1,337.7
발행주식수(천주)	80,745.7	EPS(원)	16,309
60일 평균 거래량(천주)	426.4 54.6	BPS(원)	22,775
60일 평균 거래대금(십억원)	104.6		348,585
20년 배당금(예상,원)	10.00 0		
20년 배당수익률(예상,%)	4.20		
외국인지분율(%)	35.03		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 4 인	26.78		
국민연금공단	10.97		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.9 11.9 8.2		
상대	(5.5) (19.5) (26.8)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	십억원	16,874.0	17,743.7	18,623.4	18,940.4	19,806.6
영업이익	십억원	1,201.8	1,110.0	1,354.1	1,457.1	1,669.8
세전이익	십억원	3,976.0	1,162.7	1,882.2	2,789.8	3,048.0
순이익	십억원	3,127.9	889.9	1,509.5	2,153.6	2,352.5
EPS	원	38,738	11,021	18,695	26,672	29,134
증감율	%	20.31	(71.55)	69.63	42.67	9.23
PER	배	6.96	21.60	12.73	9.19	8.41
PBR	배	0.89	0.78	0.74	0.72	0.69
EV/EBITDA	배	6.45	5.57	5.35	5.32	5.01
ROE	%	15.52	3.92	6.40	8.66	8.95
BPS	원	302,806	305,327	321,946	338,903	357,450
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

표 1. SKT 2020년 4분기 실적 결과

(단위: 십억원, %)

구 분	당사 예상치와의 비교				시장 컨센서스와의 비교			
	실적 결과치	당사 예상치	차액	%	실적 결과치	시장 컨센서스	차액	%
매출액	4,839.3	4,631.7	207.6	4.5	4,839.3	4,771.3	68.0	1.4
영업이익	331.1	231.0	100.1	43.3	331.1	259.7	71.4	27.5
순이익	386.0	74.5	311.5	418.1	386.0	177.5	208.5	117.5

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, Fnguide, 하나금융투자

표 2. SKT 2020년 4분기 실적 요약

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	4Q20P	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	당사 예상치	차이
매출액	4,839.3	4,410.6	9.7	4,731.4	2.3	4,631.7	4.5
영업비용	4,508.1	4,296.4	4.9	4,371.7	3.1	-	-
인건비	762.8	733.0	4.1	764.9	(0.3)	-	-
감가상각비	1,045.0	1,028.8	1.6	1,053.10	(0.8)	-	-
마케팅비용	795.9	810.8	(1.8)	764.4	4.1	-	-
영업이익	331.1	162.5	103.8	359.8	(8.0)	231.0	43.3
영업이익률	6.8	3.7	3.2	7.6	(0.8)	5.0	37.2
순이익	386.0	-45.2	흑자전환	383.4	0.7	74.5	418.1

주: 마케팅비용은 멤버십 포인트 매출 차감 후 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

표 3. SKT 연간 수익예상 변경

(단위: 십억원, %)

구 분	2021F				2022F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	18,940.4	18,987.0	(46.6)	(0.2)	19,806.6	19,917.8	(111.2)	(0.6)
영업이익	1,457.1	1,463.4	(6.3)	(0.4)	1,669.8	1,715.7	(45.9)	(2.7)
순이익	2,153.6	1,878.3	275.3	14.7	2,352.5	2,387.8	(35.3)	(1.5)

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: 하나금융투자

표 4. SKT 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,839.3	4,602.8	4,730.8	4,840.7	4,646.2	4,727.2	4,781.1	4,832.5
영업이익	331.1	359.5	361.5	326.3	350.7	378.8	411.4	322.6
(영업이익률)	6.8	7.8	7.6	6.7	7.5	8.0	8.6	6.7
세전이익	442.1	548.3	521.8	436.9	429.1	555.7	757.5	690.0
순이익	386.0	427.2	386.9	377.0	331.4	428.9	584.8	533.3
(순이익률)	8.0	9.3	8.2	7.8	7.1	9.1	12.2	11.0

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	16,874.0	17,743.7	18,623.4	18,940.4	19,806.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	18,623.4	18,940.4	19,806.6
판관비	15,672.2	16,633.7	17,269.3	17,483.3	18,136.8
영업이익	1,201.8	1,110.0	1,354.1	1,457.1	1,669.8
금융손익	(128.8)	(287.8)	(265.0)	(107.9)	(107.9)
종속/관계기업손익	3,270.9	449.5	1,027.4	1,608.9	1,654.4
기타영업외손익	(367.9)	(109.1)	(234.4)	(168.3)	(168.3)
세전이익	3,976.0	1,162.7	1,882.2	2,789.8	3,048.0
법인세	844.0	300.7	376.5	641.7	701.0
계속사업이익	3,132.0	861.9	1,505.7	2,148.1	2,347.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,132.0	861.9	1,505.7	2,148.1	2,347.0
비지배주주지분 순이익	4.1	(28.0)	(3.9)	(5.5)	(5.5)
지배주주순이익	3,127.9	889.9	1,509.5	2,153.6	2,352.5
지배주주지분포괄이익	3,000.5	892.3	1,851.9	2,105.8	2,300.7
NOPAT	946.7	822.9	1,083.2	1,122.0	1,285.8
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,474.2	5,596.0	5,808.7
성장성(%)					
매출액증가율	(3.69)	5.15	4.96	1.70	4.57
NOPAT증가율	(21.11)	(13.08)	31.63	3.58	14.60
EBITDA증가율	(6.23)	12.48	8.49	2.22	3.80
영업이익증가율	(21.79)	(7.64)	21.99	7.61	14.60
(지배주주)순익증가율	20.31	(71.55)	69.63	42.67	9.24
EPS증가율	20.31	(71.55)	69.63	42.67	9.23
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	26.59	28.44	29.39	29.55	29.33
영업이익률	7.12	6.26	7.27	7.69	8.43
계속사업이익률	18.56	4.86	8.08	11.34	11.85

투자지표

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	38,738	11,021	18,695	26,672	29,134
BPS	302,806	305,327	321,946	338,903	357,450
CFPS	58,219	64,560	72,221	87,149	90,348
EBITDAPS	55,558	62,490	67,795	69,304	71,939
SPS	208,977	219,748	230,642	234,569	245,297
DPS	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000
주가지표(배)					
PER	6.96	21.60	12.73	9.19	8.41
PBR	0.89	0.78	0.74	0.72	0.69
PCFR	4.63	3.69	3.30	2.81	2.71
EV/EBITDA	6.45	5.57	5.35	5.32	5.01
PSR	1.29	1.08	1.03	1.04	1.00
재무비율(%)					
ROE	15.52	3.92	6.40	8.66	8.95
ROA	8.25	2.05	3.32	4.58	4.84
ROIC	5.76	4.20	5.36	5.44	6.15
부채비율	89.58	95.46	87.90	83.35	80.29
순부채비율	32.55	39.61	38.75	33.41	29.29
이자보상배율(배)	3.91	2.79	4.16	9.83	11.26

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
유동자산	7,958.8	8,102.3	8,252.2	9,315.3	10,130.3
금융자산	2,806.6	2,360.5	2,557.7	3,501.8	4,194.2
현금성자산	1,506.7	1,270.8	1,587.4	2,446.1	3,139.5
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,343.3	2,333.2	2,446.3
재고자산	288.1	162.9	215.0	214.1	224.5
기타유동자산	2,855.5	3,347.9	3,136.2	3,266.2	3,265.3
비유동자산	34,410.3	36,509.3	38,136.4	38,408.3	39,446.8
투자자산	13,562.2	14,401.9	16,257.1	16,192.9	16,910.3
금융자산	750.4	1,016.7	1,570.5	1,569.8	1,578.2
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	1,683.5	1,713.5	1,738.5
자산총계	42,369.1	44,611.6	46,388.6	47,723.6	49,577.1
유동부채	6,847.6	7,787.7	6,988.4	7,012.2	7,214.3
금융부채	1,488.5	1,766.0	1,779.8	1,787.7	1,795.0
매입채무	381.3	438.3	379.5	377.9	396.2
기타유동부채	4,977.8	5,583.4	4,829.1	4,846.6	5,023.1
비유동부채	13,172.3	14,000.4	14,711.9	14,682.6	14,864.9
금융부채	8,591.8	9,635.6	10,344.5	10,409.6	10,452.6
기타비유동부채	4,580.5	4,364.8	4,367.4	4,273.0	4,412.3
부채총계	20,019.9	21,788.1	21,700.4	21,694.7	22,079.1
지배주주지분	22,470.9	22,956.8	24,179.7	25,549.0	27,046.6
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	22,981.7	24,350.9	25,848.5
비지배주주지분	(121.6)	(133.3)	508.5	479.9	451.3
자본총계	22,349.3	22,823.5	24,688.2	26,028.9	27,497.9
순금용부채	7,273.7	9,041.1	9,566.6	8,695.5	8,053.5

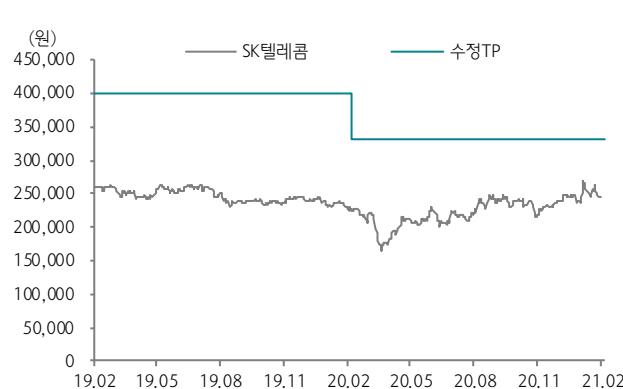
현금흐름표

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,332.6	3,986.1	5,885.9	6,087.7	6,818.9
당기순이익	3,132.0	861.9	1,505.7	2,148.1	2,347.0
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)	224.2	(207.8)	324.6
투자활동 현금흐름	(4,047.7)	(3,582.5)	(4,363.9)	(4,519.3)	(5,199.4)
투자자산감소(증가)	(2,831.4)	(839.7)	(1,855.1)	64.2	(717.4)
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	(133.5)	(32.0)
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)	316.6	858.7	693.3
Unlevered CFO	4,700.9	5,213.0	5,831.6	7,036.9	7,295.2
Free Cash Flow	1,540.2	610.2	2,075.9	1,637.7	2,368.9



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			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(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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 03일

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 2월 3일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.