



하나금융그룹

2021년 03월 30일 | Equity Research

SK텔레콤 (017670)

중요한 건 SK(주)와의 합병 여부 아닐까요?

매수 의견/TP 33만원 유지하나, 5월 초까진 보수적 투자 추천

SKT에 대해 투자의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. 아직은 SKT 경영진이 구체적인 지배구조개편 방안을 결정하지 않은 상태이기 때문이다. 향후 4~5월 인적분할 강행 여부 및 지배구조 개편 상황을 지켜보면서 SKT 투자의견을 다시 제시할 예정이다. 그 이전까지는 보유, 신규 매수는 자제할 것을 권한다.

SK(주)와 합병하지 않을 것이라면 인적분할을 왜 하나?

일부 회사관계자/투자자들은 인적분할의 목적이 단순 주가 부양이기 때문에 SKT가 SKT 통신사업회사와 중간지주사로 분할한 후 SK(주)와는 합병하지 않을 것이라고 주장한다. 그런데 이 주장에 동의하긴 어렵다. SK(주)가 중간지주사와 합병하지 않을 것이라면 SKT가 인적분할을 단행할 이유가 없기 때문이다. SKT 인적분할은 정치적 위험을 감내하고 시행하는 SK그룹의 대형 이벤트이다. 최태원 회장이 SK(주)를 통해 하이닉스를 직접 지배하려는 것이 목적이다. 하이닉스가 그룹의 중심으로 성장했기 때문이다. SK(주)가 중간지주사를 통해 하이닉스를 지배하면 하이닉스의 배당이 SK(주)로 직접 전달되지 못한다는 약점이 있다.

SKT는 타기업 분할 사례와 근본적으로 다르다는 점에 유의

또 일부 투자자들은 최근 인적 분할 사례로 볼 때 통신사업회사 주가 강세, 중간 지주사 주가 약세를 나타낸다고 해도 결국 분할 이후 양사 합산 시가총액은 분할 전보다 높을 것이라 주장한다. 하지만 이를 SKT에 대입하기엔 상당한 무리가 따른다. 대다수 기업분할 업체들은 대주주가 현물출자를 통한 주식 교환을 실시한 이후 사실상 모든 절차가 종료되지만 SKT의 경우엔 지주사—중간지주사간 합병 절차가 한번 더 남아있기 때문이다. 최태원 회장의 SK(주)의 지분율 희석이 최소화 되려면 SK(주)와 중간지주사간 시가총액 격차가 크게 벌어져야 한다. 특히 SKT 자회사 장부 가치 증가로 SK(주) 입장에서 SKT/중간지주사 분할비율이 불리해져 더욱 그렇다. 10년전과는 스토리가 많이 달라졌다.

경영진 SK(주)와 합병 없다고 언급해야 매수에 무리 없을 듯

SK(주)와의 합병이 예정된 중간지주사는 제대로 가치를 평가받기 어렵다. 하이닉스 및 IPO가 예정된 월스트어/11번가/캡스의 가치도 중간지주사가 아닌 SK(주)에 전가될 가능성이 높다. 투자자들이 어차피 합병될 운명이고 SK(주)에 귀속될 가치라고 판단할 가능성이 높기 때문이다. 반면 중간지주사가 SK(주)와 합병하지 않는다고 가정하면 중간지주사에 자회사 가치 부여가 충분히 가능해진다. 따라서 현 시점에서 가장 중요한 부분은 SKT 또는 SK 경영진이 SKT 인적분할 이후 최소 향후 몇 년간은 중간지주사와 SK(주)간 합병이 없을 것이란 보장을 해주는 것이다. 그렇지 않다면 분할 후 SKT 시가총액이 크게 증가하기 어려워 보인다. 잠재적 리스크가 있는 주식을 매수할 투자자들은 많지 않다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(3월29일): 269,000원

Key Data

		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	3,036.04		
52주 최고/최저(원)	274,000/1 75,000		
시가총액(십억원)	21,720.6		
시가총액비중(%)	1.03		
발행주식수(천주)	80,745.7		
60일 평균 거래량(천주)	438.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	110.8		
21년 배당금(예상,원)	12.00 0		
21년 배당수익률(예상,%)	4.69		
외국인지분율(%)	37.73		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 4 인	26.79		
국민연금공단	10.25		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	8.7 13.0 52.4		
상대	7.9 (13.3) (13.8)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	17,740.7	18,624.7	18,940.4	19,793.6	20,565.2
영업이익	십억원	1,108.2	1,349.3	1,457.1	1,656.8	1,818.5
세전이익	십억원	1,161.0	1,877.0	2,790.0	3,035.0	3,101.2
순이익	십억원	888.7	1,504.4	2,153.8	2,341.9	2,393.4
EPS	원	11,006	18,631	26,674	29,004	29,641
증감율	%	(71.59)	69.28	43.17	8.74	2.20
PER	배	21.62	12.77	10.27	9.45	9.24
PBR	배	0.78	0.74	0.81	0.77	0.73
EV/EBITDA	배	5.60	5.39	5.22	4.91	4.56
ROE	%	3.91	6.44	8.82	9.06	8.74
BPS	원	305,245	320,358	337,320	355,748	374,813
DPS	원	10,000	10,000	11,000	12,000	13,000



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 최수지

02-3771-3124

suuji@hanafn.com

하나금융투자

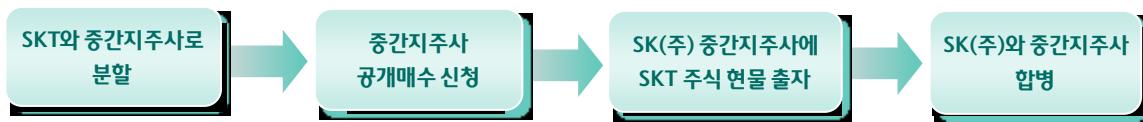
표 1. SKT 분기별 수익 예상

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,839.3	4,646.2	4,710.2	4,765.6	4,818.4
영업이익 (영업이익률)	302.0 6.8	359.5 7.8	361.5 7.6	331.1 6.8	345.8 7.4	376.9 8.0	400.9 8.4	333.6 6.9
세전이익	370.0	548.3	521.8	442.1	497.3	645.5	847.4	799.7
순이익 (순이익률)	309.4 7.0	427.2 9.3	386.9 8.2	386.0 8.0	383.9 8.3	498.0 10.6	654.0 13.7	617.8 12.8

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

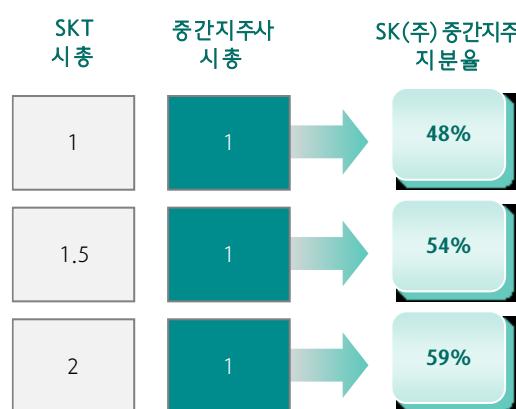
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 인적분할 일정 전망



자료: 하나금융투자

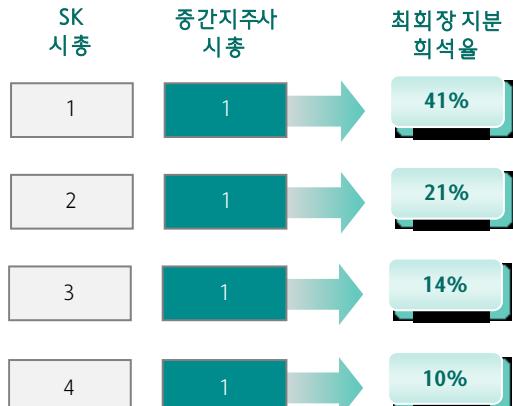
그림 2. SKT:중간지주 시총 변화로 인한 SK(주) 중간지주 지분율 변화



주: SKT와 중간지주사 분할비율은 6대 4로 가정

자료: 하나금융투자

그림 3. SK(주) 중간지주 지분 59% 소유/합병 시 최회장 지분 희석율



주: SK(주)대비 중간지주사 시가총액 비율을 변화로 산정

자료: 하나금융투자

그림 4. 중간지주사 시가총액이 커지기 어려운 이유

- 1 대주주에게 유리한 논리대로 시장 참여자 추가 해석
- 2 중간지주사 SKT 주식 공개 매수, SK(주) 현물 출자 감안 시 중간지주사 시총 커지면 안됨
- 3 SK(주)와 결국은 합병할 운명, 우량 자회사 IPO 시 중간지주보다 SK(주) 주가 더 오를 것

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,740.7	18,624.7	18,940.4	19,793.6	20,565.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,740.7	18,624.7	18,940.4	19,793.6	20,565.2
판관비	16,632.5	17,275.3	17,483.3	18,136.8	18,746.6
영업이익	1,108.2	1,349.3	1,457.1	1,656.8	1,818.5
금융손익	(295.8)	(256.0)	(107.6)	(107.7)	(68.8)
종속/관계기업손익	449.5	1,028.4	1,608.9	1,654.4	1,520.4
기타영업외손익	(100.9)	(244.7)	(168.4)	(168.6)	(169.0)
세전이익	1,161.0	1,877.0	2,790.0	3,035.0	3,101.2
법인세	300.3	376.5	641.7	698.0	713.3
계속사업이익	860.7	1,500.5	2,148.3	2,336.9	2,387.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	860.7	1,500.5	2,148.3	2,336.9	2,387.9
비지배주주지분 순이익	(28.0)	(3.8)	(5.5)	(5.0)	(5.5)
지배주주순이익	888.7	1,504.4	2,153.8	2,341.9	2,393.4
지배주주지분포괄이익	891.1	1,869.1	1,775.3	1,931.1	1,973.3
NOPAT	821.6	1,078.7	1,122.0	1,275.7	1,400.3
EBITDA	5,129.2	5,519.3	5,795.9	5,995.6	6,157.3
성장성(%)					
매출액증가율	5.14	4.98	1.70	4.50	3.90
NOPAT증가율	(13.21)	31.29	4.01	13.70	9.77
EBITDA증가율	14.34	7.61	5.01	3.45	2.70
영업이익증가율	(7.79)	21.76	7.99	13.71	9.76
(지배주주)순익증가율	(71.59)	69.28	43.17	8.73	2.20
EPS증가율	(71.59)	69.28	43.17	8.74	2.20
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	28.91	29.63	30.60	30.29	29.94
영업이익률	6.25	7.24	7.69	8.37	8.84
계속사업이익률	4.85	8.06	11.34	11.81	11.61

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	11,006	18,631	26,674	29,004	29,641
BPS	305,245	320,358	337,320	355,748	374,813
CFPS	65,586	71,300	89,623	92,661	93,000
EBITDAPS	63,523	68,354	71,780	74,252	76,255
SPS	219,711	230,658	234,569	245,135	254,690
DPS	10,000	10,000	11,000	12,000	13,000
주가지표(배)					
PER	21.62	12.77	10.27	9.45	9.24
PBR	0.78	0.74	0.81	0.77	0.73
PCFR	3.63	3.34	3.06	2.96	2.95
EV/EBITDA	5.60	5.39	5.22	4.91	4.56
PSR	1.08	1.03	1.17	1.12	1.08
재무비율(%)					
ROE	3.91	6.44	8.82	9.06	8.74
ROA	2.03	3.23	4.51	4.83	4.79
ROIC	4.14	5.23	5.32	5.92	6.61
부채비율	98.11	96.37	84.76	81.38	76.15
순부채비율	42.16	40.59	34.70	30.03	23.74
이자보상배율(배)	2.73	3.38	9.85	11.17	16.62

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	8,088.5	8,775.1	8,898.1	9,827.3	11,305.7
금융자산	2,360.5	3,053.2	3,005.6	3,816.8	5,167.6
현금성자산	1,270.8	1,369.7	1,853.0	2,637.6	3,977.2
매출채권	2,231.0	2,188.9	2,323.1	2,412.4	2,492.1
재고자산	162.9	171.4	208.2	219.3	226.5
기타유동자산	3,334.1	3,361.6	3,361.2	3,378.8	3,419.5
비유동자산	37,113.9	39,131.9	38,655.1	39,502.6	39,263.5
투자자산	14,401.9	16,200.1	15,587.1	16,313.3	16,753.0
금융자산	1,016.7	1,846.0	1,298.7	1,356.4	1,343.0
유형자산	12,933.5	13,377.1	13,488.3	13,599.6	12,920.8
무형자산	7,815.6	7,793.7	7,788.7	7,773.7	7,773.7
기타비유동자산	1,962.9	1,761.0	1,791.0	1,816.0	1,816.0
자산총계	45,202.4	47,907.0	47,553.2	49,329.9	50,569.2
유동부채	7,851.7	8,178.0	7,488.5	7,630.0	7,780.5
금융부채	1,833.5	1,833.8	1,813.1	1,816.0	1,815.3
매입채무	438.3	372.9	411.2	419.8	435.0
기타유동부채	5,579.9	5,971.3	5,264.2	5,394.2	5,530.2
비유동부채	14,533.8	15,332.7	14,327.5	14,502.8	14,080.7
금융부채	10,146.4	11,121.4	10,124.4	10,167.4	10,167.4
기타비유동부채	4,387.4	4,211.3	4,203.1	4,335.4	3,913.3
부채총계	22,385.4	23,510.7	21,815.9	22,132.8	21,861.2
지배주주지분	22,950.2	23,743.9	25,113.4	26,601.4	28,140.9
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	(1,909.4)	(2,238.7)	(2,238.7)	(2,238.7)	(2,238.7)
기타포괄이익누계액	(329.6)	40.1	40.1	40.1	40.1
이익잉여금	22,228.7	22,981.9	24,351.5	25,839.5	27,378.9
비지배주주지분	(133.3)	652.3	623.8	595.7	567.1
자본총계	22,816.9	24,396.2	25,737.2	27,197.1	28,708.0
순금용부채	9,619.3	9,902.0	8,931.9	8,166.7	6,815.1

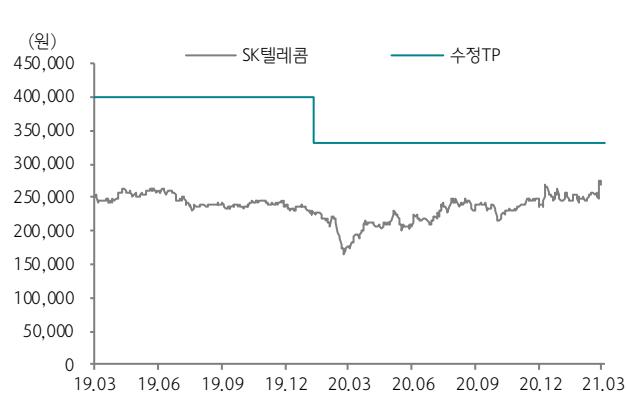
현금흐름표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,035.0	5,821.9	5,738.7	6,912.5	6,395.3
당기순이익	860.7	1,500.5	2,148.3	2,336.9	2,387.9
조정	403	402	434	434	434
감가상각비	4,021.0	4,170.0	4,338.8	4,338.8	4,338.8
외환거래손익	0.4	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(449.5)	(1,028.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,168.9)	(2,743.4)	(3,904.8)	(3,904.8)	(3,904.8)
영업활동 자산부채 변동	(856.1)	302.5	(751.7)	233.5	(333.9)
투자활동 현금흐름	(3,581.6)	(4,250.4)	(3,354.2)	(5,235.8)	(4,134.1)
투자자산감소(증가)	(839.7)	(1,798.1)	613.0	(726.2)	(439.7)
자본증가(감소)	(3,357.4)	(3,455.3)	(4,450.0)	(4,450.0)	(3,660.0)
기타	615.5	1,003.0	482.8	(59.6)	(34.4)
재무활동 현금흐름	(686.7)	(1,457.6)	(1,805.3)	(811.3)	(857.1)
금융부채증가(감소)	1,899.6	975.3	(1,017.7)	46.0	(0.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,867.6)	(1,690.8)	(3.3)	(3.4)	(2.5)
배당지급	(718.7)	(742.1)	(784.3)	(853.9)	(853.9)
현금의 증감	(235.9)	98.8	459.7	784.6	1,339.5
Unlevered CFO	5,295.8	5,757.2	7,236.7	7,482.0	7,509.3
Free Cash Flow	659.1	2,264.1	1,288.7	2,462.5	2,735.3



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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	93.49%	6.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 29일

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 3월 29일 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.