

SK텔레콤 (017670)

주주 인식한 지배구조개편 방식 발표할 듯, 주가엔 긍정적

매수 의견/TP 33만원 유지, 점진적 투자 심리 개선 기대

SKT에 대해 투자 의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. 인적분할방식이 주식시장에 알려진 것과는 다소 다르게 진행될 가능성이 높아지고 있어 투자자들의 우려가 줄어들 전망이다. 올해부터 통신 부문의 장기 빅사이클 도래가 예상되기 때문이다.

SK(주)와 합병 노이즈 줄이는 방식의 지배구조개편 추진 전망

언론에서 다시 SKT 지배구조개편 가능성을 집중 조명하기 시작하고 있다. 금주 SKT 사내 커뮤니케이션 후 곧 외부에 발표할 것이라 얘기도 나온다. 또 기업분할방식은 인적분할 방식이 될 것이라 관측이 지배적이다. 구체적으로는 SKT를 사업 회사인 SKT와 중간지주사로 분할하고 향후 중간지주사-SK(주)간 합병이 추진될 수 있다는 예상이다. 기존 필자의 가정과 거의 일치한다. 그런데 최근 미묘한 변화가 감지되고 있다. 바로 주주 반발을 의식하여 SKT가 SK(주)와의 합병 우려를 줄이는 방안이 나올 것이라 전망이다. 주식시장에 알려진 인적분할 방안을 강행할 경우 상당한 노이즈가 발생함과 동시에 주총에서의 통과를 장담할 수 없기 때문이다.

기존 인적분할방식 변화 예상, 하이닉스만 분리될 수도 있을 듯

현 시점에서 SKT가 인적분할을 감행하여 SK하이닉스를 SK(주) 자회사로 만들면서도 SK(주)와의 합병 노이즈를 발생시키지 않는 방안을 찾기란 쉽지 않다. 하지만 최소화한다고 보면 1) SK(주)와 중간지주사간 합병 시점을 명시하는 방법, 2) 향후 상장을 추진중인 자회사는 그대로 사업 회사인 SKT에 잔존시키고 하이닉스만 중간지주사 밑으로 가져가 향후 SK(주)와 합병하는 방법 정도를 방안으로 생각해볼 수 있겠다. 물론 기존 주주들이 아주 만족스러운 수준은 아니겠지만 그래도 자회사 성장 가치가 SKT 주가로 연결될 수 있는 근거를 남겨두기 때문에 불행 중 다행이라고 볼 수 있겠다.

아직은 조심스러운 상황, 그래도 SKT 매수 고민해볼 필요 있어

아직도 SKT 지배구조개편 방안을 예측하긴 쉽지 않은 상황이다. 인적분할/물적분할/변형된 인적분할 방식 등 시장의 풍문이 끊이지 않는다. 하지만 이제부터 필자는 SKT에 대해 다소 긍정적인 스탠스를 취하고자 한다. 중요한 건 SKT 경영진이 기존 주주들의 SK(주)-중간지주사간 합병 우려에 관심을 갖기 시작했기 때문이다. 아직도 기존의 SKT 인적분할 방식의 강행 가능성이 여전히 존재하지만 확률이 이전 대비 낮아진 것도 분명한 사실이다. 만약 현재 감지되는 분위기 대로 SKT 경영진이 SK(주)와의 합병 우려를 줄일 수 있는 지배구조 개편 방안을 마련한다면 SKT 주가는 한 단계 레벨 업 될 공산이 크다. 통신 업황 개선 가능 기대감에도 불구하고 SKT 주가가 오르지 못했기 때문이다. 아직은 조심스럽지만 지배구조개편 발표가 임박한 상황이므로 서서히 재차 매수를 고민해 볼 필요가 있겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(4월12일): 283,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,135.59
52주 최고/최저(원)	283,000/190,000
시가총액(십억원)	22,851.0
시가총액비중(%)	1.05
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	366.7
60일 평균 거래대금(십억원)	93.7
21년 배당금(예상, 원)	11,000
21년 배당수익률(예상, %)	4.30
외국인지분율(%)	38.34
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4인	26.79
국민연금공단	10.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.0 18.2 45.9
상대	8.1 (9.4) (13.4)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	19,629.1	20,430.2
영업이익(십억원)	1,482.9	1,634.6
순이익(십억원)	1,963.6	2,274.3
EPS(원)	24,132	27,922
BPS(원)	351,144	372,545

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	17,740.7	18,624.7	18,874.0	19,786.0	20,565.2
영업이익	십억원	1,108.2	1,349.3	1,435.8	1,635.7	1,818.5
세전이익	십억원	1,161.0	1,877.0	2,768.6	3,013.8	3,101.2
순이익	십억원	888.7	1,504.4	2,137.2	2,325.7	2,393.4
EPS	원	11,006	18,631	26,468	28,802	29,641
총감율	%	(71.59)	69.28	42.06	8.82	2.91
PER	배	21.62	12.77	10.45	9.60	9.33
PBR	배	0.78	0.74	0.82	0.78	0.74
EV/EBITDA	배	5.60	5.39	5.22	4.92	4.70
ROE	%	3.91	6.44	8.74	8.98	8.73
BPS	원	305,245	320,358	337,994	356,221	375,287
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

표 1. SKT 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,839.3	4,628.2	4,693.7	4,749.3	4,802.8
영업이익 (영업이익률)	302.0 6.8	359.5 7.8	361.5 7.6	331.1 6.8	333.1 7.2	366.9 7.8	391.3 8.2	344.6 7.2
세전이익	370.0	548.3	521.8	442.1	484.6	635.5	837.7	810.7
순이익 (순이익률)	309.4 7.0	427.2 9.3	386.9 8.2	386.0 8.0	374.1 8.1	490.3 10.4	646.6 13.6	626.2 13.0

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

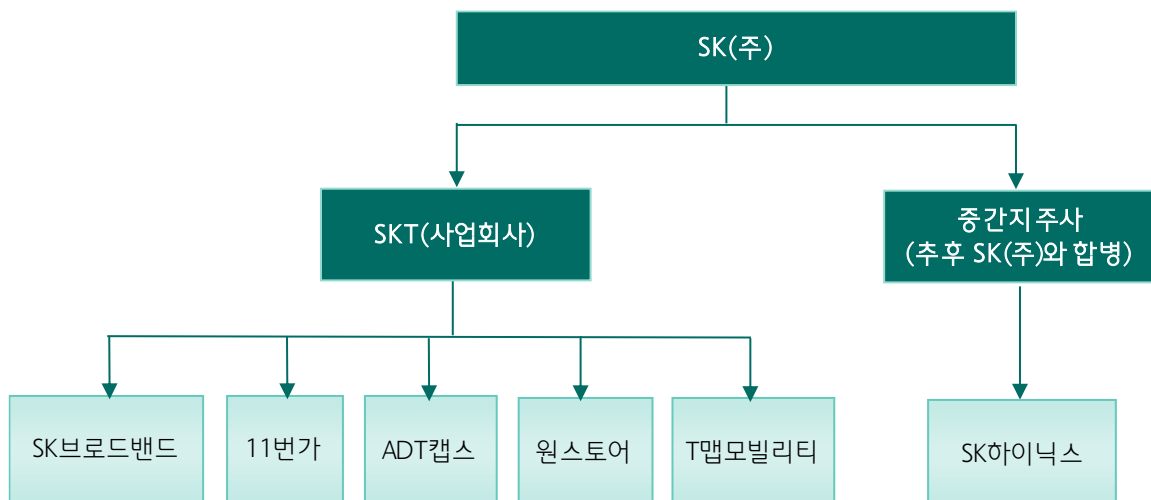
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 인적분할방식이 기존대비 변모될 가능성이 높아지는 이유

- 1 기존 SKT 주주들의 반발 가능성, SK(주)와의 합병 우려로 주총 통과 장담하기 어려움
- 2 MNO(이동전화사업)에서 중간지주사 자회사로 이동하는 직원들의 불안감 및 반발 가능성
- 3 정치적 이슈로 변화될 가능성, 강공 시 일부 언론의 질타 우려

자료: 하나금융투자

그림 2. 기존 주식시장 예상과는 다른 제 3의 SKT 인적분할 방식 예측



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,740.7	18,624.7	18,874.0	19,786.0	20,565.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,740.7	18,624.7	18,874.0	19,786.0	20,565.2
판매비	16,632.5	17,275.3	17,438.2	18,150.3	18,746.6
영업이익	1,108.2	1,349.3	1,435.8	1,635.7	1,818.5
금융손익	(295.8)	(256.0)	(107.6)	(107.7)	(68.8)
종속/관계기업손익	449.5	1,028.4	1,608.8	1,654.4	1,520.4
기타영업외손익	(100.9)	(244.7)	(168.4)	(168.6)	(169.0)
세전이익	1,161.0	1,877.0	2,768.6	3,013.8	3,101.2
법인세	300.3	376.5	637.0	693.2	713.3
계속사업이익	860.7	1,500.5	2,131.7	2,320.7	2,387.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	860.7	1,500.5	2,131.7	2,320.7	2,387.9
비배주주지분 순이익	(28.0)	(3.8)	(5.5)	(5.0)	(5.5)
지배주주순이익	888.7	1,504.4	2,137.2	2,325.7	2,393.4
지배주주지분포괄이익	891.1	1,869.1	1,761.5	1,917.7	1,973.3
NOPAT	821.6	1,078.7	1,105.5	1,259.5	1,400.3
EBITDA	5,129.2	5,519.3	5,774.6	5,974.4	6,157.3
성장성(%)					
매출액증가율	5.14	4.98	1.34	4.83	3.94
NOPAT증가율	(13.21)	31.29	2.48	13.93	11.18
EBITDA증가율	14.34	7.61	4.63	3.46	3.06
영업이익증가율	(7.79)	21.76	6.41	13.92	11.18
(지배주주)순이익증가율	(71.59)	69.28	42.06	8.82	2.91
EPS증가율	(71.59)	69.28	42.06	8.82	2.91
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	28.91	29.63	30.60	30.20	29.94
영업이익률	6.25	7.24	7.61	8.27	8.84
계속사업이익률	4.85	8.06	11.29	11.73	11.61

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	11,006	18,631	26,468	28,802	29,641
BPS	305,245	320,358	337,994	356,221	375,287
CFPS	65,586	71,300	89,358	92,400	93,000
EBITDAPS	63,523	68,354	71,516	73,991	76,255
SPS	219,711	230,658	233,747	245,041	254,690
DPS	10,000	10,000	11,000	12,000	13,000
주가지표(배)					
PER	21.62	12.77	10.45	9.60	9.33
PBR	0.78	0.74	0.82	0.78	0.74
PCR	3.63	3.34	3.09	2.99	2.97
EV/EBITDA	5.60	5.39	5.22	4.92	4.70
PSR	1.08	1.03	1.18	1.13	1.09
재무비율(%)					
ROE	3.91	6.44	8.74	8.98	8.73
ROA	2.03	3.23	4.48	4.80	4.79
ROIC	4.14	5.23	5.24	5.84	6.47
부채비율	98.11	96.37	84.51	81.26	76.05
순부채비율	42.16	40.59	34.27	29.85	26.84
이자보상배율(배)	2.73	3.38	9.71	11.03	16.62

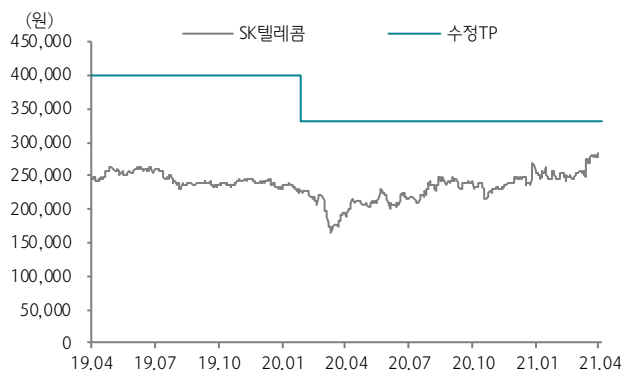
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	8,088.5	8,775.1	8,980.9	9,865.6	10,404.0
금융자산	2,360.5	3,053.2	3,099.9	3,855.0	4,265.8
현금성자산	1,270.8	1,369.7	1,947.3	2,675.8	3,075.4
매출채권	2,231.0	2,188.9	2,315.6	2,412.4	2,492.1
재고자산	162.9	171.4	207.5	219.3	226.5
기타유동자산	3,334.1	3,361.6	3,357.9	3,378.9	3,419.6
비유동자산	37,113.9	39,131.9	38,608.2	39,502.6	40,203.5
투자자산	14,401.9	16,200.1	15,540.1	16,313.3	16,753.0
금융자산	1,016.7	1,846.0	1,298.1	1,356.4	1,343.0
유형자산	12,933.5	13,377.1	13,488.3	13,599.6	13,860.8
무형자산	7,815.6	7,793.7	7,788.7	7,773.7	7,773.7
기타비유동자산	1,962.9	1,761.0	1,791.1	1,816.0	1,816.0
자산총계	45,202.4	47,907.0	47,589.1	49,368.1	50,607.4
유동부채	7,851.7	8,178.0	7,479.1	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	409.9	419.8	435.0
기타유동부채	5,579.9	5,971.3	5,256.1	5,394.2	5,530.2
비유동부채	14,533.8	15,332.7	14,318.2	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	4,193.8	4,335.4	3,913.3
부채총계	22,385.4	23,510.7	21,797.4	22,132.8	21,861.2
지배주주지분	22,950.2	23,743.9	25,167.9	26,639.7	28,179.1
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	24,406.0	25,877.7	27,417.2
비지배주주지분	(133.3)	652.3	623.8	595.7	567.1
자본총계	22,816.9	24,396.2	25,791.7	27,235.4	28,746.2
순금융부채	9,619.3	9,902.0	8,837.6	8,128.5	7,716.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,035.0	5,821.9	5,708.7	6,909.6	6,395.3
당기순이익	860.7	1,500.5	2,131.7	2,320.7	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	(765.0)	246.8	(333.9)
투자활동 현금흐름	(3,581.6)	(4,250.4)	(3,307.3)	(5,282.8)	(5,074.1)
투자자산감소(증가)	(839.7)	(1,798.1)	659.9	(773.2)	(439.7)
자본증가(감소)	(3,357.4)	(3,455.3)	(4,450.0)	(4,450.0)	(4,600.0)
기타	615.5	1,003.0	482.8	(59.6)	(34.4)
재무활동 현금흐름	(686.7)	(1,457.6)	(1,734.1)	(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)	(713.1)	(853.9)	(853.9)
현금의 증감	(235.9)	98.8	554.0	728.5	399.5
Unlevered CFO	5,295.8	5,757.2	7,215.3	7,460.9	7,509.3
Free Cash Flow	659.1	2,264.1	1,258.7	2,459.6	1,795.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	93.85%	6.15%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 12일

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)
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 4월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 비밀유지계약 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보유·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.