



SK텔레콤 (017670)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (M)
현재주가 (4/14)	293,500원
상승여력	26%

시가총액	236,989억원
총발행주식수	80,745,711주
60일 평균 거래대금	945억원
60일 평균 거래량	367,250주
52주 고	300,000원
52주 저	196,000원
외인지분율	38.72%
주요주주	SK 외 4 인 26.79%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.1	14.9	49.7
상대	10.5	13.7	(12.6)
절대(달려환산)	16.9	13.0	63.2

자사주 전량 소각과 SK와의 합병 가능성 차단

인적분할 공식화. 6월 중 이사회 예상

SK텔레콤은 [AI & Digital Infra 컴퍼니 (SKT 존속회사)] [ICT 투자전문회사 (SKT 신설회사)] 로 인적분할을 추진한다고 보도자료를 통해 밝혔다. 이는 이미 예상된 방식이며, 추진 일정은 6월 이사회 개최, 8월~9월 주주총회 개최, 11월 분할 & 상장으로 진행될 전망이다.

'SK와의 합병 당분간 없음' 공식화

인적 분할 과정에서 시장의 우려는 SK와의 합병에 따른 피해 가능성에 집중되어 있다. SK 경영진 측에서는 타운홀 미팅을 통해 SK와의 합병 가능성이 당분간 없을 것으로 밝히면서, 이와 관련한 우려를 제거할 수 있을 것으로 전망된다. 유안타증권은 더 나아가 SK와 SK텔레콤 신설회사간 합병 가능성이 아예 없을 것으로 전망한다.

자사주 전량 소각 가능성 높음

주주 가치 제고 측면에서 SK텔레콤이 보유한 자사주 12%에 대한 전량 소각 작업이 분할 전 이뤄질 것으로 전망된다. 자사주 소각은 EPS 상승이라는 측면에서도 긍정적이지만, 여기에는 더욱 더 중요한 숨겨진 효과가 있다.

자사주 전량 소각의 숨겨진 효과 : SK와 SKT 신설회사간 합병 없음 확인

자사주 소각 시, SK와 SKT 신설회사의 합병 가능성을 원천적으로 차단 시킬 수 있다.

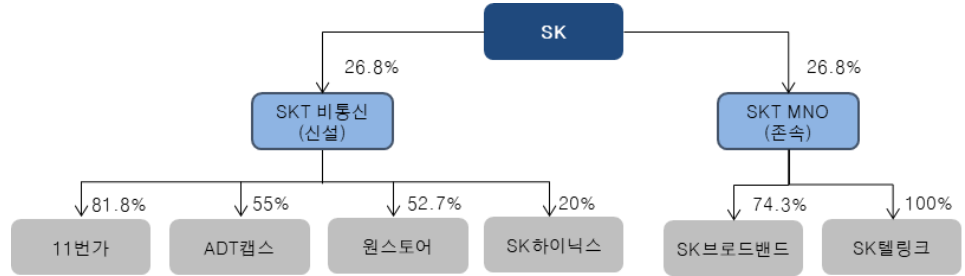
만약 자사주를 남겨 놓은 상태에서 인적 분할 후 존속회사와 신설회사간 자사주를 활용하여 현물 출자 및 유상증자 과정을 거치게 되면 SK는 SKT 신설회사에 대한 지분율을 현재 (26.8%)보다 약 2배 가까이 높일 수 있게 된다. 이렇게 되면 향후 SK와 SKT 신설회사간 합병 시, 대주주의 지분 희석을 최소화 시킬 수 있을 것이다.

하지만 자사주를 전량 소각하게 되면, ①인적 분할 후 추가적인 지배구조 개편 작업 없이 ② 분할 후 SKT 존속회사와 SKT 신설회사 체제는 [그림 1]의 형태로 유지될 것이다. 자사주 소각 후 SK의 SKT 존속회사와 신설회사에 대한 지분율은 30.5%로 상승하게 된다. SK와 SKT 신설회사간 합병을 추진하기에는 대주주의 지분 희석 차원에서 지나치게 낮은 지분율이기 때문에, SK와 SKT 신설회사의 합병 가능성이 아예 없어졌다고 전망할 수 있는 근거가 된다.

목표주가 37만원 유지. 향후 반도체 소재 관련 기업 인수 추진 전망

목표주가 37만원을 유지한다. 통신 부문 적정 시가총액 14.6조원, 비통신 부문 15.9조원을 기준으로 산출된 수치이다. 통신 부문은 배당 총액(7,150억원) 유지를 근거로 분할 후 시가총액이 14.3조원~17.8조원에서 형성될 것이다. 비통신 부문은 지주회사의 평균 할인율 60%를 적용할 경우, 시가총액 12조원이 저점이다. ①SK와의 합병 가능성 배제, ②자사주 전량 소각 가능성, ③자회사 IPO, ④신설회사의 반도체 관련 소재 회사 인수 추진 등이 주가를 높일 것이다.

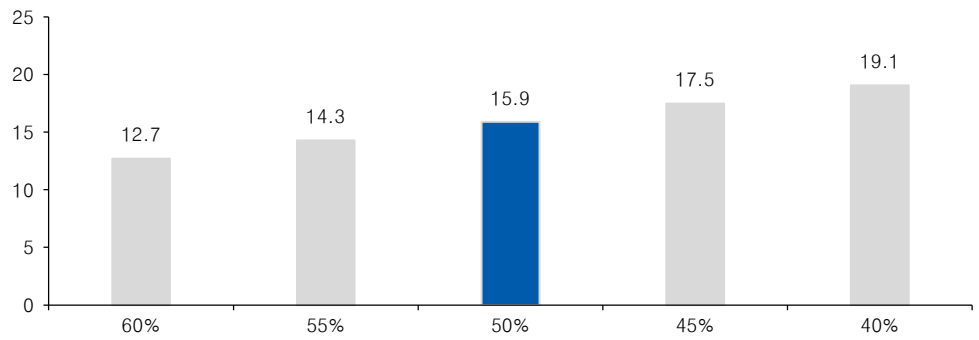
[그림 1] SK 텔레콤 인적분할 방식 (통신 VS 비통신) - 자사주 전량 소각 시 SK의 보유지분율은 26.8% → 30.5%로 상승



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 기대할인율에 따른 SK 텔레콤 신설회사 가치

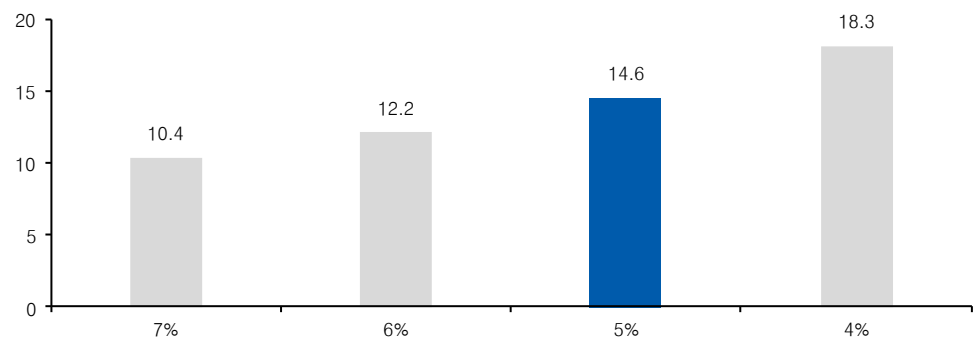
(조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 기대배당수익률에 따른 SK 텔레콤 사업회사 가치

(조원)



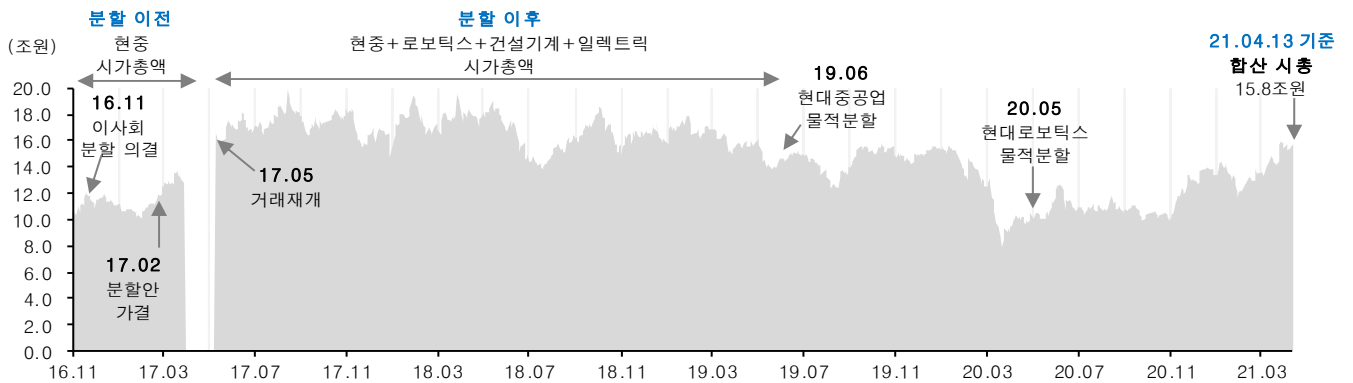
자료: 유안타증권 리서치센터

[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(4/13 증가)	나노엔텍	28.4
SK 하이닉스		20.1	204,128
인크로스		34.6	1,581
카카오		2.5	12,382
기타	기타		14,629
	SKT 사업회사(분할 시 자사주)	12.1	16,954
합계			317,979

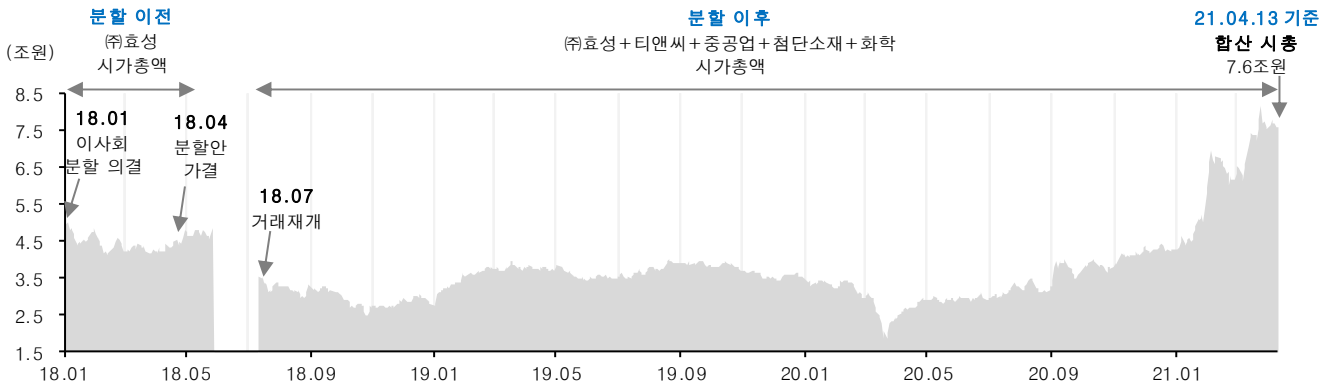
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 인적 분할 후 재평가 사례 (현대중공업)



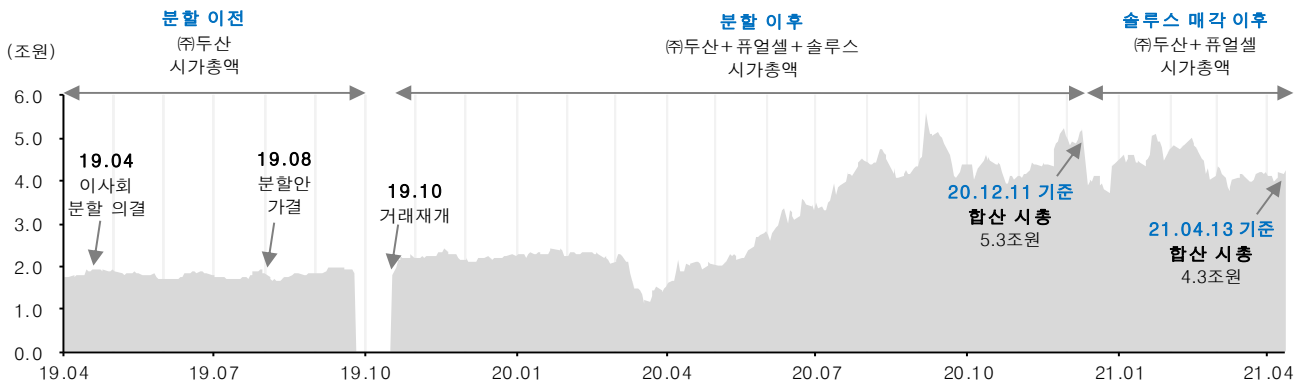
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 인적 분할 후 재평가 사례 (효성)



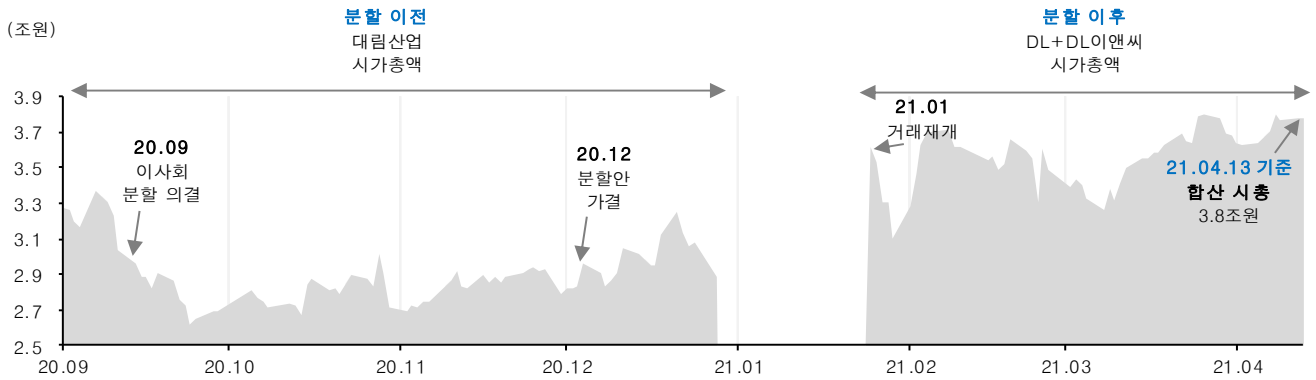
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 인적 분할 후 재평가 사례 (두산)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 인적 분할 후 재평가 사례 (DL)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	177,407	186,247	196,458	201,216	205,254
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	177,407	186,247	196,458	201,216	205,254
판매비	166,325	172,753	181,408	185,340	188,646
영업이익	11,082	13,493	15,051	15,877	16,608
EBITDA	51,292	55,193	56,951	57,977	58,908
영업외손익	528	5,277	14,342	14,278	14,773
외환관련손익	-12	-41	-4	-4	-4
이자손익	-3,425	-3,488	-3,509	-3,555	-3,566
관계기업관련손익	4,495	10,284	18,561	18,932	19,311
기타	-530	-1,478	-707	-1,095	-968
법인세비용차감전순손익	11,610	18,770	29,392	30,155	31,381
법인세비용	3,003	3,765	5,838	6,004	6,178
계속사업순손익	8,607	15,005	23,555	24,151	25,203
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,607	15,005	23,555	24,151	25,203
지배지분순이익	8,887	15,044	23,319	23,910	24,951
포괄순이익	8,617	19,624	23,555	24,151	25,203
지배지분포괄이익	8,911	18,691	23,319	23,910	24,951

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40,350	58,219	39,897	41,251	42,841
당기순이익	8,607	15,005	23,555	24,151	25,203
감가상각비	40,210	41,700	41,900	42,100	42,300
외환손익	4	38	4	4	4
중속, 관계기업관련손익	0	0	-18,561	-18,932	-19,311
자산부채의 증감	-8,561	3,025	-447	522	1,237
기타현금흐름	90	-1,549	-6,553	-6,594	-6,592
투자활동 현금흐름	-35,816	-42,504	-29,874	-28,754	-27,731
투자자산	-2,590	-1,674	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-33,759	-35,578	-31,000	-30,000	-29,000
유형자산 감소	185	1,025	0	0	0
기타현금흐름	348	-6,277	1,126	1,246	1,269
재무활동 현금흐름	-6,867	-14,576	-11,629	-10,711	-13,702
단기차입금	-599	764	350	270	-100
사채 및 장기차입금	6,036	4,424	2,000	2,700	400
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,187	-7,421	-7,950	-7,935	-8,291
기타현금흐름	-5,117	-12,343	-6,028	-5,746	-5,711
연결범위변동 등 기타	-26	-151	-5,078	9,783	9,879
현금의 증감	-2,359	988	-6,684	11,570	11,287
기초 현금	15,067	12,708	13,697	7,013	18,582
기말 현금	12,708	13,697	7,013	18,582	29,870
NOPLAT	11,082	13,493	15,051	15,877	16,608
FCF	6,591	22,641	8,897	11,251	13,841

자료: 유안타증권

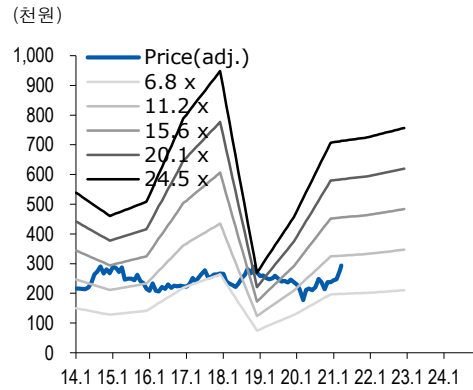
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	80,885	87,751	82,253	95,023	107,339
현금및현금성자산	12,708	13,697	7,013	18,582	29,870
매출채권 및 기타채권	32,833	32,839	33,223	33,959	34,552
재고자산	1,629	1,714	1,982	2,063	2,108
비유동자산	371,139	391,319	398,694	405,719	411,925
유형자산	129,335	133,771	122,871	110,771	97,471
관계기업 등 지분관련 자산	133,853	143,541	162,102	181,035	200,346
기타투자자산	10,167	18,460	18,479	18,499	18,519
자산총계	452,024	479,070	480,947	500,743	519,264
유동부채	78,517	81,780	79,680	79,770	80,059
매입채무 및 기타채무	57,348	58,225	58,420	58,511	59,135
단기차입금	206	1,100	1,450	1,720	1,620
유동성장기부채	14,412	13,638	13,338	13,038	12,738
비유동부채	145,338	153,327	154,754	158,160	159,271
장기차입금	19,721	19,793	21,093	22,593	22,293
사채	72,539	76,902	77,902	79,402	80,402
부채총계	223,854	235,107	234,433	237,930	239,330
지배지분	229,502	237,439	241,232	257,314	274,082
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	222,287	229,819	233,612	249,694	266,462
비지배지분	-1,333	6,523	5,282	5,499	5,853
자본총계	228,169	243,962	246,513	262,813	279,934
순차입금	92,476	95,420	104,302	95,548	84,404
총차입금	116,081	125,952	128,302	131,272	131,572

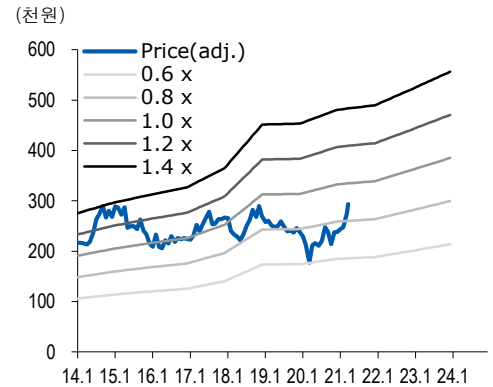
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	11,006	18,631	28,880	29,611	30,901
BPS	313,800	332,887	338,999	361,598	385,162
EBITDAPS	63,523	68,354	70,531	71,802	72,955
SPS	219,711	230,658	243,305	249,198	254,198
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,500
PER	22.7	11.9	10.2	9.9	9.5
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.7	5.1	6.1	5.8	5.6
PSR	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.1	5.0	5.5	2.4	2.0
영업이익 증가율 (%)	-7.8	21.8	11.5	5.5	4.6
지배순이익 증가율 (%)	-71.6	69.3	55.0	2.5	4.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.2	7.2	7.7	7.9	8.1
지배순이익률 (%)	5.0	8.1	11.9	11.9	12.2
EBITDA 마진 (%)	28.9	29.6	29.0	28.8	28.7
ROIC	4.2	5.3	6.0	6.6	7.4
ROA	2.0	3.2	4.9	4.9	4.9
ROE	3.9	6.4	9.7	9.6	9.4
부채비율 (%)	98.1	96.4	95.1	90.5	85.5
순차입금/자기자본 (%)	40.3	40.2	43.2	37.1	30.8
영업이익/금융비용 (배)	2.7	3.4	3.8	4.0	4.1

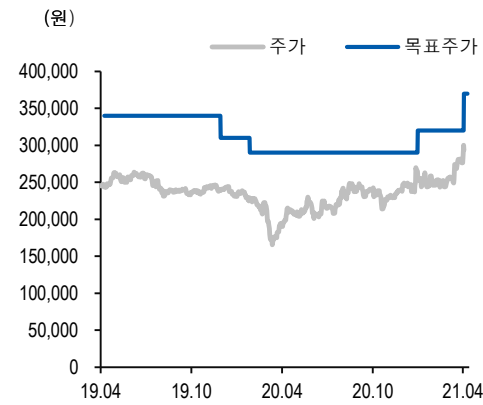
P/E band chart



P/B band chart



SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-15	BUY	370,000	1년		
2021-04-14	BUY	370,000	1년		
2021-01-11	BUY	320,000	1년	-19.83	-6.25
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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-12

※해의 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 기존 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 투자의사결정은 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.