

SK텔레콤 (017670)

주주의 승리, 최선은 아니지만 최악은 면했다

매수 의견/TP 33만원 유지, 추가적인 주가 상승은 가능할 듯

SKT에 대해 투자자의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. 1) 인적분할을 호재로 보긴 어려우나 천만다행으로 SK(주)와의 합병이 당분간 없을 것이라 발표함에 따라 중간지주사의 자회사 IPO 이벤트가 단기적으로는 일정부분 반영될 가능성이 있고, 2) SK브로드밴드 등 통신부문 자회사들이 SKT에 존속함에 따라 SKT 사업회사 기업가치가 당초 우려보다 높게 형성될 것으로 판단되며, 3) SKT 경영진이 자사주의 마법이라는 오명을 뒤집어쓰지 않기 위해 12%에 달하는 SKT 자사주를 소각할 가능성이 높기 때문이다.

SKT CEO, 당분간 SK(주)와의 합병 공식 부인, 단기 리스크 제거

이번 SKT 인적분할 이슈에서 가장 뜨거운 논점은 아마도 SK(주)와 중간지주사간 합병 시점일 것이다. 당장 합병하면 최상이겠지만 최대원회장 SK(주) 지분율 희석 때문에 어려울 것이고 구체적인 시점을 언급하지 않는다면 합병 불확실성으로 인해 중간지주사의 과도한 저평가 현상이 지속될 게 뻔하기 때문이다. 그런데 다행히도 SKT CEO가 당분간 SK(주)와의 합병이 없을 것이라 공식 발표함에 따라 단기 리스크는 제거되었다는 판단이다. 물론 초장기적인 관점에서 본다면 여전히 합병 리스크는 존재한다. 하지만 투자자 입장에서는 우량 자회사 IPO 진행이 예정된 가장 중요한 시기인 2022~2023년 합병에서 자유로울 있다는 측면에서 단기 중간지주사 시가 총액 증대가 제한적으로 일어날 수 있다는 판단이다.

자사주 소각 가능성 존재, 여기서 20%는 더 오른다

SKT 경영진이 자사주를 소각할 가능성이 높아졌다는 점도 다소 긍정적 시각을 갖게 한다. 1) 자사주의 마법이 아직은 가능한 상황이라 중간지주사가 자사주를 SKT 의결권 있는 주식으로 전환할 경우 언론에서 지속적인 질타의 대상이 될 것이며, 2) 자사주는 어차피 중간지주사의 시가총액에 반영되는 것이라 SK(주) 입장에선 크게 아쉬울 것이 없고 향후 현물 출자/주식 교환 일정을 감안 시 SKT 사업 회사 시가총액 증대가 더 중요하기 때문이다. 필자는 자사주 소각 효과로 SKT 주가가 이론적으로 12% 상승할 수 있고 SK브로드밴드 배당 지급 효과로 대략 2조원 정도의 시가 총액이 증가할 수 있어 SKT 주가가 36만원까지는 상승할 수 있을 것으로 판단한다.

장기보단 중/단기 주가 상승 가능성에 전략적 초점 맞춰야

이번 SKT 인적분할로 SKT 합산 시가총액이 현재보다 40~50% 증가한다고 기대하긴 어려울 것 같다. 하지만 다행히 우량 자회사 IPO 기간 중 일정부분이라도 중간지주사 시가 총액이 증가할 수 있는 있게 되었고, SKT 사업회사는 기존 배당금이 유지되는 가운데 SK브로드밴드 배당과 더불어 5G 기대감이 더해질 수 있어 중/단기 기적인 주가 상승은 나타날 수 있다는 판단이다. 분할 이후엔 SKT 사업회사 위주로 비중을 늘려나갈 것을 추천한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(4월14일): 293,500원

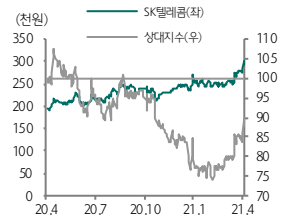
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,182.38
52주 최고/최저(원)	300,000/196,000
시가총액(십억원)	23,698.9
시가총액비중(%)	1.07
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	367.1
60일 평균 거래대금(십억원)	94.5
21년 배당금(예상, 원)	11,000
21년 배당수익률(예상, %)	4.30
외국인지분율(%)	38.72
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4인	26.79
국민연금공단	10.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.1 27.3 49.7
상대	10.5 (4.8) (12.6)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	19,631.4	20,430.5
영업이익(십억원)	1,481.5	1,635.4
순이익(십억원)	1,965.9	2,290.2
EPS(원)	24,186	28,106
BPS(원)	351,414	373,054

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
PER	%	(71.59)	69.28	42.06	8.82	2.91
PBR	배	21.62	12.77	11.33	10.42	10.12
PBR	배	0.78	0.74	0.89	0.84	0.80
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
sujui@hanafn.com

표 1. SKT 분기별 수익 예상

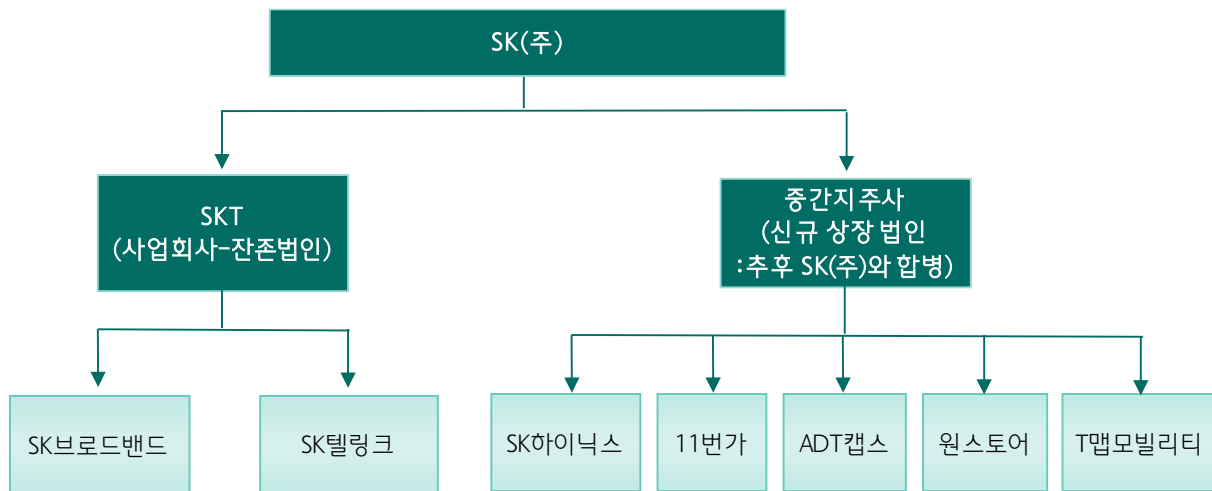
(단위: 십억원, %, %p)

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 지배구조개편(인적분할) 방안



자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 자사주 소각 가능성이 높은 이유

- 1 자사주의 마법이 아직은 가능한 상황, 자사주 보유 시 언론에서 지속적인 질타의 대상이 될 것
- 2 SK(주) 입장에서선 주총 통과를 위해 SKT 지분을 상등을 포기하더라도 하이닉스를 얻는 방식을 택할 것
- 3 자사주는 어차피 중간지주사 몫, SK(주) 입장에선 SKT 사업회사 시가총액 증대가 더 중요

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 손익	(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	(단위:십억원)				
	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	11.33	10.42	10.12
PBR	0.78	0.74	0.89	0.84	0.80
PCR	3.63	3.34	3.36	3.25	3.23
EV/EBITDA	5.60	5.39	5.22	4.92	4.70
PSR	1.08	1.03	1.28	1.22	1.18
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

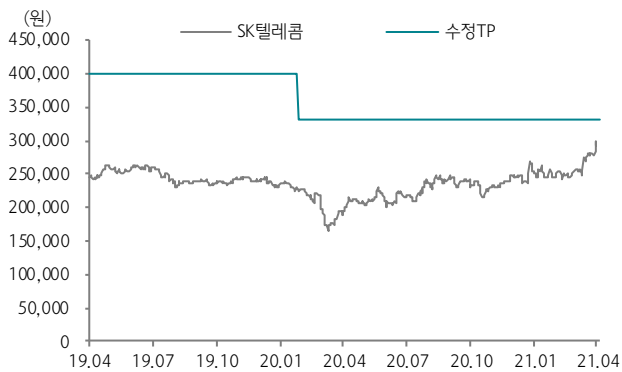
자료: 하나금융투자

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 피리올

SK텔레콤



날짜	투자 의견	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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.25%	5.75%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 14일

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
- 당사는 2021년 4월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 4월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)

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.