



2021년 2월 9일 | Equity Research



# SKT 인적분할에 대한 궁금증 및 해답

## 중간지주사 시총 크면 안되고 SKT 시총 확대 한계 있어 고민

- | SKT 인적 분할은 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배하려는 것
- | 가장 중요한 건 SK/중간지주사/SKT의 시가총액 비율
- | 중간지주사 본질 가치 제대로 평가받기 어려운 구조
- | 합산시총 20~22조원, SK(주)와 LGU+/KT로 수급 이동 예상

### Issue Focus

### Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(2월5일) 258,500원  
 KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(2월5일) 24,050원  
 LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(2월5일) 12,700원



Analyst 김홍식  
 02-3771-7505  
 pro11@hanafn.com

RA 최수지  
 02-3771-3124  
 suuji@hanafn.com



# CONTENTS

---

<b>SKT 인적분할에 대한 궁금증 및 해답</b>	<b>2</b>
1) 왜 SKT는 물적분할이 아닌 인적분할을 하려고 하는가?	3
2) 핵심은 하이닉스 지배, SK는 중간지주사 지분 늘리고 결국 합병할 것	4
3) 대주주에게 유리하려면 분할 후 SKT 시총이 중간지주보다 크게 높아야	5
4) 인적분할의 핵심 이슈는 SK/중간지주사/SKT의 시가총액 비율	6
5) 스왑 후엔 중간지주사 시총 다소 정상화될 전망, 하지만 SK(주)보단 못할 것	7
6) 공격적 DPS 유지에도 SKT 시가총액 10조원 간신히 넘을 것	9
7) 시장 논리대로라면 중간지주사 저평가 양상은 당분간 불가피할 전망	11
8) SKT+중간지주 합산 시가총액 증가 불확실, 노이즈만 커질 것	13
9) SK(주) 또는 LGU+/KT로 매수세 이동할 것, 매수 유지하나 상대 매력도 저하	14

2021년 2월 9일 | Equity Research

# SKT 인적분할에 대한 궁금증 및 해답

## 중간지주사 시총 크면 안되고 SKT 시총 확대 한계 있어 고민

### SKT 인적 분할은 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배하려는 것

SKT 인적분할이 유력해지는 양상이다. 왜 인적분할을 하는 것인지 논란이 있지만 물적분할이 하이닉스 지분 30%를 확보하기 위해 MNO(무선사업) 지분을 매각하는 것이라면 인적분할은 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배하려는 것이 주목적임이 분명하다. SK(주)는 중간지주사 지분을 늘리는데 주력하고 결국 중간지주사와 합병할 것이다.

### 가장 중요한 건 SK/중간지주사/SKT의 시가총액 비율

SKT 인적분할 스토리에서 가장 중요한 건 분할 후 중간지주사와 SKT 시가총액 비율, 이후 중간지주사와 SK(주)와의 시가총액 비율이라고 볼 수 있다. 만약 SKT 시가총액이 중간지주사 대비 2배가 가능하더라도 현물 출자 후 SK(주)의 중간지주사 지분율은 59%(SKT:중간지주사 분할비율 6:4 가정)에 달할 수 있다. 이후 중간지주사와 합병할 SK(주)의 시가총액이 중간지주사 대비 3배 정도라면 유지되어도 SK(주)와 중간지주사 합병 후 최태원 회장 지분 희석율은 14%에 불과할 수 있다. 최태원 회장 SK(주) 지분율이 18.4%에서 15.9%로 낮아지는데 불과해 오히려 입장에서도 충분히 환영할 만한 일이다.

### 중간지주사 본질 가치 제대로 평가받기 어려운 구조

중간지주사 시가총액은 하이닉스와 나머지 자회사 가치를 감안하면 18~19조원도 가능하다고 말할 수 있을 것이다. 하지만 이러한 가치를 부여해줄지 의문이다. 중간지주사는 SKT 인적분할 스토리에서 시총이 커지면 안되는 주식이기 때문이다. 결국 SK(주)에 더 많은 수요 쓸릴 수 밖에 없다는 판단이며, 과거 SK(주)와 SK C&C 합병, SKT의 SKB 100% 출자사 전환 이전 주가 흐름을 되새겨볼 필요가 있다는 판단이다.

### 합산시총 20~22조원, SK(주)와 LGU+/KT로 수급 이동 예상

분할 후 SKT 합산 시가총액이 크게 늘긴 어려워 보인다. SKT 시가총액은 공격적인 배당금 지급에도 불구하고 LGU+/KT의 낮은 시가총액 때문에 증가하는데 한계가 있고, 중간지주사는 제대로 평가를 받기가 어려운 구조이기 때문이다. SKT+중간지주사 합산 시가총액은 20~22조원 수준에 그칠 전망이다. 노이즈가 엄청날 것을 감안 시 지배구조개편 효과를 기대한다면 SK(주)를, 5G 수혜를 기대한다면 LGU+/KT를 매수하는게 유리해 보인다.

### Issue Focus

## Overweight

#### Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(2월5일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	258,500원
KT(030200)	BUY	35,000원	24,050원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	12,700원



Analyst 김홍식  
02-3771-7505  
pro11@hanafn.com

RA 최수지  
02-3771-3124  
suuji@hanafn.com

SKT를 존속 회사로 하고 2021년내 인적 분할 작업을 완료하는 방법으로 SKT 지배구조개편을 추진

### 1) 왜 SKT는 물적분할이 아닌 인적분할을 하려고 하는가?

최근 주식 시장에서는 SKT 인적분할 가능성에 대한 문의가 많다. 예측하긴 어렵지만 제반 일정을 감안하면 늦어도 5월 이전 이사회 결의, 2분기 주총 개최 가능성이 높아 보인다. 물론 아직은 SKT가 인적분할을 확정된 것이 아니므로 중도에 포기할 가능성도 남아 있다. 만약 올해 SKT가 인적분할을 포기할 경우 SKT 인적분할 스토리는 공정거래법 재개정이 없는 한 시장에서 영원히 묻힐 가능성이 높아 SK 그룹 입장에서 고심을 거듭할 수 밖에 없다.

상당수의 투자자들이 SKT가 물적분할에서 인적분할로 지배구조 개편 방향을 왜 바꾸었는지에 대해 궁금해한다. 다소 놀라운 반응이지만 SKT 인적분할이 기업가치 향상 목적이라고 주장하는 투자자들도 적지 않다. 하지만 SKT가 인적분할을 선택한 이유는 너무나도 명백하다. SK하이닉스를 SK(주)가 직접 지배하려는 것이다. 당연한 얘기지만 최태원 회장에게도 절대적으로 유리하다. 하이닉스 이익이 급증하는 양상이며 배당금도 크게 증가할 것이 자명하기 때문이다.

작년만 해도 SKT의 인적분할 가능성은 높지 않았다. 규제 측면에서 쉽지 않을 것으로 봤다. 하지만 공정거래법 개정 시 상장 기업 30% 보유 룰에 대해 올해까지 유예 기간을 부여하면서 해결의 실마리가 생겼다. 결국 유예기간 부여가 물적분할에서 인적 분할로 변경한 결정적 계기가 되었다. 먼저 통신사인 SKT가 중간지주사로 형태가 바뀔 경우 정부/국회의 검토를 받는 부담이 있었지만 이는 인적 분할 후 잔존 법인을 중간지주사가 아닌 SKT(통신부문)로 하면서 부담을 없앴다. 또 신설지주사의 상장 법인 30% 이상 보유 룰은 올해 기업분할작업을 완료하면 예외로 적용됨에 따라 공정거래법상 하이닉스 지분 30%를 취득하지 않아도 되는 면죄부를 적용 받았다. 결국 SKT는 인적분할 쪽으로 방향을 틀었다.

그림 1. SKT가 인적분할을 선택하려는 이유

- 1 하이닉스 이익 급증/배당금 증가 양상, SK(주)의 직접 지배 가능 필요성 대두
- 2 막대한 자금 소요, 세금 문제로 SKT 인적분할 외엔 SK(주)의 하이닉스 직접 지배 어려움
- 3 공정거래법 유예 기간 적용, 올해 내 SKT 인적분할 작업 완료하면 중간지주사 하이닉스 지분 30% 채우지 않아도 됨

자료: 하나금융투자

## 2) 핵심은 하이닉스 지배, SK는 중간지주사 지분 늘리고 결국 합병할 것

인적 분할의 목적은 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배하는 것, SK(주)는 중간지주사 지분 늘리는데 주력하고 결국 합병할 전망

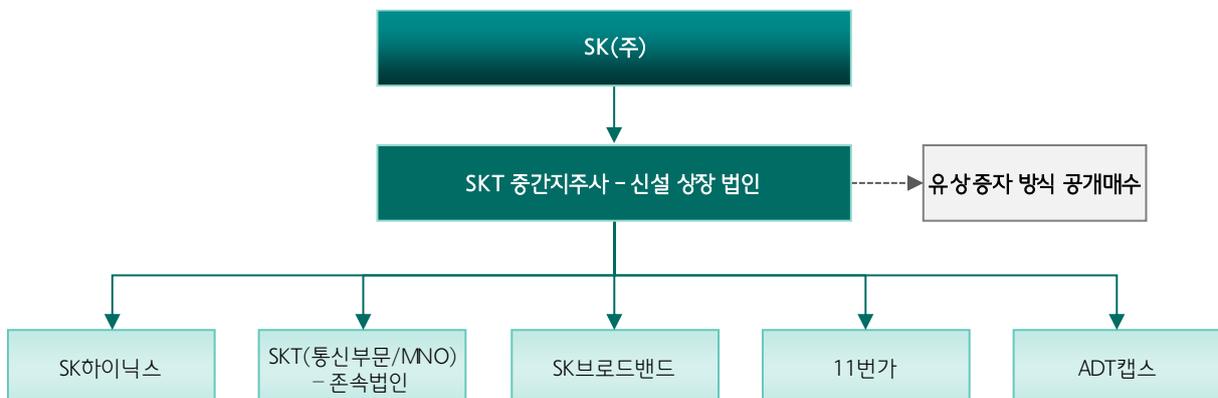
SKT가 인적분할을 하게 되면 이후 기다리는 작업은 SK(주)의 중간지주사지분 확대이다. SKT 분할 후 SK(주)는 SKT와 중간지주사 지분을 각각 27%씩 보유하게 되는데 SK(주)가 중간지주사 지분을 확대하기 위해 SKT(통신사업회사)를 현물로 출자하고 중간지주사를 공개 매수해 중간지주사 지분율을 극대화할 것이 유력하다. 이후엔 논란의 여지가 상당하지만 SK(주)와 중간지주사가 합병할 것이다. 그래야 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배할 수 있기 때문이다. SK(주)가 하이닉스를 직접 지배할 생각이 없다면 무리수를 두면서까지 SKT가 물적분할이 아닌 인적분할을 선택할 이유가 없었을 것이다. 궁극적으로는 SK(주)와 중간지주사 합병을 염두에 두어야 할 것 같다.

SKT 인적분할의 핵심은 SK(주)의 하이닉스 직접 지배이다. 물적 분할의 목적이 중간지주사 아래 MNO(무선통신회사) 상장, SK브로드밴드, 11번가 등 자회사 상장을 통한 자금 마련을 통해 하이닉스 지분을 30%까지 늘리는 것이었다면 인적분할은 중간지주사를 통한 하이닉스 지배가 아닌 SK(주)의 직접 지배라고 볼 수 있다.

그런데 시간이 많지 않다. 공정거래법 개정으로 2021년 안에 SKT가 인적분할 작업을 완료해야 하기 때문이다. 현재 SK(주)가 하이닉스를 직접 지배할 방법은 SKT 인적분할 외엔 없다. 하이닉스 시가총액이 90조원에 달한다는 점을 감안할 때 SKT 지분을 SK(주)가 사오려면 막대한 자금이 소요되며 매각 차의 관련 세금 부담도 크기 때문이다. 하이닉스 지분을 SKT가 SK(주)에 매도해 SK(주)가 직접 하이닉스를 직접 지배하는 것은 이미 불가능해졌고, 이에 따라 SKT가 인적 분할을 선택한 것이라고 볼 수 있다. 다만 부담이 되는 것은 최태원 회장의 SK(주) 지분을 희석이 나타날 수 있다는 점이다.

하지만 이것도 방법이 아예 없는 것은 아니다. 최태원 회장 지분을 희석이 불가피하지만 최소화할 수 있는 방법이 있기 때문이다. 그것은 SK(주)가 SKT를 현물로 출자하고 중간지주사를 공개 매수할 때 SKT 기업 가치를 최대한 끌어 올리고 중간지주사 저평가 상태를 지속시켜 교환비율을 SK(주)에게 유리하게 만드는 것이다. 어떻게 보면 이 작업만 잘 이루어져도 절반의 성공은 거둔 것이라고 볼 수 있다.

그림 2. SK그룹 인적분할 통한 지배구조개편 방향 예측



자료: 하나금융투자

### 3) 대주주에게 유리하려면 분할 후 SKT 시총이 중간지주보다 크게 높아야

분할 후 가장 중요한 것은 SKT 시가총액이 중간지주사 시가총액보다 크게 높아야 대주주에게 유리하다는 사실, 결국 SK(주)의 공개매수 참여 후 중간지주사 지분율에 관심 쏠릴 것

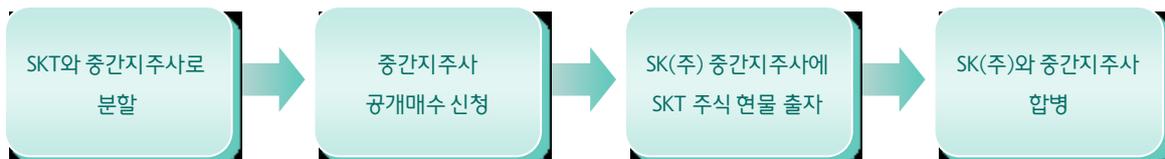
SKT 인적분할 스토리에서 결국 대주주에게 유리하게 주가가 결정된다고 가정하면 SKT 시가총액이 중간지주사보다 높아야 한다. 차이가 크면 클수록 좋다. SK(주)의 중간지주사 지분율이 올라가기 때문이다. 물론 이런 논리는 기업가치를 감안한 얘기는 아니다. 단순히 대주주가 원하는 대로 주가가 움직인다는 시장 논리로 봤을 때 그렇다.

당연한 얘기지만 SKT 인적분할 이후 SK(주)는 중간지주사 지분을 늘려야하고, 중간지주사는 SKT 지분을 가져와야 한다. 이를 위해 공개 매수 방식의 유상 증자를 실시할 것이다. SK(주)가 중간지주사를 지배하고 중간지주사가 SKT를 지배하기 위한 당연한 조치다. 기업분할을 하게 되면 SKT의 기존 대주주인 SK(주)도 소액주주와 마찬가지로 중간지주사와 사업회사 SKT의 지분을 동시에 받게 되는데 SK(주)가 중간지주사를 지배하기 위해 공개 매수에 응하고 SKT 주식 현물 출자를 통해 중간지주사 주식을 교부 받게 된다.

자사주의 경우엔 의결권이 없던 중간지주사의 자사주가 SKT 신주로의 교환을 통해 의결권이 있는 SKT 주식으로 전환할 수 있다. 아직은 현행 법상 자사주의 마법이 가능하기 때문이다. 단 SKT가 비난 여론을 감안해 미리 자사주를 소각한다면 얘기는 달라질 수 있다. 중간지주사 시가총액 감소에도 도움이 되니 하이닉스를 간절히 원한다면 이 정도의 호의를 베풀 가능성은 충분하다.

이러한 일련의 과정이 기다리고 있음을 감안할 때 시장 논리로 보면 SKT 시가총액이 증가하고 중간지주사 시가총액이 보합 또는 감소 추세를 나타내는 것이 대주주 입장에서 볼 때 가장 바람직하다. 결국 SKT 주식을 중간지주사 주식으로 바꿔야 하는 SK(주) 입장에서는 SKT 주가 강세, 중간지주사 주가 약세로 중간지주사 지분을 최대로 늘려 놓는 것이 절대적으로 중요하기 때문이다. 특히 향후 중간지주사와의 합병을 가정할 수 밖에 없는 SK(주) 입장에서는 스왑을 통한 중간지주사 지분 확보율이 중요하다. 그래야 SK(주)와 중간지주사 합병 이후 SK(주)의 최대주주인 최태원 회장의 지분 희석률이 최소화될 수 있기 때문이다. 여기에 일반 주주들의 중간지주사 공개 매수 참여 배제를 위해서도 SKT의 주가 강세, 중간지주사 주가 약세가 유리하다. 사업회사인 SKT의 주가 관리가 반드시 필요하다.

그림 3. SKT 인적분할 일정 전망



자료: 하나금융투자

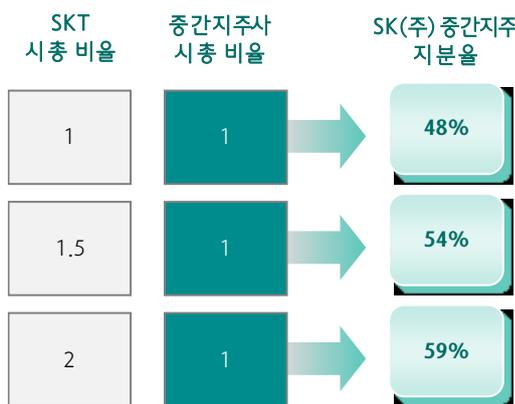
#### 4) 인적분할의 핵심 이슈는 SK/중간지주사/SKT의 시가총액 비율

SKT 시가총액이 중간지주사 시가총액보다 2배 크고 SK(주) 시가총액이 중간지주사 시가총액보다 3배 클 경우 최태원 회장 SK(주) 지분율 하락폭은 14%에 불과할 전망

결국 SKT 인적 분할의 성공 여부는 분할 후 중간지주사와 SKT 시가총액 비율, 이후 중간지주사와 SK(주)와의 시가총액 비율이라고 볼 수 있다. 우선 1차적으로 분할 후 중간지주사와 SKT 시가총액 비율이 중요하다. SKT와 중간지주사 시가총액이 적절한 비율로 움직여주어야 SK(주)가 중간지주사 지분을 극대화시킬 수 있기 때문이다.

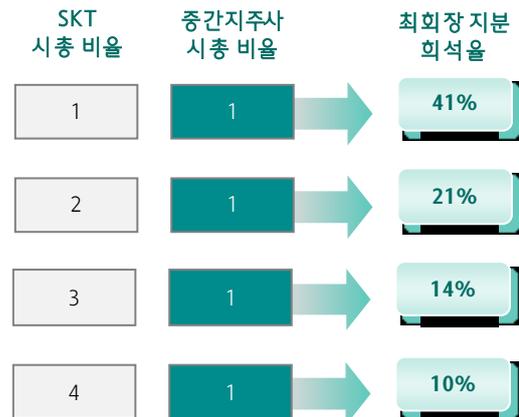
대주주에게 유리한 방향으로 주가가 흘러간다면 SKT 강세, 중간지주사 약세가 무조건 맞다. 만약 SKT 시가총액이 중간지주사대비 2배가 가능하다면 현물 출자 후 SK(주)의 중간지주사 지분율은 59%(SKT:중간지주사 분할비율 6:4 가정)에 달할 수 있다. 이후 중간지주사와 합병할 SK(주)의 시가총액이 중간지주사대비 3배 정도로 유지되어도 SK(주)와 중간지주사 합병 후 최태원 회장 지분 희석율은 14%에 불과할 수 있다. 약간의 지분율 희석이 발생한다는 아쉬움이 있겠지만 오너 입장에서 큰 폭의 배당 증가가 예상되는 하이닉스가 SK(주)의 자회사로 올라온다는 측면에서 충분히 환영할 만한 일이다. 낙관적인 시나리오로 주가가 움직인다면 최종 SK(주)와 중간지주사 합병 후 SK(주)에 대한 최태원 회장 지분율은 현재 18.4%에서 15.9%로 크게 떨어지지 않을 수 있다는 판단이다.

그림 4. SKT:중간지주사 시총 변화로 인한 SK(주) 중간지주 지분율 변화



주: SKT와 중간지주사 분할비율은 6대 4로 가정  
자료: 하나금융투자

그림 5. SK(주) 중간지주 지분 59% 소유/합병 시 최회장 지분 희석율



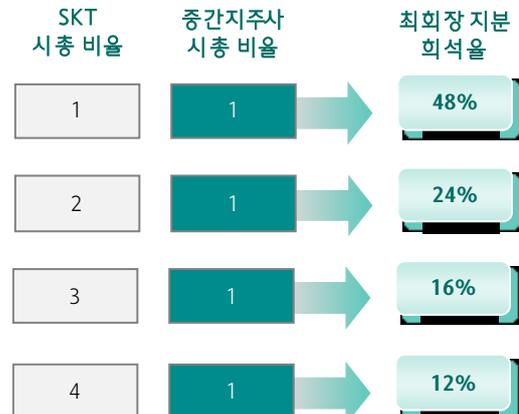
주: SK(주)대비 중간지주사 시가총액 비율 변화로 산정  
자료: 하나금융투자

그림 6. SKT:중간지주사 시총 변화로 인한 SK(주) 중간지주 지분율 변화



주: SKT와 중간지주사 분할비율은 5대 5로 가정  
자료: 하나금융투자

그림 7. SK(주) 중간지주 지분 68% 소유/합병 시 최회장 지분 희석율



주: SK(주)대비 중간지주사 시가총액 비율 변화로 산정  
자료: 하나금융투자

5) 스왑 후엔 중간지주사 시총 다소 정상화될 전망, 하지만 SK(주)보단 못할 것

SK(주)의 SKT 주식 현물 출자 통한  
중간지주사 지분 중대 이후엔  
중간지주사 시가 총액 다소 정상화  
예상, 하지만 결국 SK(주)에 더 많은  
수요 쓸릴 듯, 최태원 회장 SK(주)  
지분을 하락 최소화해 이목 집중될  
것, 과거 SK(주)와 SK C&C 합병 이전  
주가 흐름에 유의해야

그러면 SK(주)의 중간지주사 공개 매수가 끝나고 나면 중간지주사 주가가 정상화 될까? 가능성이 없진 않다. 특히 금년 연말 이후 중간지주사가 보유한 기업들의 IPO가 예정되어 있어 다소간 주가 반등이 나타날 수 있다. 윈스토어부터 IPO를 추진할 것임을 감안할 때 그렇다.

하지만 중간지주사 주가보다 SK(주)의 주가가 더 탄력적으로 반응할 가능성이 높다. 결국 SK(주)로 넘어갈 주식이란 시장 인식이 팽배해져 있을 것이기 때문이다. 최근 주식 시장에서는 10년 후에 있을 일도 주가에 반영하려는 인식이 팽배한 상황이다. 당장 우량 자회사가 주식 시장에서 나름 우수한 펀딩 성과를 받는다고 해도 중간지주사보다는 SK(주)에 투자자들의 관심이 쏠릴 것으로 판단된다. 아마도 최태원 회장의 SK(주) 지분을 희석 최소화를 위해 중간지주보다는 SK(주)가 더 올라야한다는 시장 심리가 지속될 가능성이 높다.

5~6년전 주식시장에서는 SK(주)와 SK C&C 합병설이 무성한 가운데 많은 투자자들이 SK(주)의 저평가론을 주장했고 SK C&C의 고평가 논란이 거셌지만 결국 주가는 SK C&C 강세, SK(주)의 약세 흐름이 지속되었다. SKT의 SK브로드밴드 100% 출자 회사 전환 당시도 마찬가지였다. 비록 SK브로드밴드 실적이 단기적으로 좋지는 않았지만 자산가치대비 과도한 주가 하락이 나타났고 결국 소규모 합병 요건이 충족되는 상황으로까지 발전하였다. 결국 노이즈가 커지면서 합병이 아닌 100% 출자사로 결론이 났지만 주가 흐름은 그룹이 원하는 방향으로 흘러갔다. 세월이 흘렀지만 역사는 반복될 공산이 크다.

그림 8. 2012년 이후 SK(주)와 SK C&C 합병 전 시가총액 비율 추이



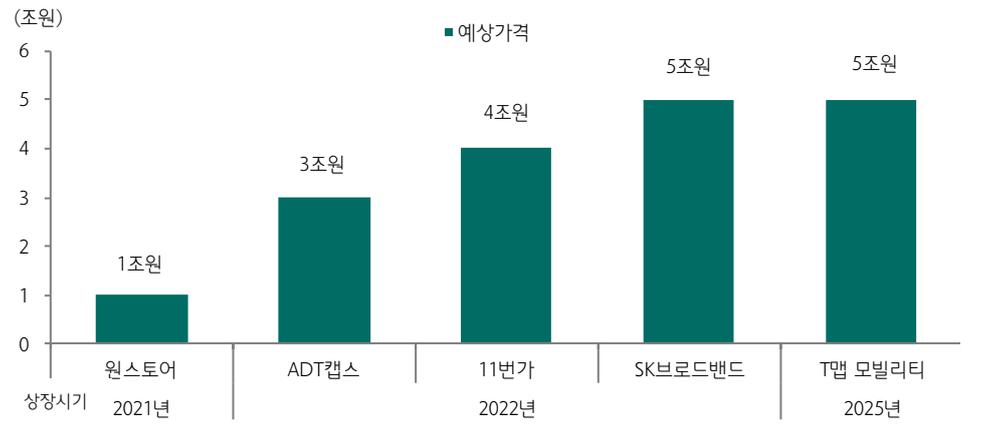
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 9. 100% 자회사 전환 전 SKT와 SKB 시가총액 비율 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 10. SKT 자회사 상장 시기 및 가격 전망



자료: SKT, 하나금융투자

SKT 배당성향 70%로 간다고 가정해도 SKT 시가총액 10조원 간신히 넘길 것으로 전망

### 6) 공격적 DPS 유지에도 SKT 시가총액 10조원 간신히 넘을 것

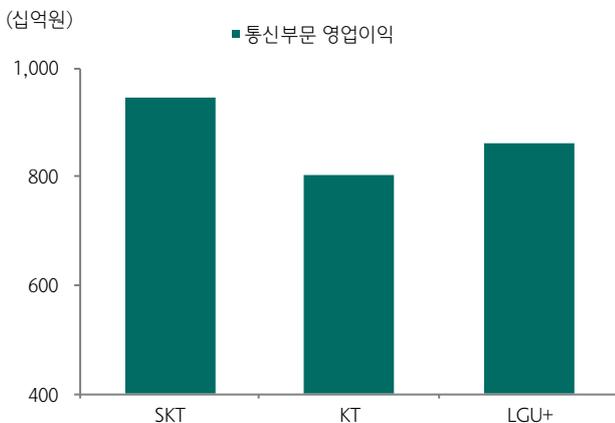
SKT 인적분할 스토리에서 구 SKT의 합산 시가총액(SKT+중간지주사)이 커질 수 있는 가장 현실적인 방안은 SKT의 시가총액이 커지는 것이라고 주장하는 투자자들이 많다. 그래야 SK(주)의 중간지주사 보유 지분율이 크게 높아질 수 있기 때문이다. 이 부분은 필자도 상당부분 공감하는 내용이다. 하지만 안타깝게도 최근의 통신주 동향을 감안하면 현실적으로 한계가 있을 수 밖에 없다.

가장 큰 걸림돌은 경쟁사의 현재 시가총액이다. 현재 SKT의 경쟁사인 KT와 LGU+의 시가총액은 각각 6조원, 5조원 수준에 불과하다. KT는 BC카드와 더불어 간접적으로 케이뱅크를 보유하고 있으며 부동산 자회사, 스카이라이프, HCN도 보유 중이다. LGU+는 헬로비전을 갖고 있다. SKT 정도는 아니지만 KT는 자회사 가치를 무시 못한다. 그런데도 불구하고 현재 시가총액이 SKT대비 훨씬 적다.

이러한 상황에서 분할 후 SKT 시가총액이 어느 정도 될 것인가 예측해보면 대략 10조원을 간신히 넘을 것 같다. 대주주에게 유리한 구도로 주가가 흘러갈 것이고 높은 Multiple을 적용 받을 것이며 금년도부터 실적도 개선될 것이니 5G 수혜감이 높아질 것이라 점을 감안해도 그렇다. 통신 부문만 보면 SKT 영업이익이 KT와 LGU+의 각각 1.2배, 1.1배 수준에 불과하다. 그런데 얼마나 할증이 가능할까? 민감도로 보면 5G 도입으로 인한 영업이익 증가 폭은 SKT가 LGU+보다 클 것이 없는데 말이다.

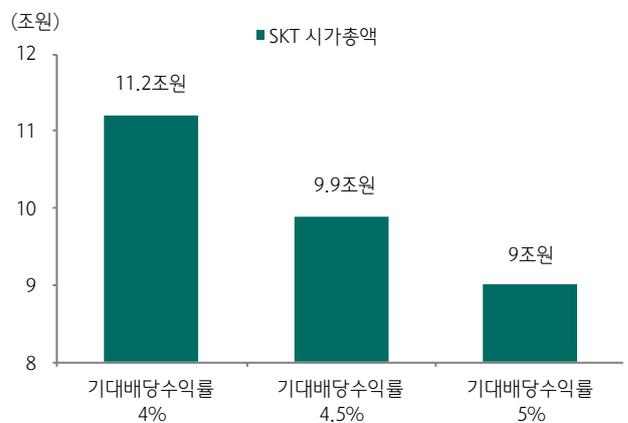
물론 SKT가 분할 이후에도 공격적인 배당을 지속할 가능성이 높다. 그래야 주가가 상승할 수 있기 때문이다. 하지만 분할 후 SKT 영업이익은 1조원, 순이익은 6,500억원 수준에 불과할 것이다. 과거와 달리 자회사 배당금 유입 분도 없다. 배당성향으로 보면 70%까지 높인다고 해도 배당금 지출금이 4,500억원, 기대배당수익률 4.5%를 예상하면 시가총액은 10조원에 불과하다. Target PER은 15.4배로 LGU+대비 2배 가량 높다. 현실적으로 KT와 LGU+가 급등하지 않는 한 SKT 시가총액이 10조원을 넘기기도 그리 만만치는 않다.

그림 11. 통신 3사 통신부문 영업이익 비교



주: IFRS 15 2020년 예상실적 기준  
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 12. 배당성향 70% 감안한 SKT 예상 시가 총액



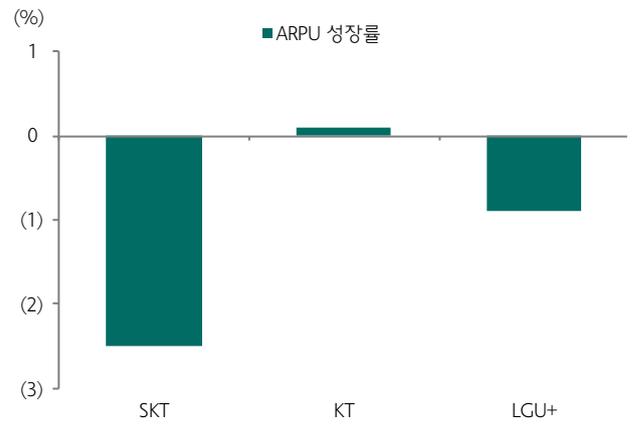
자료: 하나금융투자

그림 13. 2020년 통신 3사 가입자 성장률 비교



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 14. 통신 3사 2020년 이동전화 ARPU 성장률 비교



자료: 각사, 하나금융투자

불운한 운명을 가지고 탄생하는  
중간지주사 시가총액 저평가 현상  
지속될 것

### 7) 시장 논리대로라면 중간지주사 저평가 양상은 당분간 불가피할 전망

중간지주사 시가총액은 현재 하이닉스 시가총액만 감안해도 12조원(배당세 감안한 할인율 적용), 나머지 자회사 가치를 감안하면 18~19조원도 가능하다고 말할 수 있을 것이다. 특히 현재 존재감이 없는 우량 자회사들이 IPO를 통해 주식 시장에 가치를 드러낸다고 보면 SKT보다 중간지주사 시가총액 증가에 더 큰 기대를 걸 수도 있겠다.

하지만 현실은 그렇게 녹록치 않다. 본질 가치가 아닌 시장 논리 측면에서 그렇다. 불행히도 대다수 투자자들은 대주주 및 경영진이 원하는 대로 회사는 움직일 것이며 주가는 이를 반영할 것으로 본다. 과거 사례로 보면 결코 부정하기 어려운 생각이다. 국내 주식 시장에서 수많은 사례가 있지만 대다수의 경우 대주주에 유리한 방향으로 주식 교환 비율이 정해졌다. 당장 SK 그룹 내에서도 SK C&C와 SK(주)의 합병 사례, SKT와 SK브로드밴드 100% 출자사 전환 사례로 볼 때 SK(주)와 SK브로드밴드의 주가 부진이 두드러졌다.

주식 시장의 투자 심리를 감안할 때 SK(주)가 중간지주사와 절대 합병하지 않을 것이라고 공식 천명하지 않는 이상 중간지주사가 제대로 된 평가를 받긴 어려워 보인다. SK(주)로 피합병될 중간지주사에 제대로 된 점수를 부여할 투자자들은 많지 않다. 더구나 IPO 예정인 회사들이 SKT 분할 이전에 없던 회사도 아니며 실적이 급격히 호전된 회사도 아니다. SKT 아래에 있을 때와 마찬가지로 존재감을 나타내긴 어려울 것으로 보인다. 여기에 IPO도 빨라야 올해 말부터 이루어지며 대다수 회사들이 2022~2023년에 IPO를 추진한다. 부정적으로 보면 SK(주)가 공개매수를 통해 SKT 지분을 중간지주사 지분으로 이동한 이후가 될 가능성이 높다.

SK(주)가 중간지주사로 지분을 몰아넣고 이후 SK(주)-중간지주사가 합병하는 건 당연한 수순이다. 여기서 중요한 포인트는 중간지주사 시총이 크면 장애요소가 된다는 것이다. 중간지주사는 불운한 운명을 갖고 탄생한다. 엄청난 할인율이 적용될 가능성이 높다. SKT 시가총액이 간신히 10조원을 넘길 것이라고 본다면 중간지주사 시가총액은 10조원 형성도 어려울 수 있다. 본질 가치 대비 절반에 가까운 할인율 적용이다. 하지만 이러한 사례는 과거에도 비밀 비재했다. 그래야 대주주에 유리해야 한다는 지배구조개편 기본 가정에 어긋나지 않기 때문이다. 하이닉스 가치는 과거에도 각종 논란 속에 SKT 시총에 제대로 반영되지 못했다. 필자 개인적으로도 상당한 의문이었는데 지금 와서 생각해 보면 결국 SK(주)로 넘어갈 운명이라 투자자들의 가혹한 평가에 시달리지 않았나 싶다.

그림 15. 중간지주가 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 안 됨
- 3 SK(주)와 결국은 합병할 운명, 우량 자회사 IPO 시 중간지주보다 SK(주) 주가 더 오를 것

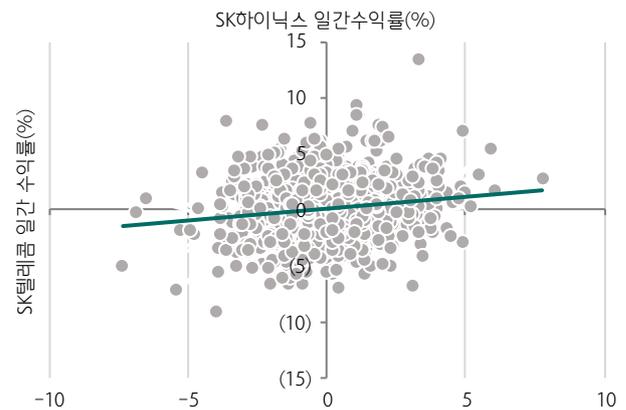
자료: 하나금융투자

그림 16. 정상적 할인을 감안한 중간지주사 시가총액

기업	시가총액
하이닉스	12조원
SK브로드밴드/11번가/캡스	5조원
SKT	2조원
중간지주사 총 시가총액 19 조원	

자료: 하나금융투자

그림 17. 2014년 이후 SKT와 하이닉스 주가 상관 관계



주: SKT와 하이닉스의 일간수익률 간 상관관계는 0.13으로 주가 상관관계 미미  
 자료: Fnguide, 하나금융투자

### 8) SKT+중간지주 합산 시가총액 증가 불확실, 노이즈만 커질 것

SKT 인적분할 이후 합산 시가총액 20~22조원 수준 전망, 시가총액 늘지 않고 노이즈만 양산할 것, 투자자들의 피로감 증대 전망

결국 분할 후 SKT 합산 시가총액이 크게 늘긴 어려워 보인다. SKT 시가총액은 공격적인 배당금 지급에도 불구하고 LGU+/KT의 낮은 시가총액, 통신주에 대한 투자자들의 관심 저하 때문에 증가하는데 한계가 있고, 중간지주사는 제대로 평가를 받기가 어려울 것이기 때문이다. 중간지주사와 SK(주)간 시가총액비율을 투자자들이 지속적으로 의식하면서 주가가 움직일 가능성이 높다.

앞서 언급한 것처럼 그래도 소액주주에게 도움이 되려면 사업회사인 SKT 주가가 큰 폭으로 상승하는게 유일한 해답인데 지금 그럴만한 상황이 아니다. 배당을 공격적으로 지급할 가능성이 높아 그나마 10조원 이상의 시가총액 형성을 예상하는 것이지 통신부문 이익 수준으로만 본다면 경쟁사대비 싸다고 보기 어렵다. 차라리 통신주가 급등하는 상황에서 SKT가 인적분할을 결정했다면 하는 강한 아쉬움이 남는다. 중간지주사가 제대로 된 평가를 못 받더라도 SKT가 높은 시가총액을 형성할 수 있었을 것이기 때문이다. 제반 상황을 감안할 때 SKT+중간지주사 합산 시가총액은 20~22조원 수준에 그칠 전망이다.

반면 각종 노이즈가 나오면서 주주들의 피로감이 커질 것으로 보인다. 특히 인적분할의 목적, 대주주와 소액주주의 유/불리 관계, 향후 주가 흐름 등이 투자자들 및 언론의 집중 공격을 받을 가능성이 높다. 상장 자회사 30% 지분 보유 의무화 유예 규정도 논란이 될 수 있을 것이다. 주총 통과 여부도 관건이며, 거래 중단이 발생한다는 점도 부담이다. 전체적으로 볼 때 소액주주입장에서는 노이즈 대비 얻을 것이 크게 없어 보인다.

그림 18. 인적 분할 후 2개의 상장사 시가총액 합계가 현재 SKT 시가총액보다 크게 늘어난다고 보기 어려운 이유

- 1 분할 후 SKT 사업회사(통신부문)로 매수세 물리겠지만 통신사 시장 인기 낮음
- 2 중간지주사는 SK(주)와의 합병 우려로 주가 오르기 어려움
- 3 자회사 높은 IPO 가격에도 중간지주사 시가총액 증가 쉽지 않을 것

자료: 하나금융투자

**9) SK(주) 또는 LGU+/KT로 매수세 이동할 것, 매수 유지하나 상대 매력도 저하**

지배구조개편 효과를 기대한다면 SK(주)를 5G 수혜를 기대한다면 LGU+/KT를 매수하는게 현명, 둘다 기대한다면 절반씩 매수도 고려할 만하다는 판단

필자는 지난해까지만 해도 SKT 물적분할 가능성을 높게 보았다. SKT 경영진도 비슷한 언급을 한적이 있고 아무래도 인적분할은 노이즈를 만들 공산이 크기 때문이었다. 하지만 아쉽게도 인적분할이 유력해지는 상황이다. 2015년에도 필자는 SKT 통신부문 시가총액이 크게 증가할 수 있는 시장 분위기가 아니라면 SKT 인적분할은 호재로 보기 어려우며 SK(주)과의 합병이 절대 없다는 전제가 깔리지 않을 경우 소액주주에겐 중립 이하의 재료로 평가한다고 언급한 바 있다.

물론 SKT가 인적분할을 한다고 해서 SKT+중간지주사 합산 시가총액이 현재보다 낮아질 것이라고 판단하는 것은 아니다. KT/LGU+가 오르면 SKT가 오를 것이며 주식 시장이 어느 때보다도 활황이기 때문이다. 최소한 현재 시가 총액 수준을 유지하는 가운데 SKT와 중간지주사간 교환 비율을 투자자들이 의식할 공산이 크다.

하지만 분명히 애매한 주식으로 변모하는 것은 분명하며 상대적인 투자 매력도가 낮아질 것은 자명하다. 지배구조 개편을 기대하고 SKT를 매수했거나 매수하려고 했던 투자자라면 차라리 SK(주)를 매수하시는 것이 백 번 나올 것이고, 5G 수혜 기대로 SKT를 매수했다면 노이즈가 많은 SKT보다는 LGU+나 KT에 투자하는 것이 유리하기 때문이다. 전략적으로 SK(주)와 LGU+/KT 중 한 종목을 절반씩 투자하는 것도 대안이 될 수 있겠다.

결국 투자자들은 SK그룹이 원하는 스토리 대로 주가를 형성시킬 가능성이 높다. 과거 SK(주)-SK C&C 합병 사례, SKB의 SKT 100% 출자사 전환 사례에서 보듯이 답은 뻔하다. 현재 밸류는 큰 의미가 없다. 정도의 차이는 있겠지만 SK그룹 지배구조 개편에서 가장 중요한 포인트는 어떤 경우라도 중간지주사 시가총액이 크면 장애 요소가 된다는 것이다. 인적분할은 주주 1/3 출석에 주총 참여 주식수의 2/3가 찬성하면 통과된다. SKT 외국인/기관 비중이 높지만 주총 부결을 예상하긴 쉽지 않다. 주총에서 부결시킬 힘을 가지고 있지 않다면 현 시점에서는 현명한 판단이 필요해 보인다.

SKT에 대한 투자 의견은 당분간 매수로 유지할 계획이다. 인적분할 후 SKT와 중간지주사로 쪼개질 것이므로 현 시점에서 SKT에 대한 투자 의견 변경은 큰 의미가 없다. 향후 통신사업 회사인 SKT를 검토한 후 보고서를 통해 투자 의견을 제시할 예정이며 중간지주사에 대해선 별도의 투자 의견을 제시하지 않을 방침이다. 다만 중간지주사에 대한 별도의 투자 전략은 분할 후 통신 산업 자료 또는 SKT 자료를 통해 언급할 계획임을 미리 밝혀둔다.

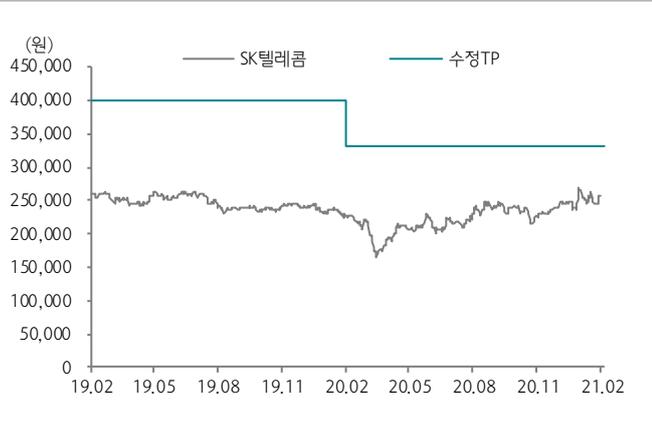
그림 19. SKT가 수급상 불리할 수 밖에 없는 이유

- 1 SK그룹 지배구조개편 기대감 높은 투자자들은 SK(주)를 선호
- 2 분할 후 SKT 예상 시가총액 감안하면 KT 또는 LGU+매수가 더 매력적
- 3 향후 중간지주사 적정 가치 부상 어려움

자료: 하나금융투자

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

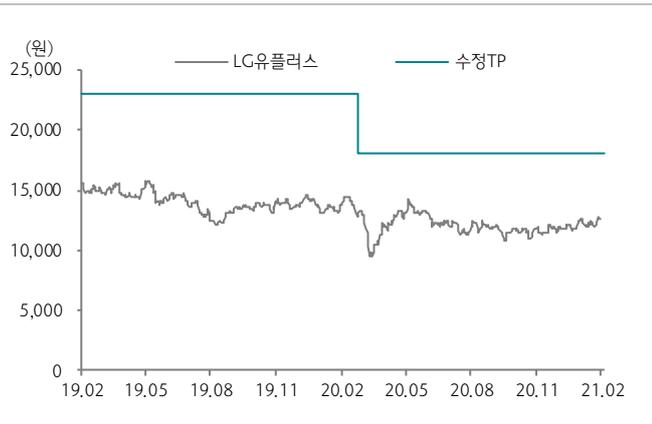
SK텔레콤



날짜	투자이견	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%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

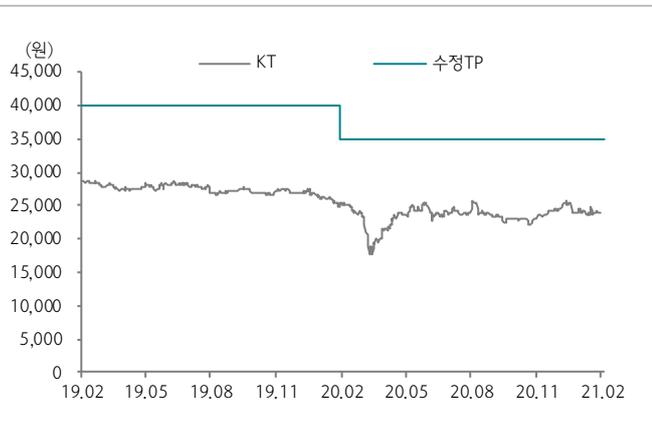
LG유플러스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000	-	-
19.8.20	1년 경과			
18.8.20	BUY	23,000	-32.71%	-20.43%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000	-	-
19.2.8	1년 경과			
18.2.8	BUY	40,000	-28.53%	-22.13%

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	92.11%	7.89%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 02월 08일

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)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 2월 8일 현재 해당회사의 유가증권권을 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)
- B업무관련 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.