

KT (030200)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

| 투자의견 | BUY (M) |
|------------|-------------|
| 목표주가 | 42,000원 (M) |
| 현재주가 (9/4) | 28,700원 |
| 상승여력 | 46% |

| | |
|-------------|--------------|
| 시가총액 | 74,939억원 |
| 총발행주식수 | 261,111,808주 |
| 60일 평균 거래대금 | 156억원 |
| 60일 평균 거래량 | 548,384주 |
| 52주 고 | 31,300원 |
| 52주 저 | 26,700원 |
| 외인지분율 | 49.00% |
| 주요주주 | 국민연금 10.21% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|----------|-------|------|-------|
| 절대 | (1.9) | 5.5 | (4.5) |
| 상대 | (3.1) | 11.5 | (3.9) |
| 절대(달러환산) | (0.4) | 1.9 | (2.5) |

케이뱅크, 재평가로 이어지는 스모킹 건

한국 1호 인터넷 은행인 케이뱅크는 자본 부족 문제에 직면

케이뱅크는 한국의 1호 인터넷 은행이다. 하지만 증자 실패로 인해 동사의 자본금은 3,800억원 수준에 머물러 있으며, 자본 제약에 따라 매월 한도를 정해 놓고 신용 대출 판매에 나서고 있는 상황이다. 케이뱅크의 존재감이 카카오뱅크에 비해 부족해 보이는 이유는 『부족한 자본』으로 지목된다.

인터넷 은행이 의미 있는 규모로 성장하기 위해서는 자본금 규모가 2조원 이상으로 커져야 한다. 지난 5월의 증자 실패 요인은 KT를 제외한 기존 주주의 소극적인 대응 때문이었다. 향후 필요한 증자 규모를 감안 시 신규 주주의 참여가 필수적으로 판단된다. 자본금 2~3조원이 인터넷 은행의 지속 가능한 이익을 창출할 수 있는 전제 조건으로 봤을 때, 자본 확충이 케이뱅크의 최우선 과제가 될 것이다.

판매 상품 경쟁력은 충분. 부족한 자본만 해결되면 그림은 완성

은산 분리 완화 이후 KT가 이사회에서 주도권을 행사하는 그림이 완성되면, 케이뱅크의 영업 추진력에는 탄력이 붙을 것으로 전망한다. 최근 KT는 유료방송 시장과 이동전화 시장에서 과거와는 다른 혁신적 DNA를 선보이기도 했다. 판매 상품 경쟁력은 카카오뱅크와 케이뱅크간 차이가 거의 없다. 자본 제약으로 인해 대출 상품에서만 차이가 있을 뿐, 직관적인 앱 UI/UX, ②간편한 계좌 개설 및 대출, ③상대방 휴대 전화 번호를 이용한 송금 서비스 등을 제공하고 있다. 네이버포인트 1.2% 적립, GS25 편의점 할인, 우리은행 및 GS25 ATM 수수료 무료 등은 오히려 카카오뱅크 체크카드 혜택(평일 0.2%, 주말 0.4% 할인)에 비해 크다.

케이뱅크를 고려한 KT 적정 시가총액은 12조원까지 가능

자본금 2조원 확충 이후 케이뱅크 가치는 약 6조원(자산가치 20조원 기준)까지 성장할 수 있으며, 케이뱅크 Value(2조원)를 고려 한 KT 적정 NAV는 12조원이다. 투자포인트는 다음과 같이 요약된다. ①LG유플러스와의 융합된 시가총액으로 인해 기관투자자는 KT의 저평가 매력에 주목하고 있다. ②신규 요금제 성공 덕에 이동전화 매출액은 요금 인하 영향을 초기에 극복하는 모습을 보여주고 있다. 2019년 3월부터는 5G 모멘텀이 시작될 것이다. ③타사에 비해 아킬레스 건이었던 유선전화, 과도한 인력 문제는 자연스럽게 해결 국면에 진입했다. ④유료방송, 초고속인터넷, 부동산 사업은 순항을 거듭하고 있다. ⑤과거의 보수적인 회계처리 덕에 2019년 영업외손익이 크게 개선될 것이다. ⑥은산법 완화 시 케이뱅크 투자 매력에 주목하게 될 것이다.

Quarterly earning forecasts

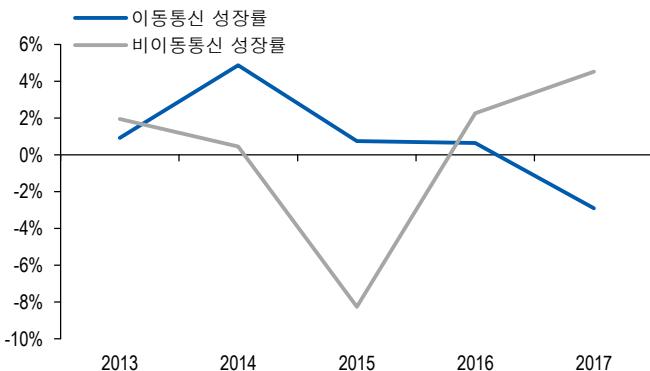
| | 3Q18E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|--------|----------|----------|--------|--------|
| 매출액 | 58,056 | -0.4 | 0.0 | 58,276 | -0.4 |
| 영업이익 | 3,772 | 0.0 | -5.5 | 3,767 | 0.1 |
| 세전계속사업이익 | 2,972 | -6.2 | -24.0 | 3,098 | -4.1 |
| 지배순이익 | 2,005 | 11.5 | -20.1 | 2,037 | -1.6 |
| 영업이익률 (%) | 6.5 | 0 | -0.4 %pt | 6.5 | 0 |
| 지배순이익률 (%) | 3.5 | +0.4 %pt | -0.8 %pt | 3.5 | 0 |

자료: 유안타증권

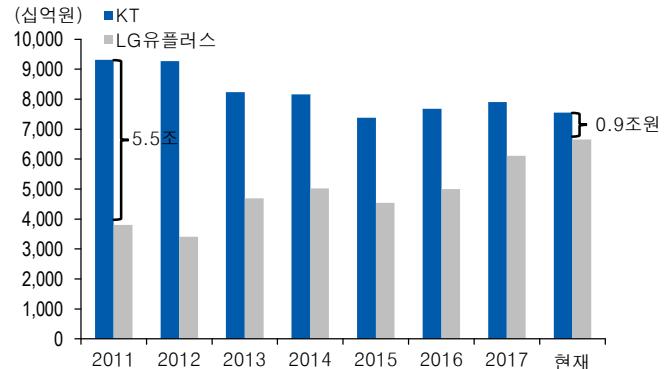
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

| | 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F |
|-----------|----------|---------|---------|---------|-------|
| 매출액 | 227,437 | 233,873 | 232,278 | 235,971 | |
| 영업이익 | 14,400 | 13,753 | 13,394 | 13,297 | |
| 지배순이익 | 7,111 | 4,767 | 6,611 | 6,102 | |
| PER | 11.2 | 17.1 | 11.3 | 12.3 | |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | |
| EV/EBITDA | 2.9 | 2.8 | 2.4 | 2.3 | |
| ROE | 6.4 | 4.1 | 5.4 | 4.6 | |

자료: 유안타증권

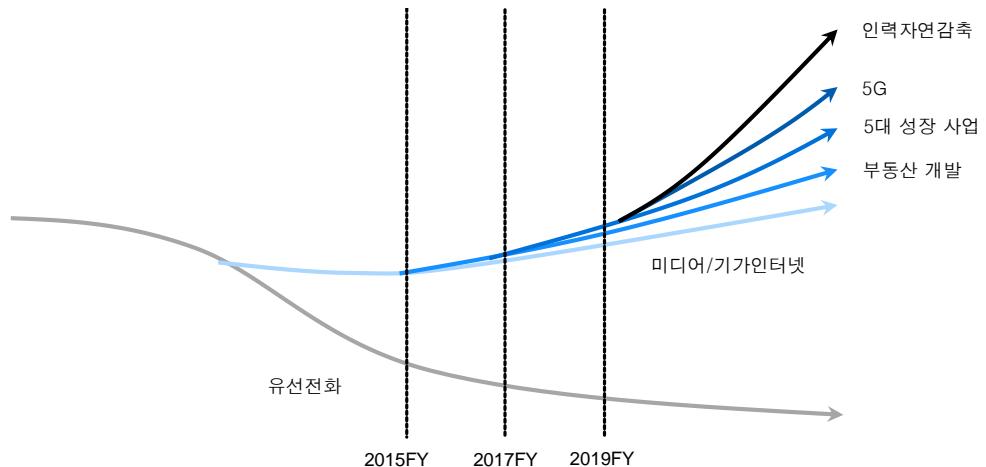


자료: KT, 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터

KT 구조적 이익 증가 요인



자료: 유안타증권 리서치센터

케이뱅크를 고려한 KT Valuation

(단위: 억원, 원)

| 항목 | 금액 | 비고 |
|----------|---------|-------------------------|
| 투자자산 | 46,704 | |
| 타법인 출자 | 23,100 | KT 애스테이트 제외 |
| 케이뱅크 | 20,400 | 자본금 2조 투입 기준. 지분율 34% |
| 지분법 적용 | 2,161 | |
| 매도 가능 증권 | 1,043 | |
| 부동산 | 80,000 | 시장 가격 평가 |
| 자산가치 합계 | 72,693 | 투자자산 30%. 부동산 50% 할인 적용 |
| 순차입금 | 57,593 | 증자 참여에 따른 현금 소진 |
| 영업가치 | 105,675 | FCF 10,500억원. 10배 |
| NAV | 120,775 | |
| 주당 NAV | 49,302 | 자사주 제외 |

자료: 유안타증권 리서치센터

KT (030200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 227,437 | 233,873 | 232,278 | 235,971 | 239,779 | |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 매출총이익 | 227,437 | 233,873 | 232,278 | 235,971 | 239,779 | |
| 판관비 | 213,037 | 220,120 | 218,883 | 222,674 | 225,951 | |
| 영업이익 | 14,400 | 13,753 | 13,394 | 13,297 | 13,828 | |
| EBITDA | 48,615 | 48,130 | 51,240 | 51,978 | 52,264 | |
| 영업외순익 | -3,130 | -5,383 | -2,791 | -3,660 | -3,354 | |
| 외환관련순익 | -1,228 | 2,527 | -408 | -465 | -346 | |
| 이자순익 | -2,215 | -2,094 | -1,489 | -1,582 | -1,465 | |
| 관계기업관련순익 | 26 | -139 | -10 | 0 | 0 | |
| 기타 | 288 | -5,677 | -885 | -1,613 | -1,544 | |
| 법인세비용차감전순순익 | 11,270 | 8,370 | 10,603 | 9,637 | 10,474 | |
| 법인세비용 | 3,292 | 2,755 | 3,153 | 2,749 | 2,990 | |
| 계속사업순순익 | 7,978 | 5,615 | 7,450 | 6,888 | 7,484 | |
| 중단사업순순익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | 7,978 | 5,615 | 7,450 | 6,888 | 7,484 | |
| 지배지분순이익 | 7,111 | 4,767 | 6,611 | 6,102 | 6,630 | |
| 포괄순이익 | 7,922 | 4,932 | 7,424 | 6,888 | 7,484 | |
| 지배지분포괄이익 | 7,044 | 4,283 | 6,541 | 6,102 | 6,630 | |

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

| 재무상태표 | | (단위: 억원) | | | | |
|--------------|---------|----------|---------|---------|---------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산 | 96,433 | 95,221 | 116,458 | 119,304 | 121,769 | |
| 현금및현금성자산 | 29,003 | 19,282 | 27,300 | 29,035 | 27,536 | |
| 매출채권 및 기타채권 | 53,312 | 58,425 | 53,477 | 54,194 | 57,751 | |
| 재고자산 | 3,780 | 4,577 | 5,368 | 5,458 | 5,560 | |
| 비유동자산 | 209,444 | 200,585 | 193,140 | 193,675 | 194,457 | |
| 유형자산 | 143,121 | 135,623 | 130,576 | 132,323 | 134,023 | |
| 관계기업등 지분관련자산 | 2,841 | 2,794 | 2,702 | 2,717 | 2,732 | |
| 기타투자자산 | 6,647 | 7,550 | 8,352 | 8,396 | 8,441 | |
| 자산총계 | 305,877 | 295,806 | 309,598 | 312,979 | 316,227 | |
| 유동부채 | 94,661 | 94,581 | 93,538 | 93,258 | 93,054 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 70,758 | 73,555 | 73,951 | 74,718 | 75,560 | |
| 단기차입금 | 1,531 | 1,283 | 969 | 669 | 369 | |
| 유동성장기부채 | 16,669 | 14,452 | 13,274 | 12,474 | 11,674 | |
| 비유동부채 | 83,268 | 70,461 | 70,855 | 71,001 | 70,879 | |
| 장기차입금 | 5,849 | 4,997 | 1,512 | 1,512 | 1,512 | |
| 사채 | 57,159 | 46,105 | 50,038 | 50,008 | 49,708 | |
| 부채총계 | 177,930 | 165,043 | 164,393 | 164,259 | 163,933 | |
| 지배지분 | 114,419 | 116,846 | 129,933 | 133,094 | 136,292 | |
| 자본금 | 15,645 | 15,645 | 15,645 | 15,645 | 15,645 | |
| 자본잉여금 | 14,409 | 14,411 | 14,432 | 14,432 | 14,432 | |
| 이익잉여금 | 96,565 | 98,542 | 111,902 | 115,063 | 118,261 | |
| 비자매지분 | 13,528 | 13,918 | 15,272 | 15,626 | 16,002 | |
| 자본총계 | 127,948 | 130,764 | 145,205 | 148,720 | 152,294 | |
| 순차입금 | 47,251 | 40,403 | 30,457 | 27,493 | 27,494 | |
| 총차입금 | 83,459 | 69,412 | 67,538 | 66,408 | 65,008 | |

| 현금흐름표 | | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|---------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 47,708 | 38,777 | 52,337 | 50,274 | 47,815 | |
| 당기순이익 | 7,978 | 5,615 | 7,450 | 6,888 | 7,484 | |
| 감가상각비 | 28,218 | 28,025 | 31,972 | 33,253 | 33,300 | |
| 외환순익 | 1,098 | -2,133 | 290 | 465 | 346 | |
| 종속,관계기업관련순익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산부채의 증감 | -1,259 | -4,143 | 3,522 | 1,623 | -1,178 | |
| 기타현금흐름 | 11,673 | 11,413 | 9,102 | 8,045 | 7,863 | |
| 투자활동 현금흐름 | -34,850 | -34,832 | -41,000 | -44,863 | -44,962 | |
| 투자자산 | -361 | 754 | -821 | -15 | -15 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -27,643 | -24,422 | -29,777 | -35,000 | -35,000 | |
| 유형자산 감소 | 934 | 682 | 286 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | -7,779 | -11,847 | -10,688 | -9,847 | -9,946 | |
| 재무활동 현금흐름 | -9,433 | -13,635 | -4,312 | -4,822 | -5,584 | |
| 단기차입금 | 0 | 0 | -300 | -300 | -300 | |
| 사채 및 장기차입금 | -6,459 | -11,639 | -766 | -830 | -1,100 | |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 현금배당 | -1,841 | -2,431 | -2,923 | -3,413 | -3,903 | |
| 기타현금흐름 | -1,133 | 436 | -323 | -280 | -281 | |
| 연결범위변동 등 기타 | -17 | -31 | 993 | 1,147 | 1,232 | |
| 현금의 증감 | 3,408 | -9,721 | 8,018 | 1,736 | -1,500 | |
| 기초 현금 | 25,595 | 29,003 | 19,282 | 27,300 | 29,035 | |
| 기말 현금 | 29,003 | 19,282 | 27,300 | 29,035 | 27,536 | |
| NOPLAT | 14,400 | 13,753 | 13,394 | 13,297 | 13,828 | |
| FCF | 15,506 | 15,038 | 21,002 | 14,808 | 12,139 | |

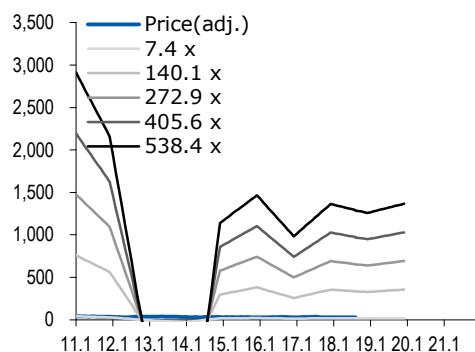
자료: 유안타증권

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

| Valuation 지표 | | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|---------------|--------|---------------|--------|--------|--------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| EPS | 2,723 | 1,826 | 2,532 | 2,337 | 2,539 | |
| BPS | 43,820 | 44,749 | 53,012 | 54,302 | 55,607 | |
| EBITDAPS | 18,618 | 18,433 | 19,624 | 19,907 | 20,016 | |
| SPS | 87,103 | 89,568 | 88,957 | 90,372 | 91,830 | |
| DPS | 800 | 1,000 | 1,200 | 1,400 | 1,750 | |
| PER | 11.2 | 17.1 | 11.3 | 12.3 | 11.3 | |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | |
| EV/EBITDA | 2.9 | 2.8 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | |
| 재무비율 | | (단위: 배, %) | | | | |
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 증가율 (%) | 2.1 | 2.8 | -0.7 | 1.6 | 1.6 | |
| 영업이익 증가율 (%) | 11.4 | -4.5 | -2.6 | -0.7 | 4.0 | |
| 지배순이익 증가율 (%) | 28.6 | -33.0 | 38.7 | -7.7 | 8.6 | |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | |
| 영업이익률 (%) | 6.3 | 5.9 | 5.8 | 5.6 | 5.8 | |
| 지배순이익률 (%) | 3.1 | 2.0 | 2.8 | 2.6 | 2.8 | |
| EBITDA 마진 (%) | 21.4 | 20.6 | 22.1 | 22.0 | 21.8 | |
| ROIC | 6.4 | 6.0 | 6.1 | 6.1 | 6.3 | |
| ROA | 2.4 | 1.6 | 2.2 | 2.0 | 2.1 | |
| ROE | 6.4 | 4.1 | 5.4 | 4.6 | 4.9 | |
| 부채비율 (%) | 139.1 | 126.2 | 113.2 | 110.4 | 107.6 | |
| 순차입금/자기자본 (%) | 41.3 | 34.6 | 23.4 | 20.7 | 20.2 | |
| 영업이익/금융비용 (배) | 4.3 | 4.5 | 4.3 | 4.5 | 4.8 | |

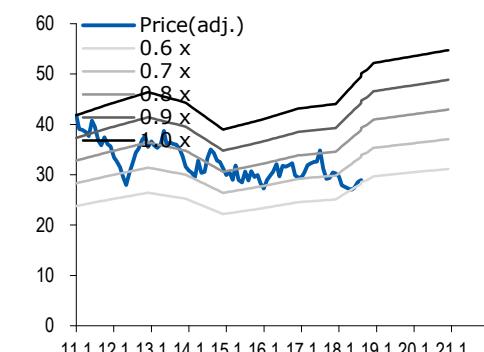
P/E band chart

(천원)



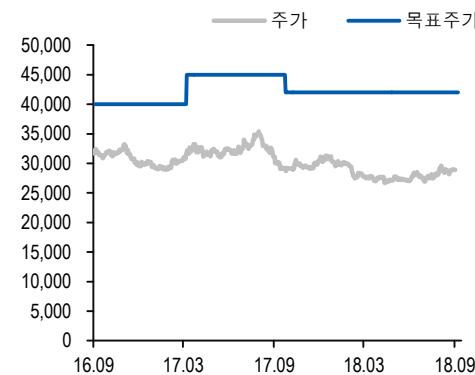
P/B band chart

(천원)



KT (030200) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 평균주가 대비 | 괴리를 최고(최저) 주가 대비 |
|------------|----------|---------|-----------|---------|------------------|
| 2018-09-05 | BUY | 42,000 | 1년 | | |
| 2017-09-25 | BUY | 42,000 | 1년 | | |
| 2017-03-09 | BUY | 45,000 | 1년 | -28.49 | -21.33 |
| 2016-09-07 | 1년 경과 이후 | | 1년 | -23.38 | -16.88 |
| 2015-09-07 | BUY | 40,000 | 1년 | -24.58 | -16.88 |

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.7 |
| Buy(매수) | 86.4 |
| Hold(중립) | 11.4 |
| Sell(비중축소) | 0.6 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2018-09-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 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 기준 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 투자 의사결정은 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.