

통신서비스

최남곤



02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	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 호전적 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 고려한 KT 적정 NAV는 12조원이다. 투자포인트는 다음과 같이 요약된다. ①LG유플러스와의 좁혀진 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

(억원, %)

	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

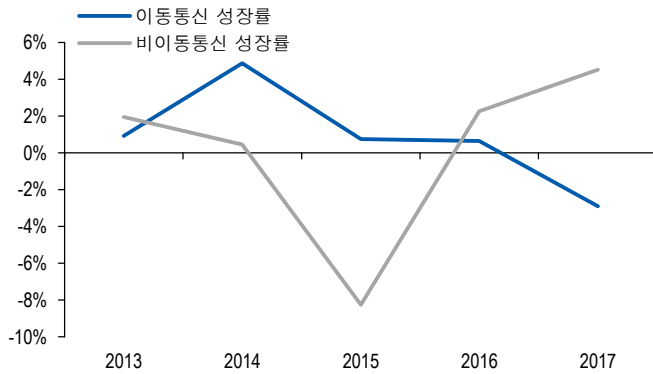
자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

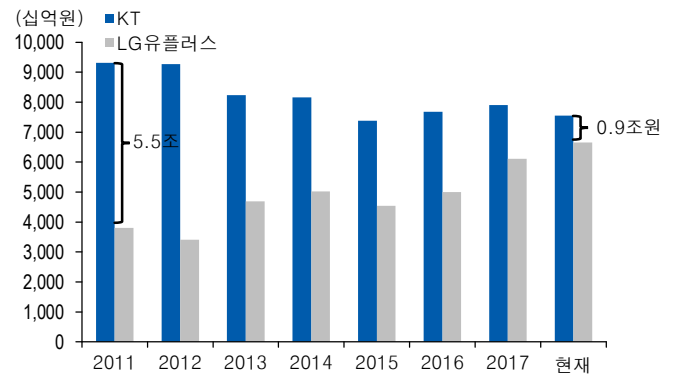
(억원, 원, %, 배)

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

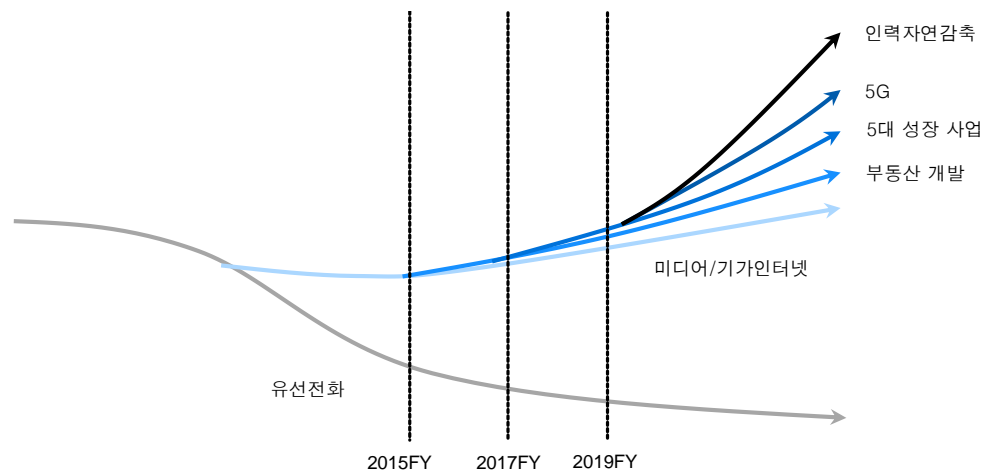


자료: KT, 유안타증권 리서치센터



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 에스테이트 제외
케이뱅크	20,400	자본금 2조 투입 기준. 지분율 34%
지분법적용	2,161	
매도 가능 증권	1,043	
부동산	80,000	시장 가격 평가
자산가치합계	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
판매비	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
영업외손익	-3,130	-5,383	-2,791	-3,660	-3,354
외환관련손익	-1,228	2,527	-408	-465	-346
이자손익	-2,215	-2,094	-1,489	-1,582	-1,465
관계기업관련손익	26	-139	-10	0	0
기타	288	-5,677	-885	-1,613	-1,544
법인세비용차감전순이익	11,270	8,370	10,603	9,637	10,474
법인세비용	3,292	2,755	3,153	2,749	2,990
계속사업순이익	7,978	5,615	7,450	6,888	7,484
중단사업순이익	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 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 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
비지배지분	13,528	13,918	15,272	15,626	16,002
자산총계	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
외환손익	1,098	-2,133	290	465	346
종속, 관계기업관련손익	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

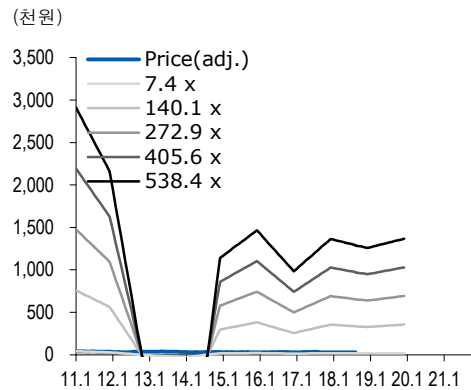
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

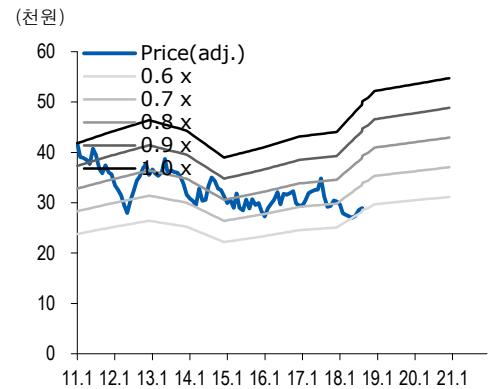
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,723	1,826	2,532	2,337	2,539
BPS	43,820	44,749	53,012	54,302	55,607
EBITDAPS	18,618	18,433	19,624	19,907	20,016
SPS	87,103	89,568	88,957	90,372	91,830
DPS	800	1,000	1,200	1,400	1,750
PER	11.2	17.1	11.3	12.3	11.3
PBR	0.7	0.7	0.5	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

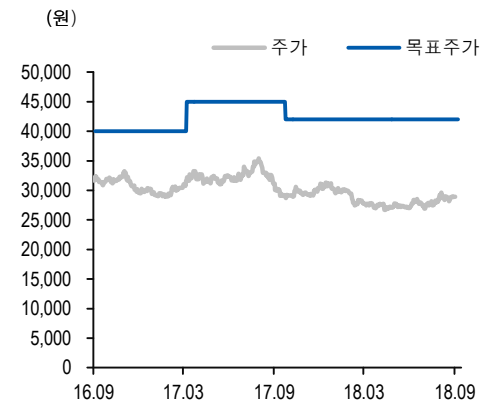
P/E band chart



P/B band chart



KT (030200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	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: 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)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-09-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.