

2020. 4. 9



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

| | | |
|----------------|-----|---------|
| LG유플러스(032640) | Buy | 18,000원 |
|----------------|-----|---------|

관심종목

| | | |
|---------------|-----|----------|
| SK텔레콤(017670) | Buy | 320,000원 |
|---------------|-----|----------|

| | | |
|------------|-----|---------|
| KT(030200) | Buy | 32,000원 |
|------------|-----|---------|

통신서비스

1Q20 Preview:
코로나 악재를 빚겨간 통신주

- ✓ 1Q20 통신 3사 합산 영업이익 8,382 억원으로 시장 컨센서스(8,389 억원) 부합 전망
- ✓ 데이터 트래픽 증가, 마케팅비용 축소로 2020년 하반기 본격적인 실적 개선 전망
- ✓ 소상공인 지원 방안, 가계통신비 공약이 통신주 실적&주가에 미치는 영향은 제한적
- ✓ 국내 통신 3사에 대한 외국인 지분율 최근 3년 내 최저점 수준
- ✓ 국내외 증시 회복, 통신사 실적 개선이 예상되는 2H20 외국인 지분율 반등 예상

1Q20 Preview: 가입자 성장 둔화, 마케팅비용 부담은 완화

1Q20 통신 3사 합산 영업이익은 8,382 억원으로 시장 컨센서스(8,389 억원)에 부합할 전망이다. COVID-19 여파로 5G 가입자 순증세는 다소 둔화됐으나, 시장 경쟁 완화로 집행 기준 마케팅비용은 크게 감소했다. COVID-19로 호텔, 결제, 보안 사업 등이 타격을 받았으나, 전체 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

2020년 하반기부터 본격적인 실적 개선

COVID-19 영향으로 가입자 성장은 다소 둔화되나, 인당 데이터 트래픽 증가와 마케팅비용 축소로 시장이 기대하는 연간 실적 개선은 가능하다. 통신 3사의 2020년 연결 영업이익은 SK텔레콤 1,22 조원(+10.2% YoY), KT 1,24 조원(+8.1% YoY), LG유플러스 7,502 억원(+9.7% YoY)을 전망한다. 무선 ARPU의 YoY 반등은 KT 2Q20, SK텔레콤과 LG유플러스는 3Q20로 예상하며, 5G 신규 단말기 출시와 가입자 기반이 확대되는 2H20부터 전반적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

소상공인 지원 방안과 통신비 인하 공약 효과는 제한적

정부는 통신사 협조 하에 COVID-19로 경제적 피해를 입은 소상공인에 대한 지원 방침을 확정했으며, 4.15 총선을 앞두고 정당별, 지역구별로 가계통신비 인하 공약이 제시되고 있다. 다만, 통신사가 직접 부담하는 소상공인 지원 규모는 부담스러운 수준이 아니며, 가계통신비 인하 총선 공약 역시 5G 상용화 초기부터 도입하기에는 당위성이 떨어지고, 국회 본회의 통과 가능성도 낮다는 판단이다.

2020년 하반기 외국인 지분율 반등 예상

2018년 하반기 하락장 당시 통신주는 외국인 순매수 지속으로 시장을 Outperform했으나, 최근 하락장에서는 외국인들이 대거 이탈하며 방어주 역할에 실패했다. 현재 국내 통신 3사의 외국인 지분율은 최근 3년 내 최저점 수준까지 떨어졌다. 국내외 증시 회복과 통신사 실적 개선이 예상되는 2020년 하반기부터 외국인 지분율 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

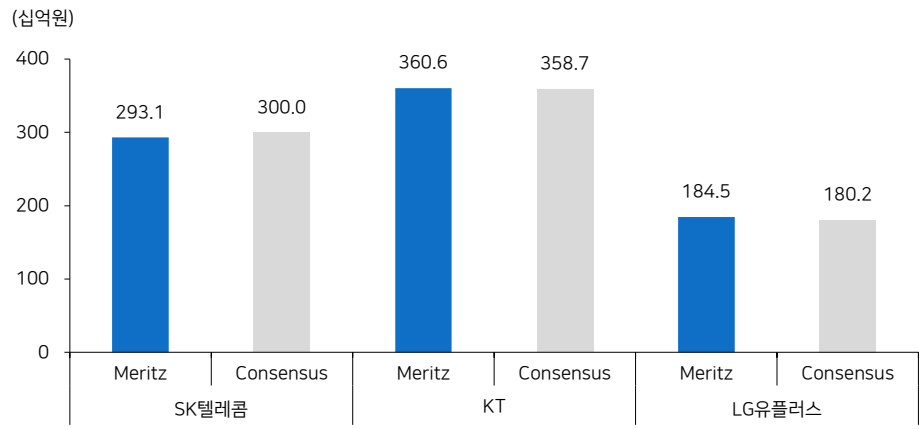
1Q20 통신서비스 시장 현황 및 전망

1Q20 Preview: 마케팅비용 부담 완화

1Q20 통신 3사 합산 영업이익 8,382억원으로 시장 기대치 부합

1Q20 통신 3사 합산 영업이익은 8,382억원으로 시장 컨센서스(8,389억원)에 부합할 전망이다. COVID-19 여파로 5G 가입자 순증세는 다소 둔화됐으나, 시장 경쟁 완화로 실제 집행된 마케팅비용은 크게 감소했다. 5G 보급률 둔화로 시장이 기대하는 무선 ARPU의 YoY 반등은 2Q20 혹은 3Q20에 가능할 전망이다. COVID-19로 통신사들의 연결 자회사 중 호텔, 결제, 보안 사업 등이 타격을 받았으나, 전체 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

그림1 1Q20 통신 3사 영업이익 추정치 및 컨센서스



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

통신 3사 모두 시장 컨센서스 부합 전망

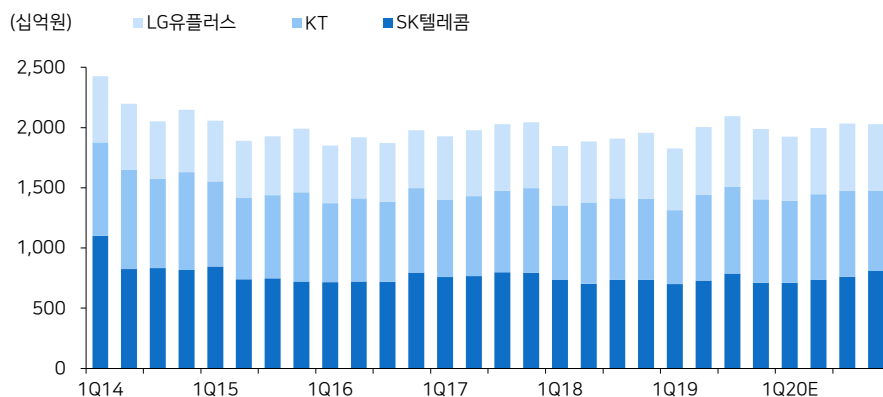
SK텔레콤(017670)의 1Q20 연결 영업이익은 2,931억원(-9.1% YoY)을 전망한다. 무선 사업의 경우 출혈적인 마케팅 경쟁은 완화됐으나, 감가상각비 증가세가 지속되는 점이 다소 부담이다. 연결 자회사 중 COVID-19 영향으로 11번가 거래액은 증가한 반면, 소상공인을 대상으로 사업을 영위하는 ADT캡스는 1Q20에 이어 2Q20까지 부진한 실적이 예상된다. KT(030200)의 1Q20 연결 영업이익은 3,606억원으로, 5G 상용화 도입 이전인 1Q19 영업이익과 비교하면 -10.3% 감소하나, 시장 기대치에는 부합할 전망이다. LG유플러스(032640)의 1Q20 연결 영업이익은 1,845억원(-5.2% YoY)으로 시장 컨센서스(1,802억원)에 부합할 전망이다. 마케팅비용 축소와 감가상각비 부담이 지속되는 점은 경쟁사와 동일하나, LG헬로비전(舊 CJ헬로) 연결 실적 반영이 전체 실적에는 긍정적으로 작용될 전망이다.

마케팅비용과 무선 ARPU

1Q20 통신 3사 합산 마케팅비용
1.92조원(+5.3% YoY) 전망

총판매와 인당보조금(SAC)이 동시에 감소하면서 실제 1Q20 집행된 마케팅비용은 경쟁 강도가 약하던 5G 도입 이전 수준으로 회귀했다. 다만, IFRS15 회계 기준 1Q20 통신 3사의 합산 마케팅비용은 전년 대비 +5.3% 증가한 1조 9,238억 원을 전망한다. 통신 3사의 마케팅비용이 본격적으로 감소하는 시기는 2021년 이후로 전망한다.

그림2 1Q20 마케팅비용은 전년 대비 +5.3% 증가, 전 분기 대비 -3.2% 감소 전망

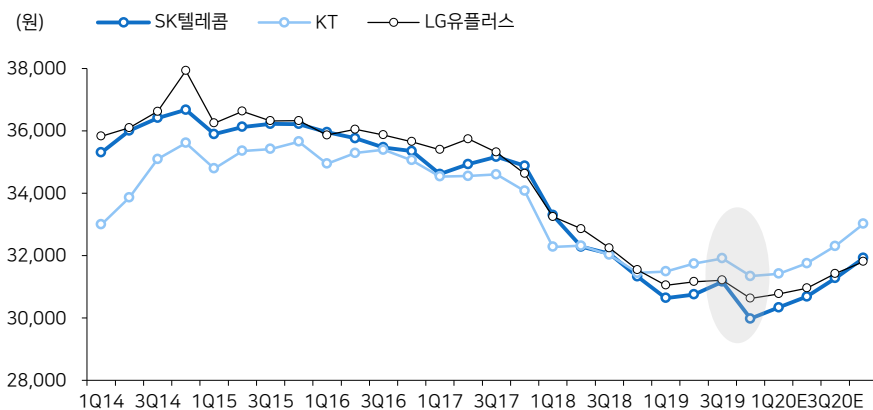


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

1Q20 무선 ARPU는 전 분기 대비
성장, 전년 대비로는 하락

지난 4Q19부터 적용된 멤버십 포인트 회계 처리 변경으로 1Q20 통신 3사의 무선 ARPU는 전 분기 대비 상승할 전망이다. 무선 ARPU의 YoY 반등은 KT는 2Q20, SK텔레콤과 LG유플러스는 3Q20로 예상한다.

그림3 통신 3사 무선 ARPU 추이 및 전망



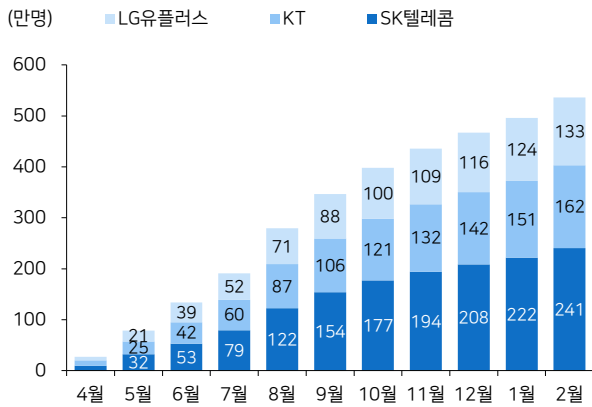
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

5G 가입자 시장 분석

COVID-19와 시장 경쟁 완화로
성장이 둔화된 5G 가입자 순증

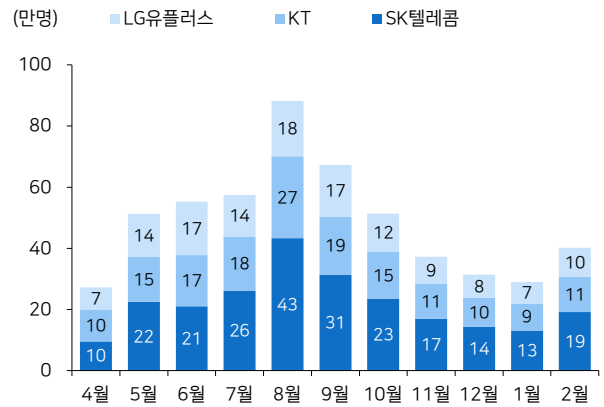
2020년 2월 기준 5G 전체 가입자는 536만명으로, SK텔레콤이 241만명(점유율 44.9%), KT와 LG유플러스가 각각 162만명(30.3%), 133만명(24.8%)을 모집했다. 시장 경쟁 강도가 가장 높았던 2019년 7~9월 동안 5G 가입자 순증은 월평균 710만명 수준이었으나, 최근 3개월 월평균 5G 가입자 순증은 335만명 수준으로 크게 축소됐다. 상용화 초기 무질서했던 5G 가입자 시장 점유율도 SK텔레콤 45%, KT 30%, LG유플러스 25% 수준에서 안정화를 찾아가고 있다.

그림4 통신 3사 5G 누적 가입자 추이



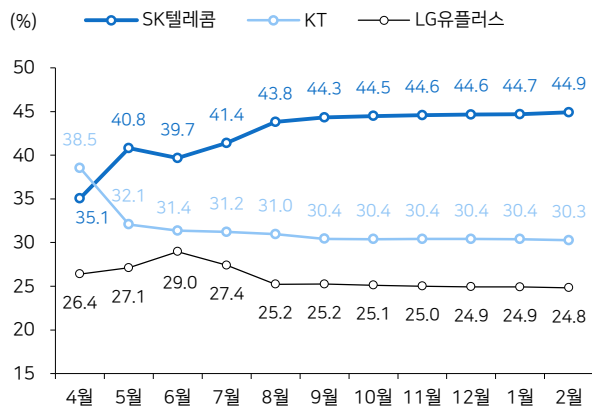
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림5 통신 3사 5G 월별 가입자 추이



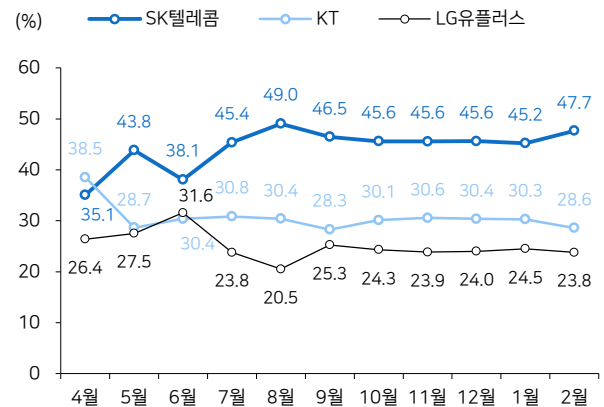
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림6 통신 3사 5G 누적 점유율 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림7 통신 3사 5G 월별 점유율 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

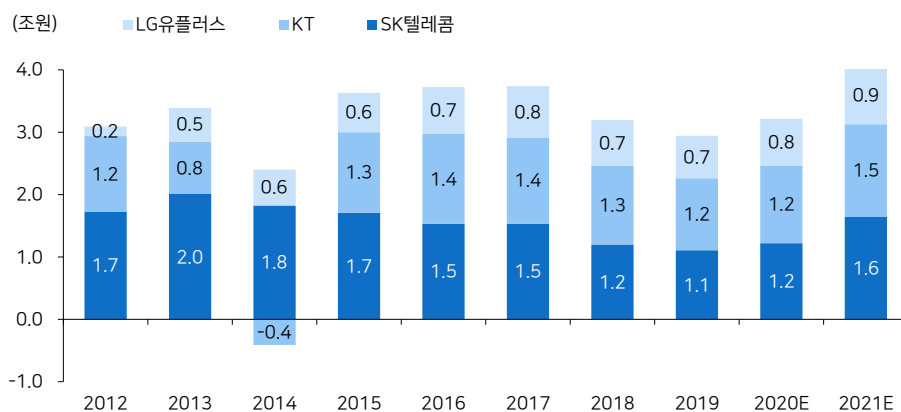
2020년 주요 이슈 및 투자전략

COVID-19가 통신사 실적에 미치는 영향은 제한적

주가도 실적도 회복하는 2020년

COVID-19가 통신사 실적에 직접적으로 미치는 영향은 제한적이다. 1Q20와 마찬가지로 가입자 성장은 다소 둔화되나, 인당 데이터 트래픽이 증가하고, 마케팅비용이 축소되면서 결국 시장이 기대하는 연간 실적 개선은 가능하다. SK텔레콤의 2020년 연결 영업이익은 1조 2,234억원으로 전년 대비 +10.2% 증가할 전망이다. 무선 ARPU의 회복과 마케팅비용 하향 안정화로 별도 영업이익은 2020년 하반기부터 반등이 예상된다. IPO를 계획한 SK브로드밴드, ADT캡스, 11번가 등 주요 연결 자회사들 실적도 점진적으로 개선되며, 4월 30일 합병 완료하는 티브로드 연결 실적 반영도 긍정적이다. KT와 LG유플러스의 연결 영업이익은 각각 1조 2,436억원(+8.1% YoY), 7,502억원(+9.7% YoY)을 전망한다. KT의 경우 자연 퇴직하는 임직원수의 증가로 올해부터 인건비 절감 효과가 톡톡히 나타나며, 신입 CEO가 추구하는 본업 경쟁력 강화의 사업 전략 역시 기대되는 부분이다. LG유플러스는 LG헬로비전 인수를 완료함에 따라 1Q20부터 연결 실적에 유의미한 기여가 가능하며, 케이블TV M&A를 통해 단순한 외형 확대를 넘어 비용 효율화 시너지도 가능할 전망이다. 또한, 5G 가입자 시장에서 전체 무선 점유율 대비 높은 신규 점유율을 유지하고 있는 만큼 성장에 대한 기대감 역시 높아지고 있다.

그림8 통신 3사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

소상공인 지원 방안과 통신비 인하 공약 효과는 제한적

COVID-19 소상공인 지원 방안

정부는 지난달 통신사 협조 하에 COVID-19로 경제적 피해를 입은 소상공인에 대한 지원 방침을 확정했다. ① 소규모 사업장의 무선국 전파사용료 6개월 감면, ② 단말기 유통점 및 공사업체 자금 지원 방안, ③ 확진자 경유로 피해 입은 약 3개만 개 업소에 대한 1개월 통신요금 감면, ④ 중소장비업체 일감확대를 위한 5G 투자 확대(1H20 CAPEX 2.7조원 → 4.0조원) 등이 주요 골자다. 다만, 이 중 전파사용료는 정부가 부담하며, 통신사가 직접 부담하는 지원금이나 통신요금 1개월 감면은 규모가 크지 않아 통신사 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

21대 총선 가계통신비 인하 공약

4.15 총선을 앞두고 각 정당별, 지역구별 통신비 인하 방안도 꾸준히 제시되고 있다. 더불어민주당은 지난 1월 15일 총선 정당 공약으로 '데빵(데이터 0원)시대' 슬로건을 앞세워 2022년까지 전국 공공 무료 WiFi 5만 3천개를 확대 구축한다는 내용을 발표했다. 미래통합당 역시 단통법 개정을 통한 통신요금 인가제 폐지, 단말기 완전자급제 도입 등을 정당 공약으로 내세웠다. 이 밖에 이정문(더불어민주당), 강석진(자유통합당) 등 지역구 국회의원 후보자들도 가계통신비 관련 공약을 제시했다. 다만, 이러한 가계통신비 공약들을 5G 상용화 초기부터 도입하기에는 당위성이 떨어지며, 국회 상임위원회나 본회의 통과 가능성도 낮다는 판단이다.

표1 COVID-19 및 총선 관련 통신비 인하 정책

| 구분 | 내용 |
|--------------------|---|
| 상생협력 | 통신3사 대표 간담회를 통해 소상공인 피해 회복을 위한 통신 분야 소상공인 대상 운영자금 지원, 공사비 조기지급 및 피해 소상공인 대상 통신요금 감면 방향 정립 지원대상 : 통신사 대리점·정보통신공사업체, 총 지원규모 : 3,210억원 |
| 전파사용료 감면 | 특별재난지역 내 중소부품사 등 소규모 사업장 무선국의 전파사용료를 6개월간('20.1.1~'20.6.30) 전액 감면 |
| 특별재난지역 상품 판매지원 | 경북 소상공인 대상으로 경북도와 협업하여 온라인 우체국쇼핑 등을 통해 판로확대 지원(3.13~20) 소상공인 370개 상품에 대해 온라인 특별기획전 개설 및 상품 할인(10~60%, 총17,816건 판매) |
| COVID-19 관련 정부 지원책 | 자금난 해소 및 투자 확대 중소 단말기 유통점(2.6만개, 6만여명), 공사업체(630여개) 등 긴급지원 확대(누적 약 4,200억원, 통신사 협조) 1) 대리점(2,476억원): ①임대료·운영자금 등 지원(1,370억원), ②채권(단말기 외상구입) 이자상환 유예(1,106억원) 2) 공사업체(1,630억원): ①공사비, 유지·보수비, 물자대금 등 조기지급(1,380억원), ②저리 자금대여(250억원) 3) 자영업자(79억원): ①자회사 가맹점 무이자 할부, 대출금리 인하 등(55억원), ②사육 입주자 임대료 감면(24억원) 4) 투자 확대: 공사업체(1만개), 중소장비업체 등 일감 확대를 위한 1H20 5G 투자 확대(2.7조원 → 4조원(50% ↑)) |
| | 소상공인 지원 1) 통신, 방송요금 감면: 확진자 경유로 휴업 등 경제적 피해를 입은 약 3만개소에 통신 및 방송 요금감면 추진 2) 통신요금: 통신사 부담으로 1개월간 통신요금을 감면하되, 기간연장 필요시 재정지원 병행 방안도 검토 3) 방송요금: 각 유료방송사가 1개월 이상의 기간에 대해 자율 감면 4) 무선국 검사 부담 경감: 항공사, 소형 선박 등 피해 무선국시설자에게 검사수수료 경감 추진 5) 우체국쇼핑몰: 전국 중소상공인 상품판매 확산을 위해 특별기획전 운영 6) 홈쇼핑: 쇼핑사 CEO와 간담회(4월초) 등을 통해 피해 중소기업 지원방안(판매수수료율 인하, 자금지원 등) 논의 |
| 21대 총선 정당 공약 | 더불어민주당 2022년까지 전국에 공공 와이파이 5만3천여개 구축 5천780억원을 들여 전국 버스정류장, 터미널, 철도역, 박물관, 미술관 등 많은 사람이 이용하는 시설에 와이파이 설치 |
| | 미래통합당 1) '단말기호갱방지법'(전기통신사업법 개정)을 도입해 통신요금 인가제를 폐기. 통신사 간 경쟁 유도 2) 단말기 완전자급제를 도입해 단말기 가격과 요금을 낮출 계획 3) 통신비 소득공제: 유무선 전화·인터넷 통신비 연말정산 소득공제 제도 도입 |

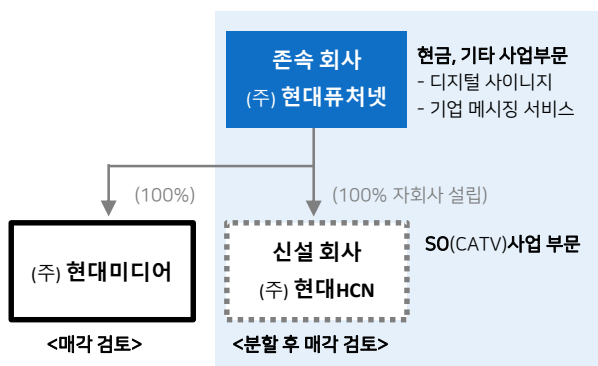
자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

국내 유료방송 시장은 IPTV 3강 체제로 전환

시장에 쏟아지는 케이블TV 매물, 협상은 IPTV에 유리

지난 달 현대HCN은 케이블TV 사업 부문을 물적분할 후 매각하는 방침을 발표했다. 곧 이어 케이블TV 4위 사업자인 CMB 역시 매각을 검토 중이라는 내용이 보도됐다. 실제로 LG유플러스의 CJ헬로 인수, SK브로드밴드의 티브로드 합병으로 향후 기업가치 하락이 자명한 케이블TV 사업자들은 매각에 대한 속도를 올리고 있다. KT와 딜라이브 매각 협상이 진행되는 상황에서 현대HCN과 CMB까지 시장에 매물로 나올 경우 협상 주도권은 IPTV 사업자에게 유리하다. 자금력이 있는 SK텔레콤이 다시 한 번 협상 테이블에 오를 가능성이 높아 보이나, 구체적인 논의 시기는 티브로드 합병이 완료되는 4월 30일 이후가 될 전망이다.

그림9 현대HCN 케이블TV 사업부 물적분할



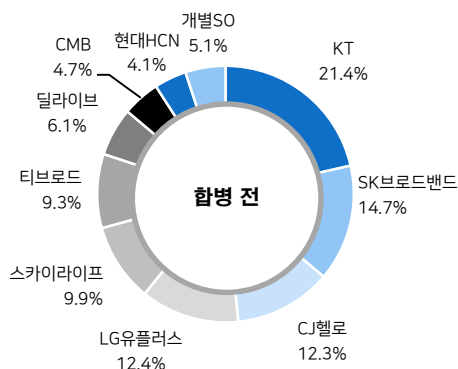
자료: 현대HCN, 메리츠증권 리서치센터

그림10 현대HCN 케이블TV 매각 예상 일정



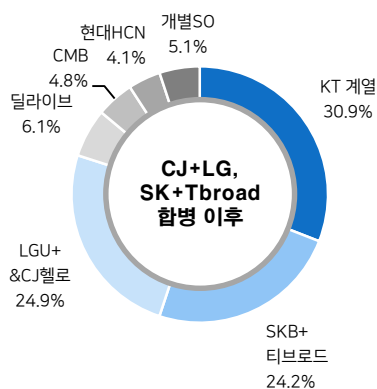
자료: 현대HCN, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 유료방송 시장 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 M&A 완료 후 국내 유료방송 시장 점유율 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

방어 기능을 상실한 통신주. Key는 외국인 지분을 회복

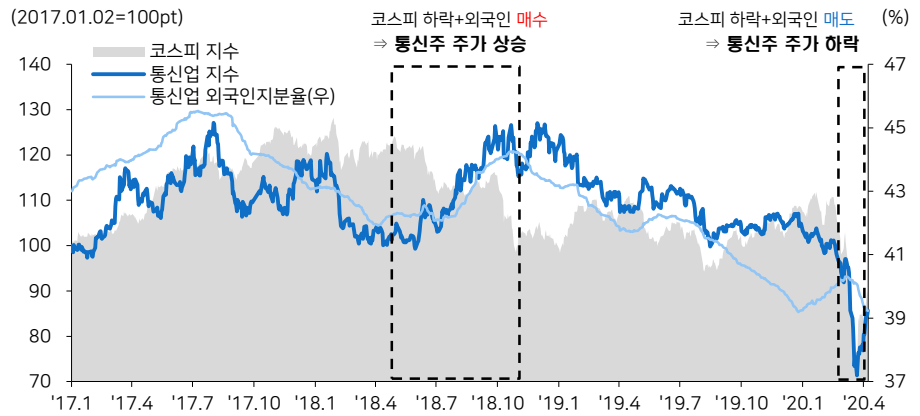
외국인 대규모 이탈로 방어주 기능을 상실한 통신주

국내외 증시 하락으로 국내 통신 3사 주가 역시 COVID-19 사태 이전과 대비해 약 -30~40% 하락했다. 전통적인 방어주로 분류되는 통신주의 주가 약세는 외국인 순매도와 관련 있다. 지난 2018년 하반기 하락장에서 유일하게 통신주가 상승했을 당시에 외국인 수급이 지속적으로 유입되며 시장 성장을 상회했으나, 최근 하락장에서는 외국인의 대규모 이탈로 방어주 역할에 실패했다.

국내 통신 3사 외국인 지분율 최근 3년 내 최저점 수준

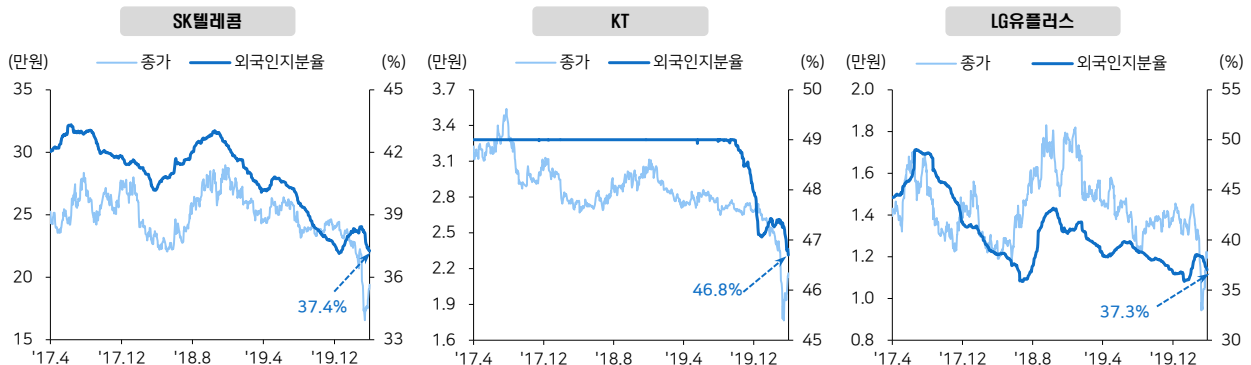
국내 통신 3사의 외국인 지분율은 최근 3년 내 최저점 수준까지 떨어졌다. 국내 통신업종 주가지수가 외국인 지분율 추이와 높은 상관관계를 가진다는 점을 감안 하면, 국내외 증시 회복과 통신사 실적 개선이 예상되는 2020년 하반기부터 외국인 지분율 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

그림13 외국인 지분율 변동에 따른 통신업 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이 및 전망



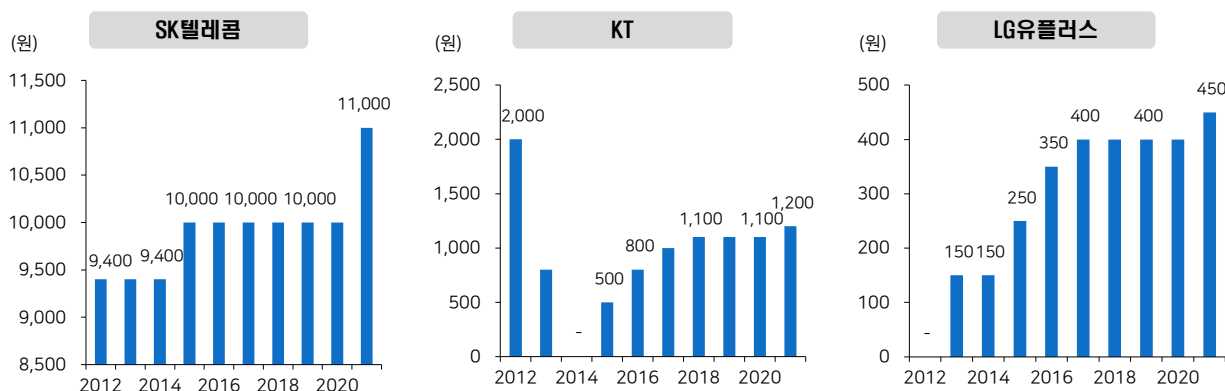
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

연이은 주가 하락으로 배당 매력 부각

2021년 DPS 상향 전망
주가 하락으로 배당 매력 부각

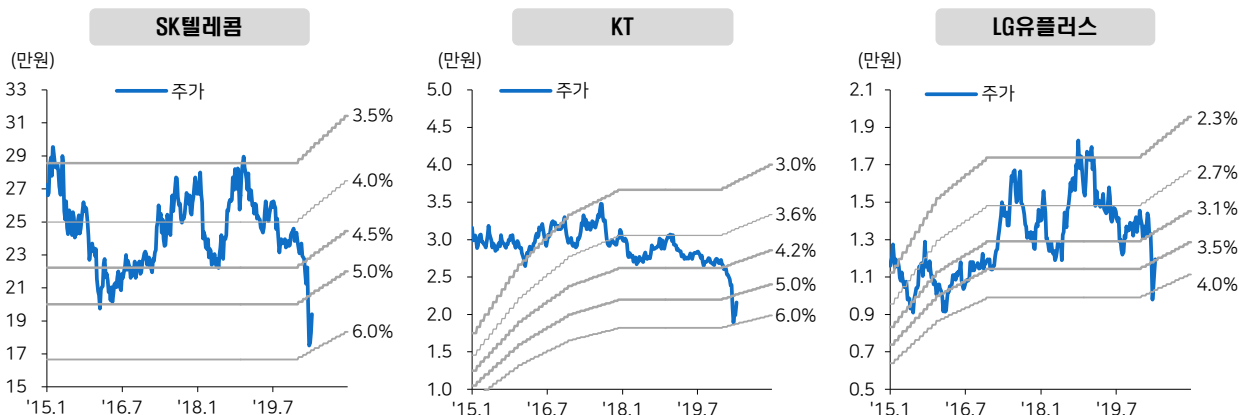
5G 상용화를 위한 대규모 투자가 동반된 2019년은 국내 통신사들의 실적 부진이 불가피했다. 2020년에도 5G 인프라 투자는 지속되나 축소된 마케팅비용과 5G 가입자의 증가로 하반기부터는 완전한 실적 회복이 가능할 전망이다. 통신 3사의 주당배당금(DPS)도 2020년에는 전년 수준을 유지하나, 2021년에는 약 10%의 DPS 상향이 예상된다. 현 주가 기준 기대 배당수익률은 SK텔레콤 5.6%, KT 5.6%, LG유플러스 3.4% 수준이며, 과거 배당밴드 하단을 형성했던 수준과 비교해도 주가가 과도하게 하락했다는 판단이다.

그림15 통신 3사 DPS 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 통신 3사 배당수익률 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2020. 4. 9

LG 유플러스 032640

기대감을 높이는 5G 시장 점유율

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 문경원
02-6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

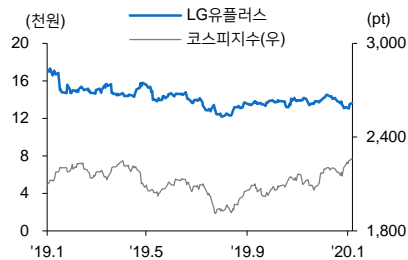
적정주가 (12개월) 18,000 원
현재주가 (4.8) 11,950 원
상승여력 50.6%

| | |
|------------|----------------|
| KOSPI | 1,807.14pt |
| 시가총액 | 52,175억원 |
| 발행주식수 | 43,661만주 |
| 유통주식비율 | 63.95% |
| 외국인비중 | 37.02% |
| 52주 최고/최저가 | 15,800원/9,430원 |
| 평균거래대금 | 313.8억원 |

| | |
|-------------------------------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| LG 외 1인 | 36.05 |
| 국민연금공단 | 10.92 |
| The Capital Group Companies, Inc. 외 | 5.64 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | | | |
| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -10.2 | -12.8 | -18.2 |
| 상대주가 | 1.4 | -1.2 | 0.1 |

주가그래프



- ✓ 1Q20 영업이익 1,845억원(-5.2% YoY)으로 컨센서스(1,802억원) 부합 전망
- ✓ 1Q20 5G 가입자 순증은 27만명으로 둔화됐으나, 마케팅비용 부담 역시 완화
- ✓ 2020년 매출액 13,9조원(+8.9% YoY), 영업이익 7,502억원(+9.7% YoY) 전망
- ✓ 5G 보급률 둔화에도 마케팅비용 포함한 전반적인 비용 효율화 작업 지속
- ✓ 5G 상용화 이후 꾸준히 전체 무선 점유율을 상회하는 신규 점유율 달성

1Q20 Preview: COVID-19에도 부담 없는 실적 컨센서스

1Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 3 조 3,442 억원(+10.7% YoY), 1,845 억원 (-5.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 1,802 억원)에 부합할 전망이다. 1Q20 5G 가입자 순증은 27 만명으로 2019 년 분기 평균(34 만명) 대비 감소했으나, 경쟁 완화로 마케팅비용 부담 역시 줄었다. 1Q20 무선 ARPU 는 전 분기 대비 +0.5% 성장, 전년 대비로는 -0.9% 하락한 30,778 원을 전망한다.

2020년 연결 영업이익 7,502억원(+9.7% YoY) 전망

2020 년 연결 매출액과 영업이익은 각각 13 조 8,979 억원(+8.9% YoY), 7,502 억원(+9.7% YoY)을 전망한다. COVID-19 사태로 5G 보급률은 하향 조정되나, 마케팅비용을 포함한 전반적인 비용 효율화 작업은 지속된다. 무선 ARPU 는 3Q20 부터 YoY 반등이 예상되며, 판매수수료는 전년 대비 +0.8% 증가한 1.82 조원을 전망한다. LG 헬로비전 연결 편입에 따른 영업이익 기여도는 2020 년 394 억원, 2021 년 547 억원을 전망한다.

5G 가입자 시장 Outperform 지속

2020 년 2 월 기준 LG 유플러스의 5G 누적 가입자 점유율은 24.8%로 전체 무선 가입자 점유율(22.2%) 대비 높은 성과를 달성하고 있다. 2020 년 마케팅 강도가 현재 수준을 유지할 경우 LG 유플러스의 점유율 확대는 당분간 지속될 전망이다. (주)LG 의 LG 유플러스 주식 900 억원 매입 등 주주가치가 제고 노력이 지속되는 가운데 2020 년 하반기 실적 개선이 예상되는 만큼 주가도 완만하게 회복될 전망이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 18,000 원을 유지한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2017 | 12,279.4 | 826.3 | 547.2 | 1,253 | 11.0 | 11,985 | 11.2 | 1.2 | 3.6 | 10.9 | 128.1 |
| 2018 | 11,725.7 | 740.7 | 481.6 | 1,103 | -12.0 | 15,696 | 16.0 | 1.1 | 4.2 | 8.0 | 103.4 |
| 2019 | 12,382.0 | 686.2 | 438.9 | 1,005 | -8.9 | 16,218 | 14.1 | 0.9 | 4.2 | 6.3 | 144.1 |
| 2020E | 13,897.9 | 750.2 | 497.5 | 1,139 | 13.4 | 16,957 | 10.5 | 0.7 | 2.7 | 6.9 | 142.5 |
| 2021E | 14,466.9 | 920.6 | 638.1 | 1,462 | 28.3 | 17,969 | 8.2 | 0.7 | 2.3 | 8.4 | 130.7 |

1Q20 영업이익 1,845억원으로
시장 컨센서스 부합 전망

1Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 3조 3,442억원(+10.7% YoY), 1,845억원(-5.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 1,802억원)에 부합할 전망이다. 1Q20 5G 가입자 순증은 27만명으로 2019년 분기 평균(34만명) 대비 감소했으나, 경쟁 완화로 마케팅비용 부담 역시 줄었다. 1Q20 마케팅비용은 전년 대비 +3.8% 증가한 5,315억원을 전망한다. 멤버십 포인트의 매출 차감 영향으로 1Q20 무선 ARPU는 전 분기 대비 +0.5% 성장, 전년 대비로는 -0.9% 하락한 30,778원을 기록할 전망이다.

표2 LG유플러스 1Q20 Preview

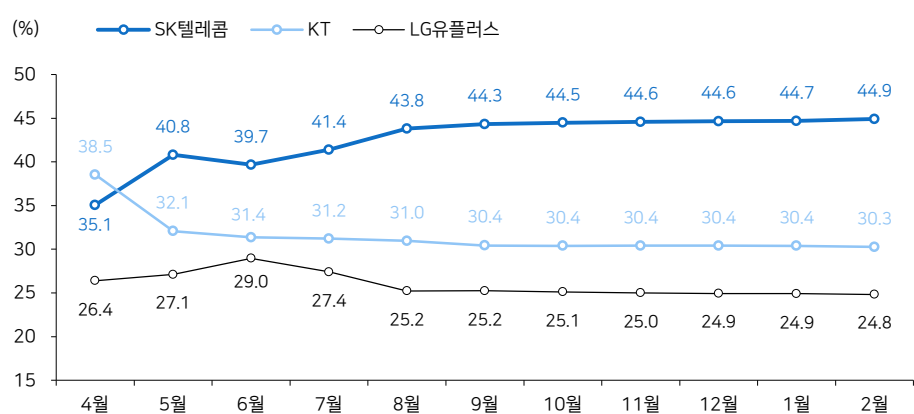
| (십억원) | 1Q20E | 1Q19 | (% YoY) | 4Q19 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|-------------|----------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|------------|
| 매출액 | 3,344.2 | 3,020.3 | 10.7 | 3,293.8 | 1.5 | 3,259.4 | 2.6 |
| 무선수익 | 1,472.3 | 1,344.7 | 9.5 | 1,400.3 | 5.1 | | |
| 스마트홈 수익 | 731.6 | 497.9 | 46.9 | 538.5 | 35.8 | | |
| 기업수익 | 404.4 | 460.9 | -12.3 | 539.7 | -25.1 | | |
| 단말수익 | 736.1 | 706.0 | 4.3 | 808.8 | -9.0 | | |
| 영업이익 | 184.5 | 194.6 | -5.2 | 185.1 | -0.3 | 180.2 | 2.4 |
| 세전이익 | 160.6 | 176.0 | -8.7 | 128.0 | 25.5 | 156.3 | 2.7 |
| 당기순이익 | 123.5 | 132.9 | -7.1 | 103.3 | 19.6 | 128.5 | -3.9 |

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

5G 가입자 시장 Outperform

2020년 2월 기준 LG유플러스의 5G 누적 가입자 점유율은 24.8%로 전체 무선 가입자 점유율(22.2%) 대비 높은 성과를 달성하고 있다. 2020년 마케팅 강도가 현재 수준을 유지할 경우 LG유플러스의 무선 점유율 확대는 향후 3~4년간 지속될 전망이다.

그림17 국내 통신 3사 5G 누적 시장 점유율 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

| 표3 LG유플러스 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (십억원) | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
| 영업수익 | 3,020.3 | 3,199.6 | 3,244.2 | 3,293.8 | 3,344.2 | 3,404.0 | 3,547.9 | 3,601.7 | 12,758.0 | 13,897.9 | 14,466.9 |
| % YoY | 1.4% | 7.3% | 8.4% | 3.8% | 10.7% | 6.4% | 9.4% | 9.3% | 5.2% | 8.9% | 4.1% |
| 무선수익 | 1,344.7 | 1,374.1 | 1,397.7 | 1,400.3 | 1,472.3 | 1,497.5 | 1,531.9 | 1,592.7 | 5,516.8 | 6,094.4 | 6,570.1 |
| 스마트홈 수익 | 497.9 | 505.7 | 509.0 | 538.5 | 731.6 | 744.5 | 751.3 | 755.6 | 2,051.1 | 2,983.0 | 3,120.4 |
| 기업 수익 | 460.9 | 491.2 | 485.9 | 539.7 | 404.4 | 432.4 | 433.9 | 457.1 | 1,977.7 | 1,727.8 | 1,747.9 |
| 단말수익 | 706.0 | 821.6 | 840.0 | 808.8 | 736.1 | 729.6 | 830.7 | 796.3 | 3,176.4 | 3,092.7 | 3,028.5 |
| 영업비용 | 2,825.7 | 3,051.1 | 3,088.3 | 3,108.8 | 3,159.8 | 3,226.6 | 3,351.7 | 3,409.6 | 12,073.8 | 13,147.7 | 13,546.3 |
| % YoY | 1.2% | 10.2% | 11.7% | 1.3% | 11.8% | 5.8% | 8.5% | 9.7% | 6.0% | 8.9% | 3.0% |
| 인건비 | 305.3 | 308.8 | 302.0 | 266.5 | 316.1 | 326.1 | 325.9 | 333.2 | 1,182.6 | 1,301.3 | 1,391.7 |
| 감가상각비 | 418.4 | 424.6 | 434.7 | 462.5 | 509.3 | 500.5 | 503.4 | 521.6 | 1,740.1 | 2,034.9 | 2,150.6 |
| 지급수수료 | 364.6 | 379.6 | 389.7 | 427.1 | 388.5 | 402.5 | 416.6 | 439.7 | 1,561.0 | 1,647.3 | 1,797.3 |
| 판매수수료 | 427.4 | 442.6 | 465.7 | 474.0 | 442.4 | 457.8 | 464.9 | 459.4 | 1,809.7 | 1,824.5 | 1,816.5 |
| 상품구입비 | 733.3 | 892.6 | 906.1 | 905.7 | 838.6 | 854.9 | 951.5 | 940.8 | 3,437.7 | 3,585.8 | 3,558.4 |
| 영업이익 | 194.6 | 148.6 | 155.9 | 185.1 | 184.5 | 177.4 | 196.2 | 192.1 | 684.1 | 750.2 | 920.6 |
| % YoY | 3.7% | -29.6% | -31.7% | 77.8% | -5.2% | 19.4% | 25.8% | 3.8% | -6.4% | 9.7% | 22.7% |
| 영업이익률(%) | 6.4% | 4.6% | 4.8% | 5.6% | 5.5% | 5.2% | 5.5% | 5.3% | 5.4% | 5.4% | 6.4% |
| 법인세차감전순이익 | 176.0 | 132.3 | 136.0 | 128.0 | 160.6 | 152.3 | 168.8 | 160.9 | 571.3 | 641.7 | 821.1 |
| 법인세비용 | 43.0 | 33.8 | 31.5 | 24.7 | 37.1 | 34.7 | 37.3 | 35.1 | 133.0 | 144.2 | 183.0 |
| 당기순이익 | 132.9 | 98.5 | 104.5 | 103.3 | 123.5 | 117.6 | 131.5 | 125.8 | 438.2 | 497.5 | 638.1 |
| 당기순이익률(%) | 4.4% | 3.1% | 3.2% | 3.1% | 3.7% | 3.5% | 3.7% | 3.5% | 3.4% | 3.6% | 4.4% |
| 주요지표 (천명) | | | | | | | | | | | |
| 무선통신 가입자 | 14,398 | 14,694 | 14,961 | 15,256 | 15,371 | 15,573 | 15,745 | 15,912 | 15,256 | 15,912 | 16,433 |
| 5G 가입자 | 0 | 387 | 875 | 1,165 | 1,433 | 1,863 | 2,310 | 2,772 | 1,165 | 2,772 | 5,557 |
| 5G 침투율(%) | 0.0% | 2.6% | 5.8% | 7.6% | 9.3% | 12.0% | 14.7% | 17.4% | 7.6% | 17.4% | 33.8% |

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640)

Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 12,279.4 | 11,725.7 | 12,382.0 | 13,897.9 | 14,466.9 |
| 매출액증가율 (%) | 7.2 | -4.5 | 5.6 | 12.2 | 4.1 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 12,279.4 | 11,725.7 | 12,382.0 | 13,897.9 | 14,466.9 |
| 판매관리비 | 11,453.1 | 10,984.9 | 11,695.7 | 13,147.7 | 13,546.3 |
| 영업이익 | 826.3 | 740.7 | 686.2 | 750.2 | 920.6 |
| 영업이익률 | 6.7 | 6.3 | 5.5 | 5.4 | 6.4 |
| 금융손익 | -113.0 | -92.5 | -90.7 | -57.1 | -40.6 |
| 중속/관계기업손익 | -0.9 | 0.2 | 1.2 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -45.6 | 9.7 | -22.8 | -51.5 | -59.0 |
| 세전계속사업이익 | 666.8 | 658.1 | 573.9 | 641.7 | 821.1 |
| 법인세비용 | 119.7 | 166.7 | 133.0 | 144.2 | 183.0 |
| 당기순이익 | 547.1 | 481.6 | 438.8 | 497.5 | 638.1 |
| 지배주주지분 순이익 | 547.2 | 481.6 | 438.9 | 497.5 | 638.1 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 3,073.0 | 4,247.2 | 4,805.5 | 6,360.8 | 6,961.3 |
| 현금및현금성자산 | 449.9 | 378.6 | 474.4 | 1,499.4 | 1,900.9 |
| 매출채권 | 1,938.2 | 1,712.0 | 1,765.6 | 1,981.8 | 2,062.9 |
| 재고자산 | 334.5 | 455.1 | 436.7 | 490.2 | 510.3 |
| 비유동자산 | 8,862.5 | 9,692.7 | 13,135.6 | 12,241.2 | 11,759.6 |
| 유형자산 | 6,527.0 | 6,465.8 | 8,861.1 | 8,814.5 | 8,541.9 |
| 무형자산 | 957.3 | 1,705.7 | 2,218.9 | 2,005.6 | 1,793.2 |
| 투자자산 | 79.0 | 89.1 | 114.3 | 123.3 | 126.7 |
| 자산총계 | 11,935.5 | 13,940.0 | 17,941.1 | 18,602.0 | 18,720.9 |
| 유동부채 | 3,664.6 | 3,833.0 | 4,648.9 | 4,924.9 | 4,896.4 |
| 매입채무 | 515.6 | 333.6 | 421.5 | 473.1 | 492.5 |
| 단기차입금 | 15.0 | 10.0 | 5.0 | 3.0 | 1.0 |
| 유동성장기부채 | 866.0 | 884.8 | 824.6 | 635.0 | 433.0 |
| 비유동부채 | 3,037.9 | 3,253.6 | 5,942.6 | 6,004.7 | 5,710.5 |
| 사채 | 2,035.6 | 1,726.3 | 2,904.5 | 2,877.5 | 2,771.1 |
| 장기차입금 | 425.0 | 350.0 | 1,452.1 | 1,402.1 | 1,162.1 |
| 부채총계 | 6,702.5 | 7,086.6 | 10,591.4 | 10,929.6 | 10,606.9 |
| 자본금 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 |
| 자본잉여금 | 836.9 | 836.9 | 836.9 | 836.9 | 836.9 |
| 기타포괄이익누계액 | 1.4 | -4.8 | -3.6 | -3.6 | -3.6 |
| 이익잉여금 | 1,820.6 | 3,447.2 | 3,673.6 | 3,996.4 | 4,438.0 |
| 비지배주주지분 | 0.1 | 0.1 | 268.8 | 268.7 | 268.7 |
| 자본총계 | 5,233.0 | 6,853.4 | 7,349.6 | 7,672.4 | 8,114.0 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 2,279.4 | 2,069.4 | 2,252.6 | 3,259.1 | 3,458.2 |
| 당기순이익(손실) | 547.1 | 481.6 | 438.8 | 497.5 | 638.1 |
| 유형자산상각비 | 1,444.1 | 1,428.6 | 1,757.0 | 2,246.6 | 2,372.6 |
| 무형자산상각비 | 244.9 | 243.3 | 310.6 | 443.3 | 442.4 |
| 운전자본의 증감 | -159.7 | -1,901.3 | -2,112.1 | 71.8 | 5.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,358.3 | -1,593.6 | -3,214.3 | -2,451.1 | -2,337.9 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -1,182.6 | -1,221.0 | -2,326.5 | -2,200.0 | -2,100.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -31.5 | -10.0 | -24.0 | -9.0 | -3.4 |
| 재무활동 현금흐름 | -788.5 | -546.9 | 1,220.1 | -426.5 | -718.8 |
| 차입금의 증감 | -637.6 | -370.5 | 2,801.5 | -251.9 | -544.1 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 132.6 | -71.3 | 95.7 | 1,025.1 | 401.5 |
| 기초현금 | 317.3 | 449.9 | 378.6 | 474.4 | 1,499.4 |
| 기말현금 | 449.9 | 378.6 | 474.4 | 1,499.4 | 1,900.9 |

Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 28,124 | 26,856 | 28,359 | 31,831 | 33,135 |
| EPS(지배주주) | 1,253 | 1,103 | 1,005 | 1,139 | 1,462 |
| CFPS | 6,140 | 9,632 | 10,463 | 7,756 | 8,297 |
| EBITDAPS | 5,761 | 5,526 | 6,307 | 7,879 | 8,556 |
| BPS | 11,985 | 15,696 | 16,218 | 16,957 | 17,969 |
| DPS | 400 | 400 | 400 | 400 | 450 |
| 배당수익률(%) | 2.9 | 2.3 | 2.8 | 3.3 | 3.8 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 11.2 | 16.0 | 14.1 | 10.5 | 8.2 |
| PCR | 2.3 | 1.8 | 1.4 | 1.5 | 1.4 |
| PSR | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.7 |
| EBITDA | 2,515.3 | 2,412.6 | 2,753.8 | 3,440.1 | 3,735.6 |
| EV/EBITDA | 3.6 | 4.2 | 4.2 | 2.7 | 2.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.9 | 8.0 | 6.3 | 6.9 | 8.4 |
| EBITDA 이익률 | 20.5 | 20.6 | 22.2 | 24.8 | 25.8 |
| 부채비율 | 128.1 | 103.4 | 144.1 | 142.5 | 130.7 |
| 금융비용부담률 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | 7.1 | 7.3 | 6.2 | 5.2 | 6.9 |
| 매출채권회전율(x) | 7.0 | 6.4 | 7.1 | 7.4 | 7.2 |
| 재고자산회전율(x) | 41.2 | 29.7 | 27.8 | 30.0 | 28.9 |

Industry Brief
2020. 4. 9

SK 텔레콤 017670

하반기 구조적 반등 시작

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 문경원
02-6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1Q20 연결 영업이익 2,931억원(-9.1% YoY)으로 컨센서스(3,000억원) 부합 전망
- ✓ 5G 가입자 순증 둔화로 마케팅비용은 전년 대비 +1.5% 증가한 7,117억원 전망
- ✓ 2020년 매출액 18,400억원(+3.7% YoY), 영업이익 1,223억원(+10.2% YoY) 전망
- ✓ 2H20 별도 영업이익 턴어라운드 예상. 티브로드 연결 실적은 2Q20부터 반영
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 34만원에서 32만원으로 하향

Buy

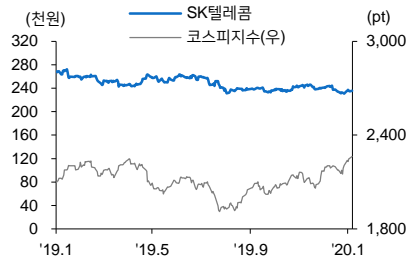
적정주가 (12개월) 320,000 원
현재주가 (4.8) 194,000 원
상승여력 64.9%

| | |
|------------|-------------------|
| KOSPI | 1,807.14pt |
| 시가총액 | 156,647억원 |
| 발행주식수 | 8,075만주 |
| 유동주식비율 | 53.91% |
| 외국인비중 | 37.27% |
| 52주 최고/최저가 | 264,000원/165,500원 |
| 평균거래대금 | 653.3억원 |

| | |
|----------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| SK 외 4 인 | 26.78 |
| 국민연금공단 | 11.20 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -12.8 | -17.4 | -21.0 |
| 상대주가 | -1.6 | -6.5 | -3.3 |

주가그래프



1Q20 Preview: 시장 컨센서스 부합

1Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 4 조 4,048 억원(+1.6% YoY), 2,931 억원 (-9.1% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,000 억원)에 부합할 전망이다. 1Q20 5G 가입자 순증은 전 분기와 유사한 53 만명 규모이며, 마케팅비용은 7,117 억원(+1.5% YoY)을 전망한다. 1Q20 무선 ARPU 는 전 분기 대비 +1.2% 성장, 전년 동기 대비 -1.0% 하락한 30,340 원을 예상한다. COVID-19 사태로 11 번가 거래액은 증가한 반면, 소상공인 대상 사업체인 ADT 캡스 실적은 다소 부진할 전망이다.

2020년 연결 영업이익 1,223억원(+10.2% YoY) 전망

2020년 연결 매출액은 18 조 4,009 억원(+3.7% YoY), 영업이익 1 조 2,234 억원 (+10.2% YoY)을 전망한다. 현재 마케팅비용 트렌드 감안 시 하반기부터는 별도 영업이익도 전년 대비 개선이 가능하다. IPO 예정인 SK 브로드밴드, 11 번가, ADT 캡스 등 주요 연결 자회사 실적은 점진적으로 개선될 전망이다. 티브로드 합병 기일은 4 월 30 일로 2Q20 부터는 케이블 TV 합병 효과가 연결 실적에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 34만원에서 32만원으로 하향

SK 텔레콤은 COVID-19 영향으로 SK 브로드밴드 IPO 일정을 1년 연기할 계획이나, 기업가치 제고를 위한 지배구조 개편 사전 작업은 지속될 전망이다. 투자 의견 Buy 를 유지하며, 적정주가는 기존 34 만원에서 32 만원으로 -5.9% 하향 조정했다. 적정주가는 최근 KOSPI 급락으로 SK 텔레콤이 보유한 비영업가치에 대한 할인율 변경(20% → 30%)을 반영했다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2017 | 17,520.0 | 1,536.6 | 2,599.8 | 32,198 | 60.1 | 220,967 | 8.3 | 1.2 | 5.7 | 15.4 | 85.4 |
| 2018 | 16,874.0 | 1,201.8 | 3,127.9 | 38,738 | 17.9 | 278,291 | 7.0 | 1.0 | 6.4 | 15.5 | 89.6 |
| 2019 | 17,743.7 | 1,110.0 | 889.9 | 11,021 | -72.5 | 284,310 | 21.6 | 0.8 | 5.6 | 3.9 | 95.5 |
| 2020E | 18,400.9 | 1,223.4 | 1,150.0 | 14,243 | 49.4 | 289,495 | 13.6 | 0.7 | 4.4 | 5.0 | 92.9 |
| 2021E | 19,651.3 | 1,641.7 | 2,185.5 | 27,066 | 90.0 | 306,598 | 7.2 | 0.6 | 3.8 | 9.1 | 88.6 |

1Q20 영업이익 2,931억원으로
시장 컨센서스 부합 전망

1Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,048억원(+1.6% YoY), 2,931억원(-9.1% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,000억원)에 부합할 전망이다. 1Q20 5G 가입자 순증은 전 분기와 유사한 53만명 규모이며, 마케팅비용은 7,117억원(+1.5% YoY)을 전망한다. 1Q20 무선 ARPU는 전 분기 대비 +1.2% 성장, 전년 동기 대비 -1.0% 하락한 30,340원을 예상한다. COVID-19 사태로 11번가 거래액은 증가한 반면, 소상공인을 대상으로 사업을 영위하는 ADT캡스 실적은 1Q20에 이어 2Q20까지 다소 부진할 전망이다.

| (십억원) | 1Q20E | 1Q19 | (% YoY) | 4Q19 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|--------------|----------------|----------------|--------------|----------------|-----------------|----------------|-------------|
| 매출액 | 4,404.8 | 4,334.9 | 1.6 | 4,410.6 | -0.1 | 4,525.5 | -2.7 |
| 이동전화수익 | 2,471.8 | 2,412.7 | 2.4 | 2,386.7 | 3.6 | | |
| 망접속성장수익 | 123.6 | 127.4 | -3.0 | 132.8 | -6.9 | | |
| 신규사업 및 기타 | 275.4 | 272.1 | 1.2 | 325.2 | -15.3 | | |
| 기타판매 | 1,534.1 | 1,522.7 | 0.7 | 1,565.9 | -2.0 | | |
| 영업이익 | 293.1 | 322.6 | -9.1 | 162.5 | 80.4 | 300.0 | -2.3 |
| 세전이익 | 296.3 | 467.8 | -36.7 | -7.8 | -3,899.3 | 310.7 | -4.6 |
| 당기순이익 | 232.2 | 373.6 | -37.9 | -45.2 | -613.6 | 252.2 | -7.9 |

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy 유지,
적정주가 34만원 → 32만원 변경

SK텔레콤에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 340,000원에서 320,000원으로 -5.9% 하향 조정했다. 적정주가는 최근 KOSPI 하락에 따라 SK텔레콤이 보유하고 있는 비영업가치에 대한 할인율을 기존 20%에서 30%로 변경해 반영했다.

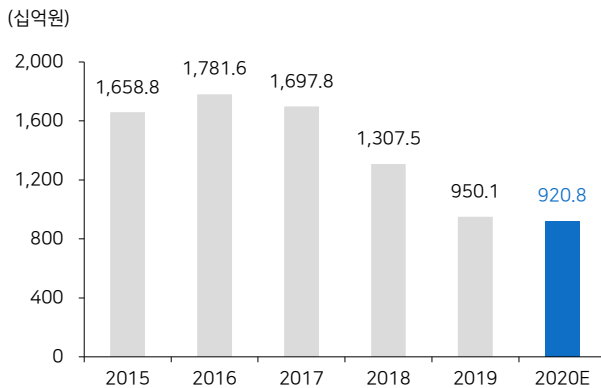
| (십억원) | 12M-fwd EBITDA | 적용 EV/EBITDA | 적정가치 | 비고 |
|---------------|----------------|--------------|-----------------|------------------|
| SK텔레콤(무선통신) | 4,252.1 | 4.5 | 19,156.7 | 과거 4년 평균에 20% 할인 |
| SK브로드밴드(유선통신) | | | 2,604.0 | 예상 시장가치 30% 할인 |
| SK하이닉스(반도체) | | | 8,612.3 | 시장가치 30% 할인 |
| 11번가(커머스) | | | 1,578.5 | 인수가치 30% 할인 |
| ADT캡스(물리보안) | | | 1,143.5 | 인수가치 30% 할인 |
| SK인포섹(정보보안) | | | 187.1 | 취득가액 30% 할인 |
| WAVVE(OTT) | | | 210.0 | 투자가치 30% 할인 |
| 기타 계열사 지분가치 | | | 1,156.0 | 기타 계열사 30% 할인 |
| 순차입금 | | | 8,815.2 | 2020년 기준 |
| 총기업가치 | | | 25,832.8 | |
| 발행주식수 | | | 80,746 | |
| 적정주가 | | | 319,928 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 영업이익 1.22조원 (+10.2% YoY) 전망

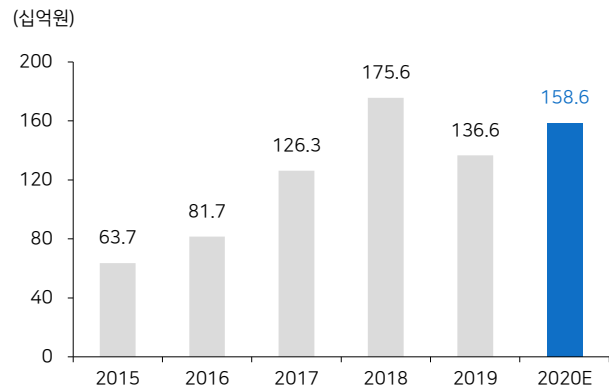
2020년 연결 매출액은 18조 4,009억원(+3.7% YoY), 영업이익 1조 2,234억원 (+10.2% YoY)을 전망한다. 현재 마케팅비용 트렌드 감안 시 하반기부터는 별도 영업이익도 전년 대비 개선이 가능하다. IPO 예정인 SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스 등 주요 연결 자회사 실적은 점진적으로 개선될 전망이다. 티브로드 합병 기일은 4월 30일로 2Q20부터는 케이블TV 합병 효과가 연결 실적에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림18 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



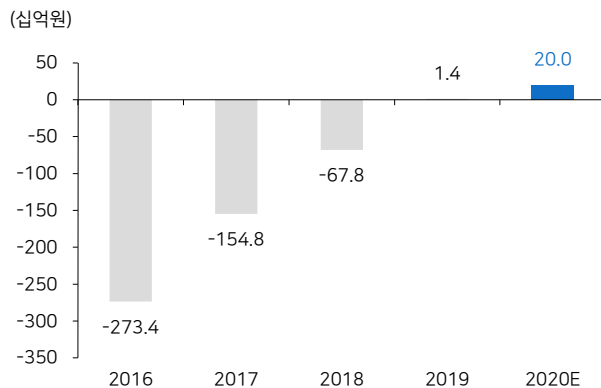
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림19 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



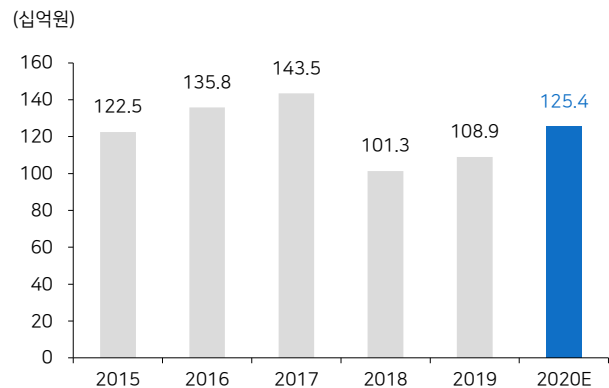
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림20 11번가 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림21 ADT캡스 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK텔레콤 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업수익 | 4,334.9 | 4,437.0 | 4,561.2 | 4,410.6 | 4,404.8 | 4,555.6 | 4,688.2 | 4,752.3 | 17,743.7 | 18,400.9 | 19,651.3 |
| % YoY | 3.7% | 6.8% | 9.0% | 1.4% | 1.6% | 2.7% | 2.8% | 7.7% | 5.2% | 3.7% | 6.8% |
| 이동전화수익 | 2,412.7 | 2,435.8 | 2,486.4 | 2,386.7 | 2,471.8 | 2,512.9 | 2,578.6 | 2,643.1 | 9,721.6 | 10,206.4 | 11,238.1 |
| 망접속정산수익 | 127.4 | 132.3 | 126.4 | 132.8 | 123.6 | 126.7 | 119.7 | 126.4 | 518.9 | 496.4 | 476.6 |
| 신규사업 및 기타 | 272.1 | 279.7 | 298.8 | 325.2 | 275.4 | 286.4 | 305.1 | 331.1 | 1,175.8 | 1,197.9 | 1,221.9 |
| 기타판매 | 1,522.7 | 1,589.2 | 1,649.6 | 1,565.9 | 1,534.1 | 1,629.6 | 1,684.8 | 1,651.7 | 6,327.4 | 6,500.1 | 6,714.7 |
| 영업비용 | 4,012.3 | 4,114.2 | 4,259.1 | 4,248.1 | 4,111.7 | 4,223.7 | 4,333.2 | 4,508.9 | 16,633.7 | 17,177.5 | 18,009.6 |
| % YoY | 4.1% | 8.1% | 9.7% | 2.9% | 2.5% | 2.7% | 1.7% | 6.1% | 6.1% | 3.3% | 4.8% |
| 종업원급여 | 691.0 | 699.3 | 699.4 | 733.0 | 693.9 | 715.6 | 743.3 | 759.6 | 2,822.7 | 2,912.4 | 3,130.6 |
| 지급/판매수수료 | 1,273.7 | 1,256.3 | 1,302.7 | 1,169.4 | 1,222.2 | 1,219.1 | 1,252.5 | 1,308.3 | 5,002.1 | 5,002.1 | 5,148.3 |
| 광고선전비 | 85.8 | 104.7 | 111.2 | 132.9 | 89.1 | 109.8 | 121.6 | 156.8 | 434.6 | 477.3 | 554.2 |
| 감가상각비 | 932.1 | 971.4 | 1,002.9 | 1,028.8 | 1,043.3 | 1,054.3 | 1,083.9 | 1,083.3 | 3,935.2 | 4,264.8 | 4,422.4 |
| 망접속정산비용 | 189.4 | 187.7 | 183.9 | 191.3 | 186.0 | 185.9 | 187.9 | 183.8 | 752.3 | 743.5 | 748.6 |
| 전용회선료 | 37.5 | 35.4 | 32.6 | 34.0 | 34.7 | 35.0 | 35.6 | 36.7 | 139.5 | 141.9 | 151.1 |
| 전파사용료 | 33.3 | 30.8 | 34.5 | 34.5 | 32.1 | 32.7 | 33.9 | 34.0 | 133.1 | 132.7 | 132.6 |
| 상품매출원가 | 377.2 | 440.1 | 499.4 | 516.6 | 407.4 | 447.6 | 490.4 | 530.9 | 1,833.3 | 1,876.3 | 2,002.8 |
| 기타영업비용 | 392.3 | 388.5 | 392.5 | 407.6 | 403.0 | 423.8 | 384.1 | 415.5 | 1,580.9 | 1,626.3 | 1,719.0 |
| 영업이익 | 322.6 | 322.8 | 302.1 | 162.5 | 293.1 | 331.9 | 355.0 | 243.4 | 1,110.0 | 1,223.4 | 1,641.7 |
| % YoY | -0.9% | -6.9% | -0.7% | -27.9% | -9.1% | 2.8% | 17.5% | 49.8% | -7.6% | 10.2% | 34.2% |
| 영업이익률 (%) | 7.4% | 7.3% | 6.6% | 3.7% | 6.7% | 7.3% | 7.6% | 5.1% | 6.3% | 6.6% | 8.4% |
| 법인세차감전순이익 | 467.8 | 353.2 | 349.4 | -7.8 | 296.3 | 352.9 | 517.5 | 479.4 | 1,162.6 | 1,646.1 | 3,128.2 |
| 법인세비용 | 94.2 | 94.1 | 75.0 | 37.4 | 64.2 | 78.5 | 111.8 | 103.8 | 300.7 | 358.4 | 681.0 |
| 당기순이익 | 373.6 | 259.1 | 274.4 | -45.2 | 232.2 | 274.4 | 405.6 | 375.6 | 861.9 | 1,287.8 | 2,447.2 |
| 당기순이익률 (%) | 8.6% | 5.8% | 6.0% | -1.0% | 5.3% | 6.0% | 8.7% | 7.9% | 4.9% | 7.0% | 12.5% |
| 주요지표 (천명) | | | | | | | | | | | |
| 무선통신 가입자수 | 31,009 | 31,019 | 31,268 | 31,535 | 31,684 | 31,847 | 32,047 | 32,234 | 31,535 | 32,234 | 32,921 |
| 5G 가입자수 | 0 | 530 | 1,537 | 2,084 | 2,609 | 3,444 | 4,512 | 5,865 | 2,084 | 5,865 | 11,652 |
| 5G 침투율 (%) | 0.0% | 1.7% | 4.9% | 6.6% | 8.2% | 10.8% | 14.1% | 18.2% | 6.6% | 18.2% | 35.4% |

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 17,520.0 | 16,874.0 | 17,743.7 | 18,400.9 | 19,651.3 |
| 매출액증가율 (%) | 2.5 | -3.7 | 5.2 | 3.7 | 6.8 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 17,520.0 | 16,874.0 | 17,743.7 | 18,400.9 | 19,651.3 |
| 판매관리비 | 15,983.4 | 15,672.2 | 16,633.7 | 17,177.5 | 18,009.6 |
| 영업이익 | 1,536.6 | 1,201.8 | 1,110.0 | 1,223.4 | 1,641.7 |
| 영업이익률 | 8.8 | 7.1 | 6.3 | 6.6 | 8.4 |
| 금융손익 | -67.1 | -128.8 | -287.8 | -296.0 | -235.8 |
| 중속/관계기업손익 | 2,245.7 | 3,270.9 | 449.5 | 815.9 | 1,799.7 |
| 기타영업외손익 | -312.1 | -367.9 | -109.1 | -97.3 | -77.4 |
| 세전계속사업이익 | 3,403.3 | 3,976.0 | 1,162.7 | 1,646.1 | 3,128.2 |
| 법인세비용 | 745.7 | 844.0 | 300.7 | 358.4 | 681.0 |
| 당기순이익 | 2,657.6 | 3,132.0 | 861.9 | 1,287.8 | 2,447.2 |
| 지배주주지분 손이익 | 2,599.8 | 3,127.9 | 889.9 | 1,150.0 | 2,185.5 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 6,201.8 | 7,958.8 | 8,102.3 | 8,564.1 | 9,767.5 |
| 현금및현금성자산 | 1,457.7 | 1,506.7 | 1,270.8 | 1,485.8 | 2,219.5 |
| 매출채권 | 2,126.0 | 2,008.6 | 2,231.0 | 2,313.6 | 2,470.8 |
| 재고자산 | 272.4 | 288.1 | 162.9 | 168.9 | 180.4 |
| 비유동자산 | 27,226.9 | 34,410.3 | 36,509.3 | 36,527.5 | 37,420.5 |
| 유형자산 | 10,144.9 | 10,718.4 | 12,334.3 | 11,775.5 | 11,732.0 |
| 무형자산 | 5,502.0 | 8,452.1 | 7,815.6 | 7,915.6 | 8,005.6 |
| 투자자산 | 10,730.8 | 13,562.2 | 14,401.9 | 14,943.3 | 15,789.7 |
| 자산총계 | 33,428.7 | 42,369.1 | 44,611.6 | 45,091.6 | 47,188.0 |
| 유동부채 | 7,109.1 | 6,847.6 | 7,787.7 | 7,682.9 | 7,943.6 |
| 매입채무 | 351.7 | 381.3 | 438.3 | 454.5 | 485.4 |
| 단기차입금 | 130.0 | 80.0 | 20.6 | -9.4 | -29.4 |
| 유동성장기부채 | 1,833.7 | 1,408.5 | 1,441.2 | 1,132.0 | 967.0 |
| 비유동부채 | 8,290.4 | 13,172.3 | 14,000.4 | 14,028.8 | 14,221.7 |
| 사채 | 5,596.6 | 6,572.2 | 7,253.9 | 7,160.7 | 7,082.0 |
| 장기차입금 | 211.5 | 2,015.4 | 1,972.2 | 1,932.2 | 1,896.2 |
| 부채총계 | 15,399.5 | 20,019.9 | 21,788.1 | 21,711.7 | 22,165.3 |
| 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 |
| 기타포괄이익누계액 | -234.7 | -373.4 | -329.6 | -329.6 | -329.6 |
| 이익잉여금 | 17,836.0 | 22,144.5 | 22,235.3 | 22,654.0 | 24,034.9 |
| 비지배주주지분 | 187.1 | -121.6 | -133.3 | 4.4 | 266.2 |
| 자본총계 | 18,029.2 | 22,349.3 | 22,823.5 | 23,379.9 | 25,022.7 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 3,855.8 | 4,332.6 | 3,986.1 | 5,752.4 | 7,219.4 |
| 당기순이익(손실) | 2,657.6 | 3,132.0 | 861.9 | 1,287.8 | 2,447.2 |
| 유형자산상각비 | 3,247.5 | 3,284.3 | 3,935.8 | 4,264.8 | 4,422.4 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | -261.5 | 26.0 | -836.3 | 172.0 | 327.3 |
| 투자활동 현금흐름 | -3,070.6 | -4,047.7 | -3,582.5 | -4,392.4 | -5,386.6 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2,715.9 | -2,792.4 | -3,375.9 | -3,706.0 | -4,379.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -2,216.7 | -2,831.4 | -839.7 | -541.3 | -846.5 |
| 재무활동 현금흐름 | -826.6 | -238.3 | -636.8 | -1,209.4 | -1,099.1 |
| 차입금의 증감 | 52.5 | 2,269.1 | 1,321.3 | -461.1 | -278.3 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -47.5 | 49.0 | -235.9 | 215.0 | 733.7 |
| 기초현금 | 1,505.2 | 1,457.7 | 1,506.7 | 1,270.8 | 1,485.8 |
| 기말현금 | 1,457.7 | 1,506.7 | 1,270.8 | 1,485.8 | 2,219.5 |

Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 216,978 | 208,977 | 219,748 | 227,887 | 243,372 |
| EPS(지배주주) | 32,198 | 38,738 | 11,021 | 14,243 | 27,066 |
| CFPS | 58,881 | 58,219 | 64,560 | 77,429 | 97,426 |
| EBITDAPS | 59,250 | 55,558 | 62,490 | 67,969 | 75,102 |
| BPS | 220,967 | 278,291 | 284,310 | 289,495 | 306,598 |
| DPS | 10,000 | 10,000 | 10,000 | 10,000 | 11,000 |
| 배당수익률(%) | 3.7 | 3.7 | 4.2 | 5.2 | 5.7 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 8.3 | 7.0 | 21.6 | 13.6 | 7.2 |
| PCR | 4.5 | 4.6 | 3.7 | 2.5 | 2.0 |
| PSR | 1.2 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| PBR | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EBITDA | 4,784.2 | 4,486.1 | 5,045.8 | 5,488.2 | 6,064.1 |
| EV/EBITDA | 5.7 | 6.4 | 5.6 | 4.4 | 3.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 15.4 | 15.5 | 3.9 | 5.0 | 9.1 |
| EBITDA 이익률 | 27.3 | 26.6 | 28.4 | 29.8 | 30.9 |
| 부채비율 | 85.4 | 89.6 | 95.5 | 92.9 | 88.6 |
| 금융비용부담률 | 1.7 | 1.8 | 2.2 | 2.2 | 2.0 |
| 이자보상배율(x) | 5.1 | 3.9 | 2.8 | 3.0 | 4.1 |
| 매출채권회전율(x) | 8.0 | 8.2 | 8.4 | 8.1 | 8.2 |
| 재고자산회전율(x) | 65.8 | 60.2 | 78.7 | 110.9 | 112.5 |

Industry Brief
2020. 4. 9

KT 030200

뒤로 갈수록 좋아지는 비용 구조

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 문경원
02-6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

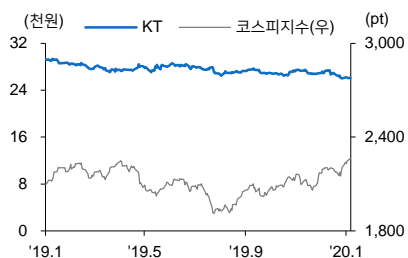
Buy

적정주가 (12개월) **32,000 원**
현재주가 (4.8) **21,600 원**
상승여력 **48.1%**

| | |
|----------------|-----------------|
| KOSPI | 1,807.14pt |
| 시가총액 | 56,400억원 |
| 발행주식수 | 26,111만주 |
| 유동주식비율 | 47.83% |
| 외국인비중 | 46.70% |
| 52주 최고/최저가 | 28,600원/17,650원 |
| 평균거래대금 | 214.2억원 |
| 주요주주(%) | |
| 국민연금공단 | 13.71 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -9.8 | -20.0 | -21.3 |
| 상대주가 | 1.8 | -9.4 | -3.7 |

주가그래프



- ✓ 1Q20 연결 영업이익 3,606억원(-10.3% YoY)으로 컨센서스(3,587억원) 부합 전망
- ✓ COVID-19로 부동산과 BC카드가 부진하나, 전체 실적에 미치는 영향은 미미
- ✓ 2020년 매출액 24,532억원(+0.8% YoY), 영업이익 1,243억원(+8.1% YoY) 전망
- ✓ 본업 회복과 부동산 사업 성장 재개, 자연퇴직에 따른 인건비 절감 효과 기대
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 36,000원에서 32,000원으로 하향

1Q20 Preview: COVID-19는 일부 사업에 영향, 컨센서스에는 부합

1Q20 매출액과 영업이익은 각각 5 조 8,904 억원(+1.0% YoY), 3,606 억원 (-10.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,587 억원)에 부합할 전망이다. 1Q20 5G 가입자 순증은 32 만명(보급률 7.9%)을 예상하며, 별도 마케팅비용은 6,784 억원(+10.6% YoY, -2.1% QoQ)을 전망한다. COVID-19 확산으로 호텔 사업과 결제액이 감소한 BC 카드 사업이 악영향을 받았으나, 전체 실적에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 파악된다.

2020년 연결 영업이익 1,243억원(+8.1% YoY) 전망

2020년 연결 매출액은 24 조 5,326 억원(+0.8% YoY), 영업이익 1 조 2,436 억원(+8.1% YoY)을 전망한다. 1H20까지는 실적 둔화가 예상되나, 5G 단말기 라인업과 가입자 기반이 확대되는 2H20부터는 전년 대비 개선된 실적이 예상된다. 광진구 복합단지 개발 사업의 분양 매출이 연내 발생하면서 부동산 수입도 2020년에는 성장을 재개할 전망이다. 임직원 자연퇴직자수는 2019년 500명, 2020년 700명, 2021년부터는 1,000명씩 증가해 인건비 부담도 축소될 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 36,000원에서 32,000원으로 하향

KT 구현모 신임 CEO가 밝힌 통신 본업 경쟁력 강화와 부실 계열사 정리를 통한 사업 구조 재편은 시장의 요구와 부합하는 방향으로 긍정적 평가가 가능하다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 36,000원에서 32,000원으로 하향한다. 적정주가는 최근 KOSPI 하락 영향으로 Target EV/EBITDA를 과거 3년 평균 상단에서 중단으로 변경해 반영했다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2017 | 23,387.3 | 1,375.3 | 476.7 | 1,826 | -29.6 | 45,264 | 16.6 | 0.7 | 2.8 | 4.1 | 125.1 |
| 2018 | 23,460.1 | 1,261.5 | 688.5 | 2,637 | 35.8 | 50,563 | 11.3 | 0.6 | 2.7 | 5.5 | 118.5 |
| 2019 | 24,342.1 | 1,151.1 | 619.2 | 2,371 | -12.2 | 52,341 | 11.4 | 0.5 | 2.7 | 4.6 | 124.3 |
| 2020E | 24,532.6 | 1,243.6 | 770.1 | 2,949 | 33.2 | 54,163 | 7.3 | 0.4 | 2.5 | 5.5 | 118.6 |
| 2021E | 25,370.3 | 1,489.5 | 928.6 | 3,556 | 19.9 | 56,592 | 6.1 | 0.4 | 2.3 | 6.4 | 112.8 |

1Q20 영업이익 3,606억원으로
시장 컨센서스 부합 전망

1Q20 매출액과 영업이익은 각각 5조 8,904억원(+1.0% YoY), 3,606억원 (-10.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 3,587억원)에 부합할 전망이다. 1Q20 5G 가입자 순증은 32만명(보급률 7.9%)을 예상하며, 별도 마케팅비용은 6,784억원(+10.6% YoY, -2.1% QoQ)을 전망한다. COVID-19 확산으로 호텔 사업과 결제액이 감소한 BC카드 사업이 악영향을 받았으나, 전체 실적에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 파악된다.

표3 KT 1Q20 Preview

| (십억원) | 1Q20E | 1Q19 | (% YoY) | 4Q19 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|--------------|----------------|----------------|--------------|----------------|-----------------|----------------|-------------|
| 매출액 | 5,890.4 | 5,834.4 | 1.0 | 6,195.4 | -4.9 | 6,065.0 | -2.9 |
| 무선수익 | 1,759.9 | 1,732.5 | 1.6 | 1,738.4 | 1.2 | | |
| 유선수익 | 1,131.6 | 1,167.0 | -3.0 | 1,172.9 | -3.5 | | |
| 미디어/콘텐츠 | 710.3 | 641.2 | 10.8 | 707.6 | 0.4 | | |
| 금융/렌탈 | 820.3 | 839.0 | -2.2 | 886.8 | -7.5 | | |
| 기타서비스 | 565.7 | 575.8 | -1.8 | 638.8 | -11.4 | | |
| 상품수익 | 902.7 | 878.9 | 2.7 | 1,050.9 | -14.1 | | |
| 영업이익 | 360.6 | 402.1 | -10.3 | 148.2 | 143.3 | 358.7 | 0.5 |
| 세전이익 | 343.9 | 397.7 | -13.5 | 28.1 | 1,124.0 | 317.0 | 8.5 |
| 당기순이익 | 258.9 | 259.8 | -0.3 | -6.8 | -3,907.1 | 251.3 | 3.0 |

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

2020년 영업이익 1.24조원
(+8.1% YoY) 전망

2020년 연결 매출액은 24조 5,326억원(+0.8% YoY), 영업이익 1조 2,436억원(+8.1% YoY)을 전망한다. 5G 단말기 라인업과 가입자 기반이 확대되는 2H20부터 전년 대비 실적이 개선될 전망이다. 광진구 복합단지 개발 사업 중심의 부동산 매출도 2020년부터 성장을 재개하며, 임직원 자연퇴직자수 증가에 따른 인건비 부담도 축소될 전망이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 36,000원에서 32,000원으로 -11.1% 하향한다. 적정주가는 최근 KOSPI 하락 영향으로 Target EV/EBITDA를 과거 3년 평균 상단에서 중단으로 변경해 반영했다.

표4 KT Valuation

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---------------------|---------------|-------------|
| EBITDA(십억원) | 4,627.8 | 12M Forward |
| Target EV/EBITDA(배) | 2.7 | 과거 3년 평균 중단 |
| 영업가치(십억원) | 12,618.4 | |
| 순차입금(십억원) | 4,274.7 | |
| 적정기업가치(십억원) | 8,343.7 | |
| 발행주식수(천주) | 261,112 | |
| 적정주가(원) | 31,955 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 KT 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업수익 | 5,834.4 | 6,098.5 | 6,213.8 | 6,195.4 | 5,890.4 | 6,094.0 | 6,199.9 | 6,348.3 | 24,341.9 | 24,532.6 | 25,370.3 |
| % YoY | 2.2% | 5.0% | 4.5% | 3.4% | 1.0% | -0.1% | -0.2% | 2.5% | 3.8% | 0.8% | 3.4% |
| 무선 | 1,732.5 | 1,743.3 | 1,756.4 | 1,738.4 | 1,759.9 | 1,794.5 | 1,841.5 | 1,898.1 | 6,970.6 | 7,294.1 | 8,027.6 |
| 무선서비스 | 1,626.6 | 1,643.6 | 1,656.0 | 1,640.1 | 1,652.9 | 1,693.8 | 1,740.1 | 1,798.8 | 6,566.3 | 6,885.7 | 7,615.2 |
| 접속 | 105.9 | 99.7 | 100.4 | 98.3 | 107.0 | 100.7 | 101.4 | 99.3 | 404.3 | 408.3 | 412.4 |
| 유선 | 1,167.0 | 1,188.9 | 1,168.3 | 1,172.9 | 1,131.6 | 1,131.7 | 1,121.7 | 1,113.1 | 4,697.1 | 4,498.1 | 4,361.3 |
| 유선전화 | 399.3 | 400.1 | 396.7 | 382.5 | 375.3 | 369.9 | 362.3 | 354.4 | 1,578.6 | 1,461.9 | 1,357.2 |
| 초고속인터넷 | 503.3 | 506.1 | 503.3 | 503.0 | 499.2 | 497.5 | 494.9 | 492.6 | 2,015.7 | 1,984.2 | 1,956.7 |
| 전용통신 | 264.4 | 282.7 | 268.3 | 287.4 | 257.1 | 264.3 | 264.5 | 266.2 | 1,102.8 | 1,052.0 | 1,047.3 |
| 미디어/컨텐츠 | 641.2 | 689.9 | 701.4 | 707.6 | 710.3 | 716.7 | 728.2 | 741.3 | 2,740.1 | 2,896.4 | 3,017.1 |
| 미디어 | 512.7 | 544.1 | 548.7 | 554.2 | 557.6 | 559.9 | 569.7 | 581.8 | 2,163.2 | 2,269.0 | 2,370.0 |
| 컨텐츠 | 128.5 | 145.8 | 152.7 | 153.4 | 152.6 | 156.8 | 158.5 | 159.4 | 580.4 | 627.4 | 647.1 |
| 금융 | 839.0 | 849.8 | 836.2 | 886.8 | 820.3 | 842.2 | 826.7 | 872.5 | 3,411.8 | 3,361.7 | 3,346.9 |
| 기타 | 575.8 | 616.0 | 595.9 | 638.8 | 565.7 | 636.1 | 626.1 | 663.2 | 2,426.5 | 2,491.1 | 2,563.8 |
| IT/솔루션 | 260.3 | 293.9 | 292.4 | 304.8 | 265.8 | 315.1 | 310.3 | 322.8 | 1,151.4 | 1,214.0 | 1,265.5 |
| 부동산 | 95.8 | 85.1 | 81.3 | 82.7 | 76.6 | 82.6 | 93.6 | 86.3 | 344.9 | 339.1 | 356.0 |
| 기타자회사 | 219.7 | 237.0 | 222.2 | 251.3 | 223.3 | 238.5 | 222.2 | 254.1 | 930.2 | 938.1 | 942.3 |
| 상품 | 878.9 | 1,010.4 | 1,155.6 | 1,050.9 | 902.7 | 972.8 | 1,055.7 | 1,060.1 | 4,095.8 | 3,991.2 | 4,053.6 |
| 영업비용 | 5,432.3 | 5,810.3 | 5,901.2 | 6,047.2 | 5,529.8 | 5,804.0 | 5,872.6 | 6,082.5 | 23,191.0 | 23,289.0 | 23,880.8 |
| % YoY | 2.2% | 7.4% | 5.8% | 2.5% | 1.8% | -0.1% | -0.5% | 0.6% | 4.5% | 0.4% | 2.5% |
| 인건비 | 983.8 | 1,006.1 | 959.4 | 1,001.8 | 965.6 | 997.2 | 954.2 | 1,026.9 | 3,951.1 | 3,944.0 | 4,036.4 |
| 사업경비 | 2,327.1 | 2,459.3 | 2,433.5 | 2,579.7 | 2,375.1 | 2,500.3 | 2,516.7 | 2,669.9 | 9,799.6 | 10,062.1 | 10,380.6 |
| 서비스구입비 | 606.3 | 601.0 | 648.0 | 658.9 | 623.9 | 645.3 | 664.5 | 693.3 | 2,514.2 | 2,627.0 | 2,777.0 |
| 판매관리비 | 572.2 | 613.9 | 592.3 | 499.5 | 550.4 | 549.9 | 562.7 | 509.6 | 2,277.9 | 2,172.7 | 2,125.0 |
| 상품구입비 | 942.9 | 1,130.0 | 1,268.0 | 1,307.3 | 1,014.7 | 1,111.2 | 1,174.4 | 1,182.8 | 4,648.2 | 4,483.2 | 4,561.7 |
| 영업이익 | 402.1 | 288.2 | 312.6 | 148.2 | 360.6 | 290.0 | 327.3 | 265.8 | 1,150.9 | 1,243.6 | 1,489.5 |
| % YoY | 1.3% | -27.8% | -15.4% | 54.8% | -10.3% | 0.7% | 4.7% | 79.3% | -8.8% | 8.1% | 19.8% |
| 영업이익률(%) | 6.9% | 4.7% | 5.0% | 2.4% | 6.1% | 4.8% | 5.3% | 4.2% | 4.7% | 5.1% | 5.9% |
| 법인세차감전순이익 | 397.7 | 283.6 | 270.4 | 28.1 | 343.9 | 256.5 | 307.2 | 263.4 | 979.5 | 1,171.0 | 1,399.3 |
| 법인세비용 | 138.0 | 80.6 | 57.1 | 34.9 | 85.1 | 58.7 | 73.2 | 62.7 | 310.4 | 279.7 | 330.7 |
| 당기순이익 | 259.8 | 203.0 | 213.3 | -6.8 | 258.9 | 197.7 | 234.0 | 200.6 | 669.2 | 891.3 | 1,068.6 |
| 당기순이익률(%) | 4.5% | 3.3% | 3.4% | -0.1% | 4.4% | 3.2% | 3.8% | 3.2% | 2.7% | 3.6% | 4.2% |
| 주요지표 (천명) | | | | | | | | | | | |
| 무선통신 가입자수 | 21,333 | 21,549 | 21,771 | 21,922 | 22,117 | 22,317 | 22,518 | 22,703 | 21,922 | 22,703 | 23,469 |
| 5G 가입자수 | 0 | 420 | 1,055 | 1,419 | 1,739 | 2,176 | 2,812 | 3,525 | 1,419 | 3,525 | 7,421 |
| 5G 침투율(%) | 0.0% | 1.9% | 4.8% | 6.5% | 7.9% | 9.8% | 12.5% | 15.5% | 6.5% | 15.5% | 31.6% |

자료: 메리츠증권 리서치센터

KT (030200)

Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 23,387.3 | 23,460.1 | 24,342.1 | 24,532.6 | 25,370.3 |
| 매출액증가율 (%) | 2.8 | 0.3 | 3.8 | 0.8 | 3.4 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 23,387.3 | 23,460.1 | 24,342.1 | 24,532.6 | 25,370.3 |
| 판매관리비 | 22,012.0 | 22,198.6 | 23,191.0 | 23,289.0 | 23,880.8 |
| 영업이익 | 1,375.3 | 1,261.5 | 1,151.1 | 1,243.6 | 1,489.5 |
| 영업이익률 | 5.9 | 5.4 | 4.7 | 5.1 | 5.9 |
| 금융손익 | -238.2 | -61.4 | 2.5 | 59.1 | 59.7 |
| 중속/관계기업손익 | -13.9 | -5.5 | -3.3 | -4.8 | -4.1 |
| 기타영업외손익 | -286.2 | -103.9 | -170.6 | -126.9 | -145.8 |
| 세전계속사업이익 | 837.0 | 1,090.7 | 979.7 | 1,171.0 | 1,399.4 |
| 법인세비용 | 275.5 | 328.4 | 310.3 | 279.7 | 330.7 |
| 당기순이익 | 561.5 | 762.3 | 669.4 | 891.3 | 1,068.6 |
| 지배주주지분 손이익 | 476.7 | 688.5 | 619.2 | 770.1 | 928.6 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 9,672.4 | 11,894.3 | 11,898.3 | 11,699.0 | 12,101.6 |
| 현금및현금성자산 | 1,928.2 | 2,703.4 | 2,305.9 | 2,038.1 | 2,139.5 |
| 매출채권 | 2,959.6 | 3,054.7 | 3,150.4 | 3,175.1 | 3,283.5 |
| 재고자산 | 457.7 | 684.0 | 665.5 | 670.7 | 693.6 |
| 비유동자산 | 20,058.5 | 20,294.6 | 22,163.0 | 22,798.6 | 23,133.3 |
| 유형자산 | 13,562.3 | 13,068.3 | 13,785.3 | 14,682.4 | 15,206.9 |
| 무형자산 | 2,632.7 | 3,407.1 | 2,834.0 | 2,570.2 | 2,370.2 |
| 투자자산 | 1,034.4 | 895.6 | 1,089.3 | 1,091.6 | 1,101.8 |
| 자산총계 | 29,730.9 | 32,188.8 | 34,061.3 | 34,497.6 | 35,235.0 |
| 유동부채 | 9,474.2 | 9,387.7 | 10,111.5 | 10,066.2 | 10,058.1 |
| 매입채무 | 1,399.3 | 1,236.5 | 1,304.8 | 1,315.0 | 1,359.9 |
| 단기차입금 | 128.3 | 92.6 | 83.5 | 63.5 | 43.5 |
| 유동성장기부채 | 1,445.2 | 1,275.9 | 1,102.2 | 1,007.1 | 711.9 |
| 비유동부채 | 7,046.2 | 8,069.9 | 8,762.9 | 8,647.5 | 8,618.5 |
| 사채 | 4,610.5 | 5,128.7 | 5,972.6 | 5,837.6 | 5,722.6 |
| 장기차입금 | 499.7 | 151.2 | 140.6 | 140.6 | 140.6 |
| 부채총계 | 16,520.3 | 17,457.6 | 18,874.3 | 18,713.6 | 18,676.7 |
| 자본금 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 |
| 자본잉여금 | 1,441.1 | 1,440.3 | 1,441.5 | 1,441.5 | 1,441.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 31.0 | 50.2 | 194.9 | 194.9 | 194.9 |
| 이익잉여금 | 9,988.4 | 11,328.9 | 11,637.2 | 12,113.0 | 12,747.3 |
| 비지배주주지분 | 1,391.8 | 1,528.6 | 1,520.2 | 1,641.4 | 1,781.4 |
| 자본총계 | 13,210.6 | 14,731.3 | 15,187.0 | 15,784.0 | 16,558.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 3,877.8 | 4,010.5 | 3,745.2 | 4,188.7 | 4,550.1 |
| 당기순이익(손실) | 561.5 | 762.3 | 669.4 | 891.3 | 1,068.6 |
| 유형자산상각비 | 2,802.5 | 2,735.4 | 3,019.8 | 3,036.9 | 3,188.5 |
| 무형자산상각비 | 635.2 | 629.5 | 660.7 | 263.9 | 200.0 |
| 운전자본의 증감 | -414.3 | -622.0 | -1,130.4 | -3.4 | 93.0 |
| 투자활동 현금흐름 | -3,483.3 | -2,704.1 | -3,887.5 | -3,936.6 | -3,724.2 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2,442.2 | -2,260.9 | -3,263.3 | -3,934.0 | -3,713.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -85.6 | 138.8 | -193.7 | -2.3 | -10.2 |
| 재무활동 현금흐름 | -1,363.5 | -531.7 | -249.8 | -519.9 | -724.4 |
| 차입금의 증감 | -1,540.0 | -57.5 | 636.3 | -250.2 | -430.1 |
| 자본의 증가 | 0.3 | -0.9 | 1.2 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -972.1 | 775.2 | -397.5 | -267.8 | 101.4 |
| 기초현금 | 2,900.3 | 1,928.2 | 2,703.4 | 2,305.9 | 2,038.1 |
| 기말현금 | 1,928.2 | 2,703.4 | 2,305.9 | 2,038.1 | 2,139.5 |

Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 89,568 | 89,847 | 93,225 | 93,955 | 97,163 |
| EPS(지배주주) | 1,826 | 2,637 | 2,371 | 2,949 | 3,556 |
| CFPS | 18,127 | 18,514 | 19,871 | 17,223 | 18,410 |
| EBITDAPS | 18,433 | 17,718 | 18,504 | 17,404 | 18,682 |
| BPS | 45,264 | 50,563 | 52,341 | 54,163 | 56,592 |
| DPS | 1,000 | 1,100 | 1,100 | 1,200 | 1,200 |
| 배당수익률(%) | 3.3 | 3.7 | 4.1 | 5.6 | 5.6 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 16.6 | 11.3 | 11.4 | 7.3 | 6.1 |
| PCR | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| PBR | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EBITDA | 4,813.0 | 4,626.5 | 4,831.6 | 4,544.4 | 4,878.0 |
| EV/EBITDA | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.1 | 5.5 | 4.6 | 5.5 | 6.4 |
| EBITDA 이익률 | 20.6 | 19.7 | 19.8 | 18.5 | 19.2 |
| 부채비율 | 125.1 | 118.5 | 124.3 | 118.6 | 112.8 |
| 금융비용부담률 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| 이자보상배율(x) | 4.5 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 5.7 |
| 매출채권회전율(x) | 8.3 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 7.9 |
| 재고자산회전율(x) | 56.0 | 41.1 | 36.1 | 36.7 | 37.2 |

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------|--|--|
| 추천기준일 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| 직전 1개월간 | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| 증가대비 3등급 | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 | Overweight (비중확대) | |
| 시장지수대비 3등급 | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

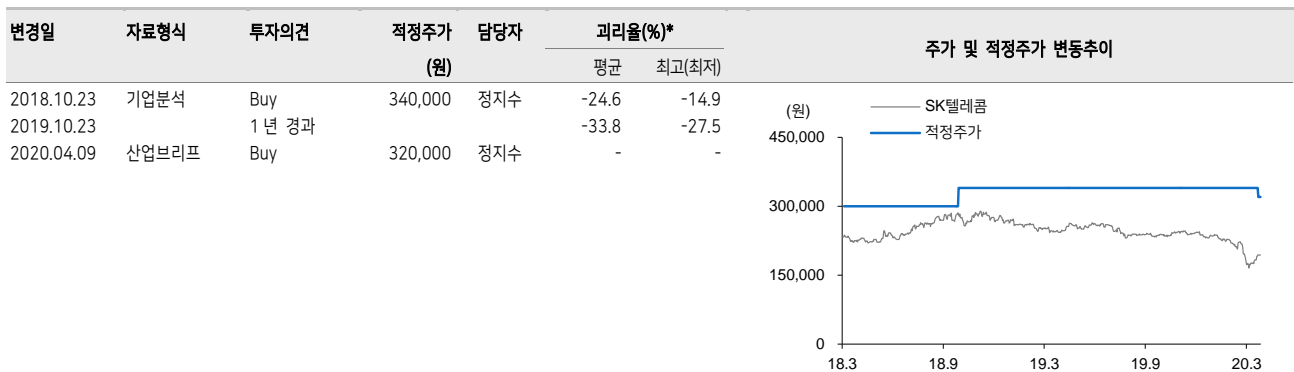
투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 78.9% |
| 중립 | 21.1% |
| 매도 | 0.0% |

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

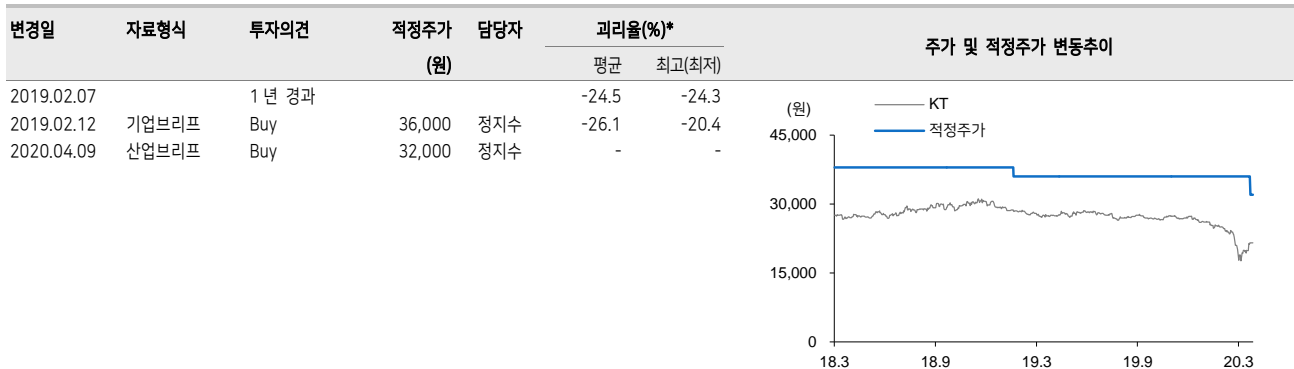
SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



KT (030200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



LG 유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2018.04.17 | 산업브리프 | Buy | 16,000 | 정지수 | -18.6 | -8.1 | |
| 2018.07.13 | 산업브리프 | Trading Buy | 16,000 | 정지수 | -0.6 | 14.4 | |
| 2018.10.04 | 기업브리프 | Trading Buy | 18,000 | 정지수 | -11.0 | 1.1 | |
| 2019.05.03 | 기업브리프 | Buy | 18,000 | 정지수 | - | - | |