



## ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

## RA 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Overweight****Top Pick**

KT(030200) Buy 42,000원

**관심종목**

SK텔레콤(017670)	Buy	75,000원
LG유플러스(032640)	Buy	20,000원

# 통신서비스

## 방어주의 자격

- ✓ 4Q21 통신 3사 합산 영업이익 7,825 억원으로 시장 컨센서스(7,382 억원) 상회 전망
- ✓ 5G 확대에 따른 무선 매출 성장 + 전반적인 비용 감소로 2022년 실적 개선 지속
- ✓ YTD 주가 수익률은 통신주(-0.5%)가 코스피(-6.6%)를 상회하며 방어주 매력 부각
- ✓ DPS 상향에 따른 배당 매력으로 외국인 지분율 상승 & 방어주 역할 지속 가능
- ✓ 높은 배당수익률(6.3%) + 자회사 상장으로 통신 본업 가치가 부각될 KT 최선후주

**4Q21 Preview: 다수의 일회성으로 무의미해진 컨센서스**

4Q21 통신 3사 합산 영업이익은 7,825 억원으로 시장 컨센서스(7,382 억원)를 상회할 전망이다. 국내 5G 가입자가 2 천만명을 돌파하면서 무선 서비스수익 성장세는 지속된 반면, 시장 경쟁 완화와 CAPEX 집행 축소로 마케팅비용과 감가상각비는 하향 안정화됐다. 임직원 성과급 포함 다수의 일회성 요인에도 불구하고 2021년 한 해 동안 증명한 실적 성장 기조는 잘 유지되고 있다.

**2022년에도 실적에 빈틈이 없다**

SK 텔레콤의 한국전력 IoT 수주와 LG 유플러스의 알뜰폰(MVNO) 사업 집중으로 무선 ARPU 성장세는 다소 주춤하나, 무선 서비스수익은 꾸준히 상승 중이다. 5G 공동망 구축, 시장 경쟁 지양으로 감가상각비와 마케팅비용의 하향 안정화 추세가 유지됨에 따라 2022년에도 실적 성장은 지속될 전망이다.

**불안한 증시 속 방어주 선호 심리**

통신서비스 주가 수익률은 연초 대비 -0.5%를 기록하며 코스피(-6.6%)를 상회하고 있다. 2018년 하반기 하락장에서 통신주는 외국인 수급 유입에 힘입어 높은 주가 수익률을 기록한 바 있다. 현재 통신주 외국인 지분율은 41.4%에 불과하며, DPS 상향에 따른 배당 매력을 고려해볼 때 추후 외국인 지분율 상승 기반으로 시장 방어주 역할을 무리 없이 수행할 전망이다. 과거 대선에서는 통신비 인하 규제가 단골로 등장했으나, 현 시점에서 강력한 통신비 인하 정책을 주장할 경우 5G 인프라 구축을 저해할 수 있어 이전 대비 정책 리스크 자체는 크지 않다.

**2022년 통신주 Top Pick은 KT**

KT는 2015년 배당을 재개한 이후 매년 DPS를 상향하고 있으며, 2022년까지 별도 당기순이익의 50%라는 배당성향을 유지함에 따라 올해 DPS는 2,000 원으로 상향(배당수익률 6.3%)될 전망이다. 올해 케이뱅크를 시작으로 밀리의 서재, 내년 스튜디오지니 상장을 통해 KT가 가진 통신 본업의 가치는 더욱 부각될 전망이다.

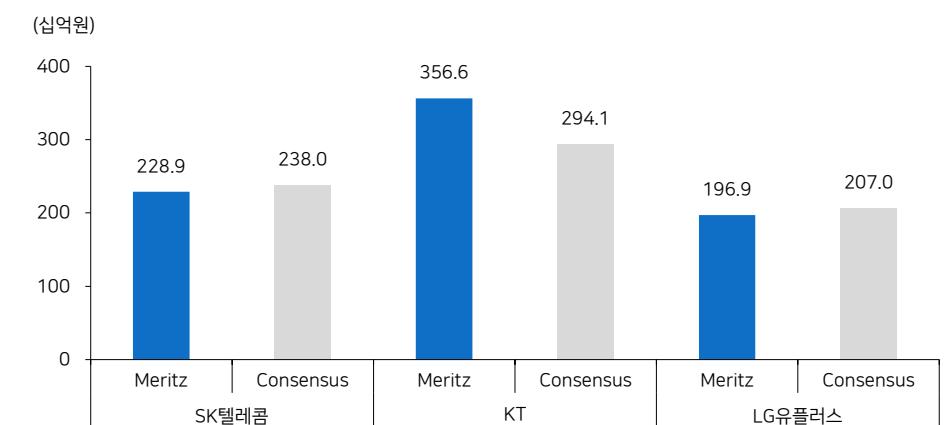
## 4Q21 통신서비스 시장 현황 및 전망

### 4Q21 Preview: 다수의 일회성으로 무의미해진 컨센서스

4Q21 통신 3사 합산 영업이익 7,825억원으로 시장 기대치 상회

4Q21 통신 3사 합산 영업이익은 7,825억원으로 시장 컨센서스(7,391억원)를 상회할 전망이다. 국내 5G 가입자가 2천만명을 돌파하면서 무선 서비스수익 성장세가 지속된 반면, 시장 경쟁 완화와 사업자들의 CAPEX 집행 축소로 마케팅비용과 감가상각비는 하향 안정화됐다. 임직원 성과급 등 다수의 일회성 요인이 포함되었다는 점을 감안할 때 실적 성장 기조가 잘 유지되고 있다는 판단이다.

그림1 4Q21 통신 3사 영업이익 추정치 및 컨센서스



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

### 다수의 일회성에도 전반적으로 양호한 실적 기록

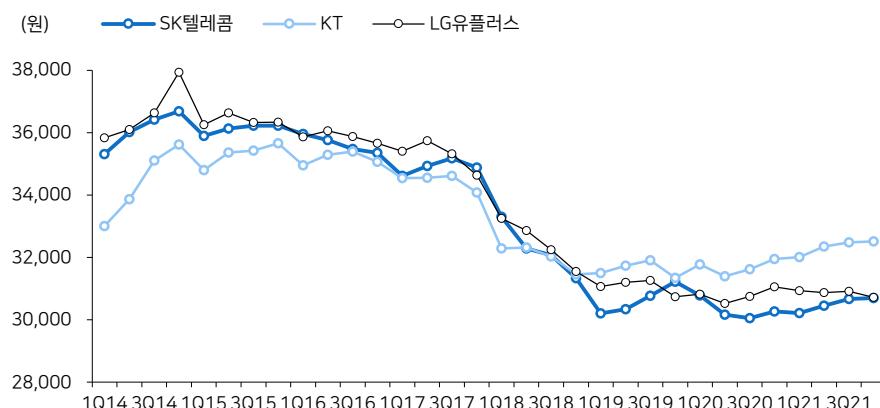
SK텔레콤(017670) 4Q21 연결 영업이익은 2,289억원(+12.0% YoY)으로, 분할 전 기준으로는 3,251억원(-1.8% YoY)을 전망한다. SK텔레콤과 SK브로드밴드 임직원들에게 지급되는 상여금 규모가 예년 대비 큰 편이나, 이를 감안하더라도 시장 기대치에 부합하는 실적이 예상된다. KT(030200) 4Q21 연결 영업이익은 3,566억원(+113.8% YoY)을 전망한다. 임직원 특별 상여금(240억원)과 시즌(Seezn) 분사 관련 비용(약 500억원) 등 일회성 비용과 부동산 매각 관련 이익(약 2천억원)이 일시 반영되면서 기존 예상을 크게 상회하는 실적을 기록할 전망이다. LG유플러스(032640)의 4Q21 연결 영업이익은 1,969억원(+12.2% YoY)으로 시장 컨센서스(2,070억원)를 소폭 하회할 전망이다. 마케팅비용과 감가상각비는 하향 안정화됐으나, 인건비 일회성 반영으로 분기 영업이익 2천억원 달성을 가능성은 낮은 편이다.

## 무선 ARPU와 마케팅비용

4Q21에도 통신 3사의 무선 ARPU 상승세 지속

5G 가입자 보급률 28.7%를 기록하면서 요금제 업셀링(Up-selling)에 따른 무선 ARPU 상승 효과가 뚜렷하게 나타나고 있다. 3사 중 KT의 무선 ARPU 상승세가 가장 돋보이는 가운데, SK텔레콤은 한국전력 IoT 수주에 따른 ARPU 회복, LG유플러스는 MVNO 사업 집중에 따른 ARPU 상승폭 둔화가 예상된다. 다만, 핸드셋 기준 ARPU의 경우 5G 상용화 이후 3년 째 꾸준히 상승한 것으로 파악된다.

그림1 통신 3사 무선 ARPU 추이 및 전망

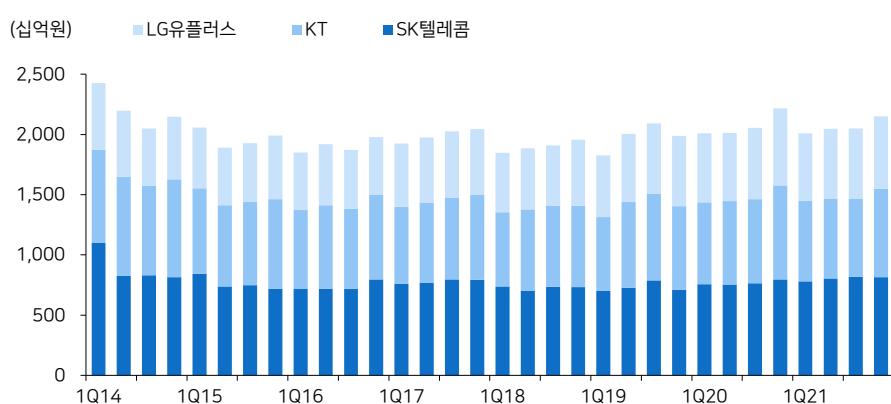


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

4Q21 통신 3사 합산 마케팅비용  
2.15조원(-3.0% YoY) 전망

4Q21 통신 3사의 합산 마케팅비용은 전년 대비 -3.0% 감소한 2조 1,517억원을 전망한다. 5G 상용화 초기 과열 경쟁을 했던 2019년 2~3분기 집행한 마케팅비용의 상각 기간이 소멸되면서 통신사들의 마케팅비용 부담이 완화됐으며, 현재 시장 경쟁 상황을 감안해볼 때 2022년에도 하향 안정화 추세가 유지될 전망이다.

그림2 4Q21 통신 3사 합산 마케팅비용 전년 대비 -3.0% 감소 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

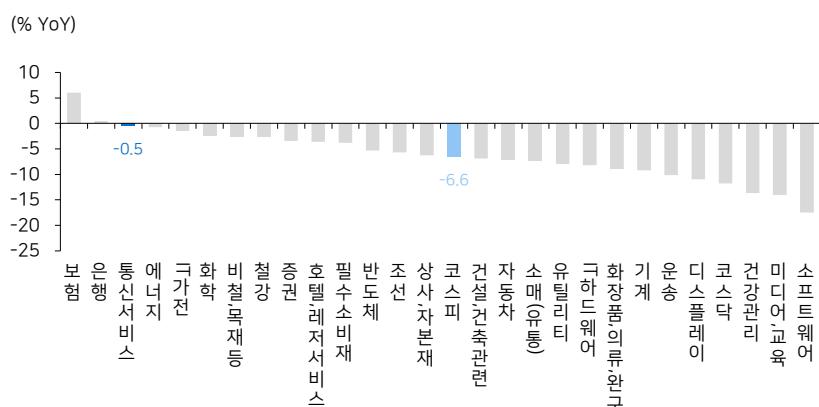
## 불안한 증시 속 방어주 선호 심리

### 방어주 임무를 부여받은 통신주

#### 불안한 증시 속 방어주 역할을 담당하는 통신주

연초 대비 주가 수익률을 보면, 통신서비스는  $-0.5\%$ 로 코스피( $-6.6\%$ ) 대비 Outperform 중이다. 증시 하락 우려가 존재하는 현재와 같은 상황에서 통신주는 방어주로서의 역할을 충실히 담당할 수 있다는 판단이다. 2018년 하반기 하락장에서 통신주는 외국인 수급 유입에 힘입어 시장 성장을 상회한 바 있다. 반면, 2019년 중순 하락장에서는 외국인 수급 이탈이 나타나며 방어주 역할에 실패했었다. 현재 국내 통신서비스 외국인 지분율은 평균  $41.4\%$ 에 불과하다. 주당배당금(DPS) 상향에 따른 배당 매력을 감안해볼 때 외국인 지분율 상승 추세는 지속될 전망이며, 이를 통한 시장 방어주 역할에도 무리가 없다는 판단이다.

그림3 섹터별 2022년 YTD 주가수익률



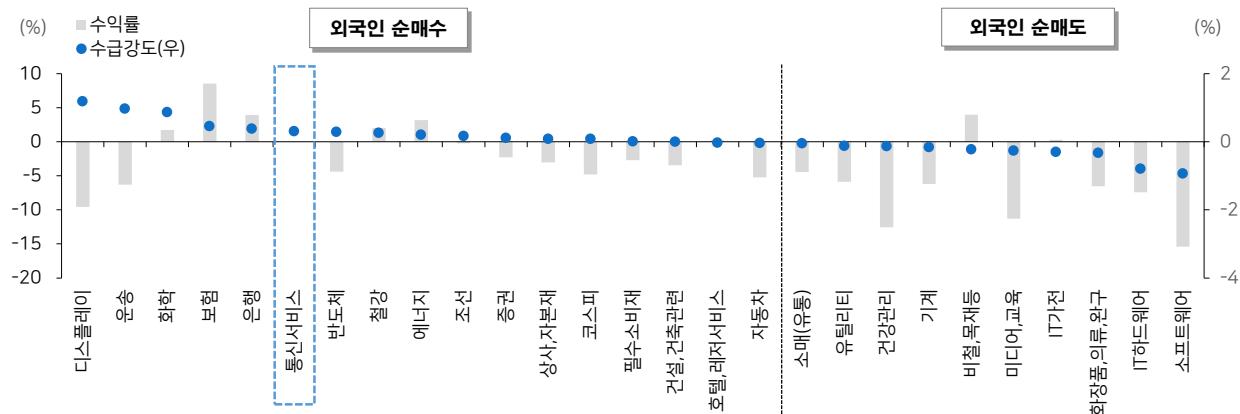
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 증시와 외국인 지분율 변동에 따른 통신업종 지수 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

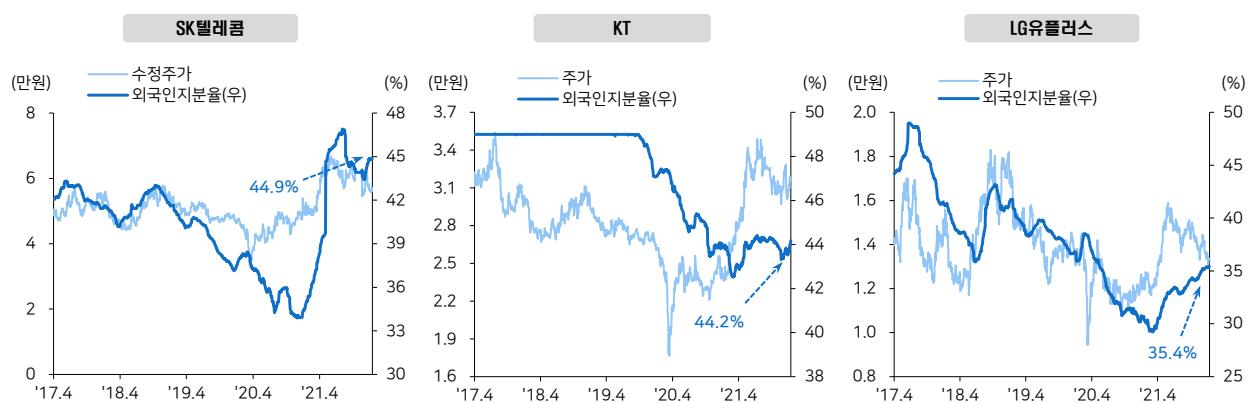
그림5 2022년 업종별 외국인 수급강도 및 수익률



주: 1월 8일~1월 24일 기준

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림6 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이 및 전망



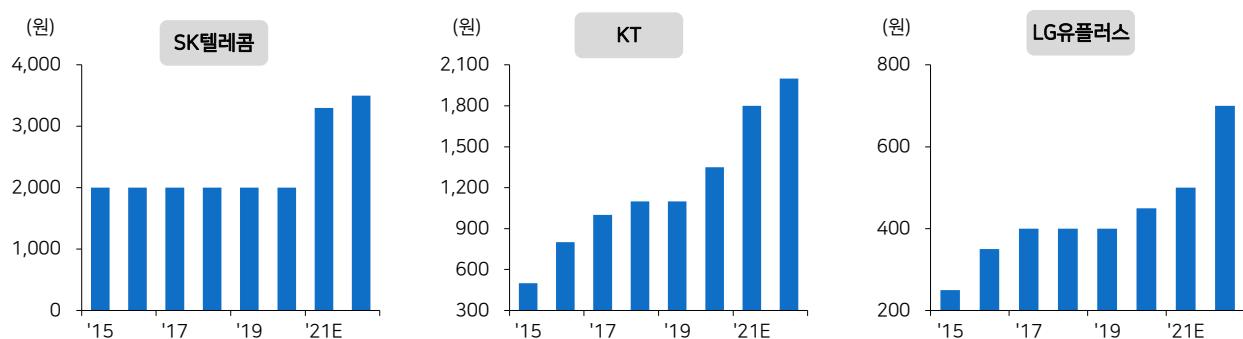
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

## 주주친화적 배당 정책 지속

통신 3사 모두  
2022년 DPS 상향 전망

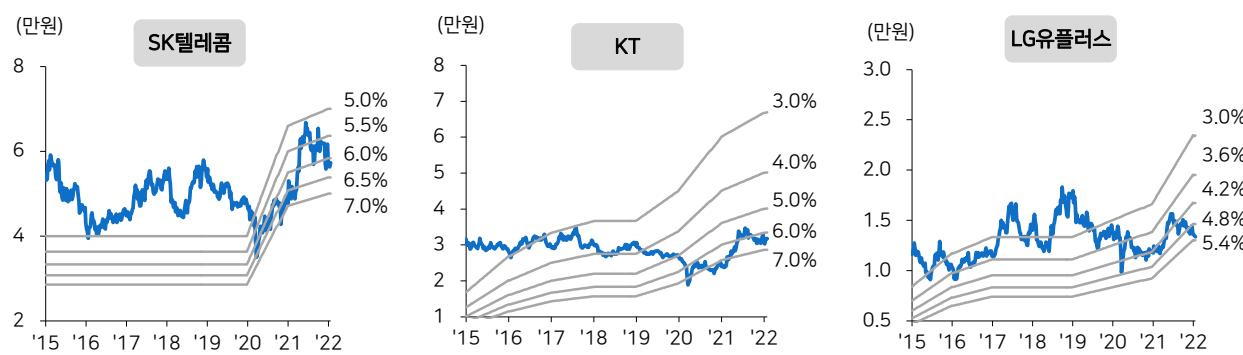
통신 3사의 배당 재원이 되는 별도 당기순이익의 경우 5G 가입자 증가에 따른 매출 성장 대비 비용의 하향 안정화가 지속되고 있어 주주친화적 배당 정책이 유지될 전망이다. 2022년에도 통신 3사의 주당배당금(DPS) 상향이 기대된다. 현 주가 기준 기대 배당수익률은 SK텔레콤 6.2%, KT 6.3%, LG유플러스 5.3% 수준으로 여전히 배당밴드 하단에 머물러 있다.

그림7 통신 3사 DPS 추이 및 전망



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 통신 3사 배당수익률 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

## 진정한 방어주가 되기 위한 마지막 관문: 제20대 대통령선거

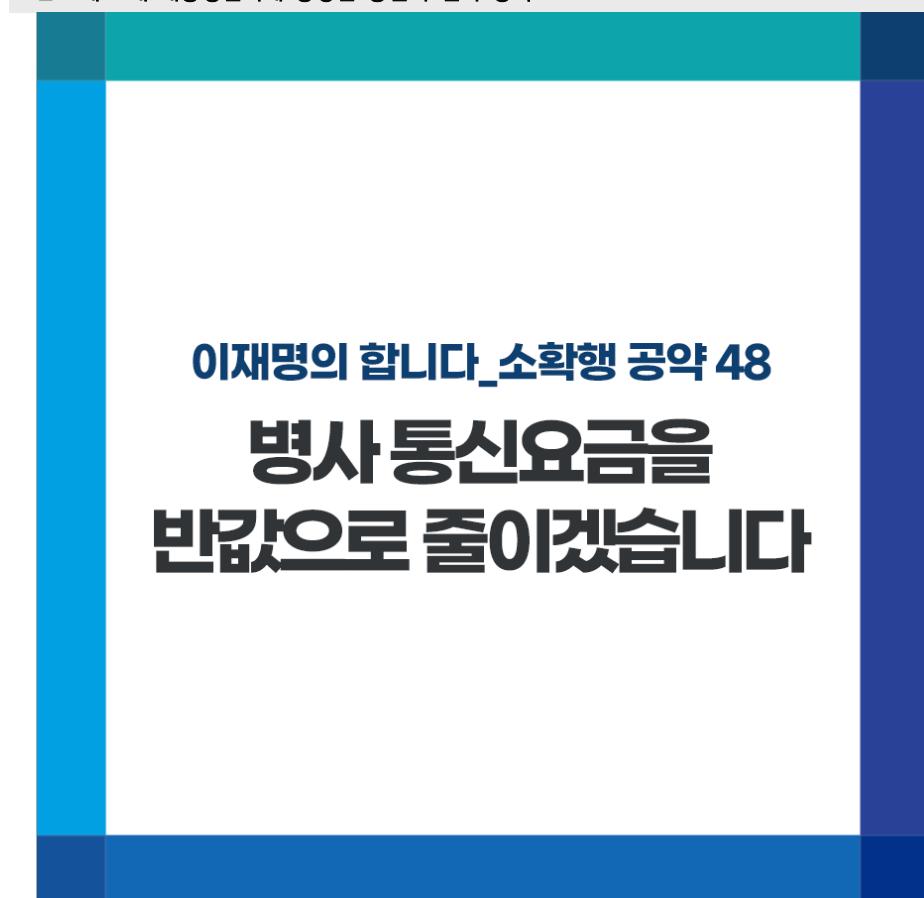
### 대선과 통신비 인하 공약

제20대 대통령선거를 앞두고 유력 대선 주자들의 크고 작은 정책 공약들이 발표되고 있다. 역대 대통령선거에서 통신비 인하 관련 공약들이 꾸준히 발표되었다는 점을 감안하면 이번에도 표심을 확보하기 위한 가계통신비 인하 공약이 등장할 가능성이 높다. 현재까지 공식적으로 발표된 통신비 인하 공약은 이재명 후보의 소확행 공약 48 '병사 통신요금 반값' 공약이다. 전기통신사업법 개정을 통해 군 장병들에게 50%의 요금할인을 적용하겠다는 방침이다. 이에 앞선 2021년 11월에는 휴대폰 안심데이터 도입을 주장한 바 있다. 이러한 정책이 도입될 경우 통신사업자들에게 부담으로 작용하나, 군인 혹은 사회취약계층과 같이 특정 집단을 겨냥한 편sett 공약의 경우 통신주 센터멘트에 부정적으로 작용하지 않는다.

### 방심하기 이르나 과거 대비 정책 리스크는 제한적

지난 제19대 대통령선거에서 이행된 선택약정 할인율 상향(20% → 25%)과 같이 중대한 공약이 선거 28일 앞두고 발표된 점을 감안할 때 추가적인 통신비 인하 공약 등장 가능성을 배제하기 어렵다. 다만, 정부가 통신 사업자들에게 5G 인프라 구축을 독려하고 있는 현 상황에서 강력한 요금제 인하 공약을 추진할 경우 이해상충이 불가피한 만큼 시장이 우려하는 수준의 규제 도입 가능성은 제한적이다.

그림1 제20대 대통령선거에 등장한 통신비 인하 공약



자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2022. 1. 25

## ▲ 통신/미디어

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

RA 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	42,000 원
현재주가 (1.24)	31,650 원
상승여력	32.7%

KOSPI	2,792.00pt
시가총액	82,642억원
별행주식수	26,111만주
유동주식비율	56.03%
외국인비중	44.07%
52주 최고/최저가	34,900원/23,700원
평균거래대금	337.4억원

## 주요주주(%)

국민연금공단	12.68
신한은행 외 2 인	5.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.4	-8.8	33.5
상대주가	4.3	6.3	50.2

## 주가그래프



# KT 030200

## 팔색조의 매력을 지닌 통신주

- ✓ 4Q21 연결 영업이익 3,566억원(+113.8% YoY)으로 컨센서스(2,932억원) 상회 전망
- ✓ 망 장애 보상금, 임직원 상여금 등 일회성 비용을 초과하는 일회성 이익 반영
- ✓ 2022년 매출액 25.44조원(+3.5% YoY), 영업이익 1.68조원(+1.2% YoY) 전망
- ✓ 케이뱅크 시작으로 밀리의 서재, 스튜디오지니 상장으로 기업가치 재평가 기대
- ✓ 2022년 예상 주당배당금(DPS) 2,000원으로 배당수익률 6.3%까지 상승 전망

## 4Q21 Preview: 본사의 성장과 자회사 회복 기조 지속

4Q21 연결 실적은 매출액 6 조 4,738 억원(+4.3% YoY), 영업이익 3,566 억원(+113.8% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 2,932 억원)를 상회할 전망이다. 통신망 장애 보상금 330 억원이 매출에서 차감되고, 임직원 특별 상여금 240 억원, 시즌(Seezn) 분사 관련 비용 약 500 억원 등 일회성 비용이 많았으나, 부동산 매각 관련 이익 약 2 천억원이 일시 반영되면서 시장 기대를 상회하는 실적을 기록할 전망이다. 4Q21 5G 가입자는 635 만명(보급률 27.8%)으로 73 만명 순증이 예상되며, 별도 마케팅비용은 7,334 억원(-6.3% YoY)으로 하향 안정화될 전망이다. BC 카드는 재난 지원금 확대로 외형과 이익이 모두 증가하며, KT 에스테이트도 작년 9 월 잠실 소피텔 오픈으로 매출이 증가할 전망이다. 케이뱅크의 흑자 기조는 4Q21에도 유지되나, KT 알파와 스카이라이프의 경우 판매비 증가로 실적이 다소 부진할 전망이다.

## 저평가에 배당 매력까지 두루 갖춘 KT

2022년 연결 매출액은 25 조 4,431 억원(+3.5% YoY), 영업이익 1 조 6,798 억원(+1.2% YoY)을 전망한다. 5G 가입자 986 만명(보급률 42.3%), 무선 ARPU 는 32,969 원(+2.0% YoY)으로 MNO 관련 지표들이 꾸준히 개선되는 한편, 시장 경쟁 완화와 투자 축소로 판매수수료와 감가상각비는 각각 전년 대비 +1.7%, -1.9% 성장에 그칠 전망이다. 케이뱅크는 최근 입찰제안서(RFP) 발송을 통해 상장 준비에 착수했으며, 이후 밀리의 서재, 스튜디오지니 등 주요 자회사 상장을 앞두고 있는 만큼 통신 본업이 가진 기업가치가 더욱 부각될 전망이다. 2021년과 2022년 예상 DPS는 각각 1,800 원과 2,000 원을 예상하며, 기대 배당수익률 6.3%로 통신주 내 가장 높은 배당 매력을 갖출 전망이다.

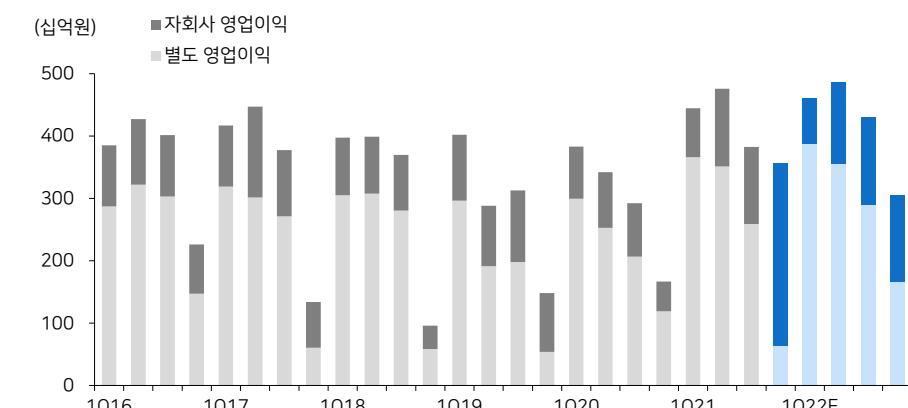
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	24,342.1	1,159.6	615.8	2,358	-12.6	52,328	11.4	0.5	2.7	4.6	127.5
2020	23,916.7	1,184.1	658.0	2,520	5.6	53,661	9.5	0.4	2.4	4.8	116.5
2021E	24,594.5	1,559.9	1,025.8	3,929	67.8	56,153	8.0	0.6	2.3	7.2	106.0
2022E	25,498.5	1,702.8	1,148.5	4,399	12.1	59,026	7.2	0.5	2.0	7.6	95.6
2023E	25,052.9	1,673.1	1,187.2	4,547	3.4	61,957	7.0	0.5	1.8	7.5	85.7

표1 KT 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>6,473.8</b>	<b>6,207.2</b>	<b>4.3</b>	<b>6,217.4</b>	<b>4.1</b>	<b>6,434.4</b>	<b>0.6</b>
KT	4,727.1	4,590.0	3.0	4,664.7	1.3		
무선	1,761.4	1,733.4	1.6	1,794.7	-1.9		
인터넷	513.7	503.3	2.1	510.7	0.6		
유선전화	366.6	355.1	3.2	368.4	-0.5		
IPTV	472.8	438.6	7.8	473.4	-0.1		
기업	751.7	704.3	6.7	727.7	3.3		
그룹사	2,865.2	2,760.9	3.8	2,733.7	4.8		
스카이라이프	177.4	176.5	0.5	178.4	-0.6		
콘텐츠	260.3	218.1	19.4	241.6	7.8		
BC카드	861.5	856.4	0.6	888.1	-3.0		
에스테이트	104.5	77.2	35.4	111.3	-6.1		
<b>영업이익</b>	<b>356.6</b>	<b>166.8</b>	<b>113.8</b>	<b>382.4</b>	<b>-6.7</b>	<b>293.2</b>	<b>21.6</b>
<b>세전이익</b>	<b>328.0</b>	<b>-16.3</b>	<b>-2,112.5</b>	<b>480.3</b>	<b>-31.7</b>	<b>250.1</b>	<b>31.2</b>
<b>당기순이익</b>	<b>235.5</b>	<b>37.2</b>	<b>533.1</b>	<b>337.8</b>	<b>-30.3</b>	<b>182.0</b>	<b>29.4</b>

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림1 KT 본사 및 자회사 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

표1 KT 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>영업수익</b>	<b>6,029.5</b>	<b>6,027.6</b>	<b>6,217.4</b>	<b>6,473.8</b>	<b>6,185.8</b>	<b>6,242.2</b>	<b>6,447.6</b>	<b>6,567.6</b>	<b>23,916.6</b>	<b>24,748.3</b>	<b>25,443.1</b>
% YoY	3.4%	2.6%	3.6%	4.3%	2.6%	3.6%	3.7%	1.4%	-1.7%	3.5%	3.5%
KT	4,574.5	4,478.8	4,664.7	4,727.1	4,673.5	4,640.9	4,846.8	4,973.2	17,879.2	18,445.1	19,134.4
무선	1,770.7	1,788.5	1,794.7	1,761.4	1,833.3	1,858.0	1,877.1	1,893.1	6,933.7	7,115.3	7,461.5
인터넷	503.2	507.4	510.7	513.7	514.9	517.1	519.1	521.0	2,001.2	2,035.0	2,072.0
유선전화	377.3	370.5	368.4	366.6	367.7	365.1	363.2	361.4	1,483.0	1,482.8	1,457.4
IPTV	446.2	466.6	473.4	472.8	484.0	494.9	505.9	513.8	1,723.2	1,859.0	1,998.6
기업	684.2	691.3	727.7	751.7	731.6	737.5	773.1	795.6	2,756.4	2,854.9	3,037.9
부동산	41.3	43.6	44.3	50.9	39.9	42.7	42.9	49.2	185.1	180.1	174.8
단말	751.6	610.9	745.6	809.9	702.0	625.7	765.5	839.1	2,796.5	2,918.0	2,932.2
<b>그룹사</b>	<b>2,406.1</b>	<b>2,606.3</b>	<b>2,733.7</b>	<b>2,865.2</b>	<b>2,540.1</b>	<b>2,719.7</b>	<b>2,831.7</b>	<b>2,955.3</b>	<b>10,064.1</b>	<b>10,611.3</b>	<b>11,046.8</b>
스카이라이프	166.9	175.1	178.4	177.4	173.7	173.2	175.5	176.8	698.7	697.8	699.2
콘텐츠	199.6	211.8	241.6	260.3	277.6	293.6	306.0	317.1	772.1	913.3	1,194.3
BC카드	839.5	906.8	888.1	861.5	846.2	902.3	895.2	868.4	3,386.3	3,495.9	3,512.1
에스테이트	62.6	66.8	111.3	104.5	82.4	86.1	121.1	113.9	364.5	345.2	403.6
기타	1,137.4	1,245.8	1,314.3	1,461.5	1,160.1	1,264.5	1,334.0	1,479.0	4,842.6	5,159.0	5,237.6
(연결조정)	-951.1	-1,057.5	-1,181.0	-1,118.5	-1,027.8	-1,118.4	-1,231.0	-1,360.9	-4,026.7	-4,308.1	-4,738.1
<b>영업비용</b>	<b>5,585.2</b>	<b>5,551.8</b>	<b>5,835.0</b>	<b>6,117.2</b>	<b>5,725.6</b>	<b>5,755.9</b>	<b>6,018.6</b>	<b>6,263.2</b>	<b>22,732.6</b>	<b>23,089.2</b>	<b>23,763.3</b>
% YoY	2.5%	0.3%	2.2%	1.3%	2.5%	3.7%	3.1%	2.4%	-2.0%	1.6%	1.6%
인건비	1,024.2	1,025.5	1,090.0	1,089.9	1,057.6	1,062.0	1,121.1	1,145.8	4,123.7	4,229.6	4,386.4
사업경비	2,320.7	2,380.9	2,447.7	2,512.9	2,382.8	2,452.9	2,513.8	2,605.5	9,425.1	9,662.2	9,955.0
서비스구입비	757.4	795.0	835.8	902.3	812.0	836.4	848.0	836.2	3,276.7	3,290.5	3,332.7
판매관리비	614.4	608.4	582.0	622.8	609.8	618.7	605.3	638.5	2,435.9	2,427.6	2,427.6
상품구입비	868.5	741.9	879.4	989.3	863.4	785.9	930.3	1,037.2	3,471.2	3,479.1	3,479.1
<b>영업이익</b>	<b>444.3</b>	<b>475.8</b>	<b>382.4</b>	<b>356.6</b>	<b>460.2</b>	<b>486.2</b>	<b>429.0</b>	<b>304.4</b>	<b>1,184.0</b>	<b>1,659.1</b>	<b>1,679.8</b>
% YoY	16.0%	39.2%	30.8%	113.8%	3.6%	2.2%	12.2%	-14.6%	2.9%	40.1%	1.2%
영업이익률	7.4%	7.9%	6.2%	5.5%	7.4%	7.8%	6.7%	4.6%	5.0%	6.7%	6.6%
법인세차감전순이익	468.2	522.7	480.3	328.0	443.3	487.5	426.5	304.8	975.0	1,799.3	1,662.1
법인세비용	141.7	151.9	142.6	92.5	128.5	141.1	122.4	88.0	271.7	528.7	480.1
<b>당기순이익</b>	<b>326.5</b>	<b>370.8</b>	<b>337.8</b>	<b>235.5</b>	<b>314.9</b>	<b>346.3</b>	<b>304.0</b>	<b>216.7</b>	<b>703.3</b>	<b>1,270.6</b>	<b>1,182.0</b>
당기순이익률	5.4%	6.2%	5.4%	3.6%	5.1%	5.5%	4.7%	3.3%	2.9%	5.1%	4.6%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	22,427	22,621	22,735	22,836	22,966	23,099	23,217	23,335	22,305	22,836	23,335
5G 가입자수	4,404	5,014	5,617	6,349	7,261	8,169	9,039	9,860	3,619	6,349	9,860
5G 침투율	19.6%	22.2%	24.7%	27.8%	31.6%	35.4%	38.9%	42.3%	16.2%	27.8%	42.3%

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

## KT (030200)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,342.1	23,916.7	24,594.5	25,498.5	25,052.9
매출액증가율 (%)	3.8	-1.7	2.8	3.7	-1.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	24,342.1	23,916.7	24,594.5	25,498.5	25,052.9
판매관리비	23,182.5	22,732.6	23,034.7	23,795.7	23,379.9
영업이익	1,159.6	1,184.1	1,559.9	1,702.8	1,673.1
영업이익률	4.8	5.0	6.3	6.7	6.7
금융손익	-7.7	-8.8	25.6	51.5	139.8
증속/관계기업손익	-3.3	18.0	47.6	41.7	41.7
기타영업외손익	-172.3	-218.3	30.8	51.5	55.1
세전계속사업이익	976.3	975.1	1,663.9	1,847.4	1,909.6
법인세비용	310.3	271.7	483.4	524.1	541.7
당기순이익	665.9	703.4	1,180.5	1,323.4	1,367.9
지배주주지분 순이익	615.8	658.0	1,025.8	1,148.5	1,187.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,745.2	4,739.8	4,744.5	4,888.2	5,011.4
당기순이익(손실)	665.9	703.4	1,180.5	1,323.4	1,367.9
유형자산상각비	3,001.0	3,039.5	3,239.4	3,258.3	3,421.2
무형자산상각비	660.7	628.2	680.0	681.0	310.3
운전자본의 증감	-1,130.4	-600.4	-355.4	-374.4	-88.1
투자활동 현금흐름	-3,887.5	-3,761.5	-3,196.0	-3,107.4	-2,944.5
유형자산의증가(CAPEX)	-3,263.3	-3,207.6	-3,180.0	-3,086.0	-2,955.0
투자자산의감소(증가)	-193.7	-12.9	-15.9	-21.2	10.4
재무활동 현금흐름	-249.8	-647.6	-993.7	-1,119.9	-1,093.5
차입금의 증감	636.3	130.5	-667.3	-744.9	-695.1
자본의 증가	1.2	-1.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-397.5	328.7	554.7	661.0	973.4
기초현금	2,703.4	2,305.9	2,634.6	3,189.4	3,850.3
기말현금	2,305.9	2,634.6	3,189.4	3,850.3	4,823.7

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,897.2	11,154.2	11,916.5	12,854.2	13,691.2
현금및현금성자산	2,305.9	2,634.6	3,189.4	3,850.3	4,823.7
매출채권	3,150.4	3,056.1	3,142.8	3,258.3	3,201.3
재고자산	665.5	534.6	549.8	570.0	560.0
비유동자산	22,642.9	22,508.4	21,784.9	20,952.7	20,165.7
유형자산	13,785.3	14,206.1	14,146.8	13,974.4	13,508.2
무형자산	2,834.0	2,161.3	1,481.3	800.3	489.9
투자자산	1,089.3	1,102.2	1,118.1	1,139.3	1,128.8
자산총계	34,540.1	33,662.6	33,701.3	33,806.9	33,856.9
유동부채	10,148.1	9,192.5	9,112.7	8,921.2	8,652.7
매입채무	1,304.8	1,239.7	1,274.9	1,321.7	1,298.6
단기차입금	83.5	95.8	75.8	55.8	35.8
유동성장기부채	1,102.2	1,322.3	1,350.0	1,250.0	1,150.0
비유동부채	9,208.5	8,918.6	8,231.6	7,603.9	6,976.4
사채	5,972.6	5,720.0	5,145.0	4,620.0	4,145.0
장기차입금	140.6	178.2	78.2	-21.8	-121.8
부채총계	19,356.6	18,111.1	17,344.4	16,525.0	15,629.0
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,441.5	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3
기타포괄이익누계액	194.9	86.1	86.1	86.1	86.1
이익잉여금	11,633.8	12,155.4	12,806.2	13,556.3	14,321.6
비지배주주지분	1,520.2	1,540.0	1,694.7	1,869.5	2,050.2
자본총계	15,183.6	15,551.4	16,356.9	17,281.9	18,227.8

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	93,225	91,596	94,192	97,654	95,947
EPS(지배주주)	2,358	2,520	3,929	4,399	4,547
CFPS	19,871	20,473	21,140	21,645	20,749
EBITDAPS	18,464	18,581	20,984	21,608	20,699
BPS	52,328	53,661	56,153	59,026	61,957
DPS	1,100	1,350	1,600	1,700	1,800
배당수익률(%)	4.1	5.6	5.1	5.4	5.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	9.5	8.0	7.2	7.0
PCR	1.4	1.2	1.5	1.5	1.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EBITDA	4,821.2	4,851.7	5,479.3	5,642.2	5,404.7
EV/EBITDA	2.7	2.4	2.3	2.0	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	4.8	7.2	7.6	7.5
EBITDA 이익률	19.8	20.3	22.3	22.1	21.6
부채비율	127.5	116.5	106.0	95.6	85.7
금융비용부담률	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	4.2	4.5	6.1	7.4	8.2
매출채권회전율(x)	7.8	7.7	7.9	8.0	7.8
재고자산회전율(x)	36.1	39.9	45.4	45.5	44.3

Industry Brief  
2022. 1.25

# SK 텔레콤 017670

## Pure-Telco 의 저력

### ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수  
02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr  
  
RA 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

- ✓ 4Q21 연결 영업이익 2,289억원(+12.0% YoY) 전망. 분할 전 기준 3,251억원
- ✓ 별도 영업이익 1,974억원(-14.5% YoY), SKB 영업이익 665억원(-15.4%) 전망
- ✓ 2022년 매출액 16.5조원(+2.8% YoY), 영업이익 1.43조원(+6.9% YoY) 전망
- ✓ 5G 확대에 따른 가입자 Mix 개선 지속. 본업 역량 강화로 점유율 방어도 주력
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 80,000원에서 75,000원으로 하향

## Buy

적정주가 (12개월)	75,000 원
현재주가 (1.24)	56,300 원
상승여력	33.2%

KOSPI	2,792.00pt
시가총액	123,203억원
별행주식수	21,883만주
유동주식비율	62.70%
외국인비중	44.89%
52주 최고/최저가	66,800원/48,700원
평균거래대금	511.8억원

주요주주(%)	
SK 외 4 인	30.02
국민연금공단	9.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.8	-7.7	10.8
상대주가	-1.5	7.6	24.7



### 4Q21 Preview: 인건비 일회성에도 시장 기대치 부합

4Q21 연결 매출액은 4 조 363 억원(+2.3% YoY), 영업이익 2,289 억원(+12.0% YoY)으로, 분할 전 기준 영업이익은 3,251 억원(-1.8% YoY)을 전망한다. 분할 관련 인건비 일회성 비용 약 1 천억원이 4Q21 와 1Q22 나눠 반영됨에 따라 4Q21 별도 영업이익은 1,974 억원으로 전년 대비 -14.5% 감소할 전망이다. 시장 경쟁 완화와 투자 축소로 마케팅비용과 감가상각비는 하향 안정화될 전망이다. 4Q21 5G 가입자는 122 만명 순증한 987 만명(보급률 31.2%), 무선 ARPU 는 한전 IoT 매출 인식으로 전 분기 대비 +0.1% 증가한 30,698 원을 예상한다. 한편, SK 브로드밴드는 홈쇼핑송출수수료가 앞선 3Q21 에 반영됨에 따라 4Q21 영업이익은 전년 대비 -15.4% 감소한 665 억원을 전망한다.

### 2022년 연결 영업이익 1.43조원(+6.9 YoY) 전망

2022 년 연결 실적은 매출액 16.5 조원(+2.8% YoY), 영업이익 1.43 조원(+6.9% YoY)을 전망한다. 5G 보급률은 44.3%로 가입자 Mix 개선 효과가 지속되며, Pure-Telco 로 전환된 만큼 가입자 방어에도 주력할 전망이다. 시장 경쟁 완화와 효율적인 CAPEX 집행으로 마케팅비용과 감가상각비는 전년 대비 각각 -0.2%, +1.3% 성장에 그칠 전망이다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 75,000원으로 하향

투자의견 Buy 를 유지하며, 적정주가는 80,000 원에서 75,000 원으로 -6.7% 하향한다. 적정주가는 12MF 별도 EBITDA 에 과거 평균 Multiple(4.5 배)을 적용했으며, SK 브로드밴드 포함 기타 투자자산 지분가치를 더해 산정했다. 2022 년 예상 DPS는 3,500 원으로, 배당수익률 6.2%에 달할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	17,740.7	1,108.2	888.7	11,006	-72.5	284,228	21.6	0.8	5.6	3.9	98.1
2020	18,624.7	1,349.3	1,504.4	18,631	74.3	294,058	12.8	0.8	5.4	6.4	96.4
2021E	16,054.5	1,341.0	867.9	3,966	-	59,702	14.2	0.9	4.4	6.6	129.5
2022E	16,504.5	1,433.5	982.6	4,490	+13.2	58,488	12.5	1.0	4.1	7.6	119.7
2023E	16,762.5	1,444.6	1,006.6	4,599	+2.4	57,398	12.2	1.0	3.9	7.9	111.2

표2 SK텔레콤 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>4,036.3</b>	<b>3,946.8</b>	<b>2.3</b>	<b>4,051.8</b>	<b>-0.4</b>	4,322.9	-6.6
이동전화수익	2,590.1	2,521.1	2.7	2,574.9	0.6		
망접속정산수익	99.2	100.2	-1.0	125.7	-21.1		
신규사업 및 기타	320.8	317.0	1.2	326.8	-1.8		
기타판매	1,026.2	1,008.4	1.8	1,024.4	0.2		
<b>영업이익</b>	<b>228.9</b>	<b>204.4</b>	<b>12.0</b>	<b>376.4</b>	<b>-39.2</b>	238.0	-3.8
<b>세전이익</b>	<b>212.3</b>	<b>45.3</b>	<b>368.4</b>	<b>237.9</b>	<b>-10.8</b>	273.5	-22.4
<b>당기순이익</b>	<b>167.7</b>	<b>371.0</b>	<b>-54.8</b>	<b>187.9</b>	<b>-10.8</b>	126.0	33.1

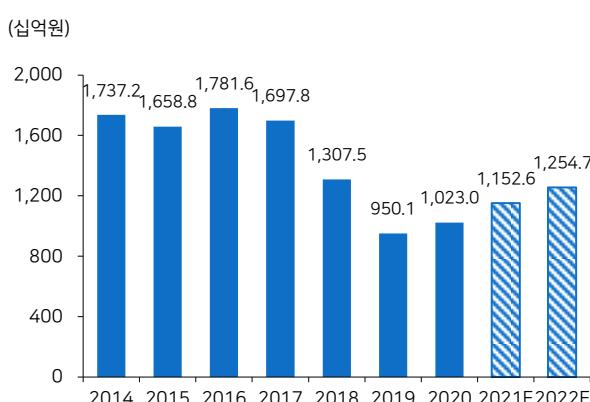
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK텔레콤 SOTP Valuation

(십억원, 원)	12M-fwd EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정가치	비고
영업가치 (A)	4,227.6	4.5	19,141.8	과거 4년 평균에 20% 할인
비영업가치 (B)			5,104.8	
SK브로드밴드 지분가치			3,566.7	인수가치 30% 할인
기타 투자자산 지분가치			1,538.0	
순차입금 (C)			7,867.7	3Q21 기준
<b>총기업가치 (D=A+B-C)</b>	<b>16,378.9</b>			
발행주식수 (E/천주)			218,833	
<b>적정주가 (D/E)</b>	<b>74,847</b>			

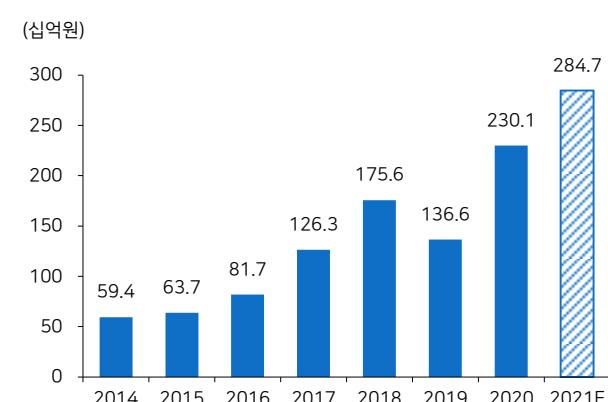
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK텔레콤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>영업수익</b>	<b>3,947.7</b>	<b>4,018.7</b>	<b>4,051.8</b>	<b>4,036.3</b>	<b>4,079.1</b>	<b>4,142.4</b>	<b>4,163.0</b>	<b>4,120.0</b>	<b>15,463.7</b>	<b>16,054.5</b>	<b>16,504.5</b>
% YoY	5.3%	4.1%	3.7%	2.3%	3.3%	3.1%	2.7%	2.1%	4.2%	3.8%	2.8%
이동전화수익	2,531.8	2,560.6	2,574.9	2,590.1	2,601.3	2,614.4	2,620.4	2,622.4	9,989.0	10,257.4	10,458.5
망접속정산수익	127.7	126.0	125.7	99.2	125.2	123.4	123.2	97.2	502.2	478.6	469.0
신규사업 및 기타	321.2	335.0	326.8	320.8	330.8	345.1	336.6	330.5	1,255.3	1,303.9	1,343.0
기타판매	967.0	997.1	1,024.4	1,026.2	1,021.7	1,059.5	1,082.9	1,070.0	3,717.1	4,014.7	4,234.0
<b>영업비용</b>	<b>3,583.0</b>	<b>3,647.8</b>	<b>3,675.4</b>	<b>3,807.3</b>	<b>3,691.3</b>	<b>3,743.0</b>	<b>3,777.1</b>	<b>3,859.6</b>	<b>14,308.8</b>	<b>14,713.5</b>	<b>15,071.0</b>
% YoY	4.3%	3.2%	2.2%	1.7%	3.0%	2.6%	2.8%	1.4%	10.5%	2.8%	2.4%
종업원급여	384.9	347.0	349.7	411.9	395.4	378.3	391.4	402.0	1,331.5	1,493.5	1,567.2
지급/판매수수료	1,524.0	1,584.2	1,582.1	1,620.6	1,558.8	1,595.8	1,600.1	1,635.3	6,072.2	6,310.8	6,390.1
광고선전비	75.2	97.8	115.2	150.2	89.1	111.4	125.0	161.6	431.7	438.4	487.1
감가상각비	927.3	937.1	944.7	951.4	952.9	961.9	967.1	960.7	3,771.4	3,760.5	3,842.7
망접속정산비용	170.3	169.1	167.9	167.9	177.0	175.6	170.7	158.2	689.7	675.1	681.5
전용회선료	49.1	52.8	50.5	52.0	52.0	53.5	53.7	53.4	228.6	204.4	212.5
전파사용료	34.2	32.9	28.6	32.3	31.9	31.5	31.1	31.2	136.6	128.0	125.7
기타영업비용	418.0	426.8	436.8	421.1	434.1	435.0	438.0	457.1	1,647.0	1,702.7	1,764.2
<b>영업이익</b>	<b>364.7</b>	<b>370.9</b>	<b>376.4</b>	<b>228.9</b>	<b>387.7</b>	<b>399.4</b>	<b>385.9</b>	<b>260.4</b>	<b>1,154.9</b>	<b>1,341.0</b>	<b>1,433.5</b>
% YoY	16.9%	13.8%	20.5%	12.0%	6.3%	7.7%	2.5%	13.8%	-39.1%	16.1%	6.9%
영업이익률 (%)	9.2%	9.2%	9.3%	5.7%	9.5%	9.6%	9.3%	6.3%	7.5%	8.4%	8.7%
법인세차감전순이익	395.8	384.2	237.9	212.3	384.8	379.3	379.2	249.3	933.4	1,230.2	1,392.7
법인세비용	83.1	80.7	50.0	44.6	80.8	79.7	79.6	52.4	-568.1	258.3	292.5
<b>당기순이익</b>	<b>312.7</b>	<b>303.5</b>	<b>187.9</b>	<b>167.7</b>	<b>304.0</b>	<b>299.7</b>	<b>299.6</b>	<b>197.0</b>	<b>1,501.5</b>	<b>971.9</b>	<b>1,100.3</b>
당기순이익률 (%)	7.9%	7.6%	4.6%	4.2%	7.5%	7.2%	7.2%	4.8%	9.7%	6.1%	6.7%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	31,520	31,626	31,595	31,658	31,715	31,763	31,795	31,843	31,384	31,658	31,843
5G 가입자수	6,736	7,696	8,650	9,870	11,005	12,127	13,097	14,106	5,476	9,870	14,106
5G 침투율 (%)	21.4%	24.3%	27.4%	31.2%	34.7%	38.2%	41.2%	44.3%	17.4%	31.2%	44.3%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

## SK 텔레콤 (017670)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,740.7	18,624.7	16,054.5	16,504.5	16,762.5
매출액증가율 (%)	5.1	5.0	-13.8	2.8	1.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,740.7	18,624.7	16,054.5	16,504.5	16,762.5
판매관리비	16,632.5	17,275.3	14,713.5	15,071.0	15,317.9
영업이익	1,108.2	1,349.3	1,341.0	1,433.5	1,444.6
영업이익률	6.2	7.2	8.4	8.7	8.6
금융손익	-295.8	-256.0	-210.0	-13.2	-6.2
증속/관계기업손익	449.5	1,028.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-100.9	-244.7	99.2	-27.5	-11.7
세전계속사업이익	1,161.0	1,877.0	1,230.2	1,392.7	1,426.8
법인세비용	300.3	376.5	258.3	292.5	299.6
당기순이익	860.7	1,500.5	971.9	1,100.3	1,127.2
지배주주지분 순이익	888.7	1,504.4	867.9	982.6	1,006.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	4,035.0	5,821.9	281.6	4,447.1	4,580.3
당기순이익(손실)	860.7	1,500.5	971.9	1,100.3	1,127.2
유형자산상각비	4,021.0	4,170.0	3,673.7	3,754.1	3,778.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-856.1	302.5	-4,350.9	-401.6	-317.5
투자활동 현금흐름	-3,581.6	-4,250.4	12,005.1	-2,145.1	-2,347.2
유형자산의증가(CAPEX)	-3,375.9	-3,557.8	-3,472.0	-3,302.0	-3,087.0
투자자산의감소(증가)	-839.7	-1,798.1	12,097.2	-68.8	-39.4
재무활동 현금흐름	-686.7	-1,457.6	-1,682.0	-2,523.0	-2,313.5
차입금의 증감	1,899.6	975.4	-1,073.5	-1,336.0	-1,056.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-235.9	98.8	228.9	-220.9	-80.3
기초현금	1,506.7	1,270.8	1,369.7	1,598.6	1,377.7
기말현금	1,270.8	1,369.7	1,598.6	1,377.7	1,297.4

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	8,088.5	8,775.1	8,064.2	8,020.4	8,041.5
현금및현금성자산	1,270.8	1,369.7	1,598.6	1,377.7	1,297.4
매출채권	2,231.0	2,188.9	1,948.2	2,002.8	2,034.1
재고자산	162.9	171.4	147.8	151.9	154.3
비유동자산	37,113.9	39,131.9	23,644.4	22,016.7	20,583.5
유형자산	12,933.5	13,377.1	12,825.4	12,040.8	11,033.9
무형자산	7,815.6	7,793.7	5,002.7	4,090.9	3,625.2
투자자산	14,401.9	16,200.1	4,102.9	4,171.7	4,211.1
자산총계	45,202.4	47,907.0	31,708.6	30,037.1	28,625.1
유동부채	7,851.7	8,178.0	6,246.1	5,735.0	5,356.2
매입채무	438.3	372.9	203.4	209.1	212.3
단기차입금	20.6	110.0	63.0	31.5	15.8
유동성장기부채	1,441.2	1,363.8	1,539.0	1,288.1	1,184.3
비유동부채	14,533.8	15,332.8	11,644.2	10,628.9	9,713.8
사채	7,253.9	7,690.2	7,096.2	6,706.2	6,340.2
장기차입금	1,972.2	1,979.3	1,426.3	1,043.4	698.8
부채총계	22,385.4	23,510.7	17,890.3	16,363.9	15,070.0
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	-329.6	40.1	40.1	40.1	40.1
이익잉여금	22,228.7	22,981.9	12,300.0	12,037.3	11,798.6
비지배주주지분	-133.3	652.4	756.3	874.0	994.5
자본총계	22,816.9	24,396.2	13,818.3	13,673.2	13,555.1

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	219,711	230,658	73,364	75,420	76,599
EPS(지배주주)	11,006	18,631	3,966	4,490	4,599
CFPS	65,586	71,300	23,818	24,808	24,902
EBITDAPS	63,523	68,354	22,916	23,706	23,866
BPS	284,228	294,058	59,702	58,488	57,398
DPS	10,000	10,000	3,300	3,500	3,500
배당수익률(%)	4.2	4.2	5.8	6.2	6.2
Valuation(Multiple)					
PER	21.6	12.8	14.2	12.5	12.2
PCR	3.6	3.3	2.4	2.3	2.3
PSR	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
EBITDA	5,129.2	5,519.3	5,014.7	5,187.6	5,222.7
EV/EBITDA	5.6	5.4	4.4	4.1	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	6.4	6.6	7.6	7.9
EBITDA 이익률	28.9	29.6	31.2	31.4	31.2
부채비율	98.1	96.4	129.5	119.7	111.2
금융비용부담률	2.3	2.1	2.5	2.2	1.9
이자보상배율(X)	2.7	3.4	3.4	4.0	4.5
매출채권회전율(X)	8.4	8.4	7.8	8.4	8.3
재고자산회전율(X)	78.7	111.4	100.6	110.1	109.5

Industry Brief  
2022. 1. 25

# LG 유플러스 032640

## 새로운 주주환원 정책 기대

### ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수  
02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr  
  
RA 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

- ✓ 4Q21 영업이익 1,969억원(+12.2% YoY)으로 컨센서스(2,070억원) 하회 전망
- ✓ MVNO 확대 전략으로 무선 ARPU 하락은 불가피하나, 서비스수익 성장 지속
- ✓ 2022년 매출액 14.1조원(+1.5% YoY), 영업이익 1.14조원(+12.5% YoY) 전망
- ✓ 마케팅비용과 감가상각비 안정화 기조에 기업 부문 중장기 성장 동력 확보
- ✓ 연간 영업이익 1조원 달성으로 새로운 주주환원 정책 발표 기대감 유료

## Buy

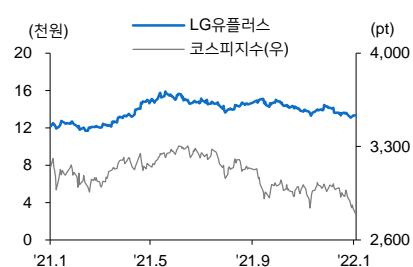
적정주가 (12개월)	20,000 원
현재주가 (1.24)	13,350 원
상승여력	49.8%

KOSPI	2,792.00pt
시가총액	58,288억원
별행주식수	43,661만주
유동주식비율	60.77%
외국인비중	35.38%
52주 최고/최저가	15,900원/11,700원
평균거래대금	146.2억원

주요주주(%)	
LG 외 3 인	37.67
국민연금공단	9.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.7	-10.7	9.9
상대주가	1.8	4.1	23.6

### 주가그래프



### 4Q21 Preview: 4분기 계절성 감안해도 양호한 실적

4Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 3 조 6,209 억원(+2.9% YoY), 1,969 억원(+12.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 2,070 억원)를 소폭 하회할 전망이다. 4Q21 기준 5G 가입자는 452 만명(보급률 25.5%), 무선 ARPU 는 알뜰폰(MVNO) 위주의 가입자 전략으로 인해 전 분기 대비 -0.6% 하락한 30,714 원을 예상한다. 시장 경쟁 완화로 마케팅비용은 전년 대비 -5.5% 하락을 예상하며, CAPEX 축소 영향으로 감가상각비 역시 5,261 억원(+2.9% YoY) 수준에 머물 전망이다.

### 2022년 연결 영업이익 1.14조원(+12.5% YoY) 전망

2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 14 조 690 억원(+1.5% YoY), 1 조 1,446 억원(+12.5% YoY)을 전망한다. 5G 가입자는 724 만명으로 보급률 39.8%를 예상하며, MVNO 집중 전략으로 무선 ARPU 성장세는 둔화되나, 서비스수익 성장세는 유지될 전망이다. IPTV 와 초고속인터넷 매출액은 전년 대비 각각 +4.4%, +8.5% 성장하며, 기업 내 IDC 사업은 고객 수요 증가로 통신 사업 내 가장 높은 성장률(+11.1%)을 달성할 전망이다. IDC 평촌 2 센터가 2023년 완공되는 만큼 기업 부문 성장세는 중장기적으로 지속될 전망이다.

### 새로운 주주환원 정책 기대감 유료

2021년 연간 영업이익 1 조원 달성을 가능성이 어느 때보다 높아짐에 따라 배당 정책에도 변화가 예상된다. 기존 당기순이익의 30% 배당 성향에서 40%까지 확대될 경우 DPS 상향에 따른 배당 매력이 부각될 전망이다.

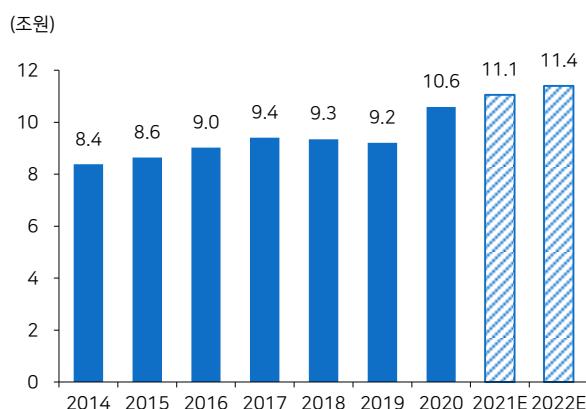
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	12,382.0	686.2	438.9	1,005	-8.9	16,218	14.1	0.9	4.2	6.3	144.1
2020	13,417.6	886.2	466.8	1,069	8.9	16,891	11.0	0.7	3.5	6.5	139.8
2021E	13,860.6	1,017.7	747.3	1,712	60.1	18,110	8.4	0.8	3.0	9.8	120.7
2022E	14,069.0	1,144.6	853.9	1,956	14.3	19,376	6.8	0.7	2.5	10.4	105.5
2023E	15,245.7	1,372.2	1,073.4	2,459	25.7	21,096	5.4	0.6	2.1	12.1	90.2

표5 LG유플러스 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>3,620.9</b>	<b>3,517.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3,477.4</b>	<b>4.1</b>	<b>3,578.2</b>	<b>1.2</b>
무선수익	1,594.8	1,559.9	2.2	1,565.2	1.9		
스마트홈 수익	725.8	685.0	6.0	735.1	-1.3		
기업수익	393.5	375.4	4.8	377.6	4.2		
단말수익	801.6	767.2	4.5	694.4	15.4		
<b>영업이익</b>	<b>196.9</b>	<b>175.5</b>	<b>12.2</b>	<b>276.7</b>	<b>-28.8</b>	<b>207.0</b>	<b>-4.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>186.9</b>	<b>-251.9</b>	<b>-174.2</b>	<b>266.1</b>	<b>-29.8</b>	<b>184.6</b>	<b>1.2</b>
<b>당기순이익</b>	<b>143.0</b>	<b>5.8</b>	<b>2,362.6</b>	<b>211.1</b>	<b>-32.3</b>	<b>140.7</b>	<b>1.6</b>

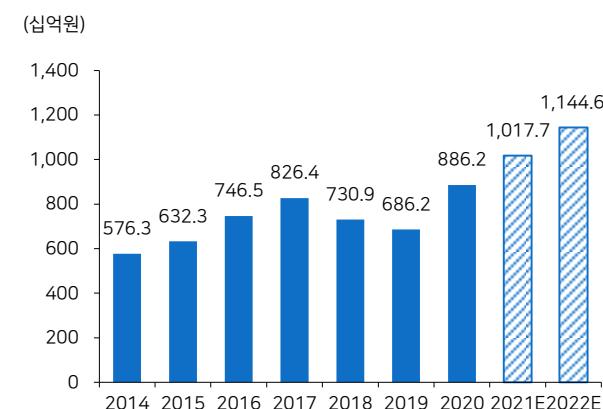
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG유플러스 영업수익 추이 및 전망



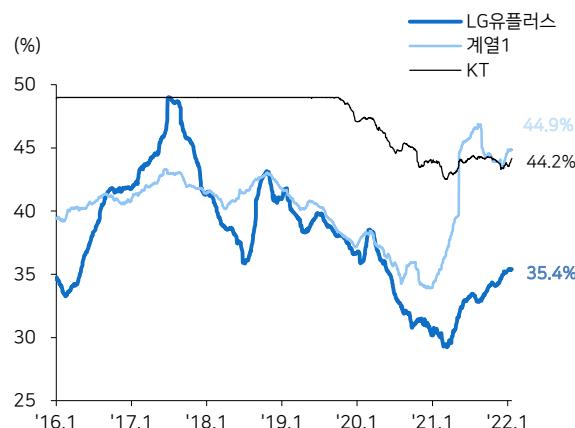
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG유플러스 영업이익 추이 및 전망



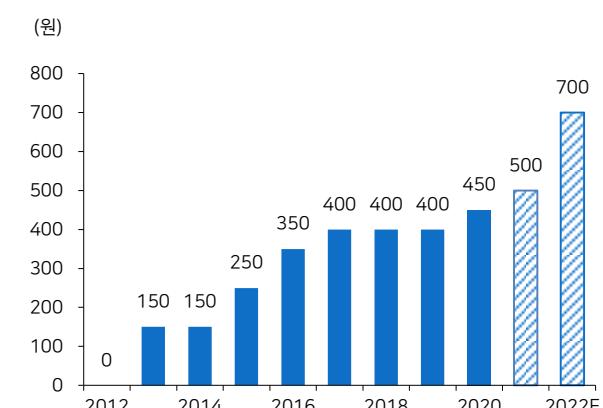
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 통신 3사 외국인 지분율 현황



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG유플러스 DPS 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

표1 LG유플러스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>영업수익</b>	<b>3,416.7</b>	<b>3,345.5</b>	<b>3,477.4</b>	<b>3,620.9</b>	<b>3,431.0</b>	<b>3,440.7</b>	<b>3,508.9</b>	<b>3,688.4</b>	<b>13,417.6</b>	<b>13,860.6</b>	<b>14,069.0</b>
% YoY	4.0%	2.2%	4.1%	2.9%	0.4%	2.8%	0.9%	1.9%	8.4%	3.3%	1.5%
<b>서비스수익</b>	2,691.9	2,766.7	2,783.1	2,819.3	2,790.7	2,848.4	2,848.4	2,907.8	10,590.7	11,061.0	11,395.3
1. 무선	1,539.7	1,552.4	1,565.2	1,594.8	1,585.0	1,597.9	1,608.9	1,646.7	5,990.0	6,252.1	6,438.5
서비스수익	1,408.1	1,417.9	1,434.3	1,447.2	1,458.4	1,470.5	1,481.7	1,492.3	5,463.6	5,707.5	5,902.9
접속수익	89.0	90.5	88.9	102.5	82.6	84.2	83.9	111.3	349.5	370.9	362.0
LGHV MVNO	42.6	44.0	42.0	45.1	44.0	43.3	43.3	43.1	176.9	173.6	173.7
2. 스마트홈	695.9	704.3	735.1	725.8	733.4	741.5	751.3	756.8	2,684.8	2,861.1	2,983.0
유료방송	439.2	441.4	467.0	456.1	459.0	461.8	466.2	466.1	1,145.3	1,251.2	1,306.8
초고속인터넷	256.7	262.9	268.2	269.7	274.4	279.7	285.1	290.7	868.3	947.8	1,028.8
3. 전화	109.0	111.6	105.7	105.2	104.5	103.8	103.2	102.5	473.8	431.4	414.0
인터넷전화	49.8	49.5	48.6	48.5	47.9	47.4	46.9	46.4	209.0	196.3	188.7
기업/국제전화	59.2	62.1	57.1	56.8	56.6	56.4	56.3	56.1	264.8	235.2	225.3
4. 기업인프라	348.5	394.8	377.6	393.5	367.8	405.1	385.0	401.7	1,391.9	1,514.4	1,559.7
데이터 수익	341.5	386.0	369.2	384.9	360.8	396.3	376.6	393.1	1,359.0	1,481.6	1,526.9
<b>단말수익</b>	724.9	578.8	694.4	801.6	640.3	592.2	660.6	780.6	2,827.0	2,799.6	2,673.7
<b>영업비용</b>	<b>3,141.1</b>	<b>3,077.1</b>	<b>3,200.7</b>	<b>3,423.9</b>	<b>3,131.2</b>	<b>3,153.9</b>	<b>3,206.1</b>	<b>3,433.1</b>	<b>12,531.4</b>	<b>12,842.8</b>	<b>12,924.3</b>
% YoY	2.4%	1.5%	3.6%	2.5%	-0.3%	2.5%	0.2%	0.3%	7.1%	2.5%	0.6%
인건비	401.5	402.6	398.9	410.0	407.8	414.1	414.0	424.2	1,446.0	1,612.9	1,660.2
감가상각비	507.5	513.0	522.8	526.1	523.3	527.2	524.4	527.7	2,020.3	2,069.3	2,102.7
무형자산상각비	87.9	89.4	95.9	92.1	100.1	104.3	106.3	107.1	344.4	365.3	417.8
통신설비사용료	71.5	68.3	65.4	69.5	69.5	69.7	69.6	71.7	282.3	274.6	280.5
지급임차료	10.3	12.0	12.7	12.5	12.0	12.5	12.6	12.7	59.4	47.4	49.8
외주용역비	63.1	66.6	70.4	69.3	68.3	70.4	70.9	72.1	252.2	269.3	281.6
전력료	61.5	60.1	68.3	64.9	64.3	65.7	66.7	67.3	244.9	254.8	264.0
수선비	36.4	38.2	42.2	41.2	40.6	42.2	43.0	43.8	140.4	158.0	169.6
접속료	132.7	133.5	133.0	170.6	131.4	132.2	131.7	168.9	541.3	569.8	564.2
정산료	6.3	6.2	5.6	7.0	6.3	6.4	6.4	6.7	44.0	25.1	25.9
지급수수료	378.9	392.7	415.9	422.9	390.7	403.3	418.2	424.4	1,566.7	1,610.4	1,636.6
판매수수료	552.4	549.0	531.4	535.9	516.5	516.9	509.1	509.1	2,082.4	2,168.6	2,051.5
광고선전비	46.6	52.7	69.7	62.4	59.0	63.0	65.2	64.9	236.6	231.5	252.1
상품구입비	704.7	607.5	700.9	862.0	662.4	646.2	690.3	851.1	2,980.4	2,875.0	2,850.0
<b>영업이익</b>	<b>275.6</b>	<b>268.4</b>	<b>276.7</b>	<b>196.9</b>	<b>299.8</b>	<b>286.7</b>	<b>302.9</b>	<b>255.2</b>	<b>886.2</b>	<b>1,017.7</b>	<b>1,144.6</b>
% YoY	25.4%	12.0%	10.2%	12.2%	8.8%	6.8%	9.4%	29.6%	29.1%	14.8%	12.5%
영업이익률(%)	8.1%	8.0%	8.0%	5.4%	8.7%	8.3%	8.6%	6.9%	6.6%	7.3%	8.1%
법인세차감전순이익	257.0	257.7	266.1	186.9	288.9	278.1	295.6	248.8	373.0	967.7	1,111.4
법인세비용	56.1	47.3	55.1	43.9	60.9	58.1	63.7	54.1	120.8	202.4	236.9
<b>당기순이익</b>	<b>200.9</b>	<b>210.5</b>	<b>211.1</b>	<b>143.0</b>	<b>228.0</b>	<b>220.0</b>	<b>231.9</b>	<b>194.6</b>	<b>478.1</b>	<b>765.4</b>	<b>874.5</b>
당기순이익률(%)	5.9%	6.3%	6.1%	3.9%	6.6%	6.4%	6.6%	5.3%	3.6%	5.5%	6.2%
<b>주요지표(천명)</b>											
무선통신 가입자수	16,981	17,198	17,497	17,737	17,860	17,990	18,106	18,209	16,652	17,737	18,209
5G 가입자수	3,335	3,727	4,108	4,523	5,156	5,826	6,496	7,244	2,756	4,523	7,244
5G 침투율	19.6%	21.7%	23.5%	25.5%	28.9%	32.4%	35.9%	39.8%	16.6%	25.5%	39.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG 유플러스 (032640)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	12,382.0	13,417.6	13,860.6	14,069.0	15,245.7
매출액증가율 (%)	5.6	8.4	3.3	1.5	8.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12,382.0	13,417.6	13,860.6	14,069.0	15,245.7
판매관리비	11,695.7	12,531.5	12,842.9	12,924.4	13,873.5
영업이익	686.2	886.2	1,017.7	1,144.6	1,372.2
영업이익률	5.5	6.6	7.3	8.1	9.0
금융손익	-90.7	-94.5	-98.8	-86.7	-51.2
증속/관계기업손익	1.2	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-22.8	-418.9	48.8	53.5	53.5
세전계속사업이익	573.9	373.4	967.7	1,111.4	1,374.5
법인세비용	133.0	120.8	202.4	236.9	275.1
당기순이익	438.8	478.1	765.4	874.5	1,099.4
지배주주지분 순이익	438.9	466.8	747.3	853.9	1,073.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,252.6	2,548.6	3,465.8	3,515.8	3,727.0
당기순이익(손실)	438.8	478.1	765.4	874.5	1,099.4
유형자산상각비	1,757.0	2,026.0	2,434.1	2,520.4	2,548.1
무형자산상각비	310.6	344.4	365.4	417.8	366.9
운전자본의 증감	-2,112.1	-2,569.9	-99.1	-297.0	-287.4
투자활동 현금흐름	-3,214.3	-2,615.6	-2,685.8	-2,482.7	-2,380.4
유형자산의증가(CAPEX)	-2,326.5	-2,703.4	-2,450.0	-2,230.0	-2,105.0
투자자산의감소(증가)	-24.0	-15.9	-2.8	-1.3	-7.5
재무활동 현금흐름	1,220.1	157.2	-551.1	-847.6	-1,009.4
차입금의 증감	2,801.5	1,081.1	-979.6	-632.6	-708.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	95.7	251.8	228.9	185.5	337.2
기초현금	378.6	474.4	726.2	955.1	1,140.5
기말현금	474.4	726.2	955.1	1,140.5	1,477.7

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,805.5	4,950.9	5,443.6	5,829.1	6,506.4
현금및현금성자산	474.4	726.2	955.1	1,140.5	1,477.7
매출채권	1,765.6	1,855.7	2,041.3	2,204.6	2,336.9
재고자산	436.7	284.1	293.5	297.9	322.8
비유동자산	13,135.6	13,399.3	12,657.6	12,200.7	11,658.2
유형자산	8,861.1	9,949.8	9,965.7	9,675.2	9,232.2
무형자산	2,218.9	1,540.7	1,405.3	1,237.5	1,130.6
투자자산	114.3	130.9	133.7	135.0	142.4
자산총계	17,941.1	18,350.2	18,101.2	18,029.9	18,164.5
유동부채	4,648.9	4,328.3	4,316.0	4,264.0	4,143.7
매입채무	421.5	73.8	255.8	259.6	281.4
단기차입금	5.0	50.0	50.4	50.8	51.2
유동성장기부채	824.6	1,081.6	910.0	880.0	750.0
비유동부채	5,942.6	6,370.6	5,583.7	4,990.8	4,468.9
사채	2,904.5	3,392.3	3,008.3	2,732.3	2,452.3
장기차입금	1,452.1	1,278.1	934.1	682.1	437.1
부채총계	10,591.4	10,699.0	9,899.7	9,254.8	8,612.7
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	-3.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
이익잉여금	3,673.6	3,968.6	4,500.8	5,053.6	5,804.5
비지배주주지분	268.8	276.4	294.5	315.1	341.1
자본총계	7,349.6	7,651.2	8,201.6	8,775.0	9,551.9

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	28,359	30,731	31,746	32,223	34,918
EPS(지배주주)	1,005	1,069	1,712	1,956	2,459
CFPS	10,463	12,117	8,815	9,383	9,851
EBITDAPS	6,307	7,459	8,743	9,351	9,819
BPS	16,218	16,891	18,110	19,376	21,096
DPS	400	450	500	700	750
배당수익률(%)	2.8	3.8	3.5	5.2	5.6
(Valuation(Multiple))					
PER	14.1	11.0	8.4	6.8	5.4
PCR	1.4	1.0	1.6	1.4	1.4
PSR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	2,753.8	3,256.6	3,817.2	4,082.9	4,287.2
EV/EBITDA	4.2	3.5	3.0	2.5	2.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.5	9.8	10.4	12.1
EBITDA 이익률	22.2	24.3	27.5	29.0	28.1
부채비율	144.1	139.8	120.7	105.5	90.2
금융비용부담률	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(X)	6.2	5.9	6.8	8.7	11.9
매출채권회전율(X)	7.1	7.4	7.1	6.6	6.7
재고자산회전율(X)	27.8	37.2	48.0	47.6	49.1

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 간접 업무 시의 설득하게 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 관리사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

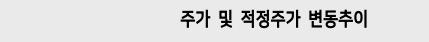
투자의견 비율

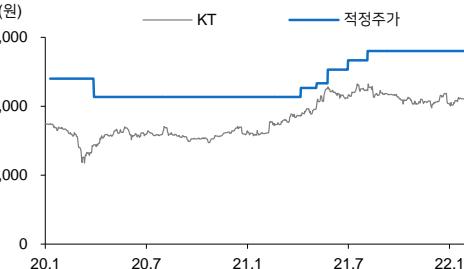
투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

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

KT (030200) 투자등급변경 내용

\* 전정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2020.01.22	산업브리프	Buy	36,000	정지수	-36.4	-27.1	(원)	
2020.04.09	산업브리프	Buy	32,000	정지수	-24.1	-11.6		
2021.04.09		1년 경과			-12.8	-12.7		
2021.04.13	산업분석	Buy	34,000	정지수	-15.1	-13.4		
2021.05.11	기업브리프	Buy	35,000	정지수	-8.3	-3.4		
2021.05.31	산업분석	Buy	38,000	정지수	-13.9	-10.0		
2021.07.06	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-16.5	-12.8		
2021.08.10	기업브리프	Buy	42,000	정지수	-	-		



**SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.22	산업브리프	Buy	68,000	정지수	-38.8	-29.9	
2020.04.09	산업브리프	Buy	64,000	정지수	-27.0	-12.0	
2021.04.09		1년 경과			-12.6	-11.6	
2021.04.13	산업분석	Buy	68,000	정지수	-12.7	-11.8	
2021.04.15	기업브리프	Buy	70,000	정지수	-11.9	-9.0	
2021.05.11	기업브리프	Buy	80,000	정지수	-23.5	-16.5	
2022.01.25	산업브리프	Buy	75,000	정지수	-	-	

**LG 유플러스 (032640) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.22	산업브리프	Buy	18,000	정지수	-32.1	-19.4	
2021.01.22		1년 경과			-30.1	-18.3	
2021.05.12	기업브리프	Buy	19,000	정지수	-21.9	-20.5	
2021.05.31	산업분석	Buy	20,000	정지수	-	-	