



▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

Overweight**Top Pick**

SK텔레콤 (017670) Buy 65,000원

관심종목

KT (030200) Buy 41,000원

LG유플러스 (032640) Buy 14,000원

통신서비스

1Q23 Preview: 단기 실적보다 중요한 중장기 플랜

- ✓ 2023년 5G 보급률 69.8%로 성숙기 진입. 유무선 통신 성장 지표 전반적으로 부진
- ✓ 1Q23 통신 3사 합산 영업이익 1,24조원으로 시장 컨센서스(1,25조원) 부합 전망
- ✓ 전통적인 유무선 통신 사업의 한계 봉착으로 비통신 사업의 주가 영향력 확대 예상
- ✓ 2025년 상용화되는 UAM 시장 내 통신 역할 부각되며 초기 시장 선점 경쟁 시작
- ✓ 5월 MSCI 정기변경에서 KT가 편입될 경우 단기 주가에 긍정적 흐름 전망

무뎌진 5G 효과

2022년 말 5G 가입자는 2,799만명(보급률 57.3%)을 기록했고, 2023년에는 69.8% 보급률에 도달하며 성숙기에 진입할 예정이다. 시장 경쟁 완화로 5G 점유율은 큰 변동 없이 고착화되어 가고 있으며, 합리적 소비 행태로 알뜰폰(MVNO) 가입자가 오히려 증가하고 있다. 지난 4~5년 고성장한 초고속인터넷과 IPTV 사업도 가입자 및 매출액 성장이 둔화되면서 유무선 통신 전반적으로 지표들이 부진한 상황이다.

1Q23 Preview 및 2023년 실적 전망

1Q23 통신 3사 합산 영업이익은 1조 2,388억원으로 시장 컨센서스(1조 2,504억원)에 부합할 전망이다. 마케팅비용과 감가상각비 하향 안정화 기조가 유지되는 가운데 여행객 수요 회복으로 해외 로밍 매출이 증가한 점도 긍정적이다. 효율적 비용 집행을 통해 2023년 통신 3사 합산 영업이익은 전년 대비 +7.9% 증가한 4,73조원을 기록할 전망이며, SK텔레콤과 KT, LG유플러스 각각 1.75조원(+8.8% YoY), 1.78조원(+5.0% YoY), 1.11조원(+2.8% YoY)을 예상한다.

중요해진 비통신 사업 성과와 수급 이벤트

이동전화와 초고속인터넷, IPTV 등 전통적인 유무선 통신 사업만 가지고 지속 가능한 성장을 담보하기 어려운 상황이다. 이에 통신 3사 모두 기존 통신업과 연계해 시너지를 낼 수 있는 비통신 분야 개발에 주력하고 있으며, 비통신 사업 성과가 향후 주가의 방향성을 결정짓는 촉매제로 작용할 전망이다. 통신 3사가 가장 주목하고 있는 분야는 UAM(Urban Air Mobility) 시장으로 2025년 상용화를 앞두고 통신 사업자의 역할이 중요해지는 만큼 각각 컨소시엄을 구성해 초기 시장 선점을 위한 경쟁 중이다. 한편, KT는 높은 외국인 지분율로 2022년 5월 MSCI 지수 편입이 불발된 바 있으나, 오는 5월 MSCI 정기변경에는 편입 가능성이 매우 높아졌다. 과거 통신주의 MSCI 지수 편출 사례에서 리밸런싱 이전에 주가가 선반영되고 리밸런싱 이후 이벤트 소멸로 반대 수급이 나타났으나, MSCI 지수 편입 이벤트 시 리밸런싱 이후에도 긍정적인 주가 흐름이 나타났던 것으로 파악된다.

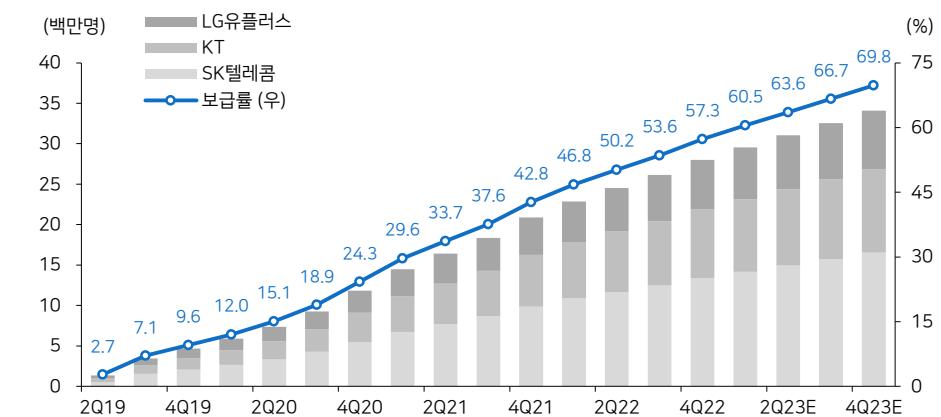
Part I. 통신업 주요 지표 : 성숙기에 접어든 5G

5G 가입자 시장 분석

2022년 말 5G 가입자 보급률 57.3%로 성숙기 진입

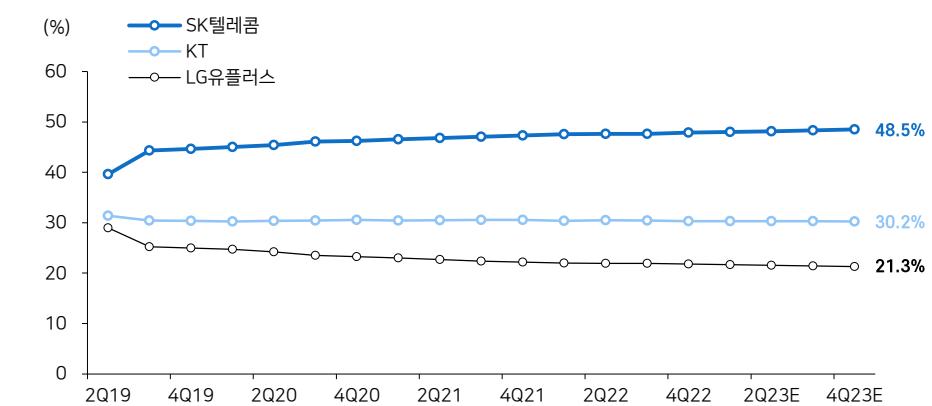
2022년 말 기준 5G 가입자는 2,799만명으로, SK텔레콤과 KT, LG유플러스가 각각 1,339만명, 848만명, 611만명을 모집했다. 전체 핸드셋 가입자 대비 5G 보급률은 작년 말 57.3%를 돌파했고, 올해 말까지 69.8%에 도달하며 무선통신 세대변화 구조 상 성숙기에 진입했음을 알 수 있다. 5G 가입자 시장 점유율은 상용화 초기에는 경쟁이 심화되며 높은 변동성을 보였으나, 현재는 고착화되어 가고 있는 과정이다. 2022년 말 기준 5G 가입자 점유율은 SK텔레콤 47.9%, KT 30.3%, LG유플러스 21.8%이며, 2023년에도 유사한 수준을 유지할 전망이다.

그림1 통신 3사 5G 누적 가입자 & 보급률 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림2 통신 3사 5G 가입자 점유율 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

번호이동시장(MNP)과 알뜰폰(MVNO)

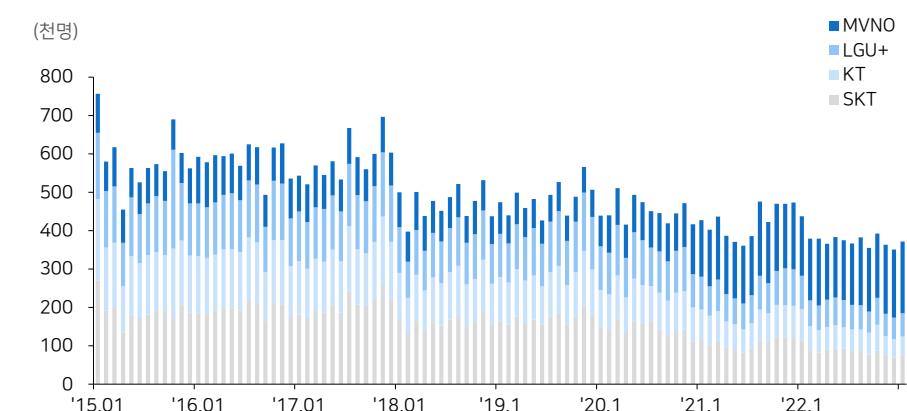
월 평균 38만명 수준으로
번호이동시장(MNP) 위축

번호이동시장(MNP)은 2020년 536만명 → 2021년 508만명 → 2022년 453만명으로 점차 감소하는 추세다. 5G 상용 서비스를 시작한 2019년 월 평균 48만명을 유지하던 번호이동 가입자는 보조금 규모가 감소하면서 현재 월 평균 38만명 수준으로 줄어들었다. 동일한 마케팅비용을 집행하더라도 가입 전환에 대한 기대치가 낮아질 수 밖에 없어 경쟁의 유형도 자연스럽게 마케팅에서 서비스 품질 경쟁으로 옮겨가고 있는 추세다.

알뜰폰(MVNO) 가입자 비중
16.7% 차지

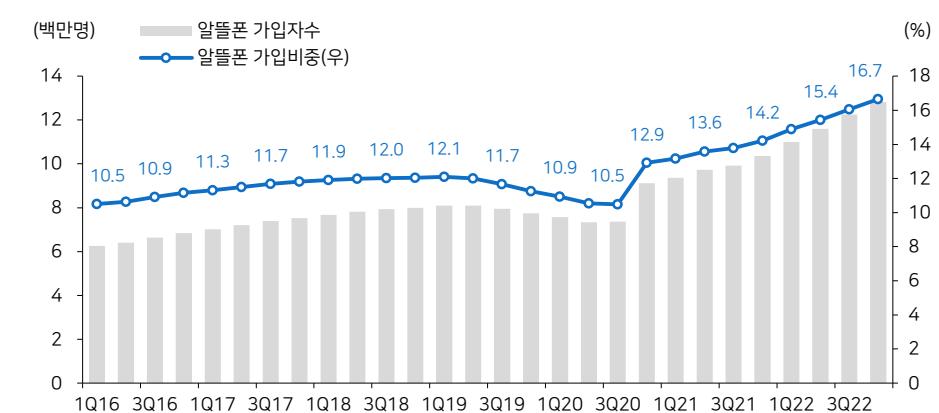
보조금 지급 규모 감소로 통신 3사간 번호이동에 대한 유인이 낮아지고 합리적 소비를 중시하는 행태로 인해 알뜰폰(MVNO) 시장으로의 전환이 가속화되고 있다. 2019년 775만명(비중 11.2%)에 불과했던 알뜰폰 가입자는 2022년 1,283만명으로 증가하며 전체 무선 가입자의 16.7%를 차지하고 있다.

그림3 월별 번호이동시장(MNP) 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림4 알뜰폰(MVNO) 가입자 및 비중 추이



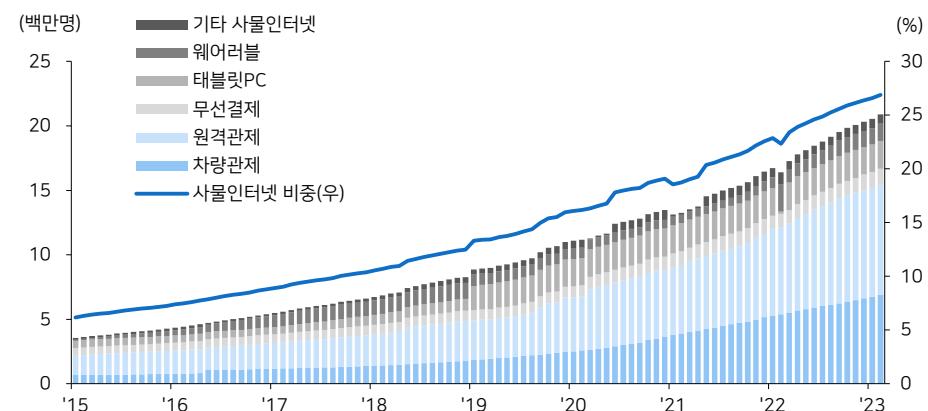
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

사물인터넷(IoT) 시장

가파르게 증가하고 있는
사물인터넷(IoT) 가입자

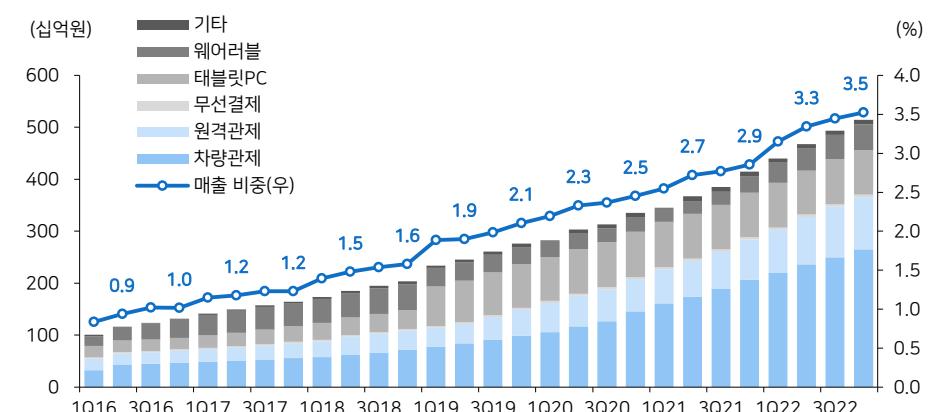
2022년 말 기준 사물인터넷(IoT) 가입자는 2,031만명으로 전체 가입자(7,699만명) 대비 26.4% 비중을 차지한다. 사물인터넷 내에서는 차량관제와 원격관제, 웨어러블 가입자 성장이 두드러지게 나타나고 있다. 사물인터넷 가입자는 회선 당 ARPU가 낮은 만큼 통신사 전체 무선 ARPU의 하락을 견인하나, 무선 매출액 성장에 기여하고 있다는 점에서 긍정적이다. 다만, 사물인터넷 ARPU를 임의로 가정(차량관제 10,000원, 원격관제 3,000원, 무선결제 1,000원, 태블릿PC 10,000원, 웨어러블 10,000원, 기타 3,000원)하여 매출액을 추정해 볼 때 통신 3사 전체 매출액에서 사물인터넷 매출액이 차지하는 비중은 3% 중반에 불과해 전사 실적에 미치는 영향은 아직까지 제한적이다.

그림5 사물인터넷(IoT) 가입자 및 비중 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림6 사물인터넷(IoT) 매출액 및 비중 추정



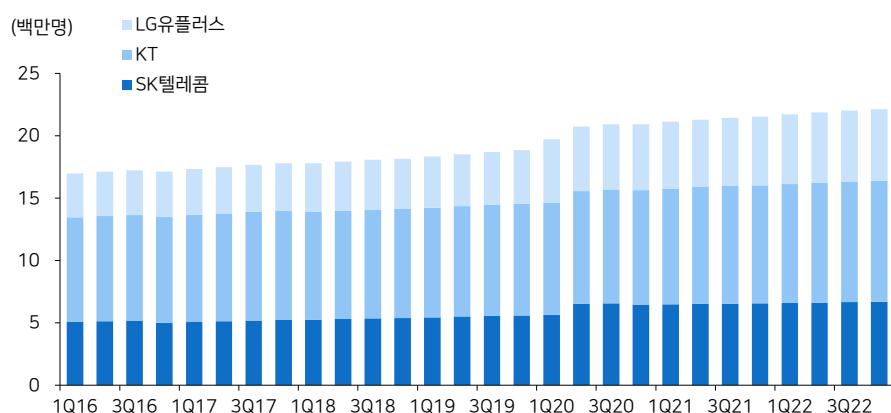
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

초고속인터넷 및 IPTV 시장

초고속인터넷 가입자 증가에도 성장률은 둔화

초고속인터넷 가입자는 매년 꾸준히 증가해 2022년 말 기준 3사 합산 2,214만명을 돌파했다. 2014년 기가인터넷이 도입된 이후 신규 가입자 유입 속도가 빨라졌으며, 2022년 기준 기가인터넷 보급률은 61.7%로 추정된다. 기가인터넷은 기존 100Mbps 인터넷 대비 높은 ARPU로 인해 초고속인터넷 매출액 성장에 크게 기여한 바 있다. 다만, 기가인터넷 전환이 상당수 이루어지면서 과거 4~5년 전 두 자릿수 이상 성장을 보이던 초고속인터넷 사업부 매출액은 최근 한 자릿수로 성장이 둔화됐다.

그림7 통신 3사 초고속인터넷 가입자 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 통신 3사 초고속인터넷 매출액 및 가입자 성장률

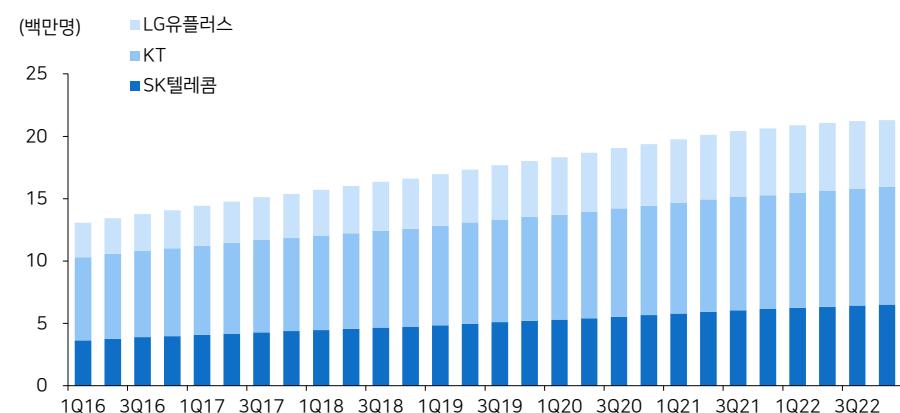


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

유선 통신 실적을 견인하던 IPTV 역시 성장 둔화

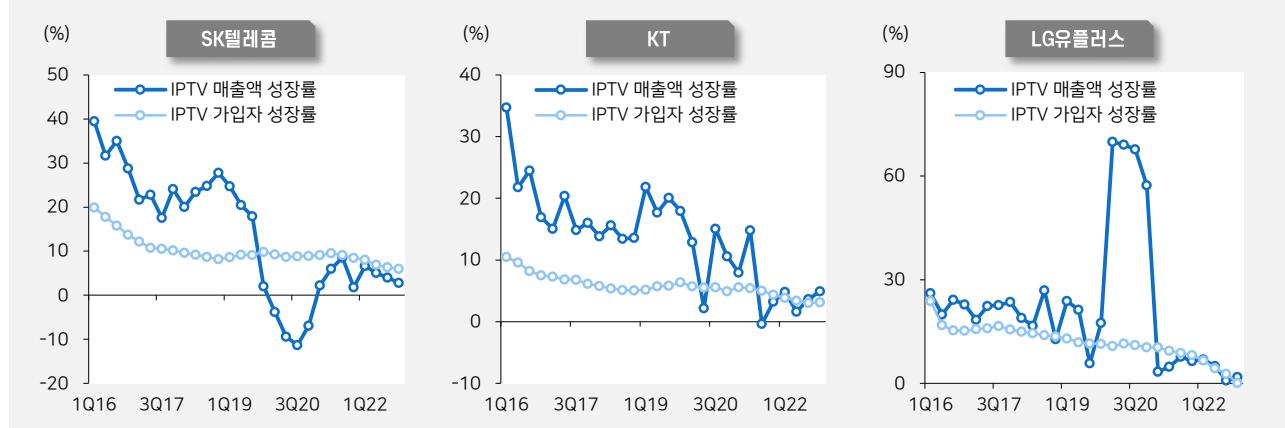
통신 3사 합산 IPTV 가입자는 2022년 말 기준 2,129만명을 기록했다. IPTV 가입자 역시 매년 꾸준히 증가하고는 있지만 최근 성장세가 크게 둔화됐다. 2019년 IPTV 가입자 순증은 142만명을 기록했으나, 2020년에는 134만명, 2021년 126만명에 이어 2022년 66만명으로 점차 순증 규모가 줄어들고 있다. 초고속인터넷 사업과 달리 IPTV는 시장 경쟁도 만만치 않은 상황이다. 국내 토종 OTT뿐만 아니라 글로벌 OTT 플랫폼의 국내 진출로 IPTV 위상이 예전 같지 않으며, IPTV 주요 수익원 중 하나인 홈쇼핑송출수수료도 구조적으로 줄어들 수 밖에 없기 때문이다.

그림9 통신 3사 IPTV 가입자 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 통신 3사 IPTV 매출액 및 가입자 성장률



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

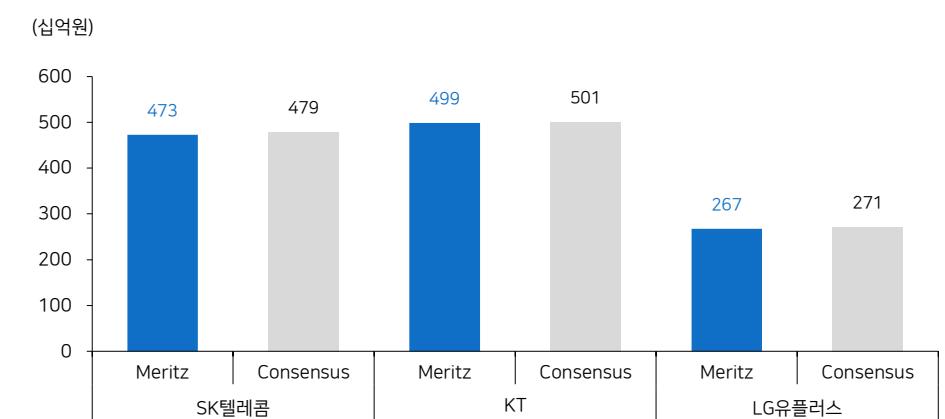
Part II. 1Q23 Preview 및 2023년 실적 전망

1Q23 Preview: 무뎌진 5G 효과

1Q23 통신 3사 합산 영업이익
1.24조원으로 시장 기대치 부합

1Q23 통신 3사 합산 영업이익은 1조 2,388억원으로 컨센서스(1조 2,504억원)에 부합할 전망이다. 플래그십 스마트폰 출시로 일부 마케팅 경쟁이 있었으나, 판매수수료 부담은 크지 않았다. 5G 상용화 5년차를 맞아 설비투자에 대한 의지 역시 크지 않아 감가상각비도 하향 안정화 추세를 유지할 전망이다. 여행객 수요 회복으로 해외 로밍 매출이 2019년 대비 60~70% 수준으로 회복된 점도 긍정적이다. 다만, 물가 인상에 따라 전력비, 상품구입비 등 기타 비용이 증가하며 수익성에는 부담으로 작용할 전망이다.

그림11 1Q23 통신 3사 영업이익 추정치 및 컨센서스



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

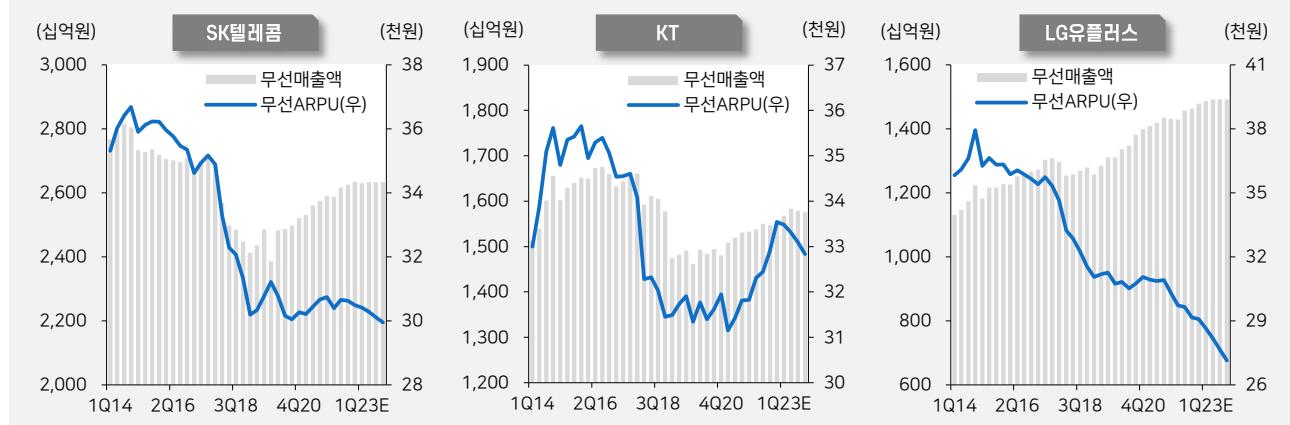
통신 3사 시장 기대치 부합 전망

SK텔레콤(017670)의 1Q23 연결 영업이익은 4,729억원(+9.4% YoY)을 전망한다. 마케팅비용과 감가상각비는 하향 안정화 추세를 유지하나, 1Q22 발생한 인건비 일회성의 기저효과로 별도 영업이익은 2017년 이후 처음으로 분기 4천억원대를 회복할 전망이다. KT(030200)의 1Q23 연결 영업이익은 전년 대비 -20.4% 감소한 4,986억원을 전망한다. 일회성 요인에 따른 기저효과로 별도와 자회사 영업이익 모두 전년 대비 부진하면서 시장 컨센서스(5,006억원)에 부합할 전망이다. LG유플러스(032640)는 1Q23 연결 영업이익 2,673억원(+2.3% YoY)으로 시장 컨센서스(2,712억원)에 부합할 전망이다. 무선 ARPU하락(-1.5% YoY)에도 비용 효율화를 통해 안정적인 실적을 달성할 전망이다. 다만, 하반기 IDC 센터 추가 오픈과 작년 7월 추가 할당 받은 5G 3.4GHz 주파수 20MHz 대역폭으로 인해 감가상각비가 다소 증가하면서 일부 비용 증가는 불가피하다.

무선 ARPU 하락에도
무선 매출액은 꾸준히 증가

무선 ARPU는 M2M(Machine to Machine) 및 IoT 회선 가입자가 증가할수록 하락이 불가피한 구조다. 따라서 무선 ARPU의 하락이 무선 통신 사업의 구조적 쇠퇴를 의미하진 않는다. 실제 [그림12]처럼 무선 ARPU가 지속적으로 하락하는 와중에도 무선 매출액은 꾸준히 증가하는 것을 알 수 있다. 최근 도입된 5G 중간요금제 영향까지 더해져 무선 ARPU 하락세가 한동안 지속될 수 있으나, 무선 매출액에 미치는 영향은 제한적이라는 판단이다.

그림12 통신 3사 무선 매출액 & ARPU 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 통신 3사 무선 매출액 및 ARPU 성장률 전망

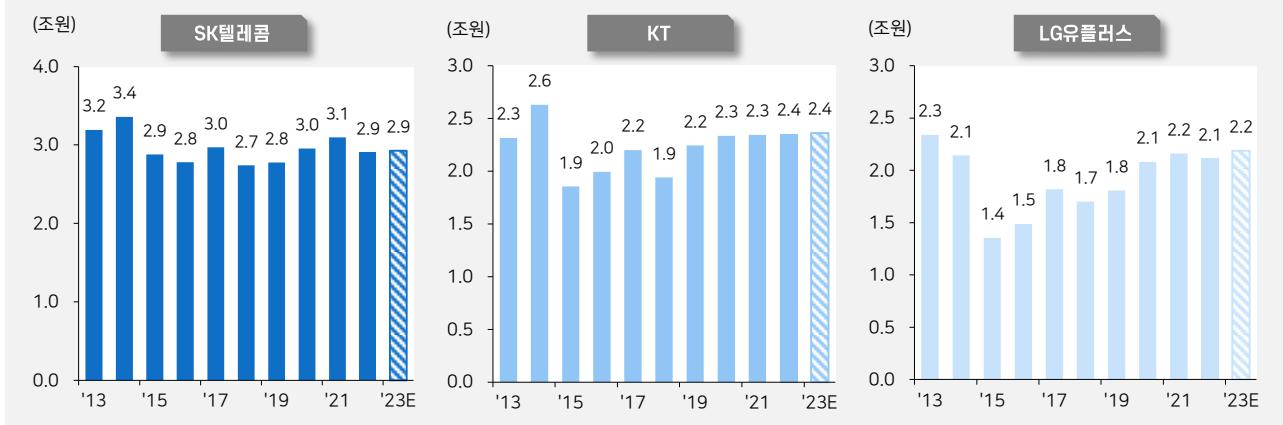


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

1Q23 증가한 판매수수료에도
연간 안정적 수준 유지 전망

1Q23 통신 3사 합산 판매수수료는 1조 8,483억원으로 전년 대비 +0.8% 증가할 전망이다. 삼성전자 갤럭시S23 시리즈가 전작인 갤럭시S22 대비 높은 판매량을 보이며 단말기 총판매가 늘어난 영향으로 판단된다. 다만, 연간 판매수수료는 통신사간 마케팅 경쟁 지양으로 안정적인 수준을 유지할 전망이다. 2023년 통신 3사 합산 판매수수료는 2022년 판매수수료인 7.37조원(-3.0% YoY) 대비 소폭 증가한 7.48조원(+1.4% YoY)을 전망한다.

그림14 통신 3사 판매수수료 추이 및 전망

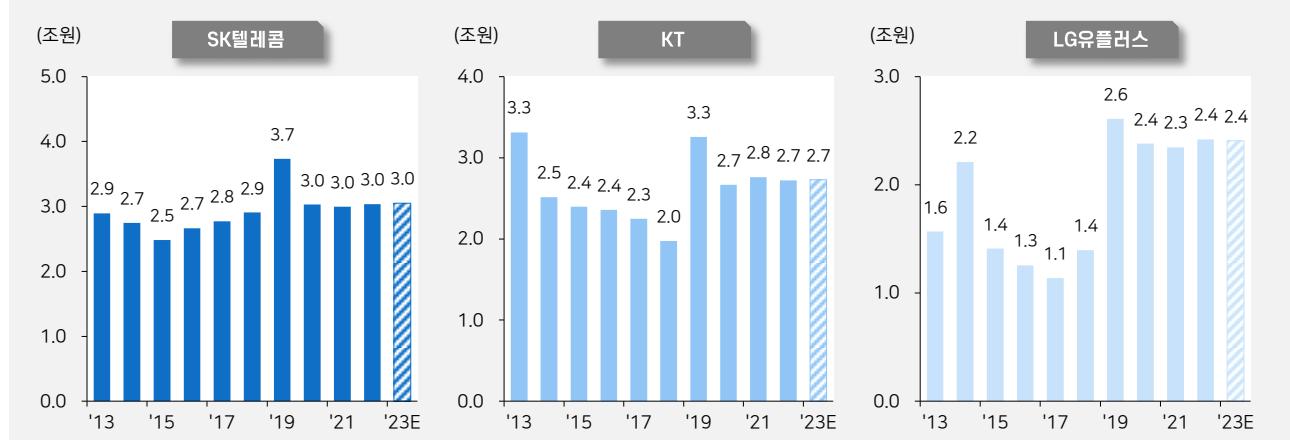


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

통신 3사 CAPEX 및 감가상각비 안정화

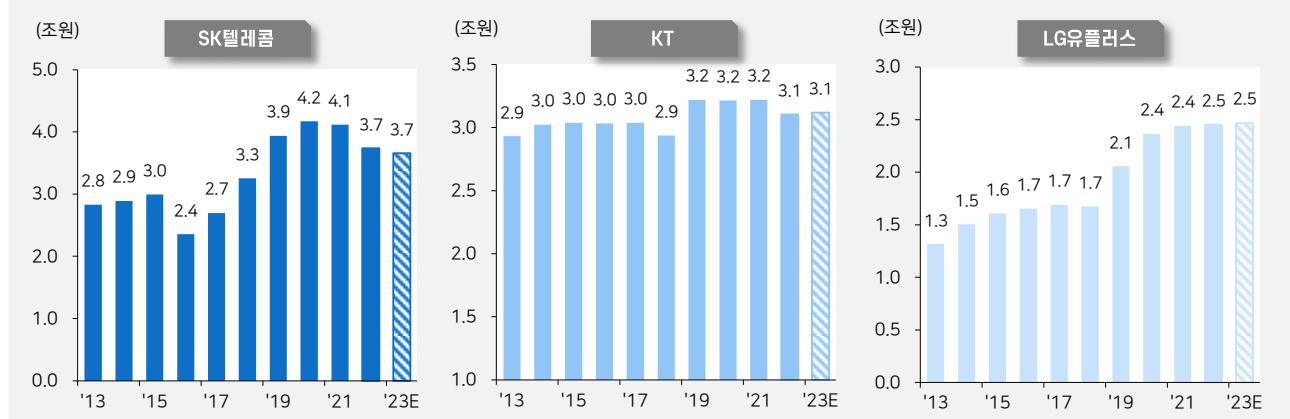
2022년 통신 3사 합산 CAPEX는 8조 1,764억원(+0.9% YoY)으로 전년과 유사한 수준을 집행했다. 사실상 2019년 5G 상용화 시기 과도한 CAPEX 집행(9.6조원) 이후 평균 8조원 초반의 CAPEX를 유지하고 있는 추세다. 2023년 통신 3사 합산 CAPEX 역시 8조 1,885억원으로 전년 수준을 전망한다. 네트워크 인프라 투자 안정화로 통신 3사의 감가상각비 역시 하향 안정화 추세로 전환됐다. 이미 2022년 통신 3사 합산 감가상각비는 9.29조원으로 전년 대비 -4.9% 감소했으며, 2023년에도 전년 대비 -0.2% 감소하며 하향 안정화 추세를 이어갈 전망이다.

그림15 통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 통신 3사 감가상각비 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2023년 실적 전망

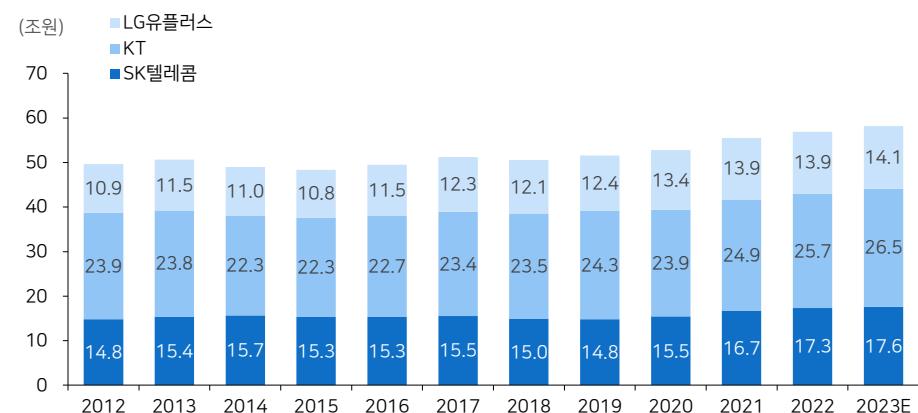
B2B, 비통신 사업 기여로
매출 성장 지속

통신 3사 합산 연결 매출액은 2021년 55.5조원(+5.1% YoY), 2022년 56.9조원(+2.5% YoY)을 기록했으며, 2023년에는 58.2조원으로 전년 대비 +2.3% 증가할 전망이다. 전통적인 유무선 통신 사업의 성장을 둔화에도 여전히 가입자는 늘고 있으며, B2B 통신 사업과 비통신 사업이 추가되며 매출 성장을 견인하고 있다.

비용 효율화를 통한
실적 개선 가능

5G 가입자 유치 경쟁이 심화되며 급증한 마케팅비용으로 인해 부진한 영업이익을 기록한 2020년 이후 통신 사업자들의 수익성은 꾸준히 개선되고 있다. 통신 3사 합산 연결 영업이익은 2021년 4.04조원(+25.2% YoY), 2022년 4.38조원(+8.6% YoY)을 기록했으며, 2023년에도 4.73조원으로 전년 대비 +7.9% 성장을 이어갈 전망이다. 매출액 성장을 기대하기 보다는 비용 전반적인 효율화 기조를 유지함에 따라 향후 1~2년 이익 개선이 가능한 상황이다.

그림17 통신 3사 합산 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 통신 3사 합산 연결 영업이익 추이 및 전망

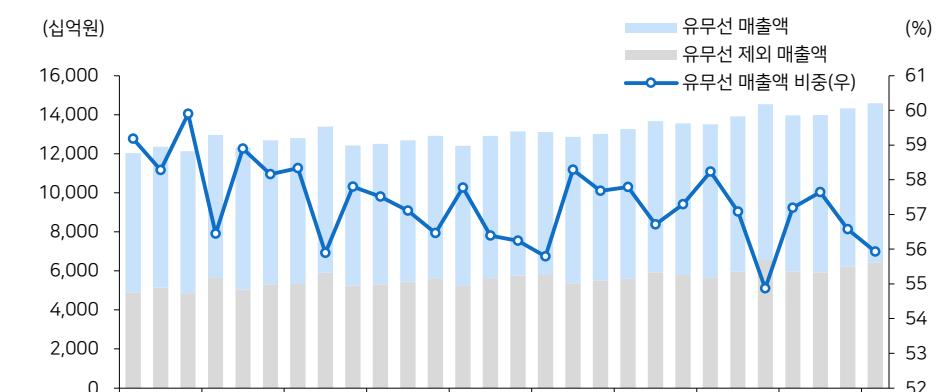


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

**전통적 유무선 통신 영향력 축소
비통신 영향력 확대**

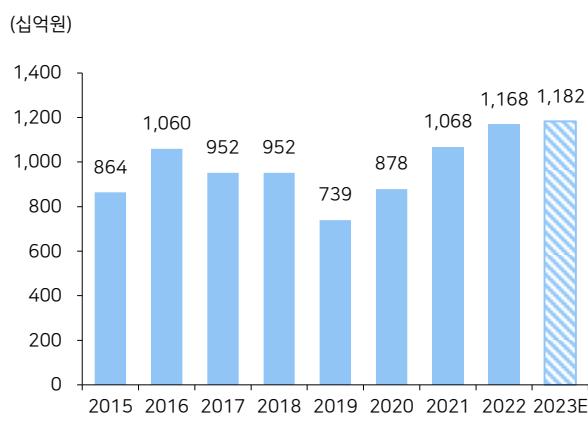
전통적으로 통신 사업자들의 실적에 가장 많은 영향을 미치는 사업부는 무선통신과 초고속인터넷, IPTV였다. 세 개의 유무선 통신 사업이 전체 매출액에서 차지하는 비중은 1Q16 59.2%를 차지했으나, 4Q22 55.9% 비중을 차지하고 있다. 주요 유무선 통신 사업의 경우 매출액뿐만 아니라 전체 이익에 기여하는 바 역시 컸으나, 그 영향력이 점차 감소하고 있는 추세다. 실제 KT의 영업이익을 별도와 연결 자회사로 구분해 살펴보면, 별도 영업이익보다는 연결 자회사들의 합산 영업이익의 기여도가 점차 높아지고 있는 것을 알 수 있다.

그림19 통신 3사 유무선 매출액 및 비중 추이



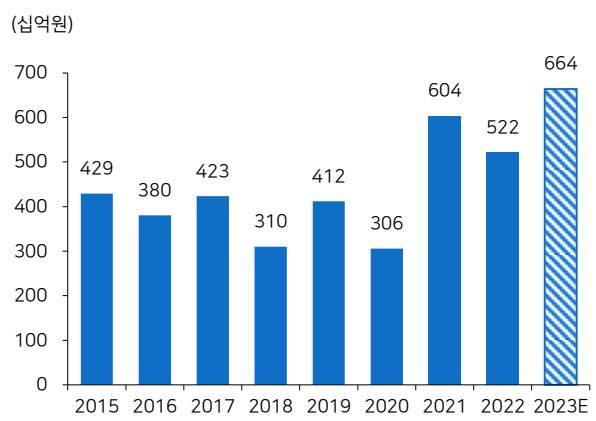
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 KT 별도 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림21 KT 연결 자회사 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

비통신 사업에 주력하는 통신사: UAM(Urban Air Mobility)

비통신 사업에 주력하는 통신사
UAM(Urban Air Mobility)

사실상 지난 5년간 국내 통신사들의 실적을 견인해왔던 전통적인 유무선 통신업(무선, IPTV, 초고속인터넷)만을 가지고 지속 가능한 성장을 담보하기 어려워졌다. 이에 통신 3사는 수평적으로 B2B 통신 사업을 확장하고자 하며, 수직적으로는 기존 통신 사업과 연계하여 시너지를 낼 수 있는 비통신 분야 개발에 주력하고 있다. 통신 사업자들의 강점을 낼 수 있는 분야 중 하나가 바로 UAM(Urban Air Mobility) 시장이다. 이미 통신 3사 모두 각각의 컨소시엄을 구성해 국토교통부가 주관하는 K-UAM 시장에 참여하고 있으며, 미래 UAM 시장에서 통신의 역할에 대한 고민도 함께 진행 중이다.

UAM 시장에서 통신사의 역할

현재 국토부 K-UAM Grand Challenge에는 국내 대기업 및 연구기관 등이 컨소시엄을 구성해 사업에 참여하고 있으며, 통신 3사 역시 교통관리 부문에 주요 사업자로 참여 중이다. SK텔레콤은 한화시스템, 한국공항공사, 한국기상산업기술원 등과 'K-UAM 드림팀' 컨소시엄을 구성했으며, KT는 현대자동차, 현대건설 등 '현대차' 컨소시엄에 참여했고, LG유플러스 역시 카카오모빌리티, GS건설 중심의 '카카오/LG' 컨소시엄에 참여한 상황이다.

표1 통신 3사 K-UAM 컨소시엄 참여 현황

통신사	모빌리티	항공	기체제작	인프라
SKT	▪ 티맵모빌리티	▪ 한국공항공사	▪ 한화시스템 ▪ 조비 에비에이션	▪ 한국교통연구원 ▪ 한국기상산업기술원
KT	▪ 현대자동차	▪ 대한항공 ▪ 인천공항공사	▪ 현대자동차	▪ 현대건설
LGU+	▪ 카카오모빌리티	▪ 제주항공 ▪ 파블로항공	▪ 버티컬에어로스페이스	▪ GS칼텍스

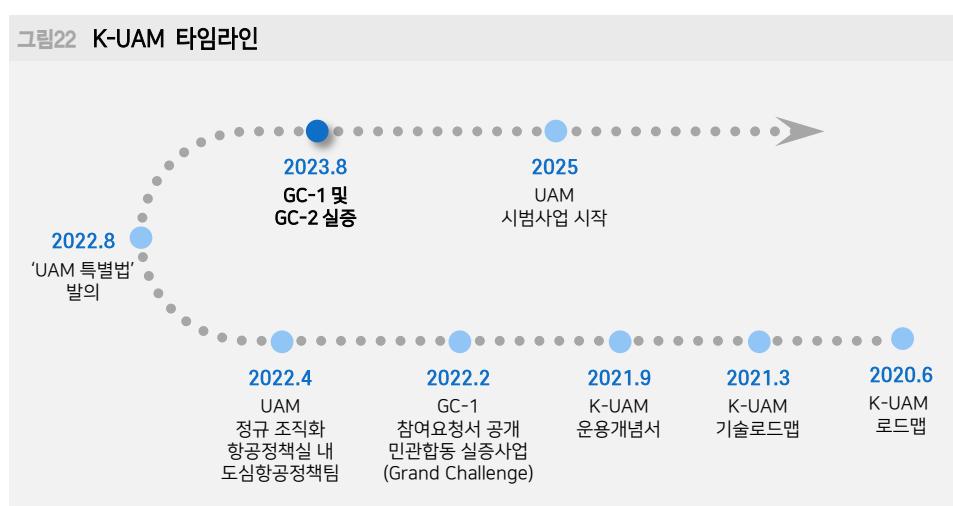
자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

K-UAM 로드맵

지난 2020년 6월 K-UAM 로드맵을 발표한 국토교통부는 2022년 8월 'UAM 특별법'을 발의했으며, 2023년 8월부터 K-UAM Grand Challenge(이하 GC) 1단계 실증사업에 돌입한다. GC 1단계('23년 8월~'24년 12월) 고흥을 시작으로 GC 2~1단계('24년 7월~'25년 3월) 준도심, GC 2~2단계('25년 4월~'25년 6월) 도심 지역 실증사업을 진행할 예정이며, 2025년 10월 본격 상용화한다는 계획이다.

**UAM 시장에서
SK텔레콤의 강점**

SK텔레콤은 UAM 운항 및 교통관리 시스템 운영과 UAM 상공망 기술을 보유하고 있으며, Joby Aviation과 협력해 기체 운항 사업에 직접 참여할 계획이다. 이미 T-map을 통해 지상 운행 데이터를 모두 확보한 SK텔레콤은 UAM 운항에 필수적인 기상 및 운항 데이터 확보에 주력할 계획이며, 2천만 가입자를 보유한 T-map과 연계한 MaaS(Mobility as a Service) 플랫폼 서비스 제공을 통해 초기 시장을 선점한다는 계획이다.

그림22 K-UAM 타임라인

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표2 K-UAM 최근 동향

구분	내용
최근 동향	<ul style="list-style-type: none"> 제 20대 대통령실 국정과제로 선정되어 임기 내 상용화 추진 UAM 상용화('25년)를 위한 인프라, 법·제도, 실증기반 마련
UAM 특별법	<ul style="list-style-type: none"> 규제 특례 및 산업성장 지원 등 민간의 참여 활성화 유도 '도심항공교통 활용 촉진 및 지원에 관한 법률'('22.8)
R&D 연구과제	<ul style="list-style-type: none"> 5개 부처 공동 K-UAM 기술 개발 과제 추진 중 SKT는 컨소시엄 공동 참여 중
Grand Challenge	<ul style="list-style-type: none"> 민관합동 실증 사업으로 안정성·운용성 검증 및 관련 제도·체계 구축 목표 SKT는 Joby Aviation 및 컨소시엄과 공동 참여 중

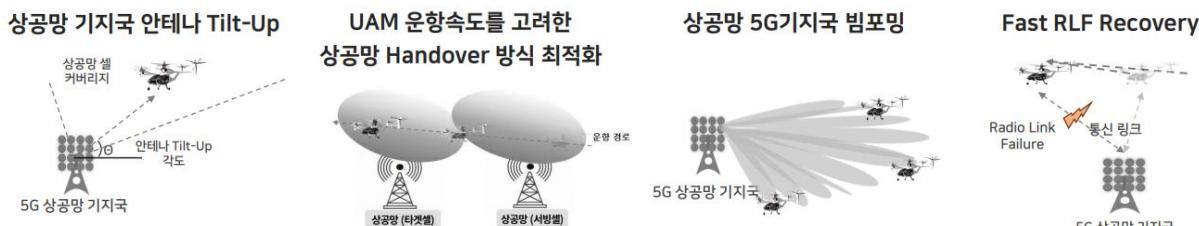
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림23 SK텔레콤 UAM 운항 및 교통관리 시스템



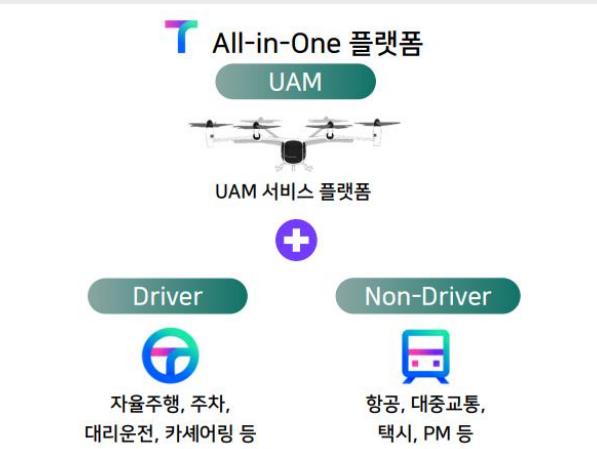
자료: SK텔레콤

그림24 SK텔레콤 UAM 상공망 기술



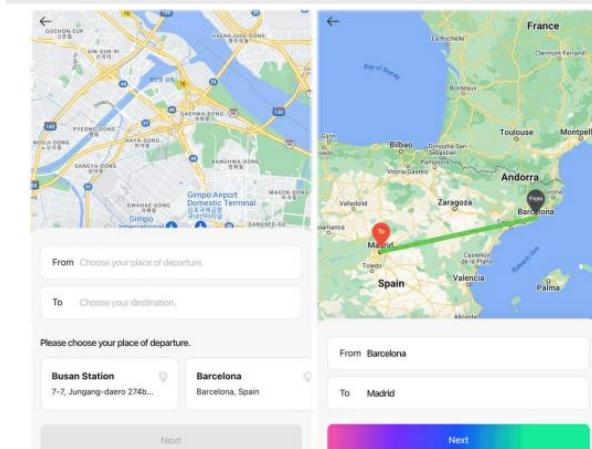
자료: SK텔레콤

그림25 UAM과 연계한 T-map 모빌리티



자료: SK텔레콤

그림26 SK텔레콤이 구상하는 MaaS 플랫폼



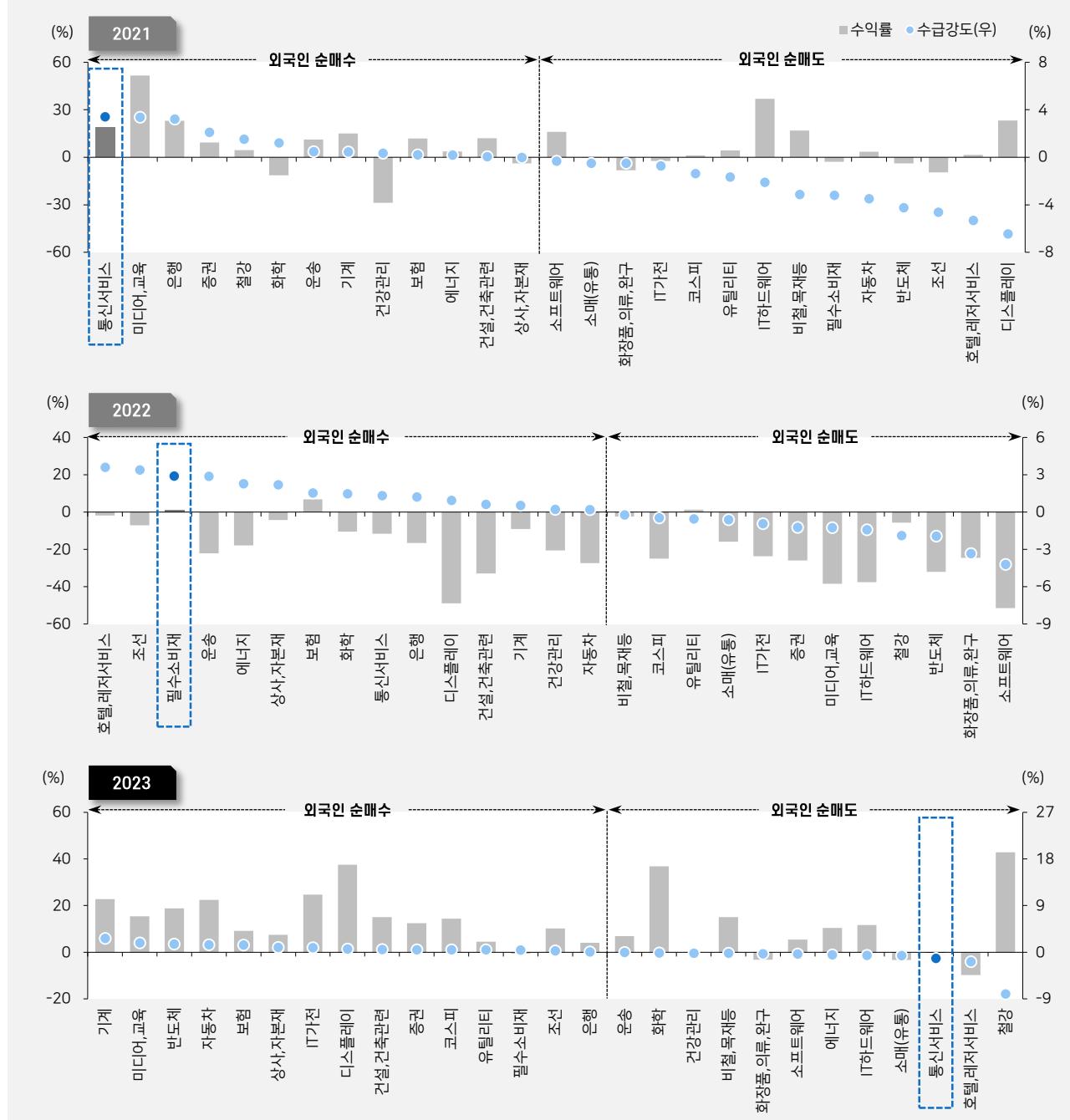
자료: SK텔레콤

Part III. 배당 및 특이사항

외국인 매도세로 전환된
2023년 국내 통신주

2021년과 2022년 높은 외국인 매수 강도를 보이던 통신업종은 2023년 들어서 5G 가입자 및 실적둔화 우려가 확대되며 전체 26개 섹터 가운데 세 번째로 높은 외국인 매도 강도를 보이고 있다.

그림27 2021년 vs 2022년 vs 2023년 섹터별 외국인 수급강도 및 수익률



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

MSCI 5월 정기변경 시 KT 편입 가능성

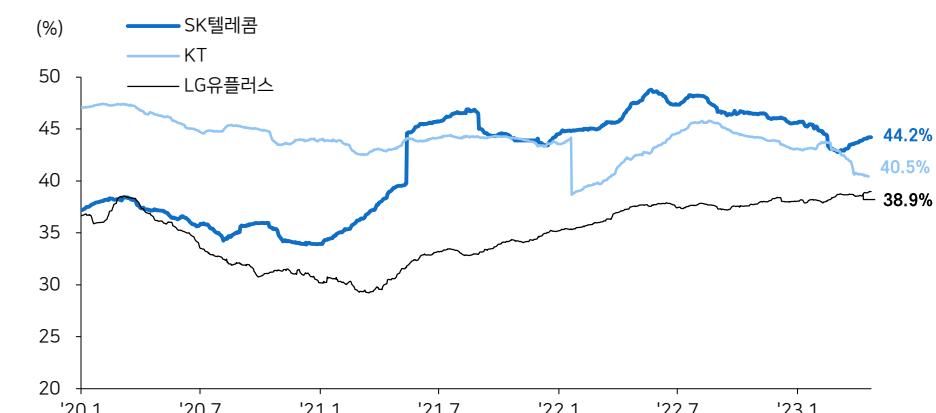
MSCI 5월 정기변경에서 KT 편입 가능성

2021년 상반기 통신 3사 주가 상승과 2022년 상반기 KT의 주가 상승 배경에는 외국인들의 순매수가 주요한 역할을 했다. 5G 가입자 성장 및 실적 둔화 우려로 현재 국내 통신 3사 외국인 지분율은 SK텔레콤 44.2%, KT 40.5%, LG유플러스 38.9% 수준으로 빠져있다. 수급 관점에서 MSCI 5월 정기변경에서 KT는 편입 가능성이 높아졌다. 시가총액 기준을 모두 충족하는 통신 3사는 MSCI 지수 편출입 과정에서 외국인 지분 한도가 중요한데, KT의 현재 외국인 지분율 수준은 편입 조건을 충족하기 때문이다. KT는 2022년 5월 MSCI 정기변경에서 편입 가능성이 높았지만 높은 외국인 지분율로 편입이 불발된 바 있다.

KT 단기 주가에 긍정적 전망

가장 최근 MSCI 지수에 편입된 사례는 LG유플러스가 2018년 8월 13일 편입된 바 있으며, 8월 31일 리밸런싱 이후 1개월 간 약 +16.6% 주가 상승이 나타났다. 이번 2023년 5월 정기변경은 5월 13일 리뷰 발표 후, 5월 31일 리밸런싱 예정이며, 추종 패시브 자금은 약 2,000억원으로 추정한다. 최근 경기 둔화 우려와 주가 조정 수준을 고려할 때 단기 KT 외국인 수급 및 주가에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

그림28 통신 3사 외국인 지분율



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림29 SK텔레콤 주가와 MSCI 정기변경 이벤트



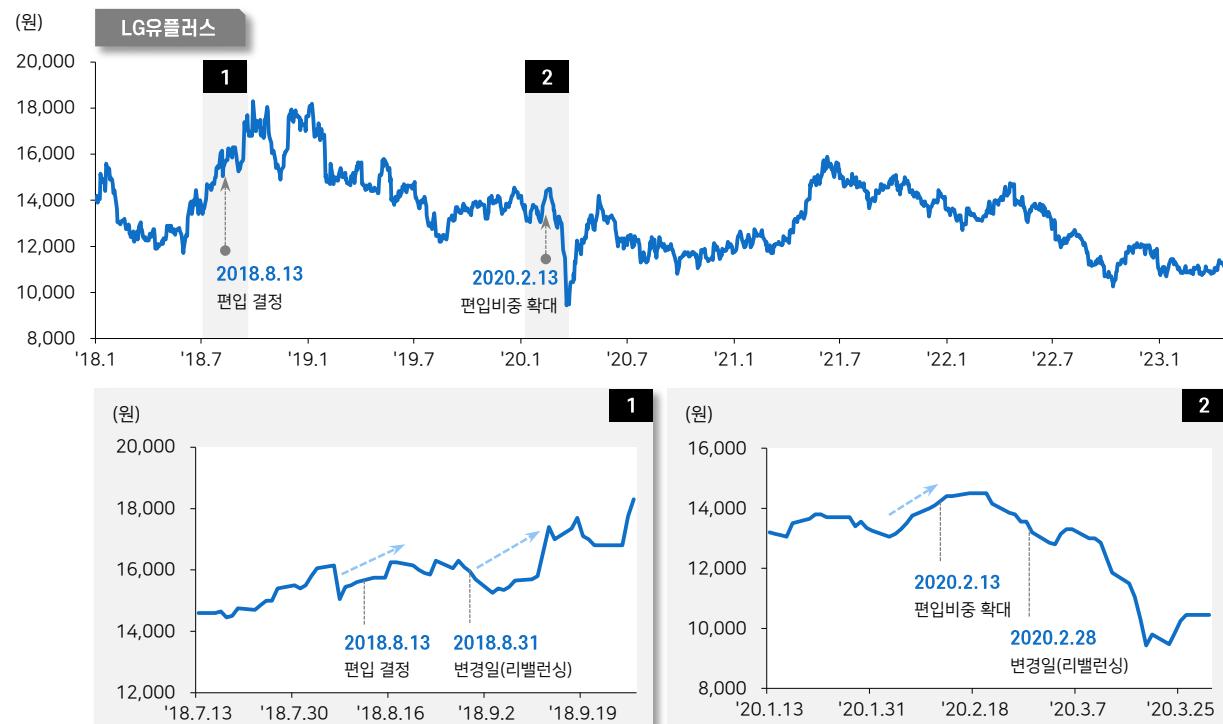
자료: FnGuide, SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림30 KT 주가와 MSCI 정기변경 이벤트



자료: FnGuide, KT, 메리츠증권 리서치센터

그림31 LG유플러스 주가와 MSCI 정기변경 이벤트



자료: FnGuide, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

5G 중간요금제 출시

통신 3사 5G 중간요금제 출시

경기 둔화 우려 속에 가계 통신비 부담을 완화하고자 통신 3사는 5G 중간요금제를 잇따라 출시하고 있다. 지난 3월 23일 SK텔레콤이 가장 먼저 5G 요금제 전면 개편을 선언하며 현재 20종인 5G 요금제를 45종으로 두 배 이상 늘렸다. 이어 4월 11일 LG유플러스 역시 세분화된 5G 중간요금제를 발표했으며, KT는 이번 주 중 구체적인 5G 중간요금제 개편안을 발표할 예정이다.

무선 ARPU에는 긍정적보단 부정적 영향 전망

5G 중간요금제 출시로 소비자들은 선택의 폭이 넓어졌으며, 통신 사업자들은 신규가입자 유치에 어려움을 겪고 있는 상황에서 5G 전환을 빠르게 유도할 수 있다는 점에서 긍정적인 면도 존재한다. 다만, 5G 무제한 요금제(SK텔레콤 89,000원, KT 80,000원, LG유플러스 85,000원) 사용자들 중 상당수가 새롭게 개편된 60,000~70,000원 사이 중간요금제로 옮겨갈 가능성이 높은 만큼 무선 ARPU에는 부정적일 수 밖에 없다.

표3 SK텔레콤 5G 중간요금제 발표

2022.8.5				2023.5.1 출시				청소년 2023.6.1 출시 / 시니어 2023.3.30 출시			
기존				개편							
구분	요금제명	월정액	데이터	구분	요금제명	월정액	데이터	구분	요금제명	월정액	데이터
베이직 /슬림	베이직	49,000	8GB	5G 시니어	베이직	49,000	8GB	A형		45,000	10GB
	슬림	55,000	11GB		슬림	55,000	11GB		B형	44,000	9GB
	베이직플러스	59,000	24GB		베이직플러스	59,000	24GB		C형	42,000	8GB
5GX 플랜	5GX 레귤러	69,000	110GB	청년 (청년 다이렉트)	+ 13GB	62,000	37GB	99(다이렉트 69)	99,000(69,000)	무제한	
	5GX 레귤러플러스	79,000	250GB		+ 30GB	64,000	54GB		89(다이렉트 62)	89,000(62,000)	무제한
	5GX 프라임	89,000			+ 50GB	66,000	74GB		79(다이렉트 55)	79,000(55,000)	300GB
	5GX 프라임플러스	99,000	원전무제한		+ 75GB	68,000	99GB		69(다이렉트 48)	69,000(48,000)	160GB
	5GX 플래티넘	125,000			5GX 레귤러	69,000	110GB		59(다이렉트 42)	59,000(42,000)	36GB
어린이 요금제	5G ZEM플랜 베스트	26,000	2GB	5GX 플랜	5GX 레귤러플러스	79,000	250GB	청년 (청년 다이렉트)	+ 15GB	62,000	
	5G ZEM플랜 퍼펙트	36,000	4GB		5GX 프라임	89,000			+ 36GB	64,000	
청소년 요금제	0틴 5G	45,000	9GB	청소년 요금제	5GX 프라임플러스	99,000	원전무제한	청년 맞춤형 요금제	+ 60GB	66,000	
5G 언택트 플랜	34	34,000	8GB		5GX 플래티넘	125,000			+ 100GB	68,000	
	38	38,000	10GB	어린이 요금제	5G ZEM플랜 베스트	26,000	2GB	49(다이렉트 34)	49,000(34,000)	12GB	
	42	42,000	24GB		5G ZEM플랜 퍼펙트	36,000	4GB		43(다이렉트 30)	43,000(30,000)	6GB
	52	52,000	20GB	청소년 요금제	0틴 5G	45,000	9GB				
	62	62,000	원전무제한	5G 언택트 플랜	34	34,000	8GB				
					38	38,000	10GB				
					42	42,000	24GB				
					52	52,000	20GB				
					62	62,000	원전무제한				

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표4 LG유플러스 5G 중간요금제 출시

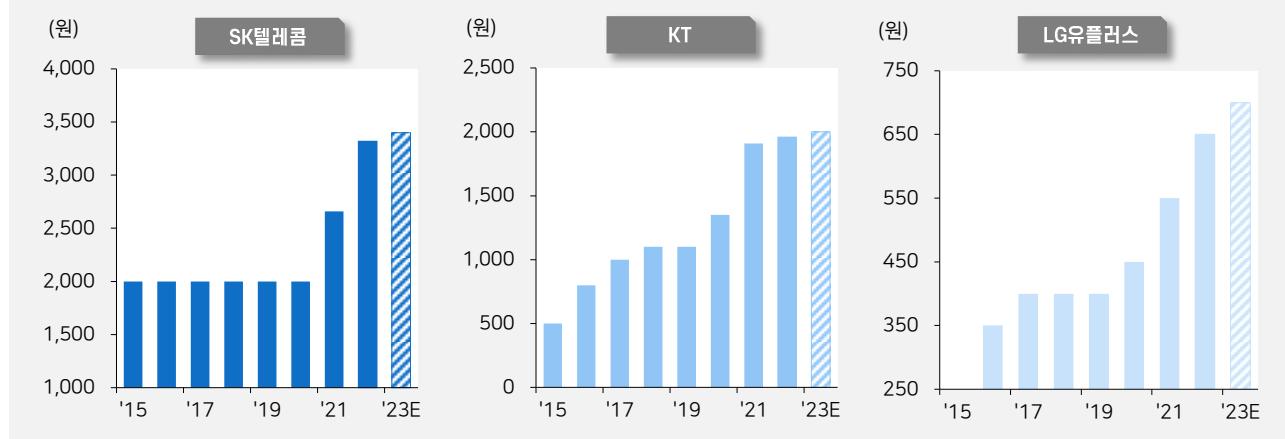
2022.8.24				2023.4.12 / 2023.5.15 출시				청소년 2023.7.3 출시/ 2023.5.1 출시			
기존				개편							
구분	요금제명	월정액	데이터	구분	요금제명	월정액	데이터	구분	요금제명	월정액	데이터
5G 일반	5G 슬림+	47,000	6GB	5G 일반	5G 슬림+	47,000	6GB	5G 시니어	A형	45,000	
	5G 라이트+	55,000	12GB		5G 라이트+	55,000	12GB		B형	43,000	10GB
	5G 심플+	61,000	31GB		5G 심플+	61,000	31GB		C형	39,000	
	5G 스탠다드+	75,000	150GB		5G 데이터 애센셜	63,000	50GB		34	34,000	2GB
5G 무제한	5G 프리미어 애센셜	85,000			5G 데이터 플러스	66,000	80GB	5G 청년 다이렉트	37.5	37,500	5GB
	5G 프리미어 레귤러	95,000			5G 데이터 슈퍼	68,000	95GB		44	44,000	10GB
	5G 프리미어 플러스	105,000	무제한		5G 스탠다드 레귤러	70,000	125GB		46	46,000	30GB
	5G 프리미어 슈퍼	115,000			5G 스탠다드+	75,000	150GB		47.5	47,500	40GB
	5G 시그니처	130,000			5G 프리미어 애센셜	85,000			51	51,000	60GB
시니어 /청소년	5G 라이트 시니어	45,000	8GB	5G 무제한	5G 프리미어 레귤러	95,000		5G 청년	슬림+	47,000	4GB
	5G 라이트 청소년	45,000	8GB		5G 프리미어 플러스	105,000	무제한		라이트+	55,000	5GB
	5G 키즈 45	45,000	9GB		5G 프리미어 슈퍼	115,000			심플+	61,000	10GB
	5G 키즈 39	39,000	5.5GB		5G 시그니처	130,000			데이터 레귤러	63,000	20GB
	5G 키즈 29	29,000	3.3GB		5G 라이트 시니어	45,000	8GB		데이터 플러스	66,000	30GB
	34	34,000	8GB		5G 라이트 청소년	45,000	8GB		데이터 슈퍼	68,000	40GB
	37.5	37,500	12GB		5G 키즈 45	45,000	9GB		스탠다드 애센셜	70,000	60GB
5G 다이렉트	44	44,000	31GB		5G 키즈 39	39,000	5.5GB		스탠다드	75,000	60GB
	51	51,000	150GB		5G 키즈 29	29,000	3.3GB				
	65	65,000	무제한	5G 다이렉트	34	34,000	8GB				
					37.5	37,500	12GB				
					44	44,000	31GB				
					46	47,500	95GB				
					47.5	46,000	80GB				
					51	51,000	150GB				
					65	65,000	무제한				

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

**2023년에도 주주 친화적
주주환원 정책 지속 전망**

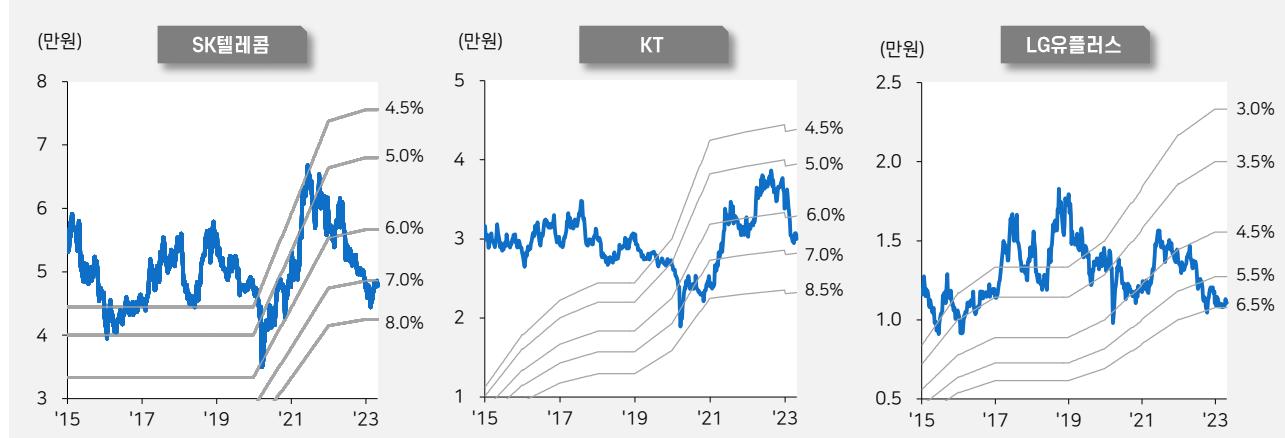
주요 성장 지표가 둔화되며 실적 개선에 대한 기대감은 낮아졌지만, 효율적인 비용 집행을 통해 수익성 개선이 가능한 상황이며, DPS(주당배당금) 또한 이전 대비 유지 혹은 상향될 전망이다. 2023년 예상 DPS는 SK텔레콤 3,400원, KT 2,000원, LG유플러스 700원을 예상하며, 추가적인 주주환원 정책도 가능성할 전망이다. 이미 KT는 지난 2월 공시를 통해 3천억원 규모의 자사주 매입과 1천억 원 규모의 자사주 소각 계획을 밝힌 바 있으며, SK텔레콤 역시 추가적인 주주환원 정책을 연내 시행할 것으로 기대한다. 현재 주가 대비 기대 배당수익률은 SK텔레콤 7.1%, KT 6.6%, LG유플러스 6.3%로 배당밸드 하단에 불과해 주가 하방 경직성을 확보했다.

그림32 통신 3사 DPS 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 통신 3사 배당차트



자료: FnGuide, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK텔레콤 (017670)	Buy	65,000원
KT (030200)	Buy	41,000원
LG유플러스 (032640)	Buy	14,000원

Industry Brief
2023. 4. 26

▲ 통신/미디어/엔터

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

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	65,000 원
현재주가 (4.25)	47,750 원
상승여력	36.1%

KOSPI	2,489.02pt
시가총액	104,493억원
발행주식수	21,883만주
유동주식비율	63.42%
외국인비중	44.18%
52주 최고/최저가	61,000원/44,400원
평균거래대금	394.0억원

주요주주(%)	
SK 외 12 인	30.03
국민연금공단	7.74

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	-3.6	-19.9
상대주가	-4.2	-13.5	-14.5

주가그래프



SK텔레콤 017670

스스로 이겨내는 위기

- ✓ 1Q23 연결 영업이익 4,729억원(+9.4% YoY)으로 기대치(4,786억원) 부합 전망
- ✓ 1Q23 무선 ARPU 하락에도 이동전화수익은 전년 대비 +1.7% 성장 전망
- ✓ 인건비 일회성(750억원) 기저효과로 별도 영업이익 6년만에 4천억원대 회복
- ✓ 2023년 매출액 17,63조원(+1.9% YoY), 영업이익 1.75조원(+8.8% YoY) 전망
- ✓ 7.1%의 높은 기대 배당수익률, 자사주 매입/소각 등 추가적 주주환원 고려

1Q23 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

1Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 4조 3,829억원(+2.5% YoY), 4,729억원(+9.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 4,786억원)에 부합할 전망이다. 무선 ARPU는 전 분기 대비 -0.2% 하락하나, 5G 가입자 성장으로 이동전화수익은 전년 대비 +1.7% 증가할 전망이다. 로밍 매출은 코로나19 이전 대비 약 70% 수준으로 회복된 것으로 파악된다. 마케팅비용과 감가상각비는 하향 안정화 추세를 유지하나 지난 1Q22 인건비 일회성 비용(750억원)에 따른 기저효과로 별도 영업이익은 2017년 이후 처음으로 분기 4천억원대를 회복할 전망이다.

2023년 연결 영업이익 1.75조원(+8.8% YoY) 전망

2023년 연결 매출액은 17조 6,258억원(+1.9% YoY), 영업이익 1조 7,541억원(+8.8% YoY)을 전망한다. 별도 영업이익은 1조 4,535억원(+10.0% YoY), SK브로드밴드 영업이익 3,158억원(+3.3% YoY)을 전망하며, 5G 가입자는 1,653만명으로 핸드셋 가입자 대비 49.3% 보급률을 예상한다. 솔루션과 하드웨어 수요 확대로 2023년 기타 자회사 매출액은 전년 대비 +6.7% 증가한 7,829억원을 기록할 전망이다.

주가가치 제고 노력 지속

1Q23 830원 포함 2023년 예상 DPS(주당배당금)는 3,400원으로 전년 수준을 유지하나, 자사주 매입 및 소각과 같은 추가적인 주주환원 노력을 지속할 전망이다. 7.1%의 높은 기대 배당수익률을 감안 시 추가적인 주가 하락은 제한적이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치를 조정해 기존 68,000원에서 65,000원으로 -4.4% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	16,748.6	1,387.2	2,407.5	6,841	84.9	52,914	8.5	1.1	4.2	13.6	150.6
2022	17,305.0	1,612.1	912.4	4,169	-37.0	53,776	11.4	0.9	3.8	7.8	142.7
2023E	17,625.8	1,754.1	1,201.3	5,490	30.1	55,871	8.7	0.9	3.6	10.0	132.1
2024E	17,880.5	1,866.6	1,292.4	5,906	7.7	58,283	8.1	0.8	3.3	10.3	122.0
2025E	18,108.9	1,848.2	1,279.8	5,848	-0.9	60,537	8.2	0.8	3.1	9.8	112.6

표5 SK텔레콤 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,382.9	4,277.2	2.5	4,394.5	-0.3	4,385.9	-0.1
SK텔레콤	3,147.9	3,077.4	2.3	3,096.3	1.7		
이동전화수익	2,630.3	2,587.1	1.7	2,634.4	-0.2		
망접속정산수익	131.1	132.4	-1.0	98.7	32.7		
기타	386.6	357.9	8.0	363.2	6.4		
SK브로드밴드	1,050.4	1,026.0	2.4	1,053.3	-0.3		
기타 자회사	184.6	173.8	N/A	244.8	-24.6		
영업이익	472.9	432.4	9.4	254.5	85.8	478.6	-1.2
세전이익	403.7	327.0	23.5	201.7	100.1	381.2	5.9
당기순이익	314.9	220.3	42.9	223.7	40.8	269.6	16.8

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표6 SK텔레콤 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	17,636.6	17,897.2	17,625.8	17,880.5	-0.1%	-0.1%
영업이익	1,732.6	1,826.6	1,754.1	1,866.6	1.2%	2.2%
세전이익	1,450.0	1,590.1	1,580.8	1,702.9	9.0%	7.1%
당기순이익	1,131.0	1,240.3	1,233.1	1,328.3	9.0%	7.1%

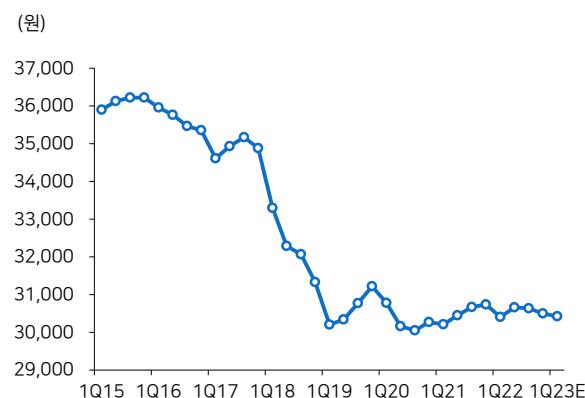
자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 SK텔레콤 SOTP Valuation

(십억원, 원)	12M-fwd EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정가치	비고
영업가치 (A)	4,302.2	4.3	18,588.4	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)			9,419.7	4Q22 기준
총기업가치 (D=A+B-C)			14,273.5	
발행주식수 (E/천주)			218,833	
적정주가 (D/E)			65,000	

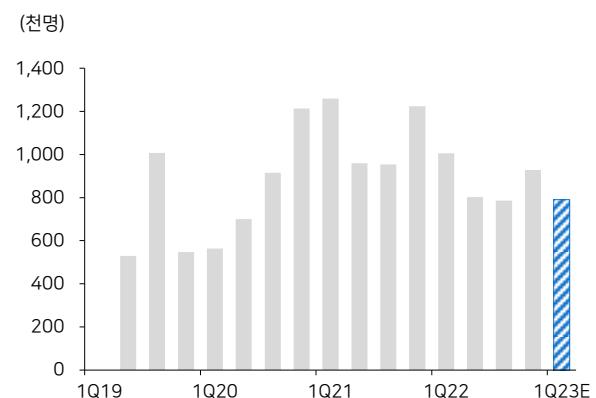
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림34 SK텔레콤 무선 ARPU 추이



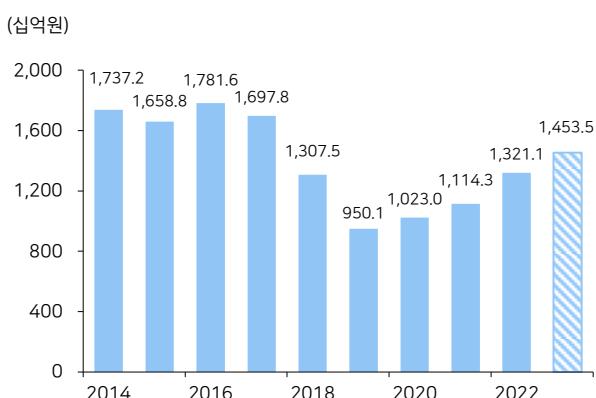
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림35 SK텔레콤 5G 가입자 순증 추이



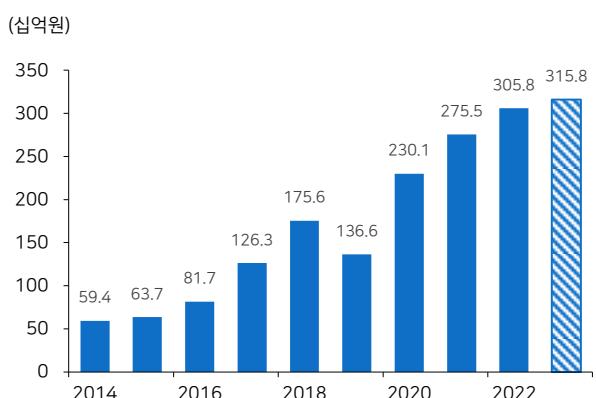
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림36 SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

그림37 SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표8 SK텔레콤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	4,277.2	4,289.9	4,343.4	4,394.5	4,382.9	4,385.3	4,411.4	4,446.2	17,305.0	17,625.8	17,880.5
% YoY	4.0%	4.0%	3.1%	2.2%	2.5%	2.2%	1.6%	1.2%	3.3%	1.9%	1.4%
SK텔레콤	3,077.4	3,118.2	3,122.6	3,096.3	3,147.9	3,160.7	3,152.3	3,113.3	12,414.6	12,574.1	12,647.1
이동전화수익	2,587.1	2,615.8	2,625.4	2,634.4	2,630.3	2,633.5	2,633.9	2,634.1	10,462.7	10,531.8	10,556.9
망접속정산수익	132.4	129.3	125.1	98.7	131.1	128.0	123.8	97.7	485.5	480.6	475.8
기타	357.9	373.1	372.2	363.2	386.6	399.2	394.5	381.4	1,466.4	1,561.6	1,614.4
SK브로드밴드	1,026.0	1,032.8	1,044.2	1,053.3	1,050.4	1,064.6	1,069.7	1,084.2	4,156.3	4,268.8	4,414.1
기타 자회사	173.8	138.8	176.6	244.8	184.6	160.1	189.5	248.8	734.1	782.9	819.2
영업비용	3,844.8	3,830.3	3,877.9	4,140.0	3,910.0	3,910.9	3,928.7	4,122.1	15,692.9	15,871.7	16,013.9
% YoY	2.8%	2.7%	1.5%	1.7%	1.7%	2.1%	1.3%	-0.4%	2.2%	1.1%	0.9%
종업원급여	637.1	593.2	581.5	638.0	614.0	609.1	601.6	675.3	2,449.8	2,500.0	2,508.6
지급/판매수수료	1,310.2	1,370.9	1,384.6	1,453.0	1,333.1	1,362.4	1,393.6	1,427.9	5,518.8	5,517.0	5,566.4
광고선전비	49.2	54.9	53.6	94.7	66.9	72.0	78.9	105.7	252.4	323.4	338.2
감가상각비	946.3	940.7	933.5	934.8	960.4	956.4	924.7	950.2	3,755.3	3,791.7	3,811.3
망접속정산비용	189.4	185.3	180.0	160.6	178.0	173.9	168.9	160.8	715.3	681.7	683.6
전용회선/전파사용료	67.6	61.1	68.9	70.8	67.8	68.0	69.5	69.7	268.4	275.0	280.7
상품매출원가	307.6	267.7	304.7	388.1	336.9	313.0	324.9	347.8	1,268.1	1,322.7	1,336.1
기타영업비용	337.3	356.6	371.0	399.9	352.8	356.1	366.5	384.8	1,464.8	1,460.3	1,489.0
영업이익	432.4	459.6	465.6	254.5	472.9	474.5	482.7	324.0	1,612.1	1,754.1	1,866.6
% YoY	15.5%	16.2%	19.2%	12.3%	9.4%	3.2%	3.7%	27.3%	16.2%	8.8%	8.8%
영업이익률 (%)	10.1%	10.7%	10.7%	5.8%	10.8%	10.8%	10.9%	7.3%	9.3%	10.0%	10.4%
법인세차감전순이익	327.0	402.8	362.4	201.7	403.7	411.2	420.4	345.4	1,293.9	1,580.8	1,702.9
법인세비용	106.7	144.6	116.8	-22.0	88.8	90.5	92.5	76.0	346.0	347.8	374.6
당기순이익	220.3	258.1	245.6	223.7	314.9	320.8	327.9	269.4	947.8	1,233.1	1,328.3
당기순이익률 (%)	5.2%	6.0%	5.7%	5.1%	7.2%	7.3%	7.4%	6.1%	5.5%	7.0%	7.4%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	32,129	32,559	32,831	32,836	33,000	33,165	33,331	33,498	32,836	33,498	34,115
5G 가입자수	10,879	11,682	12,468	13,393	14,183	14,949	15,726	16,528	13,393	16,528	19,261
5G 침투율 (%)	33.9%	35.9%	38.0%	40.8%	43.0%	45.1%	47.2%	49.3%	40.8%	49.3%	56.5%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

표9 SK브로드밴드 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	1,026.0	1,032.8	1,044.2	1,053.3	1,050.4	1,064.6	1,069.7	1,084.2	4,156.3	4,268.8	4,414.1
% YoY	6.1%	3.6%	1.9%	-0.7%	2.4%	3.1%	2.4%	2.9%	2.6%	2.7%	3.4%
초고속인터넷	238.9	239.5	240.5	251.6	245.2	243.7	242.2	240.7	970.5	971.7	947.7
IPTV	369.7	367.1	376.3	368.6	377.3	385.2	393.4	401.7	1,481.7	1,557.6	1,693.3
케이블TV	100.8	100.1	100.9	99.3	100.1	99.9	99.8	99.6	401.1	399.4	398.0
집전화	9.9	9.5	9.0	8.5	9.1	8.9	8.5	8.2	36.9	34.7	33.7
기업전화	299.2	308.9	307.7	313.6	311.1	319.2	315.9	322.4	1,229.4	1,268.7	1,304.5
기타판매	7.5	7.6	9.7	11.6	7.6	7.7	9.8	11.6	36.4	36.7	37.0
영업비용	949.9	954.6	964.5	981.5	979.3	980.4	985.6	1,007.6	3,850.5	3,953.0	4,060.1
% YoY	6.5%	2.3%	2.0%	-2.2%	3.1%	2.7%	2.2%	2.7%	2.0%	2.7%	2.7%
인건비	144.0	145.8	151.0	156.3	151.2	154.2	155.9	161.1	597.1	622.3	641.6
마케팅비용	93.2	91.1	88.8	86.2	90.8	90.9	90.6	91.7	359.3	364.1	375.3
지급수수료	285.7	290.6	290.9	297.2	295.7	300.6	302.2	307.4	1,164.4	1,205.9	1,257.1
접속료	30.9	30.5	30.1	29.8	31.3	32.4	31.1	31.2	121.3	125.9	128.2
통신설비사용료	30.4	31.8	33.4	34.5	32.9	33.8	34.2	34.6	130.1	135.4	140.4
기타	151.8	153.6	129.9	134.9	151.8	151.6	146.2	148.7	570.2	598.4	599.9
감가상각비	214.0	211.3	240.5	242.6	225.6	217.1	225.4	232.9	908.4	901.0	917.6
영업이익	76.1	78.2	79.7	71.8	71.1	84.2	84.0	76.5	305.8	315.8	354.0
% YoY	0.9%	21.8%	1.4%	25.3%	-6.6%	7.6%	5.4%	6.6%	11.0%	3.3%	12.1%
영업이익률	7.4%	7.6%	7.6%	6.8%	6.8%	7.9%	7.9%	7.1%	7.4%	7.4%	8.0%
가입자 지표 (천명)											
초고속인터넷	6,608	6,633	6,669	6,704	6,731	6,757	6,783	6,809	6,704	6,809	6,914
IPTV	9,094	9,164	9,240	9,317	9,389	9,463	9,537	9,613	9,317	9,613	9,928

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	16,748.6	17,305.0	17,625.8	17,880.5	18,108.9
매출액증가율 (%)	4.1	3.3	1.9	1.4	1.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,748.6	17,305.0	17,625.8	17,880.5	18,108.9
판매관리비	15,361.4	15,692.9	15,871.7	16,013.9	16,260.6
영업이익	1,387.2	1,612.1	1,754.1	1,866.6	1,848.2
영업이익률	8.3	9.3	10.0	10.4	10.2
금융손익	-160.5	-252.6	-174.3	-179.0	-168.0
종속/관계기업손익	446.3	-81.7	-18.3	-18.9	-19.8
기타영업외손익	45.2	16.2	19.4	34.2	26.4
세전계속사업이익	1,718.2	1,293.9	1,580.8	1,702.9	1,686.8
법인세비용	446.8	346.0	347.8	374.6	371.1
당기순이익	2,419.0	947.8	1,233.1	1,328.3	1,315.7
지배주주지분 순이익	2,407.5	912.4	1,201.3	1,292.4	1,279.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	5,031.3	4,552.6	4,203.1	4,880.4	4,935.5
당기순이익(손실)	2,419.0	947.8	1,233.1	1,328.3	1,315.7
유형자산상각비	4,114.4	3,755.3	3,791.7	3,811.3	3,840.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-568.7	-153.9	-810.5	-252.4	-239.4
투자활동 현금흐름	-3,486.2	-3,413.9	-3,148.6	-3,013.4	-2,980.4
유형자산의증가(CAPEX)	-2,915.9	-3,302.0	-3,087.0	-2,955.0	-2,899.0
투자자산의감소(증가)	12,077.8	-80.0	-46.1	-36.6	-32.8
재무활동 현금흐름	-2,053.6	-1,393.0	-727.3	-1,225.5	-1,304.5
차입금의 증감	-1,867.1	-477.3	-535.3	-472.2	-529.9
자본의 증가	-1,159.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-496.9	-254.3	327.2	641.5	650.7
기초현금	1,369.7	872.7	618.4	945.6	1,587.1
기말현금	872.7	618.4	945.6	1,587.1	2,237.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,352.7	6,280.2	6,712.3	7,437.0	8,162.3
현금및현금성자산	872.7	618.4	945.6	1,587.1	2,237.7
매출채권	1,913.5	1,977.1	2,013.7	2,042.8	2,068.9
재고자산	204.6	211.4	215.4	218.5	221.3
비유동자산	24,558.6	24,205.3	23,572.7	22,782.8	21,905.7
유형자산	12,871.3	12,418.0	11,713.3	10,857.0	9,915.1
무형자산	5,942.3	5,962.3	5,988.3	6,018.1	6,050.0
투자자산	4,122.3	4,202.2	4,248.4	4,285.0	4,317.8
자산총계	30,911.3	30,485.5	30,285.0	30,219.8	30,068.0
유동부채	6,960.4	6,642.2	6,267.7	5,919.5	5,470.4
매입채무	190.6	196.9	200.5	203.4	206.0
단기차입금	13.0	15.1	17.5	20.3	23.5
유동성장기부채	1,829.2	1,760.0	1,584.0	1,425.6	1,156.7
비유동부채	11,615.7	11,284.2	10,967.9	10,687.3	10,455.4
사채	7,037.4	6,881.4	6,741.0	6,614.7	6,513.6
장기차입금	353.1	313.1	277.1	244.7	215.6
부채총계	18,576.1	17,926.4	17,235.6	16,606.8	15,925.8
자본금	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0
기타포괄이익누계액	735.2	735.2	735.2	735.2	735.2
이익잉여금	22,437.3	22,625.9	23,084.4	23,612.2	24,105.5
비지배주주지분	755.8	791.2	823.0	858.8	894.7
자본총계	12,335.1	12,559.1	13,049.4	13,613.0	14,142.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	47,592	79,078	80,545	81,708	82,752
EPS(지배주주)	6,841	4,169	5,490	5,906	5,848
CFPS	16,745	23,855	25,220	25,795	25,874
EBITDAPS	15,633	24,527	25,342	25,946	25,997
BPS	52,914	53,776	55,871	58,283	60,537
DPS	6,660	3,320	3,400	3,500	3,600
배당수익률(%)	11.5	7.0	7.1	7.3	7.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.5	11.4	8.7	8.1	8.2
PCR	3.5	2.0	1.9	1.9	1.8
PSR	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
EBITDA	5,501.6	5,367.4	5,545.8	5,677.9	5,689.1
EV/EBITDA	4.2	3.8	3.6	3.3	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	7.8	10.0	10.3	9.8
EBITDA 이익률	32.8	31.0	31.5	31.8	31.4
부채비율	150.6	142.7	132.1	122.0	112.6
금융비용부담률	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
이자보상배율(x)	5.0	6.4	7.3	8.2	8.5
매출채권회전율(x)	8.2	8.9	8.8	8.8	8.8
재고자산회전율(x)	89.1	83.2	82.6	82.4	82.4

Industry Brief
2023. 4. 26

▲ 통신/미디어/엔터

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

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

KT 030200

비통신의 위력

- ✓ 1Q23 연결 영업이익 4,986억원(-20.4% YoY)으로 기대치(5,006억원) 부합 전망
- ✓ 일회성 요인에 따른 기저효과로 별도와 자회사 영업이익 모두 전년 대비 부진
- ✓ 2023년 매출액 26.47조원(+3.2% YoY), 영업이익 1.78조원(+5.0% YoY) 전망
- ✓ 하반기 KT에스테이트 광진구 개발사업 분양 매출 발생에 따른 성장은 긍정적
- ✓ 대표이사 선임 관련 경영 공백은 우려 사항이나, 실적에 미치는 영향은 제한적

Buy

적정주가 (12개월)	41,000 원
현재주가 (4.25)	30,000 원
상승여력	36.7%
KOSPI	2,489.02pt
시가총액	78,334억원
별행주식수	25,815만주
유동주식비율	67.92%
외국인비중	40.41%
52주 최고/최저가	39,150원/29,000원
평균거래대금	405.0억원
주요주주(%)	
국민연금공단	8.53
현대자동차 외 1인	7.79
신한은행 외 2인	5.48
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	0.2 -16.7 -16.0
상대주가	-2.8 -25.2 -10.3
주가그래프	



1Q23 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

1Q23 매출액과 영업이익은 각각 6조 3,873억원(+1.7% YoY), 4,986억원(-20.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 5,006억원)에 부합할 전망이다. KT클라우드 분사로 약 1천억원 규모의 매출액이 별도에서 연결로 전환되며, 마케팅비용 및 감가상각비 안정화와 로밍 매출 회복으로 별도 영업이익은 3,865억원(-10.1% YoY)을 기록할 전망이다. 연결 자회사 중 비씨카드는 인건비 일회성 비용, 스카이라이프는 제작비 증가로 수익성 하락이 예상된다. 연결 자회사 영업이익은 1Q22 부동산 매각에 따른 기저효과로 1,121억원(-43.0% YoY)을 전망한다.

2023년 연결 영업이익 1.78조원(+5.0% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 26조 4,713억원(+3.2% YoY), 1조 7,753억 원(+5.0% YoY)을 전망한다. 연말 5G 가입자는 1천만명을 돌파할 전망이며, 무선 ARPU와 무선수익은 전년 대비 각각 +1.1%, +2.0% 성장이 기대된다. 연결 자회사 중 2023년 성장이 기대되는 기업은 KT에스테이트로 하반기 광진구 복합단지 개발 사업의 분양 매출을 계기로 큰 폭의 외형 성장이 나타날 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 41,000원으로 -8.9% 하향

KT는 현재 박종욱 사장 직무대행 체제로 경영 공백을 최소화하는 중이며, 신임 대표이사 선임은 하반기 완료될 전망이다. 기업을 이끌어가는 동력이 부재한 점은 아쉬우나 통신업 특성상 실적에 미치는 영향은 제한적이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경 및 Target Multiple 기간 조정을 반영해 45,000원에서 41,000원으로 -8.9% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	24,898.0	1,671.8	1,356.9	5,197	107.5	57,357	5.9	0.5	2.9	9.4	124.3
2022	25,650.0	1,690.1	1,262.5	4,835	-4.9	63,621	7.0	0.5	3.4	8.0	122.5
2023E	26,471.3	1,775.4	1,186.0	4,563	-1.0	67,029	6.6	0.4	3.1	7.0	113.2
2024E	27,061.1	1,868.9	1,215.8	4,710	3.1	69,774	6.4	0.4	3.0	6.9	105.5
2025E	27,477.0	1,892.3	1,248.1	4,835	2.7	72,644	6.2	0.4	2.9	6.8	98.5

표10 KT 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,387.3	6,277.7	1.7	6,582.9	-3.0	6,446.1	-0.9
KT	4,540.5	4,608.4	-1.5	4,572.8	-0.7		
TELCO B2C	2,388.3	2,353.5	1.5	2,382.3	0.3		
DIGICO B2C	565.8	549.3	3.0	565.5	0.1		
TELCO B2B	520.8	519.7	0.2	538.6	-3.3		
DIGICO B2B	440.3	539.6	-18.4	436.9	0.8		
그룹사	3,016.5	2,801.8	7.7	3,485.6	-13.5		
스카이라이프	262.9	240.8	9.2	271.1	-3.0		
콘텐츠	318.1	270.4	17.6	308.8	3.0		
BC카드	907.6	902.2	0.6	1,018.1	-10.9		
에스테이트	108.4	150.5	-28.0	130.9	-17.2		
기타	1,279.9	1,237.8	3.4	1,598.2	-19.9		
영업이익	498.6	626.6	-20.4	151.4	229.2	500.6	-0.4
세전이익	518.5	642.2	-19.3	273.3	89.7	546.6	-5.1
당기순이익	373.3	455.4	-18.0	242.7	53.8	437.7	-14.7

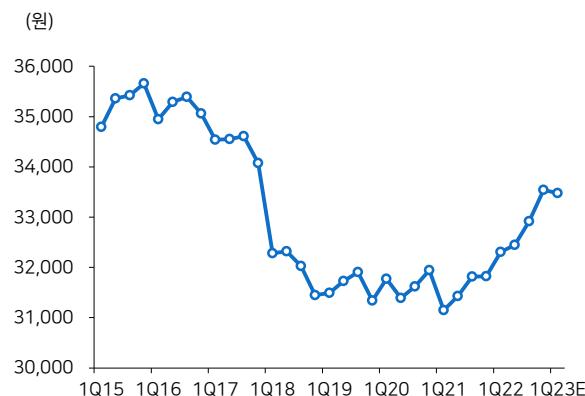
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

표11 KT SOTP Valuation

구분	12M FW EBITDA (십억원)	적용 EV/EBITDA (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치 (A)	4,283.0	3.7	15,881.2	SKT & LGU+ 평균 Multiple 적용
비영업가치 (B)			2,589.9	
상장사			339.3	시장가치 30% 할인
스카이라이프(유료방송)			121.2	
나스미디어(디지털광고)			69.8	
지니뮤직(음원콘텐츠)			56.2	
KT서브마린(통신케이블)			45.9	
플레이디(디지털광고)			12.3	
KTcs(콜센터)			8.4	
KTis(콜센터)			25.5	
비상장사			2,250.6	취득가액 30% 할인
비씨카드(금융)			308.0	
KT에스테이트(부동산)			759.2	
KT클라우드(데이터센터)			630.0	
KT SAT(위성서비스)			273.4	
스튜디오지니(미디어콘텐츠)			198.5	
KT텔레캅(보안)			81.6	
순차입금			7,828.7	2022년 기준
총기업가치			10,642.5	
발행주식수 (천주)			261,112	
적정주가 (원)			41,000	

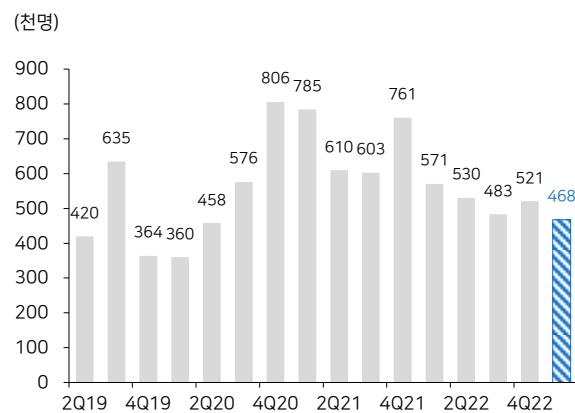
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림38 무선 ARPU 추이



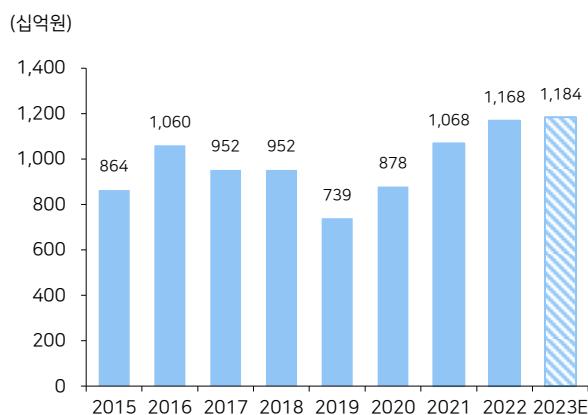
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림39 5G 가입자 순증 추이



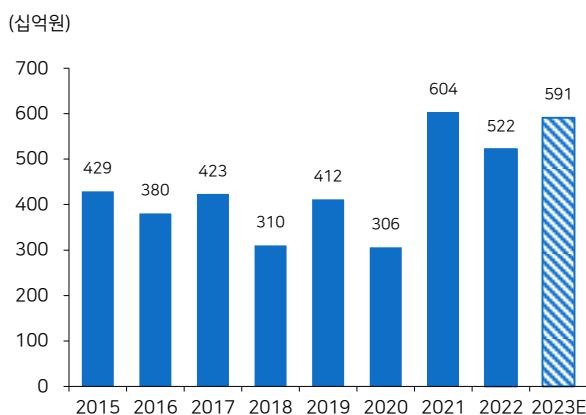
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림40 KT 별도 영업이익 추이 및 전망



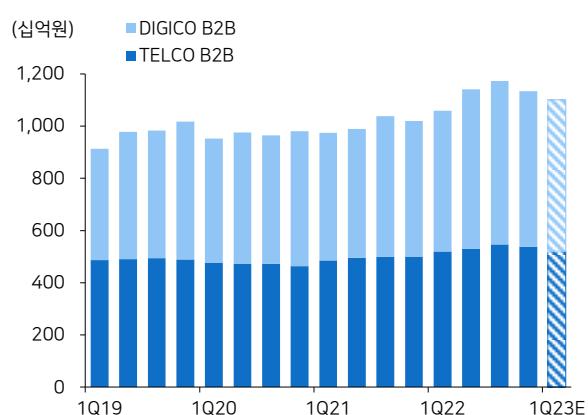
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림41 KT 연결 자회사 영업이익 추이 및 전망



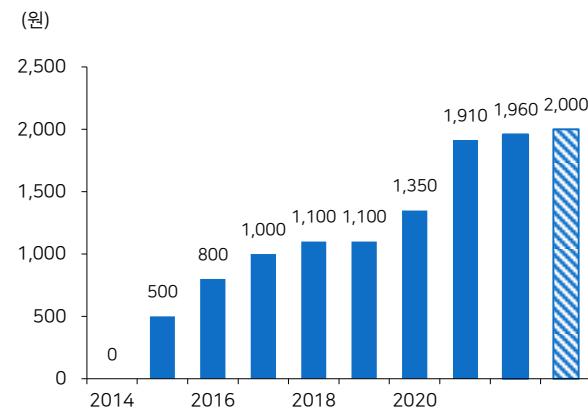
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림42 KT 분기별 B2B 매출액 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

그림43 DPS(주당배당금) 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

표12 KT 실적 추이 및 전망

(십억원, 천명)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	6,277.7	6,312.2	6,477.2	6,582.9	6,387.3	6,638.8	6,751.8	6,693.3	25,650.0	26,471.3	27,061.1
% YoY	4.1%	4.7%	4.2%	-0.6%	1.7%	5.2%	4.2%	1.7%	3.0%	3.2%	2.2%
KT	4,608.4	4,517.8	4,590.2	4,572.8	4,540.5	4,612.3	4,662.7	4,605.6	18,289.2	18,421.1	18,597.7
TELCO B2C	2,353.5	2,371.9	2,356.7	2,382.3	2,388.3	2,404.2	2,399.1	2,398.7	9,464.4	9,590.2	9,610.3
인터넷	1,537.6	1,550.3	1,547.0	1,548.3	1,568.0	1,583.7	1,578.8	1,576.7	6,183.2	6,307.2	6,333.8
유선전화	591.1	596.3	600.3	605.3	605.1	607.2	609.3	611.3	2,393.0	2,432.9	2,459.1
IPTV	224.8	225.3	209.4	228.7	215.2	213.2	210.9	210.8	888.1	850.1	817.5
DIGICO B2C	549.3	554.4	558.5	565.5	565.8	568.0	570.4	572.8	2,227.7	2,277.1	2,318.4
미디어	496.0	500.8	504.5	509.8	510.0	512.1	514.3	516.7	2,011.0	2,053.1	2,092.7
모바일플랫폼	53.3	53.7	54.1	55.7	55.8	55.9	56.0	56.1	216.7	223.9	225.7
TELCO B2B	519.7	529.9	546.4	538.6	520.8	550.9	567.2	554.9	2,134.6	2,193.8	2,257.5
기업인터넷/데이터	341.5	356.4	369.6	364.7	337.4	372.4	385.5	376.3	1,432.1	1,471.5	1,516.4
기업통화	178.3	173.5	176.8	173.9	183.5	178.5	181.7	178.6	702.5	722.3	741.0
DIGICO B2B	539.6	481.0	482.9	436.9	440.3	488.5	494.7	450.3	1,940.4	1,873.8	1,904.4
Enterprise DX	262.5	304.3	294.6	277.4	260.4	308.3	302.6	285.7	1,138.8	1,157.0	1,166.2
Cloud/IDC	124.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	192.8	0.0	0.0
AI/New Biz	107.4	108.5	117.8	89.2	112.7	113.7	123.3	93.3	422.9	443.0	462.2
부동산	45.4	44.7	46.9	49.0	45.9	45.3	47.5	50.0	185.9	188.6	190.8
단말	646.2	580.5	645.8	649.5	625.3	600.7	631.5	628.8	2,522.0	2,486.2	2,507.1
그룹사	2,801.8	3,157.7	3,201.2	3,485.6	3,016.5	3,292.6	3,309.3	3,600.4	12,646.3	13,218.9	13,730.0
스카이라이프	240.8	254.2	268.1	271.1	262.9	269.3	274.9	271.2	1,034.2	1,078.2	1,105.4
콘텐츠	270.4	285.3	301.2	308.8	318.1	329.5	340.7	350.9	1,165.7	1,339.2	1,506.7
BC카드	902.2	991.2	984.2	1,018.1	907.6	997.2	990.1	1,024.2	3,895.7	3,919.0	4,078.0
에스테이트	150.5	97.7	109.2	130.9	108.4	120.2	124.4	154.5	488.3	507.4	548.3
기타	1,237.8	1,399.6	1,394.5	1,598.2	1,279.9	1,442.9	1,430.8	1,636.6	5,630.1	5,790.2	5,892.2
(연결조정)	-1,132.5	-1,363.3	-1,314.2	-1,475.4	-985.3	-1,127.9	-1,181.0	-1,339.9	-5,285.4	-4,634.1	-4,836.5
영업비용	5,651.1	5,853.0	6,024.3	6,431.5	5,888.7	6,132.3	6,247.1	6,427.8	23,960.0	24,695.9	25,192.3
% YoY	1.2%	5.4%	3.2%	2.8%	4.2%	4.8%	3.7%	-0.1%	3.2%	3.1%	2.0%
인건비	1,040.4	1,120.9	1,075.3	1,259.3	1,054.3	1,114.4	1,126.9	1,185.5	4,495.9	4,481.1	4,527.1
사업경비	2,471.0	2,560.2	2,586.0	2,771.2	2,579.1	2,732.9	2,772.8	2,846.3	10,388.4	10,931.1	11,258.4
서비스구입비	799.6	863.0	887.6	885.9	879.4	917.7	930.5	931.6	3,436.1	3,659.1	3,711.6
판매관리비	573.2	606.0	648.4	641.7	596.3	608.6	622.4	662.6	2,469.3	2,489.8	2,535.3
상품구입비	766.9	703.0	827.0	873.5	779.7	758.7	794.6	801.9	3,170.4	3,134.8	3,159.9
영업이익	626.6	459.2	452.9	151.4	498.6	506.6	504.7	265.5	1,690.1	1,775.3	1,868.9
% YoY	41.0%	-3.5%	18.4%	-59.0%	-20.4%	10.3%	11.4%	75.3%	1.1%	5.0%	5.3%
영업이익률	10.0%	7.3%	7.0%	2.3%	7.8%	7.6%	7.5%	4.0%	6.6%	6.7%	6.9%
법인세차감전순이익	642.2	539.7	439.0	273.3	518.5	536.8	539.5	308.1	1,894.1	1,902.9	1,950.6
법인세비용	186.8	176.3	112.8	30.5	145.2	149.3	153.8	86.6	506.4	534.8	549.8
당기순이익	455.4	363.3	326.2	242.7	373.3	387.6	385.7	221.5	1,387.6	1,368.1	1,400.9
당기순이익률	7.3%	5.8%	5.0%	3.7%	5.8%	5.8%	5.7%	3.3%	5.4%	5.2%	5.2%
주요지표											
무선통신 가입자수	23,060	23,409	23,827	24,062	24,279	24,461	24,632	24,831	24,062	24,831	25,554
5G 가입자수	6,949	7,479	7,962	8,483	8,951	9,410	9,859	10,300	8,483	10,300	11,975
5G 침투율	30.1%	31.9%	33.4%	35.3%	36.9%	38.5%	40.0%	41.5%	35.3%	41.5%	46.9%

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT (030200)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	24,898.0	25,650.0	26,471.3	27,061.1	27,477.0
매출액증가율 (%)	4.1	3.0	3.2	2.2	1.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	24,898.0	25,650.0	26,471.3	27,061.1	27,477.0
판매관리비	23,226.2	23,959.9	24,695.9	25,192.3	25,584.7
영업이익	1,671.8	1,690.1	1,775.4	1,868.9	1,892.3
영업이익률	6.7	6.6	6.7	6.9	6.9
금융손익	163.0	-59.5	12.4	-20.1	-12.6
증속/관계기업손익	116.1	-17.3	41.6	11.7	21.9
기타영업외손익	27.6	280.7	73.5	90.2	101.9
세전계속사업이익	1,978.4	1,894.1	1,902.9	1,950.6	2,003.4
법인세비용	519.0	506.4	534.8	549.8	564.8
당기순이익	1,459.4	1,387.7	1,368.1	1,400.9	1,438.6
지배주주지분 순이익	1,356.9	1,262.5	1,186.0	1,215.8	1,248.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	5,561.8	3,597.1	4,533.3	4,521.9	4,525.2
당기순이익(순실)	1,459.4	1,387.7	1,368.1	1,400.9	1,438.6
유형자산상각비	3,042.6	3,083.4	3,098.9	3,091.9	3,062.9
무형자산상각비	604.7	627.3	440.6	360.5	294.9
운전자본의 증감	31.7	-1,799.8	-374.3	-331.2	-271.1
투자활동 현금흐름	-5,137.5	-4,838.6	-3,085.5	-3,091.4	-3,049.6
유형자산의증가(CAPEX)	-3,495.0	-3,439.9	-3,032.0	-3,053.0	-3,022.5
투자자산의감소(증가)	-1,008.6	-1,871.4	-52.1	-37.4	-26.4
재무활동 현금흐름	-41.3	669.3	-1,133.5	-925.4	-887.6
차입금의 증감	1,371.6	1,505.4	-631.6	-430.5	-380.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	385.0	-570.5	314.3	505.1	588.0
기초현금	2,634.6	3,019.6	2,449.1	2,763.4	3,268.5
기말현금	3,019.6	2,449.1	2,763.4	3,268.5	3,856.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	11,858.4	12,681.5	13,282.5	13,993.6	14,726.8
현금및현금성자산	3,019.6	2,449.1	2,763.4	3,268.5	3,856.6
매출채권	2,982.9	3,090.1	3,189.0	3,260.1	3,310.2
재고자산	514.2	709.2	731.9	748.2	759.7
비유동자산	25,301.0	28,299.2	27,843.7	27,481.8	27,173.0
유형자산	14,464.9	14,772.2	14,705.3	14,666.4	14,626.0
무형자산	3,447.3	3,129.8	2,689.2	2,328.8	2,033.9
투자자산	2,110.8	3,982.2	4,034.3	4,071.8	4,098.2
자산총계	37,159.3	40,980.7	41,126.3	41,475.4	41,899.7
유동부채	10,072.4	10,699.3	10,332.2	10,115.8	9,901.9
매입채무	1,537.2	1,150.5	1,187.4	1,213.8	1,232.5
단기차입금	338.9	505.0	505.0	505.0	515.0
유동성장기부채	1,389.5	1,322.0	1,050.0	940.0	830.4
비유동부채	10,519.8	11,866.7	11,506.1	11,178.0	10,884.8
사채	6,205.1	7,263.9	6,943.9	6,663.9	6,423.9
장기차입금	501.2	915.8	865.8	817.8	771.7
부채총계	20,592.2	22,566.0	21,838.3	21,293.8	20,786.7
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3
기타포괄이익누계액	117.5	-77.8	-77.8	-77.8	-77.8
이익잉여금	13,287.4	14,257.3	14,948.6	15,657.2	16,398.1
비지배주주지분	1,590.6	1,802.6	1,984.6	2,169.6	2,360.1
자본총계	16,567.2	18,414.7	19,288.0	20,181.6	21,113.0

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2021	2022	2023E	2024E	2025E
SPS	95,354	98,234	101,835	104,828	106,438
EPS(지배주주)	5,197	4,835	4,563	4,710	4,835
CFPS	22,205	21,583	21,082	20,912	20,562
EBITDAPS	20,371	20,684	20,446	20,613	20,337
BPS	57,357	63,621	67,029	69,774	72,644
DPS	1,910	1,960	2,000	2,050	2,050
배당수익률(%)	6.2	5.8	6.7	6.8	6.8
PER	5.9	7.0	6.6	6.4	6.2
PCR	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	5,319.2	5,400.8	5,314.9	5,321.2	5,250.0
EV/EBITDA	2.9	3.4	3.1	3.0	2.9
자기자본이익률(ROE)	9.4	8.0	7.0	6.9	6.8
EBITDA 이익률	21.4	21.1	20.1	19.7	19.1
부채비율	124.3	122.5	113.2	105.5	98.5
금융비용부담률	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
이자보상배율(x)	6.3	5.8	5.8	6.4	6.8
매출채권회전율(x)	8.2	8.4	8.4	8.4	8.4
재고자산회전율(x)	47.5	41.9	36.7	36.6	36.4

Industry Brief
2023. 4. 26

LG유플러스 032640

성장에 대한 고민이 깊어지는 시기

▲ 통신/미디어/엔터

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

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

- ✓ 1Q23 영업이익 2,673억원(+2.3% YoY)으로 컨센서스(2,712억원) 부합 전망
- ✓ 무선 ARPU 하락(-1.5% YoY)에도 비용 효율화를 통해 안정적 실적 달성을 전망
- ✓ 2023년 매출액 14.08조원(+1.2% YoY), 영업이익 1.11조원(+2.8% YoY) 전망
- ✓ IDC 센터 증설, 추가 주파수 할당 등 감가상각비 증가로 수익성 하락 예상
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 17,000원에서 14,000원으로 -17.6% 하향

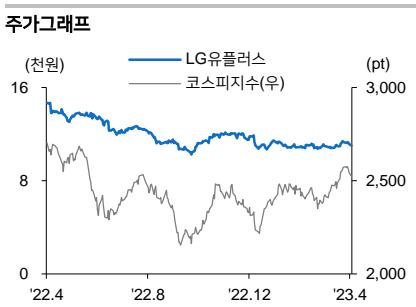
Buy

적정주가 (12개월)	14,000 원
현재주가 (4.25)	11,070 원
상승여력	26.5%

KOSPI	2,489.02pt
시가총액	48,333억원
발행주식수	43,661만주
유동주식비율	60.78%
외국인비중	38.93%
52주 최고/최저가	14,700원/10,250원
평균거래대금	135.6억원

주요주주(%)	
LG 외 2 인	37.67
국민연금공단	7.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-1.6	-24.2
상대주가	-2.0	-11.6	-19.1



1Q23 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

1Q23 매출액과 영업이익은 각각 3조 4,771억원(+2.0% YoY), 2,673억원 (+2.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 2,712억원)에 부합할 전망이다. 5G 가입자는 640만명으로 전체 핸드셋 가입자 대비 54.3% 보급률을 예상하며, MVNO 가입자 증가로 무선 ARPU는 전 분기 대비 -1.5% 하락할 전망이다. 전반적인 비용 효율화 기조 속에 마케팅비용 역시 안정화 추세가 이어질 전망이다. 지난 4Q22 높은 성장을 기록한 기업인프라 사업은 상반기 수주 공백으로 1Q23에는 전년 대비 +4.7% 성장에 그칠 전망이다.

2023년 연결 영업이익 1.11조원(+2.8% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 14조 758억원(+1.2% YoY), 1조 1,115억 원(+2.8% YoY)을 전망한다. MNO+MVNO 성장으로 전체 무선 가입자는 전년 대비 +8.0% 증가하며, 이 중 5G 가입자는 725만명(핸드셋 가입자 대비 61.5% 보급률)을 예상한다. 비용 효율화 기조에도 일부 비용 증가는 불가피할 전망이다. 특히, 하반기 IDC 센터 추가 오픈과 작년 7월 추가 할당 받은 5G 3.4GHz 주파수 20MHz 대역폭으로 인해 감가상각비가 다소 증가할 전망이다.

추가적인 성장 동력 찾기에 고심

2022년 9월 발표한 유플러스3.0 전략을 통해 미디어 등 비통신 사업 비중을 확대하는 추세다. 본업에서 차별화가 어려운 구간인 만큼 비통신 사업의 가시적 성과가 주가에 변수로 작용할 전망이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 Target Multiple 기간 조정을 반영해 기존 17,000원에서 14,000원으로 -17.6% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	13,851.1	979.0	712.3	1,632	51.5	17,574	8.3	0.8	3.6	9.5	143.4
2022	13,906.0	1,081.3	663.1	1,519	-8.5	18,701	7.3	0.6	3.2	8.4	134.0
2023E	14,075.9	1,111.5	703.9	1,612	6.8	19,624	6.9	0.6	2.6	8.4	117.9
2024E	14,154.4	1,130.7	729.7	1,671	3.7	20,606	6.6	0.5	2.4	8.3	104.1
2025E	14,114.9	1,147.5	753.4	1,726	3.3	21,643	6.4	0.5	2.1	8.2	91.8

표13 LG유플러스 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,477.1	3,410.0	2.0	3,610.6	-3.7	3,500.1	-0.7
무선수익	1,617.7	1,559.2	3.7	1,616.6	0.1		
스마트홈 수익	761.0	743.8	2.3	759.9	0.1		
기업수익	386.9	369.4	4.7	452.4	-14.5		
임대수익	614.1	635.8	-3.4	664.8	-7.6		
영업이익	267.3	261.2	2.3	286.6	-6.7	271.2	-1.4
세전이익	216.0	229.1	-5.7	191.0	13.1	233.4	-7.5
당기순이익	166.1	170.4	-2.5	159.4	4.2	191.7	-13.4

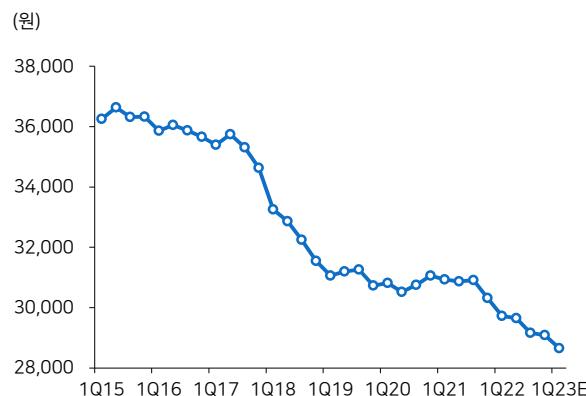
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

표14 LG유플러스 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	3,930.1	12M Forward
Target EV/EBITDA (배)	3.1	과거 3년 평균에 10% 할인
영업가치	12,192.1	
순차입금	6,118.8	
적정기업가치	6,073.2	
발행주식수 (천주)	436,611	
적정가치 (원)	13,910	
적정주가 (원)	14,000	

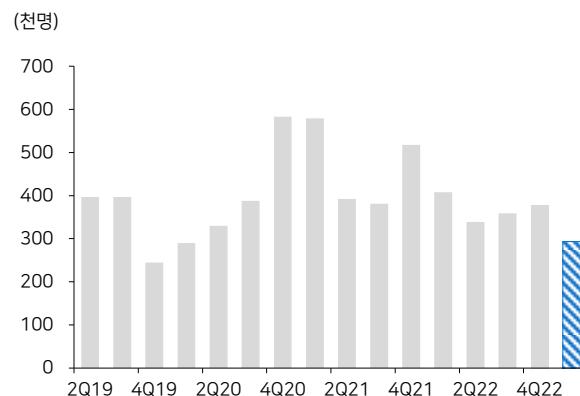
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림44 무선 ARPU 추이



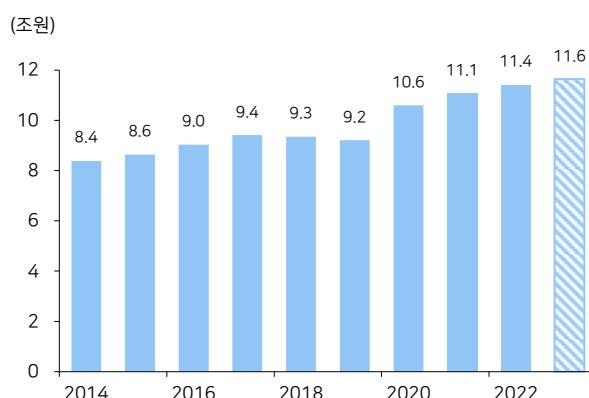
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림45 5G 가입자 순증 추이



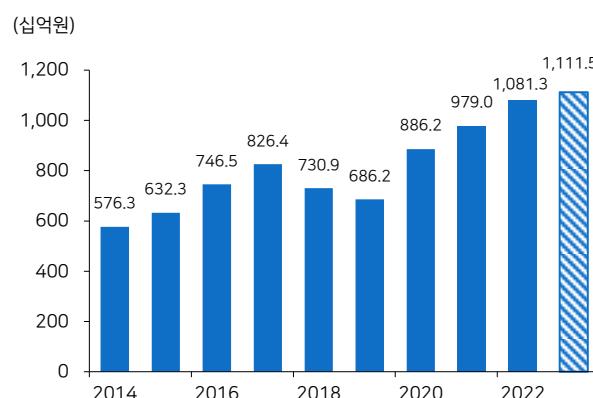
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림46 LG유플러스 서비스수익 추이 및 전망



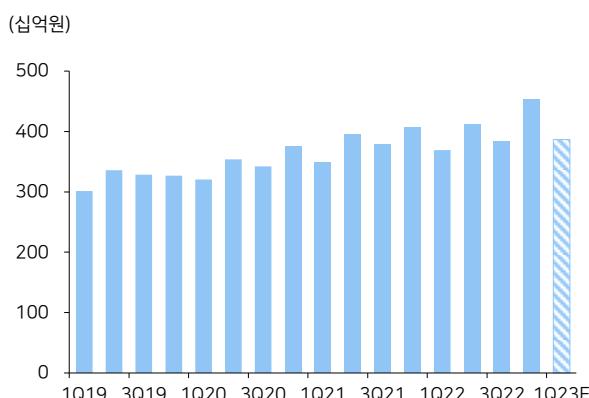
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림47 LG유플러스 영업이익 추이 및 전망



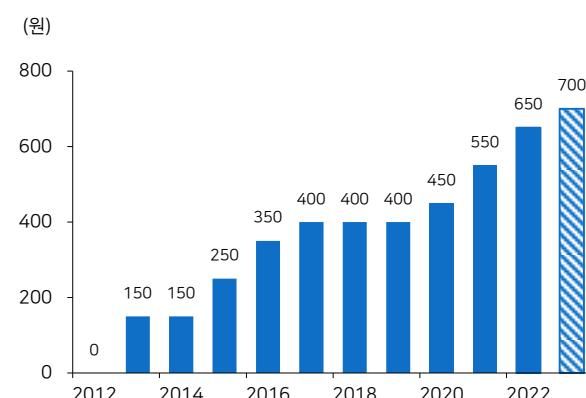
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림48 LG유플러스 기업인프라 매출 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림49 LG유플러스 DPS 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

표15 LG유플러스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	3,410.0	3,384.3	3,501.1	3,610.6	3,477.1	3,433.3	3,523.1	3,642.4	13,906.0	14,075.8	14,154.4
% YoY	-0.2%	1.2%	0.7%	0.0%	2.0%	1.4%	0.6%	0.9%	0.4%	1.2%	0.6%
서비스수익	2,774.2	2,850.6	2,840.0	2,945.8	2,863.0	2,910.8	2,894.7	2,970.5	11,410.6	11,639.0	11,774.9
1. 무선	1,559.2	1,586.8	1,587.6	1,616.6	1,617.7	1,622.5	1,622.3	1,630.0	6,350.2	6,492.4	6,477.1
서비스수익	1,428.7	1,457.9	1,462.2	1,477.9	1,486.6	1,491.3	1,492.9	1,491.8	5,826.7	5,962.6	5,952.3
접속수익	86.5	85.6	83.6	96.5	88.2	88.5	86.7	95.5	352.2	358.8	357.3
LGHV MVNO	44.0	43.3	41.8	42.2	42.8	42.7	42.7	42.7	171.3	170.9	167.5
2. 스마트홈	743.8	740.8	758.0	759.9	761.0	765.2	778.1	784.6	3,002.5	3,088.9	3,199.9
유료방송	469.5	463.5	470.8	468.1	470.0	469.8	472.3	473.4	1,326.4	1,344.7	1,365.3
초고속인터넷	274.2	277.3	287.2	291.8	291.0	295.4	305.8	311.2	1,018.2	1,088.9	1,166.1
3. 전화	102.1	103.0	98.5	104.8	97.4	96.7	96.0	95.2	408.4	385.3	376.3
인터넷전화	48.5	47.6	46.5	46.7	46.4	45.9	45.4	44.9	189.3	182.6	177.4
기업/국제전화	53.6	55.4	52.0	58.1	51.0	50.8	50.6	50.3	219.1	202.7	198.9
4. 기업인프라	369.4	412.0	382.9	452.4	386.9	426.4	398.4	460.7	1,616.7	1,672.4	1,721.6
데이터 수익	362.4	403.2	374.5	443.7	379.9	417.6	390.0	452.0	1,583.8	1,639.5	1,688.1
단말수익	635.8	533.7	661.1	664.8	614.1	522.5	628.4	671.9	2,495.4	2,436.9	2,379.5
영업비용	3,148.7	3,135.9	3,216.1	3,324.0	3,209.8	3,135.1	3,228.9	3,390.5	12,824.7	12,964.3	13,023.7
% YoY	0.2%	1.9%	0.5%	-3.7%	1.9%	0.0%	0.4%	2.0%	-0.4%	1.1%	0.5%
인건비	411.2	474.3	423.3	396.8	424.0	431.0	415.5	447.9	1,705.6	1,718.3	1,768.8
감가상각비	526.4	521.9	520.6	526.1	540.9	521.4	519.5	517.6	2,095.0	2,099.4	2,150.3
무형자산상각비	84.0	87.3	89.6	95.4	92.4	89.8	91.8	94.4	356.2	368.5	377.8
통신설비사용료	68.3	50.3	62.8	72.9	63.9	63.3	65.9	68.2	254.3	261.3	266.4
지급임차료	14.9	14.6	14.9	15.8	15.1	15.3	15.3	15.7	60.2	61.5	62.2
외주용역비	71.9	76.9	73.7	81.2	76.5	78.4	78.0	80.7	303.6	313.6	320.2
전력료	63.5	69.2	82.0	83.5	80.7	80.0	81.9	83.6	298.2	326.1	331.1
수선비	38.5	43.7	40.7	47.7	43.6	45.3	45.3	47.4	170.5	181.6	190.1
접속료	125.7	124.8	121.8	142.8	124.5	123.6	120.6	141.5	515.1	510.1	505.1
정산료	4.8	6.3	8.0	9.9	7.2	8.0	8.3	8.5	29.0	32.0	32.9
지급수수료	398.9	433.2	438.4	446.8	419.1	419.9	437.8	453.5	1,717.4	1,730.2	1,743.8
판매수수료	556.5	531.9	522.0	507.0	544.6	547.4	546.6	549.1	2,117.4	2,187.7	2,114.4
광고선전비	36.8	49.2	55.8	66.2	52.6	57.3	58.7	60.8	208.1	229.4	239.4
상품구입비	662.1	559.0	679.7	750.4	637.2	565.9	657.5	732.6	2,651.2	2,593.3	2,562.8
영업이익	261.2	248.4	285.1	286.6	267.3	298.2	294.2	251.9	1,081.3	1,111.5	1,130.7
% YoY	-5.2%	-7.5%	3.0%	81.1%	2.3%	20.1%	3.2%	-12.1%	10.4%	2.8%	1.7%
영업이익률(%)	7.7%	7.3%	8.1%	7.9%	7.7%	8.7%	8.4%	6.9%	7.8%	7.9%	8.0%
법인세차감전순이익	229.1	214.0	222.7	191.0	216.0	252.6	247.1	202.3	856.8	918.0	951.1
법인세비용	58.7	52.0	51.9	31.6	49.9	58.1	56.3	46.2	194.2	210.6	217.8
당기순이익	170.4	162.0	170.8	159.4	166.1	194.5	190.8	156.1	662.6	707.5	733.3
당기순이익률(%)	5.0%	4.8%	4.9%	4.4%	4.8%	5.7%	5.4%	4.3%	4.8%	5.0%	5.2%
주요지표(천명)											
무선통신 가입자수	18,473	18,968	19,473	19,896	20,302	20,710	21,101	21,479	19,896	21,479	22,667
5G 가입자수	5,034	5,373	5,732	6,110	6,403	6,691	6,972	7,251	6,110	7,251	8,273
5G 침투율	27.3%	28.3%	29.4%	30.7%	31.5%	32.3%	33.0%	33.8%	30.7%	33.8%	36.5%

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	13,851.1	13,906.0	14,075.9	14,154.4	14,114.9
매출액증가율 (%)	3.2	0.4	1.2	0.6	-0.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	13,851.1	13,906.0	14,075.9	14,154.4	14,114.9
판매관리비	12,872.1	12,824.7	12,964.3	13,023.7	12,967.4
영업이익	979.0	1,081.3	1,111.5	1,130.7	1,147.5
영업이익률	7.1	7.8	7.9	8.0	8.1
금융손익	-96.6	-165.9	-147.9	-131.5	-115.4
증속/관계기업손익	2.3	3.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	20.5	-61.9	-45.6	-48.1	-50.1
세전계속사업이익	905.2	856.8	918.0	951.1	982.0
법인세비용	181.0	194.2	210.6	217.8	224.8
당기순이익	724.2	662.6	707.5	733.3	757.2
지배주주지분 순이익	712.3	663.1	703.9	729.7	753.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	3,404.5	3,505.0	3,550.3	3,316.1	3,377.6
당기순이익(순실)	724.2	662.6	707.5	733.3	757.2
유형자산상각비	2,071.1	2,095.0	2,467.9	2,528.1	2,580.7
무형자산상각비	370.0	356.2	350.7	339.8	333.6
운전자본의 증감	-2,013.8	-2,356.3	24.2	-285.1	-294.0
투자활동 현금흐름	-2,944.8	-2,866.7	-2,267.3	-2,279.1	-2,149.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,251.2	-2,288.4	-2,005.0	-1,998.0	-1,850.0
투자자산의감소(증가)	-27.8	-84.0	-1.1	-0.5	0.3
재무활동 현금흐름	-416.5	-573.7	-1,134.6	-945.8	-882.8
차입금의 증감	214.9	-19.1	-833.7	-645.0	-582.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	44.1	64.3	148.4	91.2	345.3
기초현금	726.2	770.3	834.6	983.0	1,074.2
기말현금	770.3	834.6	983.0	1,074.2	1,419.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,164.4	5,043.4	5,122.8	5,365.7	5,866.1
현금및현금성자산	770.3	834.6	983.0	1,074.2	1,419.5
매출채권	1,763.3	1,734.5	1,769.2	1,857.6	1,950.5
재고자산	241.4	226.2	228.9	230.2	229.6
비유동자산	14,206.1	14,731.4	14,178.9	13,589.6	12,825.0
유형자산	10,196.1	10,574.1	10,111.2	9,581.1	8,850.4
무형자산	2,303.4	2,341.7	2,251.0	2,191.3	2,157.7
투자자산	161.0	248.3	249.5	250.0	249.7
자산총계	19,370.5	19,774.8	19,301.8	18,955.3	18,691.0
유동부채	5,073.7	4,817.8	4,584.2	4,320.6	4,072.7
매입채무	333.6	160.6	250.1	251.5	250.8
단기차입금	0.0	0.0	0.4	0.8	1.4
유동성장기부채	1,774.6	1,427.2	1,250.0	1,125.0	1,012.5
비유동부채	6,338.3	6,507.3	5,861.3	5,345.9	4,873.3
사채	3,182.4	3,392.3	2,992.3	2,704.3	2,445.1
장기차입금	1,103.1	1,215.6	1,035.6	873.6	727.8
부채총계	11,412.0	11,325.1	10,445.5	9,666.5	8,946.0
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	-1.8	-12.3	-12.3	-12.3	-12.3
이익잉여금	4,364.1	4,866.5	5,269.6	5,698.4	6,150.9
비지배주주지분	285.4	284.5	288.1	291.7	295.5
자본총계	7,958.6	8,449.7	8,856.3	9,288.7	9,745.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	31,724	31,850	32,239	32,419	32,328
EPS(지배주주)	1,632	1,519	1,612	1,671	1,726
CFPS	13,182	13,891	8,816	8,946	9,059
EBITDAPS	7,833	8,091	9,001	9,158	9,303
BPS	17,574	18,701	19,624	20,606	21,643
DPS	550	650	700	700	700
배당수익률(%)	4.0	5.9	6.3	6.3	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	7.3	6.9	6.6	6.4
PCR	1.0	0.8	1.3	1.2	1.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	3,420.2	3,532.4	3,930.1	3,998.5	4,061.8
EV/EBITDA	3.6	3.2	2.6	2.4	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	8.4	8.4	8.3	8.2
EBITDA 이익률	24.7	25.4	27.9	28.2	28.8
부채비율	143.4	134.0	117.9	104.1	91.8
금융비용부담률	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0
이자보상배율(x)	6.4	6.0	6.6	7.5	8.5
매출채권회전율(x)	7.7	8.0	8.0	7.8	7.4
재고자산회전율(x)	52.7	59.5	61.9	61.7	61.4

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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
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
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

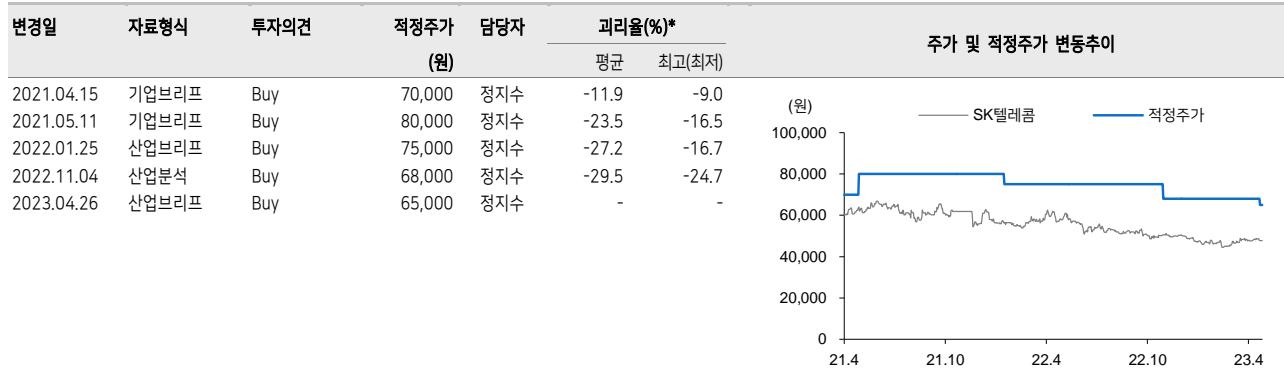
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

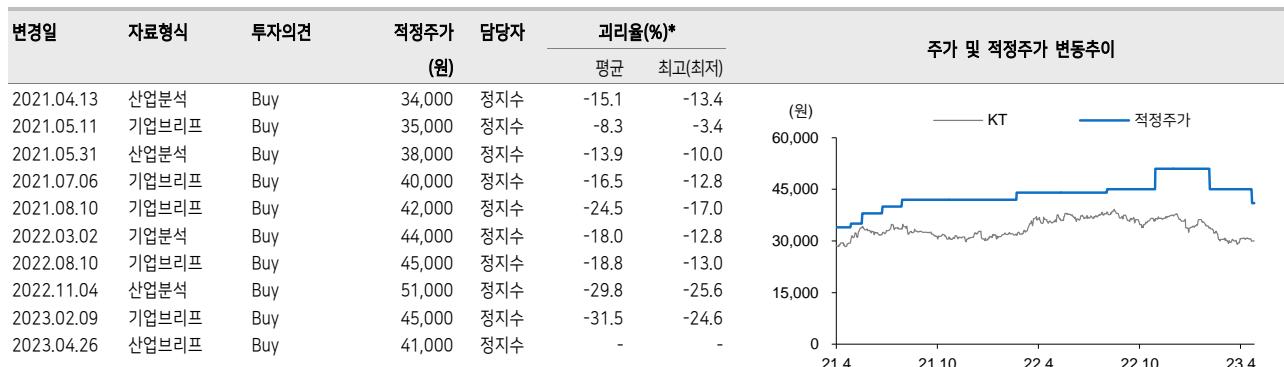
2023년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

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

