2021. 11. 25

플랫폼비즈니스팀

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com

통신서비스 (OVERWEIGHT)

변화와 도약을 위한 날갯짓

- 21년은 안정적인 이익 개선, 배당 확대 기대감, 주주친화정책 강화, 다양한 긍정적 이벤트에 힘입어 통신 3사 모두 주가 랠리를 펼침
- 22년에도 이익 증대에 기반한 주가 우상향 기조 이어갈 것. Overweight 의견 유지
- 22년 상반기 Top pick으로 KT 제시

WHAT'S THE STORY?

21년을 돌아보며: 2021년은 통신 3사 모두에게 변화가 많은 해였다. 주주친화정책을 강화하며 자사주 매입, 소각, 분기/중간 배당 정책 도입 등이 있었고 마케팅비 안정화와 5G 가입자 수 성장에 기반한 이익 개선으로 배당 확대 기대감도 그 어느 때보다 높아졌다. 각 사별로는 SK텔레콤은 창사 37년 만에 인적 분할을 통해 유·무선 통신, 구독 서비스, 메타버스, 엔터프라이즈 사업을 주로 하는 'SK텔레콤'과, 반도체&ICT 투자 전문회사로 거듭날 'SK스퀘어' 2개 기업 체제로 재편됐다. SK텔레콤은 아마존 등 다양한 파트너 업체와 제휴를 맺어 타 통신사 가입자까지 고객 pool을 넓히며 'T우주' 구독 서비스를 내놓았고, 메타버스 플랫폼 '이프랜드' 사업을 개시했다. KT는 연초부터 사업 단위의 구조 개편이 활발하게 진행됐는데 22년에는 그 성과가 본격적으로 나타날 전망이다. 미디어는 KT스튜디오지니를, 금융은 케이뱅크를 중심으로 수익의 저변을 넓혀가고 있다. LG유플러스는 중간 배당 등 주주환원을 강화하고 디즈니플러스와 IPTV 독점 계약 등으로 서비스를 확대해 나갔다. 최근 주춤하긴 했지만 이런 긍정적 변화에 힘입어 통신업종 전반적으로 제대로 랠리를 보여줬다.

22년 변화의 성과를 드러낼 것, Overweight 제시: 22년에도 국내 통신업종 주가는 이익 증대에 기반한 우상향을 펼칠 것으로 예상해 Overweight 의견을 유지한다. 22년 국내 5G 이용자는 50%를 무난히 상회할 전망(21년 말 기준 41% 예상)으로 가입자 수 증가와 더불어 ARPU도 동반 상승이 나타날 것이다. 통신업계 전반적으로 마케팅 출혈 경쟁을 지양하는 기조가 이어지고 있고 감가상각비 상승률도 둔화 혹은 감소가 예상된다. 11월 29일 변경 상장 예정인 SK텔레콤은 'SKT 2.0 시대'를 여는 중대한 변화의 기로에 서있다. 금년 서비스를 런칭한 신성장 동력인 '구독 마케팅 서비스'와 '메타버스 사업'이 시장에서 자리매김 하는 것이 중요하다. KT는 팬데믹 영향에 있었던 일부 자회사의 이익 턴어라운드와 성장축으로 적극 키우고 있는 미디어/콘텐츠, 금융, 커머스, B2B 등 사업에서 본격적인 성과를 보여줄 것으로 예상된다. LG유플러스는 다양한 분야의 사업자와의 제휴를 통해 고객 가치 혁신을 통해 충성 고객을 공략에 박차를 가할 것이다. 통신 3사 모두 기존 통신 인프라를 기반으로 성장 산업을 강화하는데 중점을 두는 전략을 펼칠 것으로 기대된다.

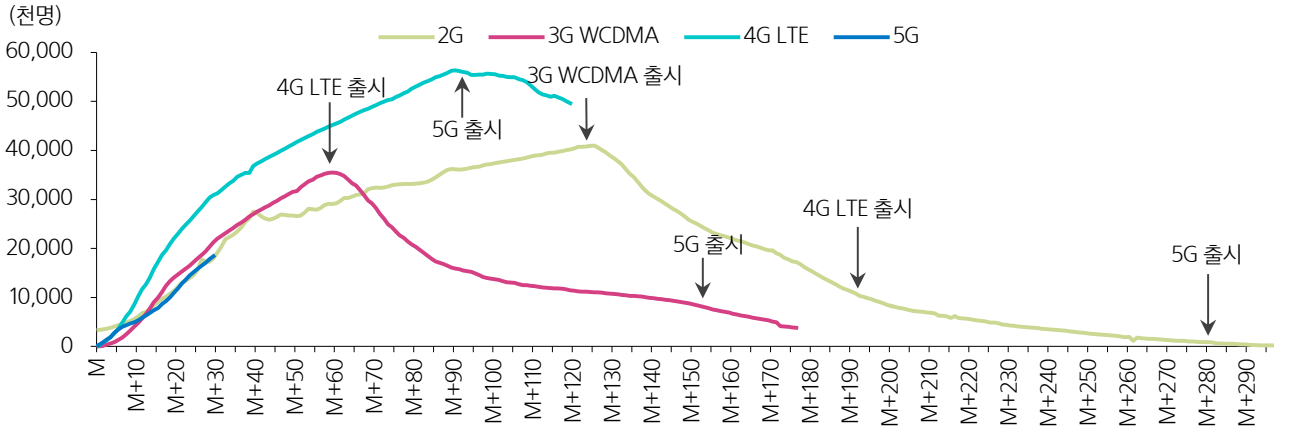
22년 상반기 Top pick으로 KT 제시: 22년 상반기 통신 업종 Top pick으로 KT(BUY, 목표주가: 44,000원)를 제시한다. KT는 업종 내에서 5G 가입자 수 비중이 가장 높고 ARPU도 높아 22년에도 안정적인 본사 이익 개선이 기대된다. 사업 단위 성장 개편에 따른 성과 확대로 미디어/콘텐츠, 금융, 커머스, B2B 등 사업의 실적 확대가 연결 이익 증대와 기업 가치 re-rating을 견인할 것이다.

▶ AT A GLANCE

SK텔레콤 (017670 KS, 309,500원)		
투자의견	BUY	
목표주가:	390,000원	26%
KT (030200 KS, 31,050원)		
투자의견	BUY	
목표주가:	44,000원	41.7%
LG유플러스 (032640 KS, 13,800원)		
투자의견	BUY	
목표주가:	19,000원	37.7%

22년, 5G 본격 대중화 예상: 19년 4월 국내에서 런칭한 5G 서비스는 21년 출범 4년 차를 맞이한다. 19년 말 467만명, 20년 말 1,185만 명이었던 국내 5G 가입자 수는 21년 말 2,125만 명으로 커지고 22년 말에는 3,037만 명에 달할 것으로 기대된다.

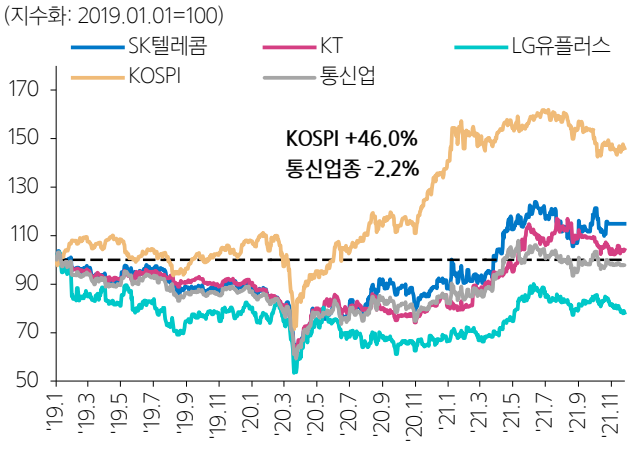
그림 1. 세대별 통신 서비스 출시 이후 이동전화 가입자 수 추이



참고: 21년 9월말 기준
자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

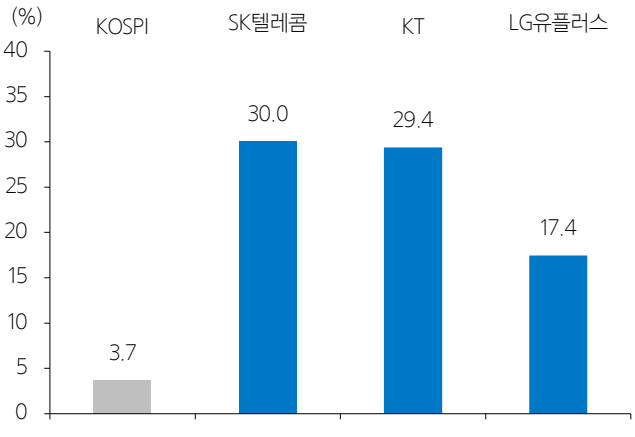
긍정적 변화에 반응했던 21년 통신 업종 주가: 5G 서비스 런칭 이후 업체 간 출혈 경쟁 등으로 시장을 크게 underperform했던 통신 업종은 작년 말부터 나타난 긍정적인 변화에 시장이 반응하며 21년은 주가 re-rating이 나타났다. 최근 조정이 있었지만, 안정적인 이익 성장, 배당 확대 기대감, 인적 분할, 자회사 지배구조 재편 등이 나타나며 SKT, KT, LG유플러스는 연초대비 각각 30%, 29.4%, 17.4% 상승하며 KOSPI를 아웃퍼폼했다.

그림 2. 5G가 상용화된 2019년 이후 통신사 주가수익률



참고: 11월 25일 종가 기준
자료: WiseFn, 삼성증권

그림 3. 연초 대비 통신사 주가수익률



참고: 11월 25일 종가 기준
자료: WiseFn, 삼성증권

표 1. 통신업체 주가수익률

구분	기업	주가 (pt, 원)	시가총액 (십억원)	Price change (%)				
				1주	1개월	3개월	1년	YTD
국내								
지수	KOSPI	2,980.27	2,122,319	1.1	-1.3	-5.3	14.6	3.7
	Kosdaq	1,015.66	439,778	-1.7	2.1	-0.2	17.4	4.9
기업	SK텔레콤	309,500	22,303	0.0	0.0	5.3	35.2	30.0
	KT	31,050	8,108	0.8	-0.8	-5.3	29.6	29.4
	LG유플러스	13,800	6,025	-0.4	-7.1	-1.4	21.1	17.4
구분	지수/기업	주가 (pt, 각 화폐)	시가총액 (백만달러)	Price change (%)				
				1주	1개월	3개월	1년	YTD
해외 지수								
미국	Dow	35,804.4	11,461,174	-0.2	0.2	1.1	19.9	17.0
	Nasdaq	15,845.2	26,944,231	-0.9	4.1	5.3	31.0	22.9
	S&P 500	4,701.5	41,513,444	-0.1	3.0	4.6	29.5	25.2
영국	FTSE 100	7,286.3	2,793,665	0.4	0.9	1.9	14.0	12.8
중국	상해종합지수	3,584.4	7,353,054	1.8	-0.7	1.2	6.6	3.2
일본	Nikkei 225	29,499.3	4,144,196	-0.3	3.1	6.4	12.2	7.5
해외 기업								
미국	AT&T	24.5	174,740	0.3	-4.6	-9.1	-9.3	-8.6
	Verizon	51.7	216,856	0.8	-1.7	-4.8	-10.6	-8.1
	T-Mobile	114.5	142,992	-2.1	-1.3	-18.1	-11.1	-15.1
영국	Vodafone	114.0	42,931	2.4	6.4	-4.2	0.7	0.3
중국	China Mobile	47.3	124,215	-0.1	-3.5	-3.0	6.3	14.4
	China Telecom	2.6	56,722	1.1	-4.3	-6.0	14.2	28.5
	China Unicom	4.0	15,737	0.2	-1.2	-4.1	-9.9	-2.4
일본	NTT	3,230	101,378	0.5	4.2	13.3	34.6	26.5
싱가포르	SingTel	2.5	29,930	-1.6	-2.7	4.2	3.2	8.5
호주	Telstra	4.1	34,962	0.2	7.1	6.5	37.8	43.3
전체 평균				0.2	-0.7	-2.1	10.9	12.6
국내				0.2	-2.6	-0.5	28.6	25.6
해외				0.2	-0.2	-2.5	5.6	8.8

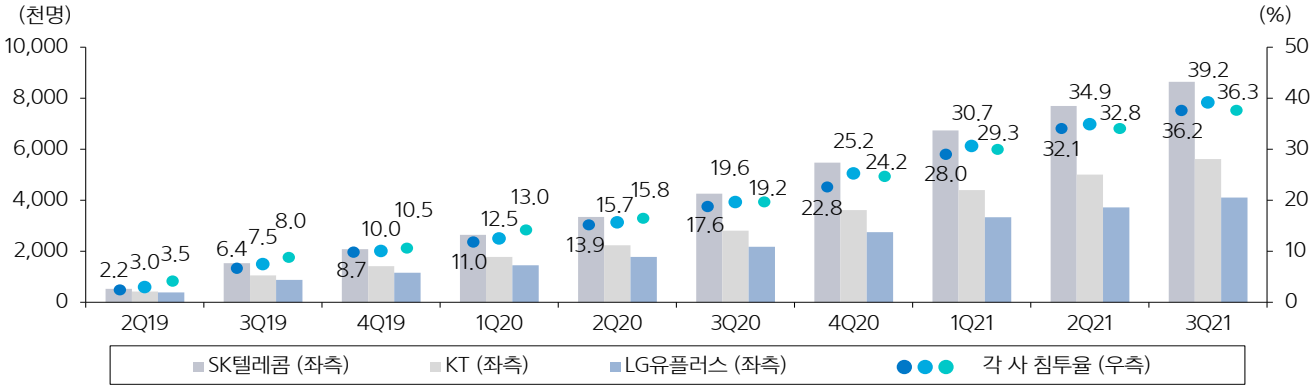
참고: 한국, 일본, 중국 기업은 11월 25일, 미국, 유럽 기업은 11월 24일 종가 기준
자료: WiseFn, Bloomberg, 삼성증권

표 2. 통신업체 peer valuation

항목		한국			미국			영국	중국			일본	싱가포르	호주
		SK텔레콤	KT	LG유플러스	AT&T	Verizon	T-mobile	Vodafone	China Mobile	China Telecom	China Unicom	NTT Docomo	SingTel	Telstra
주가 (각 화폐)		309,500	31,050	13,800	24.5	51.7	114.5	114.0	47.4	2.6	4.0	3,230	2.5	4.1
시가총액 (백만달러)		18,745	6,814	5,064	174,740	216,856	142,992	42,924	124,346	56,723	15,776	101,378	29,928	34,957
매출액 (백만달러)	2020	15,813	20,307	11,392	171,760	128,292	68,397	49,981	111,432	56,573	44,081	109,460	12,063	15,920
	2021E	16,419	20,674	11,602	167,099	133,358	80,066	52,587	132,887	68,282	50,936	110,742	11,796	17,131
	2022E	17,032	21,305	12,108	156,493	131,816	82,256	43,041	140,534	73,081	53,587	109,696	11,719	16,848
영업이익 (백만달러)	2020	1,146	1,005	752	6,405	28,798	6,636	7,339	16,356	4,692	1,614	14,370	1,729	2,600
	2021E	1,273	1,275	882	30,536	32,480	6,930	5,589	18,769	5,108	1,962	15,230	773	1,777
	2022E	1,416	1,381	981	31,891	32,904	8,915	5,546	20,143	5,535	2,265	15,045	965	2,270
순이익 (백만달러)	2020	1,277	559	396	-5,176	17,801	3,064	-1,022	15,646	3,026	1,812	7,868	784	1,221
	2021E	2,183	850	627	23,624	22,546	2,820	3,867	18,003	4,058	2,354	9,833	1,335	1,317
	2022E	2,376	913	677	22,100	22,303	3,956	3,911	19,616	4,341	2,656	10,268	2,028	1,330
EPS (각 화폐)	2020	20,463.00	2,684.00	1,095.00	-0.75	4.30	2.68	-3.13	5.27	0.26	0.41	231.21	0.07	0.15
	2021E	34,947.45	3,947.33	1,697.77	3.36	5.38	2.31	11.05	5.58	0.30	0.50	301.38	0.15	0.10
	2022E	39,327.32	4,199.84	1,818.50	3.18	5.38	3.10	12.30	5.96	0.31	0.54	326.60	0.18	0.16
PER (배)	2020	11.5	8.9	10.6	-35.7	13.1	50.3	-36.3	7.8	7.9	10.0	11.0	34.7	18.6
	2021E	8.9	7.9	8.1	7.3	9.6	49.6	12.7	7.0	7.3	6.6	10.7	16.1	39.3
	2022E	7.9	7.4	7.6	7.7	9.6	37.0	11.4	6.5	7.0	6.2	9.9	14.2	25.0
PBR (배)	2020	0.7	0.4	0.7	1.2	3.4	2.6	0.5	0.7	0.5	0.4	1.0	1.4	2.3
	2021E	0.9	0.5	0.8	1.0	2.7	2.1	0.7	0.7	0.5	0.3	1.4	1.5	3.4
	2022E	0.8	0.5	0.7	1.0	2.3	2.0	0.7	0.6	0.5	0.3	1.3	1.4	3.4
EV/EBITDA (배)	2020	4.9	2.5	3.5	6.4	7.0	9.6	3.7	1.3	n/a	1.0	5.0	12.1	5.7
	2021E	5.5	2.7	3.4	6.7	7.4	7.9	5.5	1.2	3.0	1.0	5.6	13.4	8.7
	2022E	5.2	2.5	3.1	6.5	7.2	7.4	5.3	1.0	2.9	0.9	5.6	12.7	7.9
ROE (%)	2020	6.4	4.8	6.5	-3.0	27.5	6.5	-1.5	9.6	5.8	3.9	9.3	3.8	12.5
	2021E	10.4	7.3	9.7	13.5	29.8	4.5	4.0	9.6	6.5	4.5	13.8	6.8	12.1
	2022E	10.7	7.5	9.9	12.6	26.1	4.8	5.5	9.9	6.6	5.1	14.2	9.3	12.6

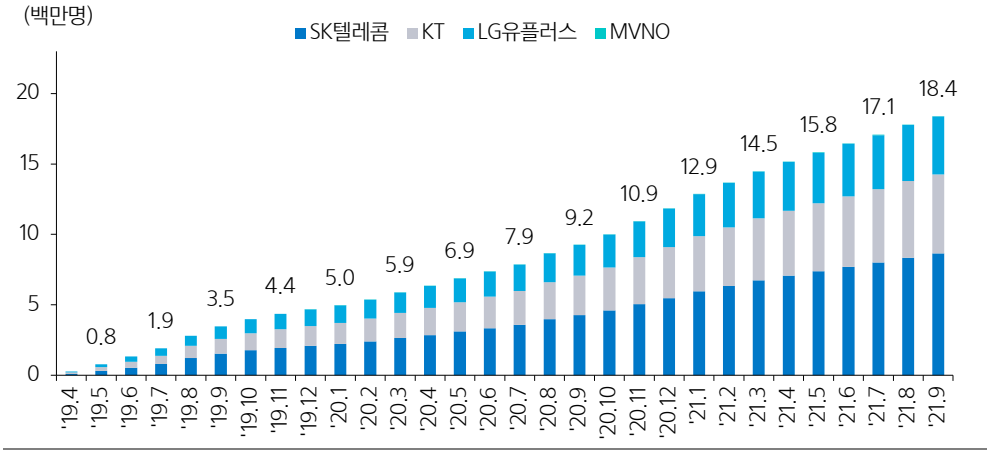
참고: 한국, 일본, 중국 기업은 11월 25일, 미국, 유럽 기업은 11월 24일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 4. 통신 3사: 5G 가입자 수 및 침투율



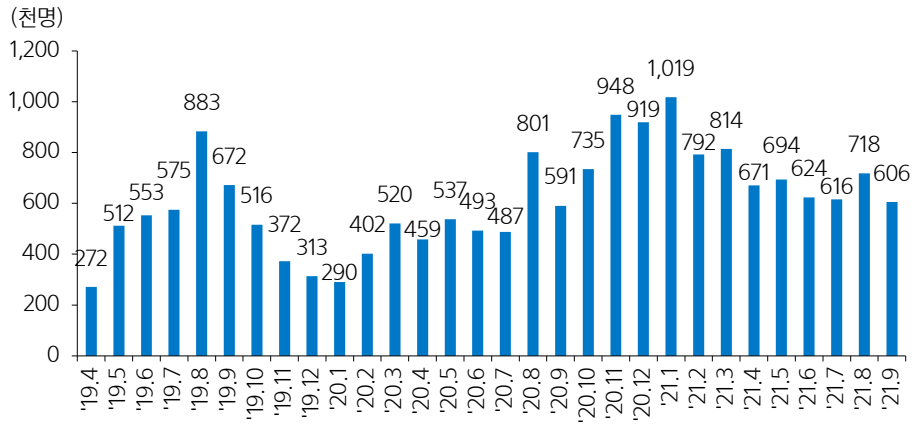
참고: 침투율은 전체 핸드셋 대비 5G 가입자 수 비중 기준; 참고: 2021년 9월말 기준
자료: 과학기술정보통신부, 각 사, 삼성증권

그림 5. 통신사별 5G 가입자 수 월별 추이



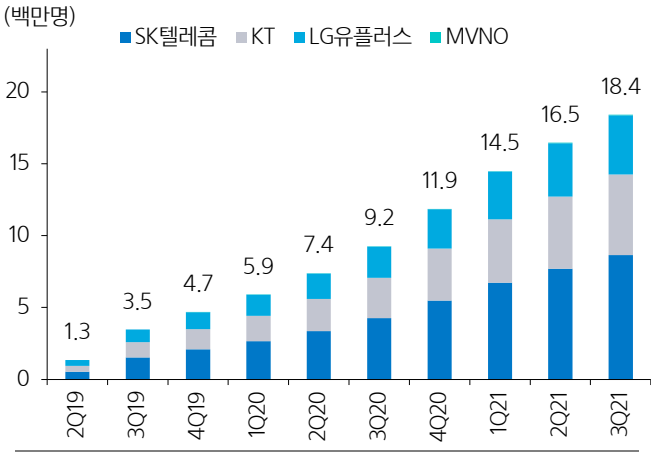
참고: 2021년 9월말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 6. 5G 가입자 수 월별 순증 추이



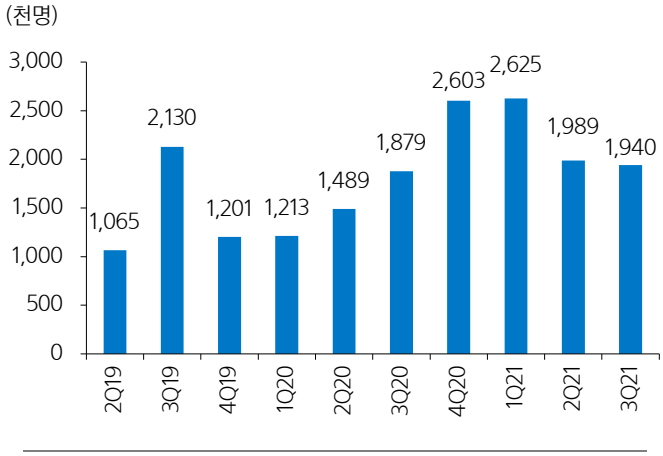
참고: 2021년 9월 말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 7. 분기 5G 가입자 수 추이



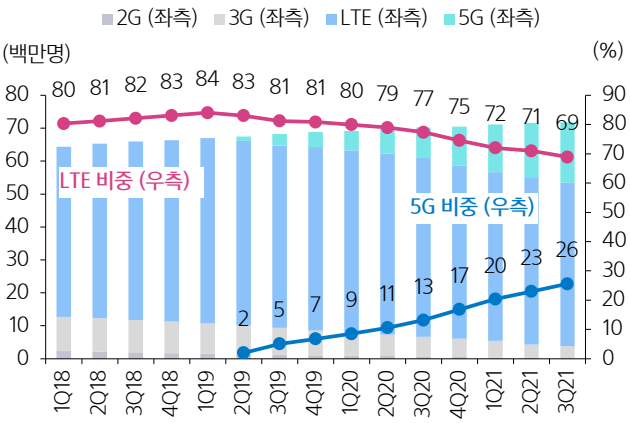
참고: 2021년 9월 말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 8. 분기 5G 가입자 수 증분 추이



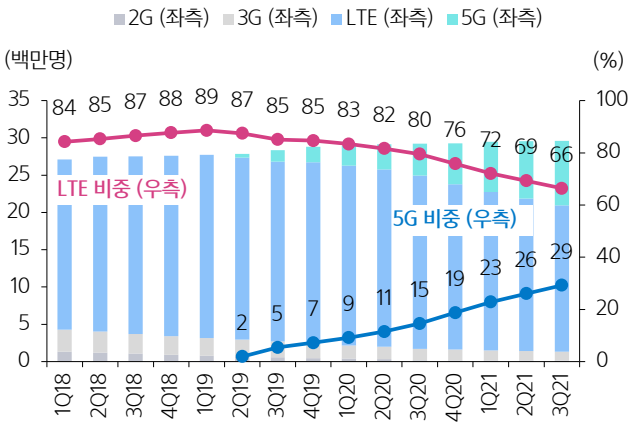
참고: 2021년 9월 말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 9. 전체 통신 세대별 가입자 수 및 5G 가입자 비중



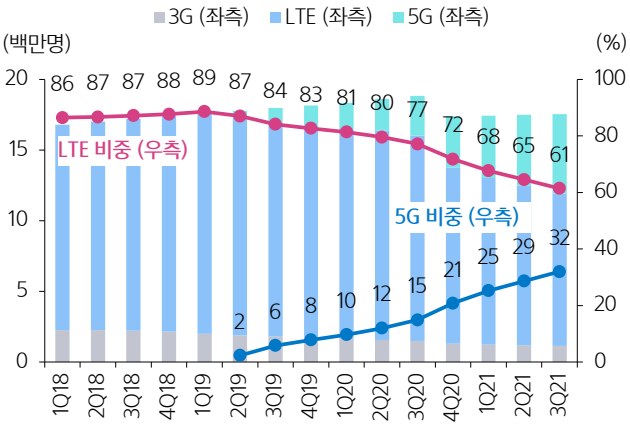
참고: 2021년 9월말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 10. SK텔레콤: 통신 세대별 가입자 수 및 5G 가입자 비중



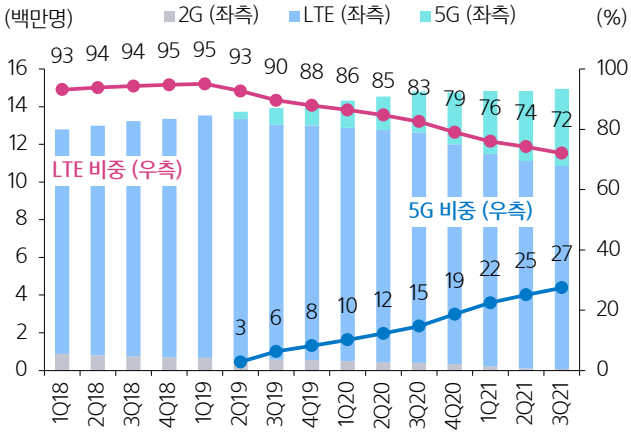
참고: 2021년 9월말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 11. KT: 통신 세대별 가입자 수 및 5G 가입자 비중



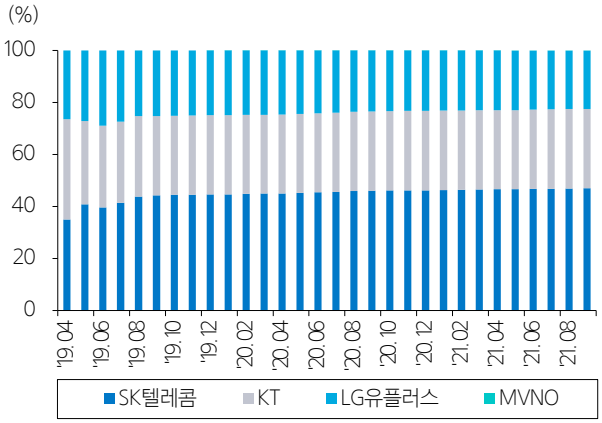
참고: 2021년 9월말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 12. LG유플러스: 통신 세대별 가입자 수 및 5G 가입자 비중



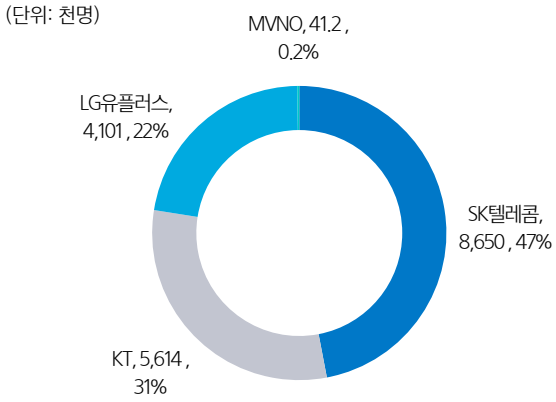
참고: 2021년 9월말 기준 / 자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 13. 월별 5G 가입자 점유율 추이



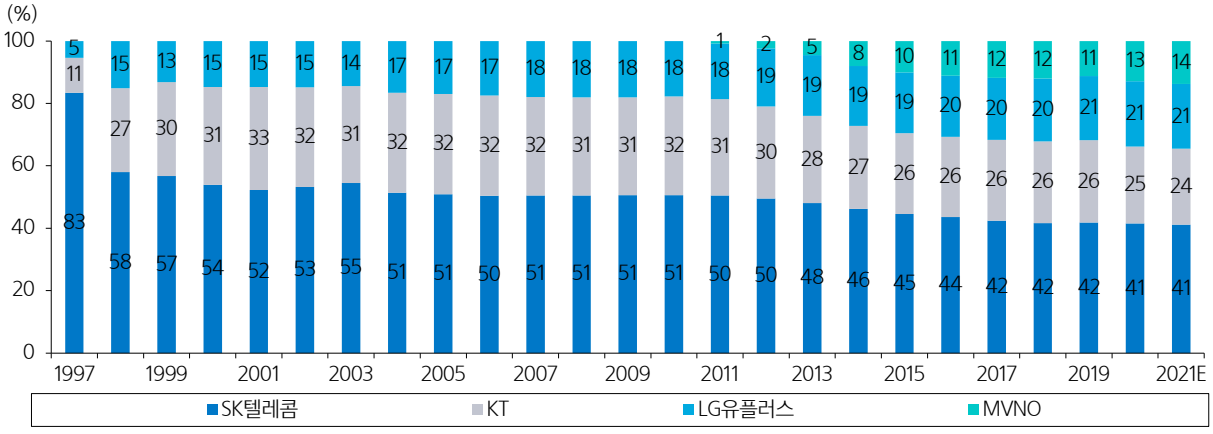
참고: 2021년 9월말 기준
자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 14. 5G 가입자 수 기준 시장 점유율



참고: 2021년 9월말 기준
자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

그림 15. 전체 가입자 수 기준 시장 점유율



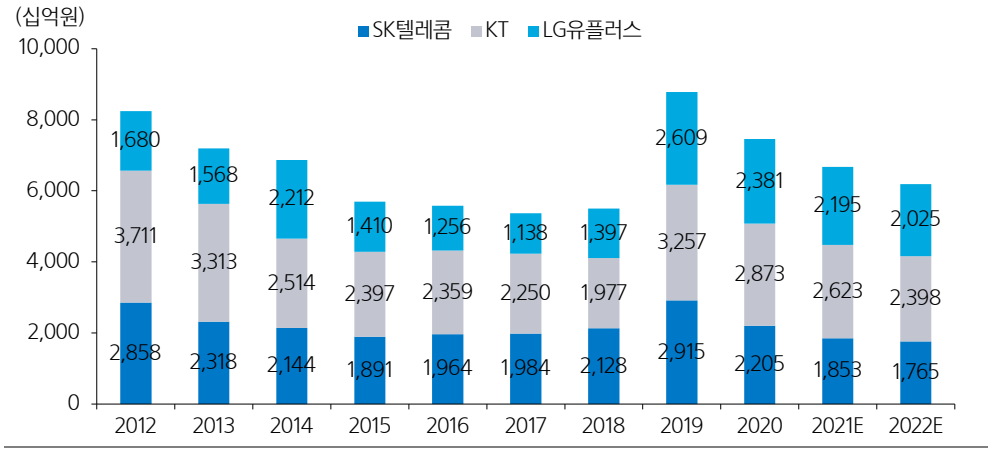
자료: 과학기술정보통신부, 삼성증권

표 3. 통신 3사 주요 연결회사 분기 및 연간 실적 추이

(십억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	2018	2019	2020
SK텔레콤															
SK브로드밴드	매출액	761	790	804	820	822	917	966	1,008	967	997	1,024	3,078	3,176	3,714
	영업이익	20	42	36	45	38	61	65	67	75	64	79	202	143	231
	순이익	-1	21	35	8	28	40	38	57	51	59	55	163	63	164
KT															
BC카드	매출액	866	881	869	921	799	867	863	860	839	907	888	3,551	3,537	3,390
	영업이익	47	39	42	28	33	35	28	7	34	39	33	146	156	103
	순이익	48	31	34	3	27	27	20	-14	10	27	40	71	116	60
KT에스테이트	매출액	116	113	126	130	107	104	76	77	63	67	111	568	485	364
	영업이익	23	7	16	19	-	-	-	-	-	-	-	73	65	20
	순이익	19	6	12	11	10	-2	2	4	2	3	34	52	49	14
KT스카이라이프	매출액	171	174	182	167	168	178	177	177	167	175	178	691	695	699
	영업이익	21	17	13	19	24	26	14	10	22	23	24	67	69	74
		14	18	10	14	18	21	11	7	17	21	22	52	56	58
나스미디어	매출액	28	31	27	31	26	26	28	32	27	29	31	107	117	112
	영업이익	8	8	5	9	5	6	6	11	6	8	8	25	31	27
	순이익	6	5	4	7	4	5	5	9	5	6	7	21	22	23
지니뮤직	매출액	51	56	62	61	61	62	62	63	61	61	60	171	231	247
	영업이익	2	2	2	2	2	3	4	3	42	3	3	7	8	11
	순이익	3	2	1	2	2	2	3	2	4	2	3	6	7	9
KT알파	매출액	73	82	82	87	82	80	85	102	94	102	125	279	322	349
	영업이익	0	4	4	3	1	3	3	4	1	3	-2	6	11	12
	순이익	-0	3	1	-2	-6	1	1	-0	0	-5	-5	1	1	1
LG유플러스															
LG헬로비전	매출액	276	285	273	278	259	270	262	267	257	272	267	1,178	1,112	1,058
	영업이익	13	10	4	3	7	10	9	8	10	10	11	68	29	34
	순이익	8	4	-3	-103	4	6	6	-329	6	6	8	40	-94	-313

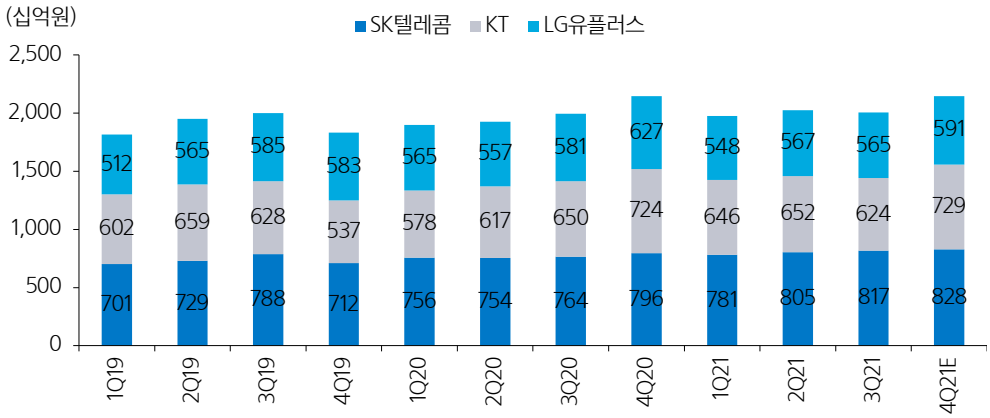
참고: KT알파는 21년 7월 1일자로 KTH와 KT엠하우스의 합병 법인으로 출범. 2Q21 이전 수치는 KTH 실적 기준
자료: 각 사, 삼성증권

그림 16. CAPEX 추이와 전망



자료: 각 사, 삼성증권

그림 17. 분기 마케팅비 추이와 전망



자료: 각 사, 삼성증권

표 4. 통신 3사 ARPU 추이와 전망

(원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
SK텔레콤															
ARPU	30,198	30,337	30,769	31,215	30,777	30,158	30,051	30,269	30,213	30,446	30,669	30,894	30,314	30,556	31,344
QoQ (%)	-3.6	0.5	1.4	1.4	-1.4	-2.0	-0.4	0.7	-0.2	0.8	0.7	0.7	-	-	-
YoY (%)	-9.3	-6.0	-4.1	-0.4	1.9	-0.6	-2.3	-3.0	-1.8	1.0	2.1	2.1	-1.0	0.8	2.6
KT															
ARPU	31,048	31,727	31,906	31,341	31,773	31,393	31,620	31,946	32,003	32,342	32,476	32,768	31,683	32,397	33,415
QoQ (%)	-1.3	2.2	0.6	-1.8	1.4	-1.2	0.7	1.0	0.2	1.1	0.4	0.9	-	-	-
YoY (%)	-3.8	-1.8	-0.4	-0.3	2.3	-1.1	-0.9	1.9	0.7	3.0	2.7	2.6	0.6	2.3	3.1
LG유플러스															
ARPU	31,061	31,194	31,257	30,736	30,821	30,519	30,748	31,058	30,933	30,866	30,912	31,066	30,787	30,944	31,148
QoQ (%)	-1.5	0.4	0.2	-1.7	0.3	-1.0	0.8	1.0	-0.4	-0.2	0.1	0.5	-	-	-
YoY (%)	-6.6	-5.1	-3.1	-2.6	-0.8	-2.2	-1.6	1.0	0.4	1.1	0.5	0.0	-0.9	0.5	0.7

참고: 1. 19년 4분기에 기존에 비용으로 인식했던 멤버십 포인트를 '매출 차감' 형태로 변경하며 일시에 인식.
2. SK텔레콤과 KT는 19년 1~4분기 수치를 안분 조정한 기준으로 변경. LG유플러스는 4분기 일시차감 기준 수치만 존재해 타사대비 4Q19 ARPU의 QoQ, YoY 하락폭이 큼
3. 멤버십 포인트 차감전 기준 4Q19 ARPU는 SK텔레콤 31,738원(+1.8% QoQ, +1.3% YoY), KT 32,111원(+0.6% QoQ, +2.1% YoY), LG유플러스 31,139원 (-0.2% QoQ, -1.3% YoY)

자료: 각 사, 삼성증권

표 5. SK텔레콤: 구독 서비스 'T우주'

항목	상세	비고
구독 서비스		
서비스명	우주	
출시일자	8월	
구독자 수 목표	3,500만명	~2025년
매출 목표	1.5조원	~2025년
월요금	9,900원	
주요 서비스	아마존 무료 배송 11번가 무료 배송/할인 쿠폰 OTT 웨이브 FLO ADT캡스 보안 서비스 프랜차이즈 카페 및 베이커리 할인	서비스 중 택 1

자료: SK텔레콤, 삼성증권

표 6. KT: 구독 서비스

항목	상세	비고
서비스명	시즌X할리우스 구독 서비스	
출시일자	7월 4일	
월요금	9,900원	7월 한달간 아메리카노 쿠폰 1개, 시즌 콘텐츠 코인 '코코' 5,000원 추가 제공
혜택	시즌 플레인 + 할리스 카페 아메리카노 레귤러 4잔	

자료: KT, 삼성증권

그림 18. KT: 시즌-할리스 연계 커피 구독 서비스 출시

자료: KT, 삼성증권

그림 19. LG유플러스: 멤버십 VIP 고객 대상 '구독 콕' 서비스 출시

자료: LG유플러스, 삼성증권

2021. 11. 25

플랫폼비즈니스팀

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com

SK텔레콤 (017670)

중대한 변화의 기로

- 22년, SK텔레콤 2.0시대의 개막. 5G 유무선 사업의 안정성에 신사업의 성장성 가세
- 11월 29일 변경 상장일 주가는 61,900원, 시가총액은 13.5조원에 거래 재개 예정
- 배당 정책 고려할 때 변경 상장 직후 주가 밴드는 14~16조원에서 형성될 것

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	390,000원	26%
현재주가	309,500원	
시가총액	22.3조원	
Shares (float)	218,833,144주 (68.7%)	
52주 최저/최고	229,000원/334,000원	
60일-평균거래대금	851.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK텔레콤 (%)	-0.8	-1.6	33.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.4	3.3	16.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	390,000	390,000	0.0%
2021E EPS	33,910	33,910	0.0%
2022E EPS	44,185	44,185	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	397,692
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

2022년, SKT 2.0 시대의 개막: 새로운 SK텔레콤이 11월 1일 출범했다. 1984년 창립한 SK텔레콤은 창립 37년 만에 인적 분할을 통해 유·무선 통신, AI기반 구독 서비스, 디지털 인프라를 주로 하는 SK텔레콤과 하이테크, 빅테크, 딥테크를 주요 사업으로 반도체&ICT 투자 전문회사로 첫 발을 내딛을 SK스퀘어로 2개 회사 체제로 재편됐다. SKT 2.0 시대의 포문을 여는 2022년은 중요한 해가 될 것이다. 2022년 5G 기반의 유·무선 통신 실적을 가입자 수 증가와 ARPU 개선으로 더욱 단단하게 키워 나가는 한편 구독 서비스, 메타버스, 엔터프라이즈 사업은 성장원으로서 존재감을 드러낼 것으로 기대된다.

11월 29일 변경상장 이후 거래 재개: SK텔레콤은 11월 29일 코스피 시장에 변경상장된다. 거래 정지(10/26~11/26) 기간 전 마지막 거래일의 종가는 309,500원, 시가총액은 22조 3,026억원이었는데 액면가액 5대 1 주식분할(1주당 가액 500원→ 100원, 발행주식 수 7,206만 주→ 3억 6,030만 주→ 인적분할 반영한 SK텔레콤의 주식 수 2억 1,883만 주)과 순자산 장부가액 기준으로 산정된 분할 비율(SK텔레콤 0.6073625: SK스퀘어 0.3926375)을 고려할 때 변경상장일 주가는 61,900원, 시가총액은 13.5조원이다.

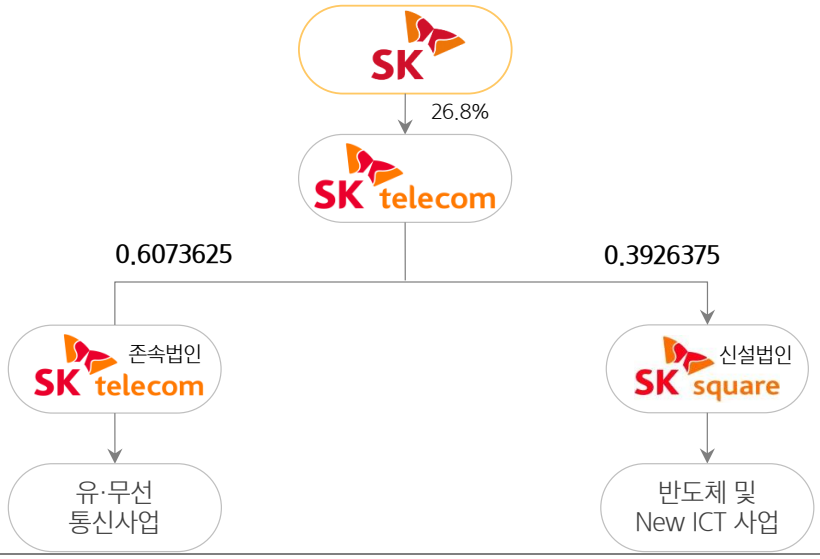
금년 배당은 최소 전년 수준 유지할 것: 배당 정책에 대해 1) 금년 2분기부터 '분기 배당'을 도입, 실시하고, 2) 향후 3년간 'EBITDA-CAPEX'의 30~40%를 수준을 배당 재원으로 설정해 예측 가능성을 제고하겠다고 밝힌 바 있다. 최소 20년 수준의 배당금 지급은 유지한다. 20년 연간 배당금은 7,151억원으로 'EBITDA-CAPEX'의 39%였다. 이를 고려할 때 변경 상장되는 SK텔레콤의 배당수익률은 기존(21년 예상 3.4배, 과거 5년 평균 4.2배, 10년 평균 4.6배 수준) 대비 5.3배 내외로 높아질 것으로 예상된다. 따라서 배당수익률을 고려해 산정한 본사 기업 가치 및 SK브로드밴드 등의 가치를 반영할 때 변경 상장 직후 주가 밴드는 14~16조원에서 형성될 것으로 예상된다. 신성장원으로 키우고 있는 구독 마케팅, 메타버스, 엔터프라이즈 등의 성과에 따라 밴드가 우상향할 여지는 열려있다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	18,625	19,631	20,578	21,403
영업이익 (십억원)	1,349	1,526	1,750	1,889
순이익 (십억원)	1,501	2,549	3,203	3,394
EPS (adj) (원)	18,631	33,910	44,185	45,484
EPS (adj) growth (%)	69.3	82.0	30.3	2.9
EBITDA margin (%)	29.6	27.8	28.9	29.5
ROE (%)	6.4	10.3	11.9	11.2
P/E (adj) (배)	12.8	9.1	7.0	6.8
P/B (배)	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	5.4	5.6	4.9	4.6
Dividend yield (%)	4.2	3.4	3.6	3.6

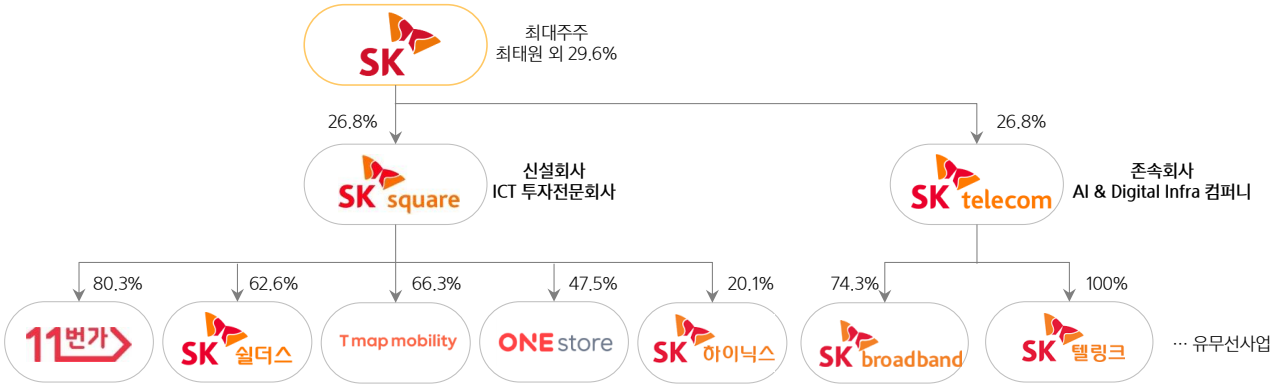
자료: SK텔레콤, 삼성증권 추정

그림 1. SK텔레콤 분할개요



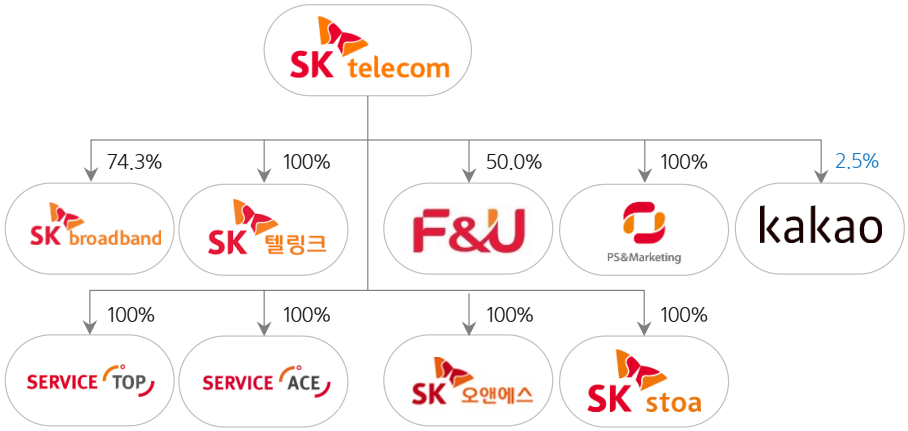
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 2. 인적분할 이후 SK텔레콤의 지배구조 변화



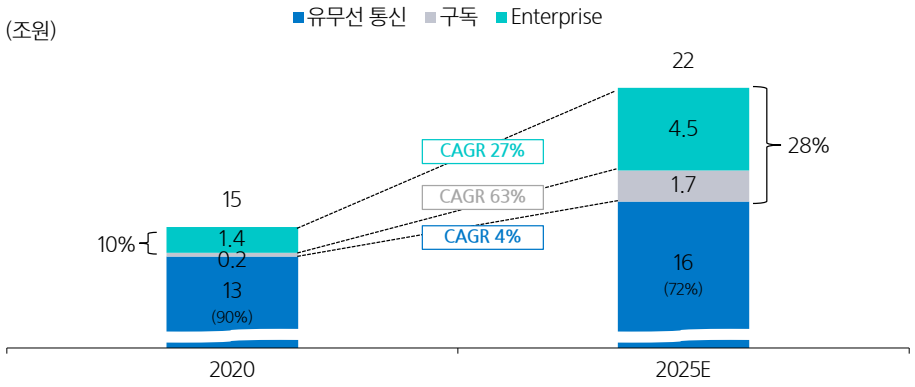
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 3. SK텔레콤(존속법인) 지배구조도



참고: 1. 21년 3분기 말 보유 지분율; 2. SK텔레콤은 19년 11월 지분 교환 통해 카카오에 전략적 투자
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 4. 향후 재무 목표



자료: SK텔레콤, 삼성증권

표 1. 회사 분할 및 주식 분할 일정

구분	설명
회사분할	
공시일	6월 10일
분할존속회사	SK텔레콤
사업부문	유무선통신사업을 비롯한 사업부문
분할신설회사	SK스퀘어
사업부문	반도체 및 New ICT 등 관련 피투자 회사 지분의 관리, 신규 투자 등을 목적으로 하는 사업 부문
분할비율	분할존속회사: 0.6073625 분할신설회사: 0.3926375
주주총회일	10월 12일
신주배정기준일	10월 29일
분할기일	11월 1일
분할등기일	11월 2일
매매거래정지 기간	10월 26일~11월 26일
변경상장 예정일	**11월 29일**
주식분할	
공시일	6월 10일
발행주식총수	분할 전: 72,060,143주 (1주당 가액 500원) 분할 후: 360,300,715주 (1주당 가액 100원) 인적분할 반영 후: 218,833,144주 (1주당 가액 100원)
주주총회일	10월 12일
신주의 효력발생일	10월 28일
매매거래정지 기간	10월 26일~11월 26일
신주권상장 예정일	**11월 29일**
주식분할 목적	유통주식 수 확대

자료: SK텔레콤, 삼성증권

표 2. 분할 이전과 후의 재무상태표

(십억원)	분할 전	분할존속	분할 신설
계정		SK텔레콤	SK스퀘어
자산	**31,787.5**	**24,940.5**	**6,926.9**
유동자산	**5,017.2**	**4,629.3**	**388.0**
현금및 현금성자산	130.6	66.2	64.5
단기금융상품	459.0	135.6	323.4
매출채권	1,501.8	1,501.8	-
비유동자산	**26,770.2**	**20,311.2**	**6,539.0**
장기금융상품	0.4	0.4	-
장기투자자산	1,252.1	1,332.1	-
종속/관계기업 및 공동기업투자	11,402.2	4,883.7	6,518.5
유형자산	8,815.6	8,795.1	20.5
부채	**14,596.2**	**14,499.1**	**97.1**
유동부채	**4,963.6**	**4,957.7**	**6.0**
미지급금	1,856.3	1,856.2	0.1
미지급비용	694.7	689.3	5.4
비유동부채	**9,632.5**	**9,541.5**	**91.1**
사채	6,260.1	6,260.1	-
장기차입금	6.4	6.4	-
파생금융부채	431.5	342.9	88.6
확정급여부채	40.0	38.9	1.1
자본	**17,191.3**	**10,441.3**	**6,829.9**
자본금	44.6	30.5	14.1
기타불입자본	2,211.9	-4,523.9	6,815.7
이익잉여금	14,433.6	14,433.6	-
기타자본구성요소	501.1	501.1	-

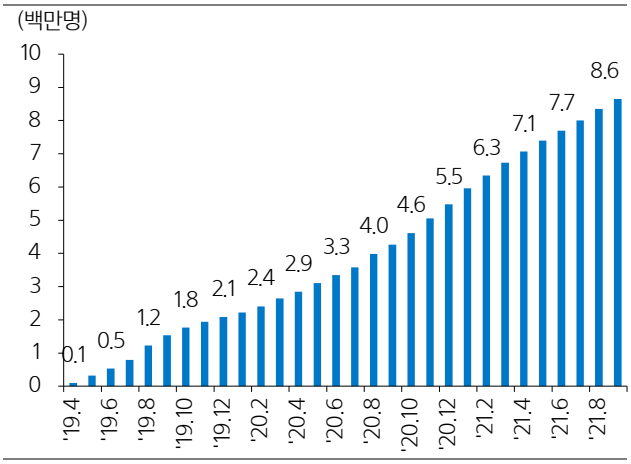
자료: SK텔레콤, 삼성증권

표 3. 주요 지표

(천명, %, 원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
무선 가입자 수	**30,946**	**31,014**	**31,143**	**31,401**	**31,506**	**31,459**	**31,440**	**31,412**	**31,452**	**31,573**	**31,611**	**31,658**	**31,412**	**31,658**	**32,211**
순증 (QoQ)	119	68	129	258	105	-47	-18	-28	40	121	37	47	-	-	-
LTE	24,578	24,374	24,114	24,410	24,109	23,785	23,230	22,182	21,251	20,475	19,644	18,886	22,182	18,886	16,322
5G	-	530	1,537	2,084	2,648	3,348	4,263	5,476	6,736	7,696	8,650	9,991	5,476	9,991	14,320
유선 가입자 수	**10,306**	**10,485**	**10,649**	**10,807**	**10,810**	**14,803**	**14,967**	**15,062**	**15,194**	**15,345**	**15,470**	**15,614**	**15,062**	**15,614**	**16,157**
초고속인터넷	5,458	5,514	5,566	5,613	5,512	6,405	6,445	6,476	6,508	6,539	6,560	6,597	6,476	6,597	6,774
IPTV	4,848	4,971	5,083	5,193	5,298	8,398	8,522	8,586	8,686	8,806	8,910	9,017	8,586	9,017	9,383
ARPU	**30,198**	**30,337**	**30,769**	**31,215**	**30,777**	**30,158**	**30,051**	**30,269**	**30,213**	**30,446**	**30,669**	**30,894**	**30,314**	**30,556**	**31,344**
증가율 (QoQ, YoY)	-3.6	0.5	1.4	1.4	-1.4	-2.0	-0.4	0.7	-0.2	0.8	0.7	0.7	-1.0	0.8	2.6

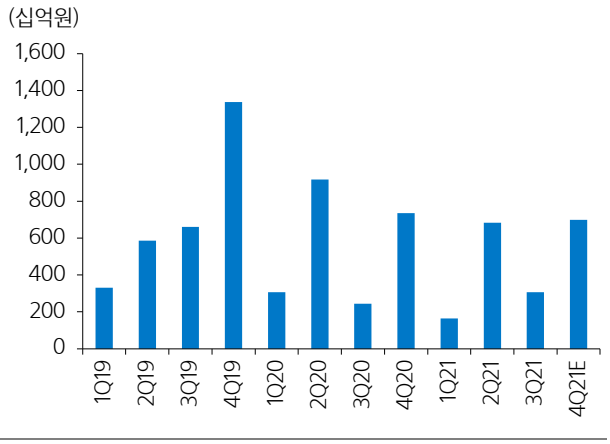
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 1. 5G 가입자 수 추이



자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 2. 별도 CAPEX 추이와 전망



자료: SK텔레콤, 삼성증권

표 4. IPO를 염두에 둔 주요 자회사

자회사	로고	주주 구성	비고
SK브로드밴드	SK broadband	SK텔레콤 74.4% 태광산업 16.8% 엠에이디더블유타이거 8%	19년 4월, 미래에셋대우 컨소시엄(엠에이디더블유타이거)으로부터 4천억원 유치 5년내 IPO 조건 합병 당시 전 SK브로드밴드 3.8조원, 티브로드 1.3조원으로 약 5조원 가치

자료: SK텔레콤, 삼성증권

표 5. SK텔레콤 주요 연결회사 분기 및 연간 실적 추이

연결회사	(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	2018	2019	2020
SK브로드밴드	매출액	761.1	790.1	803.5	819.9	822.1	917.2	965.8	1,008.4	967.0	997.1	1,024.4	3,078.4	3,176.0	3,713.5
	영업이익	19.6	42.0	36.3	44.6	37.9	61.2	64.8	67.0	75.4	64.2	78.6	202.3	142.5	230.9
	순이익	-0.8	20.8	35.0	7.6	27.7	40.2	38.4	57.3	51.2	58.7	54.5	163.1	62.5	163.5

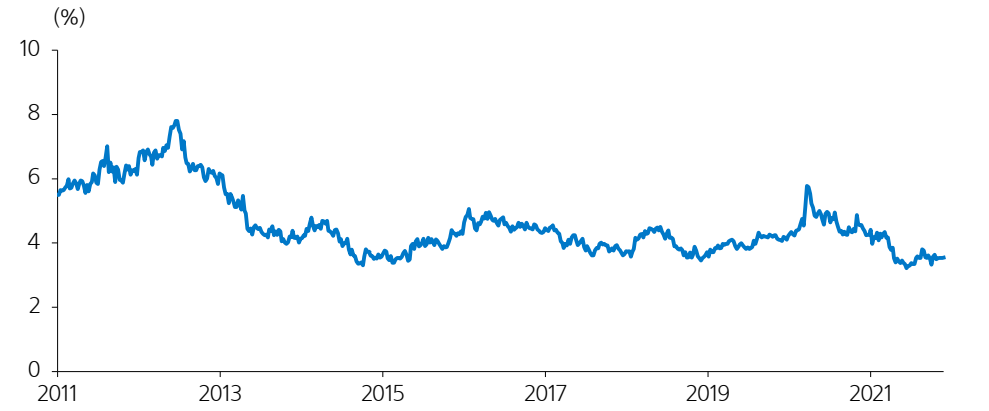
자료: SK브로드밴드, 삼성증권

표 6. SK텔레콤 주요 연결회사 개요

회사	설립 연도	최초 취득일	주요사업	지분율	매출액* (십억원)	당기순이익* (십억원)
SK브로드밴드	1997	'97.9.5	초고속인터넷, TV, 전화, 기업데이터, IPTV, 유선통신 기반 ICT 사업	74.4%	3,713.0	150.7
홈앤서비스	2017	-	초고속인터넷, IPTV, 유선전화 서비스 영업 및 개통/장애처리	100% (SK브로드밴드)	397.7	0.6
SK스토아	2017	-	T커머스 사업 영위	100.0%	268.7	17.2
SK텔링크	1998	'98.4.9	무선 국제전화 00700, MVNO(이동통신재판매), 인터넷전화	100.0%	351.3	18.0
F&U신용정보	1998	'01.3.23	채권추심, 신용조사, 고객상담, 빌링	50.0%	75.9	4.0
PS&마케팅	2009	'09.4.3	유/무선 통신상품 판매의 도/소매 및 온라인 유통채널 운용	100.0%	1,427.2	0.5
서비스에이스	2010	'10.6.30	고객센터 관리 및 운용	100.0%	206.0	3.9
SK커뮤니케이션즈	1996	'15.10.1	종합 포털: 네이트, 메신저 네이트온 운영	100.0%	32.2	-17.9

참고: 2020년 연간 실적 기준
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 3. SK텔레콤의 과거 10년간의 12개월 forward 배당수익률

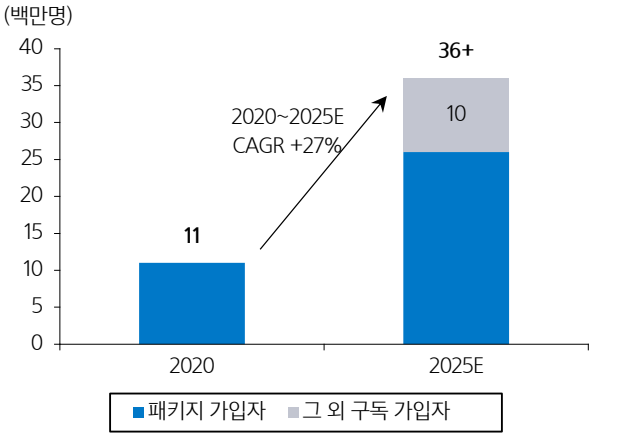


자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 4. T우주 구독 파트너사

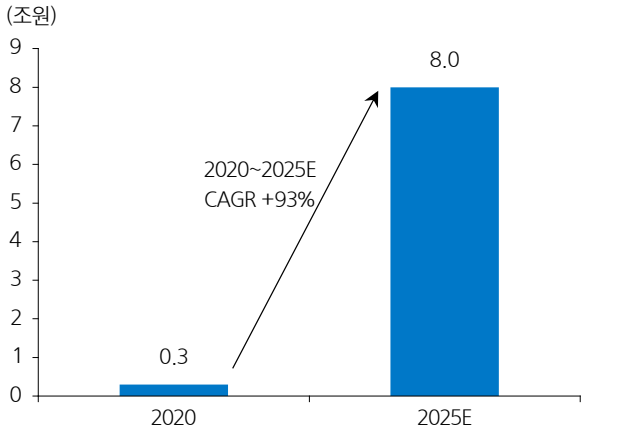
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 5. T우주 목표 가입자 수



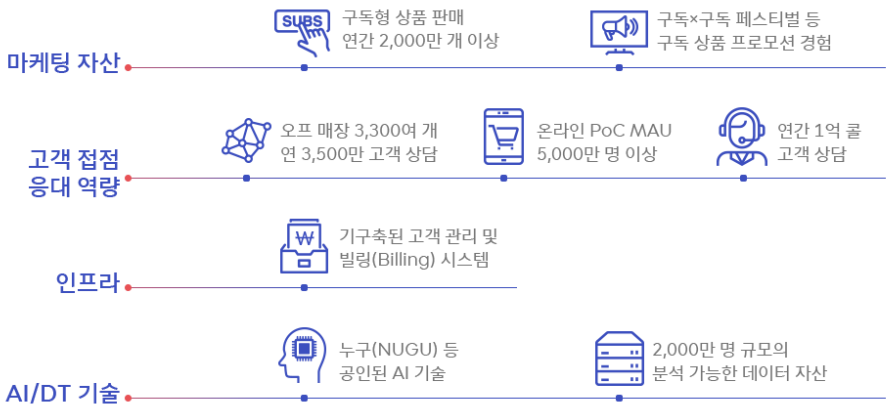
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 6. T우주 목표 거래 금액



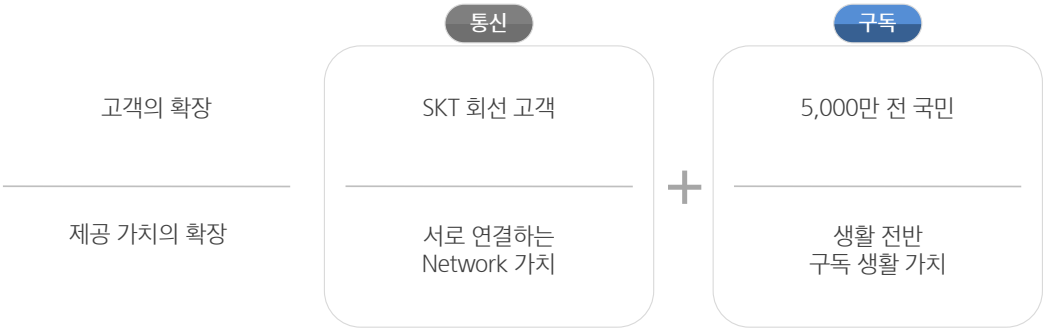
자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 7. SK텔레콤의 구독 사업 DNA



자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 8. SK텔레콤의 구독 사업 지향점



자료: SK텔레콤, 삼성증권

그림 9. 메타버스 플랫폼 '이프랜드'에서 진행된 행사

자료: SK텔레콤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**17,741**	**18,625**	**19,631**	**20,578**	**21,403**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**17,741**	**18,625**	**19,631**	**20,578**	**21,403**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	16,633	17,275	18,106	18,829	19,515
영업이익	**1,108**	**1,349**	**1,526**	**1,750**	**1,889**
(영업이익률, %)	6.2	7.2	7.8	8.5	8.8
영업외손익	**53**	**528**	**1,688**	**2,276**	**2,379**
금융수익	142	241	198	236	283
금융비용	438	497	628	284	266
지분법손익	450	1,028	2,135	2,454	2,481
기타	-101	-245	-17	-130	-120
세전이익	**1,161**	**1,877**	**3,213**	**4,026**	**4,267**
법인세	300	377	664	823	874
(법인세율, %)	25.9	20.1	20.7	20.4	20.5
계속사업이익	861	1,501	2,549	3,203	3,394
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**861**	**1,501**	**2,549**	**3,203**	**3,394**
(순이익률, %)	4.9	8.1	13.0	15.6	15.9
지배주주순이익	889	1,504	2,544	3,184	3,278
비지배주주순이익	-28	-4	5	19	116
EBITDA	5,129	5,519	5,456	5,949	6,312
(EBITDA 이익률, %)	28.9	29.6	27.8	28.9	29.5
EPS (지배주주)	11,006	18,631	33,910	44,185	45,484
EPS (연결기준)	10,660	18,584	33,976	44,454	47,098
수정 EPS (원)*	11,006	18,631	33,910	44,185	45,484

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	**8,089**	**8,775**	**9,851**	**10,894**	**11,365**
현금 및 현금등가물	1,271	1,370	2,128	2,648	2,828
매출채권	2,231	2,189	2,364	2,522	2,665
재고자산	163	171	177	193	203
기타	4,424	5,045	5,183	5,531	5,670
비유동자산	**37,114**	**39,132**	**38,731**	**39,552**	**41,582**
투자자산	14,402	16,200	16,257	15,984	17,306
유형자산	12,933	13,377	12,705	13,495	14,135
무형자산	7,816	7,794	7,959	8,025	8,120
기타	1,963	1,761	1,810	2,049	2,020
자산총계	**45,202**	**47,907**	**48,582**	**50,446**	**52,947**
유동부채	**7,852**	**8,178**	**8,165**	**7,466**	**7,711**
매입채무	438	373	435	429	456
단기차입금	21	110	110	110	110
기타 유동부채	7,393	7,695	7,620	6,927	7,145
비유동부채	**14,534**	**15,333**	**14,030**	**14,336**	**13,981**
사채 및 장기차입금	9,226	9,669	9,397	9,547	9,177
기타 비유동부채	5,308	5,663	4,633	4,789	4,804
부채총계	**22,385**	**23,511**	**22,195**	**21,802**	**21,692**
지배주주지분	**22,950**	**23,744**	**25,730**	**27,967**	**30,462**
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	22,229	22,982	24,529	26,766	29,261
기타	-2,239	-2,199	-1,760	-1,760	-1,760
비지배주주지분	**-133**	**652**	**657**	**677**	**793**
자본총계	**22,817**	**24,396**	**26,387**	**28,644**	**31,255**
순부채	9,786	10,052	7,557	6,180	5,855

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	**4,035**	**5,822**	**6,537**	**7,371**	**7,600**
당기순이익	861	1,501	2,549	3,203	3,394
현금유출입이없는 비용 및 수익	4,435	4,257	4,681	5,027	5,374
유형자산 감가상각비	4,021	4,170	3,930	4,199	4,424
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	414	87	751	828	951
영업활동 자산부채 변동	-856	302	113	-52	-256
투자활동에서의 현금흐름	**-3,582**	**-4,250**	**-3,484**	**-5,441**	**-5,111**
유형자산 증감	-3,357	-3,455	-3,259	-4,988	-5,064
장단기금융자산의 증감	108	-648	20	-164	3
기타	-332	-147	-245	-288	-50
재무활동에서의 현금흐름	**-687**	**-1,458**	**-2,765**	**-1,653**	**-947**
차입금의 증가(감소)	1,900	975	-1,754	-699	-156
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-719	-742	-998	-946	-783
기타	-1,868	-1,691	-13	-8	-8
현금증감	-236	99	758	521	180
기초현금	1,507	1,271	1,370	2,128	2,648
기말현금	1,271	1,370	2,128	2,648	2,828
Gross cash flow	**5,296**	**5,757**	**7,231**	**8,231**	**8,768**
Free cash flow	**659**	**2,264**	**3,279**	**2,383**	**2,536**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	5.1	5.0	5.4	4.8	4.0
영업이익	-7.8	21.8	13.1	14.7	8.0
순이익	-72.5	74.3	69.9	25.7	5.9
수정 EPS**	-71.6	69.3	82.0	30.3	2.9
주당지표					
EPS (지배주주)	11,006	18,631	33,910	44,185	45,484
EPS (연결기준)	10,660	18,584	33,976	44,454	47,098
수정 EPS**	11,006	18,631	33,910	44,185	45,484
BPS	313,800	332,887	361,570	393,014	428,073
DPS (보통주)	10,000	10,000	10,500	11,000	11,000
Valuations (배)					
P/E***	21.6	12.8	9.1	7.0	6.8
P/B***	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.6	5.4	5.6	4.9	4.6
비율					
ROE (%)	3.9	6.4	10.3	11.9	11.2
ROA (%)	2.0	3.2	5.3	6.5	6.6
ROIC (%)	3.8	4.8	5.5	6.2	6.3
배당성향 (%)	82.2	47.5	29.4	24.6	23.9
배당수익률 (보통주, %)	4.2	4.2	3.4	3.6	3.6
순부채비율 (%)	42.9	41.2	28.6	21.6	18.7
이자보상배율 (배)	2.7	3.4	4.1	7.6	8.9

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: SK텔레콤, 삼성증권 추정

플랫폼비즈니스팀

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com

KT (030200)

성장의 나래를 펼치다

- 2022년 변화의 성과가 보다 구체화되는 해가 될 것. 5G에 기반을 둔 유·무선 사업과 8대 성장 산업 중심으로 성장성 높여갈 것
- 5G 서비스는 22년 런칭 4년 차에 접어드는데, 가입자(Q)와 ARPU(P) 상승에 따른 이익 개선 전망
- 비통신 사업의 성과가 보다 본격적으로 확대될 것. 미디어는 KT스튜디오지니를 금융 사업은 케이뱅크를 중심으로 그룹사 전반적으로 디지코 전환에 속도를 낼 것

WHAT'S THE STORY?

22년도 바쁜 한 해가 될 전망: KT에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 44,000원(12MF PER 13배 적용)을 유지한다. 바쁜 21년을 보낸 KT의 22년은 변화의 성과가 보다 구체화되는 해가 될 것으로 예상된다. 무선 사업은 5G 가입자 증가에 힘입은 안정적인 이익 증대를 이어가고 KT의 8대 성장사업인 커머스, 콘텐츠, 금융, 부동산, AI, 로봇, 헬스케어, 클라우드를 중심으로 성장성을 강화시켜 나갈 전망이다.

안정적인 무선사업 서비스: 19년 4월 세계 최초로 국내에서 상용화된 5G 서비스는 2022년 런칭 4년 차에 접어든다. 런칭 초기 업체간 치열했던 마케팅 경쟁의 여파가 마케팅 비용을 안분 인식하는 회계 구조상 21년 중반까지 영향을 미쳤다. 22년은 그 부담을 완전히 떨치고 본격적인 이익 개선에 접어들 것이다. 특히, KT의 마케팅비 상각 기간은 경쟁사(24개월~28개월) 대비 짧은 21개월로 본격적인 이익 레버리지 극대화 구간에 들어섰다. KT의 5G 침투율(전체 핸드셋 가입자 수 대비 5G 이용자 수 비중)은 21년 말 기준 45%로 예상되며 22년에는 과반을 넘는 60% 수준까지 높아질 것이다. 관련해서 가입자(Q) 및 ARPU(P) 상승에 따른 성과 확대가 기대된다.

비통신 사업 성과의 본격적 가시화: 21년 사업 단위의 구조 개편이 활발하게 진행됐는데, 22년에는 그 성과가 본격적으로 확대될 것이다. 미디어 사업은 KT스튜디오지니를, 금융 사업은 K-뱅크를 중심으로 각각 산업 내에서 수익의 저변을 넓히며 성과를 키워가고 있다. 콘텐츠 제작 사업은 22년 15편, 23년 20편의 제작 역량을 키워가고 지니뮤직은 인수한 '밀리의 서재(지분 38.6%)'와 오디오 콘텐츠, 결합 상품 출시 등으로 사업적 시너지를 키워갈 것으로 예상한다. 당초 22년 흑자전환 23년 IPO를 목표로 했던 케이뱅크는 예상보다 빠른 21년 흑자 달성이 예상된다. KT의 '디지코(Digico, 디지털 플랫폼 기업)' 전환은 22년 더욱 속도를 낼 것이다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	23,917	24,646	25,476	26,180
영업이익 (십억원)	1,184	1,543	1,690	1,808
순이익 (십억원)	703	1,143	1,149	1,265
EPS (adj) (원)	2,520	4,004	3,958	4,363
EPS (adj) growth (%)	6.9	58.9	-1.2	10.3
EBITDA margin (%)	20.3	20.7	20.4	18.9
ROE (%)	4.8	7.3	6.8	7.2
P/E (adj) (배)	9.5	7.7	7.8	7.1
P/B (배)	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	2.6	2.5	2.2	1.9
Dividend yield (%)	5.6	5.2	5.5	5.8

자료: KT, 삼성증권 추정

AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	44,000원	41.7%
현재주가	31,050원	
시가총액	8.1조원	
Shares (float)	261,111,808주 (76.3%)	
52주 최저/최고	23,600원/34,900원	
60일-평균거래대금	219.2억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
KT (%)	-2.7	-5.2	30.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.3	-0.5	13.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	44,000	44,000	0.0%
2021E EPS	4,004	3,472	15.3%
2022E EPS	3,958	3,578	10.6%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	42,000
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

표 7. 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
영업수익	**5,834.4**	**6,098.5**	**6,213.7**	**6,195.5**	**5,831.7**	**5,876.5**	**6,001.2**	**6,207.2**	**6,029.5**	**6,027.7**	**6,217.4**	**6,371.2**	**23,916.6**	**24,645.8**	**25,475.7**
서비스수익	5,055.5	5,225.2	5,199.6	5,289.8	5,107.0	5,196.6	5,240.0	5,302.5	5,230.4	5,336.8	5,402.4	5,508.4	20,846.1	21,478.0	22,140.3
단말수익	778.9	873.3	1,014.1	905.7	724.7	679.9	761.2	904.7	799.1	690.9	815.0	862.8	3,070.5	3,167.8	3,335.4
KT	**4,334.3**	**4,558.5**	**4,705.7**	**4,606.2**	**4,429.1**	**4,339.6**	**4,520.5**	**4,590.0**	**4,574.5**	**4,478.8**	**4,664.7**	**4,717.4**	**17,879.2**	**18,435.4**	**19,129.6**
무선	1,702.8	1,712.5	1,726.4	1,705.4	1,735.7	1,722.5	1,742.1	1,733.4	1,770.7	1,788.5	1,794.7	1,928.7	6,933.7	7,282.6	7,901.1
인터넷	400.6	400.4	397.0	382.5	378.4	376.5	373.0	355.1	377.3	370.5	368.4	380.9	1,483.0	1,497.1	1,503.3
유선전화	500.0	503.0	500.3	498.8	502.5	496.7	498.7	503.3	503.2	507.4	510.7	483.0	2,001.2	2,004.3	1,579.4
IPTV	373.2	405.7	410.4	410.2	417.7	407.6	459.3	438.6	446.2	466.6	473.4	360.2	1,723.2	1,746.4	1,590.0
기업	623.4	684.8	684.9	725.9	668.9	696.8	686.4	704.3	684.2	691.3	727.7	750.1	2,756.4	2,853.3	3,252.7
부동산	45.3	44.9	46.8	45.6	45.8	43.1	45.4	50.8	41.3	43.6	44.3	51.9	185.1	181.1	232.2
단말수익	688.9	807.3	939.8	837.8	680.1	596.4	715.5	804.5	751.6	610.9	745.6	762.6	2,796.5	2,870.7	3,038.3
그룹사	**2,370.4**	**2,498.3**	**2,506.9**	**2,646.4**	**2,274.9**	**2,499.7**	**2,528.6**	**2,760.9**	**2,406.1**	**2,606.3**	**2,733.7**	**2,845.7**	**10,064.1**	**10,591.8**	**10,886.4**
영업비용	**5,432.3**	**5,810.3**	**5,901.2**	**6,047.2**	**5,446.8**	**5,533.0**	**5,707.2**	**6,045.6**	**5,585.3**	**5,551.7**	**5,834.9**	**6,130.5**	**22,732.6**	**23,102.3**	**23,785.4**
인건비	983.8	1,006.1	959.4	1,001.8	1,003.9	983.7	1,082.3	1,053.8	1,024.2	1,025.5	1,090.0	1,101.2	4,123.7	4,240.9	4,518.8
감가상각비	907.4	903.0	897.4	931.0	912.4	911.2	905.3	905.4	901.2	897.3	895.1	906.8	3,634.3	3,600.4	3,704.9
광고판매비	548.3	588.6	574.4	532.3	531.3	565.0	589.9	651.0	594.6	589.1	562.9	657.5	2,337.2	2,404.1	2,337.3
영업이익	**402.1**	**288.2**	**312.5**	**148.3**	**384.8**	**343.5**	**294.0**	**161.7**	**444.2**	**476.0**	**382.4**	**240.7**	**1,184.0**	**1,543.4**	**1,690.3**
영업이익률 (%)	6.9	4.7	5.0	2.4	6.6	5.8	4.9	2.6	7.4	7.9	6.2	3.8	5.0	6.3	6.6
세전이익	397.7	283.6	270.3	24.7	367.8	309.4	314.2	-16.3	468.2	522.7	480.3	153.5	975.1	1,624.7	1,641.0
지배주주순이익	**231.1**	**173.9**	**189.7**	**21.0**	**208.9**	**178.1**	**203.4**	**67.7**	**302.6**	**338.8**	**310.9**	**92.9**	**656.6**	**1,045.2**	**1,033.4**
(전년대비, %)															
영업수익	**2.2**	**5.0**	**4.5**	**3.4**	**-0.0**	**-3.6**	**-3.4**	**0.2**	**3.4**	**2.6**	**3.6**	**2.6**	**-1.7**	**3.0**	**3.4**
서비스수익	3.8	0.9	-0.1	3.7	1.0	-0.5	0.8	0.2	2.4	2.7	3.1	3.9	0.4	3.0	3.1
단말수익	-7.4	39.4	36.1	1.2	-7.0	-22.1	-24.9	-0.1	10.3	1.6	7.1	-4.6	-14.0	3.2	5.3
KT	0.9	6.4	8.0	4.3	**2.2**	**-4.8**	**-3.9**	**-0.4**	**3.3**	**3.2**	**3.2**	**2.8**	**-1.8**	**3.1**	**3.8**
무선	-0.4	-1.0	-0.0	3.4	1.9	0.6	0.9	1.6	2.0	3.8	3.0	11.3	1.3	5.0	8.5
인터넷	-19.9	-18.8	-20.2	-23.2	-5.5	-6.0	-6.0	-7.2	-0.3	-1.6	-1.2	7.3	-6.2	1.0	0.4
유선전화	14.2	16.2	18.8	19.1	0.5	-1.3	-0.3	0.9	0.1	2.2	2.4	-4.0	-0.0	0.2	-21.2
IPTV	17.1	13.6	16.1	13.7	11.9	0.5	11.9	6.9	6.8	14.5	3.1	-17.9	7.7	1.3	-9.0
기업	10.5	11.4	7.8	19.9	7.3	1.8	0.2	-3.0	2.3	-0.8	6.0	6.5	1.4	3.5	14.0
부동산	-1.9	-1.5	1.1	-1.3	1.1	-4.0	-3.0	11.4	-9.8	1.2	-2.4	2.1	1.4	-2.2	28.2
단말수익	-4.3	32.5	38.6	-0.1	-1.3	-26.1	-23.9	-4.0	10.5	2.4	4.2	-5.2	-14.6	2.7	5.8
그룹사	**3.5**	**3.7**	**1.0**	**-0.4**	**-4.0**	**0.1**	**0.9**	**4.3**	**5.8**	**4.3**	**8.1**	**3.1**	**0.4**	**5.2**	**2.8**
영업비용	**2.2**	**7.4**	**5.8**	**2.5**	**0.3**	**-4.8**	**-3.3**	**-0.0**	**2.5**	**0.3**	**2.2**	**1.4**	**-2.0**	**1.6**	**3.0**
인건비	6.7	1.9	3.2	-0.4	2.0	-2.2	12.8	5.2	2.0	4.2	0.7	4.5	4.4	2.8	6.6
감가상각비	9.1	9.8	10.1	14.6	0.6	0.9	0.9	-2.7	-1.2	-1.5	-1.1	0.2	-0.1	-0.9	2.9
광고판매비	27.2	36.6	11.6	-6.0	-3.1	-4.0	2.7	22.3	11.9	4.3	-4.6	1.0	4.2	2.9	-2.8
영업이익	**1.2**	**-27.8**	**-15.4**	**54.8**	**-4.3**	**19.2**	**-5.9**	**9.0**	**15.4**	**38.6**	**30.0**	**48.9**	**2.9**	**30.4**	**9.5**
영업이익률 (%p)	-0.1	-2.1	-1.2	0.8	-0.3	1.1	-0.1	0.2	0.8	2.1	1.3	1.2	0.2	1.3	0.4
세전이익	12.7	-27.5	-19.1	97.0	-7.5	9.1	16.3	적전	27.3	68.9	52.9	흑전	-0.1	66.6	1.0
지배주주순이익	**17.3**	**-30.7**	**-14.7**	**16.7**	**-9.6**	**2.4**	**7.2**	**222.2**	**44.9**	**91.9**	**52.9**	**37.2**	**6.6**	**59.2**	**-1.1**

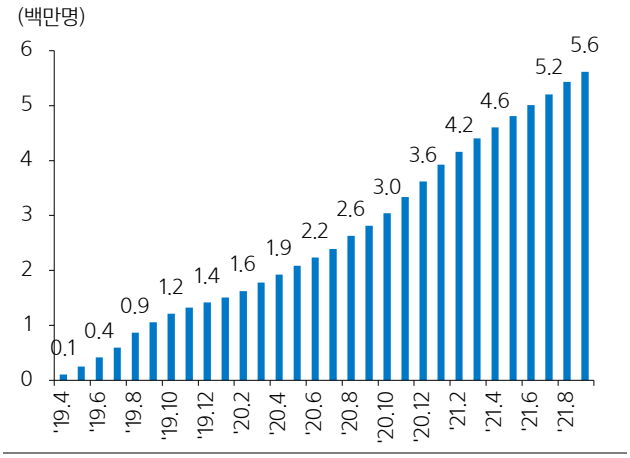
자료: KT, 삼성증권

표 8. 주요 지표

(천명)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
무선 가입자 수	**21,333**	**21,549**	**21,771**	**21,922**	**21,976**	**22,133**	**22,333**	**22,305**	**22,427**	**22,621**	**22,378**	**22,419**	**22,305**	**22,419**	**22,433**
순증 (QoQ)	213	216	222	151	54	157	200	-28	122	194	-243	41	-	-	-
LTE	17,393	17,383	17,169	17,153	17,033	16,937	16,774	16,174	15,739	15,504	14,744	14,007	16,174	14,007	11,464
5G	-	419	1,055	1,419	1,778	2,237	2,812	3,619	4,404	5,014	5,608	6,477	3,619	6,477	9,234
유선 가입자 수	**31,577**	**31,516**	**31,519**	**31,498**	**31,397**	**31,465**	**31,549**	**31,516**	**31,629**	**31,708**	**31,798**	**31,888**	**31,516**	**31,888**	**32,121**
IPTV	7,966	8,113	8,229	8,351	8,422	8,559	8,687	8,763	8,893	9,021	9,138	9,252	8,763	9,252	9,649
브로드밴드	8,782	8,849	8,904	8,962	8,962	9,043	9,130	9,171	9,276	9,359	9,439	9,517	9,171	9,517	9,669
전화	14,829	14,554	14,386	14,185	14,013	13,863	13,732	13,582	13,460	13,328	13,221	13,119	13,582	13,119	12,803
ARPU (원)	**31,048**	**31,727**	**31,906**	**31,341**	**31,773**	**31,393**	**31,620**	**31,946**	**32,003**	**32,342**	**32,730**	**33,025**	**31,683**	**32,525**	**33,677**
증가율 (QoQ, YoY%)	*-1.3*	*2.2*	*0.6*	*-1.8*	*1.4*	*-1.2*	*0.7*	*1.0*	*0.2*	*1.1*	*1.2*	*0.9*	*0.6*	2.7	3.5

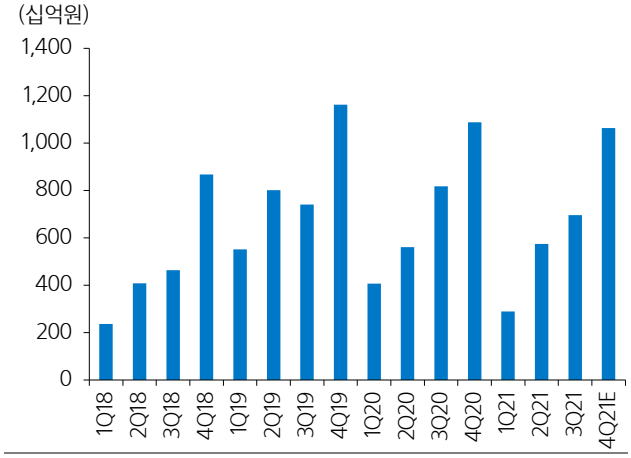
자료: KT, 삼성증권

그림 10. 5G 가입자 수 추이



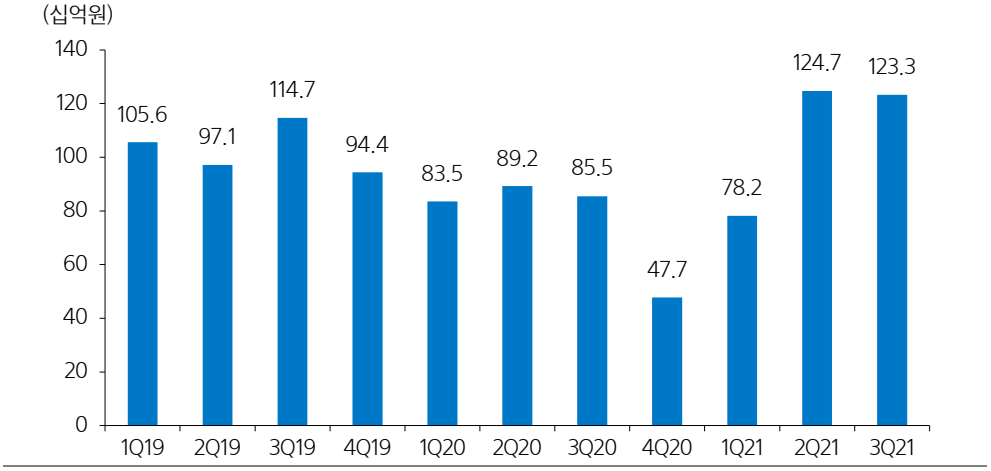
자료: KT, 삼성증권

그림 11. 별도 CAPEX 추이와 전망



자료: KT, 삼성증권

그림 12. 전체 그룹사 이익 기여도



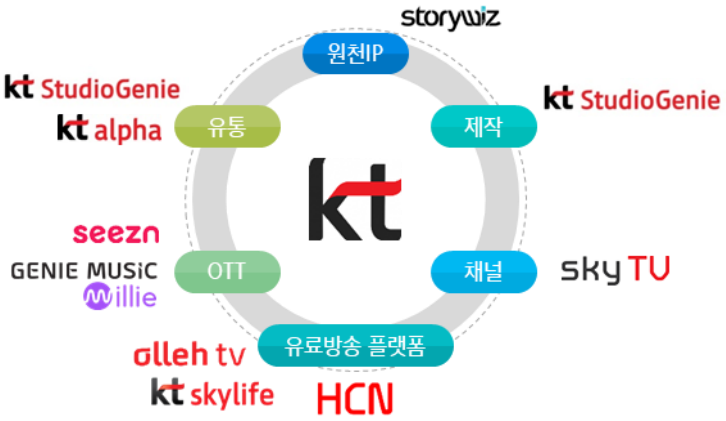
자료: KT, 삼성증권

표 9. KT그룹 미디어콘텐츠 사업 현황

구분	회사	사업내용
플랫폼 (IPTV)	KT (올레tv)	IPTV 사업자
플랫폼 (위성)	KT스카이라이프	위성방송사업자
플랫폼 (유료방송)	HCN	유료방송사업자
플랫폼 (OTT)	Seezn	온라인동영상서비스
플랫폼 (음원)	지니뮤직	음원 서비스 및 음원 유통
플랫폼 (전자책)	밀리의 서재	전자책 월정액 구독 플랫폼
방송채널 운영	skyTV	방송 프로그램 공급, 콘텐츠 제작
원천IP	Storywiz	웹소설/웹툰 제작, 유통 및 플랫폼 운영
콘텐츠 기획·제작	스튜디오지니	콘텐츠 기획, 제작 및 유통
콘텐츠 유통	KT알파	T커머스, 콘텐츠 유통
광고	나스미디어	광고솔루션 제공, 광고대행 및 광고매체 판매
	플레이디	디지털 광고대행업

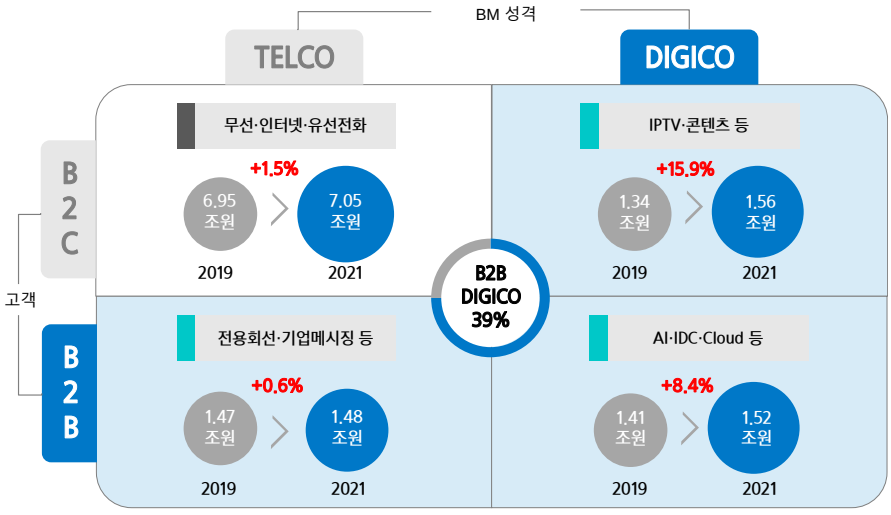
자료: KT, 삼성증권

그림 13. 미디어 콘텐츠



자료: KT, 삼성증권

그림 14. Digico 전환 가속화



참고: 별도 3분기 누적 기준 / 자료: KT, 삼성증권

표 10. KT 주요 연결회사 분기 및 연간 실적 추이

연결회사	(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	2018	2019	2020
BC카드	매출액	858	892	908	893	866	881	869	921	799	867	863	860	839	907	888	3,551	3,537	3,390
	영업이익	49	44	34	18	47	39	42	28	33	35	28	7	34	39	33	146	156	103
	순이익	37	34	19	-19	48	31	34	3	27	27	20	-14	10	27	40	71	116	60
KT에스테이트	매출액	117	132	164	156	116	113	126	130	107	104	76	77	63	67	111	568	485	364
	영업이익	19	9	28	17	23	7	16	19	-	-	-	-	-	-	-	73	65	20
	순이익	13	5	23	10	19	6	12	11	10	-2	2	4	2	3	-	52	49	14
KT스카이라이프	매출액	166	172	175	178	171	174	182	167	168	178	177	177	167	175	178	691	695	699
	영업이익	19	20	10	17	21	17	13	19	24	26	14	10	22	23	12	67	69	74
	순이익	16	17	8	11	14	18	10	14	18	21	11	7	17	21	10	52	56	58
나스미디어	매출액	27	27	25	28	28	31	27	31	26	26	28	32	27	29	31	107	117	112
	영업이익	7	6	5	7	8	8	5	9	5	6	6	11	6	8	8	25	31	27
	순이익	6	5	4	5	6	5	4	7	4	5	5	9	5	6	7	21	22	23
지니뮤직	매출액	32	38	41	61	51	56	62	61	61	62	62	63	61	61	60	171	231	247
	영업이익	1	1	2	4	2	2	2	2	2	3	4	3	42	3	3	7	8	11
	순이익	1	1	2	3	3	2	1	2	2	2	3	2	4	2	3	6	7	9
KT알파	매출액	62	64	73	80	73	82	82	87	82	80	85	102	94	102	125	279	322	349
	영업이익	0	2	2	1	0	4	4	3	1	3	3	4	1	3	-2	6	11	12
	순이익	1	2	1	-3	-0	3	1	-2	-6	1	1	-0	0	-5	-5	1	1	1

자료: 각 사, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**24,342**	**23,917**	**24,646**	**25,476**	**26,180**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**24,342**	**23,917**	**24,646**	**25,476**	**26,180**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	23,182	22,733	23,102	23,785	24,372
영업이익	**1,160**	**1,184**	**1,543**	**1,690**	**1,808**
(영업이익률, %)	4.8	5.0	6.3	6.6	6.9
영업외손익	**-183**	**-209**	**81**	**-49**	**-1**
금융수익	424	499	475	350	339
금융비용	432	507	532	552	551
지분법손익	-3	18	165	294	276
기타	-172	-218	-27	-141	-65
세전이익	**976**	**975**	**1,625**	**1,641**	**1,807**
법인세	310	272	482	492	542
(법인세율, %)	31.8	27.9	29.7	30.0	30.0
계속사업이익	666	703	1,143	1,149	1,265
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**666**	**703**	**1,143**	**1,149**	**1,265**
(순이익률, %)	2.7	2.9	4.6	4.5	4.8
지배주주순이익	616	658	1,045	1,033	1,139
비지배주주순이익	50	45	98	116	126
EBITDA	4,821	4,852	5,109	5,190	4,949
(EBITDA 이익률, %)	19.8	20.3	20.7	20.4	18.9
EPS (지배주주)	2,358	2,520	4,004	3,958	4,363
EPS (연결기준)	2,550	2,694	4,377	4,401	4,846
수정 EPS (원)*	2,358	2,520	4,004	3,958	4,363

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	**11,897**	**11,154**	**14,313**	**15,397**	**18,118**
현금 및 현금등가물	2,306	2,635	4,619	5,722	7,850
매출채권	3,150	3,056	3,296	3,398	3,567
재고자산	665	535	643	648	708
기타	5,775	4,929	5,755	5,630	5,993
비유동자산	**22,643**	**22,508**	**20,721**	**20,584**	**19,214**
투자자산	1,089	1,102	989	1,082	1,088
유형자산	13,785	14,206	14,140	14,003	12,700
무형자산	2,834	2,161	1,899	1,805	1,732
기타	4,934	5,039	3,694	3,694	3,694
자산총계	**34,540**	**33,663**	**35,034**	**35,981**	**37,332**
유동부채	**10,148**	**9,192**	**9,514**	**9,613**	**9,990**
매입채무	1,305	1,240	1,351	1,413	1,501
단기차입금	84	96	77	49	49
기타 유동부채	8,760	7,857	8,086	8,151	8,440
비유동부채	**9,208**	**8,919**	**9,091**	**9,165**	**9,272**
사채 및 장기차입금	6,113	5,898	5,898	5,898	5,898
기타 비유동부채	3,095	3,020	3,193	3,266	3,373
부채총계	**19,357**	**18,111**	**18,605**	**18,778**	**19,262**
지배주주지분	**13,663**	**14,011**	**14,792**	**15,450**	**16,191**
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,441	1,440	1,440	1,440	1,440
이익잉여금	11,634	12,155	12,874	13,533	14,274
기타	-976	-1,149	-1,087	-1,087	-1,087
비지배주주지분	**1,520**	**1,540**	**1,637**	**1,753**	**1,879**
자본총계	**15,184**	**15,551**	**16,429**	**17,203**	**18,070**
순부채	5,113	4,939	2,858	1,678	-424

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	**3,745**	**4,740**	**4,206**	**4,973**	**4,332**
당기순이익	666	703	1,143	1,149	1,265
현금유출입이없는 비용 및 수익	4,523	4,642	4,101	4,032	3,695
유형자산 감가상각비	3,001	3,039	3,022	2,987	2,652
무형자산 상각비	661	628	543	512	488
기타	861	975	536	532	554
영업활동 자산부채 변동	-1,130	-600	-584	269	-135
투자활동에서의 현금흐름	**-3,887**	**-3,761**	**-1,990**	**-3,320**	**-1,834**
유형자산 증감	-3,221	-3,158	-2,956	-2,850	-1,350
장단기금융자산의 증감	-29	51	-17	4	-8
기타	-638	-655	983	-474	-476
재무활동에서의 현금흐름	**-250**	**-648**	**-407**	**-457**	**-364**
차입금의 증가(감소)	743	131	-81	-82	34
자본금의 증가(감소)	1	-1	0	0	0
배당금	-305	-311	-326	-375	-398
기타	-689	-466	0	0	0
현금증감	-398	329	1,984	1,103	2,128
기초현금	2,703	2,306	2,635	4,619	5,722
기말현금	2,306	2,635	4,619	5,722	7,850
Gross cash flow	**5,188**	**5,346**	**5,244**	**5,181**	**4,960**
Free cash flow	**482**	**1,532**	**1,250**	**2,123**	**2,982**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	3.8	-1.7	3.0	3.4	2.8
영업이익	-8.1	2.1	30.3	9.5	7.0
순이익	-12.6	5.6	62.5	0.5	10.1
수정 EPS**	-10.6	6.9	58.9	-1.2	10.3
주당지표					
EPS (지배주주)	2,358	2,520	4,004	3,958	4,363
EPS (연결기준)	2,550	2,694	4,377	4,401	4,846
수정 EPS**	2,358	2,520	4,004	3,958	4,363
BPS	55,714	58,008	63,111	65,920	69,081
DPS (보통주)	1,100	1,350	1,600	1,700	1,800
Valuations (배)					
P/E***	11.4	9.5	7.7	7.8	7.1
P/B***	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.8	2.6	2.5	2.2	1.9
비율					
ROE (%)	4.6	4.8	7.3	6.8	7.2
ROA (%)	2.0	2.1	3.3	3.2	3.5
ROIC (%)	4.2	4.4	5.8	6.5	7.3
배당성향 (%)	43.8	49.6	35.9	38.6	37.0
배당수익률 (보통주, %)	4.1	5.6	5.2	5.5	5.8
순부채비율 (%)	33.7	31.8	17.4	9.8	-2.3
이자보상배율 (배)	4.2	4.5	6.2	7.5	9.2

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: KT, 삼성증권 추정

플랫폼비즈니스팀

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com

LG유플러스 (032640)

차별화된 가치를 만들어 내다

- 22년 5G 이용 고객 비중은 50%를 넘어설 것. 가입자 수 증가와 ARPU 상승으로 무선 수익은 안정적 성장 이어가고 효율적 비용 집행 기조도 지속될 전망
- 디즈니플러스와 IPTV 독점 공급 계약으로 점유율 상승의 계기 마련
- 실적 개선에 따른 배당 증대 기대감. 22년 배당 수익률 4.4배로 상승할 것

WHAT'S THE STORY?

22년에도 이어질 이익 성장: 22년에는 시장 전체적으로 5G 이용 고객이 50%를 넘어설 것으로 예상된다. 높아진 5G 이용률에 따른 ARPU 상승으로 무선 수익은 안정적 성장 기조를 이어갈 것이다. MVNO(알뜰폰) 가입자를 필두로 한 가입자 수 순증세도 지속될 전망이다. 작년 말부터 업계 전반적으로 가격 경쟁을 지양하는 분위기가 지속되고 있어 22년에도 제한적인 마케팅 비용 증가, 감가상각비 상승률 둔화 등 효율적인 비용 집행으로 본사 이익 규모는 2022년에도 확대될 것이다. 22년 연결 매출액은 14조 7,638억원(+6.6% YoY), 영업이익 1조 1,559억원(+11.4% YoY)으로 예상한다.

미디어 사업 강화: LG유플러스의 IPTV 등 미디어 사업도 디즈니플러스와 IPTV 독점 계약으로 다양한 콘텐츠를 제공할 수 있게 돼 유료방송 시장에서 신규 고객 유입에 따른 점유율 상승의 계기를 마련했다. 이외에도 아이들 나라 등 키즈 콘텐츠 서비스를 강화하고 이용 가능한 서비스를 확대해 나갈 전망이다.

BUY 유지: 양질의 가입자 수 증가에 기반한 수익 확대와 마진 상승 기조를 지속할 것이다. 실적 개선은 배당 증대 기대감으로 이어진다. LG유플러스의 배당은 별도 기준 당기순이익(일회성 이익 제외) 의 30% 이상을 주주에게 환원하는 정책을 유지하고 있다. 참고로 최근 3개년 평균 배당성향은 약 40% 수준이었다. 주주친화 정책의 일환으로 21년부터 중간 배당 정책을 시행한 바 있는데 21년 배당수익률은 3.9%(기말 배당수익률 2.5%)에 달한다. 22년에도 차별화된 수익성에 기반한 이익 성장세를 펼칠 것으로 기대돼 주당배당금 620원 가정시 배당수익률은 4.4배까지 높아질 것이다. 28GHz 장기 미사용에 따른 손상차손, LG헬로비전 가치 재평가로 영업권 상각 반영으로 일회성 비용이 컸던 작년 4분기와 달리, 금년은 현재까지 특별한 일회성이 감지되지 않아 영업외비용을 추가 감소 조정해 순이익 추정치는 상향했지만, 적용 멀티플을 평균 기간 조정으로 14배→ 12배로 낮춰 목표주가 19,000원(12MF PER 12배(16년~21년 평균))과 BUY 의견을 유지한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	13,418	13,852	14,764	15,451
영업이익 (십억원)	886	1,038	1,156	1,272
순이익 (십억원)	478	744	799	871
EPS (adj) (원)	1,069	1,683	1,810	1,975
EPS (adj) growth (%)	6.4	57.4	7.6	9.1
EBITDA margin (%)	24.3	25.0	23.9	23.4
ROE (%)	6.5	9.7	9.8	10.0
P/E (adj) (배)	11.0	8.3	7.7	7.1
P/B (배)	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	3.5	3.5	3.1	3.0
Dividend yield (%)	3.8	3.9	4.4	5.2

자료: LG유플러스, 삼성증권 추정

AT A GLANCE

투자의견	BUY
목표주가	19,000원 (37.7%)
현재주가	13,800원
시가총액	6.0조원
Shares (float)	436,611,361주 (60.8%)
52주 최저/최고	11,400원/15,900원
60일-평균거래대금	188.1억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
LG유플러스 (%)	-7.1	-7.4	21.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.8	-1.4	5.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	19,000	19,000	0.0%
2021E EPS	1,683	1,484	13.4%
2022E EPS	1,810	1,636	10.6%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	19,467
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

표 11. 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**2,937.5**	**3,114.5**	**3,155.8**	**3,174.2**	**3,286.6**	**3,272.6**	**3,341.0**	**3,517.3**	**3,416.8**	**3,345.5**	**3,477.4**	**3,611.8**	**13,417.6**	**13,851.5**	**14,763.8**
영업수익	2,145.4	2,215.7	2,180.0	2,287.2	2,262.5	2,264.2	2,305.7	2,401.5	2,368.6	2,421.6	2,403.1	2,542.8	9,233.9	9,736.1	10,545.5
무선수익	1,344.7	1,374.0	1,397.7	1,400.3	1,411.3	1,424.6	1,459.7	1,517.5	1,497.1	1,505.6	1,504.0	1,599.3	5,813.1	6,106.0	6,562.0
스마트홈	446.1	454.8	460.0	489.8	489.6	494.6	514.3	517.4	530.0	530.0	530.0	543.1	2,015.9	2,133.1	2,247.1
전화	128.6	128.1	124.3	127.3	117.1	113.8	109.6	113.3	104.8	107.7	102.7	95.9	453.8	411.1	408.6
인터넷전화	51.8	50.9	49.0	48.7	48.2	47.3	46.5	47.0	45.6	45.6	45.6	31.6	189.0	168.4	172.0
기업/국제전화	76.8	77.2	75.3	78.6	68.9	66.5	63.1	66.3	59.2	62.1	57.1	64.3	264.8	242.7	236.5
기업인프라	384.1	509.6	502.3	460.8	244.5	278.5	268.6	300.3	282.3	323.9	312.0	304.6	1,091.9	1,222.8	1,327.9
단말수익	706.0	821.6	839.9	808.8	715.1	653.7	691.0	767.2	724.9	578.8	694.4	726.3	2,827.0	2,724.3	2,808.3
LG헬로비전	-	-	-	-	258.9	270.1	261.7	267.2	257.2	272.0	267.0	281.7	1,057.9	1,077.8	1,090.8
영업비용	2,825.6	2,963.9	2,999.3	2,992.0	3,066.9	3,032.9	3,089.8	3,341.9	3,141.1	3,077.1	3,200.7	3,394.9	12,531.5	12,813.7	13,607.9
인건비	305.3	301.3	294.8	259.1	336.1	369.0	358.5	382.5	401.5	402.6	398.9	416.0	1,446.0	1,619.0	1,697.6
감가상각비	418.4	422.1	432.2	476.8	507.1	503.4	498.3	511.5	507.5	513.0	522.8	510.5	2,020.3	2,053.7	2,064.0
무형자산상각비	76.9	77.9	77.6	78.1	85.4	85.6	86.4	87.0	87.9	89.4	95.9	86.6	344.4	359.8	359.8
마케팅비용	511.9	564.5	585.4	583.1	565.0	556.9	581.2	626.7	548.1	566.6	564.7	590.9	2,329.8	2,270.3	2,397.7
영업이익	**197.1**	**150.6**	**156.4**	**182.1**	**219.8**	**239.7**	**251.2**	**175.5**	**275.6**	**268.4**	**276.7**	**217.0**	**886.1**	**1,037.8**	**1,155.9**
영업이익률 (%)	6.7	4.8	5.0	5.7	6.7	7.3	7.5	5.0	8.1	8.0	8.0	6.0	6.6	7.5	7.8
세전이익	178.1	134.3	136.5	125.1	193.5	205.7	226.1	-251.9	257.0	257.7	266.1	154.4	373.3	935.3	1,007.3
지배주주순이익	**132.6**	**98.5**	**104.5**	**103.3**	**145.0**	**147.1**	**396.9**	**-222.2**	**196.4**	**208.1**	**210.4**	**119.7**	**466.8**	**734.6**	**790.2**
(전년대비, %)															
매출액	**-1.4**	**4.5**	**5.5**	**14.5**	**11.9**	**5.1**	**5.9**	**10.8**	**4.0**	**2.2**	**4.1**	**2.7**	**8.4**	**3.2**	**6.6**
영업수익	-5.5	-5.4	-6.3	-4.9	5.5	2.2	5.8	5.0	4.7	7.0	4.2	5.9	4.6	5.4	8.3
무선수익	0.8	2.4	3.5	-0.8	5.0	3.7	4.4	8.4	6.1	5.7	3.0	5.4	5.4	5.0	7.5
스마트홈	1.2	2.3	-4.8	2.6	9.8	8.8	11.8	5.6	8.3	7.2	3.1	5.0	8.9	5.8	5.3
전화	-	-	-	-	-8.9	-11.2	-11.8	-11.0	-10.5	-5.4	-6.3	-15.3	-10.7	-9.4	-0.6
인터넷전화	-	-	-	-	-6.9	-7.1	-5.1	-3.5	-5.4	-3.6	-1.9	-32.7	-5.7	-10.9	2.1
기업/국제전화	-	-	-	-	-10.3	-13.9	-16.2	-15.6	-14.1	-6.6	-9.5	-3.0	-14.0	-8.3	-2.5
기업인프라	-20.3	-5.2	4.4	-9.4	-36.3	-45.3	-46.5	-34.8	15.5	16.3	16.2	1.4	-41.2	12.0	8.6
단말수익	-0.5	28.9	26.1	5.5	1.3	-20.4	-17.7	-5.1	1.4	-11.5	0.5	-5.3	-11.0	-3.6	3.1
LG헬로비전	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.7	0.7	2.0	5.4	-	1.9	1.2
영업비용	1.2	7.0	8.5	-2.5	8.5	2.3	3.0	11.7	2.4	1.5	3.6	1.6	6.4	2.3	6.2
인건비	15.0	21.8	6.7	-15.7	10.1	22.5	21.6	47.6	19.5	9.1	11.3	8.8	24.6	12.0	4.9
감가상각비	17.4	18.6	22.1	31.5	21.2	19.3	15.3	7.3	0.1	1.9	4.9	-0.2	15.5	1.7	0.5
무형자산상각비	28.1	31.3	33.0	19.1	11.0	9.8	11.3	11.5	2.9	4.5	11.0	-0.5	10.9	4.5	0.0
마케팅비용	3.5	11.1	17.3	6.8	10.4	-1.4	-0.7	7.5	-3.0	1.7	-2.8	-5.7	3.8	-2.6	5.6
영업이익	**5.0**	**-28.7**	**-31.4**	**59.9**	**11.5**	**59.2**	**60.6**	**-3.7**	**25.4**	**12.0**	**10.2**	**23.6**	**29.1**	**17.1**	**11.4**
영업이익률 (%p)	0.4	-2.2	-2.7	1.6	-0.0	2.5	2.6	-0.7	1.4	0.7	0.4	1.0	1.1	0.9	0.3
세전이익	9.9	-29.0	-34.3	26.1	8.7	53.2	65.6	적전	32.8	25.3	17.7	흑전	-34.9	150.5	7.7
지배주주순이익	**14.8**	**-28.1**	**-32.1**	**37.2**	**9.4**	**49.3**	**279.9**	**적전**	**35.4**	**41.5**	**-47.0**	**흑전**	**6.4**	**57.4**	**7.6**

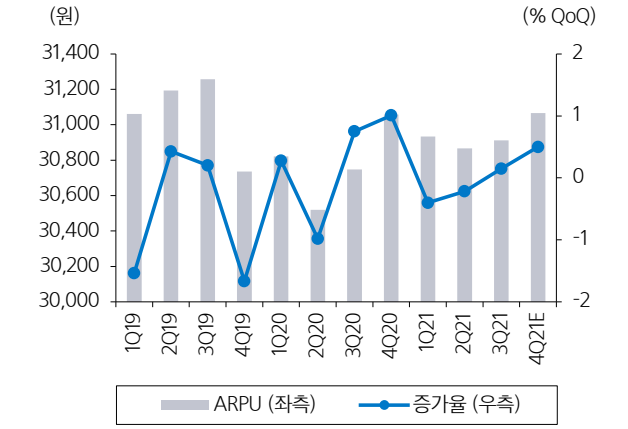
참고: 2Q20부터 구분수익을 변경; 스마트홈 사업 부문 내 '인터넷전화' 및 기업 부문 내 '기업전화' 사업군을 전화 사업으로 별도 구분
자료: LG유플러스, 삼성증권

표 12. 주요 지표

(천명, %, 원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
무선 가입자 수	**14,398**	**14,694**	**14,961**	**15,256**	**15,519**	**15,859**	**16,265**	**16,652**	**16,981**	**17,198**	**17,496**	**17,953**	**16,652**	**17,953**	**19,407**
순증 (QoQ)	270	296	267	295	263	341	406	387	329	217	298	457	1,396	1,301	1,454
LTE	13,684	13,650	13,480	13,514	13,551	13,613	13,667	13,533	13,403	13,357	13,305	13,172	13,533	13,172	12,655
5G	-	387	875	1,165	1,455	1,785	2,173	2,756	3,335	3,727	4,108	4,724	2,756	4,724	6,741
유선 가입자 수	**12,719**	**12,827**	**12,962**	**13,089**	**13,224**	**13,382**	**13,490**	**13,612**	**13,781**	**13,903**	**14,022**	**14,166**	**13,612**	**14,166**	**14,448**
IPTV	4,149	4,241	4,358	4,477	4,597	4,728	4,838	4,944	5,076	5,173	5,265	5,383	4,944	5,383	5,626
초고속인터넷	4,111	4,170	4,225	4,284	4,350	4,413	4,476	4,529	4,590	4,637	4,693	4,746	4,529	4,746	4,887
전화	4,459	4,416	4,379	4,328	4,277	4,241	4,176	4,139	4,115	4,093	4,064	4,037	4,139	4,037	3,936
ARPU	**31,061**	**31,194**	**31,257**	**30,736**	**30,821**	**30,519**	**30,748**	**31,058**	**30,933**	**30,866**	**30,912**	**31,066**	**30,787**	**30,944**	**31,148**
증가율 (QoQ, YoY)	*-1.5*	*0.4*	*0.2*	*-1.7*	*0.3*	*-1.0*	*0.8*	*1.0*	*-0.4*	*-0.2*	*0.1*	*0.5*	*-0.9*	*0.5*	*0.7*

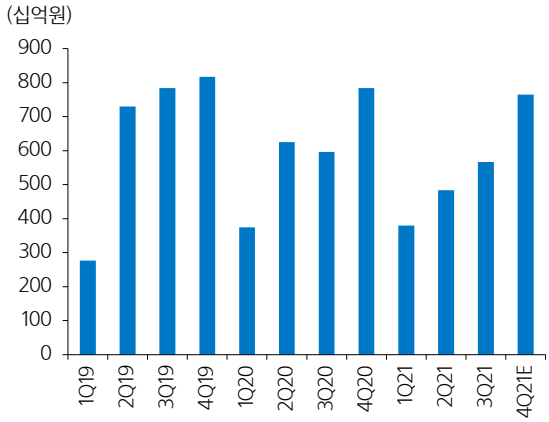
참고: 전화(인터넷전화+PSTN)
자료: LG유플러스, 삼성증권

그림 15. 무선 ARPU



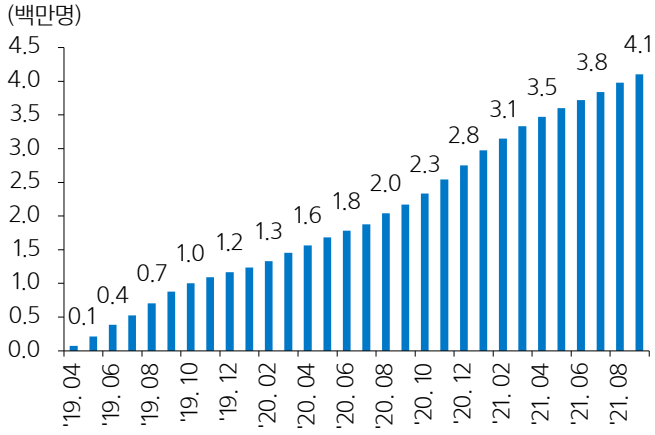
자료: LG유플러스, 삼성증권

그림 16. 별도 CAPEX 추이와 전망



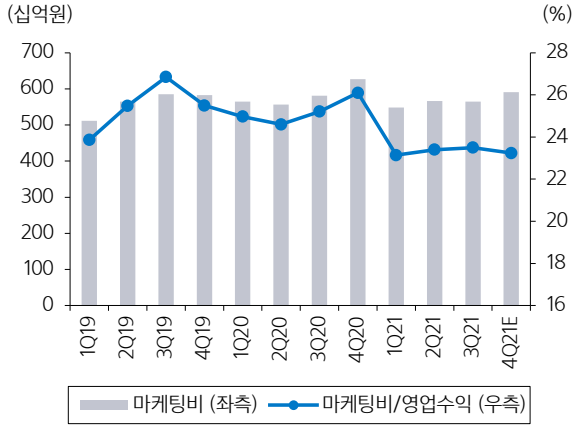
자료: LG유플러스, 삼성증권

그림 17. 5G 가입자 수 추이



자료: LG유플러스, 삼성증권

그림 18. 마케팅 비용과 영업수익 대비 비중



자료: LG유플러스, 삼성증권

표 13. LG헬로비전 분기 및 연간 실적 추이

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	2018	2019	2020
매출액	286.5	291.3	297.7	302.6	275.6	285.4	273.4	277.8	258.9	270.1	261.7	267.2	257.2	272.0	267.0	1,178.0	1,112.2	1,057.9
영업이익	13.1	15.7	20.5	18.6	13.0	9.6	4.0	2.6	7.5	9.5	9.2	7.9	10.1	10.4	11.3	68.0	29.2	34.2
당기순이익	6.5	8.5	13.1	11.6	7.5	4.2	-2.8	-103.1	4.3	5.8	5.9	-328.7	6.3	6.1	7.6	39.7	-94.2	-312.8

자료: LG헬로비전, 삼성증권

그림 19. LG 유플러스, 디즈니플러스와 IPTV 독점 공급 계약

자료: LG유플러스, 삼성증권

표 14. 이익 추정치 변경

(십억원)	2021E			2022E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	13,848.9	13,851.5	0.0	14,762.0	14,763.8	0.0
영업이익	1,035.6	1,037.8	0.2	1,169.3	1,155.9	-1.1
영업이익률 (%, %p)	7.5	7.5	0.0	7.9	7.8	-0.1
세전이익	824.6	935.3	13.4	916.6	1,007.3	9.9
지배주주순이익	647.9	734.6	13.4	714.3	790.2	10.6

참고: 20년과 달리 21년~22년 4분기에는 큰 규모의 일회성 비용은 없을 것으로 판단돼 영업외비용 추정치를 낮춤
자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**12,382**	**13,418**	**13,852**	**14,764**	**15,451**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**12,382**	**13,418**	**13,852**	**14,764**	**15,451**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	11,696	12,531	12,814	13,608	14,180
영업이익	**686**	**886**	**1,038**	**1,156**	**1,272**
(영업이익률, %)	5.5	6.6	7.5	7.8	8.2
영업외손익	**-114**	**-208**	**-102**	**-149**	**-174**
금융수익	42	58	58	55	56
금융비용	132	153	158	165	167
지분법손익	1	1	-4	-7	-8
기타	-25	-114	3	-32	-55
세전이익	**572**	**678**	**935**	**1,007**	**1,098**
법인세	133	121	192	209	227
(법인세율, %)	23.3	17.8	20.5	20.7	20.6
계속사업이익	441	253	744	799	871
중단사업이익	-2	226	0	0	0
순이익	**439**	**478**	**744**	**799**	**871**
(순이익률, %)	3.5	3.6	5.4	5.4	5.6
지배주주순이익	439	467	735	790	862
비지배주주순이익	-0	11	9	8	9
EBITDA	2,754	3,257	3,462	3,523	3,614
(EBITDA 이익률, %)	22.2	24.3	25.0	23.9	23.4
EPS (지배주주)	1,005	1,069	1,683	1,810	1,975
EPS (연결기준)	1,005	1,095	1,703	1,829	1,996
수정 EPS (원)*	1,005	1,069	1,683	1,810	1,975

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	**4,805**	**4,951**	**5,572**	**5,686**	**6,338**
현금 및 현금등가물	474	726	855	968	1,363
매출채권	1,766	1,856	2,062	2,035	2,127
재고자산	437	284	399	376	428
기타	2,129	2,085	2,256	2,307	2,421
비유동자산	**13,136**	**13,399**	**12,909**	**12,627**	**12,538**
투자자산	114	131	129	135	137
유형자산	8,861	9,950	10,107	9,988	9,953
무형자산	2,219	1,541	1,600	1,498	1,442
기타	1,941	1,778	1,072	1,006	1,006
자산총계	**17,941**	**18,350**	**18,481**	**18,313**	**18,877**
유동부채	**4,649**	**4,328**	**4,070**	**3,265**	**3,165**
매입채무	421	74	268	200	216
단기차입금	5	50	38	23	23
기타 유동부채	4,222	4,205	3,764	3,042	2,926
비유동부채	**5,943**	**6,371**	**6,299**	**6,383**	**6,454**
사채 및 장기차입금	4,357	4,670	4,670	4,670	4,670
기타 비유동부채	1,586	1,700	1,629	1,713	1,784
부채총계	**10,591**	**10,699**	**10,370**	**9,648**	**9,620**
지배주주지분	**7,081**	**7,375**	**7,826**	**8,371**	**8,954**
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	3,674	3,969	4,421	4,966	5,549
기타	-4	-5	-6	-6	-6
비지배주주지분	**269**	**276**	**285**	**294**	**303**
자본총계	**7,350**	**7,651**	**8,111**	**8,665**	**9,257**
순부채	5,200	6,037	5,913	4,688	4,293

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	**2,253**	**2,549**	**2,345**	**3,562**	**2,936**
당기순이익	439	478	744	799	871
현금유출입이없는 비용 및 수익	4,130	4,813	2,723	2,688	2,684
유형자산 감가상각비	1,757	2,026	2,062	2,035	2,027
무형자산 상각비	311	344	362	332	316
기타	2,062	2,442	299	321	342
영업활동 자산부채 변동	-2,112	-2,570	-828	390	-286
투자활동에서의 현금흐름	**-3,214**	**-2,616**	**-2,571**	**-2,086**	**-2,261**
유형자산 증감	-2,308	-2,686	-2,220	-1,915	-1,992
장단기금융자산의 증감	-37	1	-11	-6	-9
기타	-869	69	-340	-164	-260
재무활동에서의 현금흐름	**1,220**	**157**	**-263**	**-1,354**	**-270**
차입금의 증가(감소)	2,801	1,081	19	-1,109	10
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-175	-178	-282	-245	-279
기타	-1,407	-746	0	-0	0
현금증감	96	252	129	113	396
기초현금	379	474	726	855	968
기말현금	474	726	855	968	1,363
Gross cash flow	**4,568**	**5,291**	**3,466**	**3,487**	**3,555**
Free cash flow	**-74**	**-155**	**125**	**1,647**	**944**

재무비율 및 주당지표

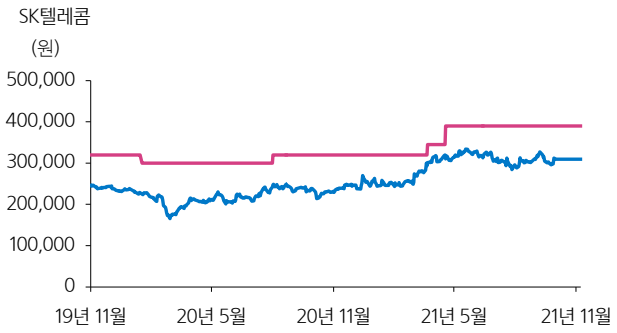
12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	5.6	8.4	3.2	6.6	4.7
영업이익	-7.4	29.1	17.1	11.4	10.0
순이익	-8.9	8.9	55.6	7.4	9.1
수정 EPS**	-8.9	6.4	57.4	7.6	9.1
주당지표					
EPS (지배주주)	1,005	1,069	1,683	1,810	1,975
EPS (연결기준)	1,005	1,095	1,703	1,829	1,996
수정 EPS**	1,005	1,069	1,683	1,810	1,975
BPS	16,218	16,891	18,207	19,476	20,832
DPS (보통주)	400	450	550	620	730
Valuations (배)					
P/E***	14.1	11.0	8.3	7.7	7.1
P/B***	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.2	3.5	3.5	3.1	3.0
비율					
ROE (%)	6.3	6.5	9.7	9.8	10.0
ROA (%)	2.8	2.6	4.0	4.3	4.7
ROIC (%)	4.6	4.5	5.8	6.4	7.1
배당성향 (%)	39.8	42.1	32.2	33.7	36.4
배당수익률 (보통주, %)	2.8	3.8	3.9	4.4	5.2
순부채비율 (%)	70.7	78.9	72.9	54.1	46.4
이자보상배율 (배)	6.2	5.9	6.7	7.2	7.8

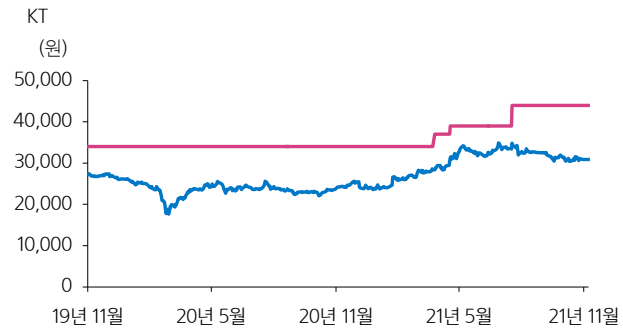
참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: LG유플러스, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이





최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

SK텔레콤					
일 자	2019/10/11	2020/2/9	8/25	2021/4/15	5/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	320,000	300,000	320,000	345,000	390,000
괴리율 (평균)	-25.61	-29.64	-23.17	-10.26	
괴리율 (최대or최소)	-22.97	-19.33	-6.25	-7.39	

KT					
일 자	2019/8/7	2020/8/7	2021/4/19	5/12	8/11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	34,000	34,000	37,000	39,000	44,000
괴리율 (평균)	-26.35	-27.52	-21.20	-15.59	
괴리율 (최대or최소)	-18.38	-15.88	-17.57	-10.51	

LG유플러스			
일 자	2019/8/9	2020/8/9	2021/5/13
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	17,500	17,500	19,000
괴리율 (평균)	-25.67	-30.65	
괴리율 (최대or최소)	-16.86	-16.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 9월 30일 기준

매수 (87.1%) | 중립 (12.9%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI interbrand Best Korea Brands 2020

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM