

# 5G, 서서히 스며들다



돌아온 Q 그리고 5G+로 진화

- Part I 돌아온 Q
- Part II 5G+로 향하는 길목
- Part III 본격적인 확산기에 진입한 5G

이베스트투자증권 **이승웅**입니다.

통신 업종 In-depth 자료를 발간하고 **비중확대** 의견으로 커버리지를 개시합니다.

상용화 3년차에 접어든 5G는 당초 우리의 기대와 비교해보면 아쉬움이 많습니다. 하지만 여러 방면에서 5G는 우리 삶에 서서히 스며들고 있습니다. 상용화 초기 단계의 기술과 서비스는 사용자로 하여금 생소하면서 새로운 경험을 제공하는데 그치지만 이러한 경험이 쌓이면서 시장은 발전하고 우리 생활에 스며들기 시작합니다. 5G 역시 이제 막 워밍업 단계를 지나 본격적인 성장을 목전에 두고 있다는 점에서 **통신 업종에 관심을 가져야 할 시기**라고 판단합니다.

이번 자료에서는 **Q의 성장**에 주목하였습니다.

IoT 회선이 커넥티드카를 중심으로 가파르게 증가하며 20년 말 1,000만회선을 돌파했습니다. 휴대폰 보급률이 100%를 넘어선 이후 미미했던 Q의 성장이 돌아온 것으로 판단합니다. 단기적으로는 커넥티드카 회선이 성장을 견인하고 장기적으로는 스마트팩토리, 스마트시티 등 다양한 분야로 확대되며 통신사 수익의 **의미 있는 성장**을 가져올 것입니다.

이러한 IoT 회선의 증가가 가능한 이유는 다양한 융합서비스를 제공하는 **5G+로의 진화**를 앞두고 있기 때문입니다. 기술적, 제도적으로 5G B2B 서비스를 위한 준비가 된 것으로 판단하며 장기적으로 통신사의 **새로운 성장 동력으로 자리매김**할 것입니다.

B2C 측면에서 21년 5G는 **본격적인 확산기에 진입**할 것으로 전망합니다. 5G 스마트폰 출시가 중저가 모델로 확대되면서 5G 유입이 전고객층으로 확대될 것입니다. 야킬레스건이었던 킬러콘텐츠는 최근 메타버스, AR, VR 중심으로 확산 조짐이 나타나고 있습니다. 통신사는 다양한 5G 콘텐츠/서비스와 요금제를 결합하는 방식으로 **추가적인 ARPU 상승**을 도모할 것입니다.

**최선호** 종목으로 **SK텔레콤(017670)**을 제시하고 **KT(030200)**, **LG유플러스(032640)** 커버리지를 개시합니다.

**통신/지주**  
Analyst **이승웅**  
02 3779 8756  
sw.lee@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

### [Part I. 돌아온 Q]

그동안 통신업종의 주가를 설명할 때 항상 P(ARPU)에 주목해왔습니다.  
하지만 최근 Q(가입자수)에도 주목할 이유가 생겼습니다. 바로 가파르게 증가하는 IoT 회선입니다.

3GPP 에서 승인된 Release-16 은 기존의 유선 이더넷, Wi-Fi, LTE 사설망을 5G 로 대체하는 내용이 담기면서  
5G 융합 서비스가 본격화되고 IoT 회선의 증가폭이 더욱 확대될 전망입니다.

단기적으로 차량관제 회선이 IoT 성장을 견인하고 장기적으로는 헬스케어, 에너지/검침, 제조, 물리보안,  
교통관제 등 다양한 산업과 생활 영역으로 적용처가 확대되며 통신사 수익에 의미 있는 성장을 가져올 것입니다.

### [Part II. 5G+로 향하는 길목]

5G 는 이제 다양한 융합서비스를 제공하는 5G+로의 진화를 앞두고 있습니다.

5G+는 eMBB(초고속)에서 uRLLC(초저지연/고신뢰), mMTC(초연결) 중심으로 진화하며  
다양한 산업과 융합해 5G 서비스 영역을 B2C 에서 B2B 로 확대시킬 것입니다.

융합서비스를 위한 첫 단추인 5G SA 상용화가 가시화되고 있으며  
5G 특화망 도입 추진과 망 중립성 개정안 시행으로 기술적, 제도적으로 준비가 된 것으로 판단합니다.

국내 5G B2B 시장은 두 자릿수 성장을 유지하며 24년까지 19조원 규모로 성장이 예상돼  
통신사의 새로운 성장 동력으로 자리매김할 것으로 전망됩니다.

### [Part III. 본격적인 확산기에 진입한 5G]

21년 5G 스마트폰의 중저가 라인업 확대로 5G 순증폭이 한층 더 높아질 것입니다.

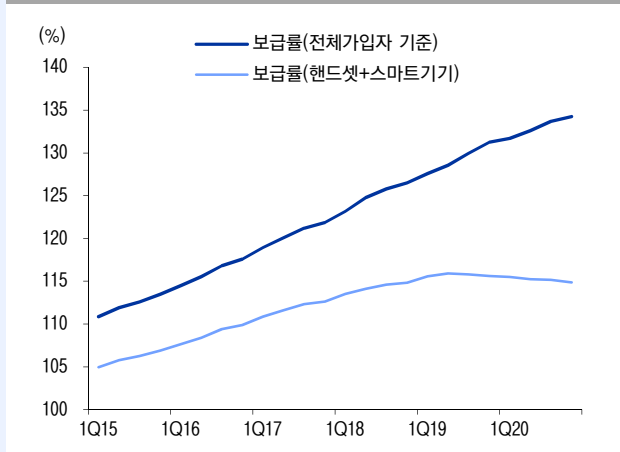
20년 국내에서 가장 많이 팔린 갤럭시 A31의 후속작이 5G로 출시될 것으로 예상되며  
국내 스마트폰 판매량의 41%를 저가형 모델이 차지하는 만큼 5G로의 유입이 전고객층으로 확대될 것입니다.

잠재 5G 가입자인 4G 가입자의 데이터 사용량 증가세가 지속되고 있다는 점도 ARPU 상승에 긍정적입니다.

한편 5G의 아킬레스건이었던 킬러콘텐츠도 메타버스, AR, VR을 중심으로 확산되는 조짐이 나타나고 있습니다.  
통신사는 5G 콘텐츠와 요금제를 결합하는 방식으로 추가적인 ARPU 상승이 가능할 것으로 전망합니다.

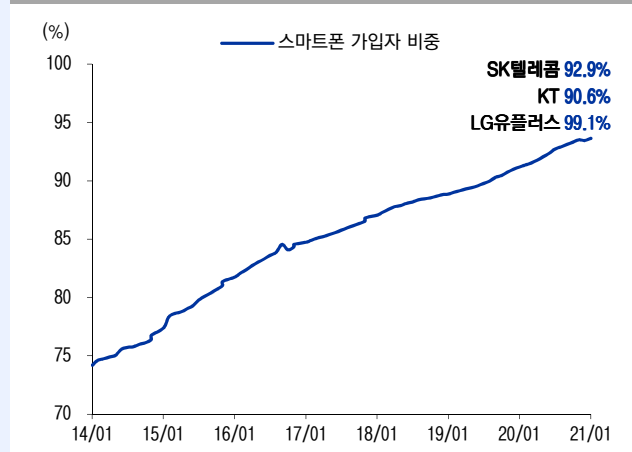
## Key Charts

전체 가입자 및 핸드셋+스마트기기 보급률 추이



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

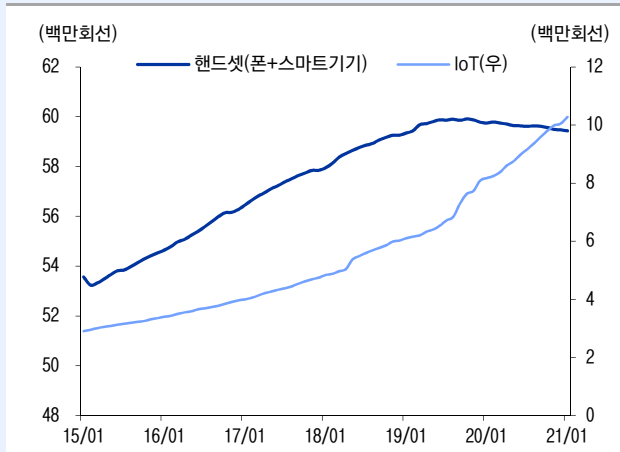
스마트폰 가입자 비중 추이



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

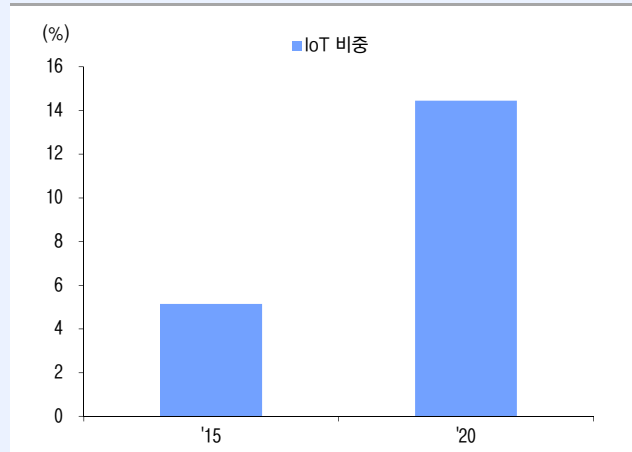
- 국내 핸드셋+스마트기기 보급률 115%, 스마트폰 가입자 비중 93.6%로 포화상태
- 핸드셋 보급률 정체에도 불구하고 전체 가입자가 증가세를 유지하는 이유는 IoT 회선 증가

핸드셋+스마트기기 및 IoT 회선수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

전체 가입자 내 IoT 비중 변화

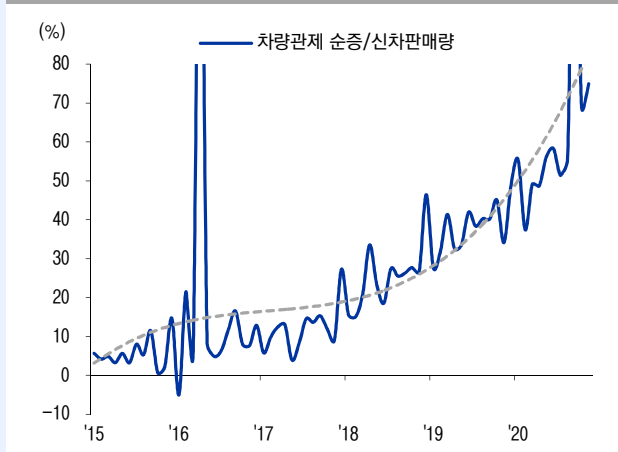


자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

- 20년 말 IoT 회선은 1,000 만회선을 돌파하며 전체 가입자 회선내 비중 15%로 확대
- IoT 회선수 증가폭 더욱 확대될 것으로 전망

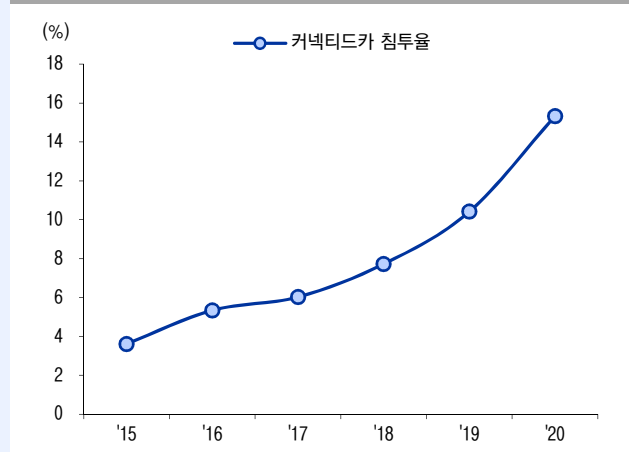
## Key Charts

신차 구입시 커넥티드 서비스 가입 비중 추이



자료: Marklines, 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 커넥티드카 침투율 추이



자료: 국토교통부, 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

- 신차의 75%가 커넥티드 서비스에 가입하는 것으로 파악, 국내 커넥티드카 침투율 15.3%
- 커넥티드카 침투율 90% 가정시 차량관계 회선으로 발생하는 통신사 매출액 연간 1조원 이상

국내 IoT 시장규모 추정

| (억 회선)                 | IoT 회선수 | 비고                   |
|------------------------|---------|----------------------|
| 커넥티드카 회선수(침투율 100% 가정) | 0.25    |                      |
| 전체 IoT 회선수             | 3.91    | 커넥티드카 비중 6.4% 적용해 산출 |
| 커넥티드카 제외한 IoT 회선수      | 3.66    |                      |

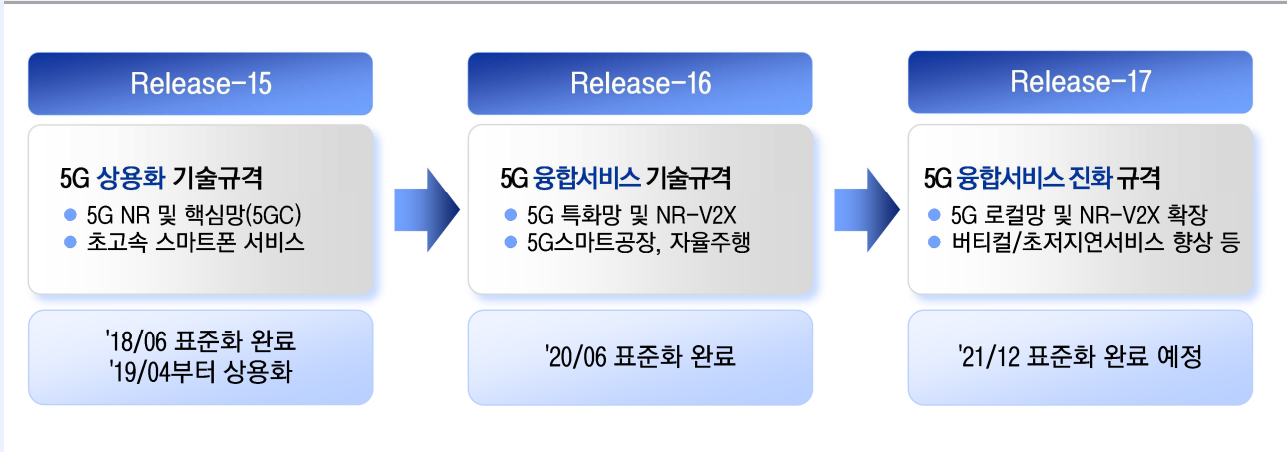
| (십억원)       | 시장규모   | 전체 IoT 시장규모 | 비고                  |
|-------------|--------|-------------|---------------------|
| ARPU 1,000원 | 4,388  | 5,719       | 커넥티드카 시장규모 1,3조원 적용 |
| ARPU 2,500원 | 10,969 | 12,300      |                     |
| ARPU 5,000원 | 21,938 | 23,269      |                     |

자료: Cisco, 이베스트투자증권 리서치센터

- 장기적으로 국내 IoT 회선수 3.7억개(커넥티드카 제외)로 증가할 전망
- IoT ARPU 1,000~5,000 원 가정시 통신사 연간 매출액 최소 4조원 이상으로 추정

## Key Charts

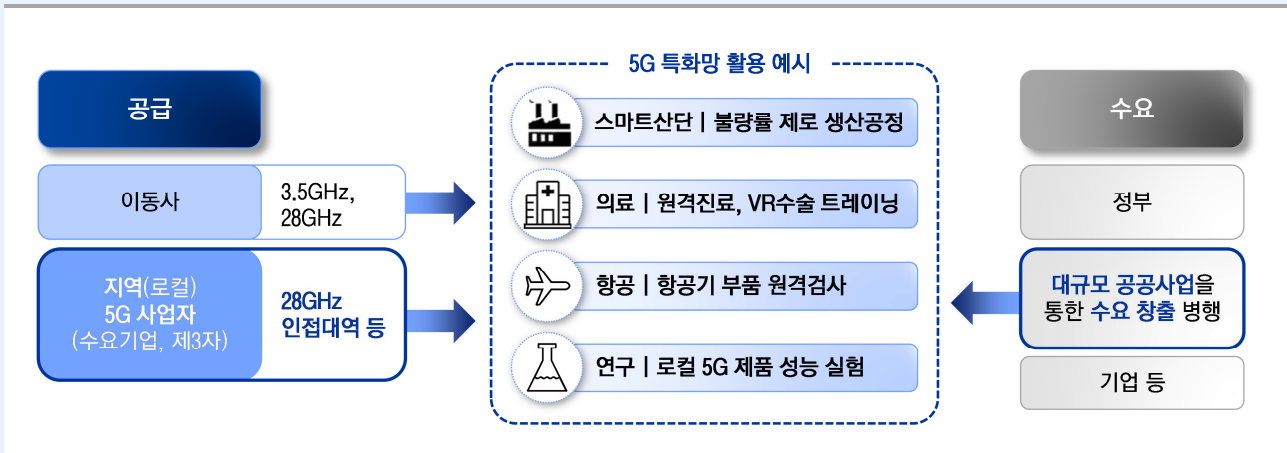
### 단계별 표준화 일정 및 5G 서비스 변화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- Release-16 승인으로 5G 융합서비스 기반이 마련됨
- eMBB 중심의 상용화 단계를 지나 융합 서비스 중심의 5G+ 시대로 접어드는 중

### 5G 특화망 활용 예시

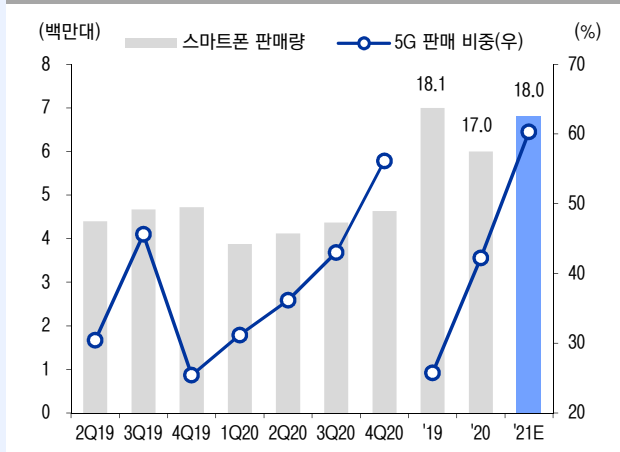


자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

- 5G 특화망(Public 5G)은 B2B 시장 성장의 견인차
- 다양한 B2B 비즈니스 모델 발굴로 5G B2B 시장 파이를 키울 수 있을 것

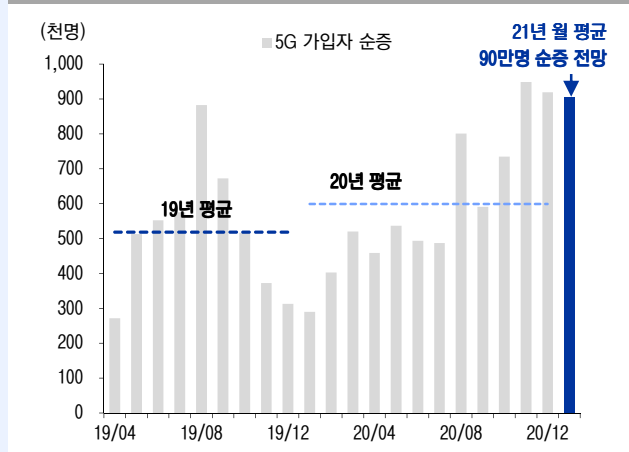
## Key Charts

국내 스마트폰 판매량 및 5G 스마트폰 판매 비중 추이



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

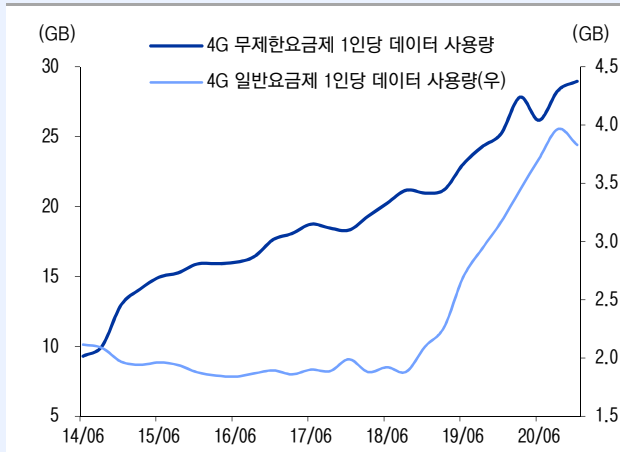
5G 가입자 순증 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

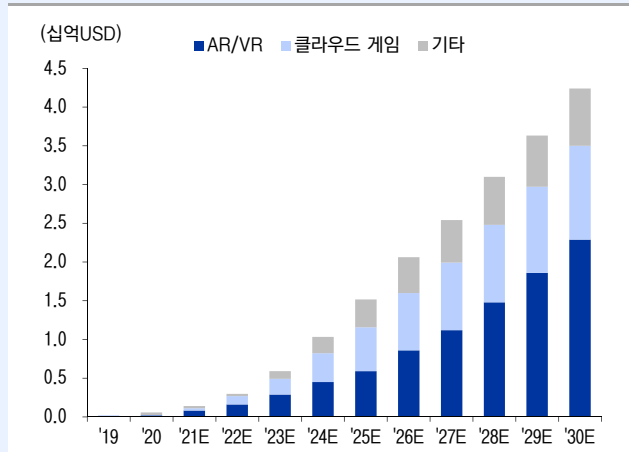
- 21년 5G 스마트폰 출시 라인업 중저가 영역으로 확대
- 21년 말 5G 가입자수 2,271 만명(+91.6% yoy, +1,086 만명), 5G 스마트폰 판매 비중 60% 전망

4G 요금제별 데이터 사용량 추이



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 통신사의 몰입형 미디어 서비스 수익 전망



자료: Ericsson, 이베스트투자증권 리서치센터

- 4G 가입자의 데이터 사용량은 요금제와 관계없이 증가하는 중
- 5G의 아킬레스건이었던 킬러콘텐츠도 메타버스, AR, VR 중심으로 확산 조짐이 나타나는 중

## 통신 Overweight

# 5G, 서서히 스며들다

돌아온 Q 그리고 5G+로 진화

|          |                  |    |
|----------|------------------|----|
| Part I   | 돌아온 Q            | 9  |
| Part II  | 5G+로 향하는 길목      | 18 |
| Part III | 본격적인 확산기에 진입한 5G | 28 |

### 기업분석

|                  |    |
|------------------|----|
| SK 텔레콤 (017670)  | 38 |
| KT (030200)      | 45 |
| LG 유플러스 (032640) | 53 |

---

# Part I

---

## 돌아온 Q

### Q의 성장 시대 도래

그동안 통신업종의 주가를 설명할 때 항상 P(ARPU)에 주목해왔습니다. 하지만 최근 Q(가입자수)에도 주목할 이유가 생겼습니다. 바로 가파르게 증가하는 IoT 회선입니다. 3GPP에서 승인된 Release-16에는 기존의 유선 이더넷, Wi-Fi, LTE 사설망을 5G로 대체하는 내용이 담기면서 5G 융합 서비스가 본격화되며 IoT 회선의 증가폭이 더욱 확대될 전망입니다. 단기적으로 차량관제 회선이 성장을 견인하고 장기적으로는 헬스케어, 에너지/검침, 제조, 물리보안, 교통관제 등 다양한 산업과 생활영역으로 적용처가 확대되며 통신사 수익에 의미 있는 성장을 가져올 것입니다.

## 돌아온 Q

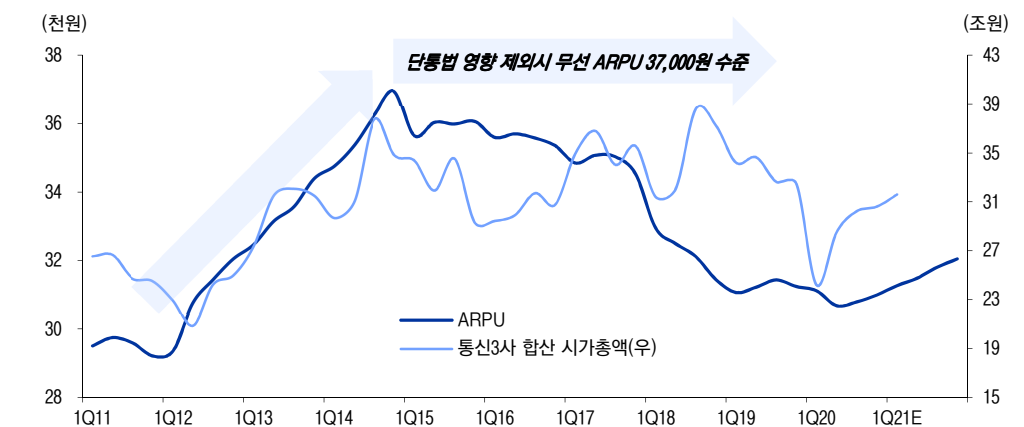
### 그동안 P(ARPU)에 주목할 수 밖에 없었던 이유

통신업종 주가를 설명할 때 항상 ARPU(Average Revenue Per User)를 거론해왔다. 무선 가입자가 포화상태인 국내 시장에서 통신사의 ARPU가 실적의 바로미터 역할을 하기 때문이다.

Sales=P\*Q 개념으로 접근해보면 통신업종에서 P는 ARPU, Q는 가입자로 통신사의 실적 성장을 위해서는 요금제 인상 혹은 상승, 가입자의 증가가 필요하다. 스마트폰이 등장한 4G 상용화 초기(3Q12~4Q14)에는 음성/문자에서 데이터 중심으로 요금제가 전환되면서 통신3사의 무선 ARPU(MNO 기준)가 평균 +7.8% yoy 상승했다. 이는 통신사의 무선서비스 수익 증가로 이어지며 주가 상승을 견인했다.

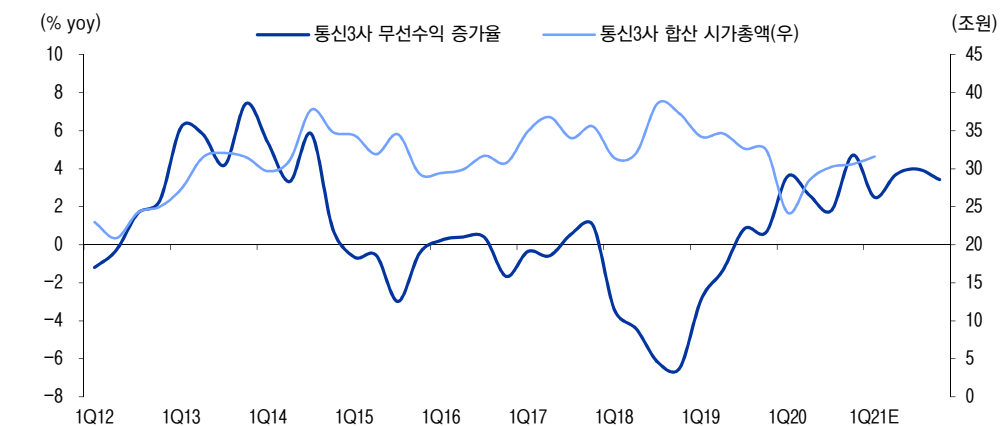
새로운 통신세대의 등장은 P의 상승을 가져오지만 Q는 국내 무선 가입자가 포화상태이기 때문에 더 이상 성장이 힘든 상황이었다. 20년 12월 핸드셋+스마트기기 가입자 기준 보급률은 115%로 모든 국민이 1개 이상 번호를 보유하고 있으며 4G 상용화와 함께 등장한 스마트폰 가입자 비중은 93.6%에 이르고 있다. 특히 3G 서비스가 부채한 LG유플러스 가입자의 스마트폰 비중은 99.1%로 사실상 모든 가입자가 스마트폰을 사용한다고 봐도 무방하다. 결론적으로 번호이동으로 타 통신사의 가입자를 유치하는 것 외에는 핸드셋 가입자 확대를 통한 통신사의 실적 성장은 사실상 불가능한 상황이다. 따라서 우리는 P의 상승에 주목할 수 밖에 없었다.

그림1 통신 3사 평균 ARPU와 합산 시가총액 추이



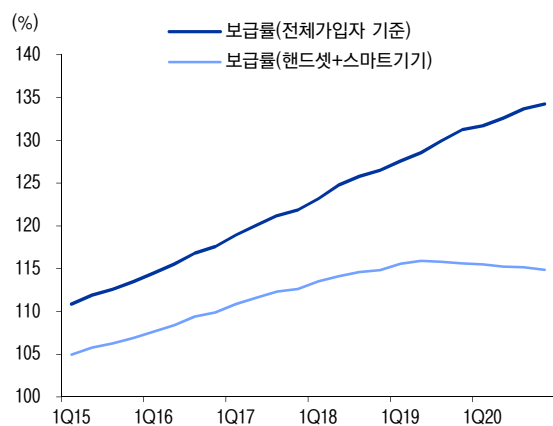
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 통신 3사 합산 무선수익 증가율과 시가총액 추이



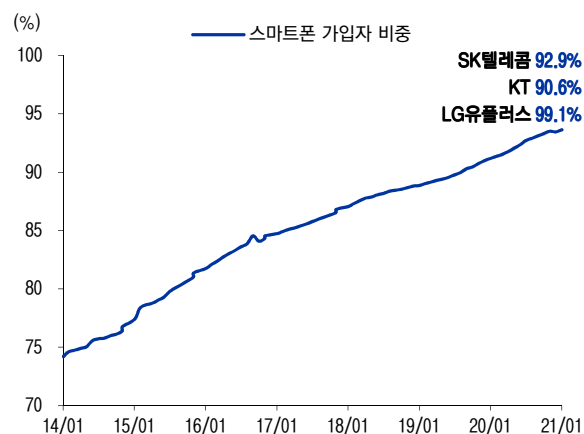
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 핸드셋 보급률은 코로나 19 이후 정체된 상황



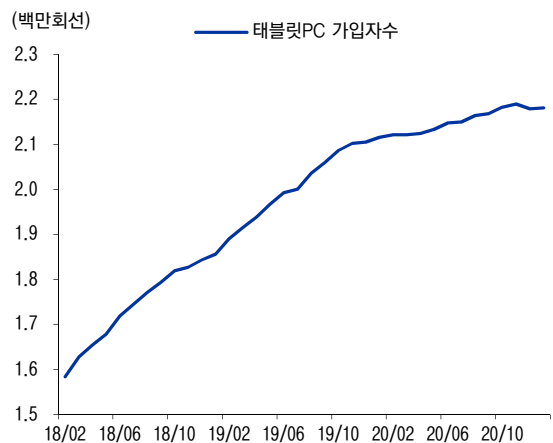
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 20년 말 국내 스마트폰 가입자 비중 93.6%



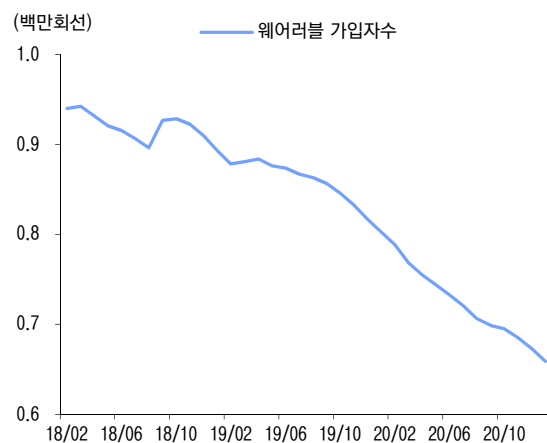
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 19년 이후 태블릿 PC 가입자 증가세 둔화



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 웨어러블 디바이스 가입자수는 감소하는 중



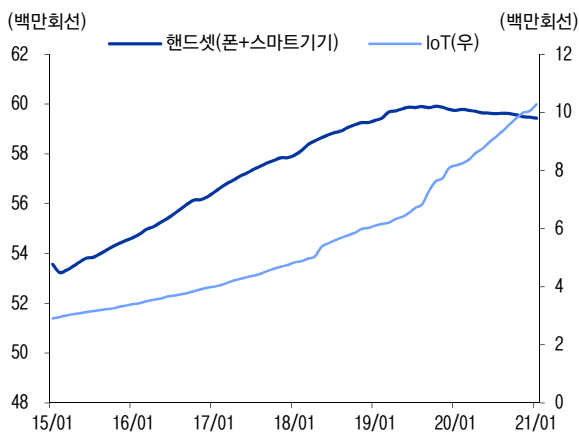
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

## Q가 돌아왔다

최근 Q에도 주목할 이유가 생겼다. 바로 IoT 회선이다. 15년 1월 290만회선에 불과했던 IoT 회선은 20년 말 1,000만회선을 넘어섰다. 특히 최근 2년간 400만회선이 순증하며 그 증가폭은 확대되고 있다. 같은 기간 핸드셋은 290만회선이 증가하는데 그치면서 전체 가입자 회선에서 IoT가 차지하는 비중은 5.1%에서 14.5%로 확대됐다.

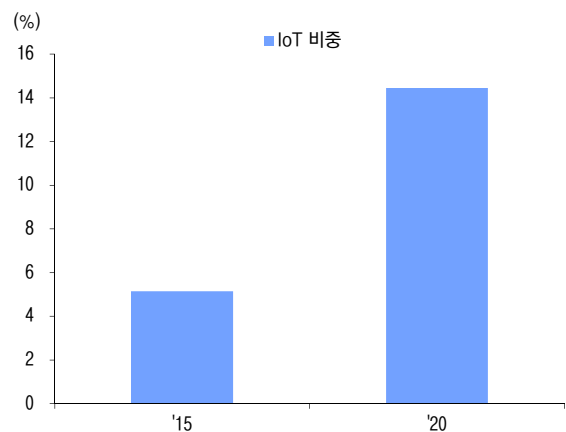
이러한 IoT 회선 증가폭은 5G로 인해 더욱 확대될 것으로 전망한다. 20년 6월 승인된 Release-16에서는 기존의 유선 인터넷, Wi-Fi, LTE 사설망을 5G로 대체하는 내용이 담겼다. IoT 회선 증가가 무선 ARPU 상승을 제한하는 것은 사실이지만 IoT회선은 인구 및 보급률 제한을 받지 않아 지속적인 외형 성장이 가능하다는 점에 주목해야 한다. 홈 IoT 외에도 가스검침 등 공공부문과 차량관제, 주차관리, 원격관제, 산업현장 등 다양한 분야로 적용처가 계속해서 확대될 것이기 때문이다. 현재 IoT회선의 평균 ARPU는 약 5,000원으로 파악된다. 무선 ARPU(MNO 기준)의 약 16% 수준인 점을 감안하면 IoT 1,000만회선으로 발생하는 통신사 수익은 핸드셋 160만회선과 동일하다고 볼 수 있다.

그림7 IoT 회선 가파르게 증가해 20년말 1,000 만 회선 돌파



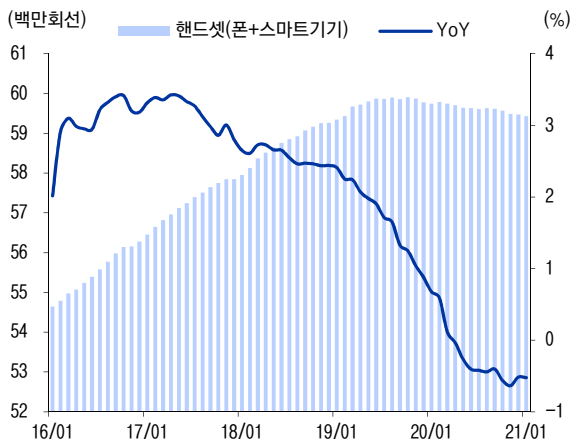
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 전체 가입자회선 내 IoT 비중 15% 근접



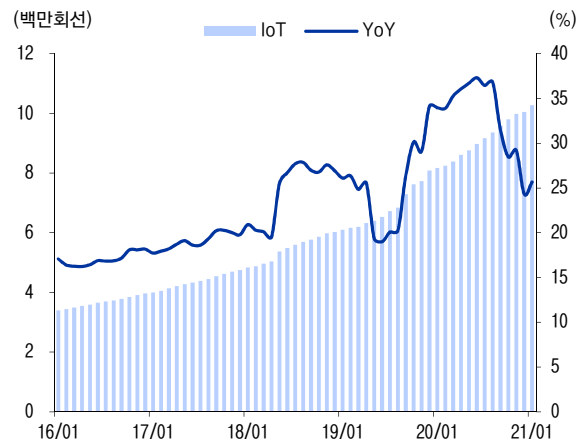
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 코로나 19 이후 핸드셋 가입자수 감소하고 있으나



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 IoT 가입자수 증가폭은 확대됨

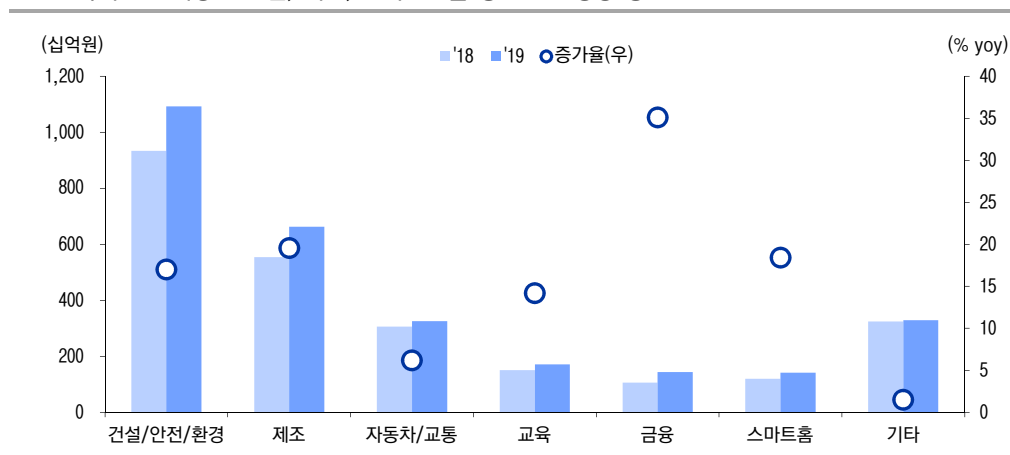


자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

## IoT 회선 증가로 통신사 연간 매출액 5조원 이상 증가 기대

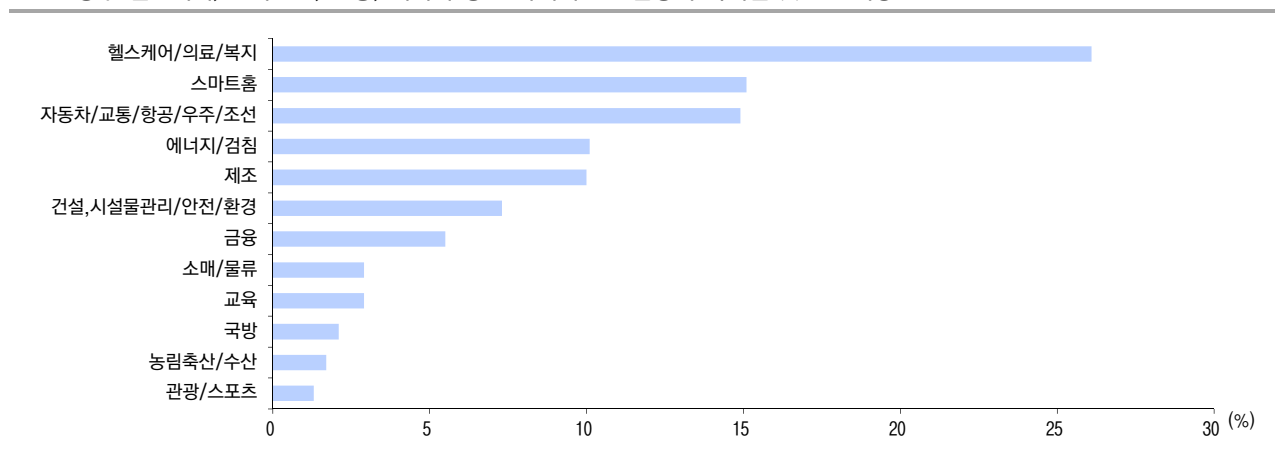
장기적으로 통신사의 IoT 연간 매출액은 최소 5조원 이상 발생할 것으로 추정된다. IoT는 빠르게 성장 중인 커넥티드카 뿐만 아니라 헬스케어, 에너지/검침, 제조, 물리보안, 교통관제 등 다양한 산업과 생활 영역으로 그 적용처를 확대하고 있다. 19년 국내 IoT 시장규모는 2.5조원으로 전년 대비 14.9% 성장하며 두 자릿수 성장을 보이고 있다. 현재는 건설, 제조 등 산업 현장을 중심으로 성장하고 있으며 향후 헬스케어, 스마트홈, 교통, 에너지 등 분야에서 활용이 두드러질 것으로 예상된다.

그림11 국내 IoT 시장은 건설, 제조, 스마트홈을 중심으로 성장 중



자료: 2019 사물인터넷산업 실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 향후 헬스케어, 스마트홈, 교통, 에너지 등 분야에서 IoT 활용이 확대될 것으로 예상



자료: 2019 사물인터넷산업 실태조사, 이베스트투자증권 리서치센터

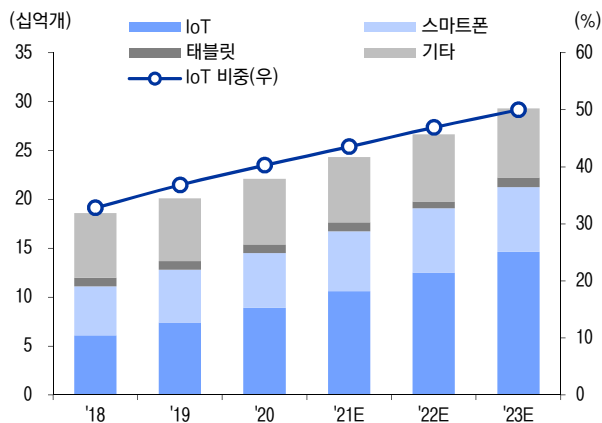
표1 주요 IoT 서비스 활용 분야

| 활용분야            |           | 주요 서비스                                                            |
|-----------------|-----------|-------------------------------------------------------------------|
| 헬스케어/의료/복지      | 헬스케어      | 운동량 관리, 수면관리 등                                                    |
|                 | 의료        | 의약품 및 의료기기 관리, 환자상태 모니터링, 원격 검진 등                                 |
|                 | 복지        | 취약계층, 사회복지시설, 미아방지 등                                              |
| 에너지/검침          | 에너지 관리    | 에너지 모니터링, 건물 에너지 관리, 전력/전원 모니터링 및 제어, 신재생에너지 관리 등                 |
|                 | 검침        | 전기·가스·수도 등 원격 검침, 실시간 과금 등                                        |
| 제조              |           | 생산 공정관리, 기계진단, 공장 자동화, 제조설비 실시간 모니터링 등                            |
| 스마트홈            |           | 가전·기기 원격제어, 홈CCTV, 스마트도어락, 음성인식 등                                 |
| 금융              |           | IoT 기반 동산 담보 관리, 비콘 기반 금융상품 안내 등                                  |
| 교육              |           | 스마트스쿨(출결관리, 교육 기자재 관리 등), 스마트도서관 등                                |
| 국방              |           | 훈련병·예비군 관리, 전장감시 및 부대방호, 총기 및 탄약 관리, 테러감지, 광섬유 군복 등               |
| 농림축산/수산         | 농림축산      | 재배환경 모니터링 및 관리, 사육관리, 사료 자동급식, 농산물 유통관리, 생산이력 관리, 가축이력 추적, 전염병 관리 |
|                 | 수산        | 양식장 환경 정보 수집, 수산물 이력관리                                            |
| 자동차/교통/항공/우주/조선 | 자동차       | 차량 진단(DTG, OBD), 커넥티드카, 자율주행 등                                    |
|                 | 교통/인프라    | C-ITS, 대중교통 운영정보 관리, 스마트파크(주차위치, 차량출입통제), 철도시설 관리 등               |
|                 | 항공/우주     | 비행기 내부 모니터링, 실시간 항공기 원격점검 등                                       |
|                 | 조선/선박     | 선박 위치 모니터링, 선박 내부 모니터링, 선박 원격점검 등                                 |
| 관광/스포츠          | 관광        | 관광지 위치정보, 관광/문화행사 정보 수집/제공, IoT 기반 문화유산 관광 안내 등                   |
|                 | 스포츠/레저/오락 | 운동선수 관리(운동량 체크 등), 스포츠 장비 관리, 경기장내 위치정보 등                         |
| 소매/물류           | 소매        | 지능형 쇼핑고객 관리, 실시간 재고관리, 운성추적, 비콘기반 O2O 등                           |
|                 | 물류/유통     | 상품 위치정보 모니터링, 물류창고 관리, 조달관리, 물류추적                                 |
| 건설·시설물 관리/안전/환경 | 건설/시설물관리  | 구조물 안전관리, 공공시설물 제어, 빌딩관리, 출입통제, 시설물 감시, 교통/교량 상태 모니터링 등           |
|                 | 산업안전      | 유해화학물 관리, 재해 모니터링, 위험물 감지·경보                                      |
|                 | 환경재난/재해   | 수질관리, 기상정보 수집/제공, 음식물쓰레기 관리, 스마트 환경정보, 재난재해 감시 등                  |

자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

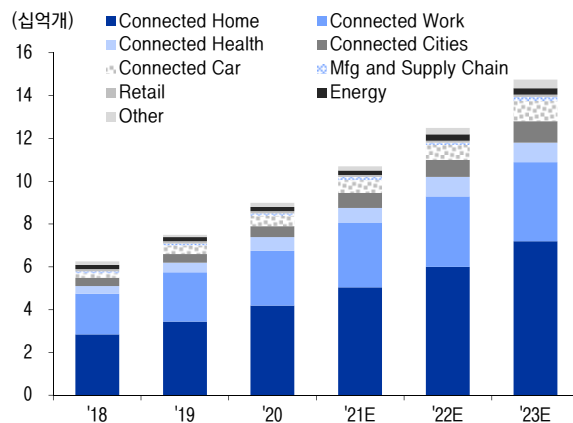
따라서 향후 무선 가입자수 증가의 핵심은 IoT 기기가 될 전망이다. Cisco에 따르면 23년 전세계 유무선 연결기기 293억개 중 IoT가 147억개로 50%를 차지할 것으로 전망했다. 특히 셀룰러 기반 IoT 기기수는 18년 12억개에서 23년 44억개로 연평균 30% 성장할 것으로 예상된다. 국내의 경우는 유무선 연결기기수는 23년까지 6.2억개로 증가하고 IoT 기기수는 4.3억개로 전체 연결기기에서 차지하는 비중이 69%까지 확대될 전망이다.

그림13 23년 IoT가 전세계 네트워크 연결 기기의 50% 차지



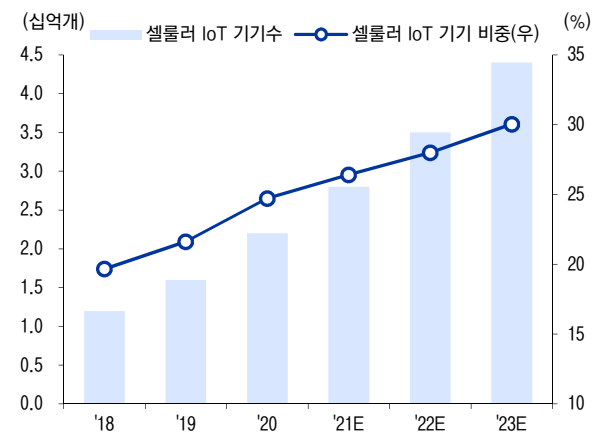
자료: Cisco, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 IoT 내 커넥티드카 비중 6.4%에 불과



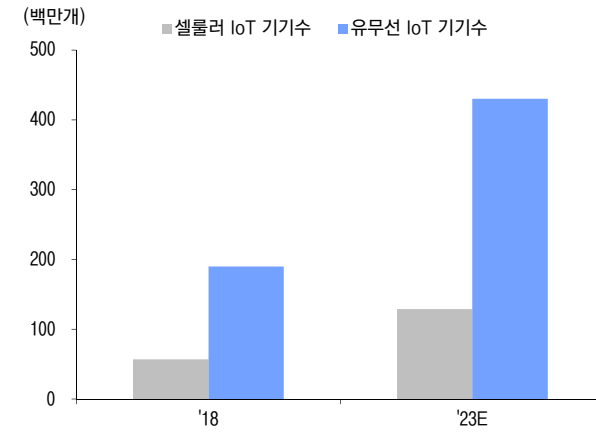
자료: Cisco, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 전체 IoT 기기 중 셀룰러 비중은 30%



자료: Cisco, 이베스트투자증권 리서치센터

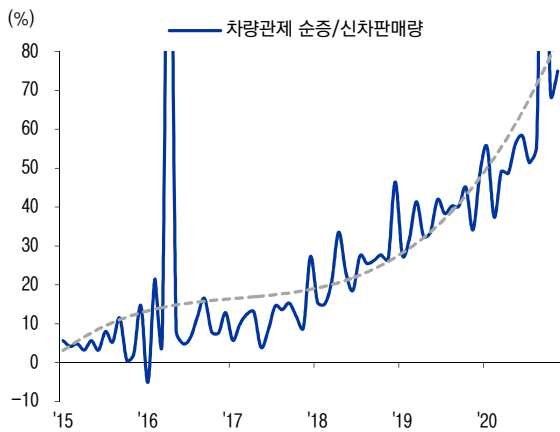
그림16 23년 국내 IoT 기기수는 4.3억개에 달할 전망



자료: Cisco, 이베스트투자증권 리서치센터

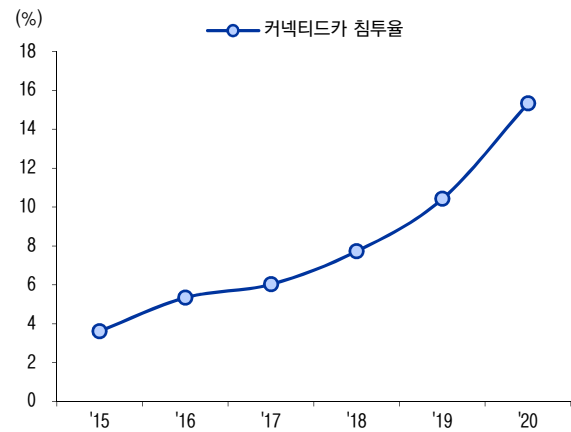
단기적으로는 차량관제와 원격관제가 IoT 회선의 증가를 주도할 전망이다. 차량관제와 원격관제 가입자수는 882만회선으로 사물지능통신의 88%를 차지하고 있다. 20년에만 117만 회선이 증가한 차량관제는 제네시스의 Genesis Connected, 현대자동차의 Bluelink, 기아차의 UVO와 같은 커넥티드카 서비스로 스마트폰 앱을 통한 원격시동, 공조장치 조절, 차량상태확인 등을 지원한다. 20년 말 차량관제 회선 순증이 신차판매량의 75%에 육박하면서 대부분의 신차에는 커넥티드카 서비스가 탑재되고 있는 것으로 파악된다. 현재 국내 자동차 등록대수를 고려한 커넥티드카 침투율은 15.3%이다. 여전히 2,000만대 이상의 잠재고객이 존재한다. 향후 커넥티드카 침투율이 90%를 상회한다면 차량관제 회선으로 발생하는 통신사의 매출액은 연간 1조원 이상으로 추정된다.

그림17 신차의 75%가 커넥티드 서비스에 가입하는 것으로 파악



자료: Marklines, 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 국내 등록된 차량 중 커넥티드카 침투율 15.3%



자료: 국토교통부, 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 차량관제 침투율에 따른 커넥티드카 시장규모 추정

| 월 이용요금(원)              | 12개월 약정      | 무약정          |
|------------------------|--------------|--------------|
| 제네시스 커넥티드              | 5,500        | 11,000       |
| 현대 블루링크                | 5,500        | 11,000       |
| 기아 UVO                 | 5,500        | 9,900        |
| <b>평균 요금</b>           |              | <b>8,067</b> |
| 도매제공대가                 | 50%          | 60%          |
| <b>도매대가 적용시 월 이용요금</b> | <b>4,033</b> | <b>4,840</b> |

| 차량등록대수: 2,500만대 가정 |          |          |       |
|--------------------|----------|----------|-------|
| (십억원)              | 도매대가 50% | 도매대가 60% | 시장규모  |
| 침투율 30%            | 30       | 36       | 399   |
| 침투율 60%            | 61       | 73       | 799   |
| 침투율 90%            | 91       | 109      | 1,198 |
| 침투율 100%           | 101      | 121      | 1,331 |

자료: 각 사, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

장기적으로는 커넥티드카를 제외한 IoT 회선으로 통신사의 연간 매출액이 4조원 이상 발생할 것으로 전망한다. IoT 내 커넥티드카 비중이 6.4%라는 점을 바탕으로 추정된 IoT 회선수(커넥티드카 제외)는 3.7억개이다. 원격검침과 같은 모니터링용 저가 요금제를 사용하는 기기의 비중이 높을 것으로 예상되기 때문에 IoT ARPU 1,000~5,000원을 적용해 산출한 결과, 통신사에서 커넥티드카를 제외한 IoT 회선으로 발생하는 연간 매출액은 최소 4.4조원 이상으로 추정된다. 20년 통신3사의 유무선 서비스 수익(무선, IPTV, 유선인터넷)이 30.5조원이었다는 점을 감안하면 18% 이상 추가적인 성장이 가능할 것이다.

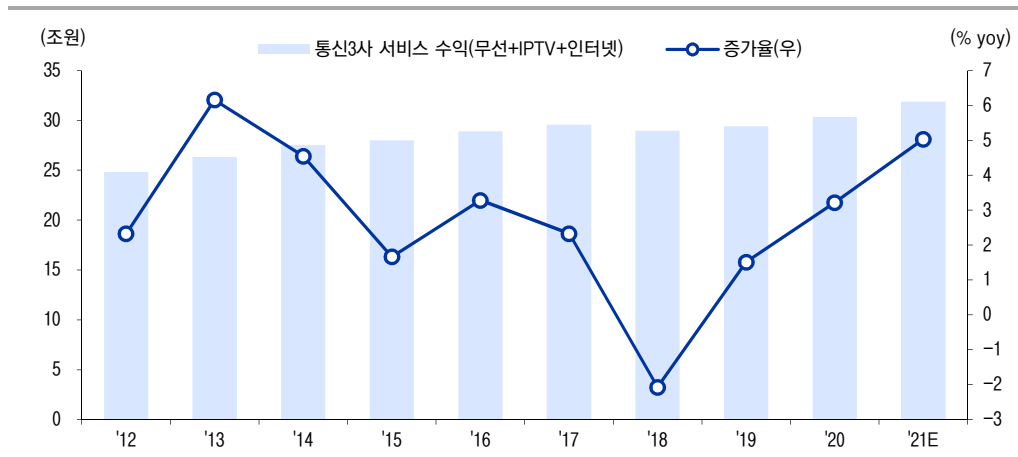
표3 국내 IoT 시장규모 추정

| (억 회선)                 | IoT 회선수 | 비고                   |
|------------------------|---------|----------------------|
| 커넥티드카 회선수(침투율 100% 가정) | 0.25    |                      |
| 전체 IoT 회선수             | 3.91    | 커넥티드카 비중 6.4% 적용해 산출 |
| 커넥티드카 제외한 IoT 회선수      | 3.66    |                      |

| (십억원)       | 시장규모   | 전체 IoT 시장규모 | 비고                     |
|-------------|--------|-------------|------------------------|
| ARPU 1,000원 | 4,388  | 5,719       | 커넥티드카 시장규모<br>1,3조원 적용 |
| ARPU 2,500원 | 10,969 | 12,300      |                        |
| ARPU 5,000원 | 21,938 | 23,269      |                        |

자료: Cisco, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 통신 3사 서비스 수익 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## 5G+로 향하는 길목

### 5G 융합서비스 개막 전야

5G의 두번째 표준인 Release-16 승인으로 5G+로의 진화를 앞두고 있습니다. 5G+는 eMBB(초고속)에서 uRLLC(초저지연/고신뢰), mMTC(초연결) 중심으로 진화하는 과정에서 다양한 산업과 융합해 5G 서비스 영역을 B2C에서 B2B로 확대시킬 것입니다. 융합서비스를 위한 첫 단추인 5G SA 상용화가 가시화되고 있으며 5G 특화망 도입 추진과 망 중립성 개정안 시행으로 기술적, 제도적으로 준비가 된 것으로 판단합니다. 국내 5G B2B 시장은 두 자릿수 성장을 유지하며 24년까지 19조원 규모로 성장할 것으로 예상돼 통신사의 새로운 성장 동력으로 자리매김할 전망입니다.

## 5G+로 향하는 길목

### 3GPP Release-16 승인으로 5G 융합서비스 기반 마련

5G는 이제 eMBB 중심의 상용화 단계를 지나 융합 서비스로 나아가는 5G+로 접어들고 있다. 5G+에서는 교육, 교통, 의료 등 다양한 산업과의 융합서비스가 개화될 것이다.

20년 6월 3GPP에서 5G 2차 표준인 Release-16이 승인되면서 스마트팩토리, 자율주행 등 5G B2B 서비스에 한걸음 더 가까워졌다. Release-16에서는 5G 특화망, NR-V2X 등 5G 융합서비스 기술규격이 결정됐다. Release-15가 5G 상용화를 목표로 eMBB(enhanced Mobile Broadband)에 집중했다면 Release-16은 uRLLC(ultra Reliable and Low Latency Communication)와 mMTC(massive Machine Type Communication)에 중점을 두고 있으며 V2X, Industrial IoT 등 5G 융합서비스에 특화되고 진화된 기술을 포함하고 있다.

일반적으로 3GPP의 표준화가 완료된 이후 상용화까지 약 1년에서 1년 6개월이 소요된다는 점을 감안한다면 21년 말에서 22년 초에 5G 융합 서비스가 본격적으로 개화될 것이다. 당사는 본격적인 5G+ 발전은 2022년부터로 예상한다. 다음 표준 단계인 Release-17은 21년 12월에 완료될 예정으로 XR, Industrial IoT/uRLLC enh., 5G Multicast broadcast, IoT over Non Terrestrial Networks, RAN Slicing 등이 결정될 것이다. 따라서 시장의 요구 조건을 충족하는 표준 기술들이 정립되면서 시장의 본격적인 발전이 시작될 전망이다.

그림20 Release-16 승인으로 융합서비스 기반 마련



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Release-16 부터는 5G 기술 적용 범위를 다양한 산업으로 확장하는 중

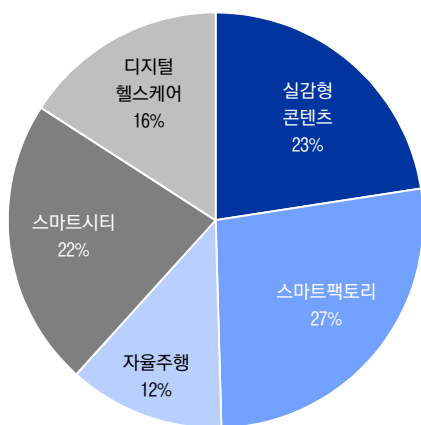
|            | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Release-16 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- The 5G System -Phase2</li> <li>- V2X Phase3: Platooning, extended sensors, automated driving, remote driving</li> <li>- Industrial IoT</li> <li>- Ultra-Reliable and Low Latency Communication(URLLC) enh.</li> <li>- NR-based Access to unlicensed Spectrum(NR-U)</li> <li>- 5G Efficiency: Interference Mitigation, SON, eMIMO, Location and positioning, Power Consumption, eDual Connectivity, Device capabilities exchange, Mobility enhancements</li> <li>- Integrated Access and Backhaul(IAB)</li> <li>- Enh.Common API Framework for 3GPP Northbound APIs(eCAPIF)</li> <li>- Satellite Access in 5G</li> <li>- Mobile Communication System for Railways(FRMCS Phase2)</li> </ul>                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Release17  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- NR MIMO</li> <li>- NR Sidelink enh.</li> <li>- 52.6-71GHz with existing waveform</li> <li>- Dynamic Spectrum Sharing(DSS) enh.</li> <li>- Industrial IoT/URLLC enh.</li> <li>- Study - IoT over Non Terrestrial Networks(MTN)</li> <li>- NR over Non Terrestrial Networks(NTN)</li> <li>- NR Positioning enh.</li> <li>- Low complexity NR devices</li> <li>- Power saving</li> <li>- NR Coverage enh.</li> <li>- Study - NR eXtended Reality(XR)</li> <li>- NB-IoT and LTE-MTC enh.</li> <li>- 5G Multicast broadcast</li> <li>- Multi-Radio DCCA enh.</li> <li>- Multi SIM</li> <li>- Integrated Access and Backhaul(IAB) enh.</li> <li>- NR Sidelink relay</li> <li>- RAN Slicing</li> <li>- Enh. for small data</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- SON / Minimization of drive tests(MDT) enh.</li> <li>- NR Quality of Experience</li> <li>- eNB architecture evolution, LTE C-Plane / U-Plane Split</li> <li>- Satellite components in the 5G architecture</li> <li>- Non-Public Networks enh.</li> <li>- Network Automation for 5G - Phase2</li> <li>- Edge Computing in 5G</li> <li>- Proximity based Services in 5G</li> <li>- Network Slicing Phase2</li> <li>- Enh. V2X services</li> <li>- Advanced Interactive Services</li> <li>- Access Traffic Steering, Switch and Splitting support in the 5G system architecture</li> <li>- Unmanned Aerial Systems</li> <li>- 5G Location Services</li> <li>- Multimedia Priority Service(MPS)</li> <li>- 5G wireless and Wireline Convergence</li> <li>- 5G LAN-type services</li> <li>- User Plane Function(UPF) enh. for control and 5G Service Based Architecture(SBA)</li> </ul> |

자료: 3GPP, 이베스트투자증권 리서치센터

## 융합 서비스는 5G 성장의 핵심

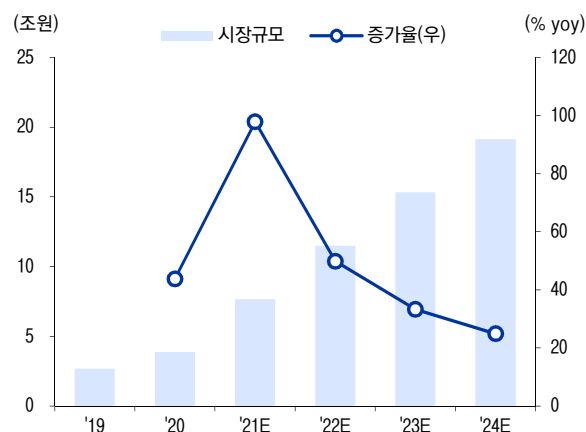
5G 표준 규격이 다양한 산업환경을 위해 설계되면서 장기적으로는 B2B가 5G 시대의 성장 동력이 될 것이다. 26년 글로벌 5G 융합서비스 시장규모는 692조원, 국내 5G 시장규모는 두 자릿수 이상 성장세를 유지하며 24년 19조원까지 증가할 전망이다. 이중 스마트시티, 스마트팩토리, 실감형 콘텐츠가 B2B 시장 성장을 견인할 것이다. 글로벌 5G 융합서비스 시장의 50%를 스마트팩토리, 스마트시티가 차지할 것으로 전망되고 국내에서는 제조업, 자동차 영역에서 가장 큰 사회 경제적 가치를 창출할 것이다. 다만 B2B 영역에서 5G를 활용하기 위해서는 서비스의 안정성(QoS) 확보가 중요하며 5G SA 상용화와 특화망 구축이 필요하다.

그림21 26년 글로벌 5G 융합서비스 시장규모 692 조원



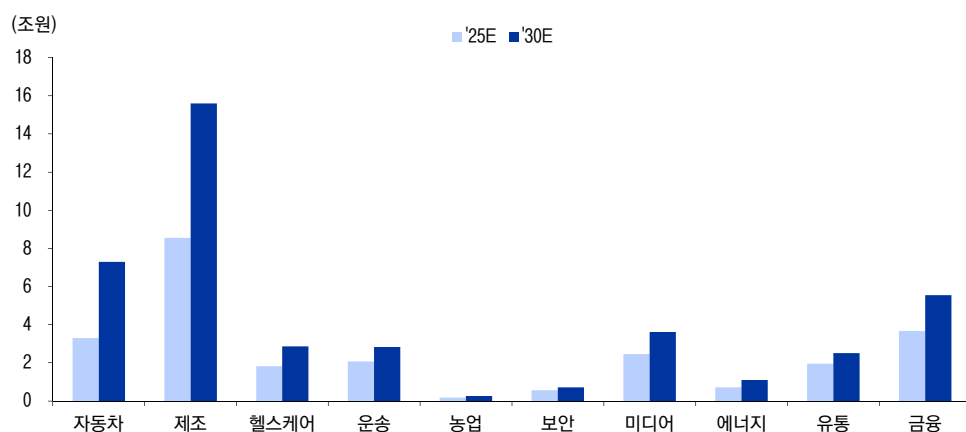
자료: 중소기업 전략기술로드맵, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 국내 5G 시장규모 전망



자료: 중소기업 전략기술로드맵, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 5G로 인한 국내 사회 경제적 가치



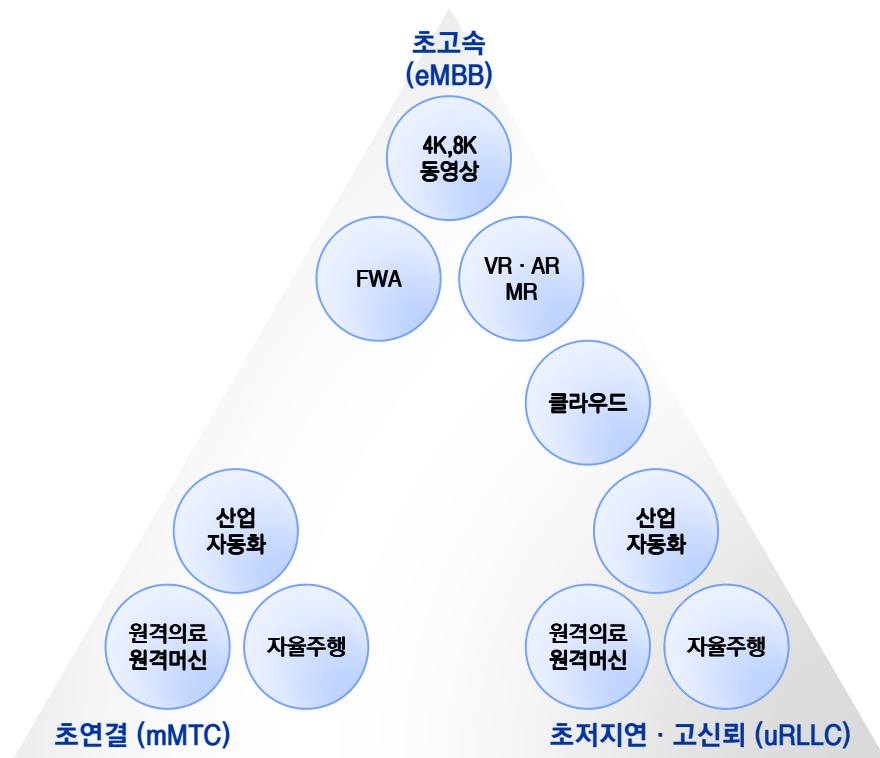
자료: 중소기업 전략기술로드맵, 이베스트투자증권 리서치센터

## 5G SA는 융합 서비스를 위한 첫 단추

21년 5G SA(Standard Alone) 상용화로 앞서 말한 다양한 융합 서비스가 가능해질 것이다. 현재 상용화된 5G NSA(Non Standard Alone)는 eMBB만을 충족하고 있다. 하지만 uRLLC와 mMTC를 실현하기 위해서는 5G SA 상용화가 필요하다. KT는 지난 1월부터 주요 사옥과 도심 지역에서 임직원 대상으로 5G SA 시범서비스를 진행하고 있으며 SK텔레콤은 5G 코어망과 5G 기지국을 사용하는 5G SA방식뿐만 아니라 5G와 기존 4G 기지국을 동시에 사용하는 5G option4 방식을 Deutsche Telekom과 공동연구 중이다.

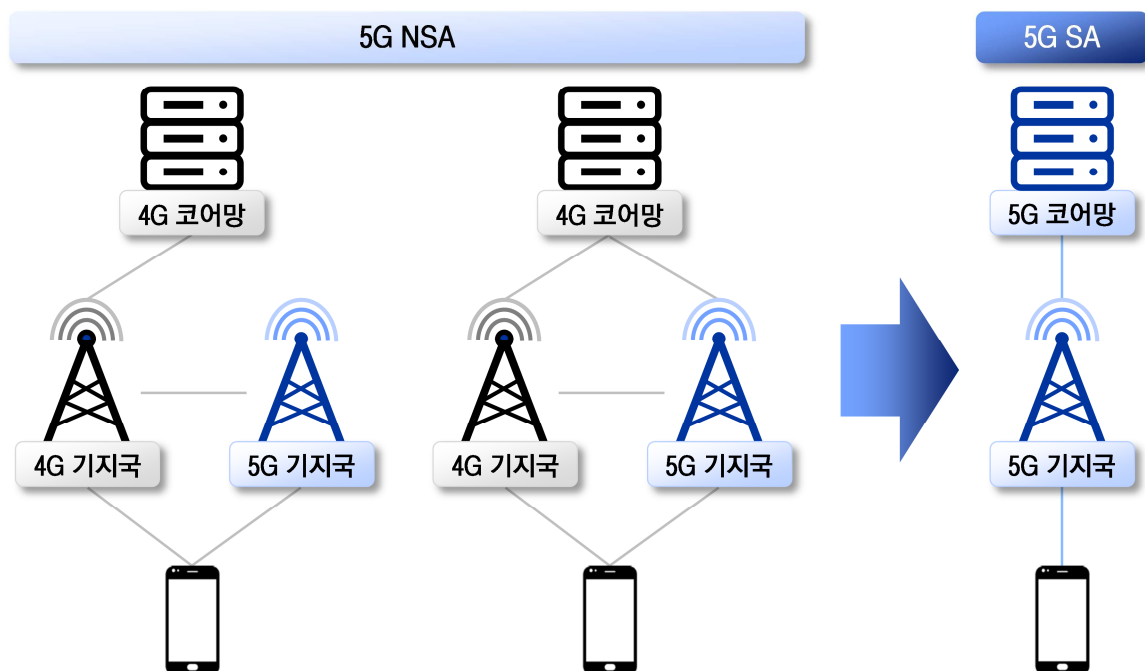
5G SA는 네트워크 구성을 변화시켜 가면서 진화해 나갈 것이다. 현재 사용중인 5G NSA(Option 3)에서 Option 7 단계를 거쳐 Option 2와 Option 4 방식으로 진화할 것이다. 국내를 포함한 대부분의 국가는 현재 Release-15의 NSA를 기반으로 5G를 상용화했다. 이는 Option 3 방식으로 5G 기지국을 4G 코어망에 연결하기 때문에 5G에서 요구되는 uRLLC와 mMTC 서비스는 불가능하다. 따라서 통신3사는 Option7 방식의 5G SA를 우선적으로 상용화할 것이다. 5G 전국망이 구축되지 않은 상황에서 5G 커버리지를 벗어날 경우 4G 기지국으로 연결해 보완하기 때문이다. 전국망이 구축된 이후에는 Option 2와 Option 4 방식이 채택될 것이다. Option 2는 5G 코어망과 5G 기지국만을 연결해 5G에서 요구되는 uRLLC, mMTC를 모두 적용할 수 있지만 5G 주파수만을 사용함으로써 전송속도에서 한계를 지닌다. 이를 보완하는 Option 4는 4G 기지국을 Booster 용도로 사용해 최고 전송속도를 높일 수 있다.

그림24 5G 융합서비스를 위해서는 uRLLC, mMTC 실현하기 위한 5G SA 상용화 필요



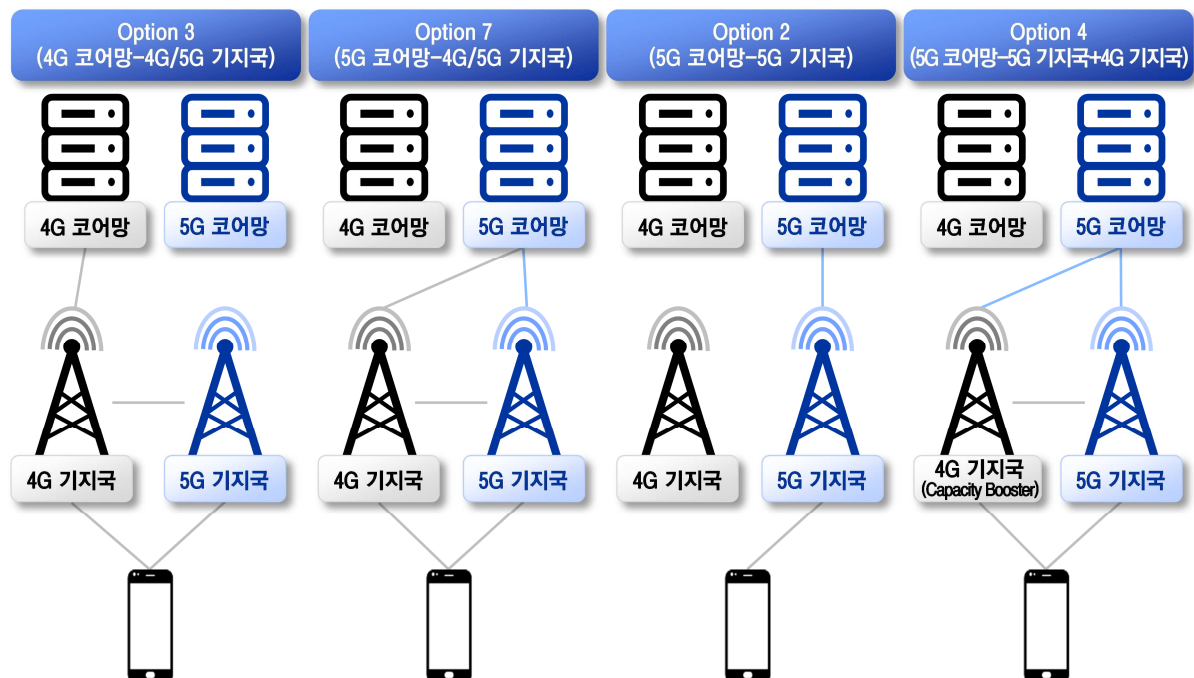
자료: 삼정KPMG경제연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 5G SA와 NSA는 5G 코어망과 4G 기지국 의존 여부에 따라 결정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 네트워크 구성에 따른 5G 진화 방식



자료: Ericsson, 이베스트투자증권 리서치센터

## B2B 시장을 발전시킬 5G 특화망

5G 상용화로 B2B 시장이 본격적으로 개화될 것으로 예상하며 5G 특화망(Private 5G)이 시장 성장의 견인차 역할을 할 것이다. ABI Research는 2036년 5G CAPEX의 50%가 Private 5G에 투자될 것으로 전망했다. 5G 특화망은 특정 지역(건물, 공장)에 한정해 특화된 서비스를 제공하는 맞춤형 5G 네트워크다. 각 국 정부는 5G B2B 시장 선점을 위해 특화망 활성화를 추진하고 있다. 독일, 일본, 영국 등 다수의 국가에서 Private 5G 주파수를 일반 기업에 할당하고 다양한 산업에 적용하고 있으며 국내는 지난 1월 5G 특화망 정책방안을 발표했다. 로컬 5G 사업자 유형을 구축주체와 서비스 제공대상에 따라 자가망 설치자와 기간통신사업자로 구분하고 주파수를 지정, 할당하는 방식이며 주파수는 mmWave (28.9-29.5GHz) 대역을 우선적으로 공급할 계획인데 세부적인 방안은 3월 중 발표될 예정이다.

일부 투자자들의 5G 특화망 도입에 대한 우려는 지나치다고 판단한다. 5G 특화망 도입은 시장 참여자 확대를 통한 mmWave 상용화와 다양한 B2B 비즈니스 모델 발굴로 5G B2B 시장의 파이를 키울 수 있기 때문이다. 국내 로컬 5G 사업자들은 지정된 지역, 건물에서만 5G 특화망을 구축, 운영이 가능하며 이 과정에서 적지 않은 비용이 발생한다. 따라서 중소기업의 경우 통신사에 의존할 가능성이 높으며 로컬 5G 사업자도 할당된 지역을 벗어나는 경우에는 통신사망을 사용할 수 밖에 없어 5G B2B 산업 성장에 따른 통신사의 수혜가 예상된다.

통신사는 Public 주파수를 사용하지만 물리적/논리적 슬라이싱으로 특화망을 제공할 것이다. 5G 특화망 구축 방식은 주파수, 네트워크 구축/운영 주체에 따라 달라지는데 3가지 방식이 있다. 1) 5G 특화망 주파수를 할당 받아 직접 네트워크를 구축/운영, 2) 5G 특화망 주파수를 할당 받지만 통신사가 네트워크 구축/운영, 3) 주파수, 네트워크 구축/운영을 모두 통신사에 의존하는 방식이다. 지난 1월 자율주행, 스마트팩토리 등 5G 융합 서비스를 특수서비스로 지정하는 내용을 골자로 한 망중립성 가이드라인 개정안이 시행된 만큼 통신사는 네트워크 슬라이싱 기술을 적용하는 세번째 방식으로 특화망 서비스를 제공할 가능성이 높다고 판단한다.

그림27 글로벌 Private 5G 및 Public 5G CAPEX 전망

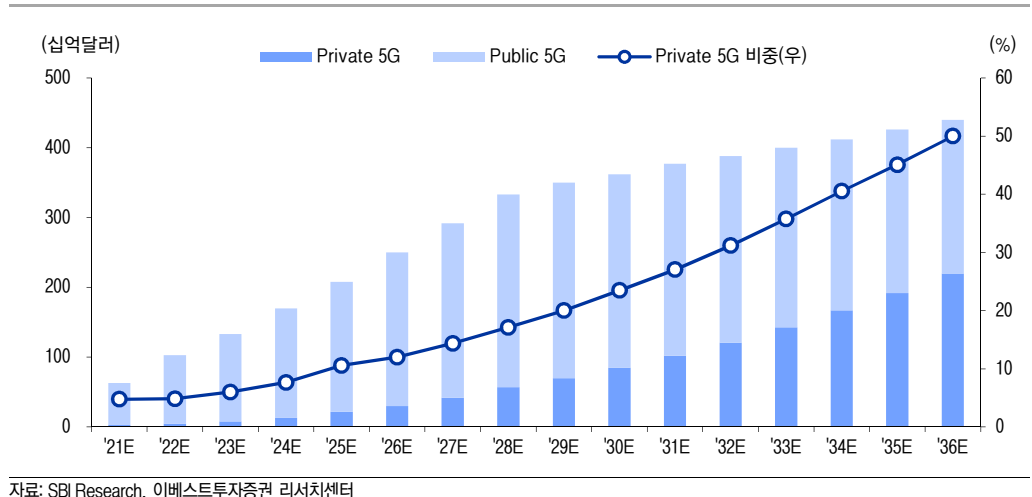
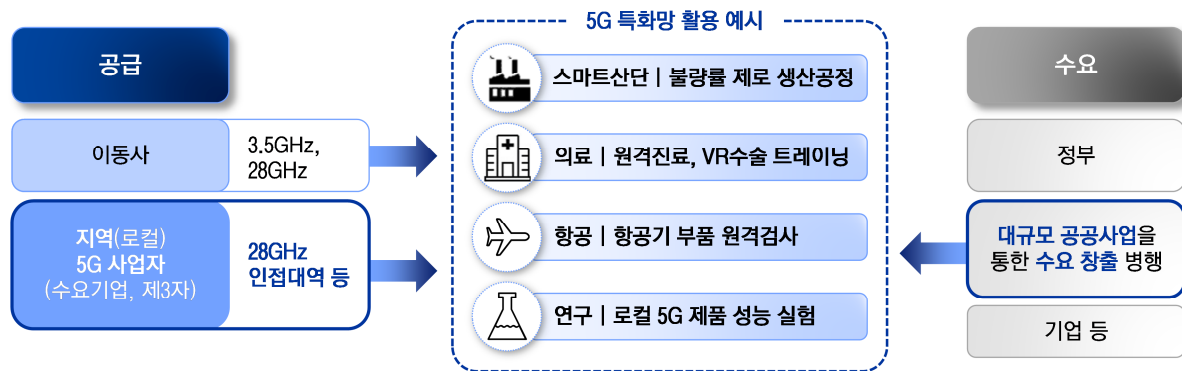


그림28 5G 특화망 활용 예시



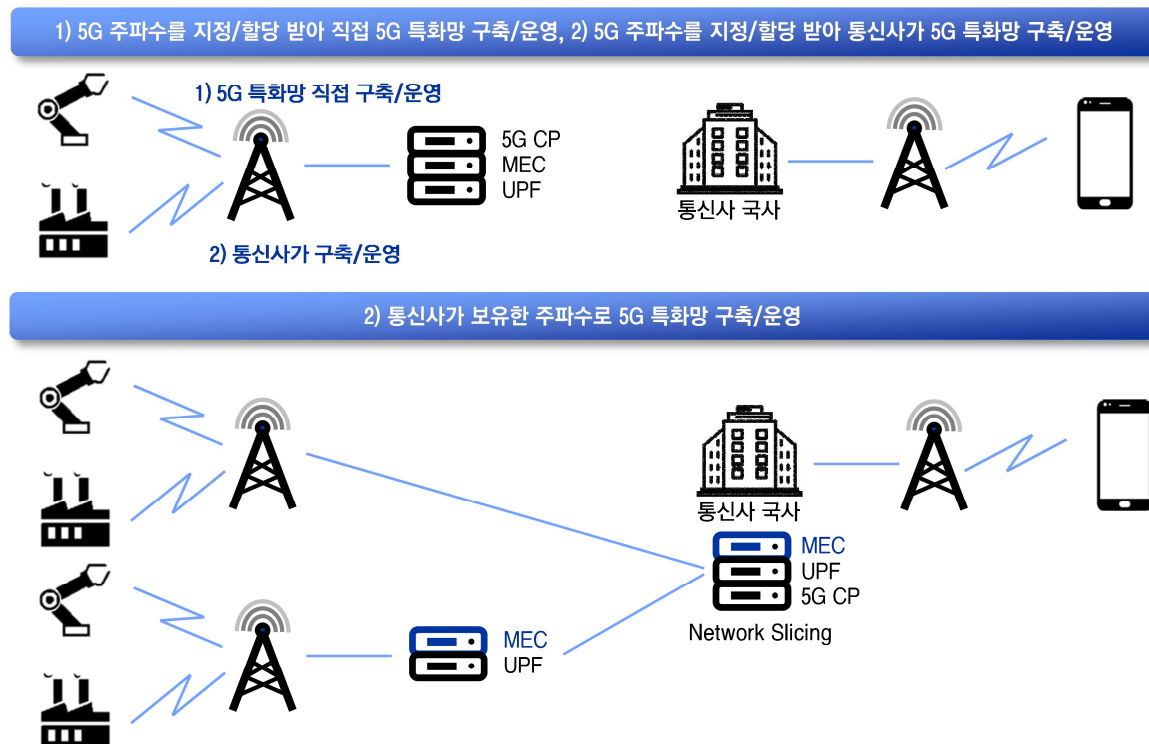
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 로컬 5G 사업자 유형별 구분

| 유형     | 구축주체  | 설치지역 내 서비스 제공대상 | 도입 방식      | 주파수    | 적용처 예시                          |
|--------|-------|-----------------|------------|--------|---------------------------------|
| Type 1 | 수요기업  | 수요기업 한정         | 자가망 설치자 신고 | 주파수 지정 | 자체 사업장 구축, 운영하고 자사만 사용          |
| Type 2 | 수요기업  | 수요기업+협력사, 방문객 등 | 기간통신사업자 등록 | 주파수 할당 | 자체 사업장에 구축, 운영 협력사, 방문객에 서비스 제공 |
| Type 3 | 제3자 등 | 수요기업+협력사, 방문객 등 | 기간통신사업자 등록 | 주파수 할당 | 자체 사업장에 구축, 운영 협력사, 방문객에 서비스 제공 |

자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 구축/운영 방식별 5G 특화망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 해외 주요 국가의 5G 특화망 현황

### 1) 독일

19년 11월부터 유럽 내 최초로 Private 5G 제도 운영 중이다. 21년 1월 기준으로 메르세데스 벤츠, 보쉬, BASF 등 102개 업체가 면허를 취득했다. 3.7-3.8GHz 대역을 할당했으며 인접 대역 사용자인 도이치텔레콤에 전파 간섭을 주지 않기 위해 계측시험 통과를 받아야 한다. 도입 추진 과정에서 통신사의 반발이 있었다. Orange는 local 5G 주파수 할당으로 향후 5G 성장시 주파수 확보 경쟁이 심화되고 이로 인해 MNO를 통해 5G를 도입하는 중소기업이 피해를 입을 것으로 주장했으나 Local 5G 면허 취득 업체들이 MNO와 협업하는 형태로 Private 5G를 구축하면서 일단락됐다.

표6 독일 통신사의 Private 5G 프로젝트 추진 현황

| MNO        | 기업              | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| DT         | BASF            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ludwigshafen에 있는 10km²면적의 대규모 BASF 생산시설에 1,000개의 생산 클러스터와 수천개의 개별 생산라인을 커버할 수 있도록 Site에 5G 기술을 적용하는 프로젝트 추진</li> <li>- BASF는 상기 생산시설에 LTE 기반의 Private network를 운영하고 있으나 저지연, 네트워크 슬라이싱이 가능한 5G 도입을 위해 DT와 파일럿 프로젝트 진행</li> </ul>   |
| Telefonica | Mercedes-Benz   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Telefonica는 Ericsson과 함께 sindelfingen에 있는 Mercedes-Benz의 Factory 56(면적 2,000km²)을 Private 5G 기반으로 생산시스템과 기계를 안전하게 연결하고 공장의 모든 생산라인을 지능화하는 프로젝트 추진</li> </ul>                                                                       |
| Vodafone   | e.Go, Lufthansa | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 전기차 제작사 e.Go의 Factory1(면적 8,500km²)을 대상으로 Ericsson과 함께 36개 안테나로 기가비트 무선전송 지원하는 5G 기반 Industry4.0 공장 구성 목표로 진행</li> <li>- 20년 독일 함부르크 공항의 Lufthansa 격납고(면적 8,500km²)에 AR/VR 기반 객실 설계와 항공기 유지보수 등 수행할 Private 5G 프로젝트를 진행</li> </ul> |

자료: ETRI, 이베스트투자증권 리서치센터

### 2) 영국

19년 12월 1.8GHz, 2.3GHz, 3.8-4.2GHz 대역을 공용주파수대역으로 결정했다. 전파 간섭을 일으키지 않는 범위 내에 특정지역에서 유희 주파수 대역을 공동으로 사용할 수 있는 제도이다. 아직까지는 승인 받은 업체가 많지 않지만 BT는 영국의 5G 테스트베드인 W5G와 5G 공장 구축 프로젝트에 참여 중이고, Vodafone은 Ford 전기차 생산현장에 Private 5G를 구축하고 있다.

### 3) 일본

19년 12월 Private 5G 관련 지침을 공포하고 28.2-28.3GHz 대역을 할당했다. 추가적으로 이미 사용중인 4.6-4.8GHz, 28.3-29.1GHz 대역은 건물 옥내용으로 용도를 한정해 면허를 승인하고 있다. 일본의 경우 Private 5G를 제1-3유형으로 분류하고 있다. 1) MNO가 Private 5G 구축, 운용, 2) Private 5G 사용자가 직접 구축, 운용, 3) 장비업체, SI업체 등 제3자가 구축, 운용하는 방식이다.

표7 일본 Private 5G 동향

| 계열             | 기업                         | 전략방향                                                                                                                                                                                                                           | 비고                                                                                                                                                                                                                   |
|----------------|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 통신사<br>계열      | NTT<br>동(서)일본              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- IoT, WiFi, LPWA 및 Local 5G 등 Last 1 Mile 유무선 접속 인프라 보유</li> <li>- 제4차 산업혁명 대비 및 고령화 문제해결을 위한 농어촌 한정 5G 인프라 및 솔루션 구상</li> <li>- 도쿄대,도쿄도와 연계하여, 중소기업을 위한 Local 5G 개방형 연구소 추진</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- NTT 그룹차원에서 자회사들간 5G에 대한 역할 구분</li> <li>- NTT동서는 지자체, 중소기업 대상으로 공공 중심 추진</li> <li>- NTT Com은 대기업 및 적용 Site 대상으로 시장 중심 추진</li> <li>- NTT동서는 지자체,중소기업 대상으로 공공 중심 추진</li> </ul> |
|                | NTT<br>Com                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- NTT Docomo가 커버하지 못하는 영역에 대한 보완적 전개</li> <li>- 다단 예지 실증망 구축으로 대기업 대상 로컬 5G 사업부 추진</li> <li>- 치바현 럭비 연습장에 검증 환경 구축</li> </ul>                                                           |                                                                                                                                                                                                                      |
| 주요<br>벤더<br>계열 | 노키아                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Local 5G 전용 솔루션(NDAC) 개발</li> <li>- Local 5G를 위한 장비+SW 세트로 구성, 플러그앤플레이 가능</li> <li>- 종량제 요금, 유지/보수 및 앱서비스화 등 다양한 비즈니스 모델 보유</li> </ul>                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Public 5G 장비 및 Local 5G에서 자체구축 고객(제2유형) 대상 라인업 구축</li> </ul>                                                                                                                |
|                | 교세라                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 일본 로컬 5G 시장 10% 목표로 4.5GHz대역 SA 직행 전략</li> </ul>                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 자체구축고객(제2유형)대상 SA 솔루션</li> </ul>                                                                                                                                            |
|                | 파나소닉,<br>NEC<br>도시바<br>후지쯔 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 산업용 로봇, IoT 제품 등 확장한 로컬 5G 기반 스마트공장 추진</li> <li>- 자사공장 적용에서 비즈 모델 구상하고 기업고객 대상으로 서비스 확대</li> <li>- 장비 제조력+솔루션 서비스 결합</li> </ul>                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 로컬 5G장비 개발, 자사 공장 스마트화, 기업고객 대상 결합 서비스 제공</li> </ul>                                                                                                                        |
|                | Abit                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 5G 글로벌 장비 벤더 대비 저렴한 로컬 5G 솔루션 개발 및 제공</li> </ul>                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 제2유형 고객 대상 솔루션 제공</li> </ul>                                                                                                                                                |
|                | Athonet                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Public 5G, Private 5G 및 클라우드 결합한 BubbleCloud 서비스 제공</li> </ul>                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 저렴한 CAPEX,OPEX</li> <li>- 설치 및 구현 용이성</li> </ul>                                                                                                                            |
| 기타<br>계열       | Optage                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 간사이전력의 통신 자회사</li> <li>- 4K/8K 영상전송, AR글라스에 의한 작업 지원</li> </ul>                                                                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 원격지 전력사이트에 대한 자체 사용목적</li> </ul>                                                                                                                                            |

자료: ETRI, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part III

---

## 본격적인 확산기에 진입한 5G

### 5G 가입자 순증폭 확대와 킬러콘텐츠의 부상

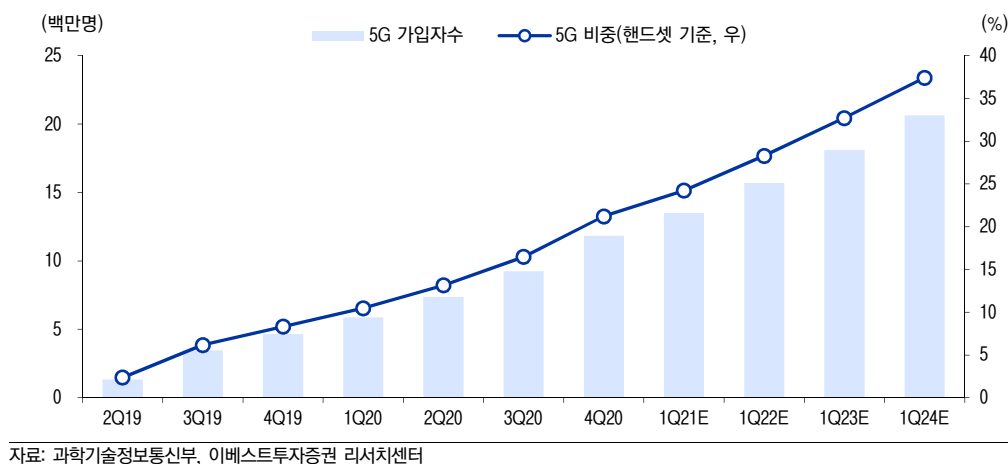
21년 5G 스마트폰의 중저가 라인업 확대로 5G 순증폭이 한층 더 높아질 것입니다. 20년 국내에서 가장 많이 팔린 갤럭시 A31의 후속작이 5G로 출시될 예정이며 국내 스마트폰 판매량의 41%를 저가형 모델이 차지하는 만큼 5G 유입이 전고객층으로 확대될 것입니다. 향후 잠재 5G 가입자인 4G 가입자의 데이터 사용량 증가세가 지속되고 있다는 점도 ARPU 상승에 긍정적입니다. 한편 5G의 아킬레스건이었던 킬러콘텐츠도 메타버스, AR, VR을 중심으로 확산되는 조짐이 나타나고 있습니다. 통신사는 5G 콘텐츠와 요금제를 결합하는 방식으로 추가적인 ARPU 상승이 가능할 것으로 전망합니다.

## 본격적인 확산기에 진입한 5G

### 21년 말 5G 가입자수 2,271만명 +91.6% yoy 전망

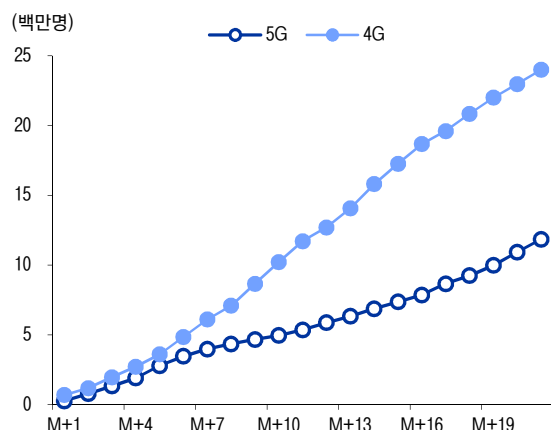
21년 말 5G 가입자수는 2,271만명(+91.6% yoy, +1,086만명 yoy)으로 전체 가입자(핸드셋 기준)의 37.4%(+16.5%p)를 차지할 전망이다. 국내 스마트폰 가입자는 포화 상태로 5G 가입자는 단말기 교체 주기에 맞춰 증가하고 있다. 따라서 5G 단말기 출시 여부에 따라 월 순증폭은 30-90만명 사이를 기록하고 있다. 21년에는 중저가 5G 단말기 출시로 순증폭은 더욱 확대될 전망이다.

그림30 21년 말 5G 가입자수 2,063만명 전망



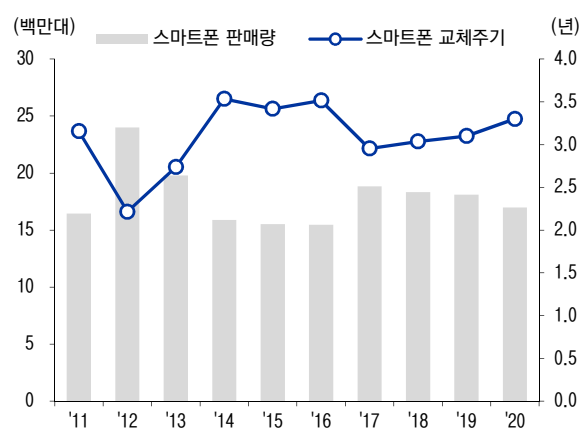
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 4G 및 5G 상용화 이후 가입자수 추이 비교



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 국내 스마트폰 교체주기는 3년



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

## 5G 스마트폰 라인업 중저가 영역으로 확대

21년 5G 스마트폰은 중저가 영역으로 라인업이 확대되며 5G 가입자 순증은 월평균 90만명(20년 60만명), 전체 스마트폰 판매량의 60%를 차지할 전망이다. 20년 5G 스마트폰 가격대가 50-90만원대의 중고가 라인업으로 확대되며 국내 스마트폰 판매량에서 차지하는 비중이 19년 26%에서 20년 42%로 상승했다. 최근 퀄컴과 삼성, Mediatek 등 주요 기업들이 중저가 스마트폰용 5G SoC 공개하고 있어 21년 출시되는 갤럭시 A32, A42 등 중저가 단말기에서도 5G를 지원할 것으로 예상된다. 국내 시장에서 400달러 이하 단말기 비중은 41%로 가장 큰 비중을 차지하는 만큼 5G 가입자 순증폭 확대에 이어질 것이다.

그림33 국내 스마트폰 판매량 및 5G 스마트폰 판매 비중 추이

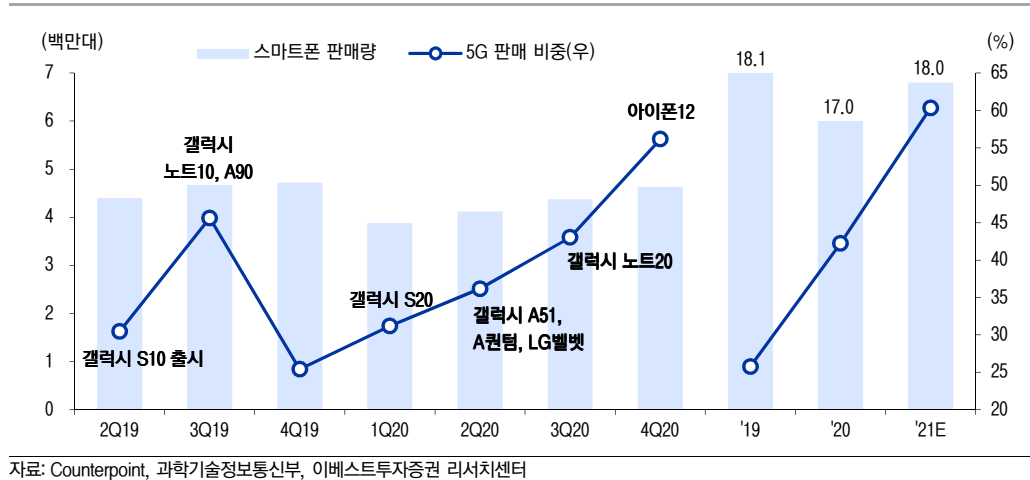


그림34 21년 5G 가입자는 월평균 90만명 순증 전망

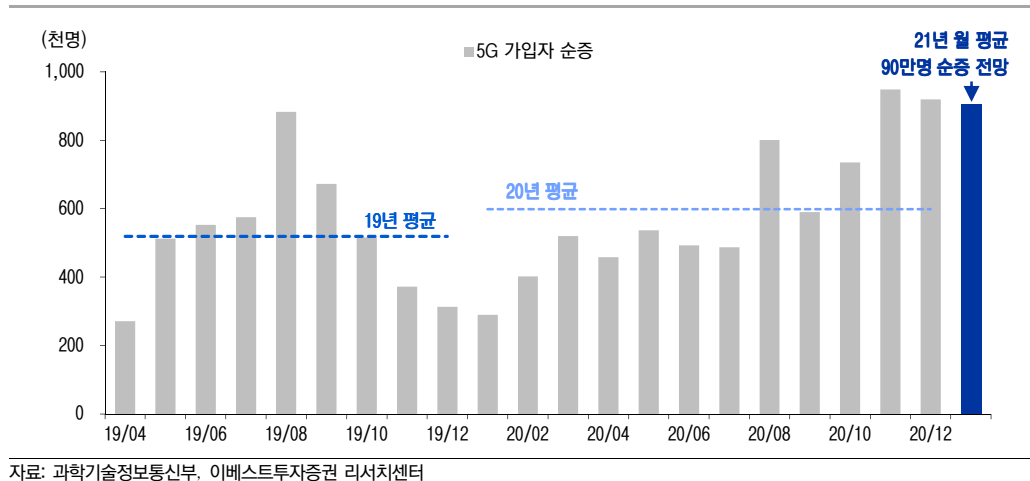
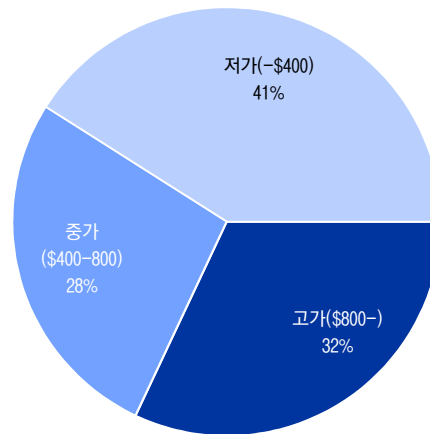


그림35 20년 국내 가격대별 스마트폰 판매 비중



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 주요 5G SoC, 5G 모뎀 발표 및 국내 5G 스마트폰 출시 예상

| 기업명      | 발표시기 | 제품명                   | 지원 대역             | 스마트폰                               |
|----------|------|-----------------------|-------------------|------------------------------------|
| Qualcomm | 4Q20 | Snapdragon 888        | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시S21                             |
|          | 4Q19 | Snapdragon 765G       | Sub-6GHz / mmWAVE | LG벨벳, LG윙,                         |
|          | 3Q20 | Snapdragon 750G       | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시 A42, A52, A72 예상               |
|          | 2Q20 | Snapdragon 690        | Sub-6GHz          |                                    |
|          | 3Q20 | Snapdragon 480        | Sub-6GHz / mmWAVE |                                    |
|          | 3Q20 | Snapdragon 865+ / X55 | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시 노트20, Z플립 5G, 갤럭시2             |
|          | 4Q19 | Snapdragon 865 / X55  | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시S20, V60 ThinQ                  |
|          | 4Q18 | Snapdragon 855 / X50  | Sub-6GHz / mmWAVE | LG V50, V50S. 갤럭시S10, 노트10, A91 예상 |
| 삼성       | 1Q21 | Exynos 2100           | Sub-6GHz / mmWAVE |                                    |
|          | 4Q20 | Exynos 1080           | Sub-6GHz / mmWAVE |                                    |
|          | 3Q19 | Exynos 980            | Sub-6GHz          | 갤럭시A51, A71                        |
|          | 4Q19 | Exynos 990 / 5123     | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시S20, 노트20                       |
|          | 3Q19 | Exynos 9825 / 5100    | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시 노트10                           |
|          | 4Q18 | Exynos 9820 / 5100    | Sub-6GHz / mmWAVE | 갤럭시 S10                            |
| Mediatek | 3Q20 | Dimensity 720         | Sub-6GHz          | 갤럭시 A32 예상                         |

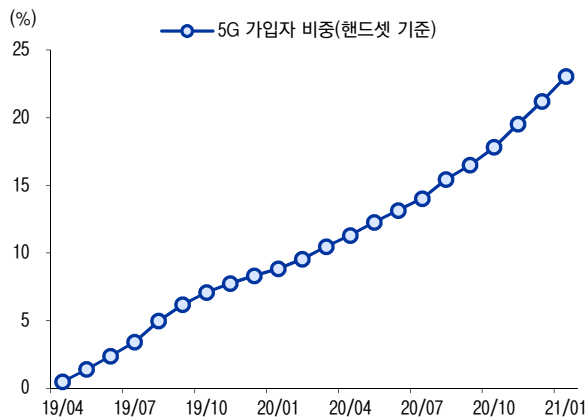
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터  
 볼드체는 21년 신규 출시 예상 5G 스마트폰

## 일반 요금제 가입자의 5G 유입 본격화

다양한 가격대 5G 스마트폰 출시로 일반 요금제 가입자의 5G 유입이 본격화되면서 요금제 업셀링 효과가 나타날 것이다. 동영상 스트리밍을 기반으로 가입자 전반에 걸쳐 데이터 사용량 증가가 나타나고 5G 킬러콘텐츠인 AR, VR 등이 확산되면서 데이터 수요가 증가하기 때문이다.

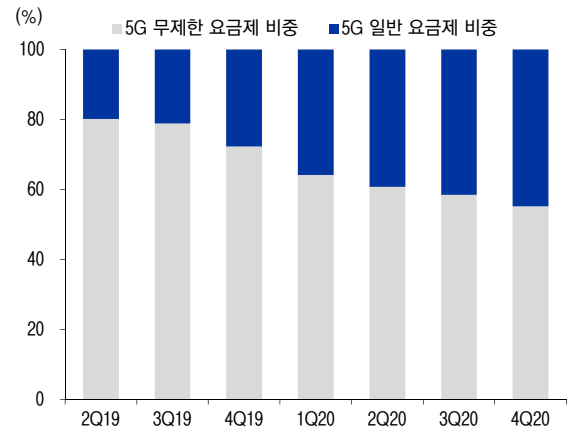
5G 가입자 비중이 20%를 넘어서면서 일반 요금제 가입자의 5G 전환이 본격화되고 있다. 19년 상용화 초기 20%에 불과했던 5G 일반 요금제 가입자 비중은 20년 말 45%까지 확대됐다. 일반 요금제 가입자의 5G 전환 시 요금제 하향보다는 업셀링 효과가 클 것으로 전망하는 이유는 앞으로 5G로 유입될 4G 가입자의 데이터 사용량이 지속적으로 증가하고 있기 때문이다. 5G 상용화 이후 4G의 요금제별 1인당 데이터 사용량은 무제한 +37%, 일반 +69%로 특히 일반 요금제 가입자의 데이터 사용량이 더 큰 폭으로 증가했다. 이러한 데이터 사용량 증가를 견인하는 동영상 서비스는 18-20년 모든 연령층에서 이용률이 상승했으며 20년 일평균 이용시간은 전년대비 30% 증가했다.

그림36 상당수 헤비유저는 5G로 넘어간 것으로 파악



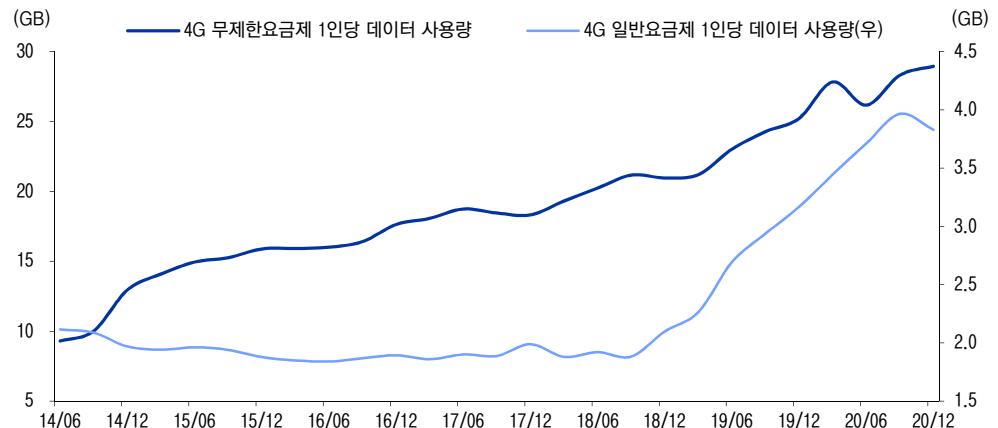
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 일반 요금제 가입자의 5G 유입 본격화



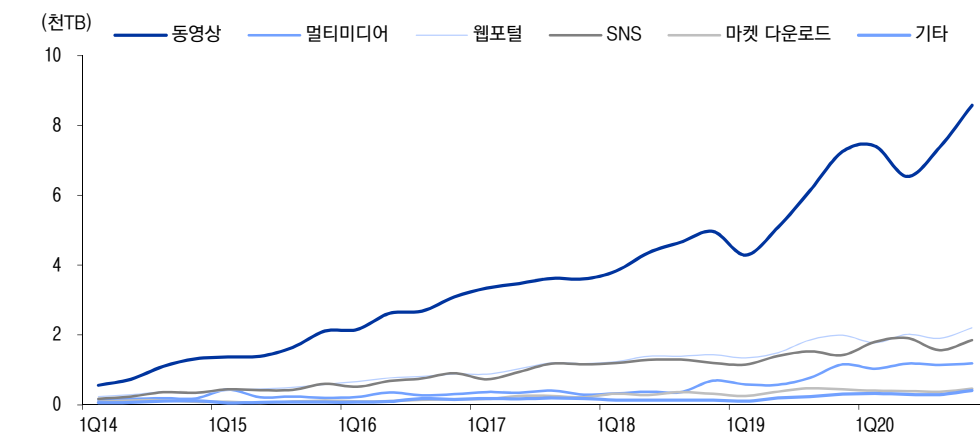
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 4G 가입자의 데이터 사용량은 요금제와 관계없이 증가하는 중



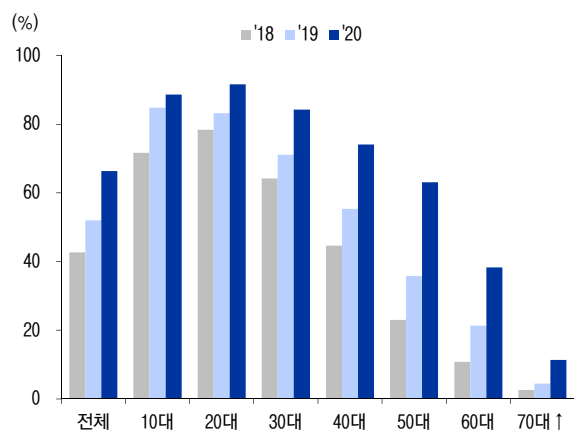
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 데이터 사용 증가의 주요 원인은 4G의 킬러콘텐츠인 동영상 스트리밍



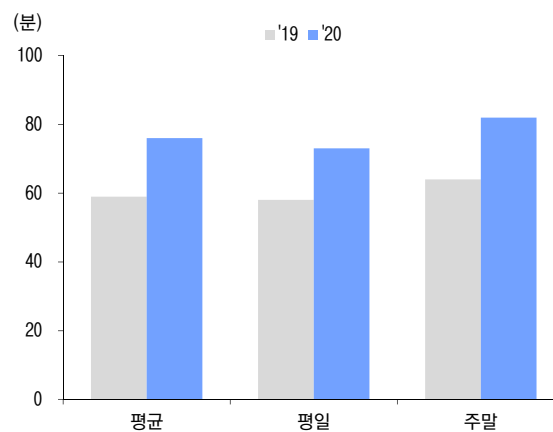
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 20년 OTT 서비스 이용률 66.3%, 40-60대 증가 뚜렷



자료: 방송통신위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

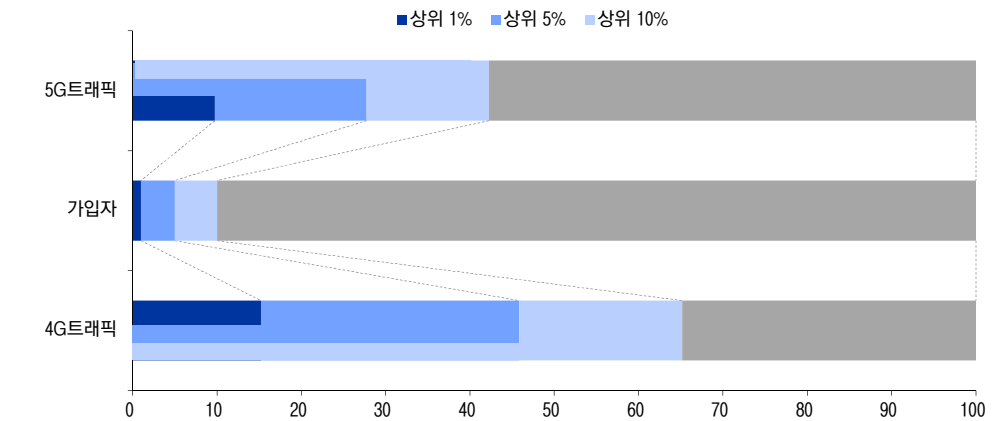
그림41 20년 일평균 OTT 이용시간 전년대비 30% 증가



자료: 방송통신위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

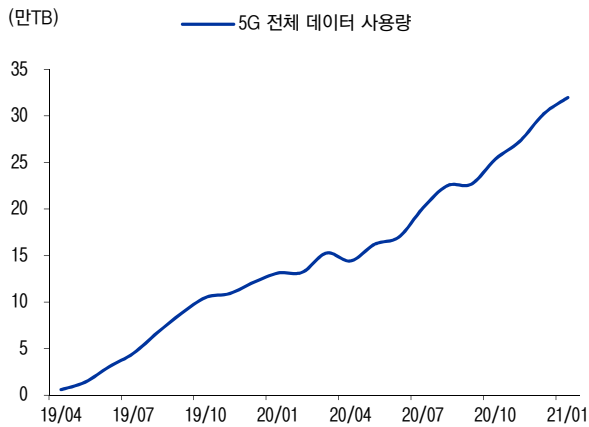
동영상 스트리밍이 데이터 수요 확대를 가져온 것과 같이 5G 킬러콘텐츠 확산이 데이터 사용을 증가시키며 고가요금제 유입으로 이어질 것이다. 5G에서는 4G와 달리 일반 사용자들의 데이터 사용량 비중이 확대되고 있다. 헤비유저(데이터 사용량 상위 10% 가입자)가 전체 데이터 사용량에서 차지하는 비중은 4G 65%→5G 42%로 축소됐다. 5G 데이터 트래픽이 일부 헤비 유저에 집중되지 않고 가입자 전반에 걸쳐 증가하고 있다는 것을 의미한다. 하지만 5G 가입자의 1인당 데이터 사용량은 상용화 이후 25GB 수준에서 정체되어 있어 데이터 사용량 증가를 유도하기 위해서는 5G 킬러콘텐츠의 확산이 필요하다.

그림42 4G에서 5G로 이동하면서 일반 유저의 데이터 사용량 비중이 높아짐



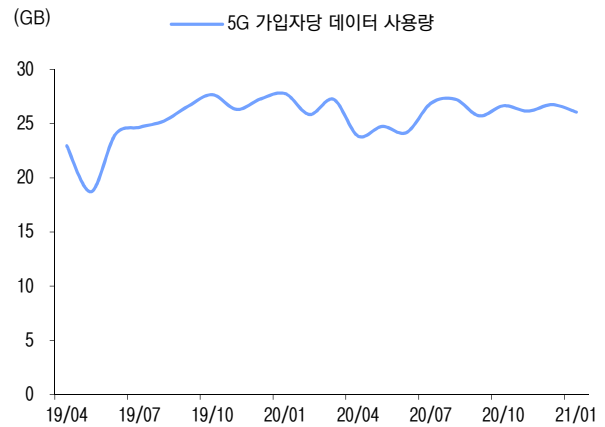
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 5G 데이터 사용량은 가입자 확대에 맞춰 증가하지만



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 1인당 데이터 사용량은 정체, 킬러콘텐츠 확산 필요

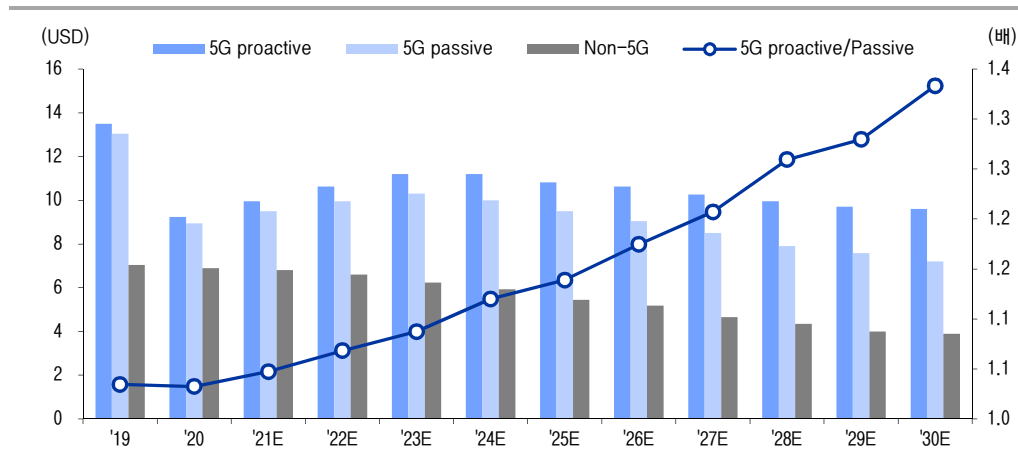


자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

## 드러나는 5G 킬러콘텐츠

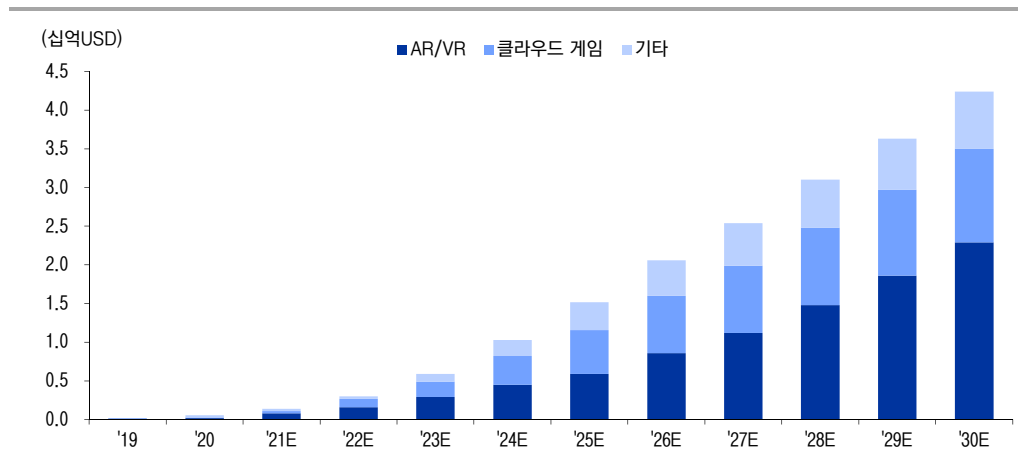
5G에서 통신사는 단순히 데이터 이용요금을 받는데 그치지 않고 5G 킬러콘텐츠를 통해 추가적인 수익을 창출할 수 있을 것이다. 에릭슨엘지에 따르면 5G는 통신사들이 기존의 무선 요금제에 다양한 서비스를 결합함으로써 2030년까지 34% 추가적인 ARPU 상승을 기대할 수 있으며 통신사의 5G 몰입형 미디어 수익 중 절반 이상이 AR, VR 콘텐츠가 차지할 것으로 전망했다. 국내 통신사는 이미 AR, VR 등 콘텐츠를 결합한 5G 요금제를 출시해 ARPU의 추가적인 상승을 도모하고 있다. LG유플러스는 넷플릭스, 초등나라, Google 패키지, AR글래스 등 서비스를 결합한 5G 요금제를 출시했으며 KT는 기존의 5G 슈퍼플랜 요금제에 콘텐츠(OTT, 음원스트리밍, VR, 게임 등) 구독 상품을 결합한 초이스 요금제를 출시했다. KT의 신규 5G 가입자의 60% 이상이 초이스 요금제를 선택하는 것으로 파악된다.

그림45 5G에서 콘텐츠+무선 서비스 결합으로 글로벌 통신사 무선 ARPU 34% 추가 상승 기대



자료: Ericsson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 통신사의 몰입형 미디어 서비스 수익 중 절반 이상이 AR, VR에서 발생할 전망



자료: Ericsson, 이베스트투자증권 리서치센터

최근 주목 받고 있는 메타버스(Metaverse)도 초기 단계에 머물러있는 AR, VR의 발전에 기여할것이다. Meta(가상,초월)와 Universe(세상,우주)의 합성어로 온라인과 현실을 접목한 가상세계를 의미하는 Metaverse는 XR에 기반해 구현된다. 그동안 AR, VR 콘텐츠는 동영상, 게임 등으로 한정적으로 사용되었으나 Metaverse는 하나의 플랫폼에서 SNS, 게임, 공연, 컨퍼런스 등 다양한 활동이 가능해진다. AR, VR 콘텐츠는 콘서트, 레저, 동영상 감상 등 단방향 콘텐츠 중심에서 실시간으로 상호작용을 통해 몰입감과 현장감을 극대화하는 방향으로 진화하고 있다.

국내 통신사는 5G 상용화 이후 단순히 VR헤드셋, AR글래스 등 단말기 판매에 그치지 않고 AR, VR플랫폼과 콘텐츠를 출시하고 5G 요금제와 결합하는 등 시장을 개척하고 있다. SK텔레콤은 Jump VR을 통해 최대 121명이 동시 접속해 컨퍼런스, 공연 등 다양한 모임과 활동을 진행할 수 있는 버추얼 밋업 서비스를 제공하고 있으며 AR/VR 서비스의 월이용자수는 60만명에 달한다. KT는 슈퍼VR을 통해 가상면접, 인테리어, 전시, 매장투어 등 생활 밀착형 콘텐츠 라인업을 강화하며 서비스 영역을 강화하고 있다. LG 유플러스는 XR Alliance를 설립하고 미국 퀄컴, 일본 KDDI 등 기업과 96억원을 투자해 VR 콘텐츠를 제작하고 있다.

해외에서도 5G 킬러콘텐츠로 AR과 VR을 내세우고 있다. 그동안 CES2019, 2020을 거치면서 5G가 계속해서 부각되었지만 대부분이 5G의 기술적 진화에 초점이 맞춰져 있었다. 1월에 열린 CES 2021에서는 IoT, AI, AR, VR 등 현재 제공 중이거나 곧 론칭을 앞둔 콘텐츠와 서비스가 주류를 이루었다. Verizon은 키노트에서 NFL 실시간 경기 현황, 스미소니언 박물관 관람, Black Pumas의 AR 콘서트 등을 소개하며 AR, VR이 5G의 킬러콘텐츠라는 점을 다시 한번 부각시켰다.

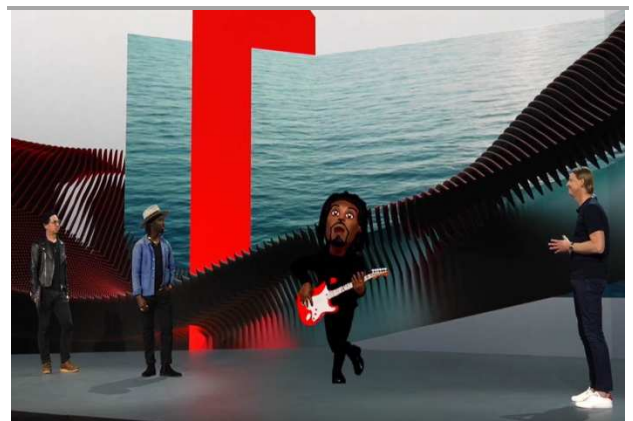
AR, VR 단말기의 보급도 빨라지고 있다. 기존 100만원을 상회하던 VR 헤드셋 가격은 최근 40만원대까지 하락하며 접근성이 높아졌다. 글로벌 VR 시장규모는 20년 61억달러에서 25년 209억달러로 3배 이상 성장할 것으로 전망된다. SK텔레콤이 국내 독점으로 출시한 VR헤드셋인 오кул러스퀘스트2는 20년 말까지 전세계에서 120만대가 팔렸으며 국내에서 2월 출시 후 초도 물량 1만대가 완판되는 등 기기 보급이 확산되고 있다.

그림47 SK 텔레콤 JumpVR로 진행된 순천향대 입학식



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 CES2021 Verizon 키노트에 등장한 AR 콘서트



자료: CES2021, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업분석

|                  |    |
|------------------|----|
| SK 텔레콤 (017670)  | 38 |
| KT (030200)      | 45 |
| LG 유플러스 (032640) | 53 |

| Universe |          |               |
|----------|----------|---------------|
| 종목명      | 투자판단     | 목표주가          |
| SK 텔레콤   | Buy (신규) | 340,000 원(신규) |
| KT       | Buy (신규) | 33,000 원(신규)  |
| LG 유플러스  | Buy (신규) | 16,000 원(신규)  |

# SK텔레콤 (017670)

## 1위 사업자와 숨겨진 가치

2021. 3. 8

통신/미디어

Analyst 이승웅

02. 3779-8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

### 5G에서도 IoT에서도 1위 사업자

21년 연결 영업수익은 19.8조원(+6.4% yoy), 영업이익은 1.5조원(+9.7% yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 5G 가입자 증가폭 확대에 따른 MNO의 안정적인 성장이 지속되고 SK브로드밴드의 두 자릿수 성장 등 자회사의 영업수익 기여도가 38%로 확대될 전망이다. 21년말 5G 가입자수는 1,053만명(+92.3% yoy, +506만명 yoy)으로 증가해 5G 비중은 33.2%(+11.2%p yoy)로 확대될 것이다. 21년 1월 기준 동사의 5G M/S는 46.3%로 상용화 초기 35.1% 대비 15%p 이상 상승했다. 5G 순증 M/S 역시 45% 이상을 유지하고 있어 5G에서도 1위 사업자 자리를 공고히 할 것이다. 또한 무선 회선 증가를 이끌고 있는 IoT의 점유율 역시 37.4%로 1위 사업자를 유지하고 있어 향후 IoT 성장에 따른 수혜가 예상된다.

### 숨겨진 가치를 찾아서

21년말 공정거래법 개정안 시행을 앞두고 중간지주회사 전환이 예상된다. 당사는 인적 분할을 통한 중간지주회사로 전환할 가능성이 높다고 판단한다. SK텔레콤을 지주회사와 사업회사로 분할한 후 SK㈜가 보유한 SKT사업회사 지분을 SKT지주회사에 현물 출자하는 방식이 유력하다. 중간지주회사 전환은 커머스, 보안, 미디어/콘텐츠 등 New Biz 사업에 대한 가치를 반영하는 계기가 될 것이다. 당사는 New Biz 사업을 포함한 자회사 가치를 20조원으로 추정한다. 하지만 무선 통신의 비중이 높아 그동안 자회사의 가치를 제대로 반영하지 못한 것으로 판단한다. 또한 21년 원스토어를 시작으로 ADT 캡스, 11번가, SK브로드밴드 등 자회사 상장을 차례로 추진하고 있어 자회사 상장과 무선통신 사업부문이 분리되는 시점에 자회사의 가치가 반영될 것이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 340,000원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY와 목표주가 340,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 25.9조원과 SK하이닉스의 지분가치 9.3조원을 합산해 산출했다. 동사의 영업가치는 12M Fwd EBITDA 5.8조원에 11-13년 평균 EV/EBITDA 4.5배를 적용했으며 지분가치는 SK하이닉스의 전일(3/5) 시가총액 102조원에 지분을 20.1%와 할인율 50%를 적용해 산출했다.

## Buy (Initiate)

목표주가 340,000 원

현재주가 244,000 원

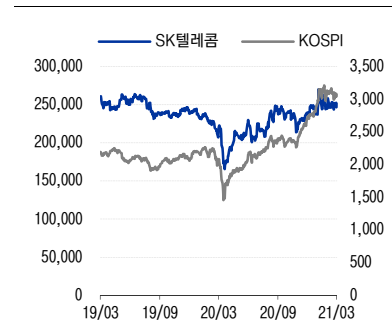
### 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ○  |    |

### Stock Data

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| KOSPI(3/5)     | 3,026.26 pt         |
| 시가총액           | 197,020 억원          |
| 발행주식수          | 80,746 천주           |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 165,500/270,000 원   |
| 90 일 일평균거래대금   | 1,091 억원            |
| 외국인 지분율        | 36.4%               |
| 배당수익률(21E)     | 4.5%                |
| BPS(21E)       | 310,374 원           |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1개월 -2.6%           |
|                | 6개월 -25.0%          |
|                | 12개월 -35.0%         |
| 주주구성           | SK (외 5인) 26.8%     |
|                | 국민연금공단 (외 1인) 10.5% |
|                | 자사주 (외 1인) 9.3%     |

### Stock Price



### Financial Data

| (십억원) | 매출액    | 영업이익  | 세전이익  | 순이익   | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) |
|-------|--------|-------|-------|-------|------------|------------|--------|------------|------------------|------------|------------|
| 2018  | 16,874 | 1,202 | 3,976 | 3,132 | 43,522     | 18.2       | 4,486  | 6.2        | 6.5              | 1.0        | 15.5       |
| 2019  | 17,744 | 1,110 | 1,163 | 862   | 12,168     | -72.0      | 5,046  | 19.6       | 5.6              | 0.8        | 3.9        |
| 2020P | 18,623 | 1,354 | 1,882 | 1,506 | 20,640     | 69.6       | 5,485  | 11.8       | 5.2              | 0.8        | 6.5        |
| 2021E | 19,821 | 1,485 | 2,669 | 2,029 | 27,323     | 32.4       | 5,733  | 8.9        | 4.9              | 0.8        | 8.2        |
| 2022E | 21,147 | 1,776 | 3,970 | 3,017 | 40,633     | 48.7       | 6,061  | 6.0        | 4.4              | 0.7        | 11.4       |

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 5G에서도 IoT에서도 1위 사업자

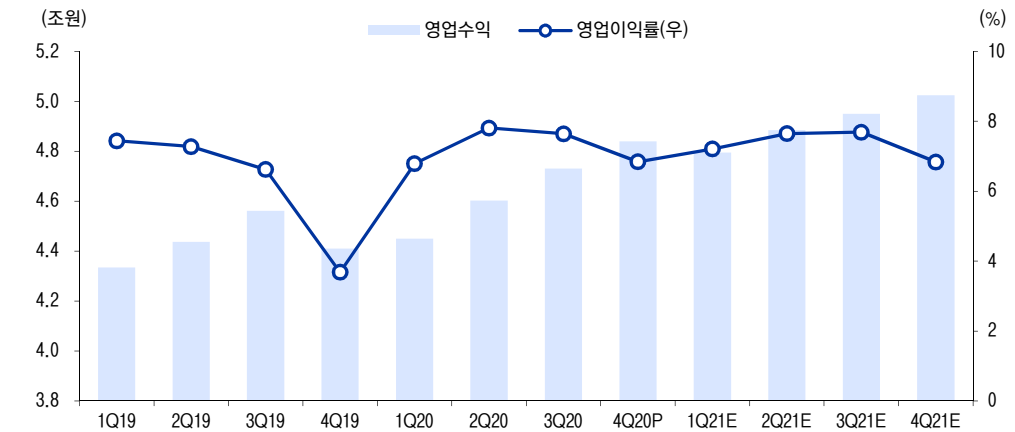
21년 연결 영업수익은 19.8조원(+6.4% yoy), 영업이익은 1.5조원(+9.7% yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 5G 가입자 증가폭 확대에 따른 MNO의 안정적인 성장이 지속되고 SK브로드밴드의 두 자릿수 성장 등 자회사의 영업수익 기여도가 38%로 확대될 전망이다. 21년말 5G 가입자수는 1,053만명(+92.3% yoy, +506만명 yoy)으로 증가해 5G 비중은 33.2%(+11.2%p yoy)로 확대될 것이다. 21년 1월 기준 동사의 5G M/S는 46.3%로 상용화 초기 35.1% 대비 15%p 이상 상승했다. 5G 순증 M/S 역시 45% 이상을 유지하고 있어 5G에서도 1위 사업자 자리를 공고히 할 것이다. 또한 무선 회선 증가를 이끌고 있는 IoT의 점유율 역시 37.4%로 1위 사업자를 유지하고 있어 향후 IoT 성장에 따른 수혜가 예상된다.

표9 SK텔레콤 실적 추이 및 전망

| (십억원)          | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20P        | 1Q21E        | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2019          | 2020P         | 2021E         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>연결 영업수익</b> | <b>4,450</b> | <b>4,603</b> | <b>4,731</b> | <b>4,839</b> | <b>4,804</b> | <b>4,912</b> | <b>4,996</b> | <b>5,109</b> | <b>17,744</b> | <b>18,623</b> | <b>19,821</b> |
| 별도 연결수익        | 2,925        | 2,942        | 2,942        | 2,938        | 2,978        | 3,060        | 3,114        | 3,149        | 11,416        | 11,747        | 12,301        |
| 이동전화수익         | 2,483        | 2,487        | 2,497        | 2,521        | 2,543        | 2,606        | 2,679        | 2,732        | 9,722         | 9,989         | 10,560        |
| 망접속정산수익        | 132          | 136          | 134          | 100          | 123          | 128          | 125          | 101          | 519           | 502           | 477           |
| 기타             | 310          | 318          | 311          | 317          | 312          | 326          | 310          | 316          | 1,176         | 1,255         | 1,264         |
| 연결자회사 등        | 1,526        | 1,661        | 1,789        | 1,901        | 1,825        | 1,853        | 1,882        | 1,960        | 6,328         | 6,877         | 7,520         |
| <b>영업비용</b>    | <b>4,148</b> | <b>4,243</b> | <b>4,369</b> | <b>4,508</b> | <b>4,451</b> | <b>4,542</b> | <b>4,604</b> | <b>4,739</b> | <b>16,634</b> | <b>17,269</b> | <b>18,336</b> |
| 인건비            | 743          | 736          | 765          | 763          | 780          | 772          | 803          | 839          | 2,823         | 3,006         | 3,195         |
| 지급수수료 및 판매수수료  | 1,318        | 1,354        | 1,366        | 1,309        | 1,332        | 1,353        | 1,384        | 1,313        | 5,002         | 5,347         | 5,383         |
| 광고선전비          | 74           | 93           | 109          | 155          | 115          | 127          | 136          | 145          | 435           | 432           | 523           |
| 감가상각비          | 1,029        | 1,043        | 1,053        | 1,045        | 1,061        | 1,060        | 1,061        | 1,066        | 3,935         | 4,170         | 4,248         |
| <b>영업이익</b>    | <b>302</b>   | <b>359</b>   | <b>362</b>   | <b>331</b>   | <b>353</b>   | <b>371</b>   | <b>392</b>   | <b>370</b>   | <b>1,110</b>  | <b>1,354</b>  | <b>1,485</b>  |
| 세전이익           | 370          | 548          | 522          | 442          | 451          | 553          | 760          | 799          | 1,163         | 1,882         | 2,562         |
| 순이익            | 307          | 432          | 396          | 371          | 342          | 420          | 577          | 607          | 862           | 1,506         | 1,947         |
| 지배주주순이익        | 309          | 427          | 387          | 386          | 337          | 414          | 569          | 598          | 890           | 1,510         | 1,918         |
| <b>YoY %</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| <b>연결 영업수익</b> | <b>2.7</b>   | <b>3.7</b>   | <b>3.7</b>   | <b>9.7</b>   | <b>7.9</b>   | <b>6.7</b>   | <b>5.6</b>   | <b>5.6</b>   | <b>5.2</b>    | <b>5.0</b>    | <b>6.4</b>    |
| 별도 연결수익        | 4.0          | 3.3          | 1.1          | 3.3          | 1.8          | 4.0          | 5.8          | 7.2          | -2.5          | 2.9           | 4.7           |
| 이동전화수익         | 2.9          | 2.1          | 0.4          | 5.6          | 2.4          | 4.8          | 7.3          | 8.4          | -2.8          | 2.8           | 5.7           |
| 망접속정산수익        | 3.2          | 3.1          | 6.1          | -24.5        | -6.4         | -6.4         | -6.8         | 1.1          | -8.2          | -3.2          | -5.0          |
| 기타             | 13.8         | 13.7         | 4.0          | -2.5         | 0.9          | 2.4          | -0.2         | -0.4         | 3.1           | 6.8           | 0.7           |
| 연결자회사 등        | 0.2          | 4.5          | 8.4          | 21.4         | 19.6         | 11.5         | 5.2          | 3.1          | 22.4          | 8.7           | 9.4           |
| <b>영업비용</b>    | <b>3.4</b>   | <b>3.1</b>   | <b>2.6</b>   | <b>6.1</b>   | <b>7.3</b>   | <b>7.0</b>   | <b>5.4</b>   | <b>5.1</b>   | <b>6.1</b>    | <b>3.8</b>    | <b>6.2</b>    |
| <b>영업이익</b>    | <b>-6.4</b>  | <b>11.3</b>  | <b>19.7</b>  | <b>103.8</b> | <b>16.8</b>  | <b>3.1</b>   | <b>8.4</b>   | <b>11.7</b>  | <b>-7.6</b>   | <b>22.0</b>   | <b>9.7</b>    |
| 세전이익           | -20.9        | 55.2         | 49.4         | 흑전           | 21.8         | 0.8          | 45.6         | 80.7         | -70.8         | 61.9          | 36.1          |
| 순이익            | -17.9        | 66.8         | 44.2         | 흑전           | 11.6         | -2.8         | 45.9         | 63.6         | -72.5         | 74.7          | 29.3          |
| 지배주주순이익        | -18.4        | 62.2         | 41.0         | 흑전           | 9.0          | -3.2         | 47.0         | 54.9         | -71.5         | 69.6          | 27.0          |
| <b>OPM %</b>   | <b>6.8</b>   | <b>7.8</b>   | <b>7.6</b>   | <b>6.8</b>   | <b>7.3</b>   | <b>7.5</b>   | <b>7.8</b>   | <b>7.2</b>   | <b>6.3</b>    | <b>7.3</b>    | <b>7.5</b>    |

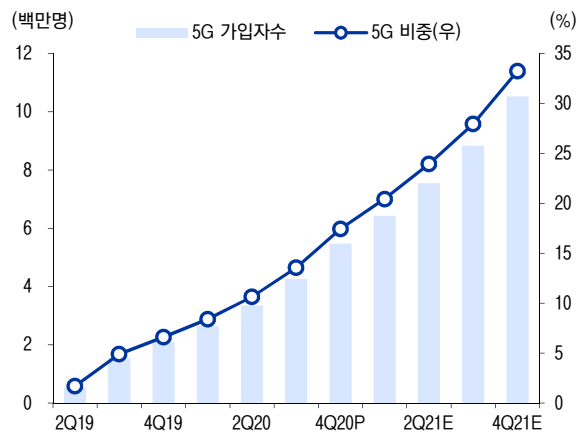
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 SK 텔레콤 영업수익 및 영업이익률 추이



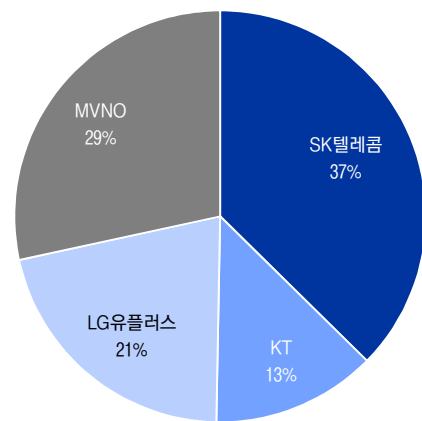
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 SK 텔레콤 21년 말 5G 가입자 비중 33% 전망



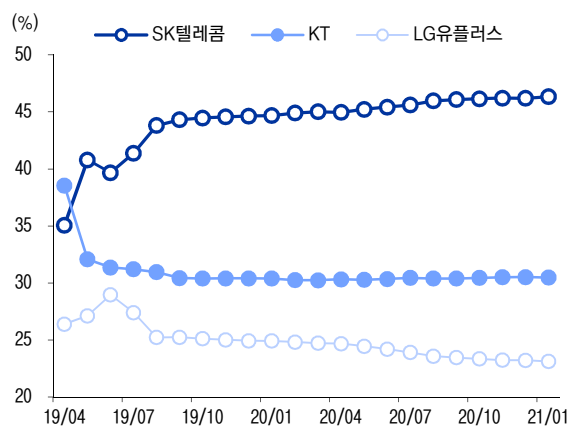
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 IoT 회선 M/S 37%로 1 위(21/01 기준)



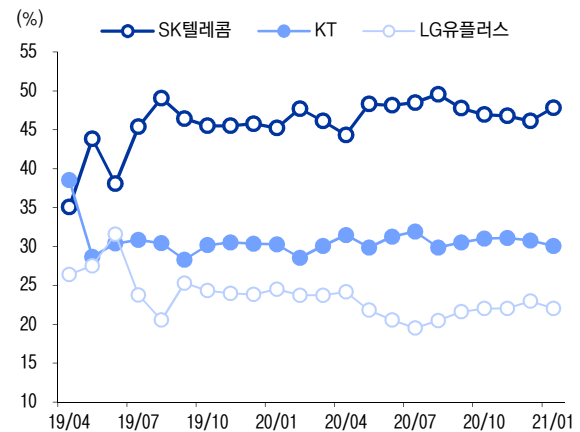
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 SK 텔레콤 5G M/S 46.3%로 점진적으로 상승 중



자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 5G 순증 M/S 도 45% 이상 유지



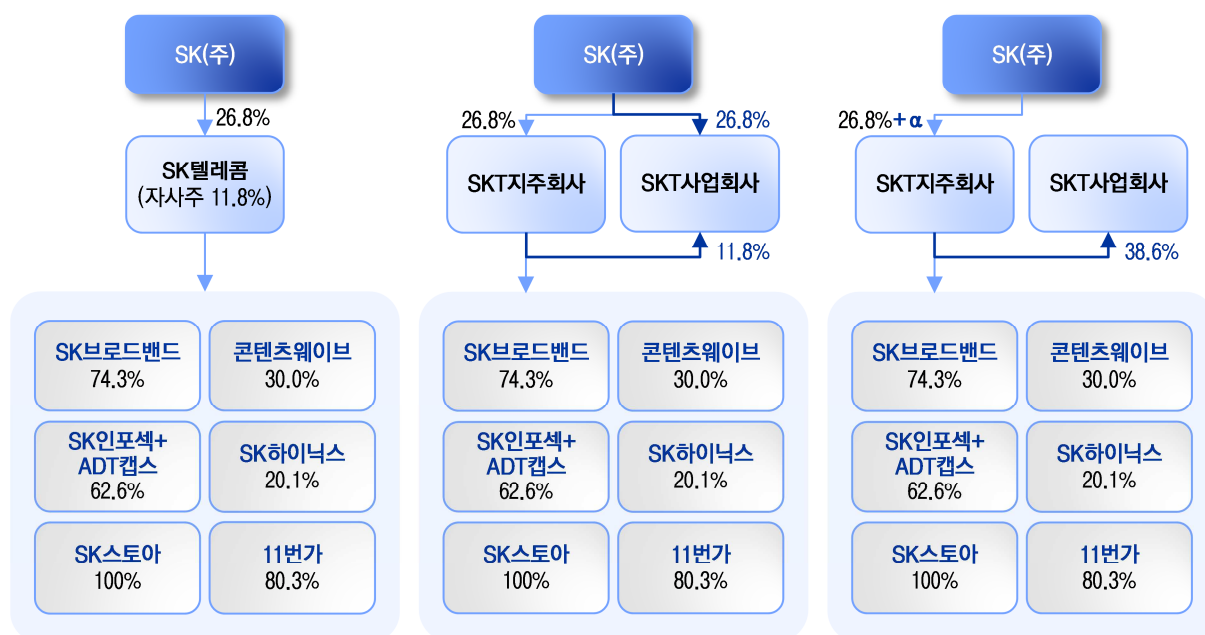
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

## 숨겨진 가치를 찾아서

21년 말 공정거래법 개정안 시행을 앞두고 중간지주회사 전환이 예상된다. 개정안 시행 이후 신규 설립되는 지주회사의 자회사(손자회사) 최소 지분율이 상장사의 경우 20% → 30%, 비상장사는 40% → 50%로 상향되기 때문이다. 현재 SK하이닉스 지분 20.1% 보유한 동사는 지분율을 30%로 높이기 위해 10조원에 가까운 자금이 투입해야 하기 때문에 연내 중간지주회사 전환을 추진할 것이다.

당사는 인적분할을 통한 중간지주회사로 전환할 가능성이 높다고 판단한다. SK텔레콤을 지주회사와 사업회사로 분할한 후 SK(주)가 보유한 SKT사업회사 지분을 SKT지주회사에 현물출자 하는 방식으로 이루어질 것으로 예상된다. 인적분할 가능성을 높게 보는 이유는 물적분할의 경우 SKT사업회사의 최대주주가 SKT지주회사로 변경되는 과정에서 전기통신사업법 제10조에 의해 정부의 공익성심사위원회 승인이 필요하다. 인적분할의 경우 최대주주가 SK(주)로 유지되기 때문에 정부의 승인 과정을 거치지 않아도 된다. 또한 인적분할 이후 SK(주)가 보유한 SKT사업회사 지분을 SKT지주회사에 현물출자함으로써 SKT지주회사에 대한 지배력을 강화할 수 있다.

그림54 SK 텔레콤 인적분할 예상



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

중간지주회사 전환은 커머스, 보안, 미디어/콘텐츠 등 New Biz 사업에 대한 가치를 반영하는 계기가 될 것이다. 당사는 New Biz 사업을 포함한 자회사 가치를 20조원으로 추정한다. 당사는 2017년부터 비통신 사업부문을 강화하기 위해 본격적으로 New Biz(미디어, 보안, 커머스) 포트폴리오를 강화해왔다. New ICT 기업으로 변화하기 위해 조직개편을 통해 MNO(Mobile Network Operator) 사업을 영위하는 Corp1 센터와 New Biz 사업을 영위하는 Corp2 센터로 조직을 이원화했다. 하지만 무선 통신의 비중이 높아 자회사의 가치를 제대로 반영하지 못한 것으로 판단한다. 또한 21년 원스토어를 시작으로 ADT캡스, 11번가, SK브로드밴드 등 자회사 상장을 차례로 추진하고 있다. 자회사 상장과 무선통신 사업부문이 분리되는 시점에 자회사의 가치가 반영될 것으로 예상된다.

표10 SOTP 로 산정한 SK 텔레콤 기업가치

| (십억원, %)         |                  | 기업가치          | 지분율   | 비고                     |
|------------------|------------------|---------------|-------|------------------------|
| <b>① 영업가치</b>    |                  | <b>19,009</b> |       |                        |
|                  | 별도 EBITDA        | 4,253         |       |                        |
|                  | Target EV/EBITDA | 4             |       | 11-13년 평균 EV/EBITDA    |
| <b>② 비영업가치</b>   |                  | <b>18,430</b> |       |                        |
| 상장사              | SK하이닉스           | 9,274         | 20.1  | 전일 시가총액,<br>할인율 50% 적용 |
|                  | 드림어스컴퍼니          | 79            | 51.4  |                        |
|                  | 나노엔텍             | 27            | 28.4  |                        |
|                  | 인크로스             | 69            | 34.6  |                        |
| 비상장사             | SK브로드밴드          | 1,820         | 100.0 | 할인율 30% 적용             |
|                  | WAVVE            | 140           | 30    |                        |
|                  | ADT캡스            | 840           | 55    |                        |
|                  | SK인포섹            | 280           | 100   |                        |
|                  | 11번가             | 1,680         | 98.1  |                        |
|                  | 원스토어             | 140           | 52.7  |                        |
|                  | 기타               | 4,081         |       | 할인율 50% 적용             |
| <b>③ 총기업가치</b>   |                  | <b>37,439</b> |       |                        |
|                  | 순차입금             | 8,355         |       | 21년 말 예상 순차입금          |
| <b>④ 적정 기업가치</b> |                  | <b>29,084</b> |       |                        |
|                  | 현재 시가총액          | 20,348        |       |                        |
| <b>현 시가총액 대비</b> |                  | <b>+42.9</b>  |       |                        |

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 BUY, 목표주가 340,000원으로 커버리지 개시

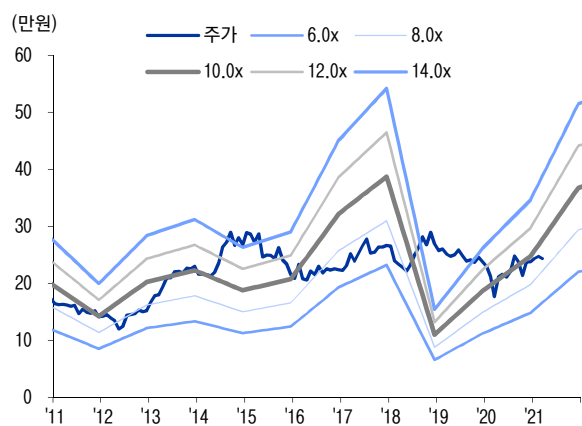
투자의견 BUY와 목표주가 340,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 25.9조원과 SK하이닉스의 지분가치 9.3조원을 합산해 산출했다. 동사의 영업가치는 12M Fwd EBITDA 5.8조원에 11~13년 평균 EV/EBITDA 4.5배를 적용했으며 지분가치는 SK하이닉스의 전일(3/5) 시가총액 102조원에 지분율 20.1%와 할인율 50%를 적용해 산출했다.

표11 SK텔레콤 목표 주가 산정

| (십억원, x, %)      | 내용      | 비고                    |
|------------------|---------|-----------------------|
| ① 영업가치           | 25,869  |                       |
| Target EV/EBITDA | 4.5     | 11~13년 평균 EV/EBITDA   |
| EBITDA           | 5,787   | 예상 12M fwd EBITDA     |
| ② 지분가치           | 9,274   | 할인율 50% 적용            |
| SK하이닉스 지분가치      | 18,547  | 전일 시가총액에 지분율 20.1% 적용 |
| ③ 총 기업가치         | 35,143  |                       |
| 순차입금             | 8,355   | 21년 말 예상 순차입금         |
| ④ 적정 시가총액        | 26,789  |                       |
| 발행 주식수(백만주)      | 80.7    |                       |
| 적정 주가            | 331,766 |                       |
| 목표 주가            | 340,000 | 상승여력 39.3%            |

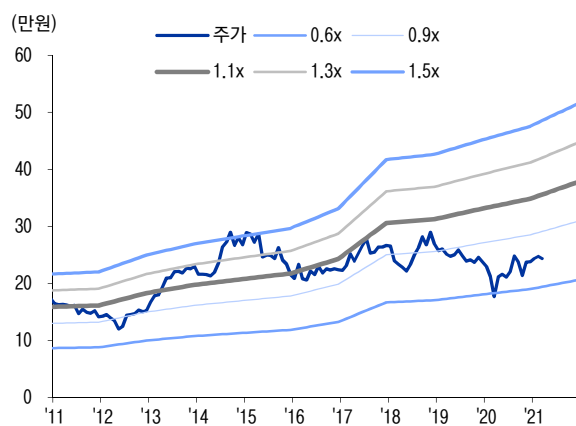
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 SK텔레콤 12M fwd PER 밴드



자료: SK텔레콤, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 SK텔레콤 12M fwd PBR 밴드



자료: SK텔레콤, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## SK텔레콤 (017670)

## 재무상태표

| (십억원)       | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산        | 7,959         | 8,102         | 8,851         | 9,823         | 11,748        |
| 현금 및 현금성자산  | 1,507         | 1,271         | 1,740         | 2,197         | 3,536         |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,946         | 3,136         | 3,243         | 3,424         | 3,636         |
| 재고자산        | 288           | 163           | 215           | 227           | 241           |
| 기타유동자산      | 3,218         | 3,532         | 3,654         | 3,975         | 4,336         |
| 비유동자산       | 34,410        | 36,509        | 37,689        | 38,044        | 38,478        |
| 관계기업투자등     | 13,356        | 14,100        | 15,470        | 16,098        | 16,751        |
| 유형자산        | 10,718        | 12,334        | 12,290        | 12,286        | 12,317        |
| 무형자산        | 8,452         | 7,816         | 7,688         | 7,234         | 6,783         |
| <b>자산총계</b> | <b>42,369</b> | <b>44,612</b> | <b>46,540</b> | <b>47,867</b> | <b>50,226</b> |
| 유동부채        | 6,848         | 7,788         | 7,607         | 7,736         | 7,913         |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,295         | 2,960         | 2,729         | 2,881         | 3,059         |
| 단기금융부채      | 1,489         | 1,766         | 1,760         | 1,700         | 1,660         |
| 기타유동부채      | 3,064         | 3,062         | 3,118         | 3,156         | 3,194         |
| 비유동부채       | 13,172        | 14,000        | 14,610        | 14,540        | 14,555        |
| 장기금융부채      | 8,592         | 9,636         | 10,274        | 10,074        | 9,954         |
| 기타비유동부채     | 4,581         | 4,365         | 4,336         | 4,466         | 4,601         |
| <b>부채총계</b> | <b>20,020</b> | <b>21,788</b> | <b>22,217</b> | <b>22,276</b> | <b>22,468</b> |
| 지배주주지분      | 22,471        | 22,957        | 23,794        | 25,061        | 27,229        |
| 자본금         | 45            | 45            | 45            | 45            | 45            |
| 자본잉여금       | 2,916         | 2,916         | 2,916         | 2,916         | 2,916         |
| 이익잉여금       | 22,145        | 22,235        | 22,982        | 24,249        | 26,416        |
| 비지배주주지분(연결) | -122          | -133          | 529           | 529           | 529           |
| <b>자본총계</b> | <b>22,349</b> | <b>22,824</b> | <b>24,324</b> | <b>25,591</b> | <b>27,758</b> |

## 현금흐름표

| (십억원)            | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>4,333</b>  | <b>3,986</b>  | <b>5,233</b>  | <b>4,433</b>  | <b>4,400</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 3,132         | 862           | 1,506         | 2,029         | 3,017         |
| 비현금수익비용가감        | 1,569         | 4,351         | 3,432         | 2,714         | 1,738         |
| 유형자산감가상각비        | 3,284         | 3,936         | 3,876         | 3,233         | 3,288         |
| 무형자산상각비          | 0             | 0             | 255           | 1,014         | 997           |
| 기타현금수익비용         | -3,271        | -449          | -699          | -1,533        | -2,547        |
| 영업활동 자산부채변동      | 26            | -836          | 366           | -310          | -355          |
| 매출채권 감소(증가)      | 507           | -220          | -64           | -181          | -212          |
| 재고자산 감소(증가)      | -13           | 116           | -51           | -12           | -14           |
| 매입채무 증가(감소)      | -330          | 144           | 465           | 152           | 178           |
| 기타자산, 부채변동       | -138          | -877          | 16            | -269          | -307          |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-4,048</b> | <b>-3,583</b> | <b>-3,849</b> | <b>-2,984</b> | <b>-2,097</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -2,734        | -3,357        | -3,536        | -3,229        | -3,319        |
| 무형자산 감소(증가)      | -497          | -134          | -119          | -560          | -546          |
| 투자자산 감소(증가)      | -418          | 280           | 76            | 990           | 1,969         |
| 기타투자활동           | -398          | -372          | -270          | -185          | -200          |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>-238</b>   | <b>-637</b>   | <b>-921</b>   | <b>-991</b>   | <b>-965</b>   |
| 차입금의 증가(감소)      | 373           | 150           | 337           | -260          | -160          |
| 자본의 증가(감소)       | -706          | -419          | -730          | -731          | -805          |
| 배당금의 지급          | 706           | 719           | 730           | 731           | 805           |
| 기타재무활동           | 94            | -368          | -528          | 0             | 0             |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>49</b>     | <b>-236</b>   | <b>469</b>    | <b>458</b>    | <b>1,339</b>  |
| 기초현금             | 1,458         | 1,507         | 1,271         | 1,740         | 2,197         |
| 기말현금             | 1,507         | 1,271         | 1,740         | 2,197         | 3,536         |

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

| (십억원)           | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>      | <b>16,874</b> | <b>17,744</b> | <b>18,623</b> | <b>19,821</b> | <b>21,147</b> |
| 매출원가            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>매출총이익</b>    | <b>16,874</b> | <b>17,744</b> | <b>18,623</b> | <b>19,821</b> | <b>21,147</b> |
| 판매비 및 관리비       | 15,672        | 16,634        | 17,269        | 18,336        | 19,371        |
| <b>영업이익</b>     | <b>1,202</b>  | <b>1,110</b>  | <b>1,354</b>  | <b>1,485</b>  | <b>1,776</b>  |
| (EBITDA)        | 4,486         | 5,046         | 5,485         | 5,733         | 6,061         |
| 금융손익            | -223          | -326          | -328          | -321          | -323          |
| 이자비용            | 307           | 398           | 380           | 378           | 378           |
| 관계기업등 투자손익      | 3,271         | 450           | 1,028         | 1,633         | 2,637         |
| 기타영업외손익         | -274          | -71           | -173          | -127          | -120          |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>3,976</b>  | <b>1,163</b>  | <b>1,882</b>  | <b>2,669</b>  | <b>3,970</b>  |
| 계속사업법인세비용       | 844           | 301           | 377           | 641           | 953           |
| 계속사업이익          | 3,132         | 862           | 1,506         | 2,029         | 3,017         |
| 중단사업이익          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>당기순이익</b>    | <b>3,132</b>  | <b>862</b>    | <b>1,506</b>  | <b>2,029</b>  | <b>3,017</b>  |
| 지배주주            | 3,128         | 890           | 1,510         | 1,998         | 2,972         |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>2,993</b>  | <b>906</b>    | <b>1,506</b>  | <b>2,029</b>  | <b>3,017</b>  |
| 매출총이익률 (%)      | 100.0         | 100.0         | 100.0         | 100.0         | 100.0         |
| 영업이익률 (%)       | 7.1           | 6.3           | 7.3           | 7.5           | 8.4           |
| EBITDA 마진률 (%)  | 26.6          | 28.4          | 29.5          | 28.9          | 28.7          |
| 당기순이익률 (%)      | 18.6          | 4.9           | 8.1           | 10.2          | 14.3          |
| ROA (%)         | 8.3           | 2.0           | 3.3           | 4.2           | 6.1           |
| ROE (%)         | 15.5          | 3.9           | 6.5           | 8.2           | 11.4          |
| ROIC (%)        | 6.4           | 4.9           | 6.1           | 6.3           | 7.6           |

## 주요 투자지표

|                 | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021E   | 2022E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>투자지표 (x)</b> |         |         |         |         |         |
| P/E             | 6.2     | 19.6    | 11.8    | 8.9     | 6.0     |
| P/B             | 1.0     | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.7     |
| EV/EBITDA       | 6.5     | 5.6     | 5.2     | 4.9     | 4.4     |
| P/CF            | 4.6     | 3.7     | 4.0     | 4.2     | 4.1     |
| 배당수익률 (%)       | 3.7     | 4.2     | 4.1     | 4.5     | 4.5     |
| <b>성장성 (%)</b>  |         |         |         |         |         |
| 매출액             | -3.7    | 5.2     | 5.0     | 6.4     | 6.7     |
| 영업이익            | -21.8   | -7.6    | 22.0    | 9.7     | 19.6    |
| 세전이익            | 16.8    | -70.8   | 61.9    | 41.8    | 48.7    |
| 당기순이익           | 17.9    | -72.5   | 74.7    | 34.7    | 48.7    |
| EPS             | 18.2    | -72.0   | 69.6    | 32.4    | 48.7    |
| <b>안정성 (%)</b>  |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 89.6    | 95.5    | 91.3    | 87.0    | 80.9    |
| 유동비율            | 116.2   | 104.0   | 116.4   | 127.0   | 148.5   |
| 순차입금/자기자본(x)    | 32.5    | 39.6    | 37.4    | 32.6    | 24.6    |
| 영업이익/금융비용(x)    | 3.9     | 2.8     | 3.6     | 3.9     | 4.7     |
| 총차입금 (십억원)      | 10,080  | 11,402  | 12,034  | 11,774  | 11,614  |
| 순차입금 (십억원)      | 7,274   | 9,041   | 9,087   | 8,355   | 6,841   |
| <b>주당지표(원)</b>  |         |         |         |         |         |
| EPS             | 43,522  | 12,168  | 20,640  | 27,323  | 40,633  |
| BPS             | 278,291 | 284,310 | 294,684 | 310,374 | 337,215 |
| CFPS            | 58,219  | 64,560  | 61,146  | 58,740  | 58,890  |
| DPS             | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 11,000  | 11,000  |

## KT (030200)

## 변화의 중심에 서다

2021. 3. 8

통신/미디어

Analyst 이승웅

02. 3779-8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

## 21년 영업이익 개선폭 확대 전망

21년 연결 영업수익은 24.5조원(+2.6% yoy), 영업이익은 1.3조원(+11.9% yoy)으로 전망한다. 5년 연속 하락했던 무선 ARPU가 20년 31,946원(+ 1.9% yoy)으로 반등했다. 5G 신규 가입자 중 콘텐츠 구독 상품을 결합한 초이스 요금제의 비중이 60% 이상 차지하고 있다. 초이스 요금제의 경우 기존 슈퍼플랜 요금제 대비 10~30% 높게 책정돼 ARPU를 추가적으로 상승시키는 효과로 나타날 것이다. 21년 무선 ARPU는 32,827원(+2.8% yoy)로 상승세를 이어갈 것이다. 21년 말 5G 가입자는 688만명(+326만명 yoy)으로 전체 가입자의 30.3%를 차지할 전망이다.

## 변화하는 KT

동사는 유무선 통신의 캐시카우를 기반으로 새로운 성장 엔진을 장착하고 Digico 기업으로 탈바꿈함으로써 장기간 지속된 저평가 국면에서 벗어날 수 있을 것으로 예상된다. B2B 사업 성장을 견인하고 있는 AI/DX의 두 자릿수 성장이 21년에도 지속될 전망이다. AI 솔루션이 적용처를 확대하며 B2B 비즈니스 모델로 안착하고 있으며 DX플랫폼을 출시하는 등 ABC(AI, Big DATA, Cloud)를 중심으로 B2B 사업 성장이 본격화되는 양상이다. 한편, 성장 사업 중심으로 포트폴리오 재편도 본격화되고 있다. 최근 부실기업 정리와 함께 미디어/콘텐츠 역량 강화를 위해 KT스튜디오지니를 설립했다. 제작사, IP, 유통, 방송, 광고, OTT 등 그룹사간 시너지를 창출함으로써 미디어/콘텐츠 사업의 가치가 부각될 수 있을 것이다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 33,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 5.1조원에 18~20년 평균 EV/EBITDA 2.4배를 적용해 산출했다. 현재 동사의 20년 DPS 1,350원을 적용한 배당수익률은 5.8%(최근 10년 평균 3.9%)로 배당 매력에 높다. 20년 별도 기준 당기순이익의 50%를 배당금으로 지급한다는 중장기 배당 정책을 발표했다. 21년에도 유무선 사업의 실적 개선세가 지속되고 마케팅 경쟁 완화 기조가 될 것으로 예상되기 때문에 배당 상승 가능성이 높아 동사의 주가 상승 여력이 충분하다고 판단한다.

## Buy (Initiate)

목표주가 33,000 원

현재주가 26,000 원

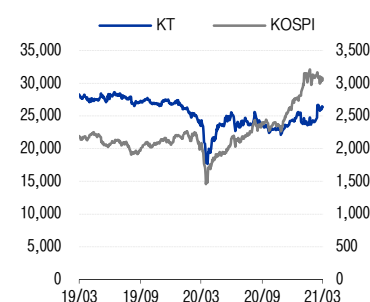
## 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ○  |    |

## Stock Data

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| KOSPI(3/5)     | 3,026.26 pt         |
| 시가총액           | 67,889 억원           |
| 발행주식수          | 261,112 천주          |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 17,650/26,650 원     |
| 90 일 일평균거래대금   | 494 억원              |
| 외국인 지분율        | 42.6%               |
| 배당수익률(21E)     | 5.8%                |
| BPS(21E)       | 56,684 원            |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1개월 11.1%           |
|                | 6개월 -17.1%          |
|                | 12개월 -38.1%         |
| 주주구성           | 국민연금공단 (외 1인) 10.4% |
|                | 자사주 (외 1인) 5.6%     |
|                | 자사주신탁 (외 1인) 4.2%   |

## Stock Price



## Financial Data

| (십억원) | 매출액    | 영업이익  | 세전이익  | 순이익   | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|-------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|--------|---------|---------------|---------|---------|
| 2018  | 23,460 | 1,262 | 1,091 | 762   | 2,808   | 44.4    | 4,626  | 10.6    | 2.4           | 0.6     | 5.5     |
| 2019  | 24,342 | 1,151 | 980   | 669   | 2,525   | -10.1   | 4,832  | 10.7    | 2.3           | 0.5     | 4.6     |
| 2020P | 23,917 | 1,184 | 975   | 703   | 2,683   | 6.3     | 4,844  | 9.7     | 2.2           | 0.5     | 4.7     |
| 2021E | 24,543 | 1,325 | 1,264 | 926   | 3,476   | 29.5    | 5,033  | 7.5     | 2.1           | 0.5     | 5.9     |
| 2022E | 25,187 | 1,450 | 1,393 | 1,020 | 3,830   | 10.2    | 5,208  | 6.8     | 2.0           | 0.4     | 6.2     |

자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 21년 영업이익 개선폭 확대 전망

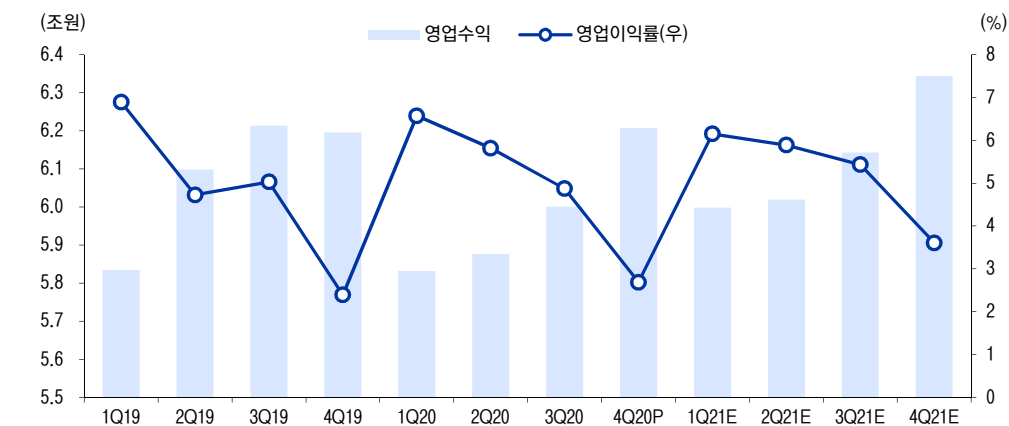
21년 연결 영업수익은 24.5조원(+2.6% yoy), 영업이익은 1.3조원(+11.9% yoy)으로 전망한다. 5년 연속 하락했던 무선 ARPU가 20년 31,946원(+1.9% yoy)으로 반등했다. 5G 신규 가입자 중 콘텐츠 구독 상품을 결합한 초이스 요금제의 비중이 60% 이상 차지하고 있다. 초이스 요금제의 경우 기존 슈퍼플랜 요금제 대비 10~30% 높게 책정돼 ARPU를 추가적으로 상승시키는 효과로 나타날 것이다. 21년 무선 ARPU는 32,827원(+2.8% yoy)로 상승세를 이어갈 것이다. 21년 말 5G 가입자는 688만명(+326만명 yoy)으로 전체 가입자의 30.3%를 차지할 전망이다.

표12 KT 실적 추이 및 전망

| (십억원)          | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20P        | 1Q21E        | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2019          | 2020P         | 2021E         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>연결 영업수익</b> | <b>5,832</b> | <b>5,877</b> | <b>6,001</b> | <b>6,207</b> | <b>6,002</b> | <b>6,028</b> | <b>6,153</b> | <b>6,360</b> | <b>24,342</b> | <b>23,917</b> | <b>24,543</b> |
| KT             | 4,429        | 4,340        | 4,520        | 4,590        | 4,528        | 4,492        | 4,652        | 4,716        | 18,205        | 17,879        | 18,388        |
| 무선             | 1,736        | 1,723        | 1,742        | 1,733        | 1,778        | 1,797        | 1,811        | 1,801        | 6,847         | 6,934         | 7,187         |
| 유선             | 1,293        | 1,277        | 1,327        | 1,293        | 1,301        | 1,310        | 1,314        | 1,318        | 5,182         | 5,190         | 5,244         |
| 기업             | 675          | 701          | 690          | 708          | 714          | 727          | 712          | 715          | 2,719         | 2,774         | 2,869         |
| 단말             | 680          | 596          | 716          | 805          | 688          | 615          | 768          | 828          | 3,274         | 2,797         | 2,900         |
| 자회사            | 2,275        | 2,500        | 2,529        | 2,761        | 2,297        | 2,492        | 2,581        | 2,788        | 10,022        | 10,064        | 10,158        |
| <b>영업비용</b>    | <b>5,449</b> | <b>5,535</b> | <b>5,709</b> | <b>6,041</b> | <b>5,629</b> | <b>5,665</b> | <b>5,809</b> | <b>6,115</b> | <b>23,191</b> | <b>22,733</b> | <b>23,218</b> |
| 서비스비용          | 4,574        | 4,747        | 4,907        | 5,032        | 4,762        | 4,850        | 4,911        | 4,963        | 18,975        | 19,261        | 19,487        |
| 인건비            | 1,004        | 984          | 1,082        | 1,054        | 1,013        | 1,006        | 1,050        | 1,081        | 3,951         | 4,124         | 4,150         |
| 사영업비           | 2,260        | 2,343        | 2,387        | 2,435        | 2,300        | 2,341        | 2,389        | 2,427        | 9,791         | 9,425         | 9,457         |
| 서비스구입비         | 759          | 833          | 824          | 861          | 782          | 817          | 778          | 779          | 2,955         | 3,277         | 3,156         |
| 판매관리비          | 552          | 587          | 614          | 683          | 668          | 686          | 695          | 676          | 2,278         | 2,436         | 2,725         |
| 단말구입비          | 874          | 787          | 801          | 1,008        | 867          | 815          | 898          | 1,151        | 4,216         | 3,471         | 3,731         |
| <b>영업이익</b>    | <b>383</b>   | <b>342</b>   | <b>292</b>   | <b>167</b>   | <b>373</b>   | <b>363</b>   | <b>344</b>   | <b>245</b>   | <b>1,151</b>  | <b>1,184</b>  | <b>1,325</b>  |
| 세전이익           | 367          | 308          | 314          | -14          | 357          | 344          | 327          | 236          | 980           | 975           | 1,264         |
| 순이익            | 227          | 208          | 230          | 39           | 261          | 252          | 239          | 173          | 669           | 703           | 926           |
| 지배주주순이익        | 208          | 177          | 203          | 70           | 241          | 232          | 221          | 159          | 619           | 658           | 852           |
| <b>YoY %</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| <b>연결 영업수익</b> | <b>-0.0</b>  | <b>-3.6</b>  | <b>-3.4</b>  | <b>0.2</b>   | <b>2.9</b>   | <b>2.6</b>   | <b>2.5</b>   | <b>2.5</b>   | <b>3.8</b>    | <b>-1.7</b>   | <b>2.6</b>    |
| KT             | 2.2          | -4.8         | -3.9         | -0.4         | 2.2          | 3.5          | 2.9          | 2.7          | 4.9           | -1.8          | 2.8           |
| 무선             | 1.9          | 0.6          | 0.9          | 1.6          | 2.5          | 4.3          | 4.0          | 3.9          | 0.4           | 1.3           | 3.7           |
| 유선             | 1.5          | -2.5         | 1.5          | 0.1          | 0.7          | 2.6          | -1.0         | 1.9          | 1.8           | 0.1           | 1.0           |
| 기업             | 8.3          | 2.4          | 0.8          | -2.5         | 5.8          | 3.7          | 3.2          | 1.0          | 12.4          | 2.0           | 3.4           |
| 단말             | -1.3         | -26.1        | -23.9        | -4.0         | 1.2          | 3.2          | 7.4          | 2.9          | 15.0          | -14.6         | 3.7           |
| 자회사            | -4.0         | 0.1          | 0.9          | 4.3          | 1.0          | -0.3         | 2.1          | 1.0          | 1.8           | 0.4           | 0.9           |
| <b>영업비용</b>    | <b>0.3</b>   | <b>-4.7</b>  | <b>-3.3</b>  | <b>-0.1</b>  | <b>3.3</b>   | <b>2.4</b>   | <b>1.8</b>   | <b>1.2</b>   | <b>4.5</b>    | <b>-2.0</b>   | <b>2.1</b>    |
| <b>영업이익</b>    | <b>-4.7</b>  | <b>18.6</b>  | <b>-6.4</b>  | <b>12.5</b>  | <b>-2.7</b>  | <b>6.2</b>   | <b>17.7</b>  | <b>47.0</b>  | <b>-8.8</b>   | <b>2.9</b>    | <b>11.9</b>   |
| 세전이익           | -7.7         | 8.6          | 16.3         | 적전           | -2.8         | 11.8         | 4.1          | 흑전           | -10.2         | -0.5          | 29.6          |
| 순이익            | -12.8        | 2.2          | 7.9          | 흑전           | 15.4         | 21.4         | 4.1          | 341.6        | -12.2         | 5.1           | 31.6          |
| 지배주주순이익        | -9.9         | 1.5          | 7.2          | 185.4        | 15.6         | 31.4         | 8.4          | 128.1        | -10.1         | 6.3           | 29.5          |
| <b>OPM %</b>   | <b>6.6</b>   | <b>5.8</b>   | <b>4.9</b>   | <b>2.7</b>   | <b>6.2</b>   | <b>6.0</b>   | <b>5.6</b>   | <b>3.9</b>   | <b>4.7</b>    | <b>5.0</b>    | <b>5.4</b>    |

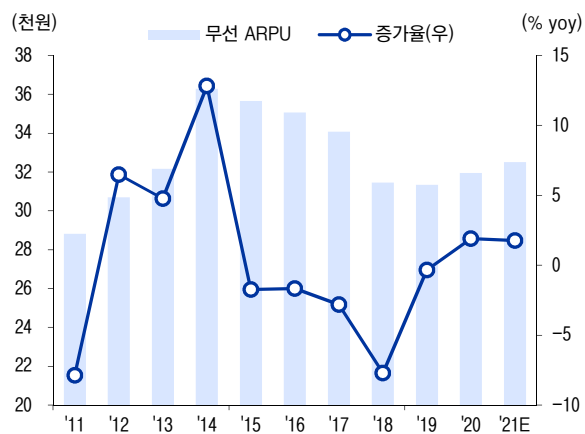
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 KT 영업수익 및 영업이익률 추이



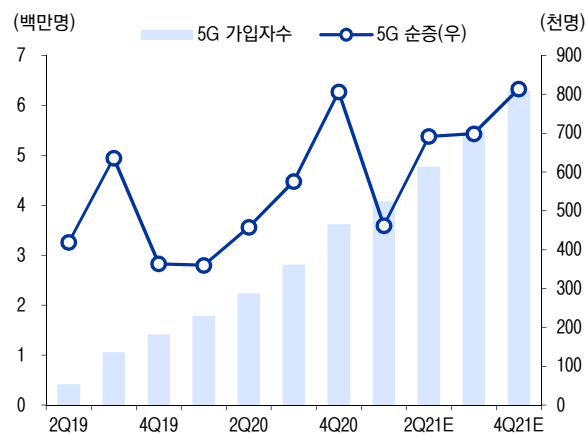
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 KT 무선 ARPU 추이 및 전망



자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 KT 5G 가입자수 및 순증 추이



자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 KT의 5G 신규 가입자 중 슈퍼플랜 초이스 비중 60% 상회

| 요금제                 | 월정액     | 데이터       | 음성통화 및 메시지 | 콘텐츠 제공                              |
|---------------------|---------|-----------|------------|-------------------------------------|
| 슈퍼플랜 프리미엄 초이스       | 130,000 | 완전<br>무제한 | 무제한        | OTT, 게임, 웹소설/웹툰, 음악, VR 중 택 2       |
| 슈퍼플랜 스페셜 초이스        | 110,000 |           |            |                                     |
| 슈퍼플랜 베이직 초이스        | 90,000  |           |            |                                     |
| 슈퍼플랜 프리미엄 초이스(넷플릭스) | 130,000 |           |            | 넷플릭스 + OTT, 게임, 웹소설/웹툰, 음악, VR 중 택1 |
| 슈퍼플랜 스페셜 초이스(넷플릭스)  | 110,000 |           |            |                                     |
| 슈퍼플랜 베이직 초이스(넷플릭스)  | 90,000  |           |            |                                     |
| 슈퍼플랜 스페셜            | 100,000 |           |            | 넷플릭스                                |
| 슈퍼플랜 베이직            | 80,000  |           |            |                                     |

자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

## 변화하는 KT

동사는 유무선 통신의 캐시카우를 기반으로 새로운 성장 엔진을 장착하고 Digico 기업으로 탈바꿈함으로써 장기간 지속된 저평가 국면에서 벗어날 수 있을 것으로 예상된다.

21년에도 B2B 사업 성장을 견인하고 있는 AI/DX의 두 자릿수 성장이 지속될 전망이다. AI셋탑박스인 기가지니를 시작으로 AI호텔, AI아파트, AI 콘택트센터로 적용처를 확대하며 B2B 비즈니스 모델로 안착하고 있으며 20년 11월에는 기업의 디지털트랜스포메이션을 지원하는 DX플랫폼을 출시하는 등 ABC(AI, Big DATA, Cloud)를 중심으로 B2B 사업 성장이 본격화되는 양상이다.

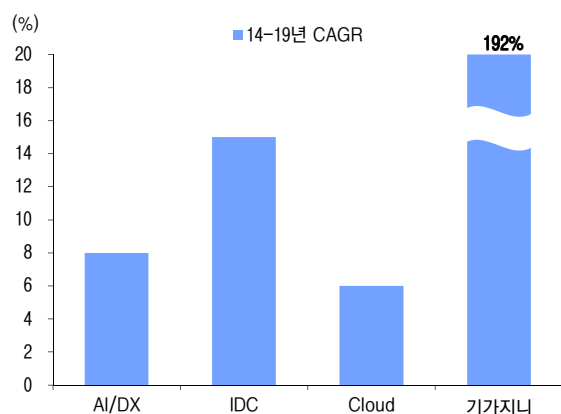
한편, 성장 사업 중심으로 포트폴리오 재편도 본격화되고 있다. 최근 KT파워텔을 매각하는 등 부실기업 정리와 함께 미디어/콘텐츠 역량 강화를 위해 KT스튜디오지니를 설립했다. KT스튜디오지니는 그룹 내에서 콘텐츠의 기획-제작-유통뿐만 아니라 투자유치, 제휴 등을 담당하는 콘트롤타워 역할을 할 것이다. 제작사, IP, 유통, 방송, 광고, OTT 등 그룹사간 시너지를 창출함으로써 미디어/콘텐츠 사업의 가치가 부각될 수 있을 것이다.

표14 KT Enterprise 주요 서비스

| 서비스       |                           | 내용                                                                  |
|-----------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 5G        | 기업전용 5G                   | Public 무선 네트워크와 물리적으로 분리된 기업전용 5G 네트워크                              |
|           | 5G 헬스케어 Platform          | 의료 IoT기기 연동 등을 통해 실시간 비대면 진료를 볼 수 있는 의료 특화 영상통화 솔루션                 |
|           | Edge Device 방역안전 Platform | 5G 엣지컴퓨팅 기반 AI 안전인식 비대면 전자출입기록                                      |
|           | 5G 스마트팩토리 Platform        | 5G, AI, Big DATA, Cloud 기반으로 스마트공장 구현                               |
|           | 자율주행                      | 다양한 센서, 네트워크 인프라 기반으로 자율주행 이동체 제공, 실시간 원격 관제                        |
| AI        | AI Contact Center         | AI를 기반으로 단순상담에서 전문상담, 답변관리, 답변추천 등 고객센터 업무 지원                       |
|           | AI Space                  | AI를 기반으로 아파트, 호텔, 리조트에 편의 서비스 제공                                    |
|           | AI 로봇                     | AI 기반 자동화 서비스 로봇, 로봇관제플랫폼 ROMAS로 로봇 효율 극대화                          |
|           | AI 솔루션                    | 제조, 유통, 시설관제 등 다양한 산업에 디바이스, 애플리케이션 연결해 디지털트랜스포메이션 지원               |
|           | AI 교육                     | AI 코딩블록, AI코딩팩을 통해 인공지능 기술, 코딩 학습                                   |
| Big DATA  |                           | 관광분석솔루션(Trip), 상권분석솔루션(GrIP), 생활인구솔루션(ALP) 등                        |
| Cloud/IDC | 5G Edge Cloud             | 5G Edge 통신센터를 통한 대용량, 초저지연 특화 Cloud 서비스                             |
|           | Hybrid Cloud              | Cloud-데이터센터-네트워크 통합 운용 서비스                                          |
|           | DX플랫폼                     | AI, Data Lake, IoT, Block Chain, DevOps 개발 환경의 핵심 기능을 Cloud 기반으로 제공 |

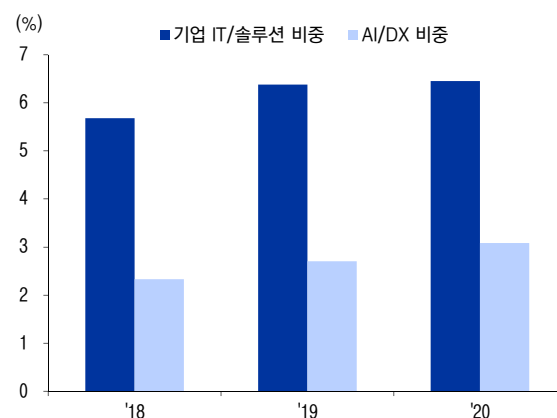
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 14-19년 AI/DX 연평균 매출액 증가율



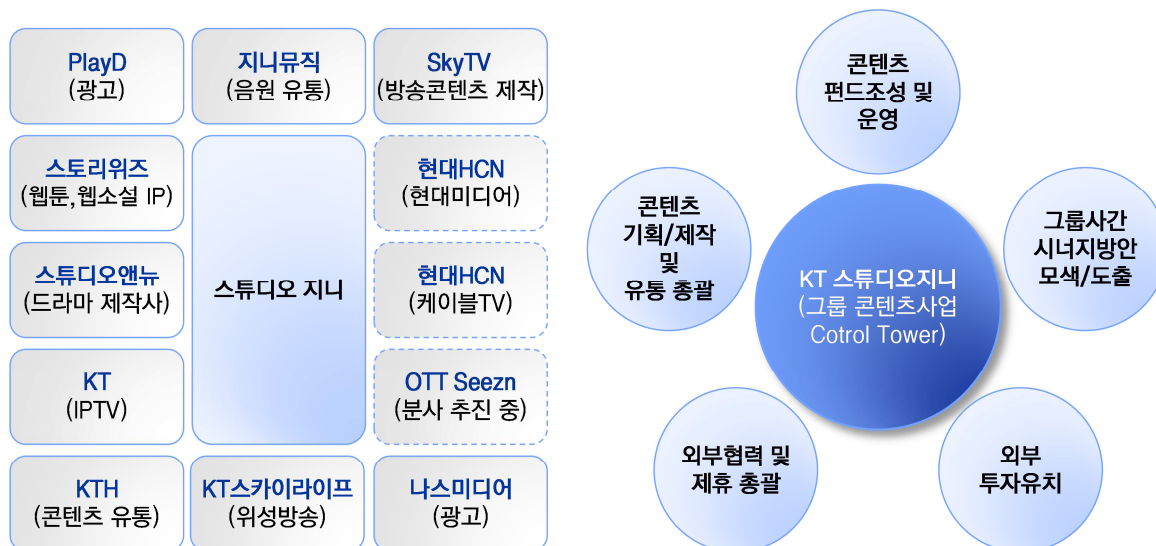
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터  
\*기가지니는 서비스 출시한 17년 이후 CAGR

그림61 KT 별도 영업수익 내 기업 IT/솔루션 및 AI/DX 비중



자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 KT 그룹 주요 미디어/콘텐츠 계열사 및 스튜디오지니의 역할



자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 BUY, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

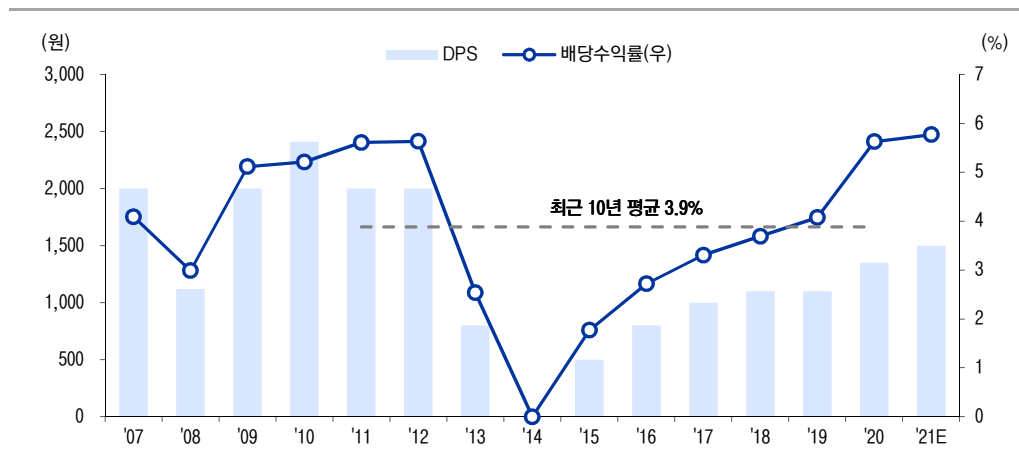
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 33,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 5.1조원에 18-20년 평균 EV/EBITDA 2.4배를 적용해 산출했다. 현재 동사의 20년 DPS 1,350원을 적용한 배당수익률은 5.8%(최근 10년 평균 3.9%)로 배당 매력에 높다. 20년 별도 기준 당기순이익의 50%를 배당금으로 지급한다는 중장기 배당 정책을 발표했다. 21년에도 유무선 사업의 실적 개선세가 지속되고 마케팅 경쟁 완화 기조가 될 것으로 예상되기 때문에 배당 상승 가능성이 높아 동사의 주가 상승 여력이 충분하다고 판단한다.

표15 KT 목표 주가 산정

| (십억원, x, %)      | 내용     | 비고                  |
|------------------|--------|---------------------|
| ① EBITDA         | 5,062  | 예상 12M fwd EBITDA   |
| Target EV/EBITDA | 2.4    | 18-20년 평균 EV/EBITDA |
| ② 총 기업가치         | 12,301 |                     |
| 순차입금             | 3,742  | 21년말 예상 순차입금        |
| ③ 적정 시가총액        | 8,560  |                     |
| 발행 주식수(백만주)      | 261.1  |                     |
| 적정 주가            | 32,783 |                     |
| 목표 주가            | 33,000 | 상승여력 +26.9%         |

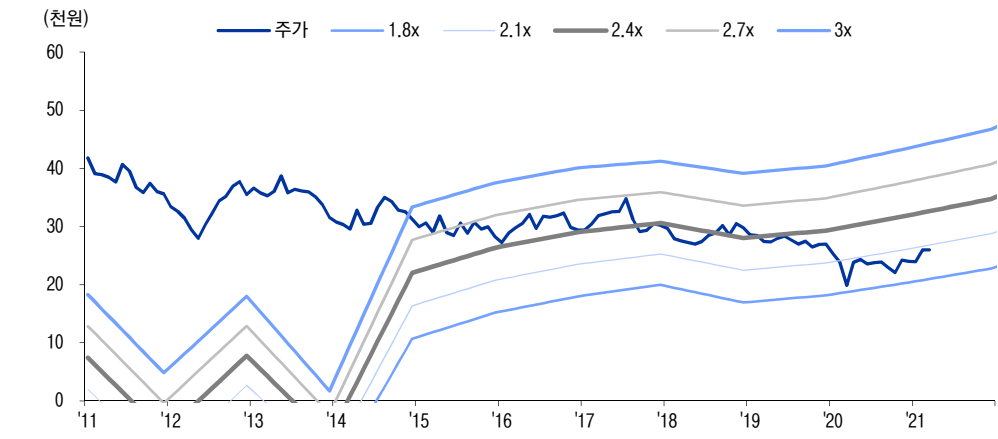
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 KT DPS 및 배당수익률 추이



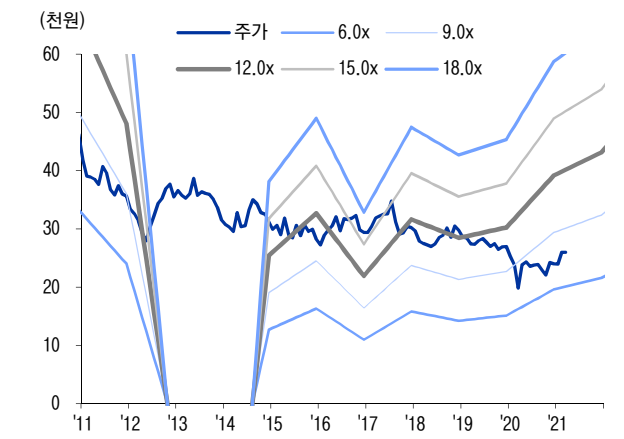
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 KT 12M fwd EV/EBITDA 밴드



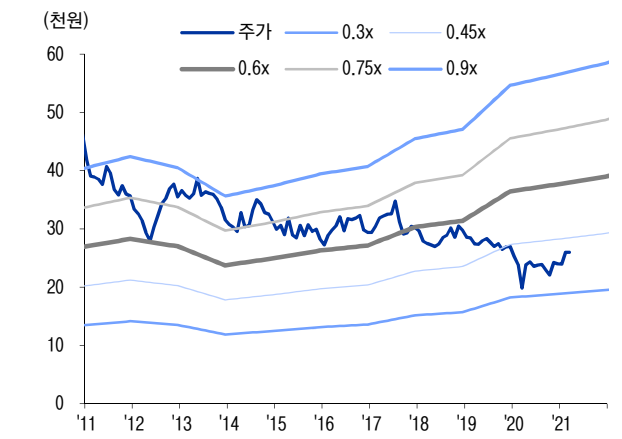
자료: KT, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 KT 12M fwd PER 밴드



자료: KT, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 KT 12M fwd PBR 밴드



자료: KT, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## KT (030200)

## 재무상태표

| (십억원)       | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산        | 11,894        | 11,898        | 13,520        | 14,018        | 14,677        |
| 현금 및 현금성자산  | 2,703         | 2,306         | 2,905         | 3,091         | 3,360         |
| 매출채권 및 기타채권 | 5,807         | 5,906         | 6,688         | 6,852         | 7,082         |
| 재고자산        | 684           | 665           | 772           | 791           | 817           |
| 기타유동자산      | 2,699         | 3,020         | 3,156         | 3,284         | 3,417         |
| 비유동자산       | 20,295        | 22,163        | 22,005        | 22,350        | 22,660        |
| 관계기업투자등     | 622           | 842           | 784           | 816           | 849           |
| 유형자산        | 13,068        | 13,785        | 14,206        | 14,830        | 15,410        |
| 무형자산        | 3,407         | 2,834         | 2,391         | 1,892         | 1,394         |
| <b>자산총계</b> | <b>32,189</b> | <b>34,061</b> | <b>35,525</b> | <b>36,368</b> | <b>37,337</b> |
| 유동부채        | 9,388         | 10,111        | 10,924        | 11,182        | 11,517        |
| 매입채무 및 기타채무 | 6,948         | 7,597         | 7,684         | 7,873         | 8,137         |
| 단기금융부채      | 1,369         | 1,187         | 1,547         | 1,547         | 1,547         |
| 기타유동부채      | 1,070         | 1,327         | 1,693         | 1,762         | 1,833         |
| 비유동부채       | 8,070         | 8,763         | 8,739         | 8,798         | 8,860         |
| 장기금융부채      | 5,443         | 6,262         | 6,474         | 6,474         | 6,474         |
| 기타비유동부채     | 2,627         | 2,501         | 2,265         | 2,325         | 2,386         |
| <b>부채총계</b> | <b>17,458</b> | <b>18,874</b> | <b>19,663</b> | <b>19,980</b> | <b>20,377</b> |
| 지배주주지분      | 13,203        | 13,667        | 14,275        | 14,801        | 15,372        |
| 자본금         | 1,564         | 1,564         | 1,564         | 1,564         | 1,564         |
| 자본잉여금       | 1,440         | 1,441         | 1,440         | 1,440         | 1,440         |
| 이익잉여금       | 11,329        | 11,637        | 12,210        | 12,735        | 13,307        |
| 비지배주주지분(연결) | 1,529         | 1,520         | 1,587         | 1,587         | 1,587         |
| <b>자본총계</b> | <b>14,731</b> | <b>15,187</b> | <b>15,862</b> | <b>16,387</b> | <b>16,959</b> |

## 현금흐름표

| (십억원)            | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>4,010</b>  | <b>3,745</b>  | <b>4,851</b>  | <b>4,609</b>  | <b>4,747</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 762           | 669           | 703           | 926           | 1,020         |
| 비현금수익비용가감        | 4,072         | 4,519         | 4,548         | 3,691         | 3,733         |
| 유형자산감가상각비        | 2,735         | 3,020         | 3,026         | 3,074         | 3,124         |
| 무형자산상각비          | 630           | 661           | 634           | 634           | 634           |
| 기타현금수익비용         | 127           | 117           | 888           | -17           | -25           |
| 영업활동 자산부채변동      | -622          | -1,130        | -401          | -8            | -6            |
| 매출채권 감소(증가)      | -81           | -433          | 436           | -164          | -230          |
| 재고자산 감소(증가)      | -274          | -24           | -61           | -19           | -27           |
| 매입채무 증가(감소)      | -168          | 44            | -330          | 189           | 264           |
| 기타자산, 부채변동       | -99           | -717          | -447          | -13           | -14           |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-2,704</b> | <b>-3,887</b> | <b>-4,118</b> | <b>-4,097</b> | <b>-4,110</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -2,170        | -3,218        | -3,537        | -3,698        | -3,704        |
| 무형자산 감소(증가)      | -726          | -519          | -488          | -135          | -135          |
| 투자자산 감소(증가)      | 231           | -167          | 102           | -75           | -75           |
| 기타투자활동           | -39           | 16            | -195          | -188          | -195          |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>-532</b>   | <b>-250</b>   | <b>-134</b>   | <b>-326</b>   | <b>-368</b>   |
| 차입금의 증가(감소)      | -214          | 89            | 135           | 0             | 0             |
| 자본의 증가(감소)       | -299          | -305          | -270          | -326          | -368          |
| 배당금의 지급          | 299           | 305           | 270           | 326           | 368           |
| 기타재무활동           | -19           | -33           | 0             | 0             | 0             |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>775</b>    | <b>-398</b>   | <b>599</b>    | <b>186</b>    | <b>269</b>    |
| 기초현금             | 1,928         | 2,703         | 2,306         | 2,905         | 3,091         |
| 기말현금             | 2,703         | 2,306         | 2,905         | 3,091         | 3,360         |

자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

| (십억원)           | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>      | <b>23,460</b> | <b>24,342</b> | <b>23,917</b> | <b>24,543</b> | <b>25,187</b> |
| 매출원가            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>매출총이익</b>    | <b>23,460</b> | <b>24,342</b> | <b>23,917</b> | <b>24,543</b> | <b>25,187</b> |
| 판매비 및 관리비       | 22,199        | 23,191        | 22,733        | 23,218        | 23,736        |
| <b>영업이익</b>     | <b>1,262</b>  | <b>1,151</b>  | <b>1,184</b>  | <b>1,325</b>  | <b>1,450</b>  |
| (EBITDA)        | 4,626         | 4,832         | 4,844         | 5,033         | 5,208         |
| 금융손익            | -153          | -67           | -68           | 12            | 6             |
| 이자비용            | 297           | 268           | 273           | 265           | 268           |
| 관계기업등 투자손익      | -2            | -3            | 18            | 3             | 6             |
| 기타영업외손익         | -16           | -101          | -159          | -76           | -69           |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>1,091</b>  | <b>980</b>    | <b>975</b>    | <b>1,264</b>  | <b>1,393</b>  |
| 계속사업법인세비용       | 328           | 310           | 272           | 339           | 373           |
| 계속사업이익          | 762           | 669           | 703           | 926           | 1,020         |
| 중단사업이익          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>당기순이익</b>    | <b>762</b>    | <b>669</b>    | <b>703</b>    | <b>926</b>    | <b>1,020</b>  |
| 지배주주            | 688           | 619           | 658           | 852           | 939           |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>781</b>    | <b>814</b>    | <b>703</b>    | <b>926</b>    | <b>1,020</b>  |
| 매출총이익률 (%)      | 100.0         | 100.0         | 100.0         | 100.0         | 100.0         |
| 영업이익률 (%)       | 5.4           | 4.7           | 5.0           | 5.4           | 5.8           |
| EBITDA 마진률 (%)  | 19.7          | 19.8          | 20.3          | 20.5          | 20.7          |
| 당기순이익률 (%)      | 3.2           | 2.7           | 2.9           | 3.8           | 4.0           |
| ROA (%)         | 2.2           | 1.9           | 1.9           | 2.4           | 2.5           |
| ROE (%)         | 5.5           | 4.6           | 4.7           | 5.9           | 6.2           |
| ROIC (%)        | 5.2           | 4.4           | 4.5           | 5.1           | 5.5           |

## 주요 투자지표

|                 | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>투자지표 (x)</b> |        |        |        |        |        |
| P/E             | 10.6   | 10.7   | 9.7    | 7.5    | 6.8    |
| P/B             | 0.6    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| EV/EBITDA       | 2.4    | 2.3    | 2.2    | 2.1    | 2.0    |
| P/CF            | 1.6    | 1.4    | 1.3    | 1.5    | 1.4    |
| 배당수익률 (%)       | 3.7    | 4.1    | 5.1    | 5.8    | 5.8    |
| <b>성장성 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 매출액             | 0.3    | 3.8    | -1.7   | 2.6    | 2.6    |
| 영업이익            | -8.3   | -8.8   | 2.9    | 11.9   | 9.4    |
| 세전이익            | 30.3   | -10.2  | -0.5   | 29.7   | 10.2   |
| 당기순이익           | 35.8   | -12.2  | 5.1    | 31.6   | 10.2   |
| EPS             | 44.4   | -10.1  | 6.3    | 29.5   | 10.2   |
| <b>안정성 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 118.5  | 124.3  | 124.0  | 121.9  | 120.2  |
| 유동비율            | 126.7  | 117.7  | 123.8  | 125.4  | 127.4  |
| 순차입금/자기자본(x)    | 21.1   | 28.1   | 25.1   | 22.8   | 20.2   |
| 영업이익/금융비용(x)    | 4.2    | 4.3    | 4.3    | 5.0    | 5.4    |
| 총차입금 (십억원)      | 6,813  | 7,449  | 8,021  | 8,021  | 8,021  |
| 순차입금 (십억원)      | 3,114  | 4,275  | 3,974  | 3,742  | 3,424  |
| <b>주당지표(원)</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS             | 2,808  | 2,525  | 2,683  | 3,476  | 3,830  |
| BPS             | 50,563 | 52,341 | 54,670 | 56,684 | 58,873 |
| CFPS            | 18,514 | 19,871 | 20,111 | 17,682 | 18,201 |
| DPS             | 1,100  | 1,100  | 1,330  | 1,500  | 1,500  |

# LG유플러스 (032640)

2021. 3. 8

통신/미디어

Analyst 이승웅

02. 3779-8756

sw.lee@ebestsec.co.kr

## 21년에도 성장은 지속됩니다

### 수익성 개선에 우호적인 환경 지속

21년 연결 영업수익은 13.9조원(+3.7% yoy), 영업이익은 1.0조원(+13.9% yoy)을 기록할 전망이다. 5G 가입자 순증폭 확대와 고가치 가입자 중심의 IPTV 가입자 증가세가 유지되면서 유무선 사업의 외형 성장이 고르게 나타날 것이다. 알뜰폰 사업자와의 파트너십으로 MVNO 가입자 증가세가 지속되는 점도 긍정적이다. 또한 마케팅 경쟁 완화를 비롯한 5G망 공동투자 등 비용 절감에 우호적인 환경이 조성되고 있어 21년에도 수익성 개선이 지속될 것으로 예상된다. 21년말 5G 가입자는 530만명(+255만명 yoy)으로 전체 가입자의 30.1%를 차지할 것으로 전망한다.

### 콘텐츠와 세그먼트 공략으로 M/S ↑

동사는 콘텐츠 경쟁력과 가구 단위의 세그먼트 공략으로 유무선 M/S 확대와 추가적인 ARPU 상승을 도모하고 있다. 기존 5G 요금제에 넷플릭스, 초등나라, Google패키지와 AR글래스 등을 결합한 다양한 상품을 제공하고 있다. 넷플릭스는 20-30세대, 초등나라는 30-40세대, Google패키지와 AR글래스는 얼리어답터의 유입으로 이어지는 것으로 파악된다. 또한 유선에서는 U+ TV의 킬러콘텐츠인 아이들나라4.0, 브라보라이프와 펫케어 스마트홈 등으로 초등연령층, 중장년층을 공략하고 있다. 21년에도 스마트홈과 모바일을 통합하고 가구 단위의 세그먼트를 세분화할 것이다. 이는 유무선 가입자의 Lock-in 효과로 이어질 전망이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY와 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 3.5조원에 Target EV/EBITDA 3.3배(12-13년 평균에서 30% 할인)를 적용해 산출했다. 21년 5G 스마트폰 라인업이 중저가 영역으로 확대되며 5G가 본격적인 확산기 진입이 예상된다. 또한 마케팅 경쟁 완화 기조가 1년 넘게 유지되는 등 비용 측면에서도 실적 개선에 우호적인 상황 유지되고 있어 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

## Buy (Initiate)

목표주가 16,000 원

현재주가 11,700 원

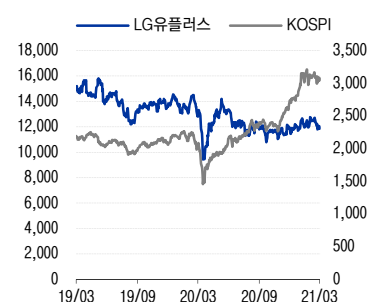
### 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ○  |    |

### Stock Data

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| KOSPI(3/5)     | 3,026.26 pt         |
| 시가총액           | 51,084 억원           |
| 발행주식수          | 436,611 천주          |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 9,430/14,200 원      |
| 90 일 일평균거래대금   | 544 억원              |
| 외국인 지분율        | 29.4%               |
| 배당수익률(21E)     | 4.3%                |
| BPS(21E)       | 17,973 원            |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1개월 -4.8%           |
|                | 6개월 -28.6%          |
|                | 12개월 -57.2%         |
| 주주구성           | LG (외 2인) 37.7%     |
|                | 국민연금공단 (외 1인) 10.5% |
|                | 이상철 (외 1인) 0.0%     |

### Stock Price



### Financial Data

| (십억원) | 매출액    | 영업이익  | 세전이익  | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|-------|--------|-------|-------|-----|---------|---------|--------|---------|---------------|---------|---------|
| 2018  | 11,726 | 741   | 658   | 482 | 1,103   | -12.0   | 2,413  | 16.0    | 4.2           | 1.1     | 8.0     |
| 2019  | 12,382 | 686   | 574   | 439 | 1,005   | -8.9    | 2,754  | 14.1    | 4.1           | 0.9     | 6.3     |
| 2020P | 13,418 | 886   | 373   | 478 | 1,069   | 6.4     | 3,257  | 11.1    | 2.8           | 0.7     | 6.5     |
| 2021E | 13,911 | 1,009 | 905   | 678 | 1,536   | 43.7    | 3,505  | 7.7     | 2.8           | 0.7     | 8.8     |
| 2022E | 14,570 | 1,178 | 1,075 | 806 | 1,826   | 18.8    | 3,713  | 6.5     | 2.5           | 0.6     | 9.8     |

자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 실적 개선에 우호적인 환경 지속

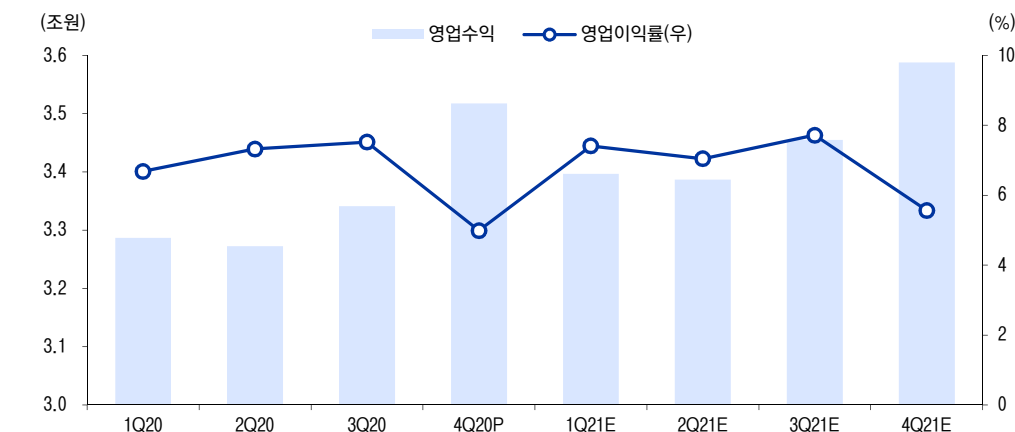
21년 연결 영업수익은 13.9조원(+3.7% yoy), 영업이익은 1.0조원(+13.9% yoy)을 기록할 전망이다. 5G 가입자 순증폭 확대와 고가치 가입자 중심의 IPTV 가입자 증가세가 유지되면서 유무선 사업의 외형 성장이 고르게 나타날 것이다. 알뜰폰 사업자들과의 파트너십으로 MVNO 가입자 증가세가 지속되는 점도 긍정적이다. 또한 마케팅 경쟁 완화를 비롯한 5G망 공동투자 등 비용 절감에 우호적인 환경이 조성되고 있어 21년에도 수익성 개선이 지속될 것으로 예상된다. 21년말 5G 가입자는 530만명(+255만명 yoy)으로 전체 가입자의 30.1%를 차지할 것으로 전망한다.

표16 LG유플러스 실적 추이 및 전망

| (십억원)        | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20P        | 1Q21E        | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2019          | 2020P         | 2021E         |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업수익</b>  | <b>3,287</b> | <b>3,273</b> | <b>3,341</b> | <b>3,517</b> | <b>3,404</b> | <b>3,410</b> | <b>3,476</b> | <b>3,621</b> | <b>12,382</b> | <b>13,418</b> | <b>13,911</b> |
| 서비스수익        | 2,572        | 2,619        | 2,650        | 2,750        | 2,675        | 2,734        | 2,765        | 2,827        | 9,206         | 10,591        | 11,000        |
| 무선           | 1,411        | 1,425        | 1,460        | 1,518        | 1,514        | 1,537        | 1,566        | 1,607        | 5,517         | 5,813         | 6,224         |
| 스마트홈         | 487          | 495          | 514          | 517          | 512          | 525          | 554          | 548          | 1,844         | 2,014         | 2,139         |
| 기업           | 311          | 345          | 334          | 367          | 340          | 364          | 353          | 372          | 1,670         | 1,357         | 1,430         |
| 전화           | 117          | 114          | 110          | 113          | 118          | 107          | 103          | 102          | 508           | 454           | 431           |
| LG헬로비전       | 259          | 270          | 262          | 267          | 248          | 261          | 250          | 259          | 1,112         | 1,058         | 1,018         |
| 단말수익         | 715          | 654          | 691          | 767          | 729          | 676          | 712          | 794          | 3,176         | 2,827         | 2,910         |
| <b>영업비용</b>  | <b>3,067</b> | <b>3,033</b> | <b>3,090</b> | <b>3,342</b> | <b>3,146</b> | <b>3,155</b> | <b>3,200</b> | <b>3,401</b> | <b>11,696</b> | <b>12,531</b> | <b>12,901</b> |
| 인건비          | 336          | 369          | 358          | 383          | 361          | 378          | 367          | 378          | 1,153         | 1,446         | 1,483         |
| 감가상각비        | 595          | 592          | 585          | 599          | 623          | 631          | 619          | 622          | 2,068         | 2,370         | 2,495         |
| 마케팅비용        | 573          | 565          | 591          | 639          | 582          | 582          | 632          | 673          | 2,245         | 2,369         | 2,468         |
| <b>영업이익</b>  | <b>220</b>   | <b>240</b>   | <b>251</b>   | <b>175</b>   | <b>258</b>   | <b>255</b>   | <b>277</b>   | <b>219</b>   | <b>686</b>    | <b>886</b>    | <b>1,009</b>  |
| 세전이익         | 193          | 206          | 226          | -252         | 232          | 227          | 252          | 195          | 574           | 373           | 905           |
| 지배주주순이익      | 145          | 147          | 397          | -222         | 172          | 168          | 187          | 144          | 439           | 467           | 671           |
| <b>YoY %</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| <b>영업수익</b>  | <b>11.9</b>  | <b>5.1</b>   | <b>5.9</b>   | <b>10.8</b>  | <b>3.6</b>   | <b>4.2</b>   | <b>4.1</b>   | <b>2.9</b>   | <b>2.1</b>    | <b>8.4</b>    | <b>3.7</b>    |
| 서비스수익        | 15.2         | 14.2         | 14.4         | 16.3         | 4.0          | 4.4          | 4.3          | 2.8          | -1.5          | 15.0          | 3.9           |
| 무선           | 4.9          | 3.7          | 4.4          | 8.4          | 7.3          | 7.9          | 7.3          | 5.9          | 1.8           | 5.4           | 7.1           |
| 스마트홈         | 9.2          | 10.5         | 11.8         | 5.6          | 5.0          | 6.1          | 7.7          | 6.0          | 8.5           | 9.2           | 6.2           |
| 기업           | -19.0        | -16.7        | -18.7        | -20.5        | 9.3          | 5.6          | 5.8          | 1.5          | -0.0          | -18.8         | 5.4           |
| 전화           | -8.9         | -11.2        | -11.8        | -11.0        | 1.0          | -5.6         | -5.7         | -10.1        | -7.5          | -10.7         | -5.0          |
| LG헬로비전       | -6.0         | -5.4         | -4.3         | -3.8         | -4.0         | -3.3         | -4.6         | -3.2         | -5.6          | -4.9          | -3.8          |
| 단말수익         | 1.3          | -20.4        | -17.7        | -5.1         | 2.0          | 3.4          | 3.0          | 3.4          | 14.2          | -11.0         | 2.9           |
| <b>영업비용</b>  | <b>11.9</b>  | <b>2.3</b>   | <b>3.0</b>   | <b>11.7</b>  | <b>2.6</b>   | <b>4.0</b>   | <b>3.6</b>   | <b>1.8</b>   | <b>2.6</b>    | <b>7.1</b>    | <b>3.0</b>    |
| <b>영업이익</b>  | <b>11.5</b>  | <b>59.2</b>  | <b>60.6</b>  | <b>-3.7</b>  | <b>17.5</b>  | <b>6.4</b>   | <b>10.2</b>  | <b>25.0</b>  | <b>-6.1</b>   | <b>29.1</b>   | <b>13.9</b>   |
| 세전이익         | 8.6          | 53.2         | 65.6         | 적전           | 19.8         | 10.3         | 11.5         | 흑전           | -11.5         | -35.0         | 142.6         |
| 지배주주순이익      | 9.4          | 49.3         | 279.9        | 적전           | 18.9         | 14.0         | -53.0        | 흑전           | -8.9          | 6.4           | 43.7          |
| <b>OPM</b>   | <b>6.7</b>   | <b>7.3</b>   | <b>7.5</b>   | <b>5.0</b>   | <b>7.6</b>   | <b>7.5</b>   | <b>8.0</b>   | <b>6.1</b>   | <b>5.5</b>    | <b>6.6</b>    | <b>7.3</b>    |

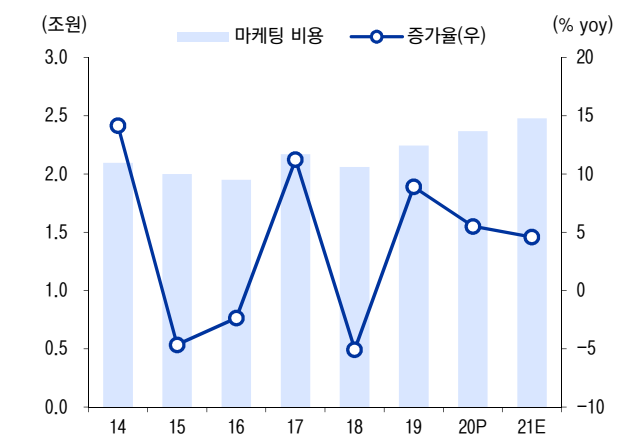
자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 LG 유플러스 영업수익 및 영업이익률 추이



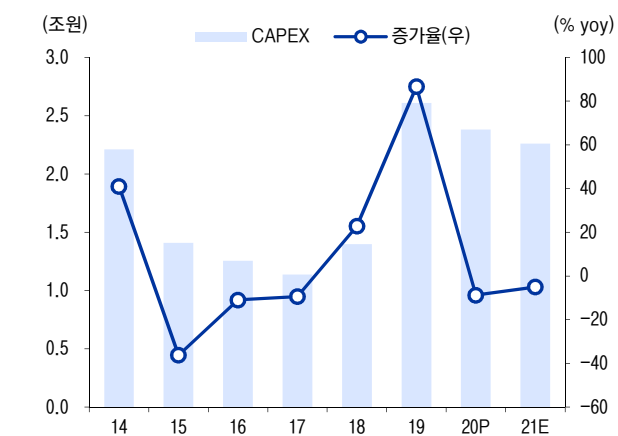
자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 LG 유플러스 마케팅 비용 추이 및 전망



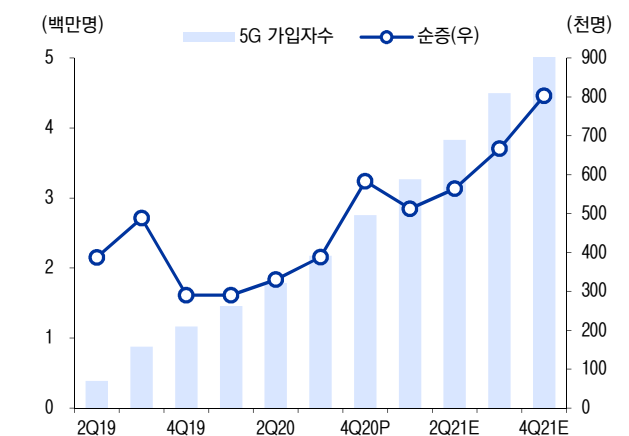
자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 LG 유플러스 CAPEX 추이 및 전망



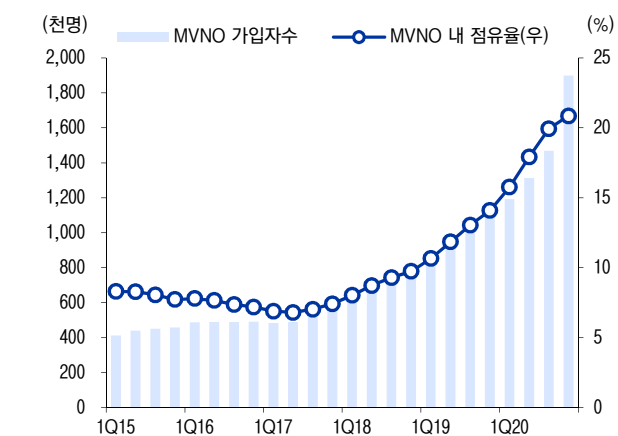
자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 LG 유플러스 5G 가입자수 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 LG 유플러스 MVNO 가입자수 추이

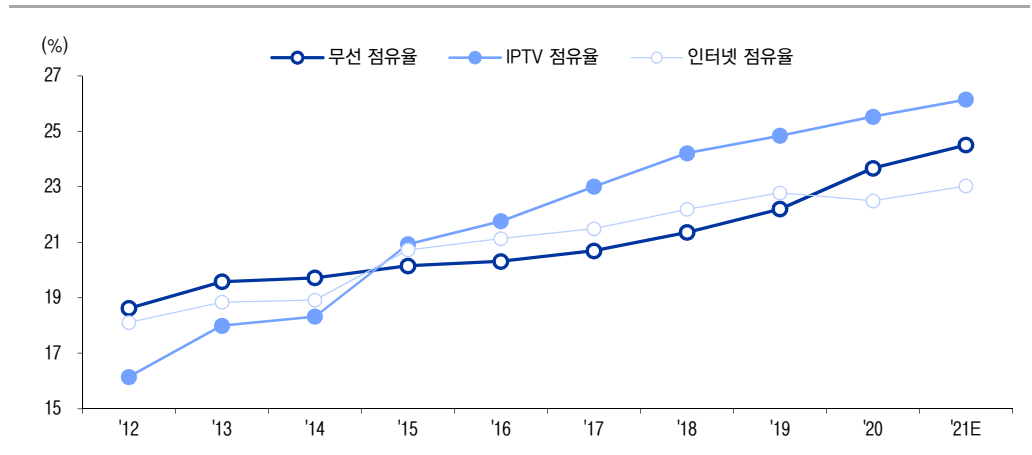


자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 콘텐츠와 세그먼트 공략으로 M/S ↑

동사는 콘텐츠 경쟁력과 가구 단위의 세그먼트 공략으로 유무선 M/S 확대와 추가적인 ARPU 상승을 도모하고 있다. 기존 5G 요금제에 넷플릭스, 초등나라, Google패키지와 AR글래스 등을 결합한 다양한 상품을 제공하고 있다. 넷플릭스는 20-30세대, 초등나라는 30-40세대, Google패키지와 AR글래스는 얼리어답터의 유입으로 이어지는 것으로 파악된다. 또한 유선에서는 U+ TV의 킬러콘텐츠인 아이들나라4.0, 브라보라이프와 펫케어 스마트홈 등으로 초등연령층, 중장년층을 공략하고 있다. 21년에도 스마트홈과 모바일을 통합하고 가구 단위의 세그먼트를 세분화할 것이다. 이는 유무선 가입자의 Lock-in 효과로 이어질 전망이다.

그림72 LG 유플러스 무선, IPTV, 인터넷 가입자 점유율 추이



자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 LG 유플러스 주요 유무선 결합 요금제 및 서비스

| 유무선  | 결합 콘텐츠           | 요금제         | 월정액          | 혜택 및 제공 서비스             |
|------|------------------|-------------|--------------|-------------------------|
| 무선   | 넷플릭스(OTT)        | 5G 시그니처     | 130,000      | 넷플릭스                    |
|      |                  | 5G 프리미어 슈퍼  | 115,000      |                         |
|      |                  | 5G 프리미어 플러스 | 105,000      |                         |
|      | 초등나라(교육)         | 5G 시그니처     | 130,000      | U+초등나라                  |
|      |                  | 5G 프리미어 슈퍼  | 115,000      |                         |
|      |                  | 5G 프리미어 플러스 | 105,000      |                         |
|      | Google 패키지(스마트홈) | 5G 시그니처     | 130,000      | Google NEst Hub,, 유튜브 등 |
|      |                  | 5G 프리미어 슈퍼  | 115,000      |                         |
|      |                  | 5G 프리미어 플러스 | 105,000      |                         |
|      | 리얼글래스(AR)        | 5G 시그니처     | 130,000      | AR글래스                   |
|      |                  | 5G 프리미어 슈퍼  | 115,000      |                         |
|      |                  | 5G 프리미어 플러스 | 105,000      |                         |
| 스마트홈 | 펫케어              |             | 6,600-11,000 | 맘카,원격급식기,간식로봇 등         |
|      | 우리집 지킴이 Easy     |             | 6,600-11,000 | 맘카 Easy, 도어센서x2, 동작감지센서 |
|      | 키즈케어             |             | 6,600-11,000 | 맘카, 스마트홈 스피커, 에어센서      |

자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

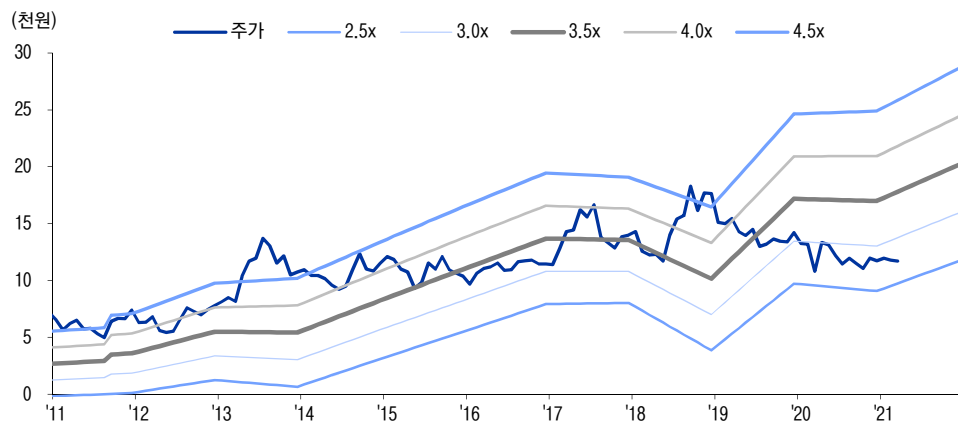
투자의견 BUY와 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 3.5조원에 Target EV/EBITDA 3.3배(12-13년 평균에서 30% 할인)를 적용해 산출했다. 21년 5G 스마트폰 라인업이 중저가 영역으로 확대되며 5G가 본격적인 확산기 진입이 예상된다. 또한 마케팅 경쟁 완화 기조가 1년 넘게 유지되는 등 비용 측면에서도 실적 개선에 우호적인 상황 유지되고 있어 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

표18 LG유플러스 목표 주가 산정

| (십억원, x, %)      | 내용     | 비고                          |
|------------------|--------|-----------------------------|
| ① EBITDA         | 3,493  | 예상 12M fwd EBITDA           |
| Target EV/EBITDA | 3.3    | 12-13년 평균 EV/EBITDA에 30% 할인 |
| ② 총 기업가치         | 11,516 |                             |
| 순차입금             | 4,665  | 21년말 예상 순차입금                |
| ③ 적정 시가총액        | 6,851  |                             |
| 발행 주식수(백만주)      | 436.6  |                             |
| 적정 주가            | 15,692 |                             |
| 목표 주가            | 16,000 | 상승여력 +36.8%                 |

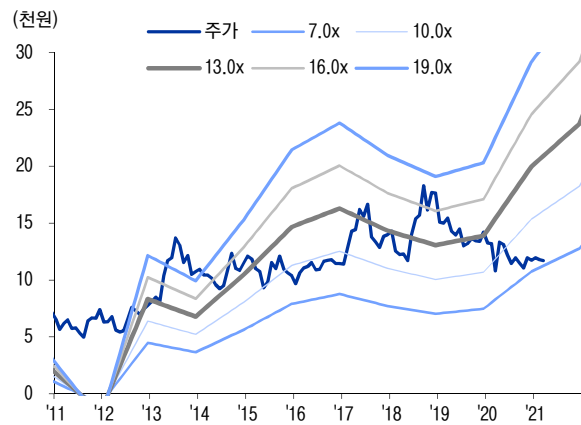
자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 LG유플러스 12M fwd EV/EBITDA 밴드



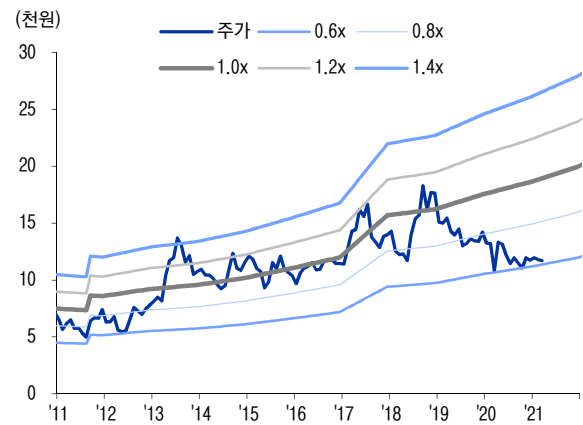
자료: LG유플러스, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 LG 유플러스 12M Fwd PER 밴드



자료: LG유플러스, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 LG 유플러스 12M Fwd PBR 밴드



자료: LG유플러스, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## LG유플러스 (032640)

## 재무상태표

| (십억원)       | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산        | 4,247         | 4,805         | 5,760         | 5,002         | 5,560         |
| 현금 및 현금성자산  | 379           | 474           | 2,431         | 1,577         | 1,996         |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,880         | 1,924         | 2,285         | 2,352         | 2,448         |
| 재고자산        | 455           | 437           | 501           | 516           | 537           |
| 기타유동자산      | 1,534         | 1,971         | 543           | 556           | 579           |
| 비유동자산       | 9,693         | 13,136        | 12,775        | 14,079        | 14,028        |
| 관계기업투자등     | 49            | 61            | 65            | 67            | 70            |
| 유형자산        | 6,466         | 8,861         | 9,950         | 10,838        | 11,083        |
| 무형자산        | 1,706         | 2,219         | 1,541         | 1,938         | 1,589         |
| <b>자산총계</b> | <b>13,940</b> | <b>17,941</b> | <b>18,535</b> | <b>19,081</b> | <b>19,588</b> |
| 유동부채        | 3,833         | 4,649         | 4,432         | 4,480         | 4,385         |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,402         | 1,783         | 2,892         | 2,976         | 2,978         |
| 단기금융부채      | 895           | 966           | 1,013         | 933           | 813           |
| 기타유동부채      | 1,536         | 1,899         | 527           | 570           | 593           |
| 비유동부채       | 3,254         | 5,943         | 6,451         | 6,474         | 6,498         |
| 장기금융부채      | 2,076         | 4,806         | 5,413         | 5,413         | 5,413         |
| 기타비유동부채     | 1,177         | 1,136         | 1,037         | 1,060         | 1,084         |
| <b>부채총계</b> | <b>7,087</b>  | <b>10,591</b> | <b>10,882</b> | <b>10,954</b> | <b>10,882</b> |
| 지배주주지분      | 6,853         | 7,081         | 7,373         | 7,848         | 8,426         |
| 자본금         | 2,574         | 2,574         | 2,574         | 2,574         | 2,574         |
| 자본잉여금       | 837           | 837           | 837           | 837           | 837           |
| 이익잉여금       | 3,447         | 3,674         | 3,966         | 4,440         | 5,019         |
| 비지배주주지분(연결) | 0             | 269           | 280           | 280           | 280           |
| <b>자본총계</b> | <b>6,853</b>  | <b>7,350</b>  | <b>7,653</b>  | <b>8,127</b>  | <b>8,706</b>  |

## 현금흐름표

| (십억원)            | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>2,069</b>  | <b>2,253</b>  | <b>4,235</b>  | <b>3,227</b>  | <b>3,246</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 482           | 439           | 478           | 678           | 806           |
| 비현금수익비용가감        | 3,724         | 4,130         | 5,586         | 2,511         | 2,551         |
| 유형자산감가상각비        | 1,429         | 1,757         | 2,026         | 2,147         | 2,192         |
| 무형자산상각비          | 243           | 311           | 344           | 349           | 344           |
| 기타현금수익비용         | -4            | -8            | 3,216         | 16            | 15            |
| 영업활동 자산부채변동      | -1,901        | -2,112        | -1,723        | 38            | -111          |
| 매출채권 감소(증가)      | 220           | -338          | -249          | -67           | -96           |
| 재고자산 감소(증가)      | -123          | 23            | -65           | -15           | -21           |
| 매입채무 증가(감소)      | -182          | 68            | -9            | 85            | 1             |
| 기타자산, 부채변동       | -1,816        | -1,865        | -1,400        | 34            | 5             |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-1,594</b> | <b>-3,214</b> | <b>-2,671</b> | <b>-3,803</b> | <b>-2,489</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -1,214        | -2,308        | -3,075        | -3,035        | -2,437        |
| 무형자산 감소(증가)      | -395          | -233          | 109           | -746          | 6             |
| 투자자산 감소(증가)      | -4            | -2            | -5            | -7            | -7            |
| 기타투자활동           | 19            | -672          | 300           | -16           | -50           |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>-547</b>   | <b>1,220</b>  | <b>229</b>    | <b>-276</b>   | <b>-338</b>   |
| 차입금의 증가(감소)      | -372          | 1,395         | 405           | -80           | -120          |
| 자본의 증가(감소)       | -175          | -175          | -175          | -196          | -218          |
| 배당금의 지급          | 175           | 175           | 175           | 196           | 218           |
| 기타재무활동           | 0             | -1            | -1            | 0             | 0             |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>-71</b>    | <b>96</b>     | <b>1,956</b>  | <b>-853</b>   | <b>419</b>    |
| 기초현금             | 450           | 379           | 474           | 2,431         | 1,577         |
| 기말현금             | 379           | 474           | 2,431         | 1,577         | 1,996         |

자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

| (십억원)           | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021E         | 2022E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>      | <b>11,726</b> | <b>12,382</b> | <b>13,418</b> | <b>13,911</b> | <b>14,570</b> |
| 매출원가            | 0             | 0             | 2,152         | 0             | 0             |
| <b>매출총이익</b>    | <b>11,726</b> | <b>12,382</b> | <b>11,265</b> | <b>13,911</b> | <b>14,570</b> |
| 판매비 및 관리비       | 10,985        | 11,696        | 10,379        | 12,901        | 13,392        |
| <b>영업이익</b>     | <b>741</b>    | <b>686</b>    | <b>886</b>    | <b>1,009</b>  | <b>1,178</b>  |
| (EBITDA)        | 2,413         | 2,754         | 3,257         | 3,505         | 3,713         |
| 금융손익            | -67           | -70           | -63           | -76           | -81           |
| 이자비용            | 101           | 111           | 110           | 121           | 127           |
| 관계기업등 투자손익      | 2             | 6             | 0             | 0             | 0             |
| 기타영업외손익         | -18           | -49           | -450          | -28           | -21           |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>658</b>    | <b>574</b>    | <b>373</b>    | <b>905</b>    | <b>1,075</b>  |
| 계속사업법인세비용       | 167           | 133           | 121           | 227           | 269           |
| 계속사업이익          | 491           | 441           | 253           | 678           | 806           |
| 중단사업이익          | -10           | -2            | 226           | 0             | 0             |
| <b>당기순이익</b>    | <b>482</b>    | <b>439</b>    | <b>478</b>    | <b>678</b>    | <b>806</b>    |
| 지배주주            | 482           | 439           | 467           | 671           | 797           |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>475</b>    | <b>440</b>    | <b>478</b>    | <b>678</b>    | <b>806</b>    |
| 매출총이익률 (%)      | 100.0         | 100.0         | 84.0          | 100.0         | 100.0         |
| 영업이익률 (%)       | 6.3           | 5.5           | 6.6           | 7.3           | 8.1           |
| EBITDA 마진률 (%)  | 20.6          | 22.2          | 24.3          | 25.2          | 25.5          |
| 당기순이익률 (%)      | 4.1           | 3.5           | 3.6           | 4.9           | 5.5           |
| ROA (%)         | 3.7           | 2.8           | 2.6           | 3.6           | 4.1           |
| ROE (%)         | 8.0           | 6.3           | 6.5           | 8.8           | 9.8           |
| ROIC (%)        | 6.6           | 5.1           | 5.1           | 6.2           | 6.9           |

## 주요 투자지표

|                 | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>투자지표 (x)</b> |        |        |        |        |        |
| P/E             | 16.0   | 14.1   | 10.9   | 7.6    | 6.4    |
| P/B             | 1.1    | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| EV/EBITDA       | 4.2    | 4.1    | 2.8    | 2.8    | 2.5    |
| P/CF            | 1.8    | 1.4    | 0.8    | 1.6    | 1.5    |
| 배당수익률 (%)       | 2.3    | 2.8    | 3.8    | 4.3    | 4.7    |
| <b>성장성 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 매출액             | -4.5   | 5.6    | 8.4    | 3.7    | 4.7    |
| 영업이익            | -10.4  | -7.4   | 29.1   | 13.9   | 16.7   |
| 세전이익            | -1.3   | -12.8  | -35.0  | 142.5  | 18.7   |
| 당기순이익           | -12.0  | -8.9   | 8.9    | 41.9   | 18.8   |
| EPS             | -12.0  | -8.9   | 6.4    | 43.7   | 18.8   |
| <b>안정성 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 103.4  | 144.1  | 142.2  | 134.8  | 125.0  |
| 유동비율            | 110.8  | 103.4  | 130.0  | 111.6  | 126.8  |
| 순차입금/자기자본(x)    | 36.8   | 70.7   | 50.9   | 57.4   | 47.3   |
| 영업이익/금융비용(x)    | 7.3    | 6.2    | 8.1    | 8.4    | 9.3    |
| 총차입금 (십억원)      | 2,971  | 5,773  | 6,427  | 6,347  | 6,227  |
| 순차입금 (십억원)      | 2,523  | 5,200  | 3,896  | 4,665  | 4,122  |
| <b>주당지표(원)</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS             | 1,103  | 1,005  | 1,069  | 1,536  | 1,826  |
| BPS             | 15,696 | 16,218 | 16,888 | 17,974 | 19,299 |
| CFPS            | 9,632  | 10,463 | 13,890 | 7,304  | 7,688  |
| DPS             | 400    | 400    | 450    | 500    | 550    |

| SK 텔레콤 목표주가 추이 |    |      | 투자 의견 변동내역 |       |         |        |       |       |    |       |       |        |       |       |
|----------------|----|------|------------|-------|---------|--------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|
| (원)            | 주가 | 목표주가 | 일시         | 투자 의견 | 목표 가격   | 과락율(%) |       |       | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과락율(%) |       |       |
|                |    |      |            |       |         | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |    |       |       | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |
|                |    |      | 2019.03.11 | Buy   | 350,000 | -24.6  |       | -30.0 |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2020.02.10 | Buy   | 310,000 | -26.3  |       | -31.9 |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2020.03.24 | Buy   | 230,000 | -6.3   |       | -15.4 |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2020.05.08 | Buy   | 250,000 | -8.0   |       | -14.3 |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2020.08.07 | Buy   | 270,000 | -8.0   |       | -12.1 |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2020.08.27 | Buy   | 310,000 | -12.9  |       | -22.2 |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2021.03.08 | 변경    | 이승응     |        |       |       |    |       |       |        |       |       |
|                |    |      | 2021.03.08 | Buy   | 340,000 |        |       |       |    |       |       |        |       |       |

KT 목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

35,000

30,000

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

19/03

19/09

20/03

20/09

투자 의견 변동내역

| 일시         | 투자 의견 | 목표 가격  | 과락율(%) |       |       |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|
|            |       |        | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |
| 2019.05.07 | Hold  | 30,000 | -5.2   |       | -6.6  |
| 2019.05.20 | Buy   | 33,000 | -13.3  |       | -18.2 |
| 2020.03.02 | Hold  | 27,000 | -10.0  |       | -22.7 |
| 2020.04.06 | Hold  | 23,000 | 15.9   |       | 4.0   |
| 2021.03.08 | 변경    | 이승응    |        |       |       |
| 2021.03.08 | Buy   | 33,000 |        |       |       |

| LG 유플러스 목표주가 추이 |    |      | 투자 의견 변동내역 |       |        |        |       |       |    |       |       |        |       |       |
|-----------------|----|------|------------|-------|--------|--------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|
| (원)             | 주가 | 목표주가 | 일시         | 투자 의견 | 목표 가격  | 과리율(%) |       |       | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) |       |       |
|                 |    |      |            |       |        | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |    |       |       | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |
|                 |    |      | 2019.05.03 | Buy   | 18,500 | -14.6  |       | -23.3 |    |       |       |        |       |       |
|                 |    |      | 2019.08.12 | Buy   | 17,000 | -14.4  |       | -19.9 |    |       |       |        |       |       |
|                 |    |      | 2020.03.02 | Buy   | 19,000 | -30.0  |       | -39.9 |    |       |       |        |       |       |
|                 |    |      | 2020.04.06 | Buy   | 16,000 | -11.3  |       | -24.1 |    |       |       |        |       |       |
|                 |    |      | 2021.03.08 | 변경    | 이승응    |        |       |       |    |       |       |        |       |       |
|                 |    |      | 2021.03.08 | Buy   | 16,000 |        |       |       |    |       |       |        |       |       |

## Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이승웅).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
  - \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
  - \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

| 구분              | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급                                                    | 적용기준<br>(향후 12개월)                          | 투자 의견<br>비율    | 비고                                                                                                                  |
|-----------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sector<br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |                                            |                |                                                                                                                     |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)                      | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15% 기대<br>-15% 이하 기대 | 87.8%<br>12.2% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이<br>기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경                                                   |
|                 |                                  | 합계                                                      |                                            | 100.0%         | 투자 의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |