

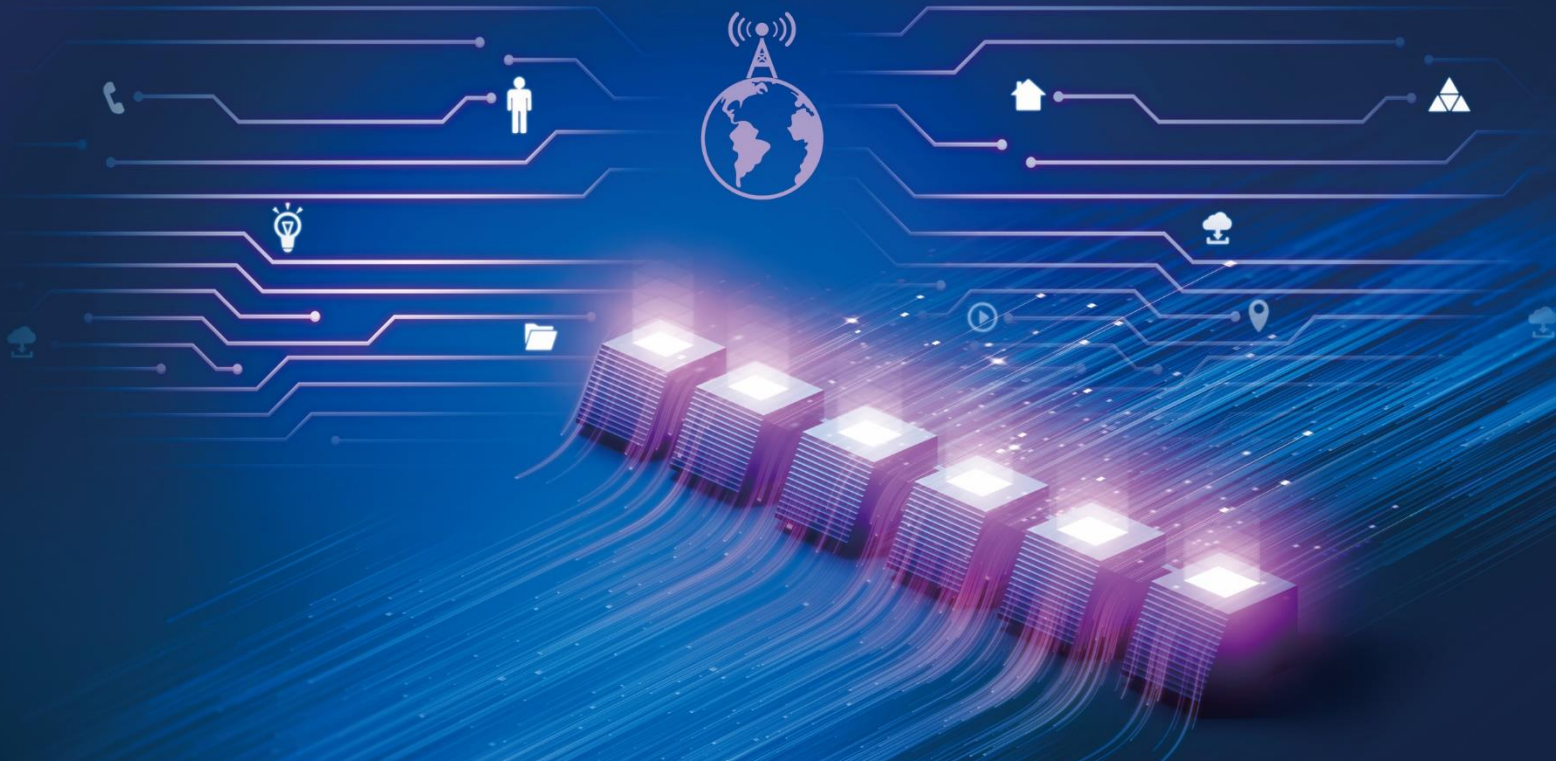
2023. 03. 30

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS Industry Report
통신서비스 (Neutral)

전화위복의 기회로 삼아

통신서비스/지주
김 장 원
02) 6915-5661
jwkim@ibks.com



CONTENTS

Summary	4
가입자.....	5
무선.....	5
5G	7
초고속인터넷.....	8
유료방송	8
사업자.....	9
무선.....	9
유선.....	10
데이터 트래픽	12
실적 분석.....	13
전체 기준	13
무선 매출	14
초고속인터넷 매출	14
미디어 매출	15
B2B 매출.....	15
ARPU.....	16
CAPEX.....	17
마케팅비용.....	18
실적 전망.....	19
규제 이슈.....	20
통신산업에 제언	21
MWC 2023	22
투자의견	23
글로벌 주요 통신사 밸류에이션	24

기업분석	26
SK텔레콤 (017670):	
사업의 색깔을 바꾼다 / 매수 (유지) / 목표주가: 65,000원	26
KT (030200):	
3년마다 고민하게 될 불확실성 이슈 / 매수 (유지) / 목표주가: 40,000원	32
LG유플러스 (032640):	
구조적 성장 한계를 혁신으로 극복 / 매수 (유지) / 목표주가: 14,000원	37
스카이라이프 (053210):	
실속을 원한다 / 중립 (하향) / 목표주가: 9,000원	42
LG헬로비전 (037560):	
약점을 보강하는 사업전략 변화 / 중립 (유지) / 목표주가: 4,500원	46

Summary

정체 국면의 영업환경

5G는 2022년 12월 보급률이 MNO사업자 기준 KT가 60%를 넘고, SK텔레콤과 LG유플러스도 50% 중후반대를 기록했다. 지난해가 서비스 4년차였고, 4G에서 전환을 해야 할만한 특별한 콘텐츠가 있다고 보기 힘든 상황에서 비교적 빠른 속도로 평가할 수 있다. 지금 미전환 가입자는 요금 저항이 큰 이용자로 전환을 서두를 이유가 없어 보급률 속도는 요금제가 추가되더라도 더딜 전망이다. 무선 통신네트워크의 한 세대가 보통 10년주기로 서비스 5년차 이후 성장은 MVNO가 이끌 가능성이 높다. 초고속 인터넷과 IPTV도 가입자 증가폭은 둔화될 것으로 전망한다.

가입자 증가세가 둔화되고, 점유율에 변동이 생긴다 하더라도 가입자 모집 마케팅에 변화가 생길 가능성은 매우 낮다. 마케팅을 한다고 해서 증가폭이 둔화된 시장 환경을 근본적으로 바꿀 수 없으며, 미세한 점유율 변화에 깊은 개입은 얻는 것보다 잃는 게 오히려 많아 모집 마케팅을 위한 소모적 경쟁을 지양한다.

변화를 요구하는 사업환경

5G 추가 요금의 핵심은 2022년에는 중간요금제였고, 2023년에는 다양한 요금제와 맞춤형 요금제다. 시니어·청년층 등 계층별 요금제와 월 데이터 제공량별로 요금제를 신설하여 고객에게 더 많은 요금 선택권을 제공한다.

통신요금과 함께 논의되고 있는 제 4이동통신사업자는 5G 추가 요금 설계가 마무리되는 대로 구체화될 것 같다. 과거 사업성과 경제성으로 번번히 좌절되었던 제 4이동통신사업권을 재차 거론한 것은 시장 경쟁을 촉진하여 가계 통신비 부담을 완화시키겠다는 강한 의지로 MNO가 힘들다면 MVNO를 통해서라도 경쟁 체제에 변화를 주고자 할 것이다.

통신은 필수재 성격으로 규제에서 벗어나기 어렵다. 일정 주기마다 발생하는 규제는 얼마나 강한지가 이슈이지 발생 자체는 이슈가 아닐 정도로 당연시된다. 따라서 네트워크를 구축하고 가입자에게 사용료를 받는 통신사업외에 다른 사업이 필요하다. 성장까지 정체되어 있는 사업을 주력으로 삼을 필요가 없다. 주력이 아니라고 해서 cash-cow 역할이 훼손되지 않을 것이나 가만히 있어도 규제로 훼손될 가능성이 높다.

네트워크와 가입자를 기반으로 AI를 활용해 부가가치가 창출될 서비스, 데이터센터, 모빌리티(UAM, 로봇, 자율주행) 사업 등 다양한 분야를 모색하고 사업성도 갖춰가고 있다는 판단이다. 이를 주력사업으로 사업구조 전체를 재 포장할 정도의 변화가 필요하며, 그런 변화가 가능한 사업환경이 조성되고 있다.

적극적 투자 모멘텀 필요한 시기

배당수익률이 훨씬 낮은 업종과 기업의 주가가 더 주목받고 탄력적인 이유는 성장기 대감이 크기 때문일 것이다. 성장 모멘텀을 통신의 성장 역사에서 찾지 않아야 하듯이 주가 모멘텀도 지금까지의 기준에서 벗어나야 한다. 제한적 배당 대신 성장기대감을 높여준다면 더 주목할 것이다. 2023년 투자심리가 규제, 지배력 혼란 등으로 약화되어 있지만, 사업자 입장에서 변화를 적극 추진할 수 있는 시기가 아닐까 생각한다. 실적 모멘텀이 아닌 성장 모멘텀으로 변화에 적극 나설 사업자는 규제 리스크에 민감하고, 신 사업에 대한 역량과 의지가 강한 SK텔레콤으로 예상된다.

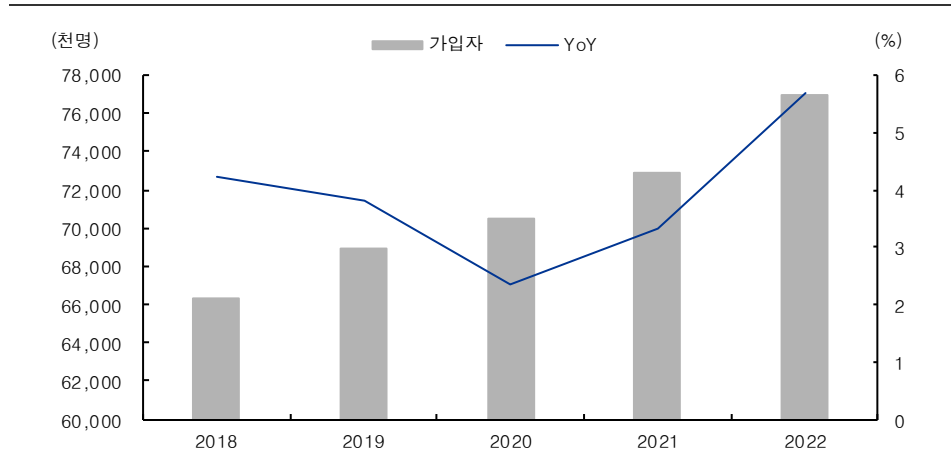
가입자

무선

2020년 이후 증가폭 확대

2020년 2.4%까지 떨어진 무선 가입자 증가율이 2022년에는 5.7%로 증가했으며, 가입자는 7,699만명을 기록했다. 무선 가입자는 휴대폰 가입자와 사물인터넷 가입자로 구성되어 있으며, 무선 가입자의 증가는 사물인터넷이 주도하고 있다.

그림 1. 무선 가입자

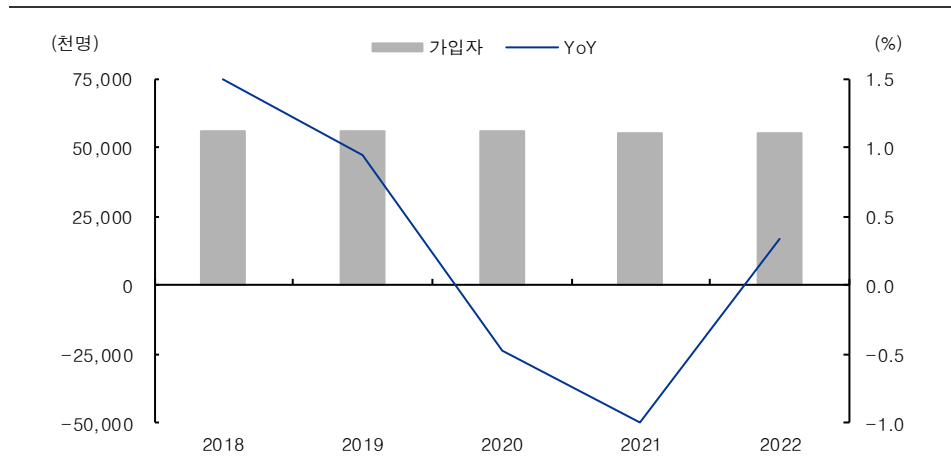


자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

5,500만명대에 머물고 있는 휴대폰 가입자

휴대폰 가입자는 2020년과 2021년 전년대비 각각 0.5%, 1.0% 감소했다가 2022년 증가했다. 그렇지만 증가폭이 0.3%이며, 가입자 수가 18.9만명으로 매우 미미하다. 인구수와 한 가입자가 두 개 이상 휴대폰 번호를 가지는 경우가 많지 않은 점을 감안했을 때 가입자는 5,600만명을 넘기 어려울 것 같다.

그림 2. 휴대폰 가입자

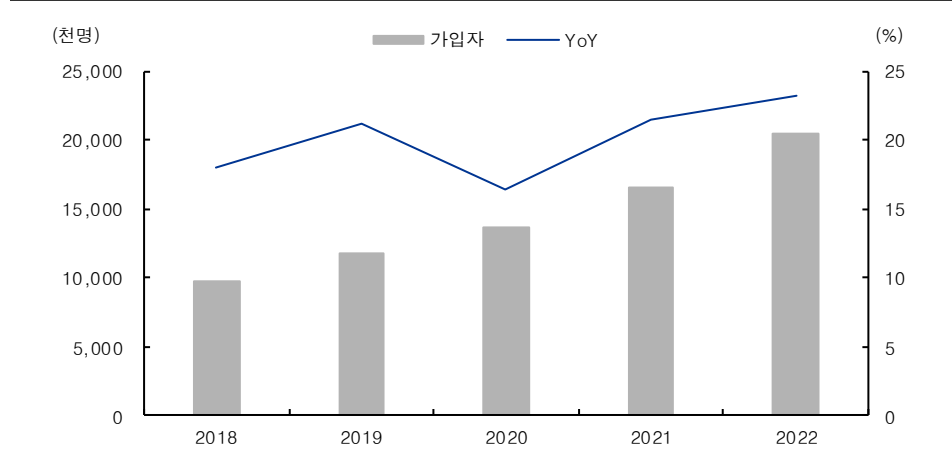


주: 휴대폰 가입자는 통신사 내부용과 기타회선 제외 자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

무선 가입자 성장을 이끌고 있는 사물인터넷

사물인터넷 가입자는 2018년 1천만명 미만에서 2022년 2천만명을 넘었다. 가입자가 늘어남에도 증가폭이 커지는 높은 성장세를 기록했다. 무선 전체 가입자에서 16%를 차지하던 사물인터넷이 2022년에는 28%로 비중이 늘었다.

그림 3. 사물인터넷 가입자

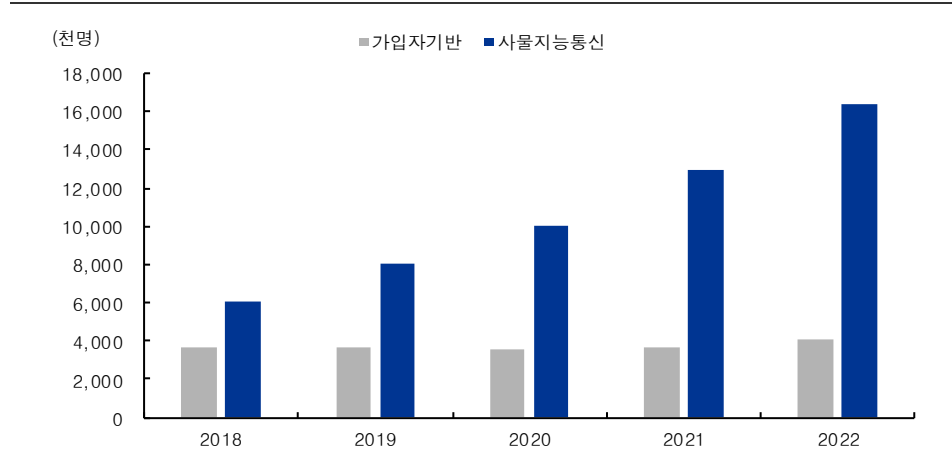


자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

사물인터넷의 성장은 사물지능통신이 주도

사물인터넷 가입자 중에서 사물지능통신 가입자가 규모와 증가폭에서 가입자기반을 압도하며, 앞으로도 그럴 것 같다.

그림 4. 사물인터넷의 가입자기반과 사물지능통신 가입자



자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

표 1. 가입자기반과 사물지능통신 가입자의 주요 구성

		2018	2019	2020	2021	2022
가입자 기반	태블릿PC	1,844	2,105	2,179	2,132	2,148
	웨어러블	910	817	673	803	1,239
사물지능통신	차량관제	1,792	2,466	3,640	5,159	6,622
	원격관제	3,078	4,203	5,175	6,461	8,368
	무선결제	797	854	1,038	1,159	1,234

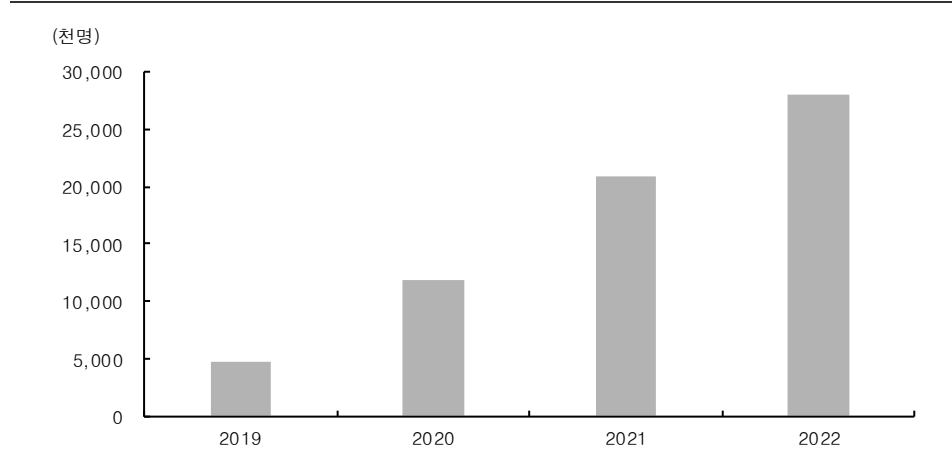
자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

5G

높은 증가세

2019년 467만명을 시작으로 2020년 1,185만명, 2021년 2,091만명, 2022년 2,806만명으로 매년 괄목할 만한 성장세를 기록했다.

그림 5. 5G 가입자



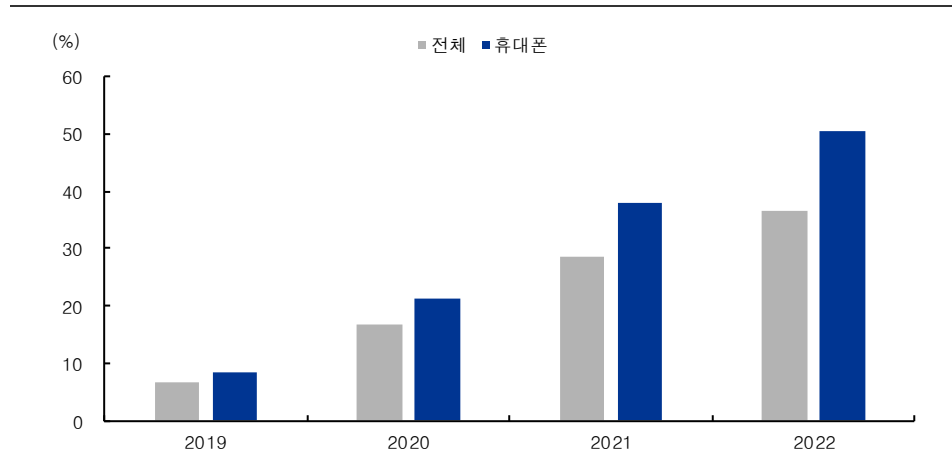
자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

보급률이 휴대폰 기준으로 절반을 넘어섬

서비스 첫 해 2019년 보급률은 무선 가입자 전체를 기준으로 6.8%, 휴대폰 가입자만 기준하여 8.3%였으며, 서비스 4년만에 보급률이 휴대폰 가입자를 기준으로 절반을 넘어섰다. 가입자가 늘어날수록 무선 가입자 전체와 휴대폰 가입자에서 보급률에 차이가 커지는 것은 5G가 휴대폰만으로 서비스가 되기 때문이다.

휴대폰 가입자 기준으로 보급률이 절반을 넘었지만, 4G 가입자가 5G보다 1,700만명 이상 많다. 4G는 사물인터넷용으로도 사용하지만, 5G는 휴대폰용만으로 서비스를 제공하기에 가입 대상이 휴대폰만으로 국한되어 있다.

그림 6. 5G 보급률



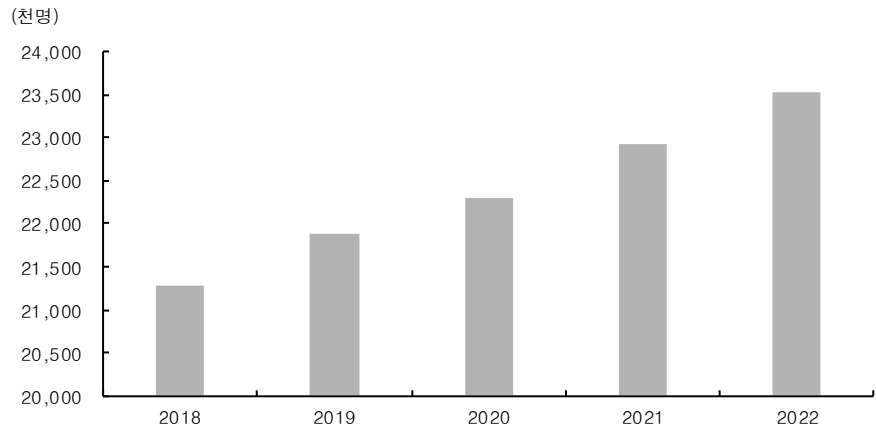
주: 전체는 휴대폰과 사물인터넷을 포함한 가입자 기준이며, 휴대폰은 휴대폰 가입자만 기준한 보급률
 자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

초고속인터넷

증가율 2% 중후반대

초고속인터넷 가입자는 간혹 미활동가입자에 대한 직권해지로 1%대 증가세를 기록하는 경우를 제외할 경우 2% 중후반대의 증가세를 유지하고 있다. 1인가구와 도시재개발에 의한 가구수 증가는 초고속인터넷 가입자의 증가로 이어진다.

그림 7. 초고속인터넷 가입자



주: 통신 3사와 케이블TV 사업자의 가입자 합산 자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

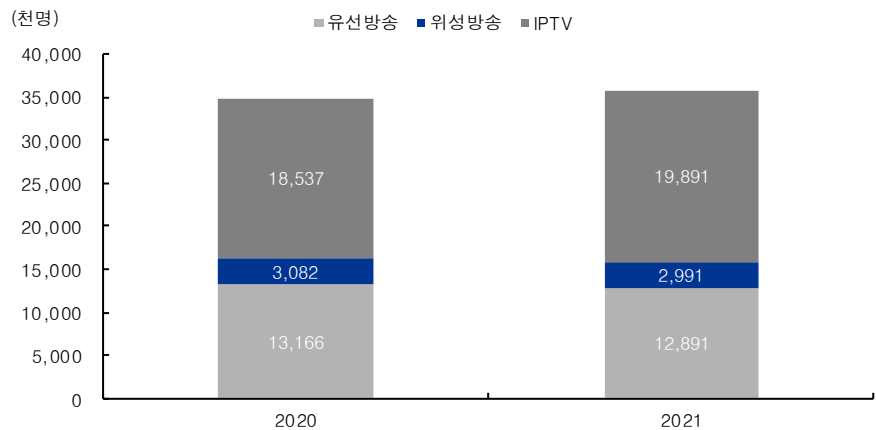
유료방송

IPTV 성장세 유지
다만 성장폭은 둔화

국내 유료방송 가입자는 2021년 기준 3,577만명으로 전년대비 2.8% 증가했는데, 유선방송과 위성방송은 2.1%, 2.9% 감소한 반면 IPTV는 7.3% 증가했다. 2022년 전체 통계는 내년 이맘때쯤 발표될 예정이나, 2021년과 유사했을 것이다.

다만 증가폭은 줄었을 것으로 추산된다. 유료방송의 성장을 이끄는 IPTV는 2022년 증가폭이 3% 초반대로 2021년대비 절반 가까이 줄었기 때문이다.

그림 8. 유료방송 가입자



주: 유선방송은 케이블TV를 의미 자료: 2022년 방송산업 실태조사 보고서 참고

사업자

무선

SK텔레콤 하락,
MVNO 상승

무선 가입자 성장을 휴대폰이 아닌 사물인터넷이 주도하고 서비스 출발 시점도 거의 같아 무선서비스 시장의 지배적 사업자라 할 수 있는 SK텔레콤은 그 영향력이 떨어지고 있다. 이는 사물인터넷을 포함한 전체 가입자를 기준할 때 그렇고 휴대폰만 놓고 보면 여전히 40%대의 점유율을 기록하고 있다.

2020년 사물인터넷의 사업자 점유율에 변화가 큰 것은 KT가 사물인터넷 사업의 일부를 계열 MVNO 사업자에게 이관했기 때문이다. 휴대폰으로만 서비스하는 5G에서 SK텔레콤은 휴대폰 점유율을 상회하는 점유율을 나타내고 있다.

표 2. 서비스별 사업자 점유율

		2019	2020	2021	2022
		(%)			
무선 전체	SK텔레콤	41.6	41.8	41.5	39.8
	KT	26.2	26.3	24.7	22.7
	LG유플러스	20.1	20.6	20.9	20.8
	MVNO(알뜰폰)	12.0	11.2	12.9	16.7
휴대폰	SK텔레콤	42.9	43.1	42.9	42.0
	KT	25.2	25.7	25.6	24.8
	LG유플러스	19.7	20.4	20.4	20.2
	MVNO(알뜰폰)	12.2	10.9	11.0	13.1
사물인터넷	SK텔레콤	38.8	36.8	35.8	35.0
	KT	29.8	18.8	16.9	15.5
	LG유플러스	23.9	22.4	21.7	22.3
	MVNO(알뜰폰)	7.5	22.0	25.7	27.2
5G	SK텔레콤	44.6	46.2	47.2	47.7
	KT	30.4	30.5	30.5	30.1
	LG유플러스	24.9	23.2	22.1	21.6
	MVNO(알뜰폰)	0.0	0.0	0.3	0.6

자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

절반을 넘는 5G 보급률

5G는 데이터 서비스만 제공하는 서비스가 없기 때문에 휴대폰 가입자만으로 보급률을 측정하는 것이 맞다. MNO 3사는 2022년말 50%대 이상을 기록하며 KT는 60%를 넘어섰다. 그렇지만 MVNO는 2% 초반대에 머물고 있어 고객의 선택권이 확대되고, 계층별 요금제가 출시되면 보급률이 올라갈 것으로 예상된다.

표 3. 5G 보급률

		2019	2020	2021	2022
		(%)			
무선 전체 기준	SK텔레콤	7.2	18.7	33.0	43.7
	KT	7.8	20.8	36.5	48.3
	LG유플러스	8.2	18.7	30.4	37.8
	MVNO(알뜰폰)	0.0	0.1	0.5	1.2
휴대폰 기준	SK텔레콤	8.7	22.8	41.6	57.5
	KT	10.0	25.2	45.0	61.5
	LG유플러스	10.5	24.2	40.8	54.1
	MVNO(알뜰폰)	0.0	0.1	0.9	2.2

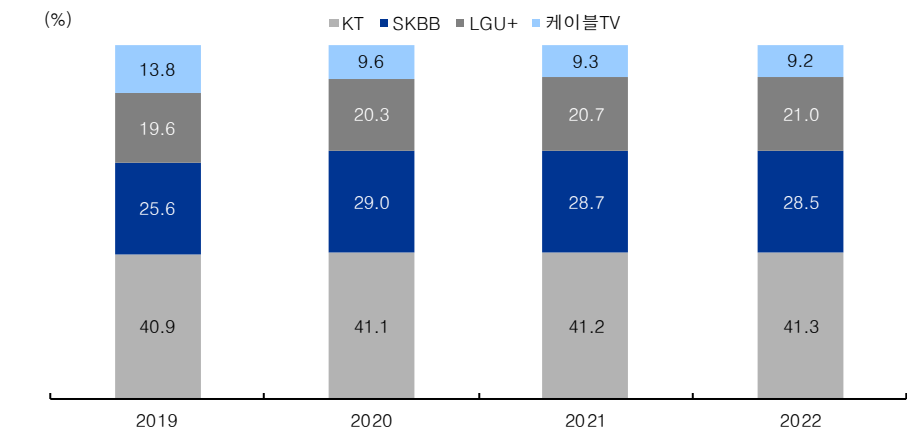
자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

유선

케이블TV 초고속인터넷 가입자는 통신사로 전환

KT, SK브로드밴드, LGU+, 케이블TV 순으로 사업자의 점유율이 고착되어 있다. 소수 점 한자리 정도가 달라질 뿐 거의 변화가 없는데, 다만 MNO 3사에 비해 네트워크 환경이 취약한 케이블TV는 점유율이 떨어졌다. 케이블TV에서 이탈한 가입자는 서비스를 해지하기 보다는 MNO 3사로 옮겼을 가능성이 크다.

그림 9. 초고속인터넷의 사업자 점유율

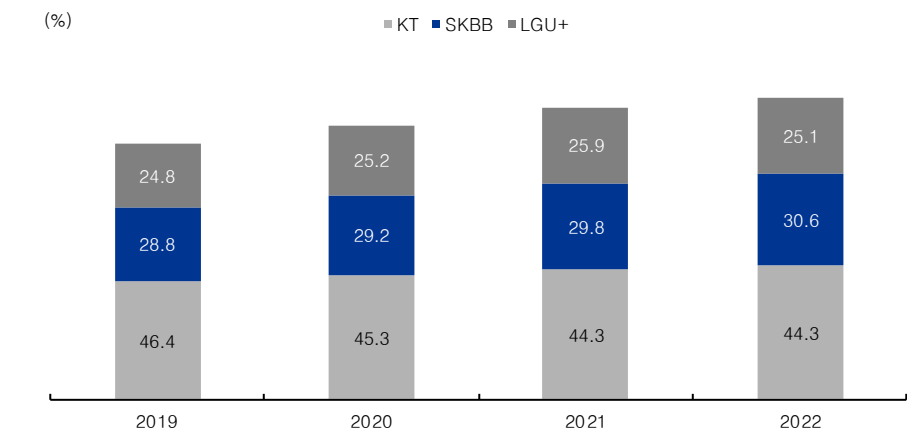


자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

분발하는 SK브로드밴드의 IPTV

MNO 3사가 제공하는 IPTV는 KT, SK브로드밴드, LGU+ 순으로 3사 모두 가입자가 증가하고 있으나, SK브로드밴드가 상대적으로 증가폭이 커 점유율이 상승한 반면, 나머지 두 회사는 정체 내지 하락했다.

그림 10. IPTV의 사업자 점유율

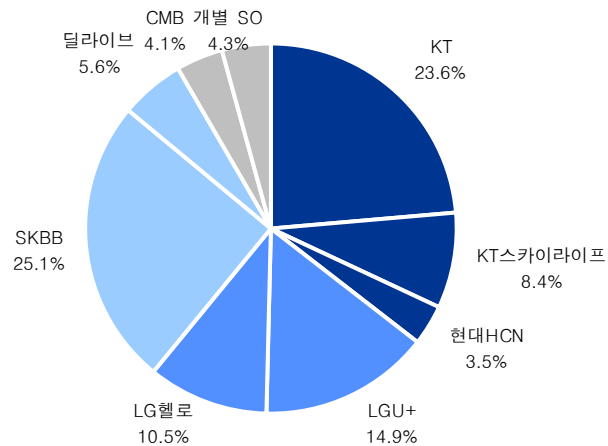


자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

분발하는 SK브로드밴드의 IPTV

IPTV를 통해 가장 늦게 유료방송 시장에 뛰어든 통신 3사는 유무선통신서비스를 기반한 결합상품과 후발서비스의 한계를 극복하면서 방송의 질적 차이가 개선되어 전체 방송시장에서 케이블TV를 압도한데 이어 통신 3사가 하나씩 케이블TV MSO를 인수하여 많게는 모든 방송매체를 갖는 사업자(KT)가 등장했고, 최소 두 개의 방송매체를 갖게 되었다. 이에 통신 3사는 유료방송시장의 86.1%를 차지하여 방송산업을 주도할 수 있는 경쟁력을 갖추었다.

그림 11. 유료방송 가입자의 사업자 점유율



주: SKBB(SK브로드밴드)는 티브로드 흡수합병 자료: 2022 방송산업 실태조사 보고서 참고

표 4. 통신 3사의 유료방송가입자 점유율

(%)

	KT				SKBB			LGU+			합계
	IPTV	위성	케이블	합계	IPTV	케이블	합계	IPTV	케이블	합계	
점유율	23.6	8.4	3.5	35.5	17.1	8.0	25.1	14.9	10.5	25.4	86.1

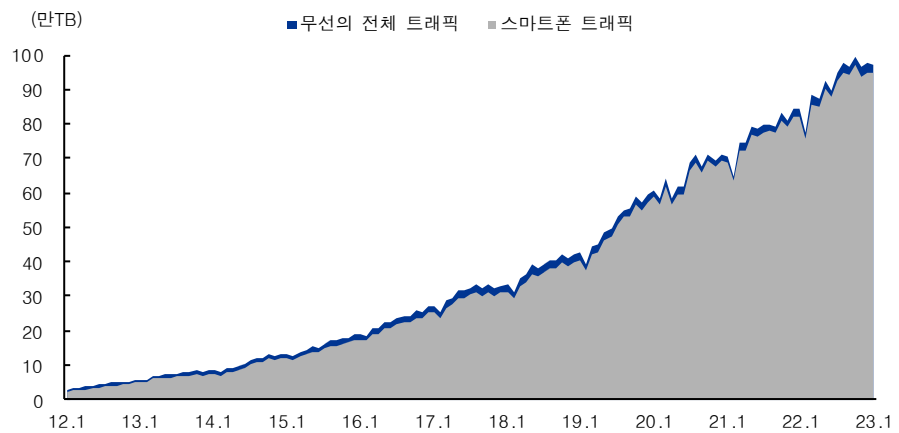
자료: 2022 방송산업 실태조사 보고서 참고

데이터 트래픽

무선 데이터 트래픽 증가

무선에서 발생하는 데이터 트래픽은 100만TB를 목전에 두고 있으며, 트래픽의 80% 가까이는 5G에서 발생한다. 5G를 서비스하기 시작한 2019년 상반기 대비 2배 이상 증가했다. 5G는 휴대폰용만으로 서비스하기 때문에 휴대폰에서 데이터 사용이 많이 늘었다는 것을 의미한다. 이는 월 데이터를 100GB 이상 제공하는 요금제가 주력 상품이라는 점과 무관하지 않을 것이다.

그림 12. 무선 및 스마트폰 데이터 트래픽

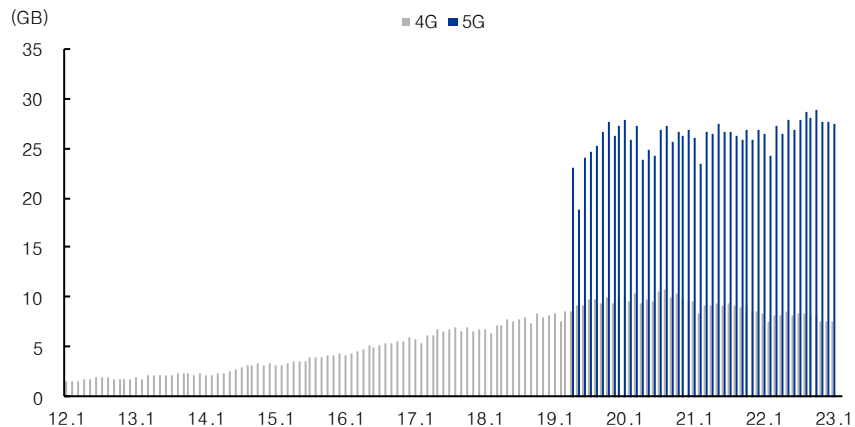


자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

5G 가입자당 월 트래픽은 일정 범위내를 유지

4G와 5G 가입자당 월 데이터 사용량은 현격한 차이를 나타내고 있다. 월 7.5GB를 사용하는 4G에 비해 5G는 27.4GB로 4배에 가까운 트래픽이 발생하고 있다. 5G 서비스를 시작한 이래 가입자당 월 평균 트래픽은 26.2GB이며 월 30GB를 한번도 넘지 못했다. 가입자 트래픽이 통신사의 실적에 미치는 영향은 제한적인 반면 요금제를 설계할 때는 기준점이 되기에 의미가 있다.

그림 13. 무선 데이터 트래픽 (4G, 5G)



자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

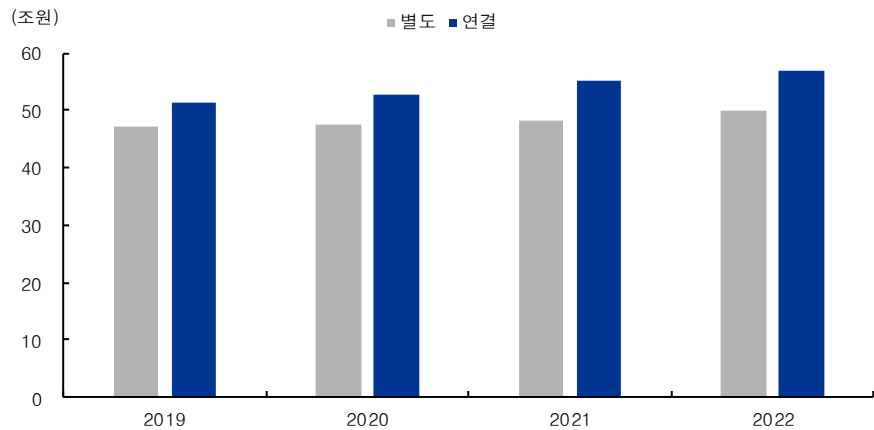
실적 분석

전체 기준

4개년 연평균 매출 성장률
연결 +3.3%, 별도 +1.8%

2022년 통신서비스업체(SK텔레콤, KT, LGU+) 연결매출 합산액은 56.8조원으로 지난 4개년 연평균 성장률이 3.3%이며, 별도매출 합산액(SK텔레콤, KT, LGU+, SK브로드밴드, LG헬로, KT스카이라이프)은 49.8조원으로 지난 4개년 연평균 성장률이 1.8%이다.

그림 14. 매출

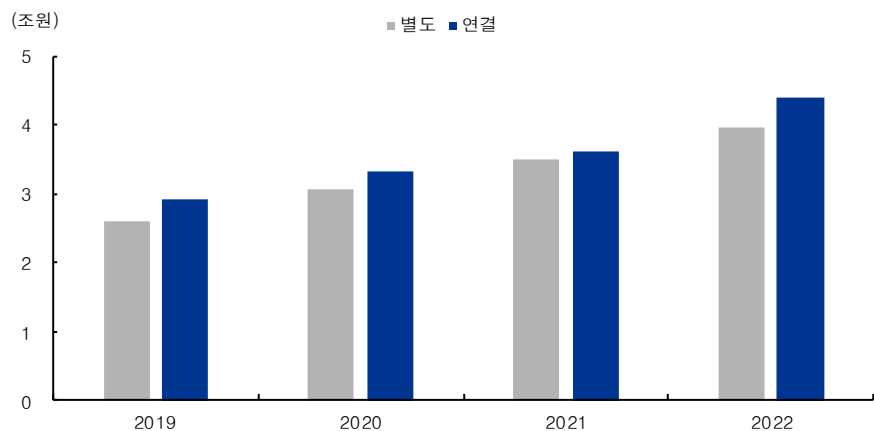


주: 연결은 SK텔레콤, KT, LGU+ 연결 실적이며, 별도는 SK텔레콤, KT, LGU+, SK브로드밴드, LG헬로, 스카이라이프
자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

비용 효율화로 수익 개선

같은 기간 영업이익은 비용 절감으로 매출보다 성장률이 높게 나타났다. 통신서비스업체 영업이익은 연결 4.4조원, 별도 3.9조원으로 4개년 연평균 성장률이 모두 14%대를 기록했다. 마케팅비용 등을 비롯한 소모적 비용 지출을 억제함으로써 수익성이 개선되었다.

그림 15. 영업이익



주: 연결은 SK텔레콤, KT, LGU+ 연결 실적이며, 별도는 SK텔레콤, KT, LGU+, SK브로드밴드, LG헬로, 스카이라이프
자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

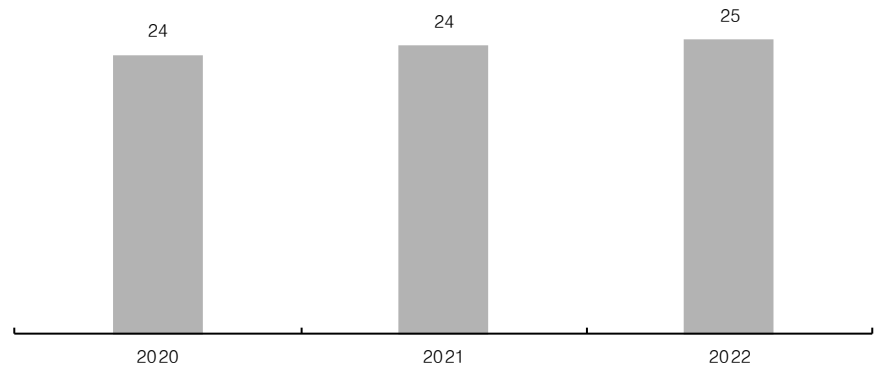
무선 매출

완만해지는 성장 속도

KT가 2020년부터 각 사업부의 매출을 텔코와 디지코, B2C와 B2B로 구분함에 따라 비교 조건을 동일하게 맞추기 위해 2020년부터 매출을 표기해 보면 통신 3사의 무선 매출 합산은 2022년이 전년대비 2.2% 증가해 2021년의 전년대비 성장률보다 0.9%p 하락했다. 5G 보급률도 늘었고, 사물인터넷 가입자도 늘어 무선 가입자가 증가했음에도 매출은 가입자 증가분을 따라가지 못하는 형국이다.

그림 16. 무선 매출

(조원)



주: 통신 3사 별도 실적 기준 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

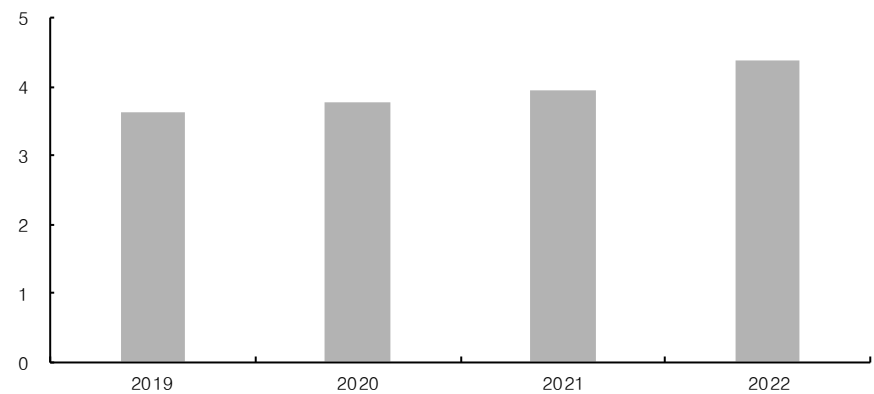
초고속인터넷 매출

2022년 10% 이상의 높은
매출 성장 시현

2022년 통신 3사(KT, SK브로드밴드, LGU+)의 매출 합산액은 4.4조원으로 전년대비 11% 증가해 2021년의 증가폭을 두 배 이상 훌쩍 뛰어넘었다. 케이블TV 인수 이후 유무선결합상품에 노출되는 가입자 증가와 신규 고객의 증가에 힘입어 높은 성장세를 기록했다. 그러나 이벤트 성격이 강해 지속가능성은 낮아 보인다.

그림 17. 초고속인터넷 매출

(조원)



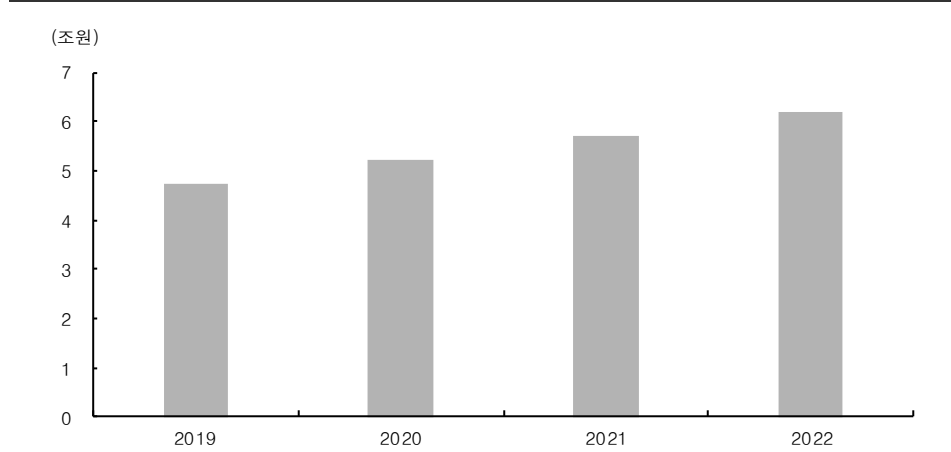
주: 통신 3사 별도 실적 기준 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

미디어 매출

4개년 연평균 8.8% 성장

2022년 통신 5사(KT, KT스카이라이프, SK브로드밴드, LGU+, LG헬로)의 매출 합산액은 6.2조원으로 초고속인터넷 매출을 증가하며, 최근 4개년 연평균 성장률은 케이블TV 인수와 미디어 콘텐츠의 선전으로 8.8% 성장률을 기록하고 있다.

그림 18. 미디어 매출



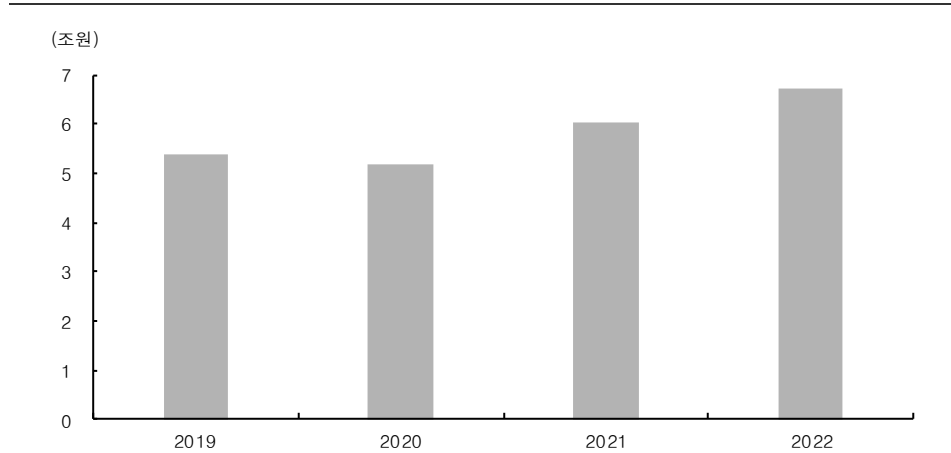
주: 통신 3사 별도 실적 기준 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

B2B 매출

규모와 성장률에서 두각

통신 3사(KT, SK브로드밴드, LGU+)의 B2B 매출액은 2022년 6.7조원으로 전년 대비 10.9% 증가했다. SK브로드밴드와 LGU+가 6%대의 성장을 기록한데 반해 KT는 B2B 관련 매출을 통신과 디지털로 세분화할 정도로 사업 영역을 명확히 했으며, 클라우드와 IDC를 분사해 신설법인(kt cloud)을 만들었음에도 14%대의 성장률로 경쟁사를 상회하는 좋은 실적을 기록했다.

그림 19. B2B 매출



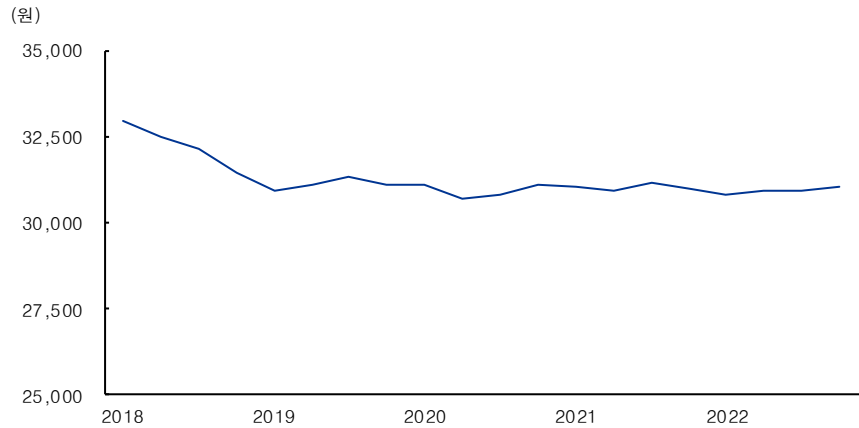
주: 통신 3사 별도 실적 기준 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

ARPU

ARPU는 약세

ARPU(Average Revenue Per User)는 무선수익을 무선가입자로 나눠 한 가입자가 월 지불하는 금액으로 무선수익이 휴대폰에서 사물인터넷, 플랫폼 등 사업 범위가 넓어져도 비 휴대폰 가입자가 많아져 가입자당 ARPU는 약세이다.

그림 20. ARPU 추이

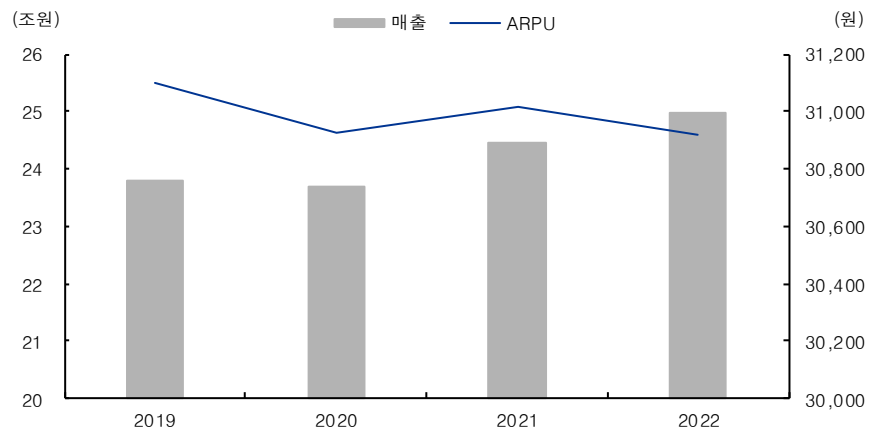


주: 무선수익/무선가입자(MVNO 제외) 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

ARPU와 매출의 순방향
관계 약화. ARPU보다
매출 규모를 주목

무선매출에서 휴대폰 가입자의 의존도가 압도적일 때는 ARPU와 매출의 상관관계가 매우 높았으나, 휴대폰 사업외에 다양한 방식의 매출이 포함되기 시작한 이후 상관관계는 약해졌고, 앞으로도 무선매출을 견인할 부분이 휴대폰보다는 사물인터넷 중심의 데이터 사업부문이라는 점에서 더 떨어질 것으로 본다. 사실 ARPU가 상승하는 것은 매우 고무적인 현상이나, 낮은 ARPU의 상품 비중 확대와 휴대폰요금 인하 규제 압박을 고려하면 현실성이 높지 않다.

그림 21. 무선 매출과 ARPU



자료: 실적발표자료, IBK투자증권

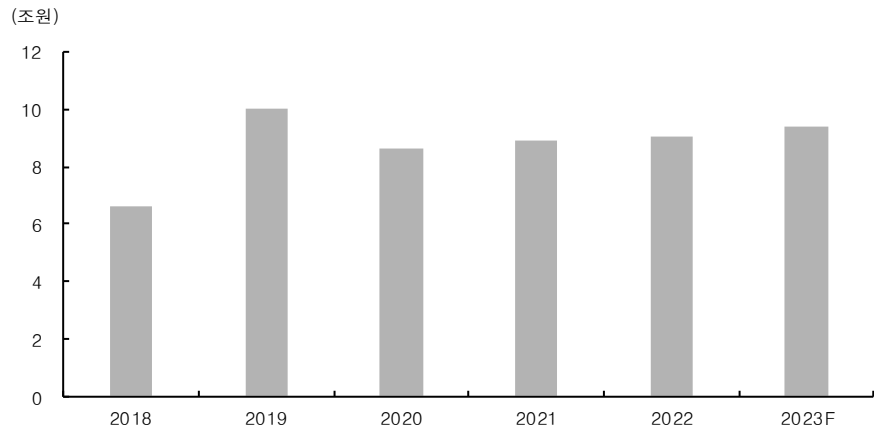
CAPEX

네트워크 투자 일단락에도
투자 규모 증가

2019년은 5G 서비스 상용화로 네트워크 투자가 많았던 시기였고, 이듬해의 감소는 네트워크 투자가 감소했기 때문인데, 이전 서비스의 상용화 시점과 비교하면 Capex 감소 추세가 이어졌어야 하나 이번에는 그렇지 않았다. 네트워크 투자는 예전처럼 감소했으나, 사업 확장을 위해 클라우드와 IDC, 미디어 콘텐츠 등에 투자가 늘었기 때문이다. 현 수준을 유지하거나 소폭 늘어날 가능성도 배제할 수 없다.

28GHz 주파수 대역은 반납했지만, 3.7GHz대역에서 주파수 추가 공급을 원하는 입장으로 만약 이 대역 주파수가 추가될 경우 5G 네트워크의 전국망을 설치할 것이기에 투자금액은 지금 예상보다 더 늘어날 가능성이 있다.

그림 22. CAPEX

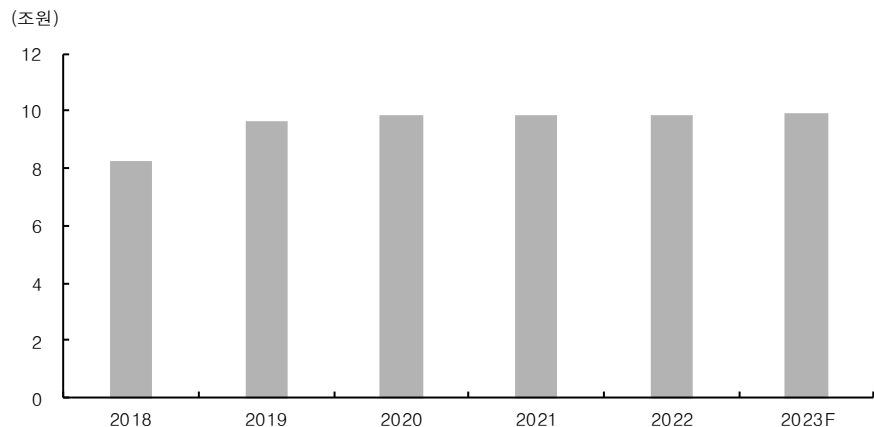


주: 통신 3사의 연결 합산 기준 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

감가상각비는 Capex에
연동하여 현 수준 유지

Capex가 크게 늘었던 2019년 감가상각비도 16.7% 증가했고, 이후 감가상각비는 9조 원 후반대를 유지하고 있다. 앞서 언급한 것처럼 Capex가 감소하기 보다 증가할 가능성이 크기 때문에 감가상각비도 투자비에 연동하게 될 것이다.

그림 23. 감가상각비



주: 통신 3사의 연결 합산 기준 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

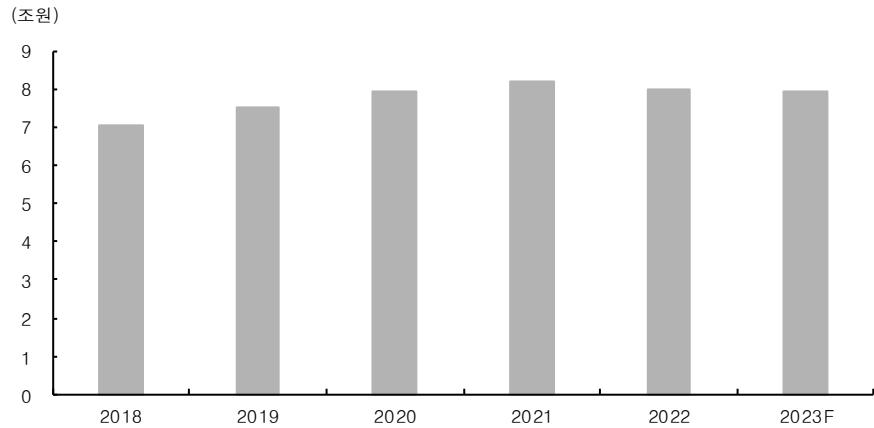
지원금 중심의 가입자
모집 마케팅 지양

마케팅비용

마케팅비용(판매비와 광고선전비)은 2021년 8.2조원을 기록한 후 감소하여 2022년 8조원으로 2.6% 감소했으며, 2023년에도 8조원에 머물 것으로 전망한다. 유무선가입자를 확보하기 위한 지원금 중심의 소모적 경쟁을 지양하고 있으며, 자금 활용 측면에서도 네트워크, 콘텐츠, 신규 사업 등을 위한 자금 수요가 많은 것도 가입자 모집 마케팅의 안정에 영향을 미치고 있다.

단말기유통법이 시행된 후 과도한 단말기 지원금이 힘들어졌고, 번호이동의 결과가 오히려 수익 측면에서 후유증이 커 마케팅비용의 안정세가 유지되고 있는데, 제도적으로 지원금 경쟁 규제가 완화된다 하더라도 예전으로 돌아갈 가능성은 희박하다.

그림 24. 마케팅비용



주: 통신 3사의 별도 판매비와 광고선전비 합산 기준 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

실적 전망

비용 효율화로 수익 안정

5G가 지난 4년만큼의 속도는 아니더라도 늘어나며, 다른 유무선서비스의 가입자도 증가하고, B2B 사업도 꾸준할 것이다. 최근 가장 많이 언급된 것 중 하나가 비용 효율화로 앞으로도 효율적인 비용 집행이 지속될 전망이다. 다만 지금 주력사업은 시간이 흐를수록 성장기여도가 떨어져 대안이 필요하다.

특정 비용 집중 관행 문제

4분기가 다른 분기대비 비용 집행이 많은데, 마지막 분기에 비용이 항상 발생한다면 관련 비용을 4개 분기동안 안분하는 분기 수익 안정화 정책이 있다면 좋겠다.

표 5. 통신 3사의 별도 실적 (십억원, %)

	2022				2023F				22	23F	24F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF				
SKT	매출	3,077	3,118	3,123	3,096	3,116	3,143	3,158	3,187	12,415	12,604	12,804
	영업이익	357	381	389	195	390	383	371	234	1,321	1,377	1,423
	순이익	252	224	305	88	267	259	250	141	870	917	965
	마케팅비	745	758	762	798	730	743	753	786	3,063	3,012	3,006
	(비중)	24.2	24.3	24.4	25.8	23.4	23.6	23.8	24.7	24.7	23.9	23.5
	영업이익률	11.6	12.2	12.4	6.3	12.5	12.2	11.7	7.3	10.6	10.9	11.1
	순이익률	8.2	7.2	9.8	2.8	8.6	8.2	7.9	4.4	7.0	7.3	7.5
KT	매출	4,608	4,518	4,590	4,573	4,558	4,600	4,639	4,674	18,289	18,472	18,704
	영업이익	430	304	324	111	422	371	312	137	1,168	1,242	1,285
	순이익	391	24	240	108	333	270	229	101	764	933	963
	마케팅비	613	657	650	654	614	648	653	661	2,574	2,576	2,578
	(비중)	13.3	14.6	14.2	14.3	13.5	14.1	14.1	14.1	14.1	13.8	13.8
	영업이익률	9.3	6.7	7.1	2.4	9.3	8.1	6.7	2.9	6.4	6.7	6.9
	순이익률	8.5	0.5	5.2	2.4	7.3	5.9	4.9	2.2	4.2	5.3	5.1
LGU+	매출	3,141	3,120	3,183	3,337	3,218	3,219	3,254	3,321	12,782	13,011	13,219
	영업이익	257	245	276	273	298	290	275	215	1,050	1,078	1,101
	순이익	171	160	164	167	199	191	178	115	662	683	704
	마케팅비	586	562	561	573	570	569	578	597	2,277	2,314	2,314
	(비중)	22.9	21.4	21.5	21.0	21.5	21.3	21.4	21.8	21.6	21.5	21.1
	영업이익률	8.2	7.8	8.7	8.2	9.3	9.0	8.4	6.5	8.2	8.3	8.3
	순이익률	5.4	5.1	5.1	5.0	6.2	5.9	5.5	3.5	5.2	5.3	5.3

주: 마케팅비용은 별도 기준. 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

표 6. 통신 3사의 연결 실적 (십억원, %)

	2022				2023F				22	23F	24F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF				
SKT	매출	4,277	4,290	4,343	4,395	4,348	4,381	4,404	4,449	17,305	17,582	17,853
	영업이익	432	460	466	255	467	458	447	301	1,612	1,673	1,729
	순이익	220	258	246	224	281	273	264	148	948	966	1,018
	영업이익률	10.1	10.7	10.7	5.8	10.7	10.5	10.1	6.8	9.6	9.5	9.7
	순이익률	5.1	6.0	5.6	5.1	6.5	6.2	6.0	3.3	5.1	5.5	5.7
KT	매출	6,278	6,312	6,477	6,583	6,379	6,552	6,627	6,914	25,650	26,472	27,225
	영업이익	627	459	453	151	620	474	458	216	1,690	1,768	1,853
	순이익	455	363	326	243	483	369	330	214	1,388	1,396	1,446
	영업이익률	10.0	7.3	7.0	2.3	9.7	7.2	6.9	3.1	6.6	6.7	6.8
	순이익률	7.3	5.8	5.0	3.7	7.6	5.6	5.0	3.1	5.4	5.3	5.3
LGU+	매출	3,410	3,384	3,501	3,611	3,473	3,480	3,515	3,593	13,906	14,060	14,283
	영업이익	261	248	285	287	302	300	281	221	1,081	1,104	1,132
	순이익	170	162	171	159	204	199	184	104	663	690	718
	영업이익률	7.7	7.3	8.1	7.9	8.7	8.6	8.0	6.2	7.8	7.9	7.9
	순이익률	5.0	4.8	4.9	4.4	5.9	5.7	5.2	2.9	4.7	4.9	5.0

자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

규제 이슈

2년 연속 5G 중간 요금제 출시 예정

2022년에 이어 2023년에도 5G 신규 요금제가 신설될 예정이다. 이번에 신설될 요금은 고객의 요금 선택권 확대와 계층별 요금제가 핵심이다. 지난번 중간요금제의 주력 요금대는 59,000~61,000원에서 24~31GB의 데이터를 제공했었는데, 작년 요금대를 기준으로 일정 요금을 추가할 경우 데이터 제공량을 더 지급하는 데이터 선택권을 늘리는 대신 요금 부담을 최소화하는 방향이다. 또한 계층별 요금대를 설계하여 고객이 통신 사용의 패턴에 따라 요금을 선택할 수 있는 재량권을 늘린다.

가계 통신비 부담 경감 의지 확고

가계 통신비 부담을 줄이겠다는 정부의 의지가 확고해 혜택이 될만한 요금제를 설계해야 할텐데 첫 중간요금제는 신규 가입자를 유인하는데 도움이 됐다면 이번 요금제는 기존 가입자의 요금 하향 가능성을 예상해 볼 수 있다. 신규 고객을 유치하는 긍정적 효과 이상으로 부정적 효과가 클 수 있다는 의미다.

표 7. 5G 요금제

(원, GB)

출시순서	가입방법	SKT		KT		LGU+	
		월정액	데이터	월정액	데이터	월정액	데이터
1st	오프라인	125,000	무제한	130,000	무제한	130,000	무제한
		89,000		110,000		115,000	
				100,000		105,000	
				90,000		95,000	
				80,000		85,000	
		79,000	250	69,000	110	75,000	150
		69,000	110	55,000	10	55,000	12
		55,000	11	47,000		45,000	9
		45,000	9	45,000	5	45,000	8
		36,000	4	38,000		47,000	6
		26,000	2	28,000	3	33,000	
			온라인	62,000	무제한	67,000	무제한
		52,000	200	55,000	200	51,000	150
		38,000	10	37,000	10	37,500	12
2nd	오프라인	99,000	무제한	61,000	30	61,000	31
		59,000	24				
		49,000	8				
	온라인	42,000	24	44,000	30	44,000	31
		34,000	8			34,000	8

주: 2022년 통신 3사의 주요 요금제 정리. 2^번은 2022.8월에 출시한 중간요금제. 연령대별 가입제한 미표기 자료: 각 사 홈페이지

통신시장의 경쟁 촉진을 적극 검토 중

통신시장 경쟁촉진을 위한 특별전담팀이 통신시장의 구조적 문제점과 경쟁을 활성화할 수 있는 방안에 대해 검토하고 있다. 경쟁 활성화는 경쟁사가 늘거나, 기존 사업자끼리 M&A가 가능해져야 하는데, 후자는 구조적으로 힘들고, 전자는 대규모 투자가 선행되어야 하고 MNO 사업의 성장이 정체되어 있는 시장에서 MNO 사업자로 사업이 본궤도에 오르기 힘들다. 그렇다면 알뜰폰 사업자에 혜택을 주어 경쟁을 촉진시키는 방법을 심도있게 검토할 가능성이 높다.

이 모든 이슈와 정책은 기존 통신사업자의 통신비 인하를 유도하기 위한 것으로 소나기만 피하면 된다는 시각은 안이한 판단이 될 수 있는 사업환경이다.

통신산업에 제언

규제 이슈 부각

통신네트워크를 구축하고 가입자를 모집하여 사용료를 받는 통신산업에 관심을 요구하는 것은 무리라고 생각한다. 어린 학생을 포함한 경제 인구 대부분이 모바일서비스에 가입하고, 초고속인터넷과 유료방송이 거의 모든 가정에 설치되어 있다고 해도 과언이 아닌 우리나라에서 인구 증가율이 급격하게 낮아진 것을 감안하면 성장성이 매우 낮은 매력 없는 산업이라고 해도 과언이 아닐 것이다.

피할 수 없는 압박

더군다나 독과점사업으로 분류하여 요금 규제가 정기적으로 등장하고 강도도 강해지고 있어 안정성마저 취약해지는 상황이다. 대체할 수 있는 서비스가 없고, 사업자마저 선택권이 적다 보니 규제산업으로 분류하는 것이 이해가 된다. 통신산업에 대한 규제의 강도가 시기와 상황에 따라 다를 수 있겠지만, 끊임없이 밀려오는 파도처럼 규제도 규칙적이고 간격도 빨라질 것이다. 더 중요한 것은 규제의 예측성이 수많은 경험을 통해 높아졌다는 것이다.

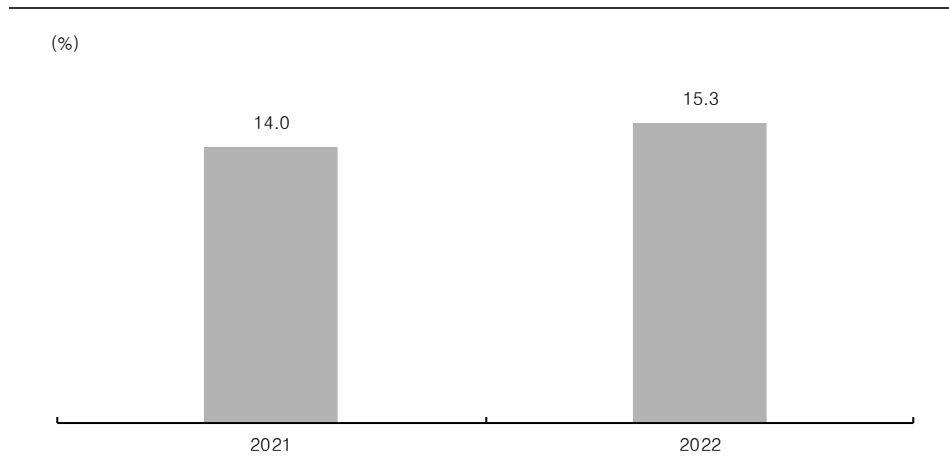
부가가치가 창출될 새로운 산업에서 돌파구 모색

네트워크와 가입자를 확보하고 있다는 것은 활용하기에 따라 매우 매력적이고, 시장지배력을 가진 경쟁력이다. 다만 통신요금에 의존하는 사업 형태를 바꿀 필요가 있다. 완전히 새로운 사업도 좋지만 사업적 위험성을 감안한다면 기존 사업에서 부가가치를 창출할 수 있는 산업으로의 전환을 과감히 시도해야 한다.

위기에서의 절실함이 좋은 결과의 기회

현재 통신 3사의 B2B 매출 비중은 15.3%로 1년전대비 1.3%p 상승했다. 규제 대상이 아니고, 사업 영역을 넓혀 가며 시장을 창출하는 분야로 역량을 집중해야 한다. 통신 사업자가 아닌 통신도 하는 사업자로 인식이 바뀌어야 하며, 그 대상은 AI, 데이터센터, 자율주행, 로봇, UAM 등 시너지가 가능한 분야를 시작으로 외연을 확장하고, 사업 분리에 의한 계열 분리까지 고민할 필요가 있다. 외형의 변화가 질적인 변화를 유도하고 차별적인 밸류에이션의 적용으로 시도해 볼 충분한 가치가 있다.

그림 25. B2B 매출 비중



주: 통신 3사의 B2B 매출 합산, 별도실적 기준 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

MWC 2023

빠른 속도를 기반한 초연결 시대의 완성

2023년 2월말 스페인 바로셀로나에서 개최된 MWC(Mobile World Congress) 2023의 주제는 빠른 속도(Velocity)였다. 전세계에서 참여한 많은 기업들은 더 빠른 데이터 전송속도를 위해 5G 이상의 5.5G와 6G를 언급했고, 고도화되는 네트워크 환경을 이용해 AI, XR, DX 등이 중점 공개되었다. 만물의 인터넷 시대를 예고하면서 네트워크 중립성에 대한 고민도 있었다.

인프라 1. 통신네트워크

통신을 근간으로 한 서비스에서 네트워크의 발전이 서비스의 발전을 가져온다는 것은 경험을 통해 알고 있다. LTE 환경에서 시작한 5G는 모바일엡팅과 안테나 기술에 클라우드의 도움으로 더 빠른 데이터 전송속도를 제공하게 될 전망이다. 6G가 지금은 후보군으로 언급되었지만, 내년에는 좀 더 진화된 내용이 기대된다.

인프라 2. AI

통신 네트워크와 함께 AI는 서비스의 인프라 기반이라고 할 수 있다. AI 기술의 차이가 서비스 수주의 차별적 요소이고 기업의 가치를 결정하는 중요한 경쟁력이 될 것이다. 또한 많은 데이터를 처리하고 저장하기 위해 데이터센터가 많이 필요할 것이다.

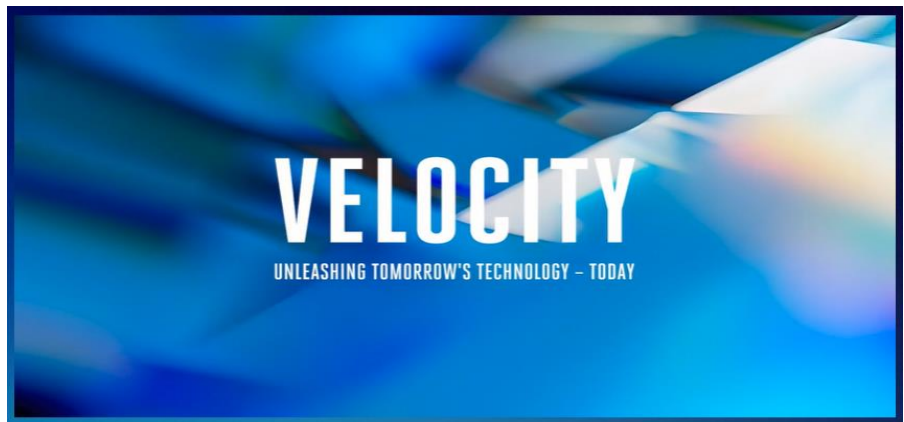
Reality 서비스의 확장

현실과 몰입의 서비스가 확장될 전망이다. VR(Virtual Reality)은 현실과 다른 상황을 보여주는 기술로 가상현실을 의미한다. AR(Augmented Reality)은 현실에 가까운 현상을 보여주는 것으로 유리창 혹은 안경에 가상의 현실을 덧입힌 자동차 앞유리의 헤드업디스플레이와 같은 형태로 증강현실이라고 한다. AR와 VR을 합쳐놓은 것이 혼합현실 MR(Mixed Reality)이다. VR · AR · MR을 합친 것이 XR(eXtended Reality) 확장현실로 몰입 서비스의 궁극적인 지향점이라고 볼 수 있다.

초연결의 시대

2022년 MWC의 주제가 연결성의 촉발이었다. 5G 시대를 초연결의 시대라고도 했다. 사물인터넷(IoT)의 마지막 영어 단어가 Things인데, 앞으로는 E라고 표현해야 하고, 통신기술과 서비스는 그것을 지향할 것이다. Internet of Everything.

그림 26. MWC 2023 주제



자료: MWC 2023 홈페이지

투자의견

규제로 장점 훼손

통신업종에서 규제는 항상 있어왔던 이슈로 새삼스럽지는 않으나, 사업의 안정성을 훼손할 가능성이 있는 규제라면 애기가 달라진다. 성장성이 다른 업종대비 떨어져도 안정성을 기반한 방어적 성격이 주식시장의 상황에 따라 경쟁력으로 부각됐었는데, 이런 장점이 훼손되면 투자매력도가 떨어지는 것은 자명할 것이다.

밸류에이션과 주주환원의 주가 영향력 제한적

밸류에이션은 업종의 특성을 반영한다고 본다. 전체 산업의 평균보다는 각 산업의 평균을 지표로 삼는 것이 바람직한데, 통신업종이 전체 산업의 평균보다 저평가되어 있지만, 업종내 과거 수치와 비교한다면 지금 밸류에이션이 저평가라고 보기 어렵다. 주주환원에서 현격한 변화는 주가에 긍정적으로 작용하지만, 변동성 없이 고배당을 유지하는 것은 큰 영향을 주지 않고 있다.

관심을 유도하는 투자심리 회복 계기가 필요

실적이 좋은데, 그래서 규제를 걱정해야 한다면 주가가 좋을 수 없을 것이다. 따라서 약세 요인을 제거하는 노력이 필요하다. 규제 대상이 아닌 사업에서 수익이 나오도록 사업구조를 바꿔야 한다. 투자 대상이 예전과 달리 네트워크에서 AI, IDC, 콘텐츠 등으로 넓어졌고, 사업구조를 바꾸는 과정에서도 투자금액이 더 투입될 가능성이 큰데, 한정된 자원에서 배당재원의 일부를 성장동력으로 활용한다고 해서 투자자들이 실망할까? 이미 주가에서 실망을 많이 한 터라 오히려 응원해주지 않을까 생각된다.

불확실성 확대와 해소에 맞춘 투자 제안

변화의 필요와 시도가 과거에도 없었던 것이 아니어서 우려가 없지 않으나, 결과에 매몰되기보다 실행을 통한 변화의 의지와 성장 가능성이 유의미한 결과로 이어질 것으로 전망한다. 통신업종이 주식시장에서 주목받는 시점은 규제와 내부 이슈의 불확실성이 해소되는 하반기가 될 것 같다.

표 8. 밸류에이션

(배)

		SK텔레콤	KT	LGU+	스카이라이프	LG헬로비전
PER	2023	11.0	5.8	6.8	8.4	11.7
	2024	10.5	5.5	6.6	8.3	10.7
	평균	11.2	7.5	9.4	11.1	-
PBR	2023	0.9	0.4	0.6	0.4	0.5
	2024	0.9	0.4	0.5	0.4	0.5
	평균	1.0	0.5	0.7	0.5	0.6
EV/EBITDA	2023	3.7	3.2	3.0	2.4	3.8
	2024	3.6	3.0	2.9	2.2	3.6
	평균	4.9	3.1	3.5	3.0	3.7

주: 평균은 3개년(20, 21, 22년 연평균) 평균값. LG헬로비전은 지난 3개년동안 두번의 적자로 PER 평균 미기재
자료: IBK투자증권

표 9. 주주환원 추이

(원, 억원, %)

	SKT			KT			LGU+			
	20	21	22	20	21	22	20	21	22	
배당금	10,000	3,295	3,320	1,350	1,910	1,960	450	550	650	
배당총액	7,151	7,170	7,238	3,265	4,504	5,018	1,965	2,376	2,794	
배당성향	별도	94.2	66.8	83.2	49.1	45.5	65.7	43.4	35.0	42.2
	연결	47.5	29.8	76.4	33.2	49.6	36.2	42.1	33.4	42.1
배당기대수익률	4.1	5.7	7.0	5.3	5.9	5.8	3.7	3.9	5.5	

주: 배당기대수익률은 당해연도 12월말 주가 기준 자료: 사업보고서

글로벌 주요 통신사 밸류에이션

표 10. 미, 일, 중

구분		AT&T	버라이즌	T모바일	NTT	KDDI	소프트뱅크	차이나 텔레콤	차이나 유나이티드	차이나 모바일	타이완 모바일
국가		미국	미국	미국	일본	일본	일본	중국	중국	홍콩	대만
PER (배)	2022	6.6	7.7	21.5	10.8	13.3	-	9.0	19.1	7.8	24.2
	2023F	7.8	8.1	20.4	11.6	13.3	-	10.2	19.6	8.6	23.9
	2024F	7.5	8.2	14.7	10.9	12.5	17.7	9.1	17.2	8.0	22.4
	평균('18~'21)	12.5	11.5	23.2	11.0	11.1	7.0	9.7	30.0	9.1	24.1
PBR (배)	2022	1.3	1.8	2.5	1.5	1.8	1.0	0.6	0.8	0.8	4.1
	2023F	1.2	1.6	2.6	1.6	1.7	0.7	0.7	1.0	0.9	4.5
	2024F	1.2	1.4	2.7	1.5	1.6	0.7	0.7	1.0	0.8	4.4
	평균('18~'21)	1.2	3.7	2.3	1.1	1.6	1.6	0.6	1.0	0.9	4.5
EV/EBITDA (배)	2022	15.6	6.5	10.5	6.2	5.5	-15.1	1.9	3.1	2.3	9.9
	2023F	6.4	6.5	8.6	7.0	6.0	14.6	4.0	3.6	2.9	11.6
	2024F	6.3	6.4	7.9	6.8	5.9	11.7	3.7	3.7	2.7	11.5
	평균('18~'21)	8.0	7.7	8.3	5.2	5.0	8.7	2.7	3.7	2.2	10.9
배당금(2022, 달러)		1.1	2.6	0.0	115.0	125.0	44.0	0.2	0.1	3.8	-
배당성향(2022, %)		-	51.1	0.0	34.7	41.5	-	65.0	46.0	65.4	-
배당수익률(2022, %)		11.2	4.9	-	3.7	3.7	0.8	4.8	2.5	7.2	4.3

자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 11. 아시아 권역

구분		바르티 에어텔	텔스트라	텔콤	싱가포르 텔레콤	스타허브	셀콤디지	맥시스	어드밴스드 인포
국가		인도	호주	인도네시아	싱가포르	싱가포르	말레이시아	말레이시아	태국
PER (배)	2022	98.4	26.7	17.9	22.4	33.5	-	25.4	22.3
	2023F	48.0	25.2	14.5	17.7	15.4	27.6	21.9	21.9
	2024F	29.2	22.9	13.6	15.2	12.6	25.0	21.0	20.0
	평균('18~'21)	235.8	18.6	18.4	34.2	15.3	25.6	27.2	20.5
PBR (배)	2022	6.2	2.9	2.9	1.5	5.4	-	4.7	6.8
	2023F	5.4	3.1	2.9	1.4	3.2	4.2	4.9	7.0
	2024F	4.4	3.1	2.8	1.4	3.0	7.3	4.9	6.6
	평균('18~'21)	3.0	2.7	3.5	1.6	7.6	52.8	5.8	8.3
EV/EBITDA (배)	2022	10.5	8.1	5.8	13.3	6.7	-	10.0	7.8
	2023F	9.5	8.3	5.4	12.4	6.1	10.1	10.0	8.0
	2024F	8.3	8.0	5.1	11.9	5.5	9.9	9.8	7.6
	평균('18~'21)	9.9	6.7	6.2	12.3	6.6	12.2	12.8	8.4
배당금(2022, 달러)		3.0	0.1	150.0	0.1	0.1	0.1	0.2	3.5
배당성향(2022, %)		39.4	112.9	71.6	78.8	139.1	-	132.5	39.4
배당수익률(2022, %)		0.4	2.4	3.1	3.0	3.7	3.3	3.3	2.8

자료: Bloomberg, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
SK텔레콤	매수(유지)	65,000원
KT	매수(유지)	40,000원
LG유플러스	매수(유지)	14,000원
스카이라이프	중립(하향)	9,000원
LG헬로비전	중립(유지)	4,500원

매수 (유지)

목표주가 65,000원
현재가 (3/29) 48,850원

KOSPI (3/29) 2,443.92pt
시가총액 10,690십억원
발행주식수 218,833천주
액면가 100원
52주 최고가 62,500원
최저가 44,400원
60일 일평균거래대금 44십억원
외국인 지분율 43.6%
배당수익률 (2023F) 7.1%

주주구성
SK 외 12 인 30.03%
국민연금공단 7.74%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	-13%	-6%
절대기준	8%	-2%	-16%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	65,000	75,000	▼
EPS(23)	4,256	4,212	▲
EPS(24)	4,483	4,397	▲

SK텔레콤 상대주가 (%)



SK텔레콤 (017670)

사업의 색깔을 바꾼다

시대가 변화를 요구

요금 규제와 제 4이동통신사업자의 등장 거론이 새삼스러운 이슈는 아니나, 주력 사업의 저성장과 5G와 6G의 넓어진 등장 간격을 고려하면 규제의 강도는 이전보다 강할 것이고, 영향도 클 가능성이 높다. 설사 태풍처럼 빠르게 스쳐 지나간다 하더라도 매년 되풀이되는 고정 이슈가 될 것이다. 이런 이슈가 있는 업종과 종목에 투자하려는 투자자는 많이 없을 것이다.

비규제 사업에 집중

사실 통신산업의 환경에 우호적이지 않은 외적인 변수가 생겨도 동사의 높은 브랜드 인지도와 지배력을 걱정하지 않는다. 그걸 지키기 위해 다른 희생을 감수할 것이기 때문이다. 그런데 비용 증가외에 저성장의 해결이 없는 소모적 경쟁의 후유증은 클 수 있다. 국내 통신산업의 절대 성장이 떨어지는 상황에서 신규 업체의 진입은 서비스의 질적 개선과 고객 만족도로 충분히 방어할 수 있다고 본다. 그걸 해 줄 수 있는 모멘텀이 AI 기술이라고 생각한다. 그리고 영업대상을 B2B로 확대하는 것도 매우 중요한 사업 포인트일 것이다. 통신이라는 안정적인 우산속에 있기 보다 과감하게 드러내는 것이 좋을 듯하다. 사업의 진행속도나 기업가치의 밸류에이션 측면에서도 그게 나올 것 같다.

사업 변화가 투자 모멘텀

2023년 상반기는 해소되어야 할 불확실성이 있어 주식시장에서 소외 중이다. 불확실성 제거로 개선될 투자심리가 주가로 이어지기 위해서는 성장성이 기대되고 규제에서 벗어날 수 있는 사업에 대한 구체적인 변화 모멘텀이 선행되었으면 좋겠다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	16,749	17,305	17,582	17,853	18,112
영업이익	1,387	1,612	1,673	1,729	1,806
세전이익	1,718	1,236	1,306	1,375	1,459
지배주주순이익	2,408	912	931	981	1,042
EPS(원)	6,841	4,169	4,256	4,483	4,763
증가율(%)	83.6	-39.1	2.1	5.3	6.2
영업이익률(%)	8.3	9.3	9.5	9.7	10.0
순이익률(%)	14.4	5.5	5.5	5.7	6.0
ROE(%)	13.6	8.0	8.2	8.7	9.5
PER	8.5	11.4	11.4	10.8	10.2
PBR	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.1	3.8	3.7	3.7	3.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

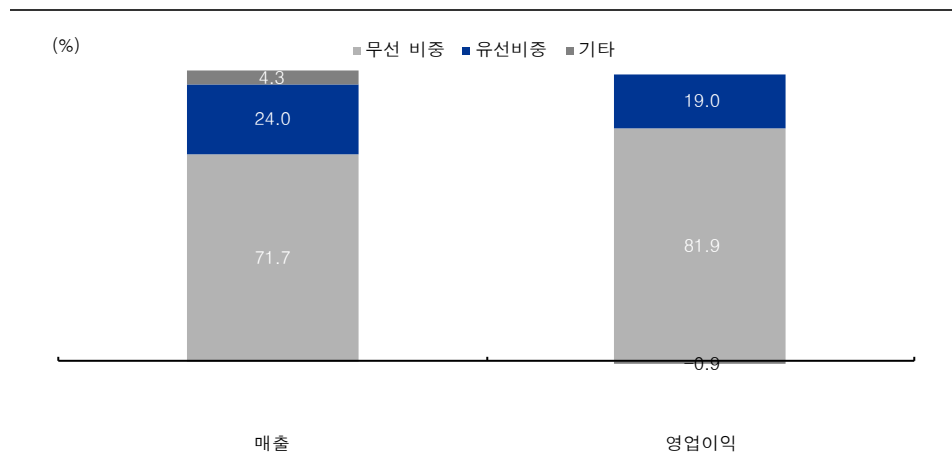
사업구조

무선사업 의존도 높아

무선비중이 높은 사업자

SK텔레콤의 연결 실적에 무선사업부의 비중이 압도적이다. 매출은 71.7%이고 영업이익은 81.9%다. 그래도 매출 같은 경우 유선이 24%, 기타가 4.3%정도 있는데, 영업이익에는 유선이 19%, 기타는 마이너스 영향이다. 적자라는 의미다. 통신산업의 규제 특히 모바일에서의 규제 영향을 SK텔레콤이 상대적으로 많이 받는다.

그림 27. 연결 매출과 영업이익에서 주요 사업부문의 비중



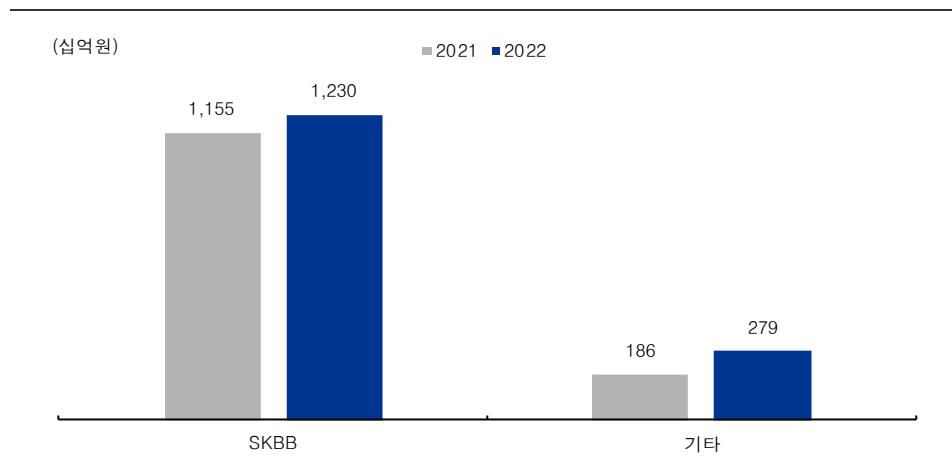
주: 2022년 연간 실적 기준 자료: 실적 발표 자료, IBK투자증권

B2B는 유선사업 중심

규모는 유선, 증가율은 무선 포함 다른 계열

2022년 B2B 매출은 1.51조원으로 12.5% 증가했는데, 이중 유선사업자(SK브로드밴드)에서 발생한 매출이 1.23조원이고 나머지는 0.28조원으로 무선사업자(SK텔레콤)를 포함한 다른 계열사일 것으로 추정한다. 규모는 유선이 크나 증가율은 유선 계열사를 제외한 다른 계열사가 높았다.

그림 28. B2B 매출의 사업부별 비교



주: 2022년 연간 실적 기준 자료: 실적 발표 자료, IBK투자증권

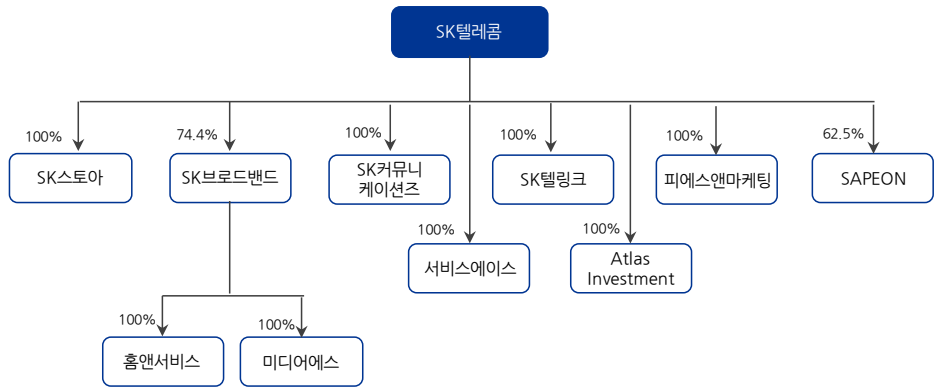
계열구도

SK텔레콤과 SK브로드밴드가 주축

유무선통신사업자가 주축, 신성장의 한 축 SAPEON

사업구조는 2021년 인적분할 후 유무선통신과 방송, T커머스 중심으로 구성되어 있으며, SK텔레콤과 SK브로드밴드가 주축이다. 1년전대비 추가된 계열사는 SAPEON으로 데이터센터용 AI 프로세서 반도체를 생산하는 기업이다.

그림 29. 계열구도



자료: 사업보고서, IBK투자증권

주력과 성장사업의 상호 시너지에 역량 집중

신성장사업에 집중으로 시너지 역량 충분

유무선통신산업에서의 지배력을 고려할 때 유무선통신에 대한 의존도에 변화가 갑자기 생길 가능성은 낮다. 그렇다고 이 분야에 초점을 맞추는 것도 바람직하지 않다고 본다. 시장지배력을 통한 안정적인 사업이기에 사업적 리스크가 있더라도 성장성이 높은 분야에 역량을 집중하고 적극적으로 육성하는 사업 포트폴리오 다변화가 필요하다고 판단한다.

그림 30. 사업구조별 계열구도와 매출

사업군	유무선통신	미디어	Enterprise	기타
내용	유무선통신 유료방송	콘텐츠 플랫폼 T커머스	IDC Cloud AIoT	AIVERSE, 구독 메타버스, UAM 자율주행, 로봇 등
경쟁력	유무선통신산업 지배력, 브랜드인지도, 기술력, 신성장사업에 적극적인 의지 등			
매출	13.9조원 (+1.8%)	1.5조원 (+20.7%)	1.5조원 (+12.5%)	0.4조원 (-24.4%)

자료: 사업보고서, IBK투자증권

5대 영역 혁신 전략

실천과 수익화가 중요	SK텔레콤은 MWC2023에서 5대 사업 영역 중심의 혁신 전략을 발표했다. 변화가 필요한 시점에서 적절한 언급이라고 생각하며, 5대 영역은 고객과 기술·시공간·산업과 AIX·코어사업모델·ESG로 각각의 내용을 간단히 정리해 보겠다.
고객과 기술, AI 서비스 발전 및 상용화	SK텔레콤은 2016년 누구서비스를 시작으로 자체 거대언어모델 기반 기술, 12페타에 이르는 데이터 등 AI 역량을 축적해왔다. 축적된 역량을 기반으로 B2C 서비스 에이닷을 상용화하였고, 더욱 발전시켜 나갈 계획이다. 서비스 상용화는 서비스의 수준이 더 높아지는 시너지가 발생할 것이며, 글로벌 통신 동맹관계를 활용해 차별화되고 특화된 서비스 구축을 위해 노력한다.
시공간 1. UAM	UAM 개념은 모바일의 연결을 모빌리티의 연결로 확장하는 것이고, SK텔레콤은 모바일에서의 축적된 기술과 서비스 강점을 활용해 시공간의 확장에서 역할을 하고 싶어한다. 시공간의 대표적인 서비스는 자율주행과 UAM, 메타버스 등이 있는데, UAM의 경우 사업파트너쉽 등 사업구조를 구축하고, 실증과 시범사업에 참여하여 상용화 준비를 가속화한다. 독점적 협력사 조비 Aviation의 기체는 다른 제조사대비 우수한 성능을 보유한 것으로 알려져 있다.
시공간 2. 자율주행	또 다른 시공간 서비스 자율주행은 AI 솔루션으로 자율주행 영역에 진출할 계획으로 계열사 SAPEON의 자율주행 반도체 X340과 지분을 투자한 팬텀AI 솔루션 그리고 완성차업체에 상용화 경험이 있는 NUGU AUTO를 접목해 시너지를 기대하고 있다. 하드웨어가 갖춰지는 2024년 유의미한 변화가 있을 것으로 예상된다.
산업 AIX, 사업 기반 확보	AI 솔루션의 동맹관계를 형성해 시장규모를 키운다. SK텔레콤의 AI 기술 플랫폼에서 6개 분야에 협업을 진행한다. AI반도체는 계열사 SAPEON, 클라우드는 베스핀글로벌, AdTech는 Molco의 AI/DT 기술 결합, AI 기술은 코난테크놀로지와 SK텔레콤의 기업 사업 역량을 결합하여 사업을 확장하고 생산성을 높여 글로벌 눈높이의 AI 기술을 활용해 보안, 헬스케어, 광고, 스마트팩토리, 업무용솔루션 등으로 진출 계획이다.
Core사업, MNO, 미디어, 구독 등 기존 사업 강화	AI 기술을 기존 통신사업에도 활용해서 고객의 경험 디지털화와 데이터 분석을 통해 서비스 수요에 대응한다는 계획이다. MNO(Mobile Network Operator) 뿐만 아니라 미디어, 구독 등 핵심사업에 AI를 접목시킴으로써 새로운 수익 발굴을 기대한다. 2022년말 구독 GMV는 0.16조원으로 연초대비 29% 증가했다.
ESG에 활용될 AI	ESG 활동에서 AI 기술이 사회와 환경에서 역할을 예상하고 있다. 대화형 AI는 돌봄과 케어콜 등으로 사회 보호 역할과 함께 선한 영향력을 제공하게 될 전망이다.
AI 기술을 적극 활용	빠르고 정확해야 할 AI 기술은 사용하기에 따라 매우 유용할 수 있지만, 활용가치만큼 기술적 요구 수준이 높아 접근성이 떨어질 수 있으며, AI 기술간의 차별성이 뚜렷하면 자칫 계획하는 서비스 모두가 계획을 벗어날 수 있어 철저한 검증과 많은 데이터 처리 능력을 잘 갖춰야 한다. AI 기술의 시작과 적용단계까지는 SK텔레콤이 경쟁력을 갖췄다고 판단하며, 이를 사업적으로 입증하는 길만 남았다고 생각한다.

투자전략

안정적인 실적 흐름

성장보다는 비용 효율화가 좀 더 의미 있는 시기

휴대폰 가입자의 점유율이 수익에 미치는 영향은 제한적이다. 그보다는 금년 상반기중에 출시될 지난해에 이은 두번째 중간요금제와 시니어요금제의 설계 수준이 더 걱정된다. 그럼에도 다른 사업부문의 매출과 비용 절감 노력으로 실적 흐름은 안정적인 것으로 전망한다.

표 12. 실적 전망

(십억원, %)

	2022				2023F				22	23F	24F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
별도											
매출	3,077	3,118	3,123	3,096	3,116	3,143	3,158	3,187	12,415	12,604	12,804
영업이익	357	381	389	195	390	383	371	234	1,321	1,377	1,423
순이익	252	224	305	88	267	259	250	141	870	917	965
마케팅비	745	758	762	798	730	743	753	786	3,063	3,012	3,006
(비중)	24.2	24.3	24.4	25.8	23.4	23.6	23.8	24.7	24.7	23.9	23.5
영업이익률	11.6	12.2	12.4	6.3	12.5	12.2	11.7	7.3	10.6	10.9	11.1
순이익률	8.2	7.2	9.8	2.8	8.6	8.2	7.9	4.4	7.0	7.3	7.5
연결											
매출	4,277	4,290	4,343	4,395	4,348	4,381	4,404	4,449	17,305	17,582	17,853
영업이익	432	460	466	255	467	458	447	301	1,612	1,673	1,729
순이익	220	258	246	224	281	273	264	148	948	966	1,018
영업이익률	10.1	10.7	10.7	5.8	10.7	10.5	10.1	6.8	9.6	9.5	9.7
순이익률	5.1	6.0	5.6	5.1	6.5	6.2	6.0	3.3	5.1	5.5	5.7

주: 마케팅비용은 별도 기준, 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

2023년 주가 탄력성 둔화

사업환경을 감안한 목표 주가 변경

규제의 그림자가 사업환경을 지배하고 있다. 시간이 흐르면 그림자는 걷힐 것으로 예상하나, 어떤 결과로 이어질지 확인이 필요해 보인다. 상반기는 요금규제, 하반기는 신규 사업자의 등장 여부로 금년 투자환경은 불확실성의 해라고 해도 과언이 아닐 듯하다. 다양한 밸류에이션과 멀티플을 이용해 적정 수준을 예측해 목표주가 65,000원을 제시한다.

표 13. EV/EBITDA 밸류에이션

(배, 원)

	EV/EBITDA		주가	
	20~22	22	20~22	22
Avg	4.9	4.0	77,715	55,368
Low	4.0	3.8	55,368	50,402

주: 주가는 2023년 예상 EBITDA 기준 자료: IBK투자증권

표 14. SOTP 밸류에이션

(억원, 원)

항목	기업가치	비고
SK브로드밴드	33,224	2023년 예상 EBITDA에 multiple 3.5배 적용. 지분율 74% 반영
주요 계열사	9,854	SK텔레콤, 피에스엔마케팅, SAPEON 등 계열사의 장부가액
자체 영업가치	167,757	2023년 예상 EBITDA에 multiple 4.0배 적용
순차입금	74,859	2022년 연결 재무재표
주당가치	62,366	자사주를 제외한 주식수 기준

자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK텔레콤 (017670)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	16,749	17,305	17,582	17,853	18,112
증가율(%)	4.1	3.3	1.6	1.5	1.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	16,749	17,305	17,582	17,853	18,112
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	15,361	15,693	15,909	16,124	16,307
판매비율(%)	91.7	90.7	90.5	90.3	90.0
영업이익	1,387	1,612	1,673	1,729	1,806
증가율(%)	11.1	16.2	3.8	3.3	4.4
영업이익률(%)	8.3	9.3	9.5	9.7	10.0
순금융손익	-160	-276	-226	-214	-230
이자손익	-243	-270	-279	-266	-282
기타	83	-6	53	52	52
기타영업외손익	45	-18	-141	-140	-117
종속/관계기업손익	446	-82	0	0	0
세전이익	1,718	1,236	1,306	1,375	1,459
법인세	447	288	339	358	379
법인세율	26.0	23.3	26.0	26.0	26.0
계속사업이익	1,271	948	966	1,018	1,080
중단사업손익	1,148	0	0	0	0
당기순이익	2,419	948	966	1,018	1,080
증가율(%)	61.2	-60.8	1.9	5.3	6.1
당기순이익률 (%)	14.4	5.5	5.5	5.7	6.0
지배주주당기순이익	2,408	912	931	981	1,042
기타포괄이익	1,362	-306	0	0	0
총포괄이익	3,781	642	966	1,018	1,080
EBITDA	5,502	5,367	5,433	5,469	5,537
증가율(%)	1.5	-2.4	1.2	0.6	1.2
EBITDA마진율(%)	32.8	31.0	30.9	30.6	30.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,841	4,169	4,256	4,483	4,763
BPS	52,914	51,721	52,011	50,706	49,680
DPS	2,660	3,320	3,320	3,320	3,320
밸류에이션(배)					
PER	8.5	11.4	11.4	10.8	10.2
PBR	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.1	3.8	3.7	3.7	3.5
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	3.3	1.6	1.5	1.5
EPS증가율	83.6	-39.1	2.1	5.3	6.2
수익성지표(%)					
배당수익률	4.6	7.0	7.1	7.1	7.1
ROE	13.6	8.0	8.2	8.7	9.5
ROA	6.1	3.0	3.1	3.3	3.5
ROIC	12.5	5.2	5.3	5.8	6.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	150.6	157.6	155.4	157.4	158.7
순차입금 비율(%)	73.3	73.9	71.4	70.4	67.8
이자보상배율(배)	5.0	4.9	4.7	4.9	4.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.2	8.9	8.7	8.5	8.5
재고자산회전율	89.1	93.3	90.4	79.0	77.4
총자산회전율	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,353	7,219	7,887	8,226	8,716
현금및현금성자산	873	1,882	2,090	2,330	2,728
유가증권	509	237	262	262	262
매출채권	1,914	1,971	2,069	2,120	2,154
재고자산	205	166	222	230	238
비유동자산	24,559	24,089	23,408	22,680	21,851
유형자산	12,871	13,322	12,462	11,522	10,491
무형자산	5,942	5,400	5,537	5,677	5,827
투자자산	4,122	3,480	3,484	3,490	3,494
자산총계	30,911	31,308	31,295	30,905	30,567
유동부채	6,960	8,047	7,960	7,881	7,814
매입채무및기타채무	191	89	111	113	114
단기차입금	13	143	143	143	143
유동성장기부채	1,829	2,366	2,366	2,366	2,376
비유동부채	11,616	11,107	11,082	11,020	10,936
사채	7,037	6,524	6,524	6,474	6,414
장기차입금	353	668	668	668	668
부채총계	18,576	19,153	19,042	18,901	18,750
지배주주지분	11,579	11,318	11,382	11,096	10,872
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771
자본조정등	-13,395	-13,338	-13,338	-13,338	-13,338
기타포괄이익누계액	735	391	391	391	391
이익잉여금	22,437	22,464	22,128	21,843	21,618
비지배주주지분	756	837	872	908	946
자본총계	12,335	12,155	12,253	12,004	11,818
비이자부채	8159	8056	7945	7854	7753
총차입금	10,417	11,097	11,097	11,047	10,997
순차입금	9,036	8,978	8,746	8,456	8,007

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	5,031	5,159	4,735	4,841	4,888
당기순이익	2,419	948	966	1,018	1,080
비현금성 비용 및 수익	3,474	4,719	4,181	4,146	4,130
유형자산감가상각비	4,114	3,755	3,760	3,740	3,731
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-569	118	-133	-57	-40
매출채권등의 감소	-95	-61	-99	-51	-33
재고자산의 감소	-71	40	-56	-7	-8
매입채무등의 증가	12	-101	22	1	2
기타 영업현금흐름	-293	-626	-279	-266	-282
투자활동 현금흐름	-3,486	-2,808	-3,384	-3,052	-2,953
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,916	-2,908	-2,900	-2,800	-2,700
유형자산의 감소	61	16	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-378	-127	-137	-140	-150
투자자산의 감소(증가)	-128	321	-4	-6	-4
기타	-125	-110	-343	-106	-99
재무활동 현금흐름	-2,054	-1,350	-1,143	-1,549	-1,536
차입금의 증가(감소)	63	399	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	2
기타	-2117	-1749	-1143	-1548	-1538
기타 및 조정	12	9	0	0	0
현금의 증가	-497	1,010	208	240	399
기초현금	1,370	873	1,882	2,090	2,330
기말현금	873	1,882	2,090	2,330	2,728

매수 (유지)

목표주가 40,000원
현재가 (3/29) 29,200원

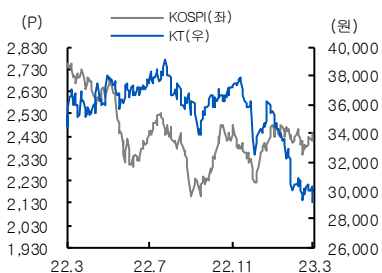
KOSPI (3/29)	2,443.92pt
시가총액	7,624십억원
발행주식수	258,149천주
액면가	5,000원
52주 최고가	39,150원
최저가	29,200원
60일 일평균거래대금	37십억원
외국인 지분율	41.8%
배당수익률 (2023F)	6.6%

주주구성
국민연금공단 8.53%
현대자동차 외 1 인 7.79%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-27%	-7%
절대기준	-4%	-18%	-17%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	40,000	45,000	▼
EPS(23)	5,076	4,991	▲
EPS(24)	5,322	5,326	▼

KT 상대주가 (%)



KT (030200)

3년마다 고민하게 될 불확실성 이슈

우수성을 인정받은 사업구조

다른 통신사업자와 크게 다르지 않았음에도 지난 3년동안 주목을 받았던 것은 사업을 디지털과 B2B를 지향하고, 수익 개선에 집중한 결과였다. 기존에 비해 사업이 구조적으로 크게 바뀐 것은 없었다. 관리 능력이 좋았다고 평가할 수 있었던 것으로 이런 경영전략은 계승되어야 한다고 생각한다. 지금까지 지향해왔던 사업전략이 규제 환경에서 더욱 그래야 하기에 지금의 혼선은 시간이 지나면서 해소될 전망이다.

확장성이 높은 사업전략

클라우드와 데이터센터는 사업성이 커졌으며, 좋은 지리적 조건을 바탕으로 더욱 확장할 것이다. AI사업이 확장되는 가운데 콜센터 자회사와 연계한 서비스 전략은 영업적으로나 해당 자회사의 가치측면에서도 유의미한 결과가 나타나고 있다. 통신사업이 성장을 추구하는데 있어 계열사가 여러 방면에서 관련이 깊고, 시너지가 창출되어 개선될 실적은 보유지분가치 상승과 모회사의 수취 배당금이 늘어 KT의 배당재원이 늘어나는 선순환의 긍정적인 효과가 나타난다.

장기화되는 불확실성 이슈

자사주가 사업적 목적의 주식교환으로 의결권이 부활함에도 주당배당금이 전년대비 상승했고, 2023년 3천억원의 자사주 매입과 이중 1천억원 규모의 자사주를 소각하는 기대에 부응하는 주주환원 정책을 발표했다. 그럼에도 주가가 약세였던 것은 매끄럽지 못한 CEO 선임 과정 때문으로 시간이 지나면 회복 되겠지만, CEO 임기가 만료되는 3년마다 겪을 가능성이 주가에 불확실성 요인으로 작용할 수 있어 경영의 지속성과 투자의 예측성 관점에서 아쉬움이 노출되었다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	24,898	25,650	26,472	27,225	28,724
영업이익	1,672	1,690	1,768	1,853	1,992
세전이익	1,978	1,894	1,926	1,995	1,930
지배주주순이익	1,357	1,263	1,319	1,374	1,329
EPS(원)	5,197	4,835	5,076	5,322	5,149
증가율(%)	106.2	-7.0	5.0	4.9	-3.2
영업이익률(%)	6.7	6.6	6.7	6.8	6.9
순이익률(%)	5.9	5.4	5.3	5.3	4.9
ROE(%)	9.4	8.1	7.9	7.8	7.2
PER	5.9	7.0	5.9	5.6	5.8
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.0	3.4	3.2	3.1	3.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

사업구조

디지털과 B2B 지향

2020년부터 B2C와 B2B로 매출구조를 분할하더니 사업구조도 통신과 디지털로 구분해 2021년에는 네 개 영역으로 매출을 구분하여 발표하기 시작했다. 여전히 텔코 비중이 높지만 디지털과 B2B 비중이 높아지고 있다.

표 15. KT의 사업구조 (%)

		B2C	B2B	전체	
TELCO	2021	60.3	12.8	73.0	
	2022	59.0	12.9	71.9	
DIGICO	2021	13.8	13.2	27.0	
	2022	13.9	14.2	28.1	
		2021	2022	2021	2022
전체		74.1	72.9	25.9	27.1

자료: KT 실적 발표 자료, IBK투자증권

표 16. 각 사업부별 세부사항

구분	사업내용	
TELCO	B2C	무선, 초고속인터넷, 유선전화
	B2B	기업인터넷/데이터(전용회선, 글로벌 데이터와 홈세일 등), 기업통화(MMNO, 지능망 등)
DIGICO	B2C	미디어(IPTV, OTT, 기타), 모바일플랫폼(결제, 인증, 핀테크 등 금융, 콘텐츠마켓, IoT)
	B2B	기업 메시징, 기업 IoT, 클라우드/DC, AICC, AI로봇, 스마트 모빌리티/공간솔루션, 블록체인 등

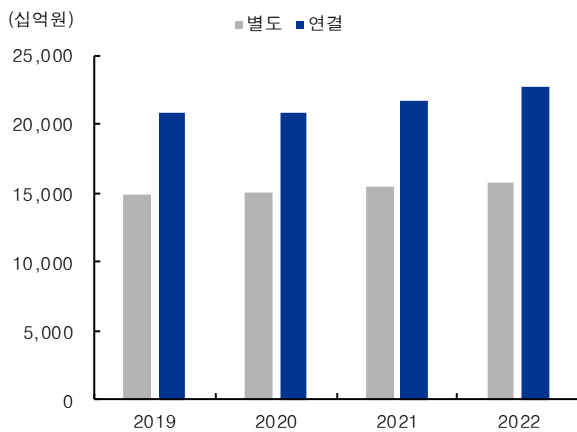
자료: 실적 발표 자료, IBK투자증권

실적분석

별도와 연결 매출과 수익 개선

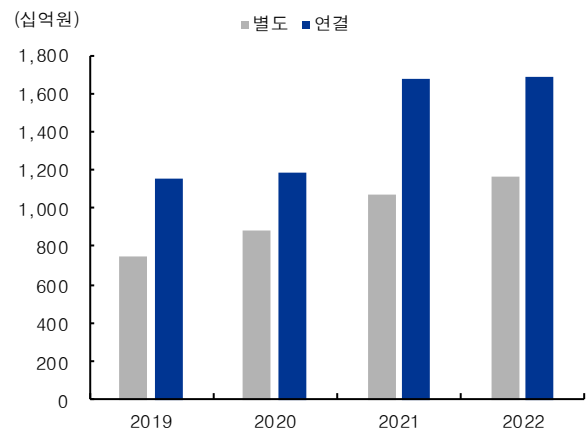
전체 매출은 단말수익에 따라 증감률에 등락이 있지만, 서비스 수익만으로 비교하면 최근 3개년동안 별도는 1.8%, 연결은 3.0% 연평균 증가했다. 특히 연결은 지난 2년동안 매년 4%대의 성장을 기록했다. 영업이익은 별도가 3개년동안 16.1% 증가해 연결의 14.8%를 상회했고, 이익률도 5.7%와 6.1%를 기록했다.

그림 31. 매출



주: 단말수익을 제외한 서비스수익 기준 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

그림 32. 영업이익



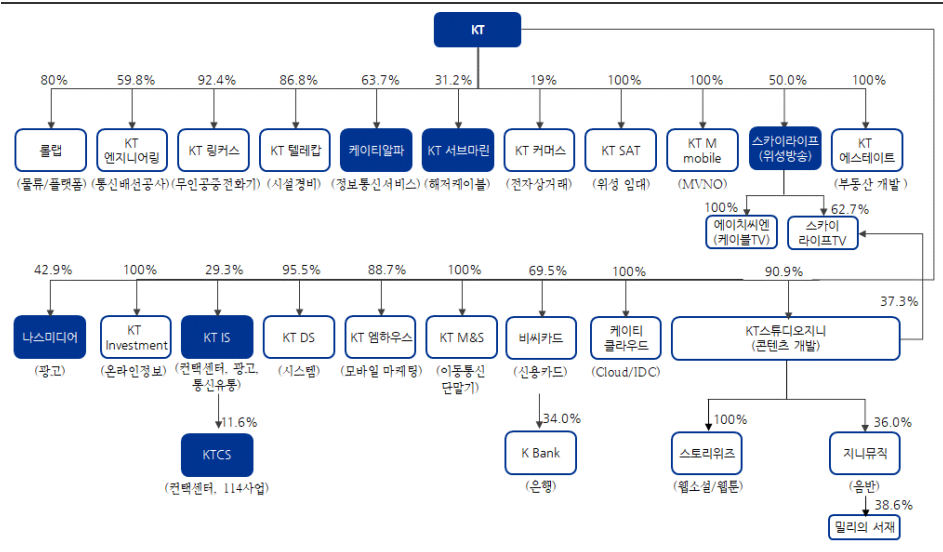
자료: 실적발표자료, IBK투자증권

지배구조

지주 같은 지주 아닌 기업

KT의 지배구조를 보면 마치 유무선통신사업을 자체사업으로 갖고 있는 지주회사를 보는 것 같다. 많은 계열사가 고착화되어 있지 않고 유기적으로 시너지를 내고 있으며, 사업인수와 합병이 지속적으로 이루어지고 있다. KT의 오늘을 움직이는 힘과 내일을 위한 역할을 담당할 산업과 기업이 자회사에 포진되어 있다.

그림 33. 계열사 구도



자료: 사업보고서, IBK투자증권

모회사간의 시너지

규제에 시달리고 있는 통신사업자가 추구하는 비통신사업분야에 KT도 경쟁력을 갖추고 있다. 유무선통신서비스와 시설을 기반으로 기업영업, 플랫폼, AI, IDC에서 유의미한 변화가 있고, 특히 자회사의 도움으로 양질의 서비스를 제공하여 모회사 뿐만 아니라 자회사의 기업가치도 동반상승하는 시너지가 발생하고 있다.

그림 34. 사업부문별 상황

사업군	유무선통신	미디어/콘텐츠	Enterprise(B2C, B2B)	부동산	금융
내용	유무선통신	IPTV/위성/케이블 OTT/콘텐츠 제작 콘텐츠 마케팅/광고 음악/T커머스	전용회선, 기업인터넷 IDC/cloud, MVNO 기업 메시징, 기업 IoT AI/CC, 시로봇, 스마트 X	개발, 호텔 등	카드/은행
경쟁력	유무선통신과 방송산업의 지배력, 브랜드인지도, 디지털 플랫폼의 성장 의지, 통신 및 비통신자회사의 가치 등				
매출	9.5조원 (+1.3%)	4.4조원 (+15.4%)	4.2조원 (+9.6%)	0.7조원 (-9.5%)	3.9조원 (+8.8%)

자료: 실적 발표자료, IBK투자증권

투자전략

실적 전망 안정적

서비스 수익 증가와 비용 효율화로 실적 개선 추세가 이어질 전망이다. 성장성에 집중해야 해서 소모적 경쟁에 비용을 집행할 가능성이 낮다.

표 17. 실적 전망

(십억원, %)

	2022				2023F				22	23F	24F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
별도 매출	4,608	4,518	4,590	4,573	4,558	4,600	4,639	4,674	18,289	18,472	18,704
영업이익	430	304	324	111	422	371	312	137	1,168	1,242	1,285
순이익	391	24	240	108	333	270	229	101	764	933	963
마케팅비	613	657	650	654	614	648	653	661	2,574	2,576	2,578
(비중)	13.3	14.6	14.2	14.3	13.5	14.1	14.1	14.1	14.1	13.8	13.8
영업이익률	9.3	6.7	7.1	2.4	9.3	8.1	6.7	2.9	6.4	6.7	6.9
순이익률	8.5	0.5	5.2	2.4	7.3	5.9	4.9	2.2	4.2	5.3	5.1
연결 매출	6,278	6,312	6,477	6,583	6,379	6,552	6,627	6,914	25,650	26,472	27,225
영업이익	627	459	453	151	620	474	458	216	1,690	1,768	1,853
순이익	455	363	326	243	483	369	330	214	1,388	1,396	1,446
영업이익률	10.0	7.3	7.0	2.3	9.7	7.2	6.9	3.1	6.6	6.7	6.8
순이익률	7.3	5.8	5.0	3.7	7.6	5.6	5.0	3.1	5.4	5.3	5.3

주: 마케팅비용은 별도 기준. 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

주주환원 확대

표 18. 주주환원

(억원, 원, %, 억주)

	2019	2020	2021	2022	2023F
배당재원 순이익	4,318	6,655	9,905	7,638	9,326
수취배당	1,289	1,320	766	989	-
배당지급 배당총액	2,698	3,265	4,504	5,018	5,129
배당성향	62.5	49.1	45.5	65.7	55.0
주당배당금	1,100	1,350	1,910	1,960	2,075
주식수	2,45	2,42	2,36	2,56	2,47

주: 2022년 배당지급은 2023년 지급액 기준. 2023년 주식수는 자사주 매입 반영 자료: 사업보고서, IBK투자증권

낮은 밸류에이션 구간

성장성과 수익성 그리고 계열사의 지분가치를 감안할 때 현 주가는 역사적 저평가 밸류에이션이며, 경영 안정화에 진입할 경우 빠른 회복을 기대할 수 있다.

표 19. EV/EBITDA 밸류에이션

(배, 원)

	EV/EBITDA		주가	
	20~22	22	20~22	22
Avg	3.1	3.6	28,468	39,010
High	3.3	3.8	32,685	43,227

주: 주가는 2023년 예상 EBITDA 기준 자료: IBK투자증권

표 20. SOTP 밸류에이션

(억원, 원)

항목	기업가치	비고
상장계열사	6,084	KT스카이라이프, 나스미디어, 케이티알파 등의 시가총액
비상장계열사	39,723	에스테이트, 케이티클라우드, 비씨카드, KT SAT 등의 장부가액
자체 영업가치	149,588	2023년 예상 EBITDA에 multiple 3.5배 적용
순차입금	65,293	2022년 별도 재무제표
주당가치	41,761	상장 계열사 40%, 비상장계열사 50% 할인을 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

KT (030200)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	24,898	25,650	26,472	27,225	28,724
증가율(%)	4.1	3.0	3.2	2.8	5.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,898	25,650	26,472	27,225	28,724
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	23,226	23,960	24,705	25,372	26,732
판매비율(%)	93.3	93.4	93.3	93.2	93.1
영업이익	1,672	1,690	1,768	1,853	1,992
증가율(%)	41.2	1.1	4.6	4.8	7.5
영업이익률(%)	6.7	6.6	6.7	6.8	6.9
순금융손익	163	178	254	248	-101
이자손익	10	-16	-127	-114	-101
기타	153	194	381	362	0
기타영업외손익	28	44	0	0	0
종속/관계기업손익	116	-17	-96	-105	40
세전이익	1,978	1,894	1,926	1,995	1,930
법인세	519	506	530	549	531
법인세율	26.2	26.7	27.5	27.5	27.5
계속사업이익	1,459	1,388	1,396	1,446	1,399
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,459	1,388	1,396	1,446	1,399
증가율(%)	107.5	-4.9	0.6	3.6	-3.2
당기순이익률 (%)	5.9	5.4	5.3	5.3	4.9
지배주주당기순이익	1,357	1,263	1,319	1,374	1,329
기타포괄이익	166	-120	0	0	0
총포괄이익	1,625	1,267	1,396	1,446	1,399
EBITDA	5,319	5,387	5,443	5,554	5,640
증가율(%)	9.6	1.3	1.0	2.0	1.5
EBITDA마진율(%)	21.4	21.0	20.6	20.4	19.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,197	4,835	5,076	5,322	5,149
BPS	57,357	62,667	66,554	69,900	72,990
DPS	1,910	1,960	2,000	2,100	2,100
밸류에이션(배)					
PER	5.9	7.0	5.9	5.6	5.8
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.0	3.4	3.2	3.1	3.0
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	3.0	3.2	2.8	5.5
EPS증가율	106.2	-7.0	5.0	4.9	-3.2
수익성지표(%)					
배당수익률	6.2	5.8	6.6	6.9	6.9
ROE	9.4	8.1	7.9	7.8	7.2
ROA	4.1	3.6	3.4	3.4	3.3
ROIC	8.8	7.9	7.8	7.8	7.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	124.3	124.7	119.0	112.9	107.2
순차입금 비율(%)	37.7	43.8	39.9	36.1	33.5
이자보상배율(배)	6.3	5.9	4.8	4.8	5.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.2	8.4	8.3	8.1	8.2
재고자산회전율	47.5	46.7	44.1	46.5	51.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	11,858	12,948	13,566	14,175	14,510
현금및현금성자산	3,020	3,315	3,673	4,064	4,282
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	2,983	3,098	3,293	3,466	3,503
재고자산	514	585	615	557	563
비유동자산	25,301	27,823	28,136	28,369	28,678
유형자산	14,465	14,630	14,984	15,195	15,262
무형자산	3,447	3,252	3,174	3,166	3,231
투자자산	2,111	3,860	3,813	3,758	3,848
자산총계	37,159	40,771	41,702	42,544	43,189
유동부채	10,072	10,463	10,525	10,455	10,257
매입채무및기타채무	1,537	1,251	1,348	1,350	1,293
단기차입금	339	422	422	422	422
유동성장기부채	1,390	1,630	1,630	1,630	1,630
비유동부채	10,520	12,160	12,135	12,110	12,085
사채	6,205	7,473	7,473	7,473	7,473
장기차입금	501	842	842	842	842
부채총계	20,592	22,623	22,660	22,565	22,342
지배주주지분	14,977	16,363	17,181	18,045	18,842
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
자본조정등	-1,433	-689	-689	-689	-689
기타포괄이익누계액	117	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	13,287	14,099	14,917	15,781	16,579
비지배주주지분	1,591	1,785	1,862	1,934	2,004
자본총계	16,567	18,148	19,043	19,979	20,847
비이자부채	11,331	11,356	11,393	11,298	11,075
총차입금	9,261	11,267	11,267	11,267	11,267
순차입금	6,242	7,952	7,594	7,203	6,985

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	5,562	4,425	4,660	4,779	4,909
당기순이익	1,459	1,388	1,396	1,446	1,399
비현금성 비용 및 수익	4,339	4,167	3,517	3,559	3,710
유형자산감가상각비	3,043	3,041	2,947	3,039	3,033
무형자산상각비	605	656	728	663	615
운전자본변동	32	-874	-126	-114	-99
매출채권등의 감소	327	67	-195	-173	-37
재고자산의 감소	33	-29	-29	57	-6
매입채무등의 증가	289	-283	98	2	-57
기타 영업현금흐름	-268	-256	-127	-112	-101
투자활동 현금흐름	-5,137	-5,021	-4,119	-4,142	-3,993
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,495	-3,511	-3,300	-3,250	-3,100
유형자산의 감소	174	133	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-741	-718	-650	-655	-680
투자자산의 감소(증가)	-476	-255	-49	-50	-51
기타	-599	-670	-120	-187	-162
재무활동 현금흐름	-41	884	-183	-246	-698
차입금의 증가(감소)	900	1,362	0	0	0
자본의 증가	0	0	-1	-5	0
기타	-941	-478	-182	-241	-698
기타 및 조정	1	7	0	0	0
현금의 증가	385	295	358	391	218
기초현금	2,635	3,020	3,315	3,673	4,064
기말현금	3,020	3,315	3,673	4,064	4,282

매수 (유지)

목표주가 14,000원
현재가 (3/29) 10,920원

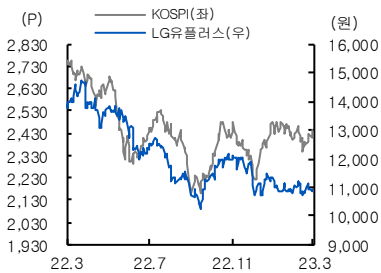
KOSPI (3/29)	2,443.92pt
시가총액	4,768십억원
발행주식수	436,611천주
액면가	5,000원
52주 최고가	14,750원
최저가	10,250원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	38.6%
배당수익률 (2023F)	6.5%

주주구성	
LG 외 2 인	37.67%
국민연금공단	8.35%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-10%	-12%
절대기준	-1%	2%	-21%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	14,000	18,000	▼
EPS(23)	1,573	1,573	-
EPS(24)	1,637	1,637	-

LG유플러스 상대주가 (%)



LG유플러스 (032640)

구조적 성장 한계를 혁신으로 극복

수익 개선

좋은 실적 흐름이 이어지고 있다. 유무선 가입자가 증가하는데 비해 관련 비용이 연동하지 않고, 마케팅비용뿐만 아니라 다른 관리 비용도 효율적으로 관리되고 있기 때문이다. 경쟁사대비 높은 가입자 증가세와 비용 집행 효율화로 양호한 수익 흐름이 지속될 전망이다.

구조적인 한계를 극복

통신 본연의 사업은 신규 가입자 대상이 줄고, 번호이동도 축소되어 성장 여건이 좋지 않으며, 시간이 갈수록 악화될 가능성도 염두에 둬야 할 것이다. 성장의 기반이 되는 가입자당 ARPU도 요금 규제로 인해 결코 쉬운 전략이 아니다. 규제는 항상 존재하고, 강도가 약해질 가능성도 낮다. 가입자 중심의 사업 기반이 동종업체대비 약한 동사가 최근 거론되고 있는 규제 환경에서 받는 영향과 강도는 더 클 수 있다. 그래서 신성장사업에 많은 주문을 하는데, 특정 사업에 사업역량을 집중하는 것도 상대적으로 사업 기반이 취약한 동사에는 부작용이 염려되는 결과가 나올 수 있어 결국 통신 본연의 사업에서부터 신성장사업까지 사업역량을 골고루 투입해야 하는 구조적인 한계를 외면할 수 없을 것 같다. 그럼에도 성장성을 위해 극복해야 하는 상황이다.

성장 모멘텀은 혁신 차별화

통신 3사가 추구하는 신성장동력은 통신 본연의 사업을 기반한다고 해도 과언이 아니다. 통신의 경쟁력이 신성장동력에도 영향을 미치는 연장선을 의미하는 것으로 같은 방식의 성장 전략은 성공하기 어렵다고 본다. 변화의 폭이 현실적으로 제한적인 것을 인정하지만, 범위를 넓혀 확장 여력을 키우는 전략이 차별화 포인트가 될 것이다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,851	13,906	14,060	14,283	14,500
영업이익	979	1,081	1,104	1,132	1,171
세전이익	905	857	897	933	983
지배주주순이익	712	663	687	715	753
EPS(원)	1,632	1,519	1,573	1,637	1,726
증가율(%)	52.6	-6.9	3.6	4.0	5.4
영업이익률(%)	7.1	7.8	7.9	7.9	8.1
순이익률(%)	5.2	4.8	4.9	5.0	5.2
ROE(%)	9.5	8.4	8.3	8.3	8.4
PER	8.3	7.3	6.9	6.6	6.3
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	3.1	3.0	3.0	2.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적분석

가입자

높은 성장률도 점차 둔화

무선 가입자가 10%를 넘나드는 상대적으로 높은 성장세를 유지하는 것은 MVNO(알뜰폰)의 효과에 기인한다. 전체 무선 가입자에서 MNO의 비중이 절대적이지만, 매년 하락세로 지금은 80%대 초반이고 시간이 지날수록 더 낮아질 전망이다.

표 21. 무선 가입자의 증가율과 비중 (%)

		2019	2020	2021	2022
증가율	전체	8.0	9.2	8.0	10.6
	MNO	6.1	4.2	2.7	5.7
	MVNO	40.3	74.1	49.3	36.7
비중	MNO	92.9	89.6	86.2	83.5
	MVNO	7.1	11.4	15.8	19.5

주: 증가율은 YoY 기준 자료: 과학기술정보통신부, 실적발표자료, IBK투자증권

성장과 수익 두마리 토끼를 잡다

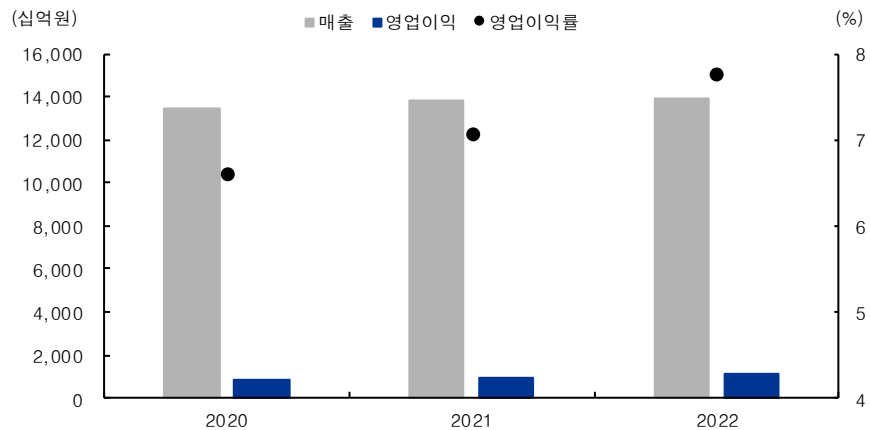
서비스매출 증가

연결 매출이 2020년 13.4조원, 2021년 13.8조원, 2022년 13.9조원으로 2022년 매출 성장률은 0.4%이다. 2021년 3.2% 증가에 비해 많이 떨어졌지만, 매출을 구성하고 있는 단말매출과 서비스매출에서 서비스매출은 2022년 3.1% 증가했다. 서비스매출은 전체 매출에서 82%를 차지한다.

비용 효율화로 수익 개선

매출이 한자리수대의 낮은 증가율이었다면 영업이익은 두자리수대의 증가율을 기록했다. 효율적인 비용 집행의 결과로 영업이익률이 2020년 6.6%에서 2021년 7.1%, 1조원을 넘는 2022년에는 7.8%를 기록했다.

그림 35. 매출, 영업이익, 영업이익률



주: 연결 기준 자료: 사업보고서, 실적발표자료, IBK투자증권

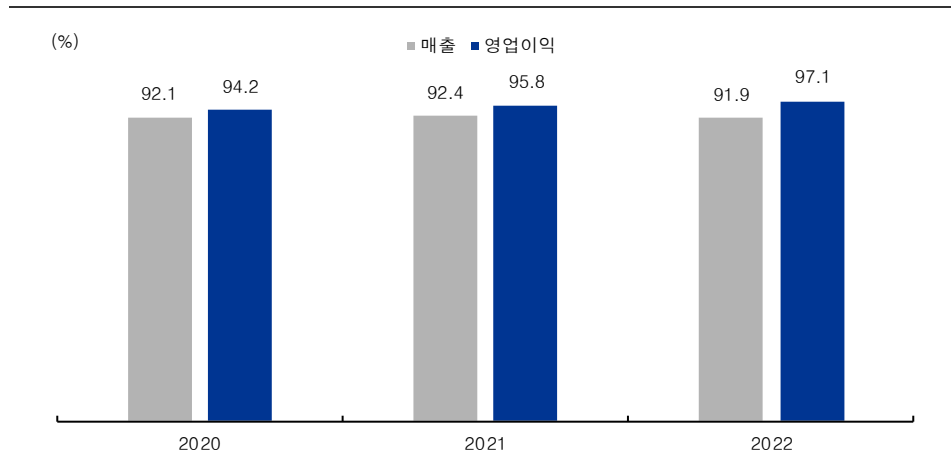
사업구조

절대적 비중을 차지하는 별도실적

사업 확장은 모회사 중심

다른 경쟁사대비 연결 종속대상 기업이 많지 않은 편으로 케이블TV사업을 하는 LG 헬로비전과 MVNO 사업을 포함한 인터넷통신 및 포털서비스·멀티미디어콘텐츠 제작을 하는 미디어로그 정도가 눈에 띈다. 미디어로그는 2022년 매출 2,876억원으로 YoY 16% 증가했고, 영업이익은 138억원으로 흑자전환했다.

그림 36. 연결 실적에서 별도 실적 비중



주: 별도실적/연결실적 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

전사업부문에 성장 역량 투입

유무선통신과 방송사업 경쟁력 제고

5G 전환으로 MNO의 질적 성장과 MVNO 가입자의 양적 성장으로 매출 비중이 가장 높은 모바일의 경쟁력을 높이고, 미디어 자체 콘텐츠 제작과 OTT 서비스 확장으로 스마트홈 사업을 강화한다.

B2B(기업인프라) 확장

사업부문 중 가장 높은 성장세를 기록했던 IDC는 앞으로도 AI 사업을 기반으로 데이터 수요가 많아 계속 주목받을 사업이다. 솔루션은 중계메시징과 웹하드의 e-biz, 스마트팩토리와 모빌리티, 네트워크와 소프트웨어 솔루션 사업 등 확장성이 큰 사업으로 기대가 된다.

올라운드 성장 전략

주력 사업이 점유율 3위로 사업 기반이 다소 취약하지만 반대로 성장 여력도 있기에 신성장사업에만 주력하기보다는 사업 전반에 역량을 분산 집중할 필요가 있다.

표 22. 사업부문별 실적

(십억원, %)

	모바일	스마트홈			전화	기업인프라				
		전체	IPTV	인터넷		전체	IDC	솔루션	기업회선	
매출	6.2	2.3	1.3	1.0	0.4	1.6	0.3	0.5	0.8	
증감률	2.1	6.4	5.6	7.4	-5.6	6.1	8.6	7.3	4.4	
비중	21	59.5	21.7	57.0	43.0	4.1	14.7	17.3	32.7	50.0
	22	58.9	22.3	56.6	43.4	3.8	15.1	17.7	33.1	49.2

주: 스마트폰과 기업인프라의 세부 사업의 비중은 자체 매출 합산 기준 자료: 실적 발표자료, IBK투자증권

투자전략

우수한 실적 흐름 유지

연간 2,4조원의 Capex를 사용하는 사업자로 계획한 Capex말고도 수수료 항목의 비용 집행이 많고, 4분기에 집행이 집중되는 경향에도 지난 4분기 영업이익은 역대 최고 수준을 기록했다. 비용을 분기별로 안분했거나, 효율적으로 집행한 결과로 금년에도 양호한 수익구조가 유지될 전망이다.

표 23. 실적 전망

(십억원, %)

	2022				2023F				22	23F	24F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
별도											
매출	3,141	3,120	3,183	3,337	3,218	3,219	3,254	3,321	12,782	13,011	13,219
영업이익	257	245	276	273	298	290	275	215	1,050	1,078	1,101
순이익	171	160	164	167	199	191	178	115	662	683	704
마케팅비 (비중)	586	562	561	573	570	569	578	597	2,277	2,314	2,314
영업이익률	8.2	7.8	8.7	8.2	9.3	9.0	8.4	6.5	8.2	8.3	8.3
순이익률	5.4	5.1	5.1	5.0	6.2	5.9	5.5	3.5	5.2	5.3	5.3
연결											
매출	3,410	3,384	3,501	3,611	3,473	3,480	3,515	3,593	13,906	14,060	14,283
영업이익	261	248	285	287	302	300	281	221	1,081	1,104	1,132
순이익	170	162	171	159	204	199	184	104	663	690	718
영업이익률	7.7	7.3	8.1	7.9	8.7	8.6	8.0	6.2	7.8	7.9	7.9
순이익률	5.0	4.8	4.9	4.4	5.9	5.7	5.2	2.9	4.7	4.9	5.0

주: 마케팅비용은 별도 기준, 자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

자금 소요를 감안하여
점진적 상향 전망

표 24. 주주환원

(억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023F
배당총액	1,746	1,965	2,376	2,794	3,007
배당성향	40	42	33	42	44
주당배당금	400	450	550	650	700
배당기대수익률	2.8	3.7	3.9	5.5	6.4

주: 배당총액과 배당성향은 별도 당기순이익 기준 자료: 사업보고서, IBK투자증권

밸류에이션 조정

실적 모멘텀은 긍정적이나, 주가에 반응이 크지 않고, 성장과 투자 모멘텀은 외부환경이 우호적이지 못한 상황으로 밸류에이션의 눈높이를 낮출 필요성이 있다.

표 25. EV/EBITDA 밸류에이션

(배, 원)

	EV/EBITDA		주가	
	20~22	22	20~22	22
Avg	3.5	3.3	14,745	13,101
Low	3.2	3.0	12,279	10,635

주: 주가는 2023년 예상 EBITDA 기준 자료: IBK투자증권

표 26. SOTP 밸류에이션

(억원, 원)

항목	가치	비고
영업가치	118,855	2023년 EBITDA에 multiple 3.5배 적용
투자가치	3,564	LG헬로비전의 시가총액의 지분가치와 미디어로그를 포함한 비상장자회사의 장부가액
순차입금	59,075	2022년 별도 재무제표
주당가치	14,610	자사주를 제외한 주식수 기준, 상장 자회사 가치에 할인을 40% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG유플러스 (032640)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,851	13,906	14,060	14,283	14,500
증가율(%)	3.2	0.4	1.1	1.6	1.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	13,851	13,906	14,060	14,283	14,500
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	12,872	12,825	12,956	13,151	13,330
판매비율(%)	92.9	92.2	92.1	92.1	91.9
영업이익	979	1,081	1,104	1,132	1,171
증가율(%)	10.5	10.4	2.1	2.5	3.4
영업이익률(%)	7.1	7.8	7.9	7.9	8.1
순금융손익	-97	-166	-159	-152	-148
이자손익	-99	-129	-159	-152	-148
기타	2	-37	0	0	0
기타영업외손익	20	-62	-48	-47	-40
종속/관계기업손익	2	3	0	0	0
세전이익	905	857	897	933	983
법인세	181	194	206	215	226
법인세율	20.0	22.6	23.0	23.0	23.0
계속사업이익	724	663	690	718	757
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	724	663	690	718	757
증가율(%)	51.5	-8.5	4.2	4.0	5.4
당기순이익률 (%)	5.2	4.8	4.9	5.0	5.2
지배주주당기순이익	712	663	687	715	753
기타포괄이익	-30	91	0	0	0
총포괄이익	694	753	690	718	757
EBITDA	3,420	3,532	3,589	3,619	3,654
증가율(%)	5.0	3.3	1.6	0.8	1.0
EBITDA마진율(%)	24.7	25.4	25.5	25.3	25.2

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,632	1,519	1,573	1,637	1,726
BPS	17,574	18,701	19,389	20,090	20,782
DPS	550	650	700	750	800
밸류에이션(배)					
PER	8.3	7.3	6.9	6.6	6.3
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	3.1	3.0	3.0	2.9
성장성지표(%)					
매출증가율	3.2	0.4	1.1	1.6	1.5
EPS증가율	52.6	-6.9	3.6	4.0	5.4
수익성지표(%)					
배당수익률	4.0	5.9	6.5	7.0	7.4
ROE	9.5	8.4	8.3	8.3	8.4
ROA	3.8	3.4	3.5	3.5	3.7
ROIC	5.6	4.9	5.0	5.1	5.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	143.4	134.0	130.5	125.1	119.9
순차입금 비율(%)	75.4	70.5	66.7	62.7	59.2
이자보상배율(배)	6.4	6.0	5.1	5.2	5.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.7	8.0	8.0	8.1	8.4
재고자산회전율	52.7	59.5	54.8	54.0	59.5
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,164	5,043	5,217	5,243	5,344
현금및현금성자산	770	835	926	1,015	1,078
유가증권	65	36	37	37	37
매출채권	1,763	1,734	1,774	1,737	1,735
재고자산	241	226	287	242	246
비유동자산	14,206	14,731	14,962	15,157	15,262
유형자산	10,196	10,574	10,608	10,595	10,543
무형자산	2,303	2,342	2,523	2,699	2,849
투자자산	161	248	249	249	249
자산총계	19,371	19,775	20,179	20,400	20,606
유동부채	5,074	4,818	4,866	4,805	4,776
매입채무및기타채무	334	161	180	181	184
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1,775	1,427	1,427	1,397	1,397
비유동부채	6,338	6,507	6,560	6,531	6,461
사채	3,182	3,392	3,382	3,372	3,322
장기차입금	1,103	1,216	1,196	1,176	1,146
부채총계	11,412	11,325	11,426	11,336	11,237
지배주주지분	7,673	8,165	8,465	8,771	9,074
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
자본조정등	-100	-100	-100	-100	-100
기타포괄이익누계액	-2	-12	-12	-12	-12
이익잉여금	4,364	4,867	5,167	5,473	5,775
비지배주주지분	285	285	288	292	295
자본총계	7,959	8,450	8,753	9,063	9,369
비이자부채	4574	4497	4628	4598	4579
총차입금	6,838	6,828	6,798	6,738	6,658
순차입금	6,003	5,957	5,834	5,685	5,543

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,405	3,505	3,213	3,338	3,290
당기순이익	724	663	690	718	757
비현금성 비용 및 수익	5,031	5,402	2,692	2,686	2,670
유형자산감가상각비	2,071	2,095	2,116	2,113	2,102
무형자산상각비	370	356	368	374	381
운전자본변동	-2,014	-2,356	-10	85	10
매출채권등의 감소	352	23	-40	37	2
재고자산의 감소	43	14	-61	46	-4
매입채무등의 증가	260	-173	19	2	3
기타 영업현금흐름	-336	-204	-159	-151	-147
투자활동 현금흐름	-2,945	-2,867	-2,752	-2,702	-2,625
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,251	-2,288	-2,150	-2,100	-2,050
유형자산의 감소	13	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-667	-552	-550	-550	-530
투자자산의 감소(증가)	-57	-52	0	0	0
기타	17	11	-52	-52	-45
재무활동 현금흐름	-417	-574	-370	-547	-602
차입금의 증가(감소)	500	750	-20	-20	-30
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-917	-1324	-350	-527	-572
기타 및 조정	1	0	1	0	-1
현금의 증가	44	64	92	89	62
기초현금	726	770	835	926	1,015
기말현금	770	835	926	1,015	1,078

중립 (하향)

목표주가 9,000원
현재가 (3/29) 7,900원

KOSPI (3/29)	2,443.92pt
시가총액	378십억원
발행주식수	47,822천주
액면가	2,500원
52주 최고가	9,950원
최저가	7,660원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	10.0%
배당수익률 (2023F)	4.5%

주주구성
케이티 외 2 인 50.01%
한국방송공사 6.78%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-15%	0%
절대기준	-1%	-5%	-11%

	현재	직전	변동
투자 의견	중립	매수	▼
목표주가	9,000	11,000	▼
EPS(23)	933	1,056	▼
EPS(24)	947	1,087	▼

스카이라이프 상대주가 (%)



스카이라이프 (053210)

실속을 원한다

방송에 통신을 더하다

위성방송사업자이자 IPTV사업을 하는 모회사의 자회사로 유료방송시장에서 IPTV 경쟁력 상승과 적극적인 모회사의 영업전략으로 위축되는 사세를 케이블TV 업체 인수로 만회하는 전략을 선택했다. 또한 알뜰폰 사업을 통해 통신서비스 매출이 1년전대비 두배 가까이 증가한 1천억원을 넘었다.

미디어 콘텐츠를 품다

예능프로에서 몇몇 프로그램이 두각을 나타내는데 이어 드라마에서도 대박을 내는 작품을 출시하여 채널 인지도 상승과 광고수익이 늘어나는 효과를 기록했다. 이런 과정이 콘텐츠에서 기대하는 선순환 효과라고 생각된다. KT그룹은 미디어 콘텐츠에 주력 및 분산되어 있는 역량을 집중하고 시너지 극대화를 위해 관련 계열사를 통합했다. 그 대상 중 하나가 스카이라이프의 자회사 스카이라이프TV이며 통합 후에도 연결 종속기업의 위치를 유지했다. 채널 인지도 상승과 콘텐츠의 양적 확장으로 미디어 콘텐츠의 매출이 증가할 것으로 예상되는데, 이를 뒷받침하기 위해 투자 부담이 늘어날 가능성도 염려된다.

기대에 미흡한 수익성

위성과 케이블TV의 수익 감소는 특별한 사항이 아니나, 콘텐츠 성공과 광고수익이 늘어남에도 관련 자회사의 수익이 감소한 것은 비용 부담이 만만치 않다는 것을 보여준 것이라 판단된다. 밸류에이션에서의 주가 상승 여력이 높지 않아 투자 의견을 중립으로 하향한다. 사업구조의 변화가 주가에 긍정적으로 영향을 미치기 위해서는 수익이 동반 개선되는 모습을 보여줘야 한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	763	1,034	1,073	1,084	1,091
영업이익	73	63	70	71	71
세전이익	82	33	62	63	63
지배주주순이익	60	22	45	45	45
EPS(원)	1,259	468	933	947	949
증가율(%)	5.2	-62.8	99.6	1.4	0.2
영업이익률(%)	9.6	6.1	6.5	6.5	6.5
순이익률(%)	8.1	2.2	4.3	4.3	4.3
ROE(%)	7.9	2.8	5.3	5.2	5.1
PER	7.3	17.4	8.5	8.3	8.3
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.8	2.9	2.4	2.2	2.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

사업구조

방송 & 미디어 콘텐츠

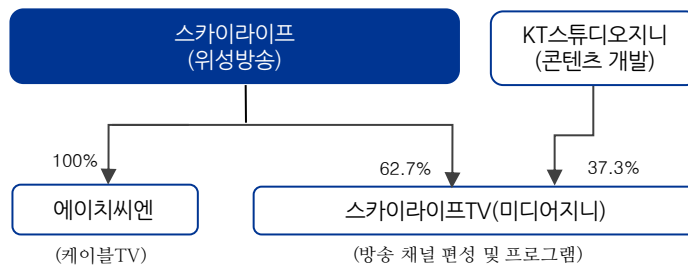
위성과 케이블TV 보유한 방송사업자

국내 유일의 위성방송사업자로 위성가입자는 위성단독 265만명, OTS 104만명으로 총 369만명을 확보하고 있으며, 완전 자회사 에이치씨엔을 통해 케이블TV 가입자 128만만명도 갖고 있다. 국내 유료방송가입자시장에서 자회사를 포함해 11.9%를 점유하고 있다.

미디어콘텐츠 자회사

2021년 강철부대, 나는솔로를 시작으로 2022년 강철부대2, 이상한변호사 우영우까지 존재감을 드러냈던 스카이라이프TV는 KT 계열의 콘텐츠 계열사 미디어지니와 합병하여 콘텐츠 사업을 강화했고, 이 과정에서 스카이라이프의 지분율이 70%대에서 60%대로 낮아졌지만, 연결 중속기업을 계속 유지하였다.

그림 37. 계열사 구조



자료: 사업보고서, IBK투자증권

M&A와 미디어 콘텐츠의 성공 효과

콘텐츠 성공의 후광효과 경험 그러나 미완의 결과

별도는 알뜰폰사업 덕택에 매출이 증가했지만, 영업이익은 11.9% 감소했다. 연결은 케이블TV 인수 효과로 매출이 35.5% 증가했으나, 영업이익은 13.4% 감소했다. 2022년 가장 눈에 띄는 것은 미디어 콘텐츠의 성공 효과다. 콘텐츠 인기로 채널 순위가 상승해 콘텐츠 수익이 73.6% 늘었고, 이중 광고는 101.1% 증가했다. Capex는 37.7% 늘었는데, 이중 콘텐츠 분야에서 95.9% 증가했다.

효율적인 Capex 관리

좋은 콘텐츠의 긍정적인 효과를 경험했으나, 선순환효과 못지않게 Capex를 비롯한 비용 부담도 늘었다. 최선의 투자 효과를 위해 투자의 최적화가 요구된다.

표 27. 부문별 실적 변화(2022년 연간 실적 기준)

	매출		영업이익		영업비용		콘텐츠		CAPEX	
	별도	연결	별도	연결	별도	연결	전체	광고	전체	콘텐츠
증감률(YoY)	7.6	35.5	-11.9	-13.4	9.4	40.7	73.6	101.1	37.7	95.9

주: 콘텐츠 전체는 연결, 광고는 별도이며 콘텐츠 자체에 포함, Capex 전체는 연결, 콘텐츠는 별도이며, 전체 Capex에 포함
 자료: 실적발표자료, IBK투자증권

투자전략

사업구조 vs 수익성

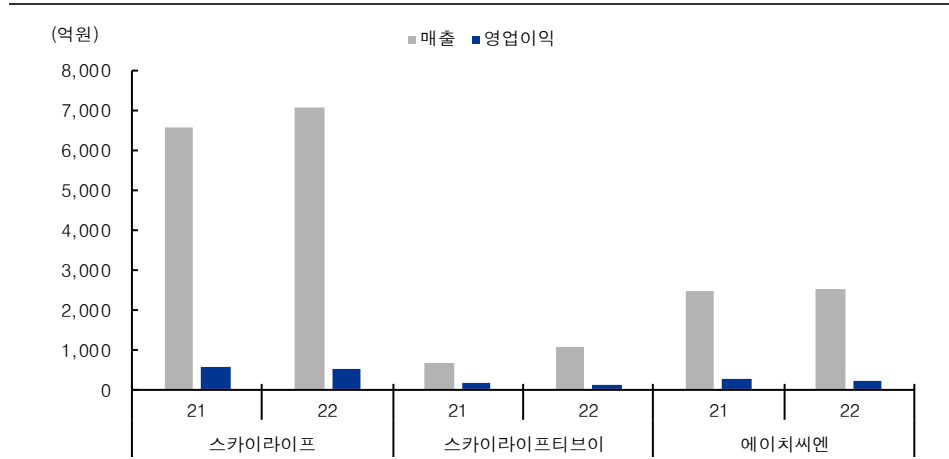
비용 부담이 가중된
수익구조

스카이라이프의 연간 매출액이 6천억원대에서 7천억원대가 됐지만, 영업이익은 6백억원대에서 5백억원대로 낮아졌다. 자회사도 수익성이 하락했다. 스카이라이프티브이는 매출이 55% 증가했으나, 영업이익은 131억원에서 84억원으로 떨어졌고, 에이치씨엔도 매출은 유지했지만 영업이익은 201억원으로 17% 감소했다.

실속을 챙기는 수익구조가
필요한 콘텐츠 사업

사업의 무게가 콘텐츠에 쏠리면서 외형은 계속 늘어날 가능성이 크지만 양적인 부분을 우선 충족해야 하는 콘텐츠 사업의 특성상 투자 비용이 늘어 수익 보존에 어려움을 겪을 가능성을 배제할 수 없다. 질량보존의 법칙이 콘텐츠 사업에는 적절하지 않은 듯하다. 성공 갯수가 수익 개선을 담보하지 않을 수 있기 때문이다.

그림 38. 스카이라이프 & 스카이라이프티브이 & 에이치씨엔 실적



주: 스카이라이프는 별도실적 기준 자료: 사업보고서, 실적발표자료

밸류에이션

눈높이 하향

PBR과 EV/EBITDA에 최근 3개년 평균 multiple를 적용했을 때 8,000원~10,000원이 산출되며, SOTP에서 비상장자회사 에이치씨엔의 가치를 실적과 장부가액의 자산 가치를 기준하면 저점은 더 내려간다. 적용 multiple이 낮다고 볼 수 있으나, 통신업체에 3.5배를 적용한 점과 수익구조를 고려할 때 그렇게만 생각하기도 어렵다.

표 28. 밸류에이션

(억원, 원, 배)

항목	Multiple		주가
PBR	0.5		8,091
EV/EBITDA	3.0		10,021

항목	기업가치		비고
	실적기준	자산기준	
영업가치	3,125	3,125	2023년 예상 EBITDA에 multiple 3.0 적용
투자가치	1,985	5,265	에이치씨엔 EBITDA에 multiple 3.0배 및 장부가액 적용
순차입금	1,264	1,264	2022년 별도 재무제표
주당가치	7,296	9,766	할인율은 실적기준 미적용. 자산기준 50% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

스카이라이프 (053210)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	763	1,034	1,073	1,084	1,091
증가율(%)	9.2	35.5	3.7	1.1	0.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	763	1,034	1,073	1,084	1,091
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	690	971	1,003	1,014	1,020
판매비율(%)	90.4	93.9	93.5	93.5	93.5
영업이익	73	63	70	71	71
증가율(%)	-1.1	-13.5	10.6	1.3	0.8
영업이익률(%)	9.6	6.1	6.5	6.5	6.5
순금융손익	5	2	0	-1	0
이자손익	5	2	0	-1	0
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	5	-31	-7	-7	-8
종속/관계기업손익	-1	-1	0	0	0
세전이익	82	33	62	63	63
법인세	20	10	16	16	16
법인세율	24.4	30.3	25.8	25.4	25.4
계속사업이익	62	23	46	47	47
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	23	46	47	47
증가율(%)	7.1	-62.9	101.4	1.4	0.2
당기순이익률 (%)	8.1	2.2	4.3	4.3	4.3
지배주주당기순이익	60	22	45	45	45
기타포괄이익	13	13	0	0	0
총포괄이익	75	37	46	47	47
EBITDA	164	191	183	185	184
증가율(%)	3.5	16.1	-4.0	0.9	-0.2
EBITDA마진율(%)	21.5	18.5	17.1	17.1	16.9

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,259	468	933	947	949
BPS	16,558	17,235	17,820	18,419	19,019
DPS	350	350	350	350	350
밸류에이션(배)					
PER	7.3	17.4	8.5	8.3	8.3
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.8	2.9	2.4	2.2	2.0
성장성지표(%)					
매출증가율	9.2	35.5	3.7	1.1	0.7
EPS증가율	5.2	-62.8	99.6	1.4	0.2
수익성지표(%)					
배당수익률	3.8	4.3	4.5	4.5	4.5
ROE	7.9	2.8	5.3	5.2	5.1
ROA	5.7	1.8	3.4	3.3	3.3
ROIC	11.4	2.9	6.1	6.4	6.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	58.3	58.7	57.5	55.6	53.1
순차입금 비율(%)	21.6	14.2	3.9	-0.7	-4.1
이자보상배율(배)	33.0	11.3	10.2	8.0	8.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.4	9.0	8.8	8.9	8.9
재고자산회전율	307.7	249.3	237.0	202.7	154.8
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	408	406	489	541	592
현금및현금성자산	81	99	186	228	262
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	106	123	122	121	125
재고자산	3	6	4	7	7
비유동자산	867	955	909	887	860
유형자산	284	258	249	234	219
무형자산	454	490	468	451	436
투자자산	34	50	50	55	55
자산총계	1,276	1,361	1,398	1,428	1,452
유동부채	250	275	271	273	269
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	100	46	46	47	47
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	220	229	239	237	235
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	150	150	150	150	150
부채총계	470	504	510	510	504
지배주주지분	792	824	852	881	910
자본금	120	120	120	120	120
자본잉여금	162	175	175	175	175
자본조정등	-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	5	2	2	2	2
이익잉여금	512	534	562	591	619
비지배주주지분	14	33	35	37	39
자본총계	806	858	887	918	949
비이자부채	216	283	289	288	282
총차입금	254	221	221	222	222
순차입금	174	122	35	-6	-39

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	103	176	179	165	165
당기순이익	62	23	46	47	47
비현금성 비용 및 수익	123	189	121	122	121
유형자산감가상각비	64	76	71	76	77
무형자산상각비	27	51	42	38	36
운전자본변동	-55	-26	12	-3	-3
매출채권등의 감소	-14	-24	1	1	-3
재고자산의 감소	0	-3	2	-4	0
매입채무등의 증가	-2	-5	0	0	0
기타 영업현금흐름	-27	-10	0	-1	0
투자활동 현금흐름	-352	-79	-65	-99	-101
유형자산의 증가(CAPEX)	-46	-60	-62	-61	-62
유형자산의 감소	5	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-34	-50	-20	-21	-21
투자자산의 감소(증가)	5	-2	0	-6	0
기타	-282	32	17	-11	-18
재무활동 현금흐름	230	-79	-26	-24	-32
차입금의 증가(감소)	100	-59	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	130	-20	-26	-23	-31
기타 및 조정	0	0	0	0	1
현금의 증가	-19	18	88	42	33
기초현금	100	81	99	186	228
기말현금	81	99	186	228	262

중립 (유지)

목표주가 4,500원
현재가 (3/29) 4,195원

KOSPI (3/29)	2,443.92pt
시가총액	325십억원
발행주식수	77,447천주
액면가	2,500원
52주 최고가	7,090원
최저가	4,080원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률 (2023F)	2.9%

주주구성	
LG유플러스	50.00%
SK텔레콤	8.61%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-11%	-12%
절대기준	-6%	0%	-22%

	현재	직전	변동
투자 의견	중립	중립	-
목표주가	4,500	5,500	▼
EPS(23)	355	429	▼
EPS(24)	386	460	▼

LG헬로비전 상대주가 (%)



LG헬로비전 (037560)

약점을 보강하는 사업전략 변화

이익 수준 레벨업

2021년 분기 100억원 초반대였던 영업이익이 2022년에는 1분기와 3분기 일회성 매출 이슈가 있었지만 2021년보다는 이익 레벨이 올라왔다고 평가할 수 있다. 기타 부문을 제외한 매출이 감소했음에도 이익이 늘어난 것은 비용을 적극적으로 통제했기 때문으로 모회사의 비용 효율화 전략이 자회사에게 전파된 듯하다.

일회성 사업의 한계

2022년 교육청 스마트단말기 보급사업을 수주하지 않았더라면 매출은 감액이었다. 금년에도 다르지 않다. 케이블TV는 시장구조상 성장이 어렵고, MVNO는 지난해와 사업전략이 같다면 늘어날 가능성이 크지 않고, 인터넷의 증가는 점차 소멸될 가능성이 높다. 올해도 교육청 스마트단말기 사업이 예정되어 있어 수주 경험을 바탕으로 추가 수주를 기대하여 결과에 따라 일회성 이슈가 발생할 가능성을 배제할 수 없고, 이 사업이 수도권까지 확대될 경우 규모가 커질 수도 있다. 그렇다고 한계점에 도달한 주력 사업의 문제를 해소할 것이라고 보는 것도 무리가 있다. 그러다 보니 기타부문을 계속 주목할 수 밖에 없을 것 같다.

주가는 약점 개선을 주목

이익 수준이 높아진 기간에 주가는 반대 양상이었다. 이익 규모가 늘었지만, 밸류에이션 매력이 커지지 않았고, 매출 성장을 동반하지 않은 수익 개선이 주가에 생각만큼 영향이 강하지 않다는 것을 모회사를 통해 알고 있다. 지난해 일회성 이슈가 이익에 긍정적으로 작용한 만큼 수주가 추가될 경우 기술적 반등은 가능해 보이나, 단기간에 소멸될 가능성이 높다. 성장을 위한 사업구조의 변화가 있어야 한다고 생각한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,080	1,168	1,087	1,099	1,114
영업이익	44	54	43	45	47
세전이익	35	-14	37	39	41
지배주주순이익	27	-26	27	30	31
EPS(원)	348	-336	355	386	407
증가율(%)	-108.6	-196.7	-205.5	8.8	5.4
영업이익률(%)	4.1	4.6	4.0	4.1	4.2
순이익률(%)	2.5	-2.2	2.5	2.7	2.8
ROE(%)	4.2	-4.1	4.3	4.6	4.7
PER	16.0	-13.1	11.8	10.9	10.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.1	3.4	3.8	3.6	3.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

기타가 전체 매출의 성장을 견인

케이블TV는 가입자 이탈과 VOD 매출 감소가 수익에 부정적 영향을 줬을 것으로 추정하며, MVNO는 MVNO 시장의 활성화에 비하면 실망스럽다. 모회사 기준으로 MVNO 사업자가 동사 말고도 하나 더 있는 것이 영향이 있는 듯하다. 인터넷은 모회사의 초고속인터넷을 결합상품으로 판매한 효과가 있었을 것으로 추정된다. 비중이 가장 큰 사업의 매출이 감소함에도 전체 매출이 증가한 것은 교육청 스마트단말기 판매와 같은 기타가 늘었기 때문이다.

표 29. 사업부문별 매출 (십억원, %)

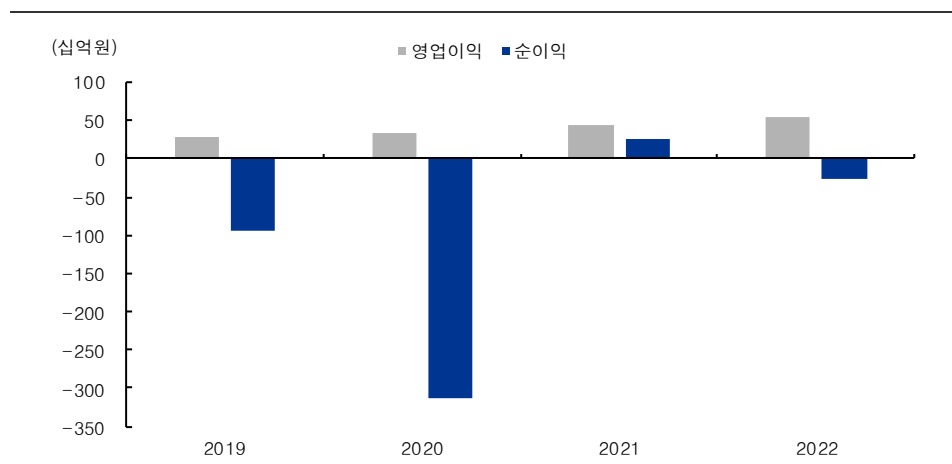
	매출액				YoY			CAGR
	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
케이블TV	583	566	552	546	-2.8	-2.6	-1.2	-2.2
인터넷	105	105	114	121	-0.1	8.2	7.0	5.0
VoP	21	20	15	13	-3.4	-25.0	-15.2	-14.5
MVNO	219	177	170	167	-19.2	-3.8	-2.0	-8.3
기타	185	190	230	321	2.7	20.9	40.0	21.2
전체	1,112	1,058	1,080	1,168	-4.9	2.1	8.1	1.8

주: 별도 기준, YoY는 전년대비, CAGR은 3개년 평균 자료: 실적발표자료

모회사와 닮은 비용 효율화 효과

2022년 교육청 스마트단말기 공급이 있었던 1분기와 3분기 영업이익이 눈에 띄었고, 매출이 발생하지 않았던 2분기도 안정적이었다. 비록 4분기가 부진했지만, 일회성 매출을 제외하더라도 수익구조가 안정적이라고 평가할 수 있다. 그렇지만 순이익은 영업권손상 차손으로 큰 변동성을 보여줬다.

그림 39. 수익 추이



자료: 사업보고서, 실적발표자료, IBK투자증권

일회성 반영은 제한적

교육청의 스마트단말기 사업이 추가 집행될 경우 수주 경험을 바탕으로 추가 수주가 기대된다. 그럼에도 일회성 이슈로 밸류에이션 반영에 제한적이라는 점이 아쉽다.

표 30. 밸류에이션 (배, 원)

	multiple	주가
PBR	0.6	5,276
EV/EBITDA	3.7	4,426

주: multiple은 2020~2022년 밸류에이션 평균 자료: IBK투자증권

LG헬로비전 (037560)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,080	1,168	1,087	1,099	1,114
증가율(%)	2.1	8.1	-6.9	1.1	1.4
매출원가	108	175	0	0	0
매출총이익	972	992	1,087	1,099	1,114
매출총이익률 (%)	90.0	84.9	100.0	100.0	100.0
판매비	927	939	1,044	1,054	1,068
판매비율(%)	85.8	80.4	96.0	95.9	95.9
영업이익	44	54	43	45	47
증가율(%)	30.3	20.9	-20.9	5.4	3.8
영업이익률(%)	4.1	4.6	4.0	4.1	4.2
순금융손익	-7	-2	-5	-10	-9
이자손익	-7	-2	-5	-10	-9
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-66	0	5	4
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	35	-14	37	39	41
법인세	8	12	9	9	10
법인세율	22.9	-85.7	24.3	23.1	24.4
계속사업이익	27	-26	27	30	31
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	-26	27	30	31
증가율(%)	-108.6	-196.7	-205.5	8.8	5.4
당기순이익률 (%)	2.5	-2.2	2.5	2.7	2.8
지배주주당기순이익	27	-26	27	30	31
기타포괄이익	0	8	0	0	0
총포괄이익	27	-18	27	30	31
EBITDA	214	206	182	184	189
증가율(%)	-5.7	-3.8	-11.8	1.2	2.5
EBITDA마진율(%)	19.8	17.6	16.7	16.7	17.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	348	-336	355	386	407
BPS	8,424	8,077	8,311	8,577	8,859
DPS	110	120	120	125	130
밸류에이션(배)					
PER	16.0	-13.1	11.8	10.9	10.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.1	3.4	3.8	3.6	3.2
성장성지표(%)					
매출증가율	2.1	8.1	-6.9	1.1	1.4
EPS증가율	-108.6	-196.7	-205.5	8.8	5.4
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	2.7	2.9	3.0	3.1
ROE	4.2	-4.1	4.3	4.6	4.7
ROA	1.8	-1.8	1.9	2.1	2.2
ROIC	3.3	-3.5	4.0	4.4	4.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	128.1	128.3	122.7	116.4	108.4
순차입금 비율(%)	67.5	56.9	56.2	50.9	42.0
이자보상배율(배)	3.5	5.1	2.7	2.3	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.3	7.4	6.7	6.9	7.1
재고자산회전율	124.4	138.9	131.5	110.5	105.9
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	435	468	487	495	502
현금및현금성자산	129	192	167	176	201
유가증권	20	0	0	0	0
매출채권	150	165	161	157	157
재고자산	10	7	10	10	11
비유동자산	1,053	960	947	943	927
유형자산	539	495	491	491	485
무형자산	232	157	143	126	106
투자자산	13	12	12	12	12
자산총계	1,488	1,428	1,434	1,437	1,430
유동부채	268	450	456	448	434
매입채무및기타채무	18	7	11	11	12
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	38	207	207	202	192
비유동부채	567	353	334	324	310
사채	489	290	270	260	245
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	836	802	790	773	744
지배주주지분	652	626	644	664	686
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	190	190	190	190	190
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	269	242	260	281	302
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	652	626	644	664	686
비이자부채	246	254	262	260	256
총차입금	590	548	528	513	488
순차입금	440	356	362	338	288

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	70	179	172	168	169
당기순이익	27	-26	27	30	31
비현금성 비용 및 수익	268	311	145	145	147
유형자산감가상각비	140	125	111	110	109
무형자산상각비	29	27	28	29	33
운전자본변동	-212	-92	5	3	0
매출채권의 감소	-30	-33	4	3	0
재고자산의 감소	-3	3	-3	0	-1
매입채무등의 증가	-1	-10	4	0	0
기타 영업현금흐름	-13	-14	-5	-10	-9
투자활동 현금흐름	-118	-71	-150	-137	-129
유형자산의 증가(CAPEX)	-89	-79	-107	-109	-103
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-12	-15	-14	-13	-13
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-18	22	-29	-15	-13
재무활동 현금흐름	27	-45	-48	-22	-15
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	27	-45	-48	-22	-15
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-21	63	-26	9	25
기초현금	151	129	192	167	176
기말현금	129	192	167	176	201

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	150	95.5
중립	7	4.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

SK텔레콤	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.11.30	매수	70,000	-24.91	-8.71					
	2021.05.12	매수	80,000	-19.81	-16.50					
	2021.06.17	매수	88,000	-29.93	-25.11					
	2021.12.02	매수	70,000	-18.76	-10.43					
	2022.03.24	매수	75,000	-30.98	-16.67					
	2023.03.29	매수	65,000							
KT	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
	2020.11.30	매수	34,000	-23.13	-10.29					
	2021.05.12	매수	40,000	-17.46	-12.75					
	2021.08.19	매수	42,000	-24.91	-20.36					
	2022.02.10	매수	45,000	-20.22	-13.00					
	2023.02.10	1년경과	45,000	-31.16	-25.44					
	2023.03.29	매수	40,000							

LG유플러스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.11.30	매수	17,000	-26.94	-13.53					
	2021.05.13	매수	20,000	-28.61	-20.50					
	2022.03.28	매수	18,000	-32.62	-18.06					
	2023.03.29	매수	14,000							
스카이라이프	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
	2021.02.09	매수	11,500	-19.55	-4.35					
	2021.07.01	매수	16,000	-40.81	-26.56					
	2022.07.01	1년경과	16,000	-43.26	-37.81					
	2022.08.25	매수	12,000	-30.18	-23.58					
	2022.12.19	매수	11,000	-25.48	-21.27					
	2023.03.29	중립	9,000							
LG헬로비전	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
	2020.11.30	중립	4,500	1.74	18.22					
	2021.05.27	중립	5,000	51.15	3.00					
	2021.11.11	중립	6,000	-6.25	-27.75					
	2022.06.02	중립	7,000	-26.60	-4.71					
	2022.11.24	중립	5,500	-16.01	-3.09					
	2023.03.29	중립	4,500							