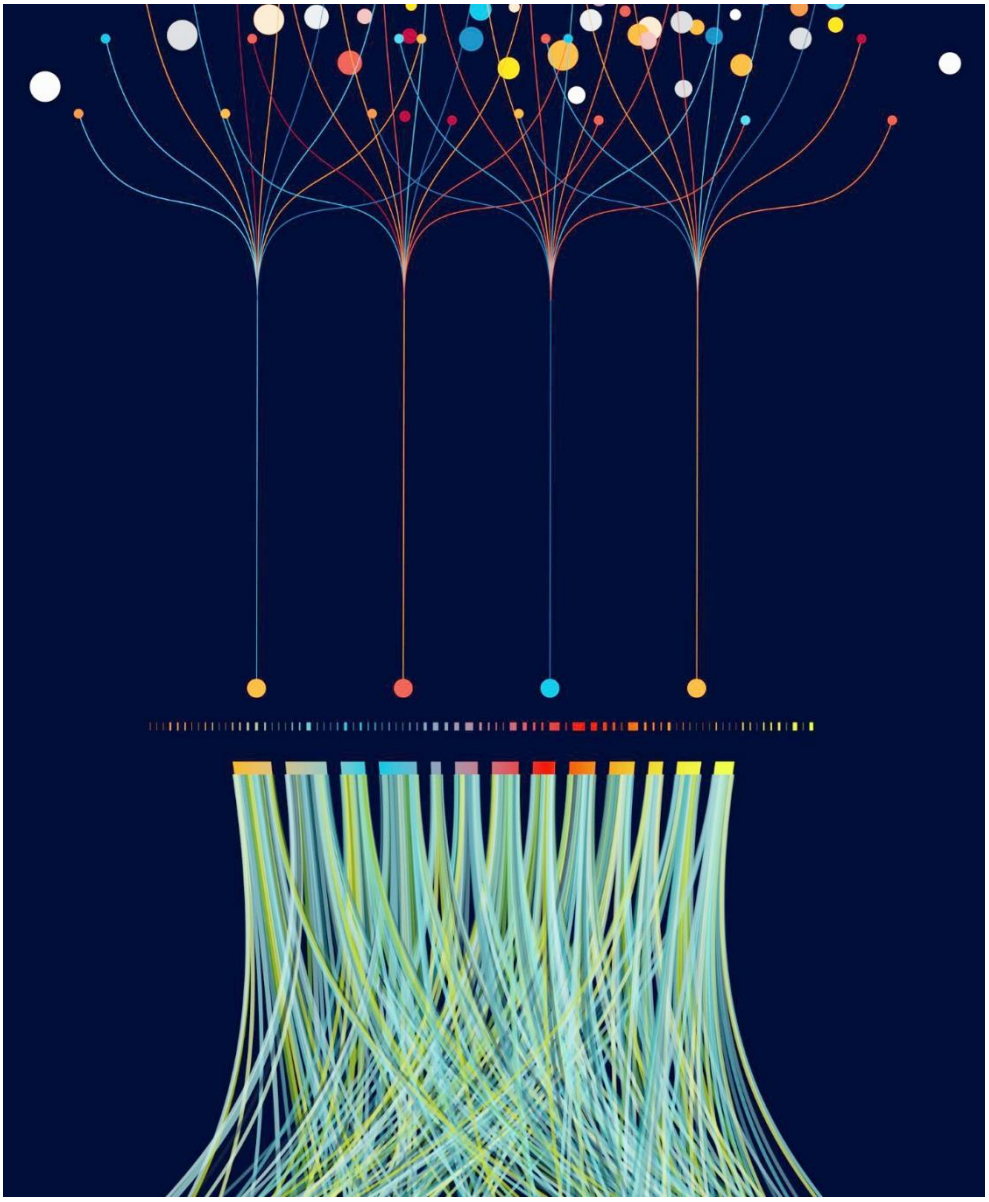
유진투자증권

2020 OUTLOOK

2019. 11. 12

2020 산업전망

통신서비스 (Overweight)





통신/미디어/엔터 한상웅
Tel. 02)368-6139
sangwoung@eugenefn.com

2020년, 돈이 되는 5G로 환골탈태가 시작된다

Glossary

용어	정의
트래픽 (Traffic)	인터넷상에서 송수신되는 모든 통신, 데이터의 양
5G (5세대 이동통신)	국제전기통신엽합의 IMT-2020 표준을 따르는 차세대 이동통신. 국제전기통신연합의 기술명세에는 전송속도(100Mbps/20Gbps)뿐만 아니라 데이터응답속도(1ms), 폭발적으로 증가하는 회선처리 능력(100만개/㎢)을 기술하고 있어, 사물인터넷의 핵심인프라라고 일컬어짐
4G (4세대 이동통신)	2011년 3G의 후속으로 등장한 제4세대 휴대전화시스템. 4세대는 인터넷프로토콜(IP)를 기반으로 하여, 음성, 화상, 데이터 등의 멀티미디어, 인터넷, 음성, 인스턴트메시지의 모든 서비스를 이동전화 하나로 해결할 수 있음(100Mbps/1Gbps) 국제전기통신연합은 LTE-A를 4세대 이동통신의 표준으로 채택
LTE(Long Term Evolution)	롱텀에볼루션(Long Term Evolution)의 머리글자를 딴 것으로 3세대 이동통신을 장기적으로 진화시킨 기술이라는 뜻에서 붙여진 명칭. LTE는 3.9세대 이동통신으로 3G와 4G의 중간에 해당하는 기술. 2009년 북유럽최대통신사 TeliaSonera가 삼성전자가 제작한 LTE단말기로 최초 상용화 시작.
3G (3세대 이동통신)	2002년부터 본격화된 3세대 이동통신 시스템을 일컬음(국제전기통신연합의 IMT-2000 표준을 따르므로 IMT-2000이라고도 일컬어짐) 2Ghz 대역 주파수를 사용하며, 짧은 동영상을 전송할 수 있는 수준(128kbps/2Mbps)
2G (2세대 이동통신)	1993년 등장한 디지털 방식 이동 통신시스템. CDMA2000으로 일컬어짐. 음성통화외에 문자메시지, 이메일 등의 데이터 전송수준이 가능하나 데이터 전송속도(9.6kbps/64kbps)가 느림. 정지화상은 전송가능하나 동영상은 불가능. 800~900Mhz 대역 주파수를 사용. 1996년부터 본격적으로 상용화
1G (1세대 이동통신)	음성통화만 가능한 아날로그 무선 통신시스템. 1984년부터 서비스 개시
ARPU(Average Revenue Per User)	사용자당 평균 이용요금. 이동통신사 무선 서비스 매출액을 가입자 수로 나눠 산출한 금액
MNO(Mobile Network Operator)	이동통신망사업자. SK텔레콤, KT, LG U+가 이에 해당
MVNO(Mobile Virtual Network Operator)	가상이동통신망사업자. 이동통신서비스 제공에 필수적인 주파수를 직접 보유하지 않고, 주파수를 보유하고 있는 이동통신망사업자(MNO)의 망을 통해 독자적인 이동통신서비스를 제공하는 사업자
응답속도(Latency)	데이터가 서버와 단말기를 오가는데 걸리는 시간
OTT(Over the Top)	초기에는 셋톱박스 기반의 인터넷 동영상 서비스를 의미했지만, 최근에는 PC나 스마트폰 등을 통해 제공되는 드라마, 예능 등의 동영상 서비스를 아우르는 의미로 사용. 다운 받지 않고 스트리밍 방식으로 이용

Summary

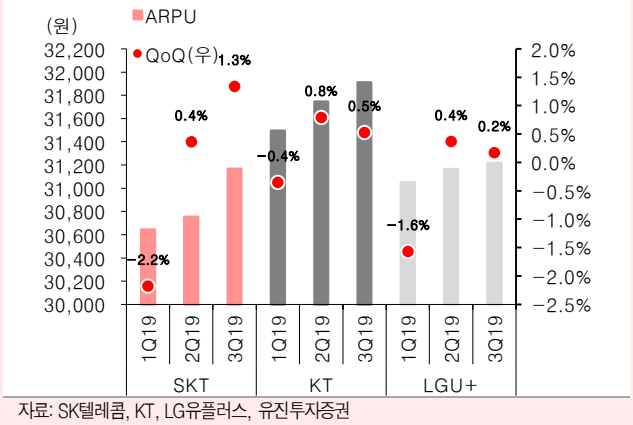
<2020 EUGENE's View>

2020년 통신 산업은 5G의 수익화가 모멘텀이 될 것으로 전망한다. 2019년에도 5G 상용화와 함께 ARPU 상승에 이은 이익 개선을 기대했다. 그러나 초기 가입자 유치를 위한 마케팅 출혈 경쟁과 CAPEX 및 감가상각비 증가 부담으로 이익 개선은 제한됐다. 따라서 2020년 5G 수익화를 위해서는 비용통제가 관건이다. 이미 2019년 4분기부터 과열된 마케팅은 안정화 됐다. 일부 LTE 투자에 대한 상각은 2020년에 종료되면서 감가상각비도 증가 부담도 낮아질 것이다.

당사에서는 2020년 비용 지출을 상쇄하는 무선 매출 증가를 전망한다. 이익 개선이 본격화되는 통신서비스 사업자에 대한 매수를 추천하며, LG유플러스(032640.KS)를 최선호주로 제시한다. LG유플러스를 최선호주로 제시하는 것은 1) 전사 매출에서 무선 이익의 비중이 가장 높고, 2) 5G 시장 점유율 확대로 전체 무선시장 점유율 상승이 기대되며, 3) CJ헬로 인수를 통한 유료방송시장 점유율 상승으로 미디어 경쟁력 확대가 예상되기 때문이다.

5G 이제 돈이 되는 구간이다

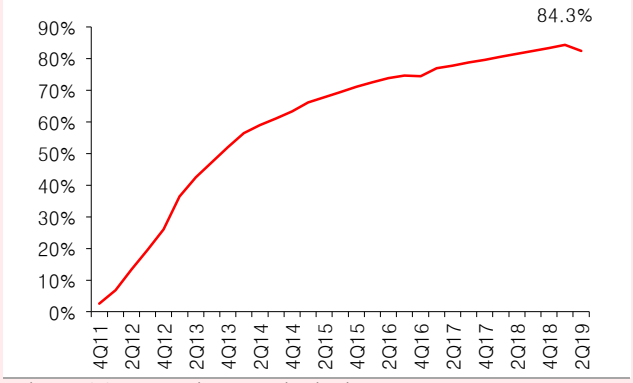
5G 상용화로 국내 이동통신 3사의 ARPU 개선세는 확인



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

- 2019년 4G 도입 이후 약 8년만에 5G로 세대교체, 선택약정할인 등의 영향으로 하락해온 ARPU가 반등할 것
- 2019년 ARPU는 5G가 상용화된 2분기부터 전분기대비(QoQ)로 상승세를 기록, 2019년 4분기부터는 전년동기대비(YoY)로도 상승할 가능성 높음
- 반면 무선부문의 영업이익은 상승 전환하지 못했음. 통신세대 교체 초기로 세대교체에 필수적으로 막대한 규모의 CAPEX가 투자됐기 때문

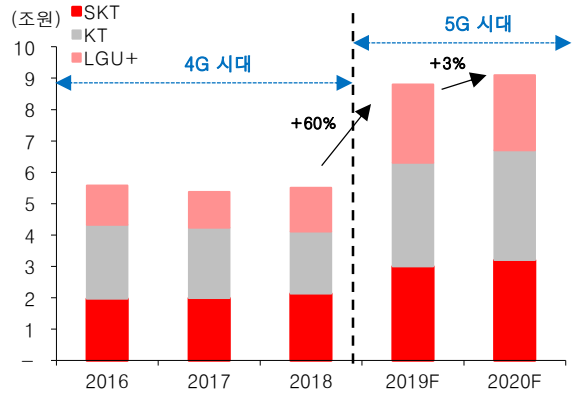
LTE 도입 당시 30개 분기 동안 보급률 확대, 5G도 유사할 것



자료: SK텔레콤, LG유플러스, KT, 유진투자증권
주: 통신사 별 가입 단말기 수 기준(스마트폰+2G)

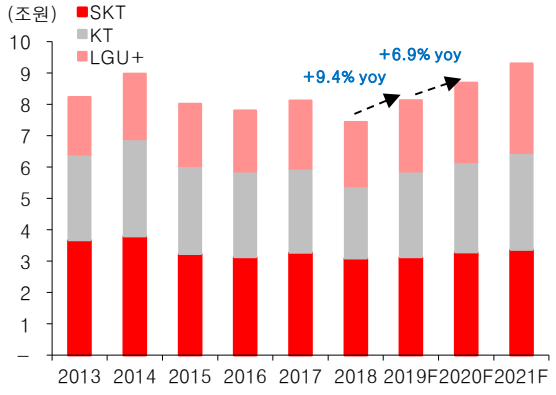
- 4G(LTE) 도입 당시, MVNO(알뜰폰)를 제외한 이동통신 3사의 **LTE 보급률은 상용화 이후 약 30개 분기가 지난 후 최대치** 달성
- 5G도 상용화 이후 LTE와 유사한 수준의 보급률 확대가 이뤄진다고 가정하면, 약 30개 분기 동안은 가입자 증가가 지속될 것
- 단기적인 실적보다는 초기 투자비 집행을 통한 전국 커버리지 확대의 기반을 마련하고, 가입자를 유치하는 과정에서 투자비 회수는 물론 수익을 창출할 수 있다는 점에 주목
- **5G 기반의 신규 사업모델까지 추가**되고 있다는 점에서 5G 상용화에 따른 통신사업자의 수익화는 가속화 될 것

2020년 CAPEX 지출 +3% yoy로 증가 폭은 제한적



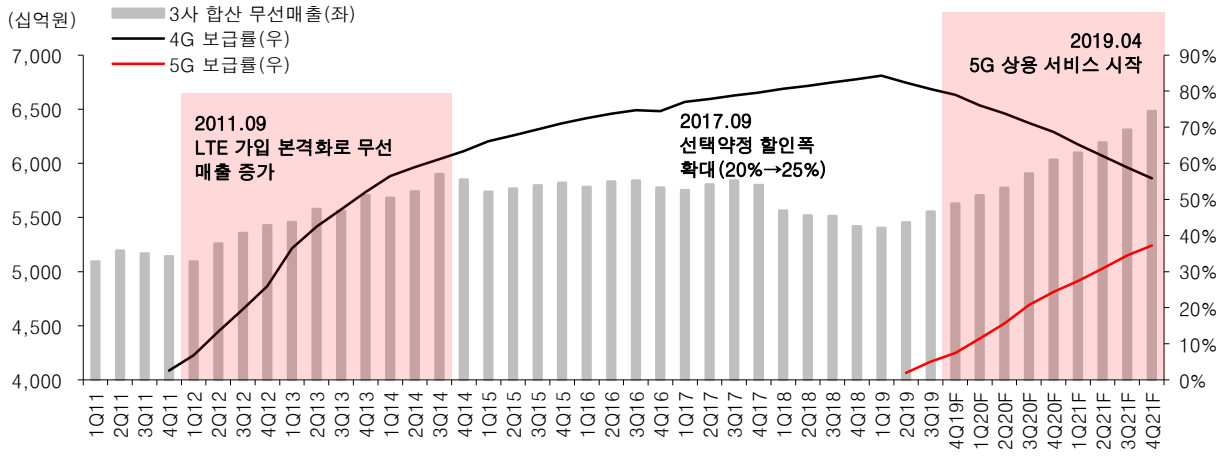
자료: 각 사, 유진투자증권

2020년 마케팅 비용 증가는 출혈경쟁이 아닌 단말기 가격 때문



자료: 각 사, 유진투자증권

4G 도입과 함께 무선 매출 상승 지속, 5G에서도 유사한 패턴 예상



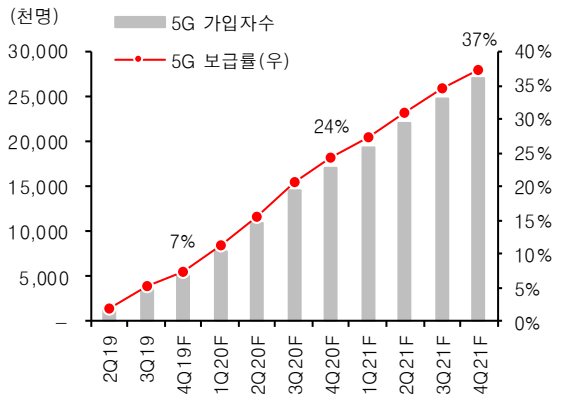
자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권
주: 3사 합산 무선매출은 SK텔레콤의 이동전화수익, KT 무선수익, LG유플러스 무선수익의 합산

2020년 통신 환경의 변화는 5G 수익화에 긍정적 영향 미칠 것

- LTE 도입과 함께 상승한 3사의 합산 무선 매출은 3Q14(약 6조원)에 정점을 기록. 1Q12부터 시작된 LTE 도입 효과로 10분기(2.5년) 동안 매출이 증가함. 5G 보급률 추이에 따라 다소 차이는 있겠지만 당사에서는 **5G 도입으로 인한 무선 부문의 매출 증가도 2.5년간 이뤄질 수 있다**는 판단
- 2019년 연간 5G 지원단말기는 3종(삼성 갤럭시 S10, 갤럭시 노트 10, LG V50)에 불과. 국내 iOS 이용 비중이 약 25%인 점을 감안하면, 애플의 5G 지원 단말기 부재는 5G 확산에 걸림돌. 세계 최대 시장 중 하나로 손꼽히는 중국의 5G 상용화에 맞춰 **애플은 2020년에는 5G 지원 단말기를 출시할 계획**
- 2020년부터의 5G 투자는 초기 커버리지 구축을 위한 투자와 달리 가입자수와 보급률 등의 추세에 따라 투자를 집행할 수 있는 부분이기 때문에 **수익(가입자 증가에 따른 무선 매출 증가)과 비용(투자 집행)을 연계할 수 있어, 비용의 급증이 발생하지 않을 것**

국내 통신산업 주요 전망

5G 보급률 전망: 2020년 연말기준 24% 전망



자료: 유진투자증권

- 5G 지원 단말기 라인업 확대에 단말기 교체 수요와 맞물려 **2020년 연말 기준 5G 보급률은 24%를 예상.** 2020년 통신사별 5G 보급률은 SK텔레콤 22%, KT 25%, LG유플러스 28%
- 5G 시장점유율(2020년 기준)은 SK텔레콤 41%, KT 33%, LG유플러스 26%을 예상. 2019년 연말 기준 무선시장 점유율(MVNO 제외)과 비교해 LG유플러스의 증가 폭이 가장 클 것
- LG유플러스의 2019년 연말 기준 무선 시장점유율은 22%이지만, 5G 시장 점유율은 2020년 연말까지 26%으로 추정

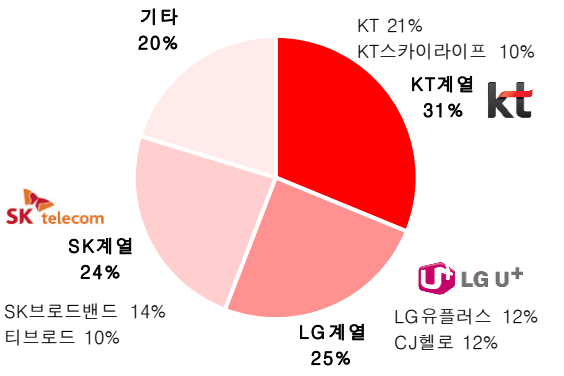
스트리밍 게임을 시작으로 MEC 기반의 서비스 구현 본격화



자료: LG유플러스, 유진투자증권

- 클라우드 게임은 국내 이동통신 3사가 5G 특화 서비스로 야심차게 공개한 서비스
- 클라우드 게임을 구현하기 위해서는 초저지연성이라는 5G의 특성을 백분위 활용해야 함. **통신사들은 클라우드 게임 구현을 통해 MEC를 실증하려는 목적**
- 클라우드 게임 이용자 수가 확대되면, MEC의 데이터 트래픽 처리 능력이나 향후의 트래픽 집중에 대한 문제에 대한 사전 점검이 가능. 궁극적으로 사람의 안전과 직결되는 자율주행차 시대를 준비하게 될 것

유료방송시장, 이동통신사 중심으로 경쟁구도 재편



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

- 미디어 부문의 강화로 5G 시대 더욱 확대될 동영상 중심의 미디어 시장에 대응을 강화중. SK텔레콤과 국내 1위 플랫폼 사업자인 카카오의 지분 교환의 전략적 제휴가 대표적 사례
- LG유플러스-CJ헬로 지분 취득, SK브로드밴드-티브로드의 합병에 대해서 공정위가 조건부 승인함. 유료방송시장은 이동통신 3사 중심으로 시장 재편. 향후 마케팅 경쟁보다 서비스 차별화를 통한 경쟁으로 변모할 것
- 통신사업자의 결합상품을 통해 미디어 시장 대응하며, 글로벌 OTT와의 동영상 스트리밍 경쟁력 확보하게 될 것

2020년 투자전략: 이익 개선의 본격화, 비중확대 전략 / LG유플러스 최선호주로 제시

- 2020년 영업이익 개선 폭을 보면 SK텔레콤 1.48조원(+19% yoy), KT 1.25조원(+8% yoy), LG유플러스 0.77조원(+21% yoy)임. LG유플러스의 영업이익 증가 폭이 가장 클 것으로 예상. 또한 LG유플러스의 5G 시장 점유율 26%(2020년 말 기준)로 무선 시장 점유율 22%(2019년 말 기준 추정)을 상회해 궁극적으로 이동통신 시장 내 점유율 확대도 가능할 것

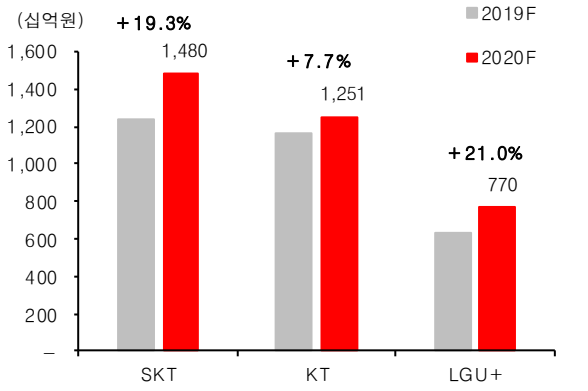
- 현재 **LG유플러스의 주가는 2020년도 EV/EBITDA 기준 2.8배 수준으로 5G 상용화에 대한 이익 개선 가능성을 반영하지 못하고 있다**는 판단임. LTE 도입 초기(2011-2013년) LG유플러스의 EV/EBITDA는 평균 3.7배였음

- 2020년 LG유플러스는

  1) 5G 도입으로 인한 ARPU는 2020년 연말 기준 32,566원(+3.4%) 예상
  2) 무선 매출 증가에 따른 비용 상쇄로 2020년 영업이익 7,701억원(+21%) 전망
  3) CJ헬로 인수 완료에 따른 유료방송시장 점유율 확대로 결합상품 출시 등의 미디어 역량 강화 예상
  4) 유료방송시장에서 가입자 확보를 위한 마케팅 지출 감소가 콘텐츠에 대한 투자 확대로 이어질 것

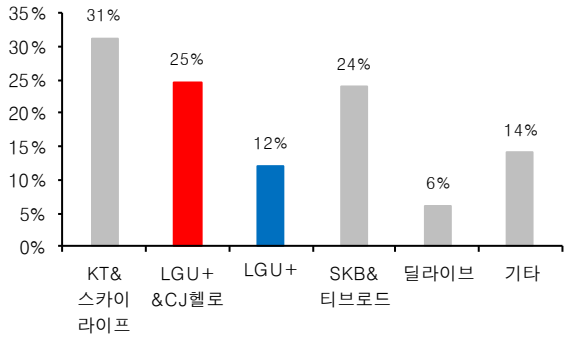
- **2019년 통신 사업자의 투자 지출은 2020년 무선 매출 상승을 위한 투자였음. 또한 점진적인 5G 보급 확대와 매출 증가는 투자 지출에 대한 충분한 자금 회수 기간을 부여할 것임**

2020년 통신 3사 영업이익 전망



자료: 유진투자증권

유료방송시장 재편, LG유플러스 시장 점유율 상승



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권
주: 2018년 기준

Top Pick LG유플러스 – 투자의견 BUY(유지), 목표주가 18,500원(상향)

	현재주가(원)	상승여력(%)	2020년 PER(배)	2020년 EV/EBITDA(배)	투자포인트
LG유플러스	14,300	30.3	11.7	2.8	▪ 5G 보급에 따른 영업이익 개선 폭 가장 커 ▪ 무선 점유율을 상회하는 5G 시장 점유율 ▪ CJ헬로 인수에 따른 유료방송시장 점유율 확대

자료: 유진투자증권
주: 2019.11.11 종가 기준

통신/미디어/엔터 한상웅
Tel. 02)368-6139
sangwoung@eugenfn.com

Valuation Table

주요 업체 실적 및 밸류에이션 비교

구분			SK텔레콤 (017670.KS)	KT (030200.KS)	LG유플러스 (032640.KS)
투자의견 및 목표주가			BUY/300,000원	BUY/34,000원	BUY/18,500원
현재주가(11/11)			242,500원	27,150원	14,200원
시가총액			19조 5,808억원	7조 892억원	6조 1,999억원
실적	매출액 (십억원)	2018A	16,874	23,460	12,125
		2019F	17,956	24,294	12,729
		2020F	18,922	25,106	13,406
	영업이익 (십억원)	2018A	1,202	1,262	731
		2019F	1,241	1.161	637
		2020F	1,480	1,251	770
	지배주주순이익 (십억원)	2018A	3,128	688	482
		2019F	1,187	654	426
		2020F	2,064	748	531
성장성	매출액증가율(%)	2018A	(3.7)	0.3	(1.3)
		2019F	6.4	3.6	5.0
		2020F	5.4	3.3	5.3
	영업이익증가율(%)	2018A	(21.8)	(8.3)	(11.5)
		2019F	3.3	(8.0)	(12.9)
		2020F	19.3	7.7	21.0
	EPS증가율(%)	2018A	20.3	44.4	(12.0)
		2019F	(62.1)	(5.1)	(11.5)
		2020F	73.9	14.4	24.6
수익성	영업이익률(%)	2018A	7.1	5.4	6.0
		2019F	6.9	4.8	5.0
		2020F	7.8	5.0	5.7
	지배주주순이익률(%)	2018A	18.5	2.9	4.0
		2019F	6.6	2.7	3.4
		2020F	10.2	3.0	4.0
	ROE(%)	2018A	15.5	5.5	8.0
		2019F	5.2	4.9	6.1
		2020F	8.7	5.4	7.3
밸류에이션	PER(배)	2018A	7.0	11.3	16.0
		2019F	16.5	10.8	14.5
		2020F	9.5	9.5	11.7
	PBR(배)	2018A	1.0	0.6	1.1
		2019F	0.8	0.5	0.9
		2020F	0.8	0.5	0.8
	EV/EBITDA(배)	2018A	6.5	2.4	4.3
		2019F	5.3	2.1	3.2
		2020F	4.9	2.0	2.8

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2019.11.11 종가 기준

Contents

0. 2020년 투자전략 10

업종 투자의견 Overweight / 선호순 LG유플러스 > SK텔레콤 > KT

I. 트래픽을 보면 통신의 미래가 보인다 13

1. 5G 트래픽 급증
2. 트래픽이 왜?
3. 동영상 트래픽 중심
4. 유니콘 기업과 트래픽

II. 2020년 달라지는 통신서비스 환경 18

1. 고화질, 고음질 콘텐츠
2. AR/VR
3. 클라우드 게임

III. 5G의 수익화 22

1. 2019년은 투자의 시기
2. 2020년은 수익화 시기

IV. 국내 통신산업 주요 전망 30

가입자/ARPU

매출액/비용/영업이익

기업분석 35

SK텔레콤(017670.KS)

KT(030200.KS)

LG유플러스(032640.KS)

0. 2020년 투자전략

업종 투자의견 Overweight / 선호순 LG유플러스 > SK텔레콤 > KT

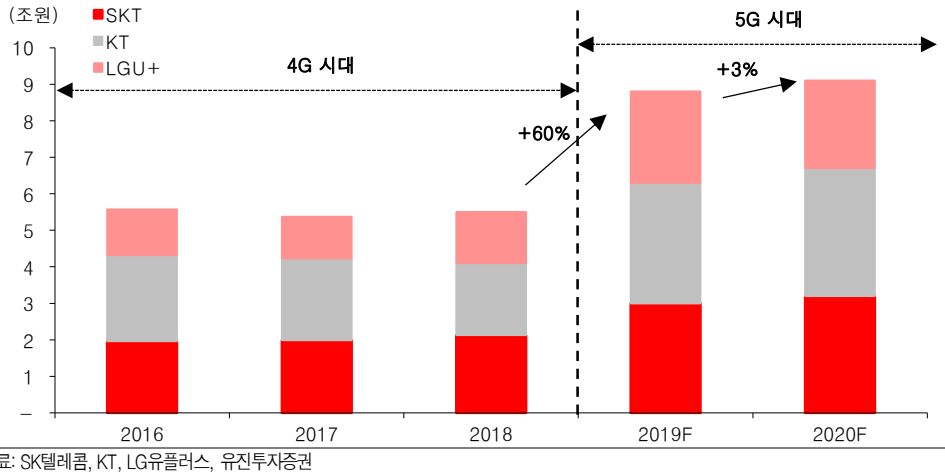
5G, 2019년 투자의 2020년 수익화

2019년 통신서비스 업종은 5G 상용화에 따른 기대감이 반영된 한 해였다. 8년 만의 통신세대 교체가 이뤄지면서, 선택약정할인 등 하락추세를 그려온 ARPU가 상승 반전하면서, 무선부문의 이익 개선을 기대했다. 그러나 5G 상용화를 위한 투자비 지출 확대와 가입자 유치를 위한 공격적인 마케팅비 집행으로 인해 전분기대비로 상승 반전한 ARPU에도 불구하고 이익의 회복은 더뎠다.

2020년은 ARPU의 상승에 따른 매출 증가분이 비용 지출을 상쇄하면서 본격적인 5G 이익화 구간에 진입할 전망이다. 2019년은 5G 상용화 첫 해로 CAPEX 지출이 전년대비로 60% 상승했으나, 2020년의 CAPEX 지출은 2019년 대비 유사한 수준(+3% yoy)을 예상한다.

5G 커버리지가 아직 미미한 상황이나, 인구기준의 커버리지 확대와 밀집지역 중심의 인빌딩 커버리지 확대로 투자 지출의 급증 가능성은 낮다. 또한 5G 지원 단말기가 확대됨에 따라, 단말기 교체 수요가 자연스럽게 5G로 이어질 가능성이 높다.

도표 1 국내 이동통신 3사의 CAPEX 추이 및 전망



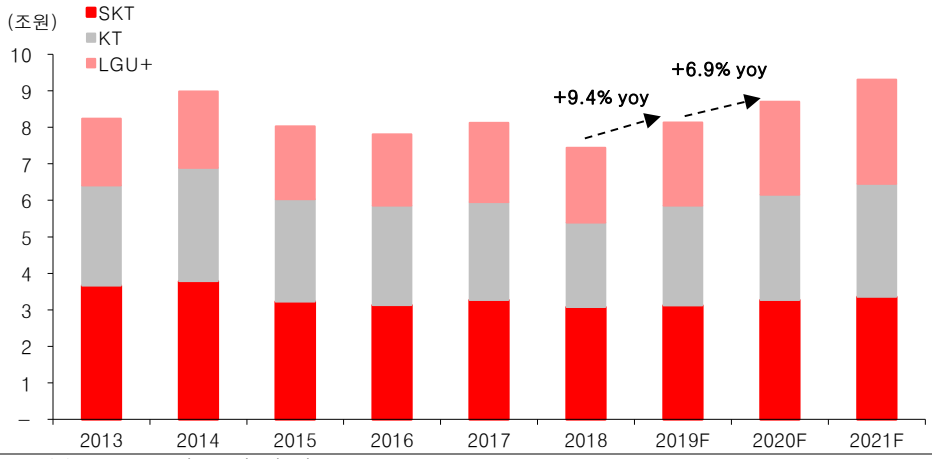
자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

5G의 수익화 시점 무선 비중 높은 LG유플러스 최선호로 제시

2019년 국내 이동통신 3사는 5G 상용화와 함께 초기 가입자 유치를 위해 마케팅비 지출 확대로 과열양상을 띄었다. 2020년에는 과도한 마케팅비 지출 없이도 5G 가입자를 유치함으로써 5G 투자비를 본격적으로 회수하는 기간에 진입할 것이다. 다만, 단말기 가격 상승에 따른 단말기 보조금 증가에 따른 마케팅비는 우상향이 예상된다.

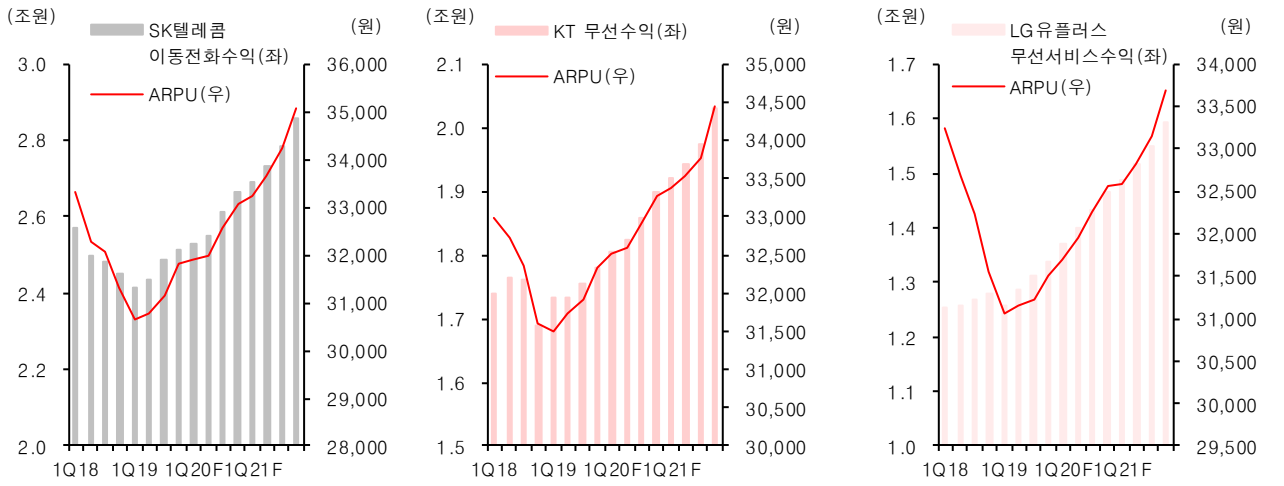
당사에서는 5G 수익화가 본격화되는 2020년 무선 비중이 가장 높은 **LG유플러스(032640.KS, 투자의견 BUY/목표주가 18,500원)**를 최선호주로 제시한다. 이어서 5G 시장에서도 독보적인 1위 시장점유율을 나타내고 있는 **SK텔레콤(017670.KS, 투자의견 BUY/목표주가 300,000원), KT(030200.KS, 투자의견 BUY/목표주가 34,000원)순으로 선호주**를 제시한다.

도표 2 국내 이동통신 3사의 마케팅비 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권
주: 마케팅비용은 SK텔레콤 마케팅비용(별도)+광고선전비(별도), KT 광고선전비(별도)+판매비(별도)+상품이익(별도), LGU+ 판매수수료(연결)+광고선전비(연결) +상품이익(연결)

도표 3 국내 통신 3사의 ARPU 추이 및 무선 매출 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

도표 4 주요 업체 실적 및 밸류에이션 비교

구분			SK텔레콤 (017670.KS)	KT (030200.KS)	LG유플러스 (032640.KS)
투자의견 및 목표주가			BUY/300,000원	BUY/34,000원	BUY/18,500원
현재주가(11/11)			242,500원	27,150원	14,200원
시가총액			19조 5,808억원	7조 892억원	6조 1,999억원
실적	매출액 (십억원)	2018A	16,874	23,460	12,125
		2019F	17,956	24,294	12,729
		2020F	18,922	25,106	13,406
	영업이익 (십억원)	2018A	1,202	1,262	731
		2019F	1,241	1.161	637
		2020F	1,480	1,251	770
	지배주주순이익 (십억원)	2018A	3,128	688	482
		2019F	1,187	654	426
		2020F	2,064	748	531
성장성	매출액증가율(%)	2018A	(3.7)	0.3	(1.3)
		2019F	6.4	3.6	5.0
		2020F	5.4	3.3	5.3
	영업이익증가율(%)	2018A	(21.8)	(8.3)	(11.5)
		2019F	3.3	(8.0)	(12.9)
		2020F	19.3	7.7	21.0
	EPS증가율(%)	2018A	20.3	44.4	(12.0)
		2019F	(62.1)	(5.1)	(11.5)
		2020F	73.9	14.4	24.6
수익성	영업이익률(%)	2018A	7.1	5.4	6.0
		2019F	6.9	4.8	5.0
		2020F	7.8	5.0	5.7
	지배주주순이익률(%)	2018A	18.5	2.9	4.0
		2019F	6.6	2.7	3.4
		2020F	10.2	3.0	4.0
	ROE(%)	2018A	15.5	5.5	8.0
		2019F	5.2	4.9	6.1
		2020F	8.7	5.4	7.3
밸류에이션	PER(배)	2018A	7.0	11.3	16.0
		2019F	16.5	10.8	14.5
		2020F	9.5	9.5	11.7
	PBR(배)	2018A	1.0	0.6	1.1
		2019F	0.8	0.5	0.9
		2020F	0.8	0.5	0.8
	EV/EBITDA(배)	2018A	6.5	2.4	4.3
		2019F	5.3	2.1	3.2
		2020F	4.9	2.0	2.8

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2019.11.11 종가 기준

I. 트래픽을 보면 통신의 미래가 보인다

1. 5G 트래픽 급증

트래픽 급증= 모바일 이용 증가

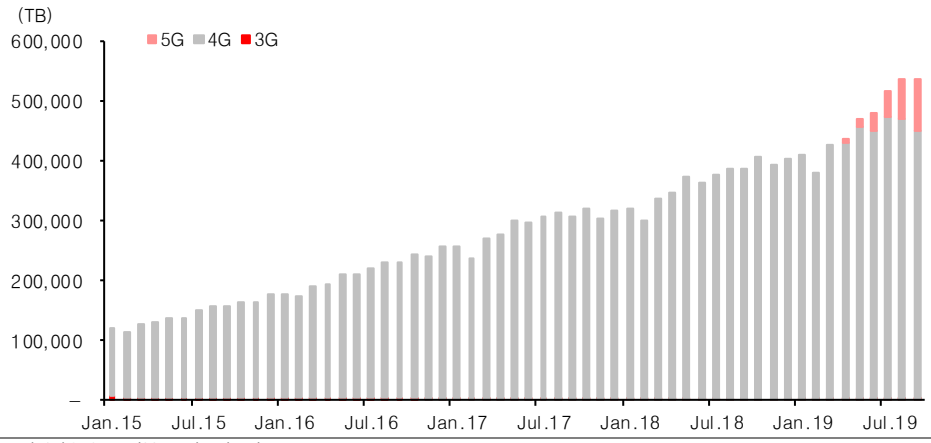
트래픽은 통신장치나 전송로 상에서 흐르는 데이터의 양을 의미한다. 트래픽 양이 많다는 것은 전송되는 데이터의 양이 많다는 것으로, 스마트폰 보급과 동영상 시청 증가 등으로 이동통신 가입자 당 트래픽이 증가세를 보이고 있다.

통신서비스 사업자 입장에서 가입자당 트래픽 증가는 가입자들이 데이터 제공량이 많은 고가의 요금제의 선택하도록 유인한다는 점에서 중요하다. 따라서 통신사들은 데이터 트래픽을 증가시키기 위한 콘텐츠 개발을 확대하고 있다.

5G 가입자의 1인당 트래픽 4G 대비 약 2.5배

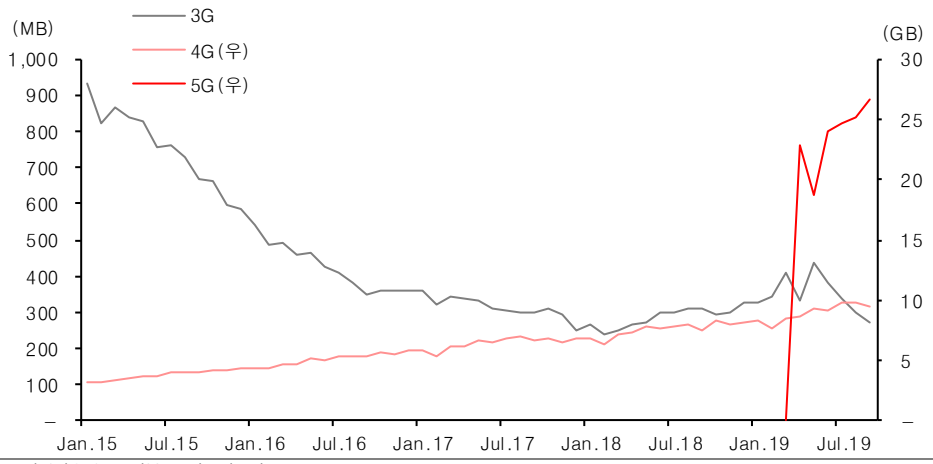
5G 상용화 이후로 가입자당 트래픽은 평균 23GB를 상회하고 있다. 이는 4G 가입자당 트래픽 평균인 9.3GB 보다 약 2.5배 많은 수치다. 초기 5G 가입자들이 얼리 어답터(Early adopter)로 5G 기반 서비스를 이용하는 것을 감안하더라도 트래픽이 상당한 수준이다.

도표 5 무선통신 전체 트래픽 추이



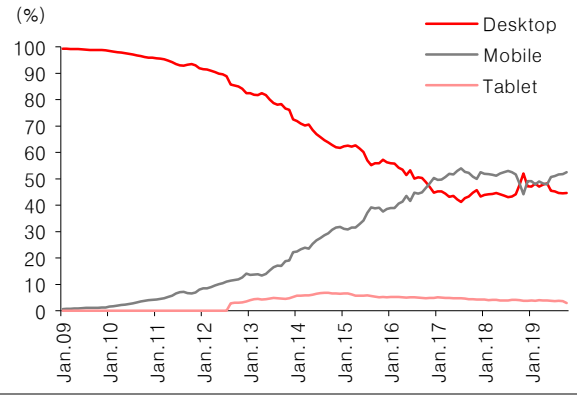
자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 6 이동전화 가입자당 트래픽 현황



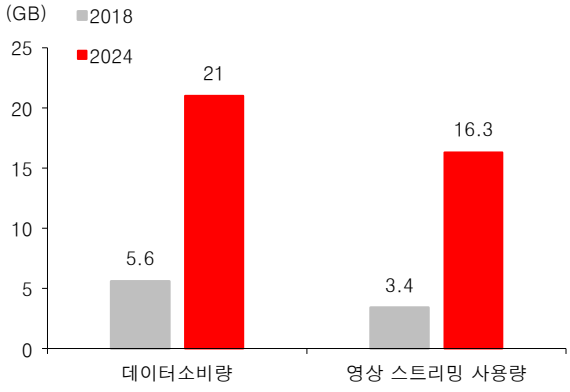
자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 7 모바일 트래픽 비중이 PC 트래픽 추월



자료: Statcounter, 유진투자증권

도표 8 5G 시대 글로벌 데이터 소비량 전망



자료: Ericsson, 유진투자증권
주: 사용량은 평균 한 달 기준, 영상 스트리밍은 스마트폰 사용자 평균 기준

도표 9 스마트폰 모바일 서비스별 데이터 사용량 비교

구분	기준	데이터 소모량	300MB 이용시	1GB 이용시
카카오톡	메시지 1건 전송(사진 파일 별도)	0.01MB	3만건	10만 2400건
페이스북	1건 업데이트 기준	0.2MB	1500건	5120건
웹 이용	1페이지 열기(네이버 메인 기준)	0.5MB	600페이지	2048페이지
게임	1분 사용(쿠키런 기준)	0.35MB	14시간	48시간
웹툰	1화 보기	4MB	75화	256화
음악	1곡 듣기(스트리밍)	4MB	75곡	256곡
실시간TV	1분 시청(표준 화질)	5MB	1시간	204분
	1시간 시청(고화질)	500MB	36분	2시간

자료: KT, 유진투자증권

2. 트래픽이 왜?

모바일 트래픽의 증가는 스마트폰이 생활 필수품화 되고 있음을 의미

트래픽의 증가가 이동통신사의 매출에 직접적으로 연계되진 않는다. LTE 당시 트래픽의 증가에도 불구하고 정부의 요금제 인하로 인한 선택약정으로 매출액이 감소한 사례도 있다.

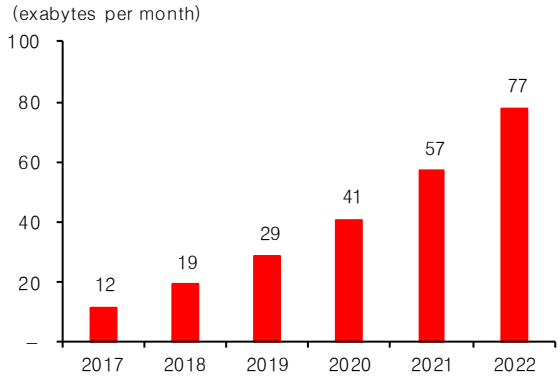
그러나 중요한 것은 트래픽이 왜 증가하고 있는지에 주목해야 한다는 점이다.

트래픽이 증가한다는 것은 이동통신 가입자들이 스마트폰을 생활 필수품으로 이용하며, 스마트폰 기반의 서비스 이용을 확대하고 있다는 것을 의미한다. 다시 말해 스마트폰이 일상생활 전반에서 이용빈도를 높이고 있다는 것이고, 인터넷을 기반으로 이용할 수 있는 서비스가 확산되고 있는 것이다.

단적인 예로 금융 관련 서비스도 스마트폰 기반의 어플리케이션을 통한 이용빈도가 빠르게 증가하고 있다. 금융은 돈이 매개로 이동하기 때문에 소비자들이 보안이 매우 중요하다. 따라서 비대면 거래에 대한 우려가 높은 분야임에도 불구하고, 소비자들은 편의성으로 인해 금융 관련 사무도 스마트폰을 이용해 해결하고 있다.

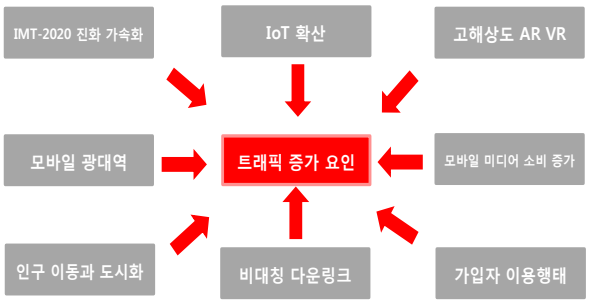
즉, 트래픽을 보면 소비자들은 무선통신망에 손쉽게 접근할 수 있는 창구로서 스마트폰을 활용하고 있으며, 생활방식의 중심에 무선통신 기반의 서비스가 자리매김할 것임을 확인할 수 있다.

도표 10 글로벌 모바일 트래픽 전망



자료: Cisco VNI Mobile, 유진투자증권

도표 11 트래픽 증가 요인



자료: 한국전자통신연구원, 유진투자증권

3. 동영상 트래픽 중심

동영상 중심의 트래픽 향후에도 이어질 가능성 높아

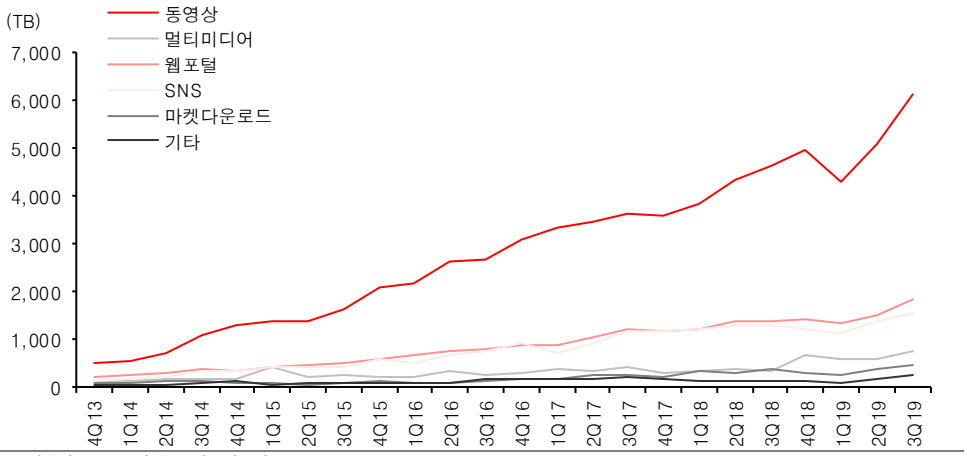
국내 트래픽을 콘텐츠별로 살펴보면, 동영상 콘텐츠에 대한 트래픽이 압도적으로 높다. 동영상 관련 콘텐츠가 단위당 유발하는 데이터 트래픽이 압도적으로 높기 때문이다. 또한 스마트폰 디스플레이 해상도 개선과 화면 크기 확대와 함께 고화질의 동영상 소비가 확대되고 있는 점도 트래픽 상승을 견인하는 요소다.

일반적으로 넷플릭스에서 1시간의 동영상을 시청하는데 소모되는 데이터가 SD화질은 700MB, HD화질은 3GB, 4K(UHD)는 7GB가 소모된다. 또한 동영상 스트리밍 관련 서비스가 확대되고, 무선 네트워크 속도 개선에 따라 웹페이지 등에 동영상 기반의 광고가 게재되는 점도 트래픽 성장을 견인하고 있다.

5G 기반의 콘텐츠가 확대됨에 따라 VR, AR 등의 산업이 본격적인 성장을 하게 되면 관련 데이터 소비가 전체 트래픽을 견인할 것으로 예상된다. VR 콘텐츠는 1시간당 약 20~35GB, AR콘텐츠는 10~15GB의 데이터를 소모하기 때문이다.

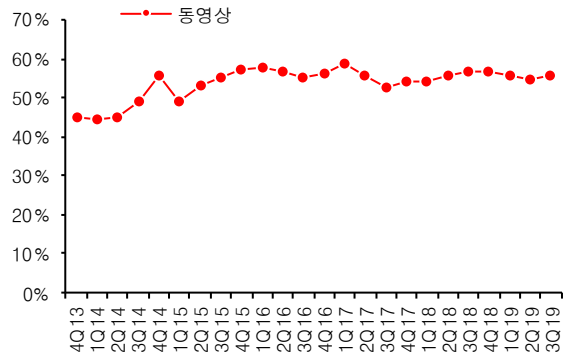
궁극적으로 통신서비스 업체들은 소비자들의 데이터 소비 확대를 견인하고, 데이터 제공량이 많은 고가의 요금제로 가입 유치를 확대하고자 한다. 최근 국내외 통신사업자들이 VR, AR 등 데이터 트래픽을 견인할 수 있는 부문에 투자하는 이유도 트래픽 확대에서 찾아볼 수 있다.

도표 12 콘텐츠 유형별 트래픽 현황



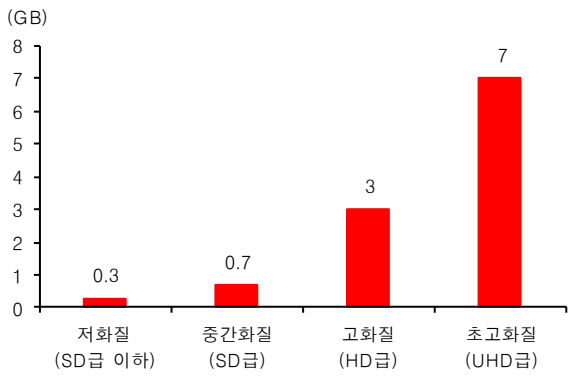
자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 13 동영상 트래픽 비중 추이



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 14 넷플릭스 동영상의 화질별 시간당 데이터 사용량



자료: 넷플릭스, 유진투자증권

4. 유니콘 기업과 트래픽

성장성을 인정받는 유니콘 기업들 네트워크 기반으로 신규 서비스 창출

최근 미국에 상장한 신규 IPO기업들을 살펴보면, 주요 기업들이 스마트폰을 기반으로 하는 서비스나 트래픽 분석 서비스 관련 사업을 영위하고 있다.

대표적으로 우버와 리프트와 같은 차량 공유 경제기반의 업체들도 일종의 택시 서비스로 정의할 수 있다. 기존에는 택시에 탑승하기 위해서 도로 위를 지나는 빈 택시에 손짓을 했다면, 우버와 리프트를 통해서는 스마트폰의 어플리케이션을 통해 원하는 장소로 차량을 호출할 수 있게 된다. 여기서 차량을 이용하는 사람들에 대한 트래픽이 발생하게 된다. 차량의 이동경로, 승차자의 위치까지 안내하는 과정과 목적지까지의 안내 등이 모두 트래픽이다.

대부분 네트워크 서비스의 발달과 스마트폰의 확산이 있었기에 가능한 서비스다. 결국 통신사업자들이 비통신 부문에서 서비스를 확대하려는 것도 같은 논리일 것이다. 통신사업자는 네트워크라는 인프라를 확보하고 있기 때문에 이를 기반으로 하는 응용서비스를 개발하기 위한 투자를 확대하고 있다. 네트워크만으로는 소비자에게 차별화된 서비스를 제공하는데 있어서 한계가 있는 반면, 응용서비스는 소비자에게 통신사가 제공할 수 있는 차별점이 될 수 있기 때문이다.

도표 15 **최근 미국 신규 IPO주는 주로 네트워크 기반의 응용 서비스들로 트래픽이 중요**

기업명	산업	상장 날짜
ZOOM VIDEO	화상회의 소프트웨어	2019-04-18
CROWDSTRIKE	사이버보안	2019-06-12
FASTLY	클라우드 컴퓨팅/인터넷보안	2019-05-17
PINTEREST	이미지 공유 SNS	2019-04-18
MEDALLIA	고객 경험 관리 소프트웨어	2019-07-19
DATADOG	데이타분석 플랫폼	2019-09-19
CLOUDFLARE	웹 성능 향상 및 보안	2019-09-13
PAGERDUTY	디지털운영관리	2019-04-11
DYNATRACE	인공지능/클라우드 모니터링	2019-08-01
SLACK	기업용 메시지	2019-06-20
FIVERR	프리랜스 서비스	2019-06-13
PELOTON	홈피트니스 스트리밍 서비스	2019-09-26
UBER TECHNOLOGIES	공유자동차	2019-05-10
LYFT	공유자동차	2019-03-29

자료: Bloomberg, 유진투자증권

II. 2020년 달라지는 통신서비스 환경

1. 고화질, 고음질 콘텐츠

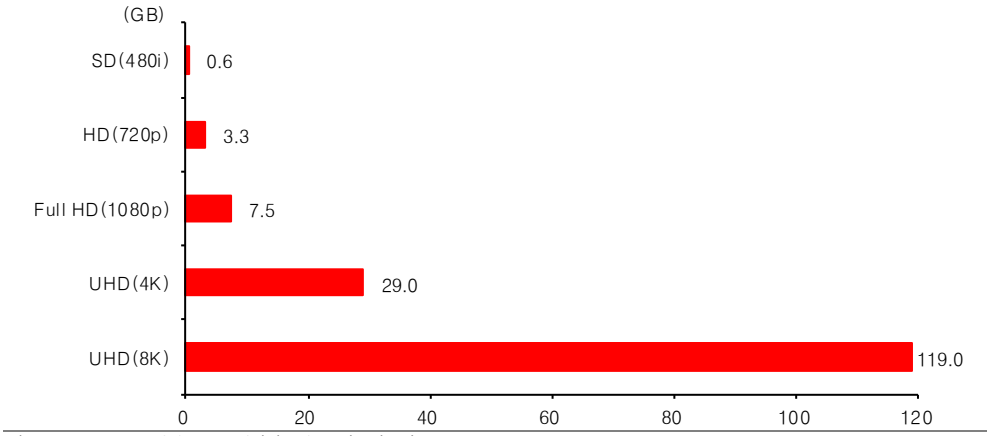
5G의 초고속 기반 고화질/고음질 콘텐츠의 서비스 이용 확대 예상

무선 인터넷 속도의 향상과 고해상도 디스플레이, 고음질 이어폰 보급이 가속화됨에 따라 고화질/고음질 콘텐츠의 수요가 증가할 전망이다.

데이터 전송 속도의 개선이 소비자의 고화질, 고음질 콘텐츠의 소비를 확대할 것이란 것에 의문을 표하는 일부의 시각도 존재한다. 제한된 사이즈의 디스플레이 상에서 해상도의 차이를 체감하기 어렵고, 음악의 경우에도 고음질을 소비할 만큼 민감한 소비자가 없다고 보기 때문이다.

그러나 동영상 스트리밍의 대표인 유튜브를 통해 콘텐츠를 시청하면서, 해상도를 자의적으로 조정하는 경우는 극히 제한적일 것이다. 일반적으로 화질을 '자동'으로 설정한 뒤 무선 통신 속도에 따라 스스로 변하게 된다. 즉, 5G 기반에서 개선된 무선 통신 속도에서는 시청자들의 인지 없이도 고해상도의 콘텐츠 소비가 자연스럽게 이뤄질 것이다.

도표 16 콘텐츠 화질에 따른 1시간당 데이터 사용량 비교



자료: Jon Deragon, 삼정KPMG 경제연구원, 유진투자증권
주: 30fps 영상의 압축되지 않은 크기로 추정한 수치

도표 17 5G 도입에 따른 초고화질 영상 생태계 변화 및 기회

구분	영상 생태계의 변화	기대 효과
콘텐츠 소비	▪모바일 단말에서 OTT(온라인동영상서비스)를 통해 FHD, 4K 등 고화질 영상 이용 증가	▪모바일 단말에서 고화질 콘텐츠 소비는 제한적으로 이뤄질 전망
	▪통신사 동영상 트래픽 부담 경감 및 비용 절감	▪초고화질 영상 서비스와 통신요금을 결합한 프리미엄 융합서비스 출현 가능
콘텐츠 제작	▪실시간 초고화질 영상 전송 가능	▪실시간 영상 전송에 필요한 모빌리티 확보를 통해 소비보다 제작 측면에서 더 큰 파급력 전망
	▪유튜브 등 1인 미디어와 TV, 케이블 등 기존 미디어 모두에서 초고화질 실시간 방송의 장점 발휘	▪유튜버 등 1인 크리에이터 대상의 B2C 서비스, 방송사·콘텐츠 개발사 대상의 B2B 서비스로 구분

자료: 삼정KPMG 경제연구원, 유진투자증권

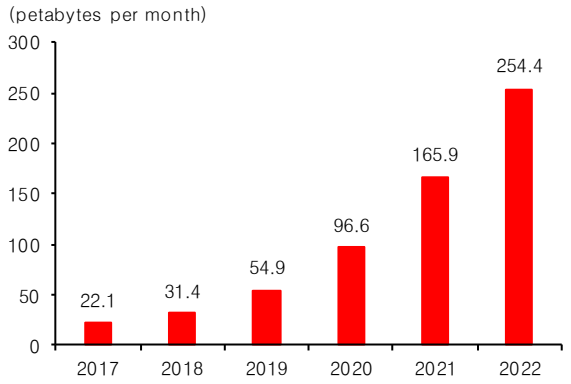
2. AR/VR

AR(Augmented Reality, 증강현실)과 VR(Virtual Reality, 가상현실)은 5G 기반의 실감형 콘텐츠로써 성장할 것으로 주목 받은 유망한 산업이다. 특히 VR은 소비자의 간접 경험을 통해 직접 경험하는 것과 같이 시청자의 시점에 따라 360도의 영상을 제공하는 특징을 띈다. 360도의 영상을 제공하기 위해서 실시간으로 처리해야 하므로 많은 양의 데이터 송수신이 필요하다. VR을 구현하기 위해서 5G의 초고속 고용량의 데이터 전송이 필요한 이유다.

그러나 VR은 휴대용 스마트폰 외에 별도의 기기(HMD, Head Mounted Display)를 필요로 한다. 시청자는 머리 위에 무거운 기기를 올리는 불편함과 어지럼증이 유발되기 때문에 확산의 어려움을 겪고 있다.

반면 AR은 스마트폰의 카메라와 연동돼 실제로 보이지 않는 부분을 디스플레이에서 확인할 수 있도록 한다. 몰입도 측면에서 VR 콘텐츠보다 미흡하지만, 보다 간편하게 체감형 서비스를 이용한다는 측면에서 빠른 보급이 예상된다. 현재 증강현실 콘텐츠는 LTE 환경에도 구현될 수 있기 때문에 5G 기반의 대용량 데이터 통신의 수요는 미미하나, 궁극적으로 관련 콘텐츠 확대와 더불어 5G 기반의 전용 서비스 확대도 기대된다.

도표 18 AR/VR 관련 모바일 트래픽 전망



자료: Cisco VNI Mobile, 유진투자증권

도표 19 KT의 IPTV에 VR 접목해 개인화 서비스 런칭



자료: KT, 언론보도

도표 20 SK텔레콤의 AR 서비스 'Jump AR X 동물원'



자료: SK텔레콤, 유진투자증권

3. 클라우드 게임

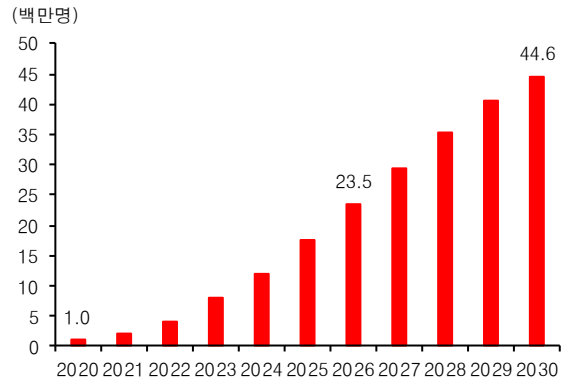
MEC를 통한 초저지연성 구현으로 클라우드 게임 서비스 본격화

클라우드 게임은 국내 이동통신 3사가 5G 특화 서비스로 야심 차게 공개한 서비스다. 가장 먼저 클라우드 게임을 공개한 LG유플러스는 엔비디아와 손을 잡고 '지포스 나우(GeForce Now)' 서비스를 개시했고, SK텔레콤은 마이크로소프트와 '엑스클라우드(xCloud)'를 선보였다. KT는 자체 게임 런칭 이외에 글로벌 사업자와의 제휴도 언급되고 있다.

이동통신 3사가 클라우드 게임을 공개한 것은 5G 특화 서비스를 통한 가입자 유치의 목적이 아니다. 클라우드 게임을 구현하기 위해서는 초저지연성이라는 5G의 특성을 백분위 활용해야 한다. 통신사들은 클라우드 게임 구현을 통해 MEC를 실증하려는 목적이다. 클라우드 게임을 무료로 서비스함으로써 이용자 수를 확대하고, MEC의 데이터 트래픽 처리 능력이나 향후의 트래픽 집중에 대한 문제에 대한 사전 점검을 통해 궁극적으로 사람의 안전과 직결되는 자율주행차 시대를 준비하는 것이다.

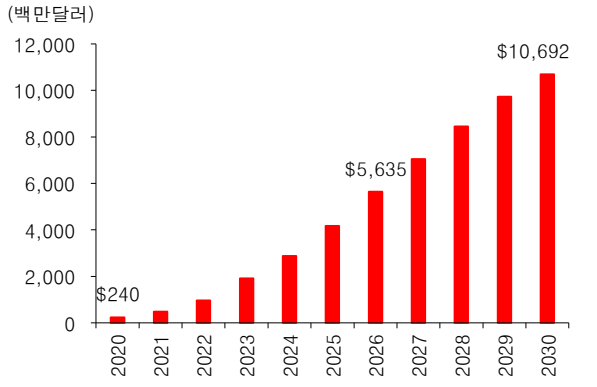
궁극적으로 스트리밍 게임 시장도 구독 경제를 적용한 동영상 스트리밍 서비스처럼 통신사의 부가서비스로 자리매김할 것이다.

도표 21 스트리밍 게임 서비스 가입자 전망



자료: Newzoo, SensorTower, Bloomberg Intelligence, 유진투자증권

도표 22 스트리밍 게임 서비스 시장규모 전망



자료: Newzoo, SensorTower, Bloomberg Intelligence, 유진투자증권

도표 23 LG유플러스+엔비디아의 클라우드 게임 '지포스 나우', 업계 최초 공개



자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 24 SK텔레콤+마이크로소프트의 클라우드 게임 '엑스클라우드'



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 25 KT 스트리밍 게임 '러브레볼루션', '라그나로크클릭' 향후 클라우드 게임 출시 계획



자료: KT, 유진투자증권

III. 5G의 수익화

1. 2019년은 투자의 시기

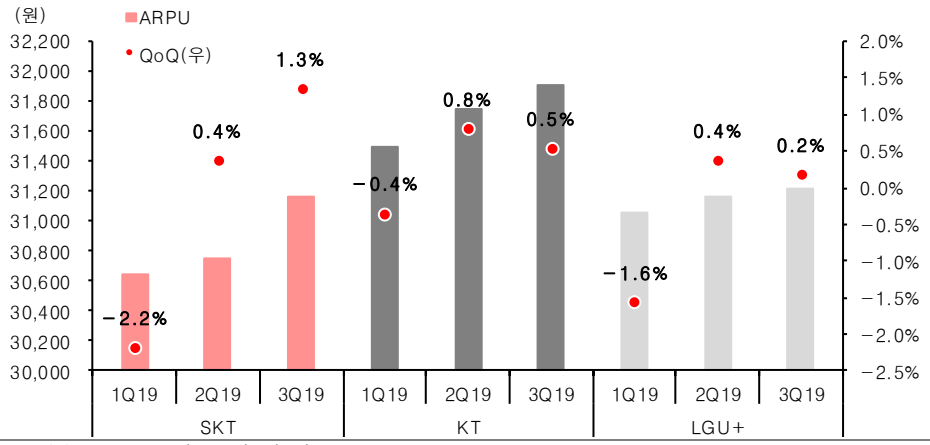
2019년 5G 상용화로 ARPU 증가세 전환 및 무선 매출 증가에도 이익 상승은 제한적

2019년 국내 이동통신 3사는 5G를 세계 최초로 상용화하면서, 통신세대 교체에 대한 기대감을 높였다. 4G 도입 이후 약 8년만에 5G로 세대교체가 이뤄지면서, 선택약정할인 등의 영향으로 하락해온 ARPU의 반등이 예상됐다.

실질적으로 2019년 ARPU는 5G가 상용화된 2분기부터 전분기대비(QoQ)로 상승세를 기록했으며, 2019년 4분기부터는 전년동기대비(YoY)로도 상승할 가능성이 높다. ARPU의 개선과 무선 가입자 수의 증가로 무선 매출액도 증가하고 있다.

반면 무선부문의 영업이익은 상승 전환하지 못하면서 시장의 기대를 충족시키지 못했다. 그러나 통신세대 교체 초기에 이익의 개선까지 기대하는 것은 지나치다. 무엇보다 세대교체에 필수적으로 막대한 규모의 CAPEX가 투자되기 때문이다. 따라서 5G 가입초기 단계에서부터 투자비 회수가 가능한 수준의 가입자를 유치하고 영업이익의 개선까지 기대하는 것은 다소 성급하다.

도표 26 국내 이동통신 3사, 5G 도입 후 ARPU 전분기 대비 개선세 확인

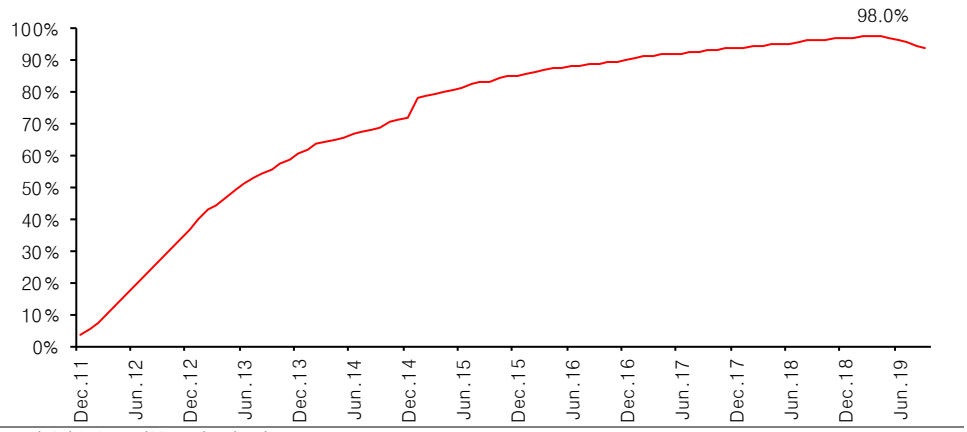


자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

LTE 도입 당시를 복기해보면, LTE 보급률이 최고 수준을 기록하기 까지 약 79개월이 소요됐다. LTE 보급률은 LTE 상용화 이후 약 30개 분기가 지난 후 최대치를 달성됐다.

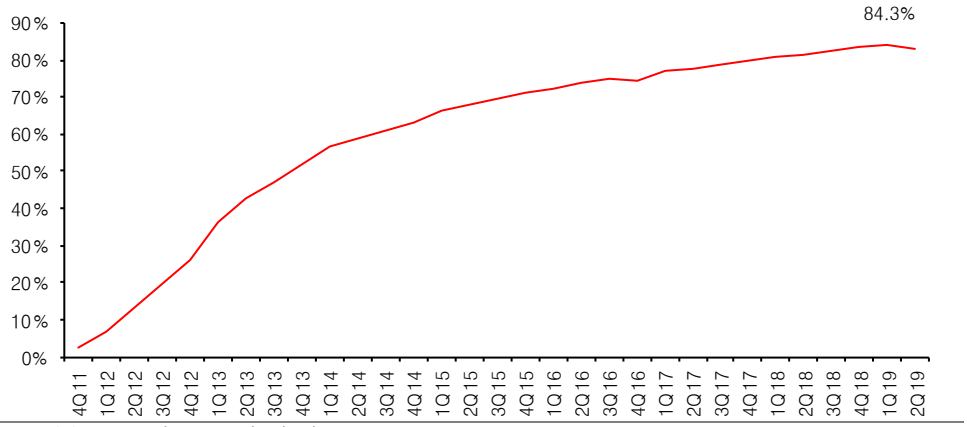
5G도 상용화 이후 LTE와 유사한 수준의 보급률 확대가 이뤄진다고 가정하면, 약 30개 분기 동안은 가입자 증가가 지속될 것으로 비교해볼 수 있다. 따라서 단기적인 실적보다는 초기 투자비 집행을 통한 전국 커버리지 확대의 기반을 마련하고, 가입자를 유치하는 과정에서 투자비 회수는 물론 수익을 창출 할 수 있다는 점에 주목해야 한다. 더군다나 5G 기반의 신규 사업모델까지 추가되고 있다는 점에서 5G 상용화에 따른 통신사업자의 수익화는 가속화 될 것이다.

도표 27 LTE 도입 후 월별 보급률 추이(MVNO 제외)



자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권
주: 전체 스마트폰 사용자 기준

도표 28 LTE 도입 후 분기별 보급률 추이(MVNO 제외)



자료: SK텔레콤, LG유플러스, KT, 유진투자증권
주: 통신사 별 가입 단말기 수 기준(스마트폰+2G)

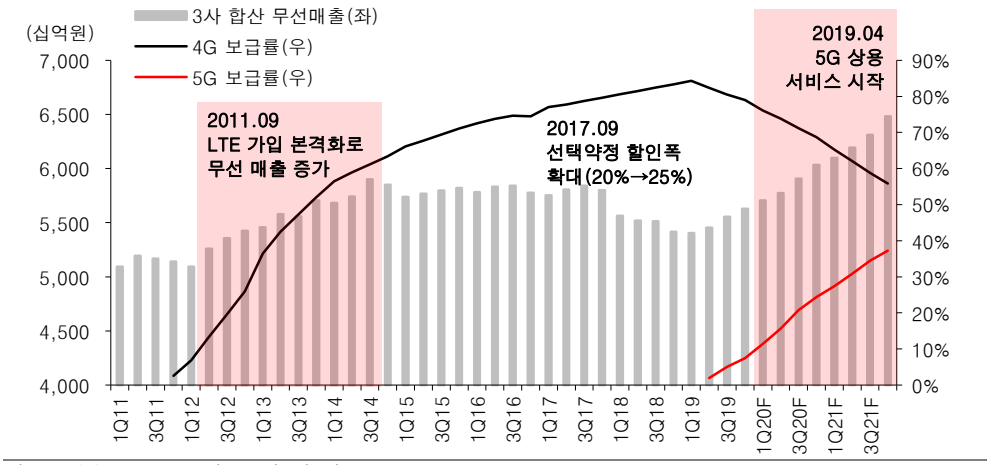
LTE 도입 당시 무선 매출 상승은 10개 분기 동안 지속

이동통신 3사가 모두 LTE 가입자 유치가 시작된 2012년 1분기(KT는 주파수 대역 확보 문제로 서비스 개시가 일부 지연)부터 3사의 합산 무선매출이 증가세로 전환하기 시작했다. ARPU(P) 상승과 보급률(Q) 증가가 수반되기 때문이다. 통상적으로 통신세대가 교체하면서 증가한 ARPU는 향후 다운사이드 리스크로 작용할 가능성이 높다. 추가적인 요금제 인상을 단행하기 어렵고, 성숙시장에 진입함에 따라 이전 세대를 이용하고 있는 고객의 신규 통신세대로의 교체를 유인해야 하기 때문이다.

LTE 도입과 함께 상승한 3사의 합산 무선 매출은 3Q14(약 6조원)에 정점을 기록한다. 1Q12부터 시작된 LTE 도입 효과로 10분기(2.5년) 동안의 매출 상승을 경험한 바 있다. 5G 보급률 추이에 따라 다소 차이는 있겠지만 당사에서는 5G 도입으로 인한 무선 부문의 매출 증가도 2.5년간 이뤄질 수 있다는 판단이다.

통신사업자가 5G 기반으로 추가적인 신규 서비스 출시 가능성도 매우 높기 때문에 궁극적으로 5G 상용화에 따른 관련 매출(무선+신규서비스) 상승은 10개 분기 이상 지속될 전망이다.

도표 29 4G 도입과 함께 무선 매출 상승 지속, 5G에서도 유사한 패턴 예상



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권
주: 3사 합산 무선매출은 SK텔레콤의 이동전화수익, KT 무선수익, LG유플러스 무선수익의 합산

2. 2020년은 수익화 시기

1) 단말기 증가로 선택의 폭 확대

신규 가입자보다 기기변경 중심의 시장에서 5G 단말기 확대로 가입자 자연 증가 예상

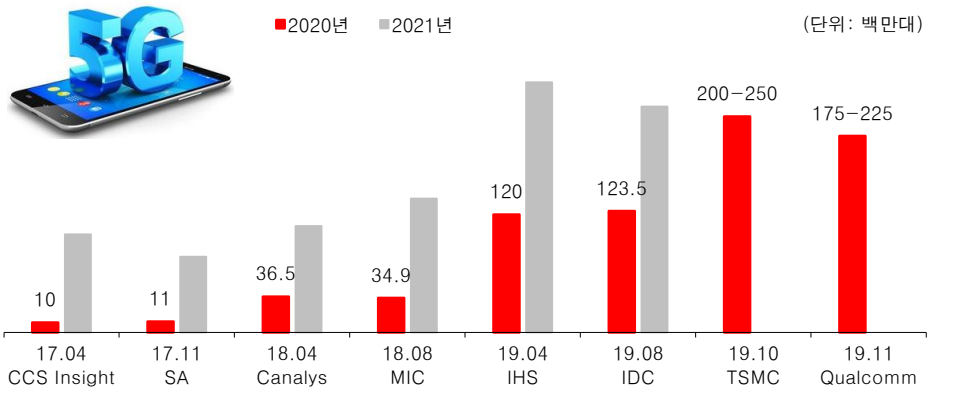
전세계 최초로 5G를 상용화했음에도 불구하고, 국내 5G 지원 단말기는 2019년 연간 3종(삼성 갤럭시 S10, 갤럭시 노트 10, LG V50)에 불과했다. 국내 iOS 이용 비중이 약 25%인 점을 감안하면, 애플의 5G 지원 단말기 부재는 5G 확산에 걸림돌로 작용했다.

그러나 애플은 글로벌 5G 상용화와 세계 최대 시장 중 하나로 손꼽히는 중국의 5G 상용화에 맞춰, 2020년에는 5G 지원 단말기를 출시할 계획임을 시사했다. 2020년 글로벌 스마트폰 제조사 모두가 5G 지원 단말기를 출시하게 되면 소비자의 입장에서는 단말기 증가로 선택의 폭이 확대된다.

5G 도입 초기에는 이동통신사들이 5G 가입자 유치를 위한 마케팅 경쟁이 심화된 바 있다. 그러나 단말기가 증가하게 되면, 스마트폰 교체 주기의 소비자들이 자연스럽게 5G 지원 단말기를 선택할 가능성이 높다. 따라서 이동통신 사업자들은 제한적인 마케팅비 지출의 상황에서도 5G 가입자를 확보할 수 있게 됨에 따라 무선부문의 이익 개선으로 이어질 수 있다는 판단이다.

시간이 지날수록 2020년 5G 폰에 대한 전망치가 상향되고 있다

도표 30 주요 시장조사 기관들의 2020년~2021년 5G 폰 출하 예상



자료: 각 시장조사기관 보도자료, 유진투자증권

2) 비용 부담 축소

2019년 공격적 투자로 2020년 투자비 증가 부담 낮아질 것

2019년 5G 상용화에도 부담의 한 축으로 작용했던 CAPEX는 2019년 대비 증가하지 않을 전망이다. 당초 당사에서는 전국 5G 커버리지 확대와 28GHz 상용화로 투자지출 규모가 2019년 대비 소폭 증가할 것으로 전망했다.

그러나 2020년 CAPEX 규모는 2019년 대비 증가하지 않을 전망이다. 이는 1) 인구 기준의 5G 커버리지가 전국 수준으로 확대됐고, 2) 5G 가입자 수 증가에 맞춰 트래픽이 집중되는 지역 중심으로 인빌딩 투자를 확대하고, 3) 도서/산간 지역 등은 5G 보급률 추이에 맞춰 투자를 단행하며, 4) 28GHz에 대한 투자도 인구 밀집 지역에 보조적으로 설치 될 것으로 예상하기 때문이다.

다만, 28GHz 상용화와 함께 관련 주파수(이용기간 5년, 2023년 12월 까지)에 대한 상각비용이 반영되는 점은 일부 부담이나, 이동통신 3사의 감가상각비 규모와 비교하면 미미한 수준이다.

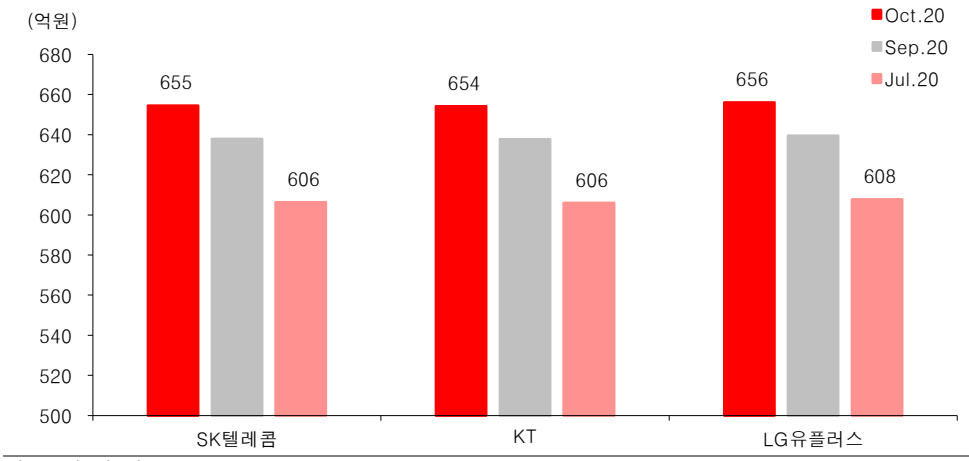
그러나 2020년부터의 5G 투자는 초기 커버리지 구축을 위한 투자와 달리 가입자수와 보급률 등의 추세에 따라 투자를 집행할 수 있는 부분이기 때문에 수익(가입자 증가에 따른 무선 매출 증가)과 비용(투자 집행)을 연계할 수 있어, 비용의 급증이 발생하지 않을 것이다.

도표 31 이동통신 3사의 5G 주파수 경매 결과

3.5GHz 대역	3.42GHz ~ 3.50GHz (80MHz)	3.50GHz ~ 3.60GHz (100MHz)	3.60GHz ~ 3.70GHz (100MHz)
	LG U+	kt	SK telecom
대역	3.42~3.50GHz	3.50~3.60 GHz	3.60~3.70 GHz
낙찰가	8,095억원	9,680억원	1조 2,185억원
사용연한	10년	10년	10년
28GHz 대역	26.5GHz ~ 27.3GHz (80MHz)	27.3GHz ~ 28.1GHz (80MHz)	28.1GHz ~ 28.9GHz (80MHz)
	LG U+	kt	SK telecom
대역	26.5~27.3 GHz	27.3~28.1 GHz	28.1~28.9 GHz
낙찰가	2,078억원	2,072억원	2,073억원
사용연한	5년	5년	5년

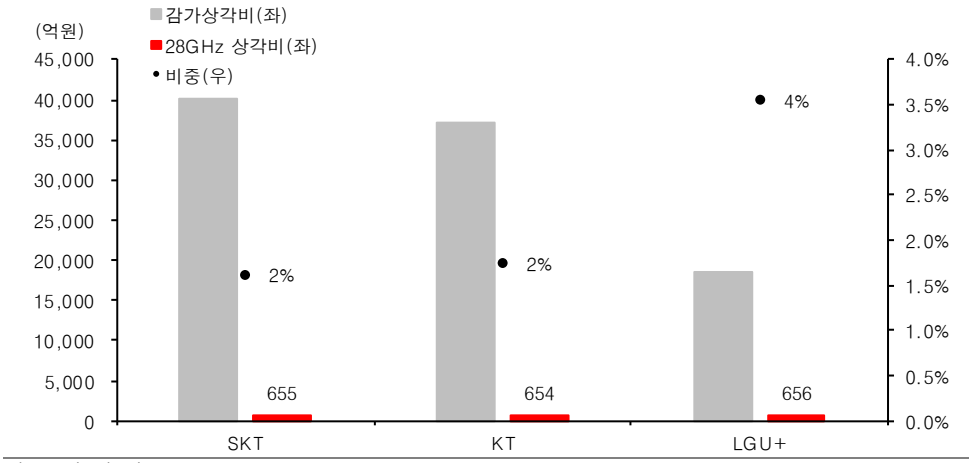
자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 32 2020년 28GHz 주파수 송출 시점에 따른 연간 주파수 상각비 추정



자료: 유진투자증권
주: 주파수 사용기간(2018.12.01-2023.11.30)의 기간 중 해당 월 1일부터 주파수 사용이 시작될 경우로 가정

도표 33 이동통신 3사의 감가상각비 규모를 감안하면, 28GHz에 대한 상각비 영향은 미미



자료: 유진투자증권
주: 2020년 상각비 당사 추정치(연결) 기준/ 28GHz의 상용화는 2020년 3분기 기점으로 한 보수적 가정

3) MEC(Mobile Edge Computing)

5G의 초저지연성 구현은 MEC 접목을 통해 가능

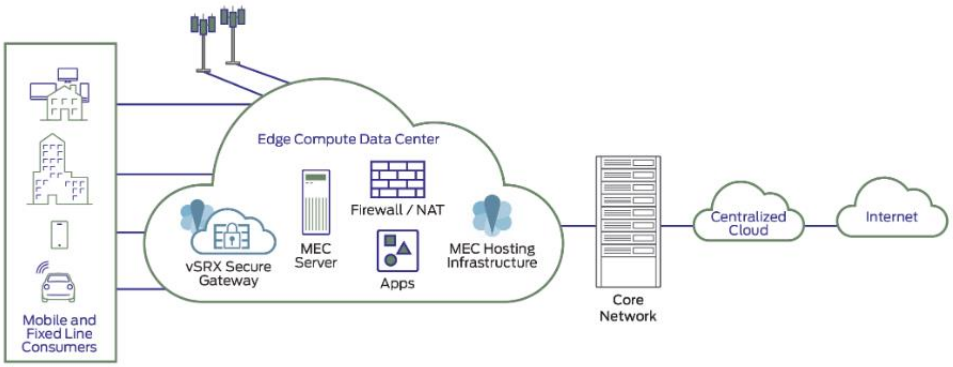
5G는 초고속, 초저지연성, 초연결이라는 특성으로 4G(LTE)와 차별점을 갖는다. 이 중 초저지연성은 자율주행차, 가상 현실과 증강 현실과 같은 실감형 콘텐츠 등의 구현에 있어서 필수적이다. 인간의 감각기관의 반응시간 중 가장 빠른 청각이 0.17초, 시각 0.2초, 촉각 0.19초, 미각 0.3초, 가장 느린 통각 0.7초보다 5G의 지연성이 낮기 때문에 실시간 정보전달이 가능하다.

5G의 초저지연성을 구현하기 위한 기술이 모바일 엣지 컴퓨팅(MEC)다. 모바일 엣지 컴퓨팅(MEC)은 데이터 처리가 기존의 클라우드 대신 고객 가까이에서 수집 및 처리를 함으로써 지연 시간을 단축하는 기술이다.

기존의 LTE망에서는 '스마트 기기-기지국-교환국-인터넷망-데이터센터'간의 데이터 이동에 따라 지연시간이 0.03~0.05초가 소요된다. 짧은 시간처럼 보이지만 시속 100km의 차량의 제동거리가 0.8~1.35m가 된다는 것을 의미한다.

반면 5G의 MEC를 구현하게 되면 '스마트 기기-기지국-교환국'내지 '스마트 기기 - 기지국'으로 이동 단계가 축소된다. 이를 통해 저지연성을 구현하게 된다.

도표 34 MEC 기술 구현도



자료: Juniper, 유진투자증권

4) 비통신의 강화

클라우드 게임, VR/AR 고화질/고음질 콘텐츠 등 미디어 역량 강화 될 것

이동통신 사업자는 앞서 언급한 클라우드 게임, VR/AR, 고화질/고음질 콘텐츠에 이어 미디어 부문의 강화로 5G 시대 더욱 확대될 동영상 중심의 미디어 시장에 대응을 강화할 것으로 예상한다. 국내 1위의 통신사업자인 SK텔레콤과 국내 1위 플랫폼 사업자인 카카오의 지분 교환의 전략적 제휴가 대표적 사례다.

SK텔레콤은 플로(음원), WAVVE(영상) 서비스를 시작하면서 콘텐츠 부문을 강화하고 있다. 특히 웨이브를 통한 오리지널 콘텐츠 제작을 확대할 예정인 점을 감안하면 카카오와의 콘텐츠 부문의 제휴가 빠르게 이뤄질 것으로 예상한다. SK텔레콤은 옥수수를 통한 오리지널 콘텐츠를 제작한 바 있으나, 흥행에는 사실상 실패했다. 따라서 콘텐츠 제작에 필요한 제작역량 강화가 필요하다.

카카오는 카카오M을 통해 연기자 중심의 엔터테인먼트 회사(BH, 숲, 제이와이드 등)와 음악 레이블(스타쉽, 플레이엠, 크래커 등)을 보유하고 있다. 또한 국내 최고 수준의 웹툰을 보유하고 있는 카카오페이지를 통해 IP도 확보하고 있다. 메가몬스터를 통해서는 보유IP의 드라마화도 추진할 예정이다. 따라서 SK텔레콤과 카카오가 콘텐츠 역량 강화 측면에서 단기적인 제휴 성과를 보여줄 것으로 예상한다.

통신사업자들의 미디어 사업 확장이 이슈다. SK텔레콤은 지상파 3사와 손을 잡았고, LG유플러스는 CJ헬로 인수가 본격화되고 있다. 통신사업자는 이미 결합상품을 통해 IPTV, 인터넷 등의 점유율을 확대했던 만큼, SK텔레콤은 OTT 시장에서도 유료가입자를 빠르게 유치해나갈 것이다.

IV. 국내 통신산업 주요 전망

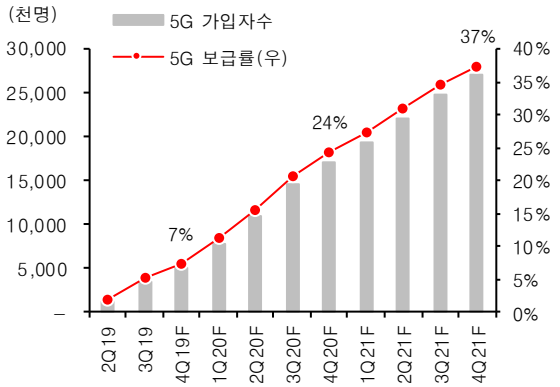
1. 가입자/ARPU

당사에서는 **2020년 국내 무선가입자 수 6,845만명, 5G 가입자수 1,717만명을 전망**한다. 5G 지원 단말기 라인업 확대에 단말기 교체 수요와 맞물려 **2020년 연말 기준 5G 보급률은 24%를 예상**한다. 2020년 통신사별 5G 보급률은 SK텔레콤 22%, KT 25%, LG유플러스 28%이다.

국내 통신사의 5G 시장점유율 비중은 SK텔레콤 41%, KT 33%, LG유플러스 26%을 예상한다. 당사 추정 기준으로 2019년 연말 기준 무선시장 점유율(MVNO 제외)과 비교해 LG유플러스의 증가 폭이 가장 클 것으로 예상한다. LG유플러스의 2019년 연말 기준 무선 시장점유율은 22%이지만, 5G 시장 점유율은 2020년 연말까지 26%으로 추정한다.

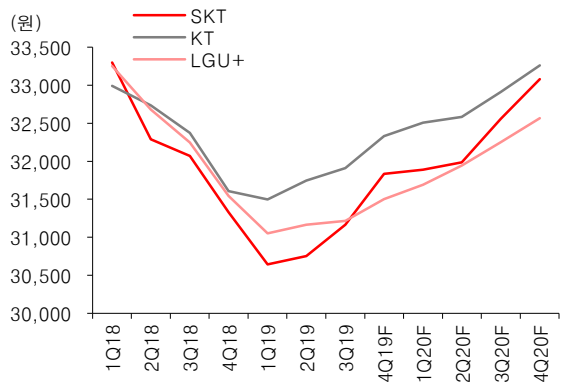
ARPU의 상승도 가팔라질 전망이다. 당사에서 추정하는 2020년 말 기준 통신 3사의 ARPU는 SK텔레콤 33,078원(+3.7% yoy), KT 33,262원(+2.9% yoy), LG유플러스 32,566원(+3.4% yoy)이다.

도표 35 국내 5G 점유율 전망



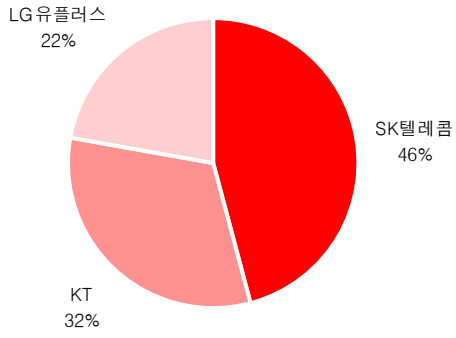
자료: 유진투자증권

도표 36 통신사별 ARPU 추이 및 전망



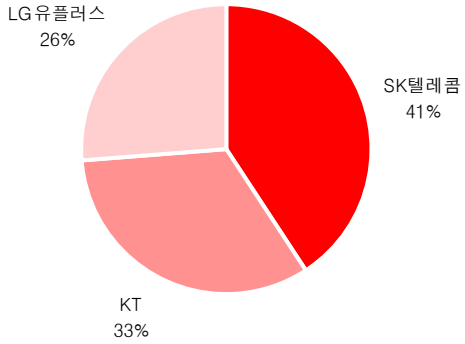
자료: 유진투자증권

도표 37 2019년 말 기준 통신 3사 점유율 전망



자료: 유진투자증권
주: MVNO 제외

도표 38 2020년 말 기준 통신 3사 5G 점유율 전망



자료: 유진투자증권

도표 39 통신사별 무선 가입자 수 및 ARPU 전망

SK텔레콤

(천명, %, 명)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F	2021F
무선 가입자수	**31,009**	**31,019**	**31,268**	**31,388**	**31,522**	**31,625**	**31,735**	**31,844**	**31,388**	**31,844**	**32,276**
순증(QoQ)	127	120	249	120	134	103	110	110	-	-	-
LTE	25,186	24,374	24,114	23,964	23,585	23,189	22,804	22,425	23,964	22,425	18,513
5G	-	530	1,537	2,000	2,797	4,071	5,989	7,000	2,000	7,000	12,460
무선 ARPU	**30,645**	**30,755**	**31,166**	**31,835**	**31,890**	**31,987**	**32,558**	**33,078**	**31,835**	**33,078**	**34,417**
QoQ	-2.2%	0.4%	1.3%	2.1%	0.3%	0.4%	2.2%	1.7%	-	-	-
YoY	-8.0%	-4.8%	-2.8%	1.6%	3.2%	2.7%	3.6%	4.7%	1.6%	3.9%	4.0%

KT

(천명, %, 명)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F	2021F
무선 가입자수	**21,333**	**21,549**	**21,771**	**21,920**	**22,120**	**22,317**	**22,509**	**22,693**	**21,920**	**22,693**	**23,458**
순증(QoQ)	213	216	222	149	200	197	192	184	-	-	-
LTE	17,393	17,383	17,169	17,114	16,924	16,563	15,870	15,200	17,114	15,200	12,267
5G	0	419	1,055	1,578	2,353	3,439	4,561	5,692	1,578	5,692	8,391
무선 ARPU	**31,496**	**31,745**	**31,912**	**32,330**	**32,506**	**32,581**	**32,910**	**33,262**	**32,330**	**33,262**	**34,447**
QoQ	-0.4%	0.8%	0.5%	1.3%	0.5%	0.2%	1.0%	1.1%	-	-	-
YoY	-4.5%	-3.0%	-1.4%	2.3%	3.2%	2.6%	3.1%	2.9%	2.3%	2.9%	3.6%

LG유플러스

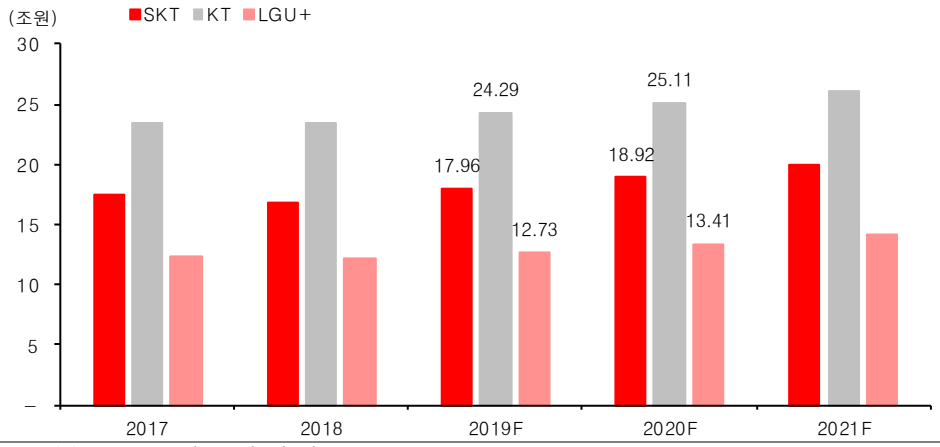
(천명, %, 명)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F	2021F
무선 가입자수	**14,398**	**14,694**	**14,961**	**15,191**	**15,420**	**15,644**	**15,859**	**16,082**	**15,191**	**16,082**	**16,897**
순증(QoQ)	270	296	267	230	229	224	215	223	-	-	-
LTE	12,948	11,943	13,480	13,034	12,030	11,615	11,213	10,900	13,034	10,900	9,765
5G	1,514	2,733	875	1,519	2,742	3,372	3,980	4,506	1,519	4,506	6,169
무선 ARPU	**31,051**	**31,164**	**31,217**	**31,503**	**31,690**	**31,943**	**32,252**	**32,566**	**31,503**	**32,566**	**33,690**
QoQ	-1.6%	0.4%	0.2%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	-	-	
YoY	-6.6%	-4.6%	-3.2%	-0.1%	2.1%	2.5%	3.3%	3.4%	-0.1%	3.4%	3.4%

자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

2. 매출액/비용/영업이익

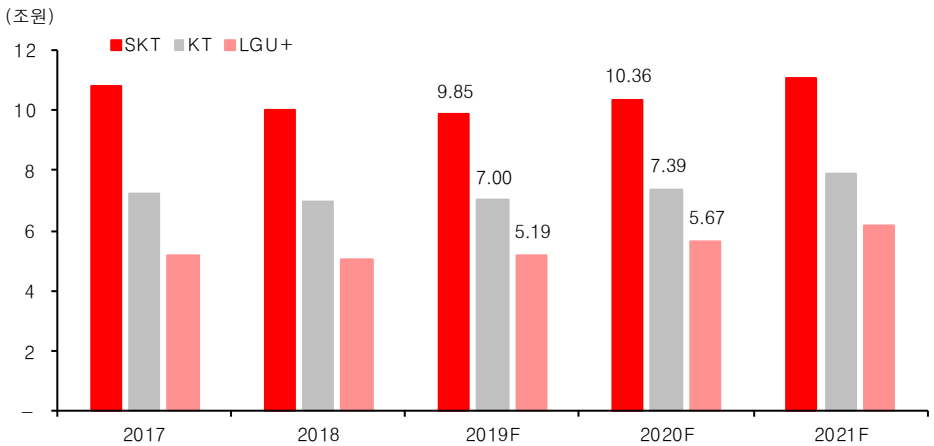
2020년 5G 보급확대에 따른 ARPU 상승으로 이동통신 3사 모두 무선매출을 비롯한 매출액 성장이 기대된다. 당사에서 추정하는 2020년 통신 3사의 매출액은 SK텔레콤 18.9조원(+5.4% yoy), KT 25.1조원(+3.3% yoy), LG유플러스 13.4조원(+5.3% yoy)이다. 이 중 **무선 매출액(SK텔레콤은 이동전화수익, KT 무선수익, LG유플러스 무선서비스수익)만을 비교해 보면, SK텔레콤 10.4조원(+5.2% yoy), KT 7.4조원(+5.5% yoy), LG유플러스 5.7조원(+9.2% yoy)**이다.

도표 40 이동통신 3사 합산 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

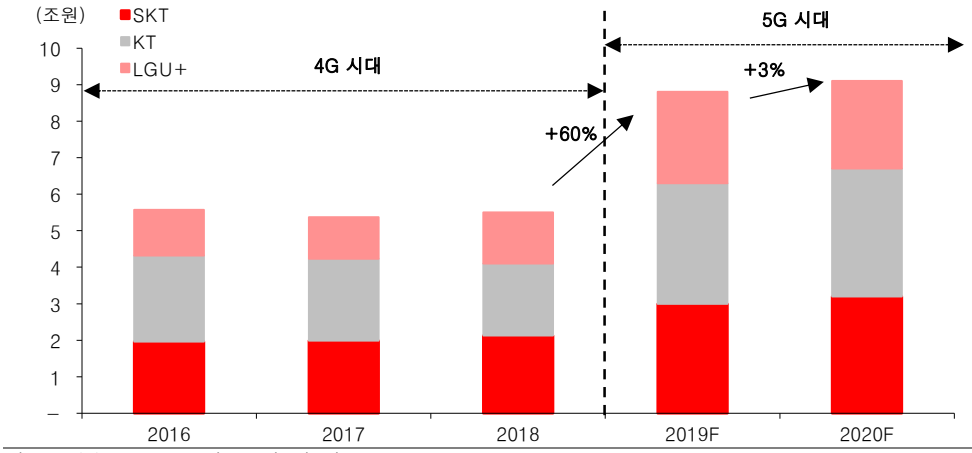
도표 41 이동통신 3사 무선 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권
주: 각 사별 무선매출액은 SK텔레콤 이동전화수익, KT 무선수익, LG유플러스 무선서비스수익 기준

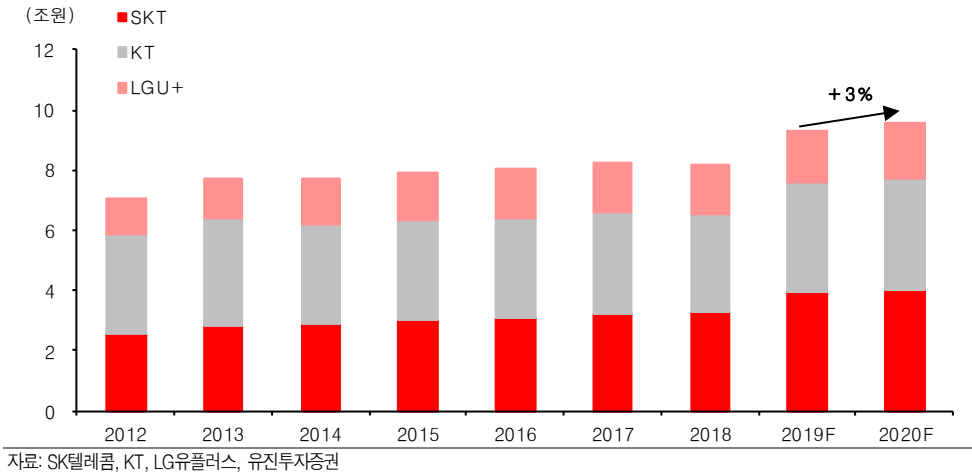
특히 2020년의 통신 3사의 합산 CAPEX 규모는 9.1조원으로 2019년 8.8조원과 비교해 3%로 소폭 증가하는 수준에 그칠 전망이다. 이에 따라 감가상각비 규모도 2020년 9.6조원(+3% yoy)을 전망한다. 2019년 및 2020년 큰 폭의 투자 지출 증가에도 일부 LTE 투자에 대한 상각기간 종료로 증가 폭은 제한적이다. 주요 비용 중 하나인 마케팅 비용도 통신 3사의 합산 2020년 8.7조원으로 2019년 대비 6.9% 증가할 것으로 전망한다.

도표 42 통신 3사의 CAPEX 추이 및 전망



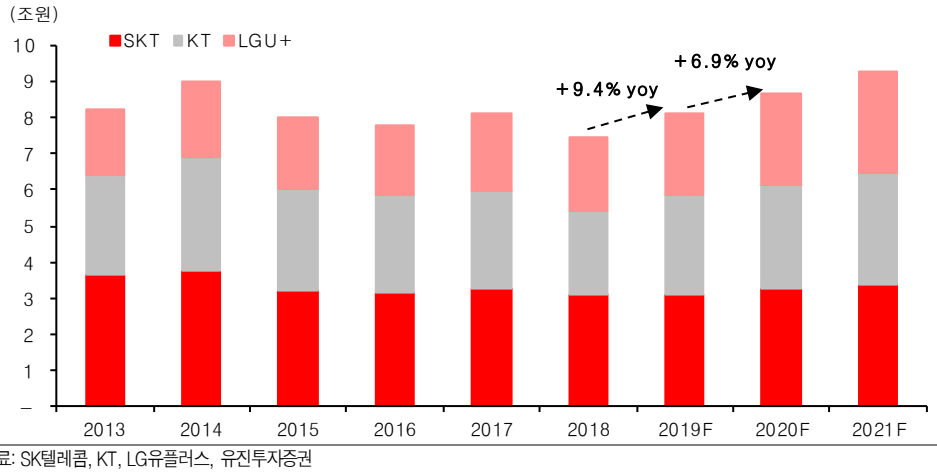
자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

도표 43 통신 3사의 감가상각비 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권

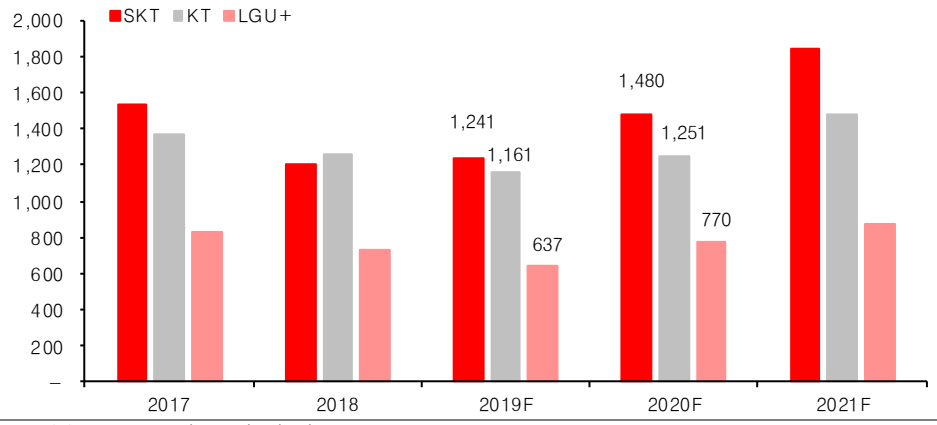
도표 44 통신 3사의 마케팅비 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권
주: 마케팅비용은 SK텔레콤 마케팅비용(별도)+광고선전비(별도), KT 광고선전비(별도)+판매비(별도)+상품이익(별도), LGU+ 판매수수료(연결)+광고선전비(연결) +상품이익(연결)

2020년은 비용 증가를 상쇄하는 매출액의 증가로 5G 도입에 따른 영업이익 상승이 본격화 될 것이다. 당사에서 추정하는 3사의 합산 영업이익은 3.5조원(+15% yoy)이며, 통신사별로 보면 SK텔레콤 1.48조원(+19% yoy), KT 1.25조원(+8% yoy), LG유플러스 0.77조원(+21% yoy)이다.

도표 45 통신 3사의 연결기준 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 유진투자증권



기업분석

SK텔레콤(017670.KS)
BUY(유지) / TP 300,000원(유지)
네트워크 강자가 플랫폼 강자를 만났다

KT(030200.KS)
BUY(유지) / TP 34,000원(유지)
커버리지 1위로 5G 수익화 시점 단축

LG유플러스(032640.KS)
BUY(유지) / TP 18,500원(상향)
무선 이익의 레버리지 가장 높아

SK텔레콤(017670.KS)

통신/미디어/엔터 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

네트워크 강자가 플랫폼 강자를 만났다

■ **무선통신의 이익 레버리지 2020년 가속도 붙을 것**

동사의 9월 누적 기준 5G 가입자 점유율은 44.3%로 전체 점유율(41.4%, MVNO포함)을 상회하고 있다. 무선 가입자 점유율 1위의 경쟁력이 5G 시장에서도 유지되고 있는 것이다. 또한 동사는 가입자 유치를 위한 마케팅 비용(가입자획득비용, SAC)을 경쟁사보다 긴 26개월에 걸쳐 상각한다. 따라서 2020년 5G 단말기 확대 속 제한적인 마케팅비 집행이 이뤄지면, 5G 가입자 자연 증분에 대해서 경쟁사 대비 이익 레버리지를 극대화할 수 있다.

■ **카카오와의 제휴와 자회사의 개선, 보안 부문 중요성 부각에 따른 비통신도 기대**

5G 시대에서도 동영상이 전체 트래픽에서 가장 큰 비중을 차지할 것으로 예상된다. 동사는 자체 동영상 및 OTT 경쟁력 확보를 위해 Wavve의 콘텐츠 강화 노력을 지속할 것이다. 특히 국내 플랫폼 1위 사업자 카카오와의 제휴를 통해 단기적으로는 카카오 IP 기반의 콘텐츠 제작 가시성이 높다.

또한 5G의 핵심 역량인 IoT, M2M 등 상호 연결 기기가 확대됨에 따라 보안의 중요성이 부각될 것이다. 동사는 물리적 보안의 ADT캡스 외에 인포섹을 통해 정보보안의 역량도 확보하고 있다. 5G의 가장 큰 변화인 업로드 혁신과 클라우드 이용 빈도 확대됨에 따라 정보보안이 강조될 수 밖에 없다.

■ **투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지**

2020년은 ARPU 상승과 5G 가입자 증가로 비용 증가를 상회하는 매출의 성장이 수반돼 무선 이익 개선이 본격화될 것이다. 국내 1위의 무선 사업자로서의 경쟁력과, 비통신 부문의 이익개선까지 감안하면 2020년 영업이익은 19% 증가한 1.48조원을 예상한다.

SK텔레콤에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	17,520	16,874	17,956	18,922	20,007
영업이익(십억원)	1,537	1,202	1,241	1,480	1,848
세전계속사업손익(십억원)	3,403	3,976	1,511	2,603	2,966
당기순이익(십억원)	2,658	3,132	1,175	2,045	2,329
EPS(원)	32,198	38,738	14,696	25,560	29,116
증감률(%)	55.1	20.3	-62.1	73.9	13.9
PER(배)	8.3	7.0	16.5	9.5	8.3
ROE(%)	15.4	15.5	5.2	8.7	9.4
PBR(배)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	5.7	6.5	5.3	4.9	4.3

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	300,000원
현재주가(11/11)	242,500원

Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	19,581
52주 최고/최저(원)	291,000 / 229,000
52주 일간 Beta	0.08
발행주식수(천주)	80,746
평균거래량(3M,천주)	154
평균거래대금(3M,백만원)	36,617
배당수익률(19F, %)	4.1
외국인 지분율(%)	38.0
주요주주 지분율(%)	
SK 외 3인	26.8
국민연금공단	10.4
자사주	11.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	0.2	-7.6	-8.8
KOSPI 대비상대수익률	-1.4	-9.4	-8.4	-10.7

Company vs KOSPI composite

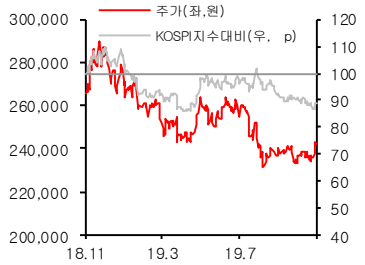


도표 46 SK텔레콤 실적 추이 및 전망

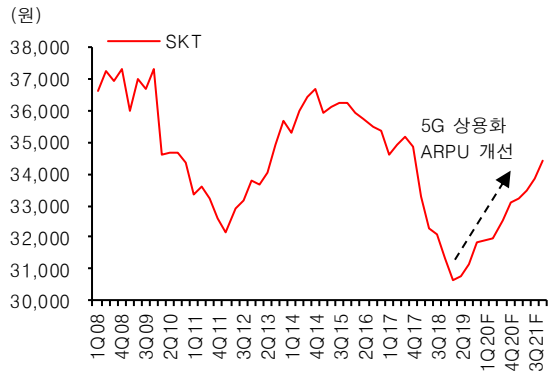
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018A	2019F	2020F
영업수익	**4,182**	**4,154**	**4,186**	**4,352**	**4,335**	**4,437**	**4,561**	**4,622**	**16,874**	**17,955**	**18,922**
YoY	*-1.2%*	*-4.4%*	*-5.8%*	*-3.2%*	*3.7%*	*6.8%*	*9.0%*	*6.2%*	*-3.7%*	*6.4%*	*5.4%*
별도	2,989	2,942	2,926	2,850	2,812	2,848	2,912	2,941	11,706	11,512	12,060
이동전화수익	2,569	2,498	2,485	2,449	2,413	2,436	2,486	2,511	10,000	9,846	10,362
망접속정산수익	151	156	156	103	127	132	126	121	565	507	517
신사업 및 자회사	1,193	1,212	1,261	1,502	1,523	1,589	1,650	1,682	5,168	6,443	6,862
영업비용	**3,856**	**3,807**	**3,882**	**4,126**	**4,012**	**4,114**	**4,259**	**4,329**	**15,672**	**16,715**	**17,442**
인건비	550	536	539	665	691	699	699	724	2,289	2,814	3,033
감가상각비	824	807	807	846	932	971	1,003	1,015	3,284	3,921	4,009
지급수수료 및 판매수수료	1,262	1,217	1,266	1,258	1,274	1,256	1,303	1,324	5,003	5,157	5,490
광고선전비	100	110	120	138	86	105	111	121	469	423	488
기타	1,120	1,138	1,151	1,220	1,030	1,083	1,143	1,145	4,629	4,400	4,422
영업이익	**325**	**347**	**304**	**225**	**323**	**323**	**302**	**293**	**1,202**	**1,241**	**1,480**
YoY	*-20.7%*	*-18.0%*	*-22.5%*	*-27.4%*	*-0.9%*	*-6.9%*	*-0.7%*	*30.2%*	*-21.8%*	*3.3%*	*19.3%*
OPM	7.8%	8.4%	7.3%	5.2%	7.4%	7.3%	6.6%	6.3%	7.1%	6.9%	7.8%
영업외순익	582	816	998	379	145	30	47	48	2,774	270	1,123
세전이익	907	1,163	1,302	604	468	353	349	341	3,976	1,511	2,603
지배주주순이익	**695**	**917**	**1,031**	**485**	**379**	**263**	**274**	**270**	**3,128**	**1,187**	**2,064**

주요가정

(천명, %, 명)	1Q18	2Q18	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018A	2019F	2020F
무선 가입자수	**30,349**	**30,719**	**30,771**	**30,882**	**31,009**	**31,019**	**31,268**	**31,388**	**30,882**	**31,388**	**31,844**
순증(QoQ)	154	370	52	112	127	10	249	120	-	-	-
LTE	23,401	23,993	24,391	24,796	25,186	24,374	24,114	23,964	24,796	23,964	22,425
5G	-	-	-	-	-	530	1,537	2,000	-	2,000	7,000
무선 ARPU	**33,299**	**32,289**	**32,070**	**31,328**	**30,645**	**30,755**	**31,166**	**31,835**	**31,328**	**31,835**	**33,078**
QoQ	-4.5%	-3.0%	-0.7%	-2.3%	-2.2%	0.4%	1.3%	2.1%	-	-	-
YoY	-3.8%	-7.6%	-8.8%	-10.2%	-8.0%	-4.8%	-2.8%	1.6%	-10.2%	1.6%	3.9%

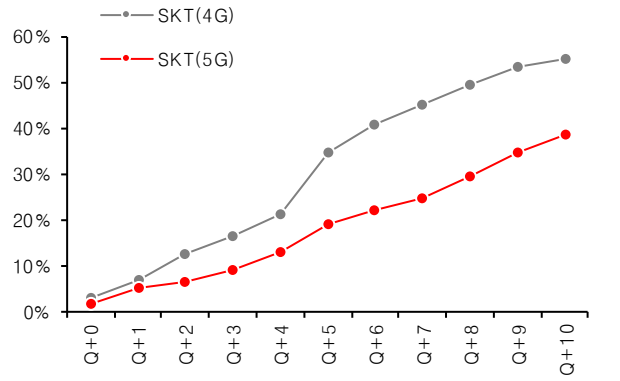
자료: 유진투자증권

도표 47 SK텔레콤 ARPU 추이 및 전망



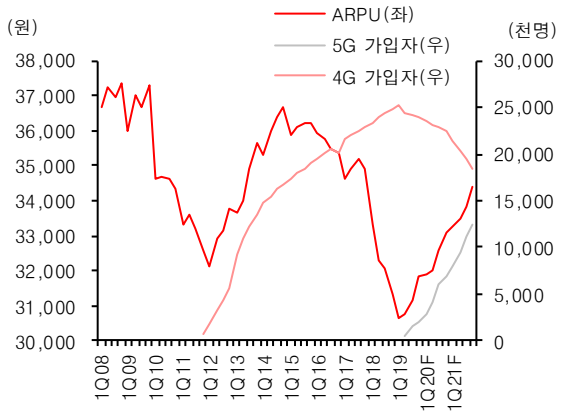
자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 48 SK텔레콤 4G 및 5G 보급률 전망



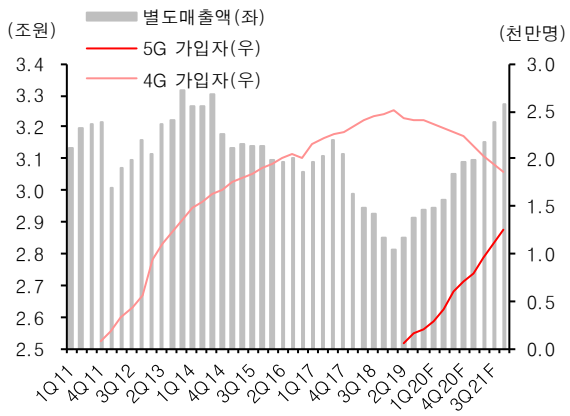
자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 49 5G 가입자수 증가로 ARPU 개선



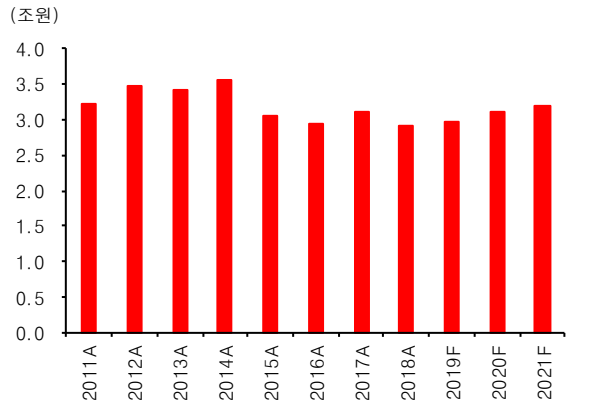
자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 50 5G 가입자수 증가로 이동통신매출액 증가



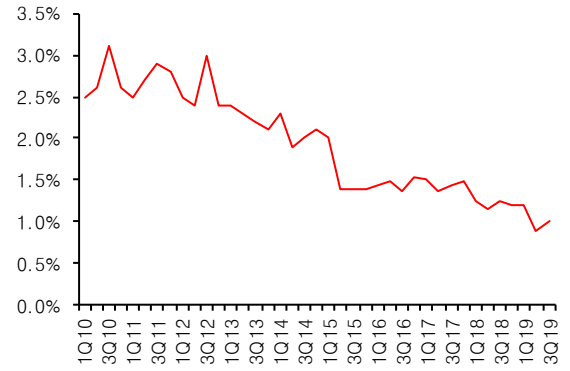
자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 51 SK텔레콤 별도 마케팅비용 전망



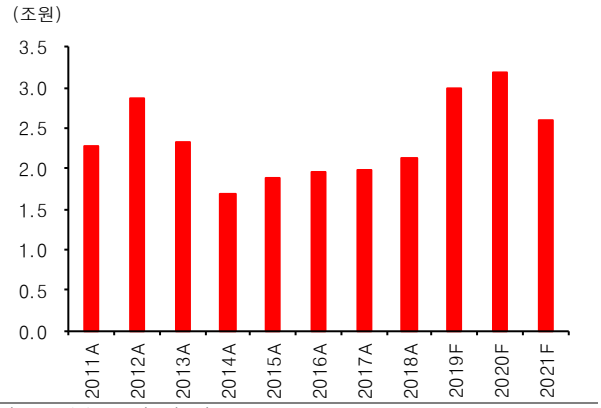
자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 52 SK텔레콤 해지율 추이



자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 53 SK텔레콤 별도 CAPEX 전망



자료: SK텔레콤, 유진투자증권

도표 54 SK텔레콤 5G 주파수 현황

경매대역	최저 경매가격(십억원)	최종낙찰가(십억원)
3.5GHz	948.0	1,218.5
28GHz	207.2	207.3

자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

SK텔레콤(017670.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**33,429**	**42,369**	**42,957**	**44,504**	**46,368**
유동자산	6,202	7,959	7,994	9,055	10,248
현금성자산	2,282	2,807	2,601	3,412	4,317
매출채권	3,387	2,946	3,293	3,507	3,758
재고자산	272	288	254	271	290
비유동자산	27,227	34,410	34,963	35,449	36,120
투자자산	11,580	15,196	15,883	16,527	17,199
유형자산	10,145	10,718	10,960	10,736	10,670
기타	5,502	8,496	8,121	8,186	8,251
부채총계	**15,399**	**20,020**	**19,983**	**20,274**	**20,594**
유동부채	7,109	6,848	6,940	7,121	7,328
매입채무	2,219	2,295	2,330	2,482	2,659
유동성이자부채	1,992	1,489	1,660	1,660	1,660
기타	2,898	3,064	2,950	2,980	3,009
비유동부채	8,290	13,172	13,043	13,152	13,266
비유동이자부채	5,819	8,592	8,801	8,801	8,801
기타	2,471	4,581	4,242	4,351	4,464
자본총계	**18,029**	**22,349**	**22,974**	**24,230**	**25,774**
지배지분	17,842	22,471	23,072	24,329	25,872
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	17,836	22,145	22,670	23,926	25,470
기타	(2,954)	(2,634)	(2,558)	(2,558)	(2,558)
비지배지분	187	(122)	(98)	(98)	(98)
자본총계	**18,029**	**22,349**	**22,974**	**24,230**	**25,774**
총차입금	7,811	10,080	10,461	10,461	10,461
순차입금	5,529	7,274	7,860	7,048	6,144

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**17,520**	**16,874**	**17,956**	**18,922**	**20,007**
증가율(%)	2.5	(3.7)	6.4	5.4	5.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**17,520**	**16,874**	**17,956**	**18,922**	**20,007**
판매 및 일반관리비	15,983	15,672	16,715	17,442	18,159
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	**1,537**	**1,202**	**1,241**	**1,480**	**1,848**
증가율(%)	0.1	(21.8)	3.3	19.3	24.8
EBITDA	**4,784**	**4,486**	**5,162**	**5,489**	**5,915**
증가율(%)	3.9	(6.2)	15.1	6.3	7.8
영업외손익	**1,867**	**2,774**	**270**	**1,123**	**1,118**
이자수익	88	105	96	117	123
이자비용	299	307	393	375	375
지분법손익	2,246	3,271	585	1,458	1,449
기타영업손익	(168)	(294)	(16)	(76)	(79)
세전순이익	**3,403**	**3,976**	**1,511**	**2,603**	**2,966**
증가율(%)	62.4	16.8	(62.0)	72.3	13.9
법인세비용	746	844	337	559	637
당기순이익	**2,658**	**3,132**	**1,175**	**2,045**	**2,329**
증가율(%)	60.1	17.9	(62.5)	74.0	13.9
지배주주지분	2,600	3,128	1,187	2,064	2,351
증가율(%)	55.1	20.3	(62.1)	73.9	13.9
비지배지분	58	4	(12)	(19)	(22)
EPS(원)	**32,198**	**38,738**	**14,696**	**25,560**	**29,116**
증가율(%)	55.1	20.3	(62.1)	73.9	13.9
수정EPS(원)	32,198	38,738	14,696	25,560	29,116
증가율(%)	55.1	20.3	(62.1)	73.9	13.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**3,856**	**4,333**	**4,476**	**4,655**	**5,001**
당기순이익	2,658	3,132	1,175	2,045	2,329
자산상각비	3,248	3,284	3,921	4,009	4,067
기타비현금성손익	(2,208)	(3,223)	(104)	(1,329)	(1,314)
운전자본증감	(261)	26	(413)	(68)	(81)
매출채권감소(증가)	(252)	507	(289)	(215)	(250)
재고자산감소(증가)	(18)	(13)	(40)	(17)	(19)
매입채무증가(감소)	108	(330)	88	152	177
기타	(100)	(138)	(172)	11	11
투자현금	**(3,071)**	**(4,048)**	**(2,718)**	**(3,075)**	**(3,328)**
단기투자자산감소	(174)	(418)	420	(38)	(40)
장기투자증권감소	0	0	(47)	896	865
설비투자	(2,716)	(2,792)	(3,020)	(3,784)	(4,001)
유형자산처분	29	58	5	0	0
무형자산처분	(137)	(497)	(53)	(65)	(65)
재무현금	**(827)**	**(238)**	**(1,603)**	**(807)**	**(807)**
차입금증가	345	373	(512)	0	0
자본증가	(706)	(1,106)	(717)	(807)	(807)
배당금지급	706	706	717	807	807
현금 증감	**(48)**	**49**	**152**	**773**	**865**
기초현금	1,505	1,458	1,507	1,659	2,432
기말현금	1,458	1,507	1,659	2,432	3,297
Gross Cash flow	4,754	4,701	4,992	4,724	5,082
Gross Investment	3,158	3,604	3,552	3,105	3,370
Free Cash Flow	**1,596**	**1,097**	**1,440**	**1,619**	**1,712**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	32,198	38,738	14,696	25,560	29,116
BPS	220,967	278,291	285,739	301,299	320,415
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
밸류에이션(배,%)					
PER	8.3	7.0	16.5	9.5	8.3
PBR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/ EBITDA	5.7	6.5	5.3	4.9	4.3
배당수익율	3.7	3.7	4.1	4.1	4.1
PCR	4.5	4.6	3.9	4.1	3.9
수익성(%)					
영업이익율	8.8	7.1	6.9	7.8	9.2
EBITDA이익율	27.3	26.6	28.8	29.0	29.6
순이익율	15.2	18.6	6.5	10.8	11.6
ROE	15.4	15.5	5.2	8.7	9.4
ROIC	9.0	6.4	5.8	6.9	8.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	30.7	32.5	34.2	29.1	23.8
유동비율	87.2	116.2	115.2	127.1	139.8
이자보상배율	5.1	3.9	3.2	3.9	4.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	5.2	5.3	5.8	5.6	5.5
재고자산회전율	65.8	60.2	66.3	72.2	71.4
매입채무회전율	8.0	7.5	7.8	7.9	7.8

자료: 유진투자증권

KT(030200.KS)

통신/미디어/엔터 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

커버리지 1위로 5G 수익화 시점 단축

■ **2020년 5G 수익화 시점에서 부각될 5G 커버리지 1위**

5G로의 통신세대 교체를 위한 투자지출 증가로 2019년 영업이익의 감소는 예견된 수순이다. 5G 가입자 증가에 따른 ARPU 개선과 매출액 증가보다 비용 지출의 규모가 크기 때문이다. 그러나 2020년은 5G 보급률 상승과 함께 본격적인 수익화가 시작되는 시기다. 5G 가입자 확대에 따른 매출 상승이 본격화되면서 이익 레버리지 효과가 기대되기 때문이다.

동사는 2019년 5G 기지국을 경쟁사 대비 가장 많이 설치함으로써 커버리지 1위를 수성하고 있다. 결국 2019년의 투자 집행이 2020년 투자 지출 축소 및 투자 자금 회수 시점을 앞당기는 결과를 낳는다. 따라서 2020년 무선 부문의 영업이익 성장과 함께 주가 상승 랠리가 시작될 것이다. **당사에서 추정하는 2020년 동사의 영업이익은 1조 2,507억원(+7.7% yoy)**이다.

■ **투자의견 BUY 및 목표주가 34,000원 유지**

무선의 턴어라운드 이외에도 국내 1위의 IPTV 사업역량을 기반으로 한 미디어/콘텐츠 부문의 성장세도 가파르다. 또한 유선전화 매출 감소분을 상쇄하는 인터넷과 IPTV 매출 증가도 전사 매출 성장을 견인하고 있다. 2019년 배당도 1,100원 수준을 유지할 계획으로, 현 주가 수준에서의 기대 배당수익률은 4.1%다.

KT에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 34,000원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	23,387	23,460	24,294	25,106	26,043
영업이익(십억원)	1,375	1,262	1,161	1,251	1,479
세전계속사업손익(십억원)	837	1,091	1,037	1,096	1,307
당기순이익(십억원)	562	762	740	822	980
EPS(원)	1,826	2,637	2,503	2,864	3,390
증감률(%)	-33.0	44.4	-5.1	14.4	18.4
PER(배)	16.6	11.3	10.8	9.5	8.0
ROE(%)	4.1	5.5	4.9	5.4	6.1
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	2.5	2.4	2.1	2.0	1.8

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	34,000원
현재주가(11/11)	27,150원

Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	7,089
52주 최고/최저(원)	31,250 / 26,500
52주 일간 Beta	0.09
발행주식수(천주)	261,112
평균거래량(3M,천주)	453
평균거래대금(3M,백만원)	12,237
배당수익률(19F, %)	3.7
외국인 지분율(%)	48.5
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	13.1
자사주	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	0.6	-3.6	-8.3
KOSPI 대비상대수익률	-3.0	-9.1	-4.3	-10.1

Company vs KOSPI composite

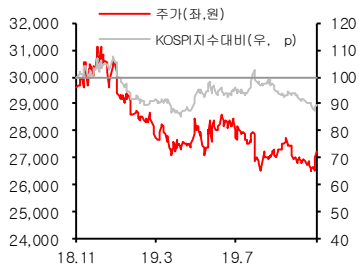


도표 55 KT 실적 추이 및 전망

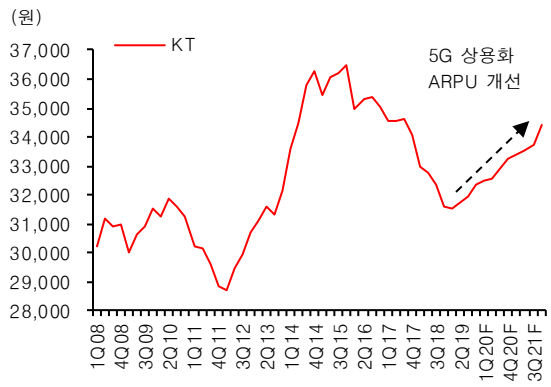
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018A	2019F	2020F
영업수익	**5,710**	**5,807**	**5,948**	**5,995**	**5,834**	**6,099**	**6,214**	**6,148**	**23,460**	**24,294**	**25,106**
YoY	*1.8%*	*-0.6%*	*2.1%*	*-1.8%*	*2.2%*	*5.0%*	*4.5%*	*2.6%*	*0.3%*	*3.6%*	*3.3%*
서비스수익	4,864	5,004	5,097	5,021	5,061	5,079	5,058	5,131	19,985	20,223	20,923
무선	1,741	1,764	1,760	1,690	1,838	1,734	1,756	1,781	6,954	7,004	7,387
유선	1,199	1,182	1,186	1,178	1,167	1,189	1,168	1,161	4,745	4,685	4,646
미디어/콘텐츠	554	595	616	649	641	690	701	719	2,414	2,751	3,031
금융 및 기타	1,370	1,463	1,534	1,504	1,415	1,466	1,432	1,471	5,872	5,783	5,860
상품수익	847	803	852	973	879	1,010	1,156	1,017	3,475	4,062	4,182
영업비용	5,313	5,408	5,579	5,899	5,432	5,810	5,901	5,990	22,199	23,134	23,855
인건비	922	988	930	1,006	984	1,006	959	1,035	3,846	3,985	4,109
감가상각비	832	822	815	813	907	903	897	945	3,282	3,653	3,719
지급수수료	269	259	282	272	218	271	283	271	1,082	1,043	1,106
광고선전비	45	40	41	32	30	45	36	37	158	147	168
상품구입비	944	908	939	1,106	943	1,130	1,268	1,156	3,897	4,497	4,135
영업이익	**397**	**399**	**369**	**96**	**402**	**288**	**313**	**158**	**1,262**	**1,161**	**1,251**
YoY	-4.8%	-10.8%	-2.1%	-28.4%	1.3%	-27.8%	-15.4%	64.9%	-8.3%	-8.0%	7.7%
OPM	7.0%	6.9%	6.2%	1.6%	6.9%	4.7%	5.0%	2.6%	5.4%	4.8%	5.0%
영업외순익	(43.1)	(9.2)	(32.5)	(80.5)	(5.0)	(4.7)	(42.2)	(72.6)	(165.3)	(124.5)	(155.1)
세전이익	353	391	334	13	398	284	270	85	1,091	1,037	1,096
지배주주순이익	**197**	**251**	**222**	**18**	**231**	**174**	**190**	**59**	**688**	**654**	**748**

주요가정

(천명, %, 명)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018A	2019F	2020F
무선 가입자수	**20,379**	**20,661**	**20,920**	**21,120**	**21,333**	**21,549**	**21,771**	**21,920**	**21,120**	**21,920**	**22,693**
순증(QoQ)	364	282	259	200	213	216	222	149	-	-	-
LTE	15,875	16,219	16,610	16,980	17,386	17,799	17,169	17,114	16,980	17,114	15,200
5G	-	-	-	-	-	409	1,055	1,578	-	1,578	5,692
무선 ARPU	**32,993**	**32,733**	**32,372**	**31,608**	**31,496**	**31,745**	**31,912**	**32,330**	**31,608**	**32,330**	**33,262**
QoQ	-3.2%	-0.8%	-1.1%	-2.4%	-0.4%	0.8%	0.5%	1.3%	-	-	-
YoY	-4.5%	-5.3%	-6.5%	-7.2%	-4.5%	-3.0%	-1.4%	2.3%	-7.2%	2.3%	2.9%

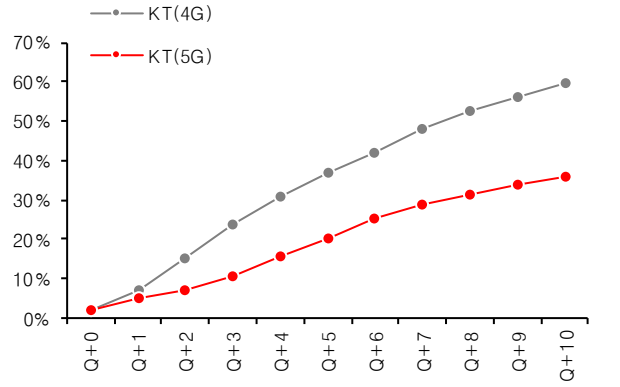
자료: KT, 유진투자증권

도표 56 KT ARPU 추이 및 전망



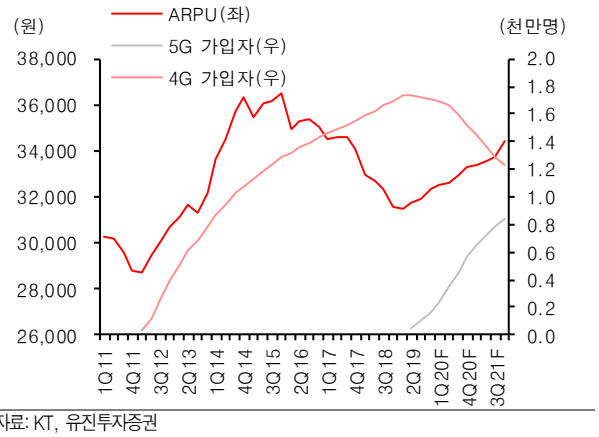
자료: KT, 유진투자증권

도표 57 KT 4G 및 5G 보급률 전망



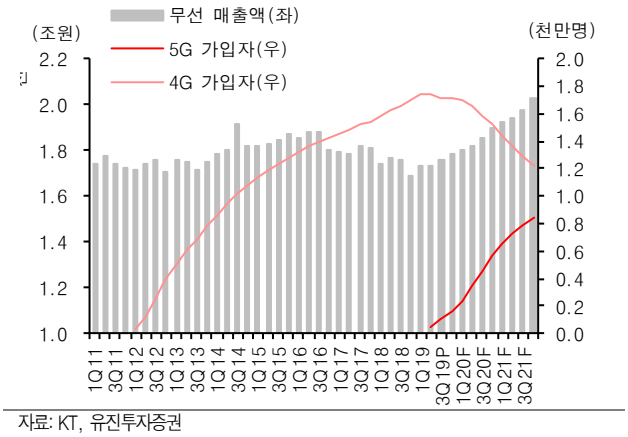
자료: KT, 유진투자증권

도표 58 5G 가입자수 증가로 ARPU 개선



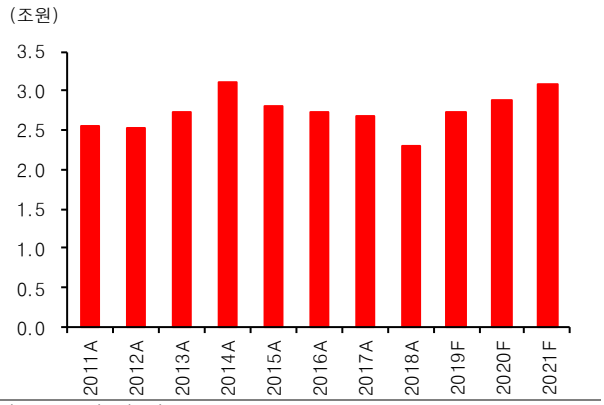
자료: KT, 유진투자증권

도표 59 5G 가입자수 증가로 무선 매출액 증가



자료: KT, 유진투자증권

도표 60 KT 별도 마케팅비용 전망



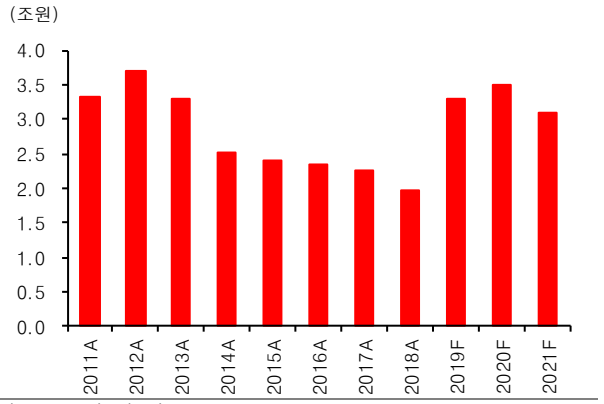
자료: KT, 유진투자증권

도표 61 KT 해지율 추이



자료: KT, 유진투자증권

도표 62 KT 별도 CAPEX 전망



자료: KT, 유진투자증권

도표 63 KT 5G 주파수 현황

경매대역	최저 경매가격(십억원)	최종낙찰가(십억원)
3.5GHz	948.0	968.0
28GHz	207.2	207.8

자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

KT(030200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**29,731**	**32,189**	**33,726**	**34,321**	**34,881**
유동자산	9,672	11,894	12,113	12,608	13,334
현금성자산	2,901	3,698	3,519	3,763	4,250
매출채권	5,993	5,807	6,064	6,271	6,465
재고자산	458	684	808	836	862
비유동자산	20,058	20,295	21,613	21,713	21,547
투자자산	3,863	3,819	5,129	5,338	5,554
유형자산	13,562	13,068	13,628	14,079	14,233
기타	2,633	3,407	2,856	2,296	1,760
부채총계	**16,520**	**17,458**	**18,473**	**18,607**	**18,569**
유동부채	9,474	9,388	9,892	9,977	9,887
매입채무	7,426	7,008	8,287	8,361	8,261
유동성이자부채	1,611	1,369	585	585	585
기타	437	1,011	1,021	1,031	1,041
비유동부채	7,046	8,070	8,581	8,631	8,682
비유동이자부채	5,259	5,443	5,821	5,821	5,821
기타	1,787	2,627	2,760	2,810	2,861
자본총계	**13,211**	**14,731**	**15,253**	**15,714**	**16,312**
지배지분	11,819	13,203	13,671	14,131	14,730
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,441	1,440	1,443	1,443	1,443
이익잉여금	9,988	11,329	11,687	12,148	12,746
기타	(1,175)	(1,131)	(1,024)	(1,024)	(1,024)
비지배지분	1,392	1,529	1,582	1,582	1,582
자본총계	**13,211**	**14,731**	**15,253**	**15,714**	**16,312**
총차입금	6,870	6,813	6,405	6,405	6,405
순차입금	3,969	3,114	2,886	2,643	2,155

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**23,387**	**23,460**	**24,294**	**25,106**	**26,043**
증가율(%)	2.8	0.3	3.6	3.3	3.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**23,387**	**23,460**	**24,294**	**25,106**	**26,043**
판매 및 일반관리비	22,012	22,199	23,134	23,855	24,564
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**1,375**	**1,262**	**1,161**	**1,251**	**1,479**
증가율(%)	(4.5)	(8.3)	(8.0)	7.7	18.3
EBITDA	**4,813**	**4,626**	**4,814**	**4,970**	**5,071**
증가율(%)	(1.0)	(3.9)	4.0	3.2	2.0
영업외손익	**(538)**	**(171)**	**(124)**	**(155)**	**(172)**
이자수익	93	245	287	301	313
이자비용	302	297	305	305	305
지분법손익	(15)	(2)	(10)	(10)	(10)
기타영업손익	(314)	(117)	(96)	(142)	(171)
세전순이익	**837**	**1,091**	**1,037**	**1,096**	**1,307**
증가율(%)	(25.7)	30.3	(4.9)	5.7	19.3
법인세비용	276	328	297	274	327
당기순이익	**562**	**762**	**740**	**822**	**980**
증가율(%)	(29.6)	35.8	(2.9)	11.0	19.3
지배주주지분	477	688	654	748	885
증가율(%)	(33.0)	44.4	(5.1)	14.4	18.4
비지배지분	85	74	87	74	95
EPS(원)	**1,826**	**2,637**	**2,503**	**2,864**	**3,390**
증가율(%)	(33.0)	44.4	(5.1)	14.4	18.4
수정EPS(원)	1,826	2,637	2,503	2,864	3,390
증가율(%)	(33.0)	44.4	(5.1)	14.4	18.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**3,878**	**4,010**	**4,673**	**4,359**	**4,211**
당기순이익	562	762	740	822	980
자산상각비	3,438	3,365	3,653	3,719	3,592
기타비현금성손익	(133)	127	505	(14)	(33)
운전자본증감	(414)	(622)	(27)	(168)	(327)
매출채권감소(증가)	(303)	(81)	(96)	(207)	(194)
재고자산감소(증가)	(98)	(274)	(135)	(28)	(26)
매입채무증가(감소)	162	(168)	(215)	74	(100)
기타	(175)	(99)	418	(7)	(7)
투자현금	**(3,483)**	**(2,704)**	**(3,557)**	**(3,856)**	**(3,466)**
단기투자자산감소	0	231	223	(28)	(29)
장기투자증권감소	57	0	(10)	(20)	(20)
설비투자	(2,442)	(2,261)	(3,573)	(3,500)	(3,100)
유형자산처분	68	91	25	0	0
무형자산처분	(591)	(726)	(468)	(110)	(110)
재무현금	**(1,363)**	**(532)**	**(991)**	**(287)**	**(287)**
차입금증가	(1,236)	(214)	(734)	0	0
자본증가	(243)	(299)	(270)	(287)	(287)
배당금지급	243	299	270	287	287
현금 증감	**(972)**	**775**	**125**	**215**	**458**
기초현금	2,900	1,928	2,703	2,828	3,044
기말현금	1,928	2,703	2,828	3,044	3,502
Gross Cash flow	4,733	4,834	4,898	4,526	4,539
Gross Investment	3,898	3,557	3,808	3,996	3,764
Free Cash Flow	**836**	**1,277**	1,090	531	775

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,826	2,637	2,503	2,864	3,390
BPS	45,264	50,563	52,357	54,120	56,411
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
밸류에이션(배,%)					
PER	16.6	11.3	10.8	9.5	8.0
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	2.5	2.4	2.1	2.0	1.8
배당수익율	3.3	3.7	4.1	4.1	4.1
PCR	1.7	1.6	1.4	1.6	1.6
수익성(%)					
영업이익율	5.9	5.4	4.8	5.0	5.7
EBITDA이익율	20.6	19.7	19.8	19.8	19.5
순이익율	2.4	3.2	3.0	3.3	3.8
ROE	4.1	5.5	4.9	5.4	6.1
ROIC	5.5	5.2	4.7	5.2	6.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	30.0	21.1	18.9	16.8	13.2
유동비율	102.1	126.7	122.4	126.4	134.9
이자보상배율	4.5	4.2	3.8	4.1	4.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	4.1	4.0	4.1	4.1	4.1
재고자산회전율	56.0	41.1	32.6	30.5	30.7
매입채무회전율	3.2	3.3	3.2	3.0	3.1

자료: 유진투자증권

LG유플러스(032640.KS)

통신/미디어/엔터 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

무선 이익의 레버리지 가장 높아

■ **무선 비중 높은 만큼 5G의 수익화에 따른 이익 개선 폭 가장 클 것**

동사는 순수 통신사로 볼 수 있을 만큼 경쟁사 대비 무선사업의 비중이 가장 높다. 따라서 2020년 5G 보급률 확대에 따른 무선 매출 성장에서 이익 레버리지가 가장 클 것으로 예상된다. 당사에서 추정하는 동사의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 13.4조원(+5% yoy), 7,704억원(+21% yoy)다.

또한 3위 사업자로서 5G 기반의 클라우드 서비스를 업계 최초로 출시하는 등 5G 기반 신규 서비스를 통한 서비스 차별화를 확대하고 있다. 5G 시장 가입자 점유율도 전체 시장 점유율을 상회하고 있어 점진적인 점유율 상승도 기대된다.

■ **CJ헬로 인수도 차질없이 진행됨에 따라 미디어 경쟁력 확대도 긍정적**

동사의 CJ헬로 기업결합과 관해 공정거래위원회의 조건부 승인이 이뤄졌다. 교차판매, 결합판매 금지 등의 우려사항이 해소됨으로써 유료방송시장 점유율 확대를 통한 시너지가 예상된다. 특히 유무선 모두에서 3위 사업자로서 경쟁력이 상대적으로 뒤쳐졌지만, 이번 지분 취득을 통해 유료방송시장에서는 2위 사업자로 올라서게 된다. 무선과 유선의 결합상품 이용비중이 높다는 측면에서 유료방송 점유율 확대가 무선 점유율 확대로 이어질 가능성도 높다.

■ **목표주가 18,500원으로 상향, 2020년 업종 내 최선호주로 제시**

무선수익의 증가가 비용 상승을 상쇄하는 시기에 본격 진입하게 되면, 무선이익 비중이 높은 LG유플러스의 주가 상승 폭이 가장 크게 나타날 것으로 예상된다. 또한 CJ헬로 인수나 5G 시장 내 점유율 확대를 통한 이동통신시장 내 시장점유율의 점진적인 상승까지 이뤄지게 되면 당사의 추정을 상회하는 이익 개선도 가능하다는 판단이다. **LG유플러스에 대한 목표주가를 9% 상향한 18,500원(12개월 선행 EBITDA, 3.7배 적용)으로 수정, 2020년 업종 내 최선호주로 제시**한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	12,279	12,125	12,729	13,406	14,205
영업이익(십억원)	826	731	637	770	879
세전계속사업손익(십억원)	667	648	564	703	810
당기순이익(십억원)	547	482	426	531	613
EPS(원)	1,253	1,103	977	1,217	1,403
증감률(%)	11.1	-12.0	-11.5	24.6	15.4
PER(배)	11.2	16.0	14.5	11.7	10.1
ROE(%)	10.9	8.0	6.1	7.3	8.0
PBR(배)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	3.6	4.3	3.2	2.8	2.4

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	18,500원
현재주가(11/11)	14,200원

Key Data (기준일: 2019.11.11)

KOSPI(pt)	2,124
KOSDAQ(pt)	661
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	6,200
52주 최고/최저(원)	18,700 / 12,000
52주 일간 Beta	0.00
발행주식수(천주)	436,611
평균거래량(3M,천주)	1,216
평균거래대금(3M,백만원)	16,281
배당수익률(19F, %)	2.8
외국인 지분율(%)	37.7
주요주주 지분율(%)	
LG외 1인	36.1
국민연금공단	10.0
The Capital Gorup…	7.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	14.1	-10.1	-8.7
KOSPI 대비상대수익률	-1.7	4.4	-10.9	-10.5

Company vs KOSPI composite

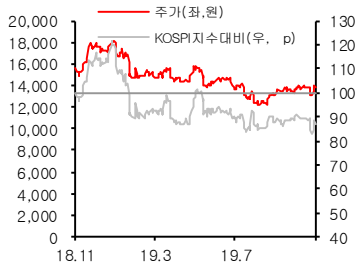


도표 64 LG유플러스 실적 추이 및 전망

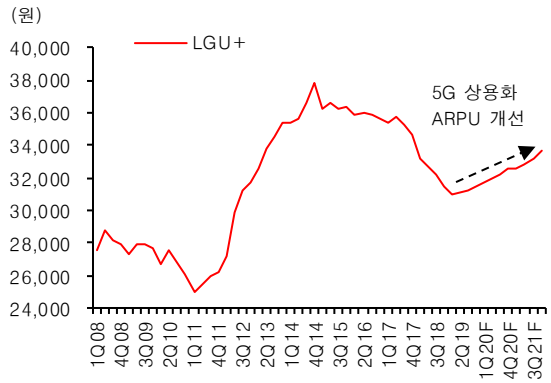
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018A	2019F	2020F
영업수익	**2,980**	**2,981**	**2,992**	**3,173**	**3,020**	**3,200**	**3,244**	**3,265**	**12,125**	**12,729**	**13,406**
YoY	3.4%	-1.0%	-2.2%	-4.7%	1.4%	7.3%	8.4%	2.9%	-1.3%	5.0%	5.3%
무선수익	1,335	1,341	1,351	1,412	1,345	1,374	1,398	1,457	5,438	5,574	6,066
홈미디어수익	441	445	483	477	498	506	509	522	1,846	2,035	2,183
기업수익	482	537	481	509	461	491	486	516	2,009	1,954	1,996
단말수익	710	638	666	767	706	822	840	770	2,781	3,138	3,161
영업비용	2,792	2,770	2,764	3,068	2,826	3,051	3,088	3,127	11,394	12,092	12,636
인건비	265	247	276	307	305	309	302	335	1,097	1,251	1,312
감가상각비	495	503	494	502	501	508	544	566	1,672	2,055	2,179
마케팅비용	482	491	484	517	498	528	540	537	1,973	2,103	2,193
상품구입비	742	712	704	845	733	893	906	875	3,002	3,407	3,616
기타	808	817	807	897	789	813	796	815	3,650	3,276	3,336
영업이익	**188**	**211**	**228**	**104**	**195**	**149**	**156**	**137**	**731**	**637**	**770**
YoY	-7.5%	1.5%	6.5%	-48.3%	3.7%	-29.6%	-31.7%	32.1%	-11.5%	-12.9%	21.0%
OPM	6.3%	7.1%	7.6%	3.3%	6.4%	4.6%	4.8%	4.2%	6.0%	5.0%	5.7%
영업외순익	-26	-22	-20	-15	-19	-16	-20	-17	-83	-73	-68
세전이익	162	189	208	89	176	132	136	120	648	564	703
지배주주순이익	**116**	**137**	**154**	**75**	**133**	**99**	**105**	**91**	**482**	**426**	**531**

주요가정

(천명, %, 명)	1Q18	2Q18	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018A	2019F	2020F
무선 가입자수	**13,410**	**13,678**	**13,971**	**14,128**	**14,398**	**14,694**	**14,961**	**15,191**	**14,128**	**15,191**	**16,082**
순증(QoQ)	227	268	293	157	270	296	267	230	-	-	-
LTE	13,336	13,684	13,650	13,572	12,948	11,943	13,480	13,034	13,336	13,034	10,900
5G	-	-	387	671	1,514	2,733	875	1,519	-	1,519	4,506
무선 ARPU	**33,250**	**32,681**	**32,245**	**31,546**	**31,051**	**31,164**	**31,217**	**31,503**	**31,546**	**31,503**	**32,566**
QoQ	-4.0%	-1.7%	-1.3%	-2.2%	-1.6%	0.4%	0.2%	0.9%	-	-	-
YoY	-6.1%	-8.6%	-8.7%	-8.9%	-6.6%	-4.6%	-3.2%	-0.1%	-8.9%	-0.1%	3.4%

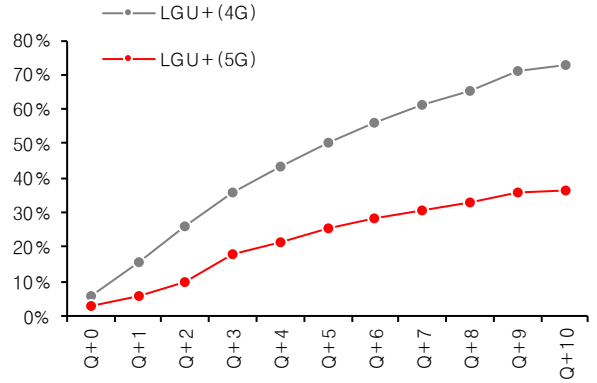
자료: 유진투자증권

도표 65 LG유플러스 ARPU 추이 및 전망



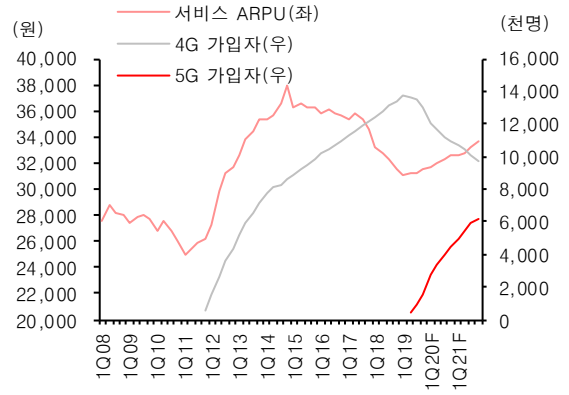
자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 66 LG유플러스 4G 및 5G 보급률 전망



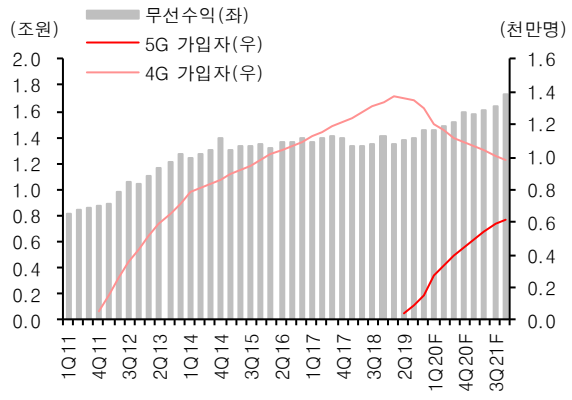
자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 67 5G 가입자수 증가로 ARPU 개선



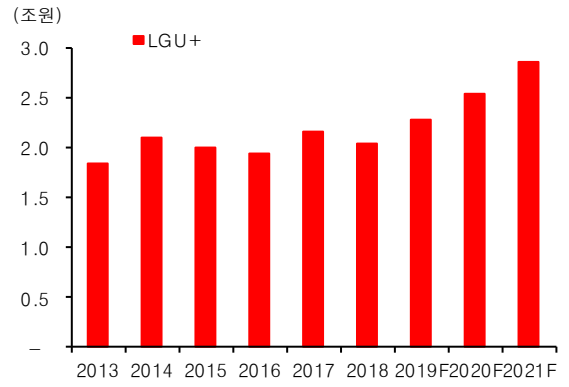
자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 68 5G 가입자수 증가로 무선수익 증가



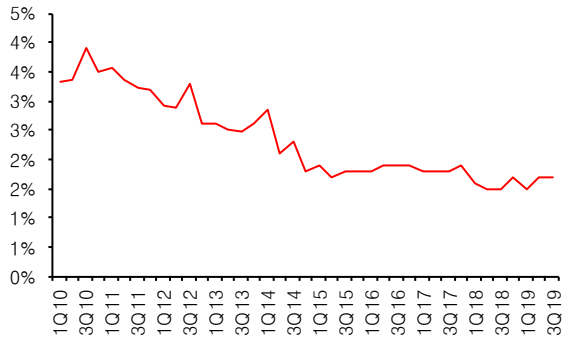
자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 69 LG유플러스 마케팅비용 전망



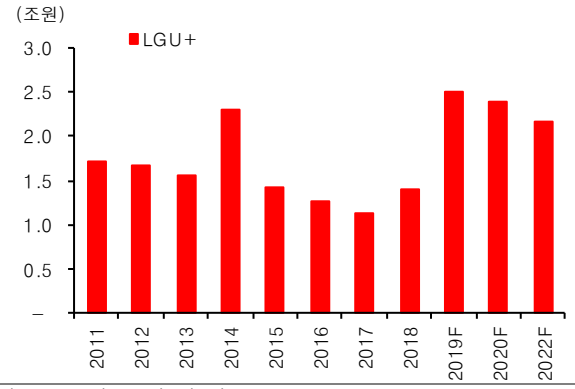
자료: LG유플러스, 유진투자증권
주: 마케팅비는 판매수수료+광고선전비

도표 70 LG유플러스 해지율 추이



자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 71 LG유플러스 CAPEX 전망



자료: LG유플러스, 유진투자증권

도표 72 LG유플러스 5G 주파수 현황

경매대역	최저 경매가격(십억원)	최종낙찰가(십억원)
3.5GHz	758.4	809.5
28GHz	207.2	207.2

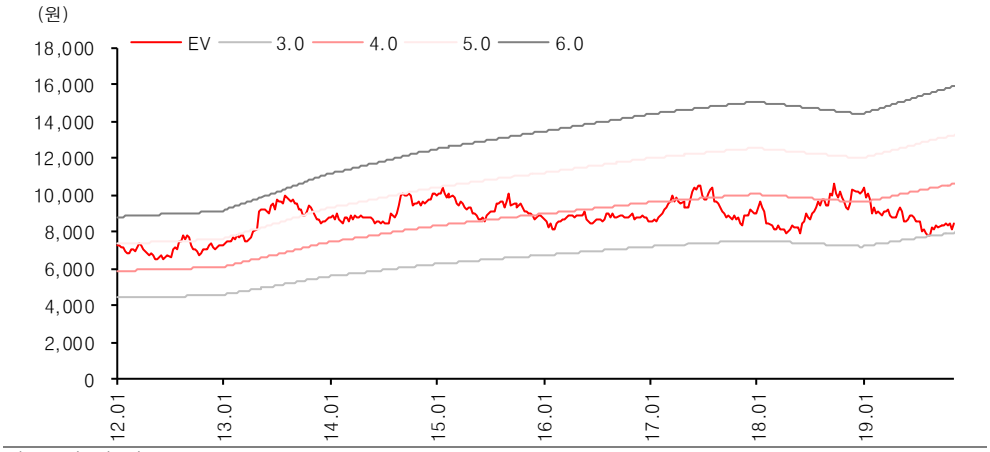
자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 73 목표주가 산정 식

(구분)	계산	비고
영업가치(A) (십억원)	**10,516**	
12개월 선행 EBITDA(십억원)	2,881	4Q19-3Q20의 EBITDA
적용 Multiple(배)	3.7	4G 도입 초기인 2011-2013년 평균
순차입금(B) (십억원)	**2,382**	2019년 예상 순차입금
기업가치(C)=(A)-(B)	**8,133**	
주식수(천주)	436,611	
주당주치(원)	18,628	
목표주가(원)	**18,500**	
현재주가(원)	14,200	
상승여력(%)	30.3%	

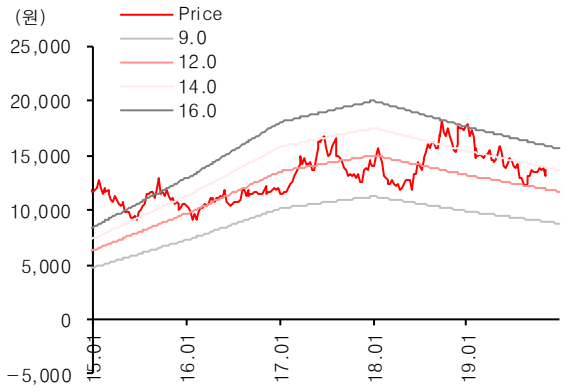
자료: 유진투자증권

도표 74 LG유플러스 EV/EBITDA 밴드



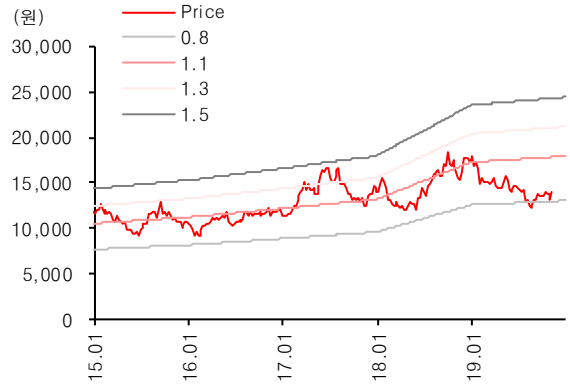
자료: 유진투자증권

도표 75 LG유플러스 PER 밴드



자료: 유진투자증권

도표 76 LG유플러스 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

LG유플러스(032640.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**11,935**	**13,940**	**13,933**	**14,485**	**14,991**
유동자산	3,073	4,247	4,021	4,643	5,208
현금성자산	516	448	885	1,323	1,620
매출채권	2,093	1,880	2,326	2,471	2,684
재고자산	335	455	572	608	661
비유동자산	8,862	9,693	9,912	9,842	9,783
투자자산	1,378	995	1,072	1,116	1,161
유형자산	6,527	6,466	7,086	6,985	6,907
기타	957	2,232	1,754	1,741	1,714
부채총계	**6,702**	**7,087**	**6,826**	**7,021**	**7,090**
유동부채	3,665	3,833	3,585	3,696	3,653
매입채무	1,380	1,402	1,610	1,711	1,858
유동성이자부채	881	895	988	988	788
기타	1,403	1,536	987	997	1,007
비유동부채	3,038	3,254	3,241	3,325	3,436
비유동이자부채	2,461	2,076	2,279	2,279	2,279
기타	577	1,177	962	1,046	1,157
자본총계	**5,233**	**6,853**	**7,107**	**7,464**	**7,902**
지배지분	5,233	6,853	7,107	7,463	7,902
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	1,821	3,447	3,698	4,055	4,493
기타	1	(5)	(2)	(2)	(2)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**5,233**	**6,853**	**7,107**	**7,464**	**7,902**
총차입금	3,342	2,971	3,267	3,267	3,067
순차입금	2,826	2,523	2,382	1,944	1,447

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**12,279**	**12,125**	**12,729**	**13,406**	**14,205**
증가율(%)	7.2	(1.3)	5.0	5.3	6.0
매출원가	0	0	733	0	0
매출총이익	**12,279**	**12,125**	**11,996**	**13,406**	**14,205**
판매 및 일반관리비	11,453	11,394	11,359	12,636	13,325
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**826**	**731**	**637**	**770**	**879**
증가율(%)	10.7	(11.5)	(12.9)	21.0	14.1
EBITDA	**2,515**	**2,403**	**2,692**	**2,949**	**3,153**
증가율(%)	4.8	(4.5)	12.0	9.6	6.9
영업외손익	**(159)**	**(83)**	**(72)**	**(68)**	**(69)**
이자수익	26	35	26	36	38
이자비용	117	101	78	103	101
지분법손익	(1)	2	0	(0)	(0)
기타영업손익	(68)	(18)	(21)	(1)	(6)
세전순이익	**667**	**648**	**564**	**703**	**810**
증가율(%)	3.8	(2.8)	(13.0)	24.6	15.4
법인세비용	120	167	138	171	198
당기순이익	**547**	**482**	**426**	**531**	**613**
증가율(%)	11.0	(12.0)	(11.5)	24.6	15.4
지배주주지분	547	482	426	531	613
증가율(%)	11.1	(12.0)	(11.5)	24.6	15.4
비지배지분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	**1,253**	**1,103**	**977**	**1,217**	**1,403**
증가율(%)	11.1	(12.0)	(11.5)	24.6	15.4
수정EPS(원)	1,253	1,103	977	1,217	1,403
증가율(%)	11.1	(12.0)	(11.5)	24.6	15.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**2,279**	**2,069**	**2,699**	**2,721**	**2,887**
당기순이익	547	482	426	531	613
자산상각비	1,689	1,672	2,055	2,179	2,274
기타비현금성손익	5	(4)	2,577	85	111
운전자본증감	(160)	(1,901)	(2,241)	(73)	(111)
매출채권감소(증가)	(525)	220	(782)	(146)	(213)
재고자산감소(증가)	(77)	(123)	(117)	(36)	(52)
매입채무증가(감소)	218	(182)	(925)	101	148
기타	224	(1,816)	(416)	7	8
투자현금	**(1,358)**	**(1,594)**	**(1,999)**	**(2,112)**	**(2,218)**
단기투자자산감소	0	0	324	(3)	(3)
장기투자증권감소	(4)	(4)	(17)	(23)	(24)
설비투자	(1,183)	(1,221)	(1,660)	(1,743)	(1,847)
유형자산처분	10	7	12	0	0
무형자산처분	(148)	(395)	(594)	(323)	(323)
재무현금	**(789)**	**(547)**	**(276)**	**(175)**	**(375)**
차입금증가	(640)	(372)	(102)	0	(200)
자본증가	(153)	(175)	(175)	(175)	(175)
배당금지급	153	175	175	175	175
현금 증감	**133**	**(71)**	**424**	**435**	**294**
기초현금	317	450	379	803	1,237
기말현금	450	379	803	1,237	1,532
Gross Cash flow	2,681	4,205	5,059	2,795	2,997
Gross Investment	1,518	3,495	4,564	2,182	2,325
Free Cash Flow	**1,163**	**711**	**495**	**613**	**672**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,253	1,103	977	1,217	1,403
BPS	11,985	15,696	16,277	17,094	18,097
DPS	400	400	400	400	400
밸류에이션(배,%)					
PER	11.2	16.0	14.5	11.7	10.1
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	3.6	4.3	3.2	2.8	2.4
배당수익율	2.9	2.3	2.8	2.8	2.8
PCR	2.3	1.8	1.2	2.2	2.1
수익성(%)					
영업이익율	6.7	6.0	5.0	5.7	6.2
EBITDA이익율	20.5	19.8	21.1	22.0	22.2
순이익율	4.5	4.0	3.4	4.0	4.3
ROE	10.9	8.0	6.1	7.3	8.0
ROIC	8.3	6.5	5.4	6.6	7.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	54.0	36.8	33.5	26.1	18.3
유동비율	83.9	110.8	112.2	125.6	142.6
이자보상배율	7.1	7.2	8.2	7.5	8.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	6.2	6.1	6.1	5.6	5.5
재고자산회전율	41.2	30.7	24.8	22.7	22.4
매입채무회전율	9.2	8.7	8.5	8.1	8.0

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

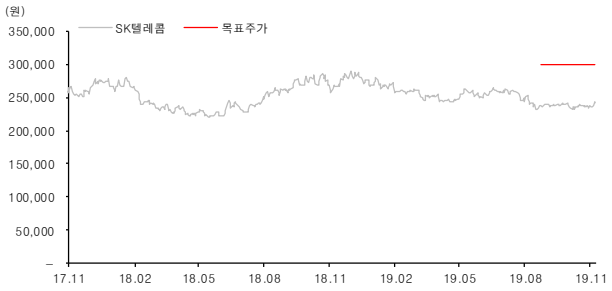
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.9.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-09-03	BUY	300,000	1년	-20.8	-19.0
2019-09-18	BUY	300,000	1년	-20.8	-19.0
2019-10-10	BUY	300,000	1년	-20.8	-19.0
2019-10-29	BUY	300,000	1년	-20.7	-19.0
2019-11-01	BUY	300,000	1년	-20.2	-19.0
2019-11-11	BUY	300,000	1년	-	-
2019-11-12	BUY	300,000	1년		

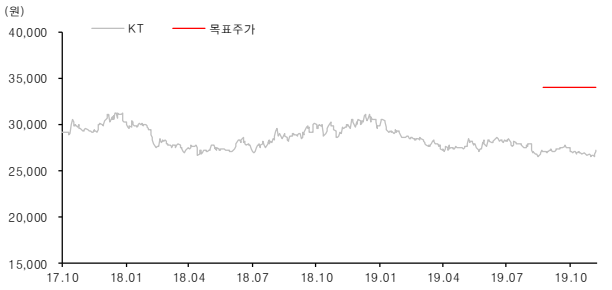
SK텔레콤(017670.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-09-03	BUY	34,000	1년	-20.4	-18.4
2019-10-02	BUY	34,000	1년	-21.1	-20.0
2019-11-11	BUY	34,000	1년	-	-
2019-11-12	BUY	34,000	1년		

KT(030200.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-09-03	BUY	17,000	1년	-19.8	-17.1
2019-10-01	BUY	17,000	1년	-19.4	-17.1
2019-11-04	BUY	17,000	1년	-19.1	-17.1
2019-11-11	BUY	17,000	1년	-	-
2019-11-12	BUY	18,500	1년		

LG유플러스(032640.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅

