

## KT (030200)

## 구조조정 시나리오 분석 (feat. Top Pick인 이유)

2024년 10월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	47,000 원 (유지)
✓ 상승여력	10.1%	✓ 현재주가 (10월 17일)	42,700 원

\*목표가와 실적추정치는 세부내용이 확정된 후 상향 조정 예정

## 신한생각 25년 총주주환원율은 최대 8%대에 달할 전망

10/17 KT-노조간 협상이 마무리되면서 조만간 구조조정이 시작될 전망이다. 관련해 실적, 주주환원, 주가에 미칠 영향을 분석해 봄. 결론적으로 24년 주당배당금(DPS) 삭감 가능성이 제한적인 가운데, 25년 총주주환원수익률이 기존 추정치 6.9%에서 최대 8%대까지 높아질 것으로 기대. 통신 3사 중 유일하게 주주환원을 늘릴 회사, Top Pick 의견 유지

## 구조조정안: 별도 인력 최대 5,700명 감소 전망

언론에 따르면 KT는 본사 인력 약 5,700명을 자회사로 재배치하거나 희망퇴직을 시행. 이번 구조조정이 아주 급작스럽지는 않음. KT 인력은 약 1.8만명으로 SK텔레콤/SK브로드밴드 8천명, LG유플러스 1만명보다 많고 절반 이상이 50대로 알려져있기 때문. FY23~25 주주환원 정책은 별도 조정순의 50%를 주주환원하는 것, 실적 개선에 따른 주주환원 확대 기대

## 주주환원 확대에 따른 주가 상승 기대

뒷쪽 본문(3p~)에 1) 과거 구조조정 시 주가 패턴, 2) 2024년 주주환원(배당 삭감 가능성), 3) 2025년 주주환원을 분석해 봄

최근 사례인 09년, 14년을 살펴보면 구조조정은 주가 상승 재료였음. 문제는 재무 부담이 커지면 배당 삭감 가능성이 있다는 점인데(14년 사례), 24년 주당배당금(DPS) 역성장은 없을 듯. 희망퇴직 규모가 상대적으로 작고 5G 이익 회수기로 잉여현금흐름(FCF) 규모도 조금씩 커지는 구간

25년부터는 별도 실적이 개선되며 주주환원 규모 확대될 것. 임의로 인건비 감소 효과를 연간 3~5천억원이라고 추정해봤을 때 25년 예상 총주주환원수익률은 최소 6.2%, 특별주주환원 시 8% 중후반까지 상승

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	25,650.0	1,690.1	1,262.5	7.0	8.0	0.5	3.4	5.8
2023	26,376.3	1,649.8	1,009.9	8.9	6.1	0.5	3.4	5.7
2024F	26,605.3	1,759.4	1,142.0	9.5	6.7	0.6	3.5	4.7
2025F	27,913.2	2,252.2	1,519.3	7.1	8.5	0.6	3.1	4.7
2026F	27,562.6	1,987.5	1,363.2	7.7	7.2	0.5	3.1	4.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## [통신서비스]

김아람 선임연구원

✉ kimaram@shinhan.com

## Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

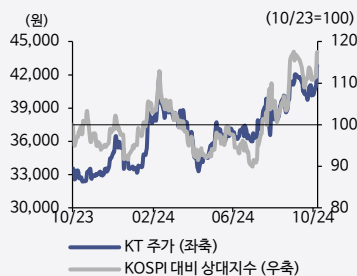
시가총액	10,786.5 십억원
발행주식수(유동비율)	252.0 백만주(70.2%)
52주 최고가/최저가	42,800 원/32,350 원
일평균 거래액 (60 일)	25,173 백만원
외국인 지분율	48.3%

## 주요주주 (%)

현대자동차 외 1인	8.1
국민연금공단	7.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.8	17.3	28.3	25.3
상대	0.5	27.8	21.0	28.2

## 주가



## 참고사항: 언론 보도 구조조정안 정리

- 언론에 따르면 전일(10/17) KT-노조간 협상이 마무리돼 최대 5,700명의 본사 인력을 자회사로 재배치하거나 희망퇴직을 시행할 예정. 언론을 종합한 세부 내용은 아래와 같음(아직 공식적인 소통 이전)
- [인력 재배치] 1) 자회사 2곳(KT OPS, KT P&M)을 신설하고 네트워크 관련 인력 이동, 2) 자회사(KT IS/CS)로 민원 업무 등 이관, 3) 본사 상권/법인가치영업/현장지원 업무 폐지. 각각 해당인원은 3,400명, 380명, 170명, 760명
- [특별희망퇴직] 대상자 중 자회사 이동을 원하지 않는 실근속 10년 이상 임직원에는 특별 퇴직금 지급. 이동/희망퇴직 모두를 원하지 않는 직원에 대해서는 공백 상권 영업 직무로 전환. 대상자가 아니더라도 실근속 15년 이상이면서 정년이 6개월 이상 남은 직원도 희망시 퇴직 가능
- 이번 구조조정이 아주 급작스럽지는 않음. KT 본사 인력은 약 1.8만명으로 SK 텔레콤/SK브로드밴드 합산 8천명, LG유플러스 1만명보다 많고, 인력의 절반 이상이 50대인 것으로 알려졌다기 때문. 정년 퇴직으로 점차 줄어들 것으로 예상했던 인원 감소 시점을 앞당기는 효과. KT의 FY23~25 주주환원 정책은 별도 조정 손이익의 50%를 현금배당 또는 자사주 매입·소각하는 것, 별도 실적 개선에 따른 주주환원 여력 확대 기대

## 24년 구조조정안 정리 (KT 공식보도가 아니라 언론자료를 종합, 세부 내용 달라질 수 있음)

	해당인원 (명)	내용
인력 재배치	4,710 3,400 380 170 760	KT 100% 출자해 네트워크 관련 자회사 2곳 신설 (25/1/1 법인 설립 목표) 1) KT OPS(자본금 610억원) 신설: 선로 통신시설 설계·시공·유지보수와 고객전송·개통 AS 업무 2) KT P&M(자본금 100억원) 신설: 국내 내 전월시설 설계·시공과 도서 지역, 선박 통신 운용·유지보수 3) KT IS/CS(자회사)로 업무 이관: 고객민원, 기업고객 마케팅 업무 등 4) 본사 업무 일부 폐지: 상권영업, 법인가치영업, 현장지원 실근속 10년 이상 직원이 이동하는 경우 일시금 + 기본급의 70% 지급 이동한 회사에서 정년이 도래하면, 희망시 3년간 축적된 고용 보장
특별희망퇴직	990	1) 대상자이나 자회사 이동을 원하지 않는 실근속 10년 이상 임직원이 대상자 월 기본급에 산정월수, 지급률(165~208.3%)을 곱한 금액 지급 2) 자회사 이동/희망퇴직을 모두 원치 않는 직원은 신설부서로 이동해 공백 상권 영업력 강화 담당 3) 대상자가 아니더라도 실근속 15년 이상 직원은 희망시 동일 조건으로 퇴직 가능
총 대상자	~5,700	

자료: 언론 보도 종합, 신한투자증권

주1: 10월말~11월초까지 부서 이동/특별희망퇴직 신청을 받을 계획

주2: 세부 내용이나 특별희망퇴직 규모는 최종안/임직원 신청 완료 후 알 수 있음. 임의로 5.7천명에서 4,710명 빼서 넣어 둠

## 1) 과거 주가 패턴은?

- 최근 구조조정인 09년, 14년 사례를 살펴보면, 두 사례 모두 구조조정 이후 중장기 실적 개선 기대감 작동하며 주가 상승 관찰됨
- 문제는 대규모 희망퇴직을 하는 경우 일회성 비용이 크게 발생해 배당 삭감 가능성이 있다는 점. 2Q14에는 약 1.2조원의 일회성 인건비가 발생했고 희망퇴직을 전후해 약 2조원의 차입금/사채가 증가, 무배당을 결정

### 1) 09년 구조조정 발표 전후 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 2) 14년 구조조정 발표 전후 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 14년 1~2월 황창규 회장 취임

4Q13 대규모 적자 공시, DPS 800원 결정(이전 2천원)

### 1) 09년 이석채 회장 당시 구조조정 정리

타임라인	09년 12월 10일 발표, 12월 29일 확정
내용	근속연수 15년 이상 직원 특별 희망퇴직(4만명 중 2.5만명 해당)
퇴직자 수	5,992명
일회성 비용	약 8,500억원
해당 분기 영업이익	-5,495억원 (적자)
주가 반응	발표 직후 4% 상승, 이후 스마트폰 확대 기대감으로 업종 동반 상승
DPS	2,000원, 07년 수준 유지
재무 상태	3Q09 현금성 자산 1.7조원, 1Q10 2.8천억원 단기 차입금 증가

자료: 신한투자증권

**2) 14년 황창규 회장 당시 구조조정 정리**

타임라인	14년 4월 8일 발표, 4월 29일 확정
내용	1) 근속연수 15년 이상 직원 특별 희망퇴직(3.1만명 중 2.3만명 해당) - 명퇴금 + 특별가산금 + 근속가산금. 퇴직금 외 2년치 월급인 1.7억원 지급 2) 거부하는 경우 재취업, 명퇴금 수령 후 계열사에서 2년 동안 근무 - 명퇴금 + 정액금(5천만원) + 급여 3) 지사 광역화
퇴직자 수	8,304명
일회성 비용	약 1.2조원
해당 분기 영업이익	-2,663억원 (적자)
주가 반응	발표 직후 7% 상승, 마케팅 경쟁 우려에 조정 받다가 단통법 기대감으로 반등
DPS	0원, 대규모 적자에 무배당 결정
재무 상태	1Q24 현금성 자산 1조원, 2Q14 차입금/사채 약 2조원 증가

자료: 신한투자증권

**3) 24년 김영섭 대표 구조조정 정리**

타임라인	24년 10월 15일 이사회 결의
퇴직자 수	?명
일회성 비용	?억원
해당 분기 영업이익	4Q24 반영 예상
주가 반응	
DPS	?원
재무 상태	2Q24 현금성 자산 1.7조원

자료: 신한투자증권

## 2) 2024년 배당 삭감 가능성이 있을까?

- 그렇다면 24년에 배당 삭감 가능성이 있을까? 공식보도가 나오지 않았으나 언론에 따르면 10월말~11월초 부서 이동/특별히망퇴직 신청 절차가 완료됨. 일회성 비용이 발생한다면 4Q24일 확률이 높겠음. 아래에 퇴직인원에 따른 24년 별도 순이익을 새롭게 추정해 봄. 결론적으로 24년에는 컨센서스 수준인 주당배당금 2천원 지급이 큰 무리가 없을 것으로 보임(전년 1,960원 대비 소폭 증가)

- 1) 퇴직인원이 많지 않다면 배당을 유지해도 배당성향이 크게 높아지지 않음
- 2) 공정공시를 통해 25년까지 최소 DPS 1,960원을 지급한다고 밝혔고,
- 3) 이미 3/6/9월 분기배당으로 500원씩 지급을 확정함. 재무 부담도 제한적. 현재는 5G 이익 회수기로 잉여현금흐름(FCF) 규모가 조금씩 커지는 구간

### 퇴직 인원에 따른 2024년 별도 실적 추정 (인원, 인당 예상 퇴직금 공유 전)

(십억원, 명)	1,000명	1,500명	1,800명	2,000명	3,000명	비고
1인당 퇴직 관련 비용 (백만원)	235	235	235	235	235	14년 당시 인당 145백만원 발생
퇴직 관련 일회성 인건비	235	353	424	471	706	매년 5%씩 퇴직관련비용 올랐다고 가정
24년 기존 영업이익 추정치	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	
신규 영업이익 추정치	1,025	907	836	790	554	
기존 순이익 추정치	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	
신규 순이익 추정치	857	765	710	673	490	
24년 배당액 (DPS 2,000원 가정)	481	481	481	481	481	최소 배당금 1,960원 제시
배당성향 (%)	56	63	68	72	98	규모에 따라 24년 배당액 유지 무리 없을 수도

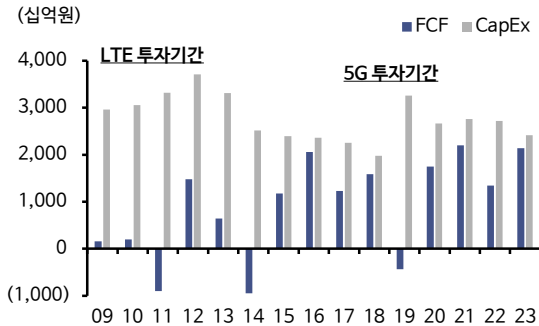
자료: 신한투자증권

### 별도 기준 실적과 배당 History 정리

(십억원)	매출액	인건비	영업이익	순이익	현금성 자산	단기 차입금	사채	장기 차입금	현금 배당액	DPS 배당성향 (원)	(%)	배당정책
2008A	11,785	2,649	1,113	450	1,293	0	5,816	28	226	1,120	50	순익 50% 이상
2009A	15,906	3,455	612	517	1,290	0	6,739	63	486	2,000	94	同
2010A	19,918	2,285	2,004	1,249	901	0	5,529	28	586	2,410	47	同
2011A	19,324	2,386	1,666	1,289	790	0	7,396	19	487	2,000	38	同
2012A	18,863	2,501	1,061	709	1,173	0	5,773	12	487	2,000	69	3년간 2천원이상
2013A	17,937	2,557	310	(392)	1,024	0	5,696	7	195	800	(50)	고배당 축소
2014A	17,436	3,125	(719)	(1,142)	469	715	7,058	305	0	0	0	무배당
2015A	16,942	1,936	864	770	1,127	0	6,304	305	122	500	16	500원
2016A	17,029	2,023	1,060	809	1,602	0	5,656	305	196	800	24	800원
2017A	17,341	2,063	952	463	1,166	0	4,610	304	245	1,000	53	1,000원
2018A	17,357	2,209	952	561	1,780	0	5,129	3	270	1,100	48	최소 전년 수준
2019A	18,205	2,183	748	428	1,328	0	5,973	3	270	1,100	63	1,100원 수준
2020A	17,879	2,268	878	665	1,541	0	5,615	102	326	1,350	49	별도 조정순익 50%
2021A	18,387	2,308	1,068	990	1,709	0	5,509	102	450	1,910	45	同
2022A	18,289	2,381	1,168	764	966	0	6,209	301	502	1,960	66	同
2023A	18,371	2,279	1,185	933	1,242	0	5,734	101	483	1,960	52	同
2Q24	4,548	638	359	315	1,723	0	5,375	301				同

자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 별도 기준 연도별 FCF 규모 비교

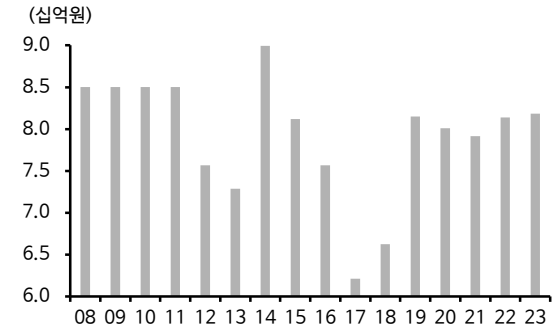


자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

주1: FCF는 영업활동현금흐름 - CapEx로 단순 계산

주2: 09~19년은 별도-그룹사 분리 어려워 합산 CapEx 사용

## 별도 기준 연도별 이자발생부채



자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 3) 2025년 배당 삭감 가능성이 있을까?

- 2025년에는 오히려 DPS가 늘어날 전망. 희망퇴직이든 자회사 이동이든 별도 인원(인건비)이 줄어들면 배당재원이 늘어나는 효과가 있기 때문. 참고로 KT는 별도 순이익의 50%를 주주환원 재원으로 활용. 아래 표에 희망퇴직인원에 따른 25년 별도 순이익을 새롭게 추정해 봄

- 25년 주당주주환원 2,600원을 가정했을 때 총주주환원수익률은 6.2%. 특별 주주환원 가능성은 플러스 알파. 과거 경영진은 1H25 광진구 부동산 프로젝트로 유입되는 4천억원 이상의 일회성 이익의 일부도 주주환원에 활용할 수 있다고 언급한 바 있는데, 만약 이 재원까지도 주주환원에 활용하게 된다면 총주주환원율은 최대 8% 중후반 수준까지 높아질 수 있음

- 설령 25년 특별주주환원이 없더라도 예상했던 주주환원 규모와 비슷하게 유지됨. 무엇보다 일회성이 아니라 중장기적으로 배당재원이 늘어난다는 점이 중요

## 퇴직 인원에 따른 2025년 별도 실적 추정 (인원, 인당 예상 퇴직금 공유 전)

(십억원)	1,000명	1,500명	1,800명	2,000명	3,000명	비고
1인당 연간 평균 급여 (백만원)	127	127	127	127	127	23년 연평균 급여액에서 연간 5%씩 상승 가정
a. 퇴직 인원 인건비 절감	127	191	229	255	382	
b. 자회사 이동 인원 인건비 절감	598	535	496	471	344	퇴직하지 않는 인원은 모두 자회사 이동 가정
추가적인 비용 발생	(359)	(321)	(298)	(283)	(206)	이 중 50%는 다시 외주비로 나간다고 가정
연간 영업이익 증가	367	405	428	443	519	23년 별도 인건비 2.28조원
기업가치 증가	1,136	1,255	1,326	1,373	1,610	EV/EBITDA 3.1배 적용 시 기업가치 +1.5조원
25년 기존 영업이익 추정치	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	
신규 영업이익 추정치	1,627	1,665	1,688	1,703	1,777	
기존 순이익 추정치	1,032	1,032	1,032	1,032	1,032	
신규 순이익 추정치	1,268	1,298	1,316	1,327	1,385	
25년 주당주주환원(순이익 50% 가정)	2,634	2,696	2,733	2,757	2,877	부동산 PJT 관련 특별 자사주 매입소각 안해도
주주환원수익률 (%)	6.2	6.3	6.4	6.5	6.7	배당재원 자체가 커지며 주당주주환원율 유사할듯

자료: 신한투자증권 / 주: 25년 특별 자사주 매입/소각 2천억원 가정시 주당 주주환원은 약 2,940원(기존 예상)

## 25년 주당주주환원 가정에 따른 적정 기업가치 (요구 배당수익률로 역산)

(십억원)	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	총주주환원 수익률(%)	비고
2,000원	9,875	8,977	8,229	7,596	4.7	현재 KT 시가총액 11조원
2,500원	12,344	11,222	10,287	9,495	5.9	25년 현금배당수익률이 KT 기존 5.0%, SK텔레콤 6.3%, LG유플러스 6.6% <b>주주환원 확대로 기업가치 +1~3조원 요소</b>
2,600원	12,838	11,671	10,698	9,875	6.1	
2,700원	13,331	12,119	11,110	10,255	6.3	
2,800원	13,825	12,568	11,521	10,635	6.5	
2,900원	14,319	13,017	11,932	11,015	6.8	
3,400원	16,788	15,262	13,990	12,914	7.9	
3,500원	17,281	15,710	14,401	13,293	8.2	
3,600원	17,775	16,159	14,813	13,673	8.4	
3,700원	18,269	16,608	15,224	14,053	8.7	

자료: 신한투자증권

## 결론: KT가 Top Pick인 이유

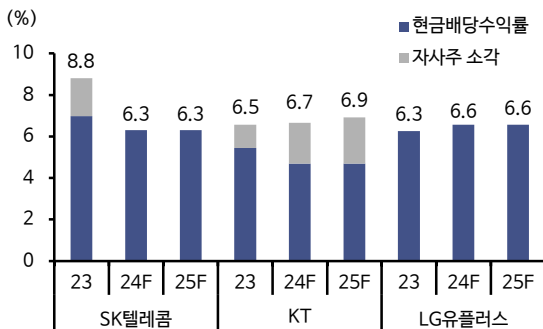
- 세부 내용 공개 전이나 10/17 KT-노조간 협상이 마무리되면서 구조조정이 거의 확실시. 구조조정이 시행되면 KT는 25년 통신 3사 중 유일하게 주주환원을 늘려주는 회사이자 총주주환원률이 가장 높은 회사가 될 것. 단기적으로는 3Q24 호실적과 4Q24중 기업가치제고 공시 예상. 업종 Top Pick 유지

- 1) 과거 사례 참고시 단기적으로 긍정적인 주가 반응 예상

- 2) 4Q24 대규모 일회성 비용이 발생해 24년 주당주주환원이 금감할 가능성은 제한적. 배당재원(별도 순이익의 50%)이 줄겠지만 이미 3/6/9월 분기배당으로 1,500원을 지급했고, 경영진도 주주환원에 대한 의지가 있는 것으로 파악됨. 24년 DPS는 시장 기대치인 2천원, 최소 1,960원이 유지될 것

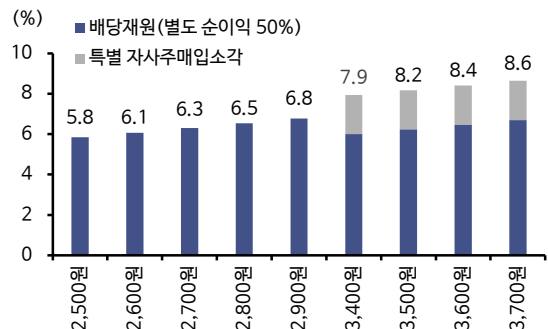
- 3) 25년에는 주주환원 규모가 대폭 증가할 전망. 별도 실적 개선 효과만으로 주당주주환원은 2천원대 중반 수준까지 증가할 것으로 전망되고, 부동산 관련 특별주주환원까지 시행된다면 총주주환원율은 8%대까지 상승할 수 있음. 5G 투자가 하향 안정화되고 있다는 점, 인건비 절감이 크다는 점(연 3~5천억원 가정해둬)을 고려하면 주주환원 확대 크게 무리 아님

## 통신 3사 총주주환원수익률 비교 (기존)



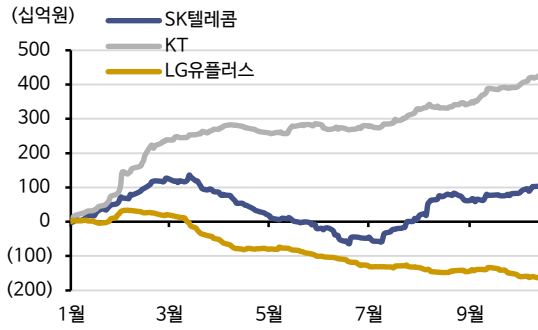
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## KT 25년 주당주주환원에 따른 총주주환원수익률



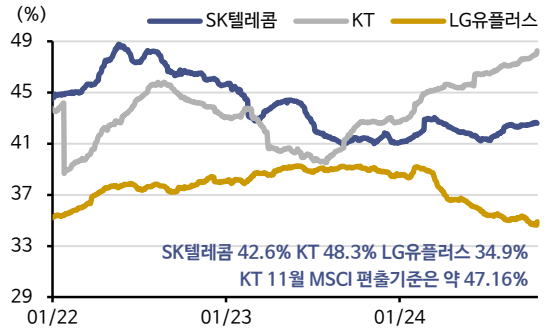
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 외국인투자자 순매수대금 - SK텔레콤/KT 선호 뚜렷



자료: QuantiWise, 신한투자증권

## KT 11월 MSCI 편출 유력하나 순유출은 작을 듯



자료: QuantiWise, 신한투자증권

## KT 목표주가 계산

(십억원, 배)	Value	25FEBITDA	Multiple	비고
(A) KT 별도	14,113	4,553	3.1	구조조정 세부안이 공개되고 4Q24 일회성 비용이 반영되면, 25년 실적 추정치는 대폭 상향될 전망 EV/EBITDA 3.1배는 비통신 성과 부각된 최근 3개년(21~23년) 평균
(B) 자회사 가치	4,118			(C)+(D)에 50% 할인 적용
(십억원, %)	지분가치	Value	지분율	비고
(C) 주요 자회사	6,710			
스카이라이프	120	239	50.3	
BC카드	1,192	1,029	69.5	23년 자산규모 x Peer PBR 0.54배 x 50% 할인
KT 클라우드	4,002	4,600	87.0	IMM 투자 유치 밸류에이션(4.6조원)
KT 에스테이트	1,066	1,066	100.0	23년 자산규모 x Peer avg. PBR 0.4배
스튜디오지니	330	1,100		CJENMSI 투자 유치 당시 밸류에이션을 70% 할인
(D) 기타 자회사	1,536			
(E) 순차입금	6,364			2Q24 기준
(F) 목표 시가총액	11,872			(F) = (A) + (B) - (E)
목표 주가(원)	47,000			추후 구조조정안 확정시 신규 추정치와 함께 상향 조정 예정
현재주가 (원)	42,800			전일자(10/17) 기준
상승여력 (%)	9.8			

자료: 신한투자증권



## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>40,980.7</b>	<b>42,710.0</b>	<b>42,087.5</b>	<b>41,991.0</b>	<b>41,023.6</b>
유동자산	12,681.5	14,518.2	14,257.5	14,654.7	14,241.7
현금및현금성자산	2,449.1	2,879.6	2,718.7	2,619.5	2,339.5
매출채권	3,090.1	3,257.7	3,201.5	3,358.8	3,316.7
재고자산	709.2	912.3	817.8	858.0	847.2
비유동자산	28,299.1	28,191.8	27,830.0	27,336.2	26,781.9
유형자산	14,772.2	14,872.1	14,883.3	14,685.7	14,380.0
무형자산	3,129.8	2,533.9	2,160.8	1,864.7	1,616.0
투자자산	3,982.2	4,281.7	4,281.7	4,281.7	4,281.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>22,566.0</b>	<b>24,148.8</b>	<b>22,916.6</b>	<b>21,760.5</b>	<b>19,856.5</b>
유동부채	10,699.3	13,147.4	12,430.0	11,869.9	10,571.0
단기차입금	505.0	434.2	434.2	434.2	434.2
매출채무	1,150.5	1,297.8	1,234.8	1,295.5	1,279.2
유동성장기부채	1,322.0	2,624.3	2,124.3	1,624.3	1,124.3
비유동부채	11,866.7	11,001.4	10,486.6	9,890.6	9,285.5
사채	7,263.9	6,503.2	6,078.2	5,472.7	5,197.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2,184.6	2,282.2	2,182.2	2,082.2	1,782.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>18,414.7</b>	<b>18,561.1</b>	<b>19,170.9</b>	<b>20,230.5</b>	<b>21,167.1</b>
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,440.3	1,443.5	1,440.3	1,440.3	1,440.3
기타자본	(572.2)	(805.6)	(599.7)	(375.6)	(328.8)
기타포괄이익누계액	(77.8)	52.4	52.4	52.4	52.4
이익잉여금	14,257.3	14,494.4	14,938.8	15,742.4	16,567.2
<b>지배주주지분</b>	<b>16,612.1</b>	<b>16,749.1</b>	<b>17,396.3</b>	<b>18,424.0</b>	<b>19,295.5</b>
비지배주주지분	1,802.6	1,812.0	1,774.6	1,806.5	1,871.6
*총차입금	11,600.2	12,473.9	11,454.4	10,280.2	9,196.1
*순차입금(순현금)	7,828.7	8,154.2	7,297.0	6,222.0	5,417.8

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>3,597.1</b>	<b>5,503.3</b>	<b>4,856.3</b>	<b>5,010.2</b>	<b>4,678.2</b>
당기순이익	1,387.7	988.7	1,104.6	1,551.2	1,428.3
유형자산상각비	3,083.4	3,175.9	3,180.7	3,320.3	3,367.2
무형자산상각비	627.3	691.9	653.9	576.9	529.5
외환환산손실(이익)	157.0	83.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(60.9)	2.6	52.4	52.4	52.4
지분법, 종속, 관계기업실(이익)	(237.8)	8.5	(35.8)	(35.8)	(35.8)
운전비용변동	(1,799.8)	(246.5)	(122.1)	(477.4)	(685.9)
법인세납부	(351.2)	(303.8)	(373.2)	(517.1)	(476.1)
기타	791.4	1,102.1	395.8	539.7	498.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(4,838.6)</b>	<b>(4,620.5)</b>	<b>(3,494.0)</b>	<b>(3,426.0)</b>	<b>(3,364.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(3,439.9)	(3,693.0)	(3,292.0)	(3,222.6)	(3,161.5)
유형자산의감소	178.1	100.3	100.0	100.0	100.0
무형자산의증가(증거)	(525.1)	(471.6)	(280.8)	(280.8)	(280.8)
투자자산의감소(증거)	(1,020.6)	(571.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(31.1)	15.6	(21.2)	(22.6)	(22.6)
<b>FCF</b>	<b>926.3</b>	<b>1,023.6</b>	<b>1,732.3</b>	<b>1,770.3</b>	<b>1,569.8</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>669.3</b>	<b>(452.8)</b>	<b>(1,505.7)</b>	<b>(1,665.9)</b>	<b>(1,575.8)</b>
차입금의 증가(감소)	1,391.3	106.1	(1,019.5)	(1,174.2)	(1,084.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	300.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(476.8)	(526.8)	(483.0)	(491.7)	(491.7)
기타	(245.2)	(332.2)	(3.2)	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(17.5)	(17.5)	(17.5)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.7	0.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(570.5)</b>	<b>430.5</b>	<b>(160.9)</b>	<b>(99.2)</b>	<b>(280.0)</b>
기초현금	3,019.6	2,449.1	2,879.6	2,718.7	2,619.5
기말현금	2,449.1	2,879.6	2,718.7	2,619.5	2,339.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

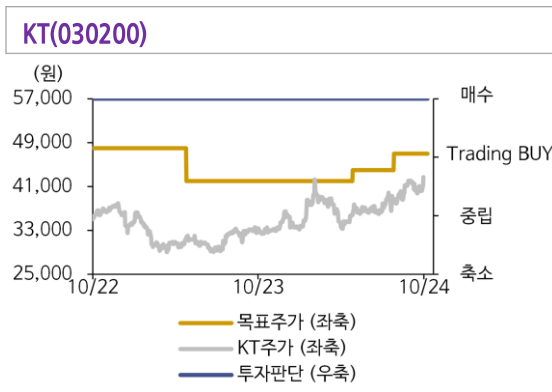
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>25,650.0</b>	<b>26,376.3</b>	<b>26,605.3</b>	<b>27,913.2</b>	<b>27,562.6</b>
증감률 (%)	3.0	2.8	0.9	4.9	(1.3)
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>25,650.0</b>	<b>26,376.3</b>	<b>26,605.3</b>	<b>27,913.2</b>	<b>27,562.6</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>23,959.9</b>	<b>24,726.5</b>	<b>24,845.8</b>	<b>25,660.9</b>	<b>25,575.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,690.1</b>	<b>1,649.8</b>	<b>1,759.4</b>	<b>2,252.2</b>	<b>1,987.5</b>
증감률 (%)	1.1	(2.4)	6.6	28.0	(11.8)
영업이익률 (%)	6.6	6.3	6.6	8.1	7.2
영업외손익	204.0	(325.7)	(281.6)	(183.9)	(83.1)
금융손익	(59.5)	(82.4)	16.9	40.3	60.6
기타영업외손익	280.7	(199.9)	(298.5)	(224.2)	(143.8)
중속 및 관계기업관련손익	(17.3)	(43.4)	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,894.1</b>	<b>1,324.1</b>	<b>1,477.8</b>	<b>2,068.3</b>	<b>1,904.3</b>
법인세비용	506.4	335.4	373.2	517.1	476.1
계속사업이익	1,387.7	988.7	1,104.6	1,551.2	1,428.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,387.7</b>	<b>988.7</b>	<b>1,104.6</b>	<b>1,551.2</b>	<b>1,428.3</b>
증감률 (%)	(4.9)	(28.7)	11.7	40.4	(7.9)
순이익률 (%)	5.4	3.7	4.2	5.6	5.2
(지배주주)당기순이익	1,262.5	1,009.9	1,142.0	1,519.3	1,363.2
(비지배주주)당기순이익	125.2	(21.1)	(37.4)	31.9	65.0
총포괄이익	1,385.5	996.2	1,104.6	1,551.2	1,428.3
(지배주주)총포괄이익	1,236.7	1,013.5	1,123.9	1,578.3	1,453.2
(비지배주주)총포괄이익	148.8	(17.4)	(19.3)	(27.0)	(24.9)
<b>EBITDA</b>	<b>5,400.8</b>	<b>5,517.6</b>	<b>5,594.1</b>	<b>6,149.4</b>	<b>5,884.1</b>
증감률 (%)	1.5	2.2	1.4	9.9	(4.3)
EBITDA 이익률 (%)	21.1	20.9	21.0	22.0	21.3

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	5,314	3,805	4,345	6,155	5,850
EPS (지배순이익, 원)	4,835	3,887	4,492	6,028	5,584
BPS (자본총계, 원)	70,524	71,981	76,068	82,495	86,816
BPS (지배지분, 원)	63,621	64,954	69,027	75,129	79,140
DPS (원)	1,960	1,960	2,000	2,000	2,000
PER (당기순이익, 배)	6.4	9.0	9.8	7.0	7.3
PER (지배순이익, 배)	7.0	8.9	9.5	7.1	7.7
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	3.4	3.4	3.5	3.1	3.1
배당성향 (%)	39.8	47.8	43.1	32.4	36.1
배당수익률 (%)	5.8	5.7	4.7	4.7	4.7
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	21.1	20.9	21.0	22.0	21.3
영업이익률 (%)	6.6	6.3	6.6	8.1	7.2
순이익률 (%)	5.4	3.7	4.2	5.6	5.2
ROA (%)	3.6	2.4	2.6	3.7	3.4
ROE (지배순이익, %)	8.0	6.1	6.7	8.5	7.2
ROIC (%)	7.8	6.7	7.3	9.6	8.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	122.5	130.1	119.5	107.6	93.8
순차입금비율 (%)	42.5	43.9	38.1	30.8	25.6
현금비율 (%)	22.9	21.9	21.9	22.1	22.1
이자보상배율 (배)	5.8	4.6	5.0	7.0	6.9
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	142.3	39.8	29.0	21.9	14.5
재고자산회수기간 (일)	8.7	11.2	11.9	11.0	11.3
매출채권회수기간 (일)	43.2	43.9	44.3	42.9	44.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (₩)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 06월 15일	매수	48,000	(23.3)	(18.4)
2022년 12월 16일		6개월경과	(32.9)	(24.4)
2023년 05월 12일	매수	42,000	(24.9)	(20.1)
2023년 11월 13일		6개월경과	(14.9)	0.5
2024년 05월 14일		6개월경과	(13.0)	(13.0)
2024년 05월 13일	매수	44,000	(15.8)	(9.4)
2024년 08월 12일	매수	47,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김아람)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실제치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	투자등급	비중확대
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 18일 기준)

매수 (매수)	94.66%	Trading BUY (중립)	3.44%	중립 (중립)	1.91%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------