하나금융투자 2019년 전망 I 2018년 11월 7일

통신서비스 Overweight

5G에 자급제까지, 내년 통신주 대박 조짐

- 통신주 투자 환경 6년 전과 흡사, 공격적 비중확대에 나설 것을 추천
- 2019년 통신 3사 영업이익합계 올해 대비 23% 성장 전망, 호실적 달성 유력
- 2019년 통신업종 Top picks로는 SKT와 LGU+를 선정

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 5G 도입되는 2019년 이후 통신사 이익 급증할까? 4

1) 5G 시대 열리는 2019년 실적에 대한 투자가들의 관심 높아지는 상황 4
2) 5G 가입자는 2019년 여름부터 급증 예상, 2019년 침투율 15% 예상 5
3) 통신 3사 이동전화 ARPU 2019년 평균 2.1% 상승 전망 7
4) 마케팅비용 구 회계 기준으론 정체, IFRS 15 기준으론 감소 예상 11
5) 내년도 통신 3사 주파수상각비용 총 4,200억원 증가 예상 13
6) CAPEX는 늘겠지만 유형자산상각비는 2020년부터 증가 예상 15
7) 통신산업 영업이익 내년도 두 자리 수 증가 예상, 2020년엔 폭증할 듯 17

2. NSA만으로도 시장에서 5G 열풍 일으킬 수 있을까? 20

1) 내년 3월 NSA방식 5G 서비스에 대한 냉소적인 반응 여전히 적지 않은 상황 20
2) 5G는 2019년 3월 NSA로 시작해서 2020년 하반기 SA로 점진적 진화 예상 21
3) 진정한 5G는 SA, 하지만 초기 5G도 적지 않은 시장 파급 미칠 전망 23
4) 현 통신사 주가는 NSA도 반영하지 않은 상황, 냉정히 직시해야 25
5) 18~19년은 통신사 Multiple 정상화, 20년엔 큰 폭의 확장 국면 전개 예상 27

3. 망중립성 재정립 논의 본격화, 5G 급행 차선 과연 허용될까? 29

제로레이팅에 이어 Fast Lane도 허용 전망, 망중립성 정책 큰 변화 예상 29

4. 유통구조 개편 급물살, 단통법 2 도입 가능성은? 33

1) 요금인하 논쟁의 종결점은 단말기완전자급제의 도입 33
2) 국회/소비자 목소리 높아 결국엔 단말기완전자급제 도입될 듯 34
3) 단말기완전자급제 도입 시 소비자/통신사에 큰 수혜 예상, 유통/제조사에는 부정적 36
4) 단말기완전자급제 도입에 따른 통신주 예상 상승 폭은 단통법 이상 40

5. 2019년엔 통신 3사 중 누가 가장 많이 오를까? 41

2019년 통신업종 Top Picks로 SKT와 LGU+ 제시 41

Top Picks 및 관심종목 43

SK텔레콤 (017670) 44
KT (030200) 48
LGU+ (032640) 52

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2018년 11월 7일 I Equity Research

5G에 자급제까지, 내년 통신주 대박 조짐

2020년까지 여기서 통신주 2배 더 오릅니다.

통신주 투자 환경 6년 전과 흡사, 공격적 비중확대에 나설 것을 추천

2019년 통신주 투자 환경은 그 어느 때보다도 밝다. 한마디로 호재가 만발하고 있다고 해도 과언이 아닌데 아마도 주가 상승의 원동력은 1) 5G 본격 상용화에 따른 수혜, 2) 5G 망중립성 재정립에 따른 5G 급행차선 허용/B2B 활성화, 3) 단말기완전자급제 도입을 통한 통신산업 유통 구조 개선이 될 것으로 보인다. 현 시점에서는 2012년 LTE 도입/단통법 논의 당시와 통신주 투자 환경이 흡사하다는 것을 심도 있게 고민해 볼 필요가 있겠다.

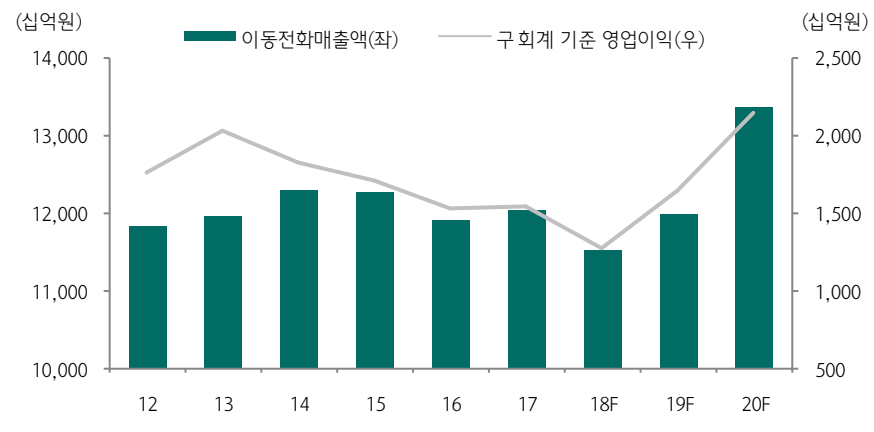
2019년 통신 3사 영업이익합계 올해 대비 23% 성장 전망, 호실적 달성 유력

IFRS 15 기준 통신 3사 영업이익 합계는 2019년 23%, 2020년 32% 성장이 예상된다. 서비스매출액은 크게 증가하는데 반해 영업비용은 정체가 예상되기 때문이다. 특히 올해 실적 부진에 따른 기저 효과가 크고 회계적 원인으로 내년도 통신사 마케팅비용이 급감할 것으로 보여 높은 이익 성장이 유력해 보인다. 5G 위주로의 프리미엄폰 판매/트래픽 증가에 따른 요금제 업셀링 효과는 오랜만에 탑라인 성장을 이끌 것으로 보이며, 주파수비용 증가에도 불구하고 가입자유치비용 자산화에 따른 마케팅비용 급감/유형자산상각비 감소는 비용 억제를 이끌 것이란 판단이다.

2019년 통신업종 Top picks로는 SKT와 LGU+를 선정

2019년 통신업종 최선호주는 기존 추천종목인 LGU+와 함께 새롭게 SKT를 선정한다. LGU+는 장/단기 뚜렷한 이익 성장을 지속할 전망이고 역사적 Multiple 추이로 볼 때 여전히 Valuation상 매력도가 높아 매수 추천한다. SKT는 6년 만에 연결영업이익이 높은 성장을 기록하는 가운데 지배구조개편, 배당 증대, M&A 본격화로 기업가치 증대 기대감이 커질 것으로 보여 투자매력도가 높다고 평가한다.

SKT 연간 이동전화 서비스매출액 및 구 회계 기준 연결 영업이익 전망



자료: SKT, 하나금융투자

2019년 전망

Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월5일)
SK텔레콤(017670)	BUY	400,000원	263,500원
KT(030200)	BUY	40,000원	29,200원
LG유플러스(032640)	BUY	23,000원	15,750원

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

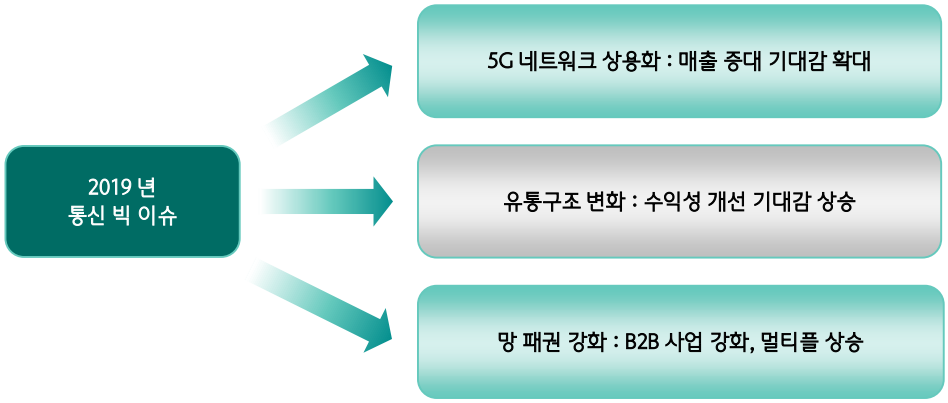
RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

Analyst 김홍식 02-3771-7505

Summary

2019년 통신산업 투자 환경 양호, 5G 조기 도입에 유통구조 개편 가능성 부각 중

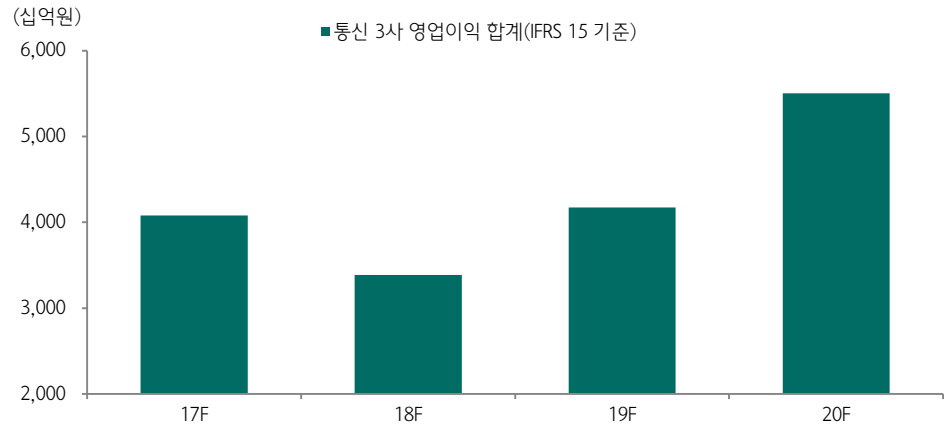
그림 1. 2019년 통신주 투자 포인트 점검



자료: 하나금융투자

2019년 통신산업 영업이익 급증 전망, IFRS 15 기준 통신 3사 연결영업이익 합계 23% 성장 예상

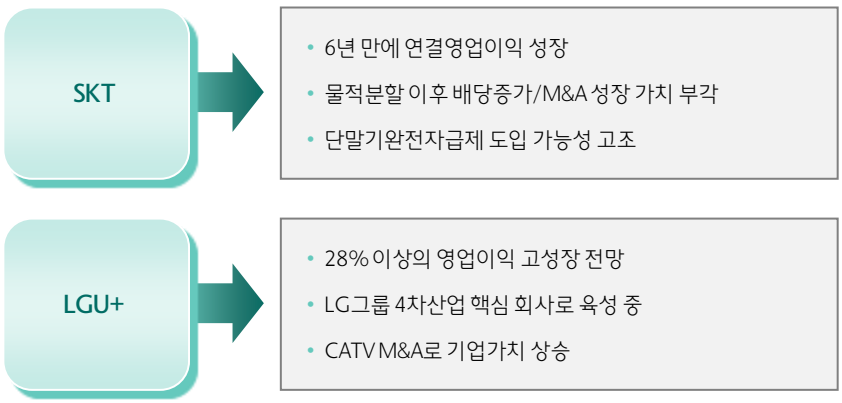
그림 2. IFRS 15 기준 통신산업 영업이익 전망



주: 2017년은 하나금융투자 추측 데이터임
자료: 하나금융투자

SKT 오랜만에 연결영업이익 성장/지배구조개편, LGU+는 두 자리 수 이익 성장 지속/CATV M&A로 투자가들의 이목집중 시킬 전망

그림 3. SKT와 LGU+가 2019년 Top Picks인 이유



자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

1. 5G 도입되는 2019년 이후 통신사 이익 급증할까?

1) 5G 시대 열리는 2019년 실적에 대한 투자가들의 관심 높아지는 상황

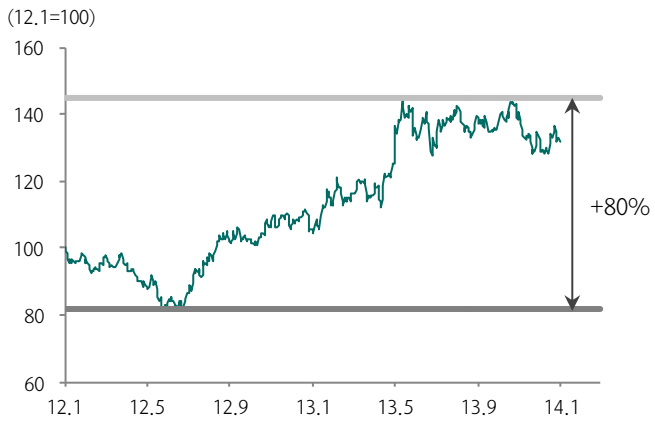
5G 상용서비스 임박, 5G 시대 통신사 실적 개선 정도에 투자가들의 관심 높아지는 상황, 전반적으로 볼 때 LTE를 능가하는 시장 파장 예상

2019년 3월 국내 통신 3사의 5G 상용서비스 개시가 확정되면서 5G 시대를 맞이하여 통신사 이익이 크게 증가할 것인가에 대한 투자가들의 궁금증이 커지는 상황이다. 5G가 가져올 통신 시장의 변화가 3G/4G 이상인 데다가 통신사들이 다량의 주파수 재원을 확보한 상태이기 때문이다. 여기에 6년 전 LTE의 성공도 5G에 대한 투자가들의 관심을 높여주고 있다.

통신사들은 LTE 도입 이후 3G 스마트폰 도입 당시와는 전혀 다른 경영 전략을 펼쳤다. 철저하게 고가 요금제 가입자 위주로만 보조금을 집중하는 모습을 보였으며 ARPU에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 마케팅 전략을 펼치지 않았다. 과거 3G 스마트폰 실패의 쓰라린 경험이 주효했다. 이러한 노력으로 통신사는 2012년 하반기 이후 급격한 이동전화 APRU 상승을 나타냈으며 2013년부터는 괄목할만한 이익 성장을 나타냈다. 여기에 2014년 단통법 도입도 통신사 이익 성장에 결정적 역할을 수행하였다.

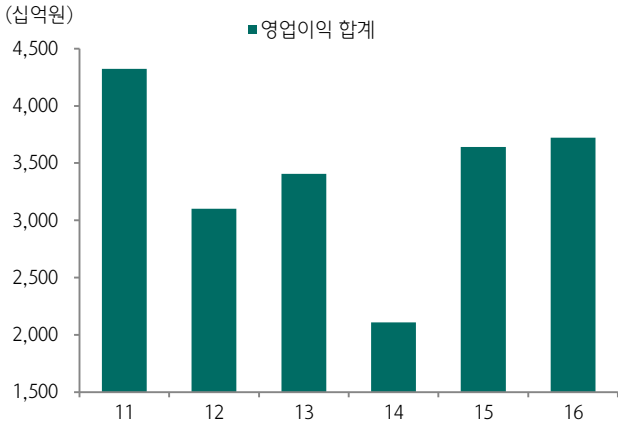
5G 시대에서도 통신 3사는 드라마틱한 실적 개선 양상을 나타낼 공산이 크다. 매출액은 양호한 흐름으로 바뀔 것이고 영업비용은 다소 증가하겠지만 우려할 수준은 아닐 것이기 때문이다. 결국 5G로 통신사들은 또 한번 큰 성장의 기회를 얻을 것이며 투자가들의 기대치를 충족시켜 줄 것이란 판단이다. 구체적으로 부문별 실적 전망을 언급하자면 다음과 같다.

그림 4. 2012~2013년 통신업종 지수 추이



자료: Wisefn

그림 5. 2011~2016년 통신 3사 영업이익 합계 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 5G 시대 통신사 실적 개선 기대감이 높은 이유

1	트래픽 추이 감안 시 요금제 업셀링 가능성 높음, ARPU 상승 기대
2	IoT 확산에 따른 Q(디바이스, 가입자)의 성장 본격화 전망, B2B 비즈니스 확대
3	단위당 주파수 가격 하락, 점진적 네트워크 진화로 감가상각비 증가 부담 크지 않음
4	유통 구조 개편 본격화로 마케팅비용 증가 제한적

자료: 하나금융투자

2) 5G 가입자는 2019년 여름부터 급증 예상, 2019년 침투율 15% 예상

5G 가입자 2019년 6월 이후 급증 예상, 2019년 말 5G 가입자 1,000만명, 가입자 보급률 15%에 달할 전망

국내 5G 가입자는 2019년 6~7월부터 급증해 2019년 말에는 보급률이 15%에 달할 것으로 예상된다. 서비스 도입 초기인 2019년 3~4월엔 5G 가입자 성장률이 낮게 나타날 전망이지만 점차 급격한 보급률 향상을 나타낼 것으로 예상되기 때문이다. 2019년 5G 보급률이 높지 않을 것이라는 일부 투자가들의 예상과 달리 하나금융투자에서는 급속한 보급률 상승을 예상하는 데 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

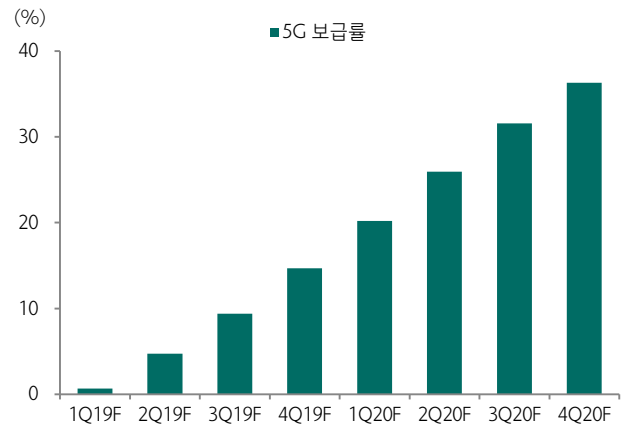
첫째 프리미엄 폰 시장이 5G 위주로 재편될 공산이 크다. 그래야만 통신사 매출액이 증가하기 수월한 데다가 폰 제조사도 단말기 매출액 증가를 기대할 수 있기 때문이다. 마케팅 측면과 폰 판매 가격 측면에서 그렇다.

둘째 당연한 얘기이지만 5G 폰에는 LTE 요금제가 적용되지 않을 전망이다. 사용 주파수 및 단말기 특성도 다르지만 네트워크 원가도 다르기 때문이다. 따라서 5G 폰 판매량 증가는 5G 가입자 증가로 이어질 수 밖에 없다. 최근 휴대폰 이슈가 크지 않음에도 불구하고 국내 월 휴대폰 판매량은 200만대 수준을 유지하고 있다. 신규 가입자 중 절반만 5G에 가입한다고 해도 월 100만명의 5G 가입자 확보가 가능할 전망이며 내년 말 5G 1,000만 가입자 달성이 예상된다.

셋째 5G 서비스 이후 UHD/VR 등 차세대 미디어 콘텐츠 보급이 급격히 확산될 것으로 보인다. 현재는 제작비용이 많이 드는 UHD/VR 콘텐츠를 늘려봐야 얻을 게 없지만 5G 시대엔 통신사/콘텐츠 업체 모두 이득이기 때문이다. 통신사는 트래픽 증가에 따른 매출액 증가, 콘텐츠 업체는 높은 프로그램 판매 수익을 챙길 수 있어 그렇다. 5G 도입 초기 스포츠, 개임, 공연 실황을 중심으로 LTE와의 차별성을 강조할 것으로 예상되며 점차 지상파에서의 UHD 콘텐츠 확대, VR 콘텐츠 제작 본격화로 5G 서비스 확대 촉진이 기대된다.

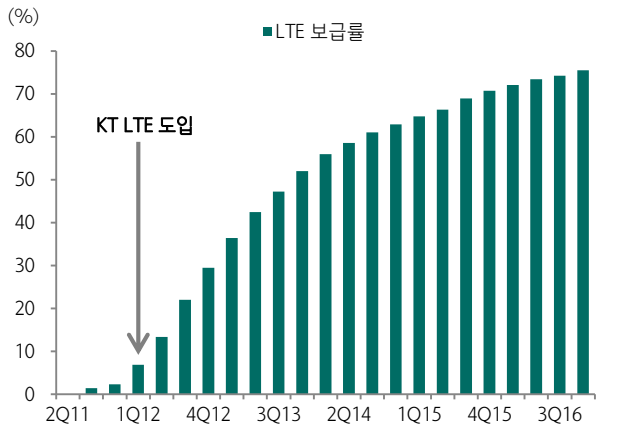
넷째 휴대폰 유통상들이 5G 가입자들 위주로 보조금을 투입시킬 공산이 크다. 제조사들과 마찬가지로 유통상 역시 5G 가입자가 늘어야 대리점에 이득이기 때문이다. 점차 5G 가입자와 LTE 가입자간 리베이트 차이가 확대될 공산이 크며 5G/LTE 단말기간 가격 격차 축소에 따른 5G 가입자 유치 촉진이 예상된다.

그림 7. 국내 통신사 분기별 5G 보급률 전망(3사 합산 기준)



자료: 하나금융투자

그림 8. KT LTE 도입 이후 LTE 보급률 변화



자료: 과기부

Analyst 김홍식 02-3771-7505

그림 9. 2019년 하반기부터 5G 가입자 폭증이 예상되는 이유

1	프리미엄 폰 시장이 5G 위주로 재편될 전망
2	단말기 특성/네트워크 원가 다른 이유로 5G 폰에는 LTE 요금제가 적용되지 않을 전망
3	5G 서비스 이후 UHD/VR 등 차세대 미디어 컨텐츠 보급이 급격히 확산될 전망
4	휴대폰 유통상들이 5G 가입자들 위주로 보조금을 투입시킬 공산이 큼

자료: 하나금융투자

3) 통신 3사 이동전화 ARPU 2019년 평균 2.1% 상승 전망

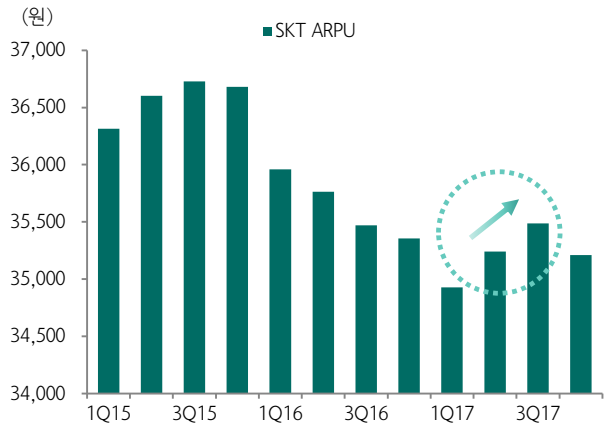
세컨디바이스 크게 증가하지 않는다면 2019년 통신 3사 이동전화 ARPU 평균 2.1% 상승 예상

이동전화 ARPU는 세컨디바이스가 크게 증가하지 않는다고 가정하면 통신 3사 평균 기준으로 2019년 2.1%, 2020년 10% 상승이 예상된다. 1) 선택약정요금할인 채택 가입자수가 2019년 1분기부터 정체 양상을 나타낼 것으로 예상되고, 2) 5G 가입자가 2019년 하반기부터 급증할 전망이기 때문이다.

LTE 도입 이후 통신사 이동전화 ARPU는 상승세를 지속하다가 2016년 하락세로 전환하였다. 박근혜정부 시절인 2015년 4월 선택약정요금할인 폭 20% 상향 조정이 강행된 영향이 컸다. 신규 가입자 중 20% 선택약정요금할인제를 선택하는 비중이 30%에 달했으니 선택약정요금할인 제도 때문에 통신사들이 2015년 4월부터 2017년 3월까지 대략 2년간 6%에 달하는 ARPU 하락 효과를 겪었다고 볼 수 있다.

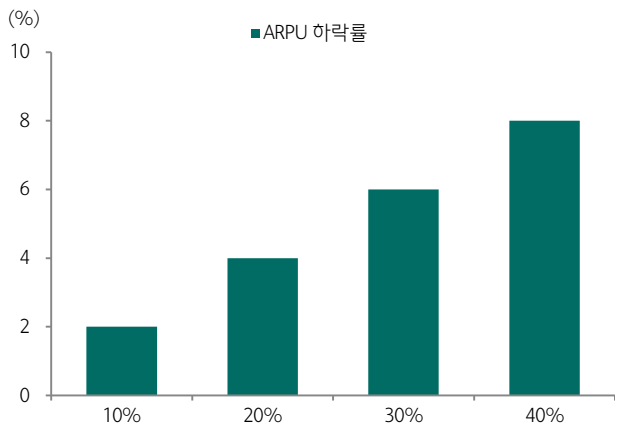
그러다가 2017년 2분기와 3분기엔 통신 3사의 이동전화 ARPU가 일시적인 상승 흐름을 나타냈다. 선택약정요금할인 폭 20% 상향 조정에 따른 부정적인 효과가 2017년 초를 끝으로 모두 반영되었기 때문이었다.

그림 10. SKT 선택약정요금할인 폭 상향에 따른 ARPU 추이



자료: SKT, 하나금융투자

그림 11. 20% 요금할인제 가입자 비중 변화 시 통신사 APRU 하락률



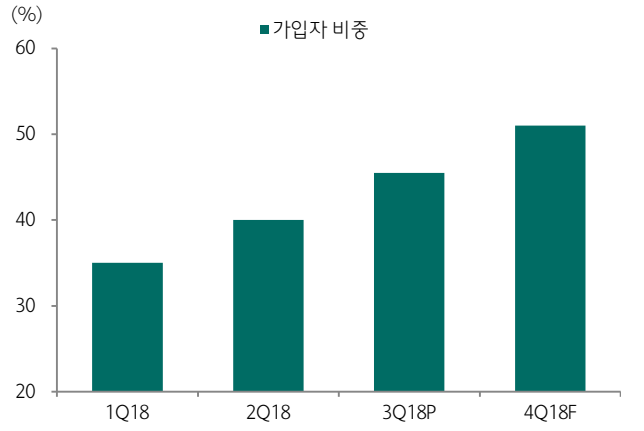
주: 약정 기간 내 APRU 하락률로 계산(24개월)
자료: 하나금융투자

선택약정요금할인 가입자 2019년 1분기부터 정체 양상 나타낼 것이란 점에 유의해야

2019년 1분기에도 이러한 현상은 반복될 가능성이 높다. 빠르면 올해 말부터 25% 선택약정요금할인 누적 가입자 정체 현상이 나타날 공산이 크기 때문이다. 신정부 출범 이후 2017년 9월 과기부의 권고로 선택약정요금할인 폭이 25%로 상향 조정되었다. 이러한 이유로 2017년 4분기 통신사 ARPU는 다시 하락세로 전환하였다. 25% 선택약정요금할인 상향 조정에 따른 향후 2년간 ARPU 하락 영향이 10%에 달하는 적지 않은 충격을 주었기 때문이었다.

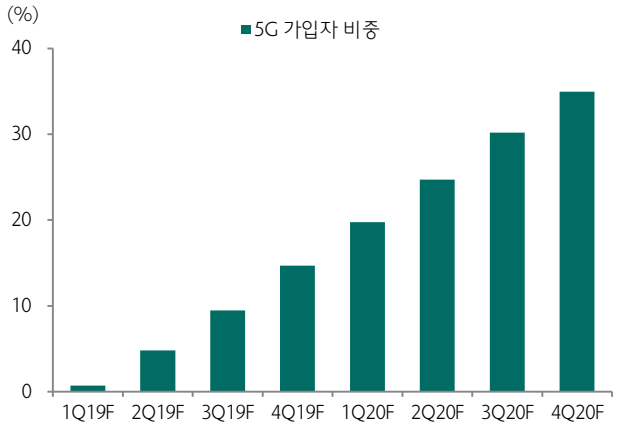
하지만 2019년 1분기부터는 이동전화 ARPU 상승 반전이 예상된다. 2017년 2분기 당시와 마찬가지로 25% 선택약정요금할인에 따른 부정적 효과가 2018년 말이면 모두 반영될 것으로 판단되기 때문이다. 특히 최근 선택약정요금할인 누적 가입자 증가 폭이 가파르게 나타나고 있고 빠르면 2018년 말 선택약정요금할인 가입자 정체가 나타날 가능성이 높은 상황이라 2019년 1분기 이후 통신 3사 ARPU 전망을 밝게 하고 있다.

그림 12. LGU+ 분기별 선택약정요금할인 가입자 비중 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 13. LGU+ 분기별 5G 가입자 비중 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

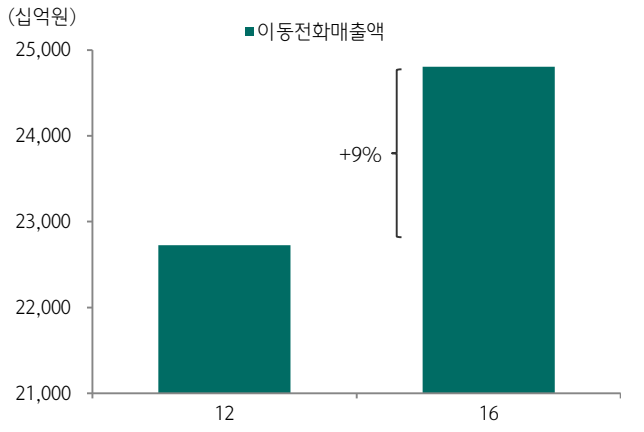
5G 가입자 인당 트래픽 LTE대비 2배 이상 높게 나타날 전망, 트래픽 증가에 따른 요금제 업셀링 불가피

여기에 2019년 3월 5G 서비스 및 요금제가 출시될 예정이라는 점도 이동전화 ARPU 전망을 밝게 하고 있다. 물론 문재인 정부의 통신비 인하 정책 기조를 고려하면 통신비 인상이 생각처럼 쉽지 않을 수도 있다. 하지만 5G 시대에도 인당 통신 요금은 LTE 도입 당시와 마찬가지로 상승할 전망이다. 단위당 요금이 30% 하락하겠지만 주력 요금제는 LTE대비 40% 상향 조정될 가능성이 높기 때문이다.

과거 LTE 도입 당시 통신사들은 무제한 데이터 요금제를 출시하지 않고 월 62,000원 요금제에 월 무료 데이터 3G를 제공하며 요금제 업셀링을 유도한 바 있다. 당시 3G 스마트폰 가입자 월 평균 데이터 트래픽이 1G 수준이었으니 대략 3배에 달하는 무료 데이터를 제공하며 요금제 상향 조정을 유도했다고 볼 수 있다.

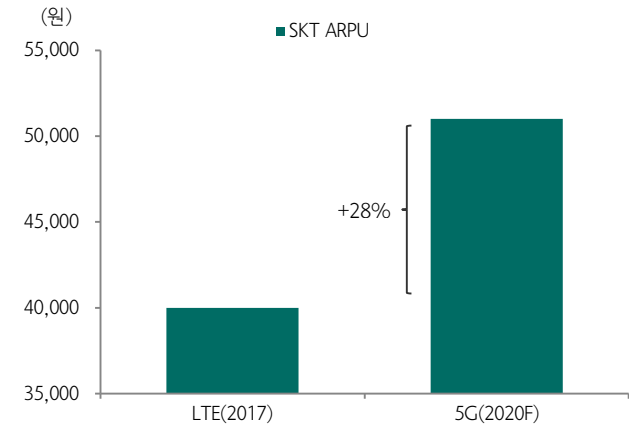
5G 시대에도 통신사들은 비슷한 전략을 시도할 공산이 크다. 단위당 요금을 인하하되 고가 요금제에 대한 무료 데이터 통화량을 늘리고 무제한 데이터 요금제는 초기엔 출시하지 않는 방식으로 요금제를 설계할 가능성이 높다. 여기에 통신사들이 현재 HD 콘텐츠를 UHD 또는 VR로 대거 전환할 가능성이 높다. 차세대미디어에 노출될 경우 자연스럽게 트래픽이 폭증할 것이기 때문이다. 5G 주력 요금제의 월 무료 데이터 제공량은 20G, 월 요금은 순액 기준 6만원 이상이 될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 14. 통신3사 이동전화매출액 변화 비교



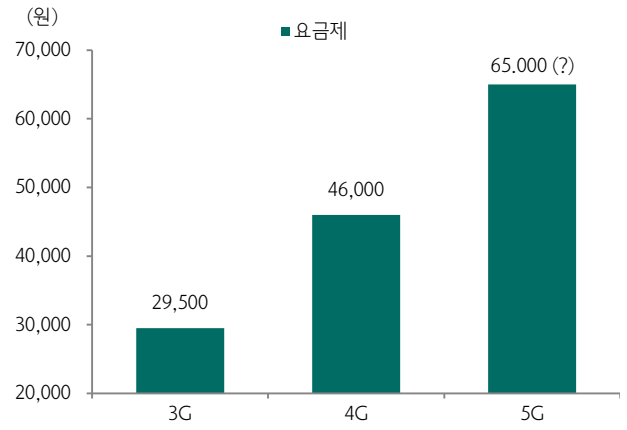
자료: 각사, 하나금융투자

그림 15. 세대별 SKT 이동전화 ARPU 변화 예측



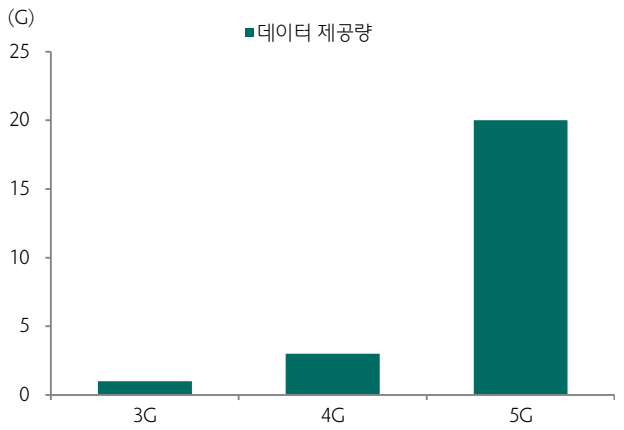
자료: 각사, 하나금융투자

그림 16. 세대별 도입 초기 주력 요금제 비교 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 17. 세대별 도입 초기 주력 요금제 데이터 제공량 비교 및 전망

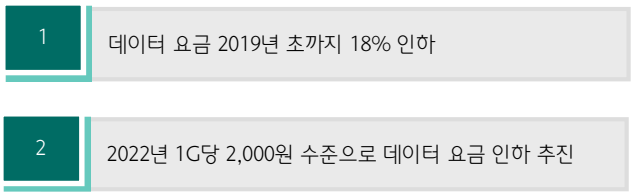


자료: 각사, 하나금융투자

신정부 2022년 데이터 1G당 2,000원을 목표로 요금 인하를 추진 중, 규제 상황 감안해도 5G 시대 통신사 주력 요금제는 65,000원 수준이 될 전망

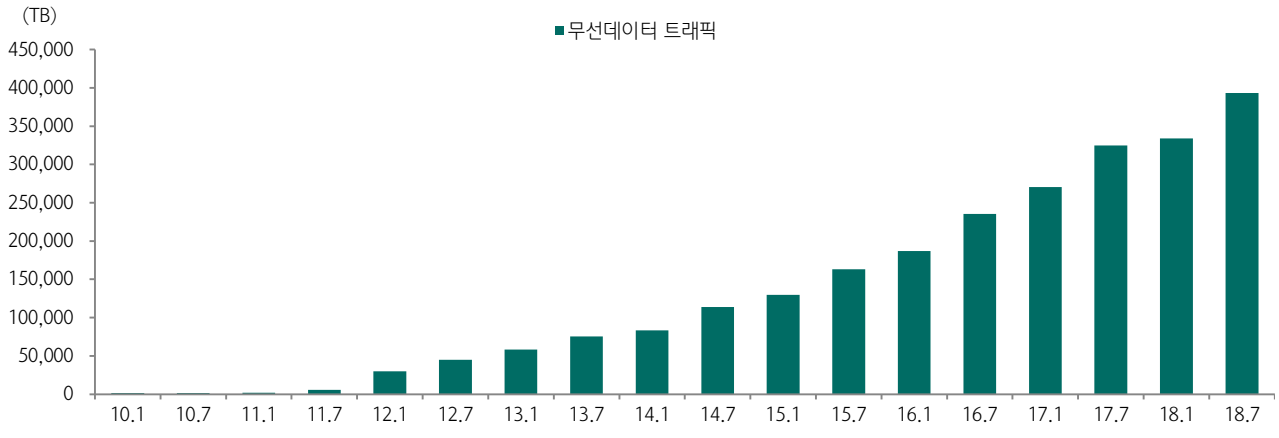
6만원 이상의 요금제를 정부가 인가해 줄 것인가에 대한 의문을 제기하는 투자가들이 많은데 현재 정부 정책 기조와도 사실상 크게 다르지 않다. 현 정부는 2019년 초까지 데이터요금 18% 인하, 2022년 데이터 1G당 2,000원을 목표로 요금 인하를 추진하고 있다. 그런데 트래픽이 현재 인당 8G에서 5G 도입 이후 인당 20G로 늘어난다고 보면 음성 무제한+데이터 20G를 합쳐 65,000원 정도 요금제로 설정될 가능성이 높다. 현재 정부도 통신사 인당 매출액 감축을 목표로 요금 정책을 추진하진 않는다. 그럴 경우 통신사가 5G를 도입할 이유가 없기 때문이다. 트래픽이 많이 늘어난다면 인당 매출액 증가와 더불어 통신사 매출액 증가는 불가피하다는 판단이다.

그림 18. 정부 데이터 요금 인하 정책 목표



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 19. 네트워크 진화에 따른 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

5G 가입자 폭증에 따른 통신사 이동전화서비스 매출액 2019년 하반기 이후 크게 나타날 전망

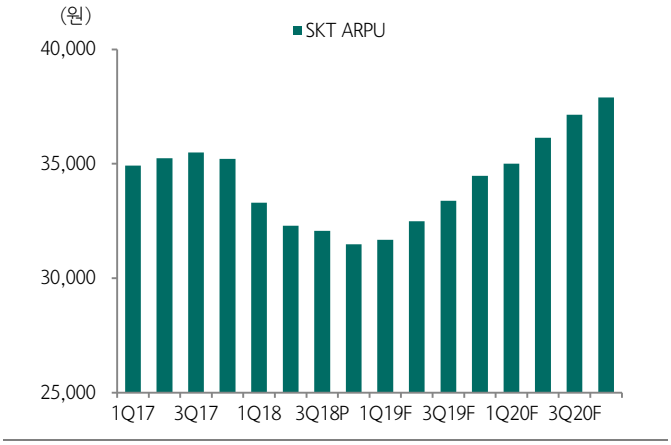
결국 5G 가입자 보급률이 2019년 15%(연 평균 5%), 2020년 35%(연 평균 27%)까지 확대되고 5G 가입자들의 평균 ARPU가 LTE대비 40% 높다고 가정하면 5G 가입자 유입으로 인한 통신 3사 평균 이동전화 ARPU 상승 폭은 2019년 2.1%, 2020년 10%에 달할 전망이다. 여기에 앞서 언급한 선택약정요금할인 가입자 정체에 따른 ARPU 상승 영향까지 겹쳐지면서 2019~2020년 통신사들은 6년 전과 같은 높은 이동전화 ARPU 상승률을 재차 기록할 것으로 판단된다.

그림 20. 2019년 이동전화 ARPU가 상승 전환할 가능성이 높은 이유

1. 25% 선택약정요금할인 가입자 비중 올 연말 50% 상회 전망, 내년 1Q부터 선택약정요금할인 비중 정체 예상
2. 5G 가입자 모집 빠르면 2019년 3월부터 이루어질 전망, 2019년 2Q부터 가입자 본격 증가 전망
3. 트래픽 감안 시 5G 주력 요금제 크게 높아질 듯, LTE대비 최소 30% 이상 높아질 전망

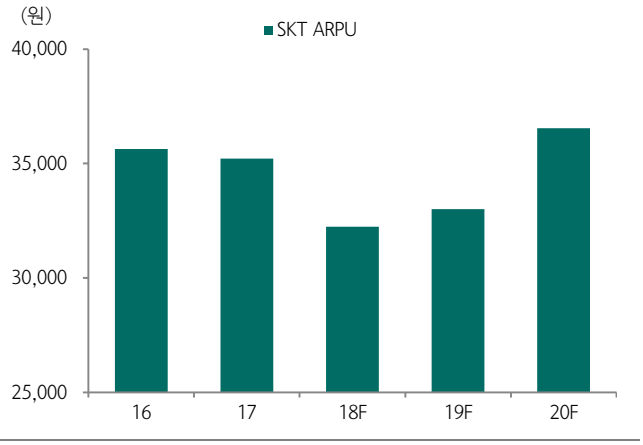
자료: 하나금융투자

그림 21. SKT 분기별 통신사 이동전화 ARPU 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 22. SKT 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: SKT, 하나금융투자

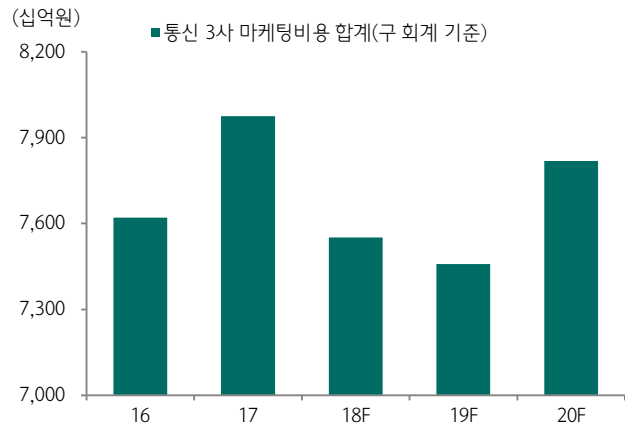
4) 마케팅비용 구 회계 기준으론 정체, IFRS 15 기준으론 감소 예상

구 회계 기준과 달리 IFRS 15 기준 통신사 마케팅비용은 2019년엔 큰 폭 감소 예상, 금년도 통신사 가입자유치비용 감소가 가장 큰 원인

통신사 마케팅비용은 2019년에 감소가 예상된다. 물론 5G 마케팅이 시작되는 시기라 구 회계 기준으로 보면 내년도 통신사 마케팅비용은 올해와 비슷할 전망이다. 하지만 내년도엔 통신사들이 IFRS 15 기준 실적만 발표할 예정이어서 사실상 발표 기준으로는 2019년 통신사 마케팅비용은 금년대비 감소가 예상된다. 또 2020년까지도 하향 안정화가 유지될 것으로 예상된다. IFRS 15 회계에서는 전년도 마케팅비용 집행 수준이 영향을 미치는 구조이기 때문이다.

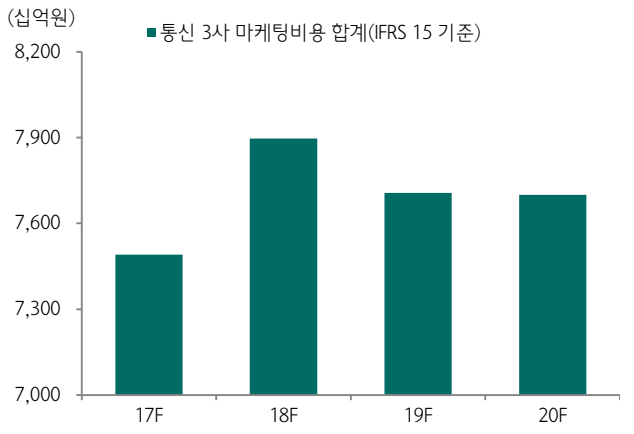
구 회계 기준으로 통신사 마케팅비용은 2016년 감소, 2017년 증가 패턴을 나타냈으며 2018년 통신사 마케팅비용은 전년대비 감소가 유력해지는 상황이다. 2019년 통신산업 마케팅비용을 예측하긴 쉽지 않지만 올해와 비슷할 가능성이 높다. 5G 가입자가 급격히 증가하는 하반기 이후 마케팅비용이 증가할 가능성이 높기 때문이다. 이렇다고 보면 IFRS 15 기준 통신사 마케팅비용은 금년도 증가하겠지만 2019년도엔 감소할 가능성이 높으며 2020년도엔 2019년 수준을 유지할 공산이 크다. IFRS 15 도입에 따른 회계적 효과 때문이다.

그림 23. 구 회계 기준 통신 3사 연간 마케팅비용 합계 예상



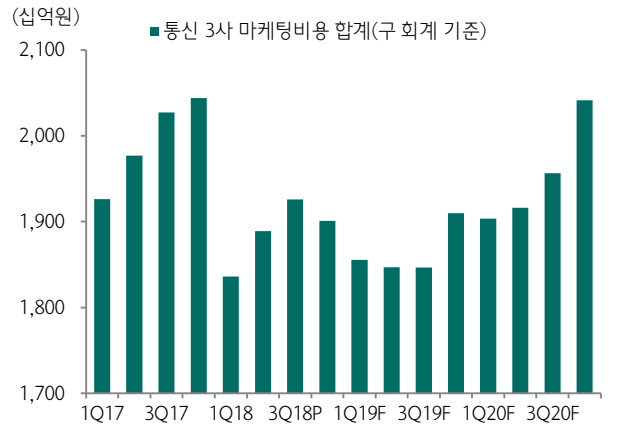
자료: 각사, 하나금융투자

그림 24. IFRS 15 기준 통신 3사 연간 마케팅비용합계 전망



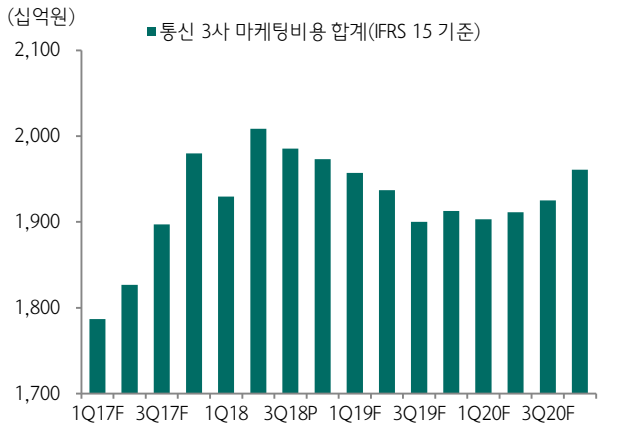
자료: 각사, 하나금융투자

그림 25. 구 회계 기준 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 예상



자료: 각사, 하나금융투자

그림 26. IFRS 15 기준 통신 3사 분기별 마케팅비용합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

IFRS 15 에선 가입자유치비용을 이연자산화, 이에 따라 내년도 통신사 마케팅비용 감소할 수 밖에 없는 상황

IFRS 15에서는 마케팅비용 중 가입자유치비용을 이연자산화하여 약정 기간(보통 24개월)에 걸쳐 상각한다. 이에 따라 마케팅비용이 증가해도 당기 실적에 바로 크게 영향을 주진 않는다. 24개월 약정 가입자 기준 8분기 안분 상각하기 때문이다. CAPEX와 비슷하다고 볼 수 있다. 과거엔 특정기간 보조금 증가/감소가 그 분기 마케팅비용에 바로 영향을 미쳤지만 IFRS 15 도입 이후엔 과거 8분기 동안 보조금 총액이 당해 분기 마케팅비용을 결정한다고 볼 수 있겠다. 어쨌든 5G 시대를 맞이하여 서비스매출액이 증가하는 상황에서 마케팅비용이 감소 양상을 나타낼 것으로 보여 향후 긍정적인 이익 전망을 하게 한다.

그림 27. IFRS 15 도입에 따른 통신사 보조금 처리 방법 변경

<변경전>

	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19
매출액	12	12	12	12	12	12	12	12
영업비용	24	0	0	0	0	0	0	0

<변경후>

	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19
매출액	12	12	12	12	12	12	12	12
영업비용	3	3	3	3	3	3	3	3

주: 월 4만원 요금제, 보조금 산택 가입자의 회계 처리 비교
자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

5) 내년도 통신 3사 주파수상각비용 총 4,200억원 증가 예상

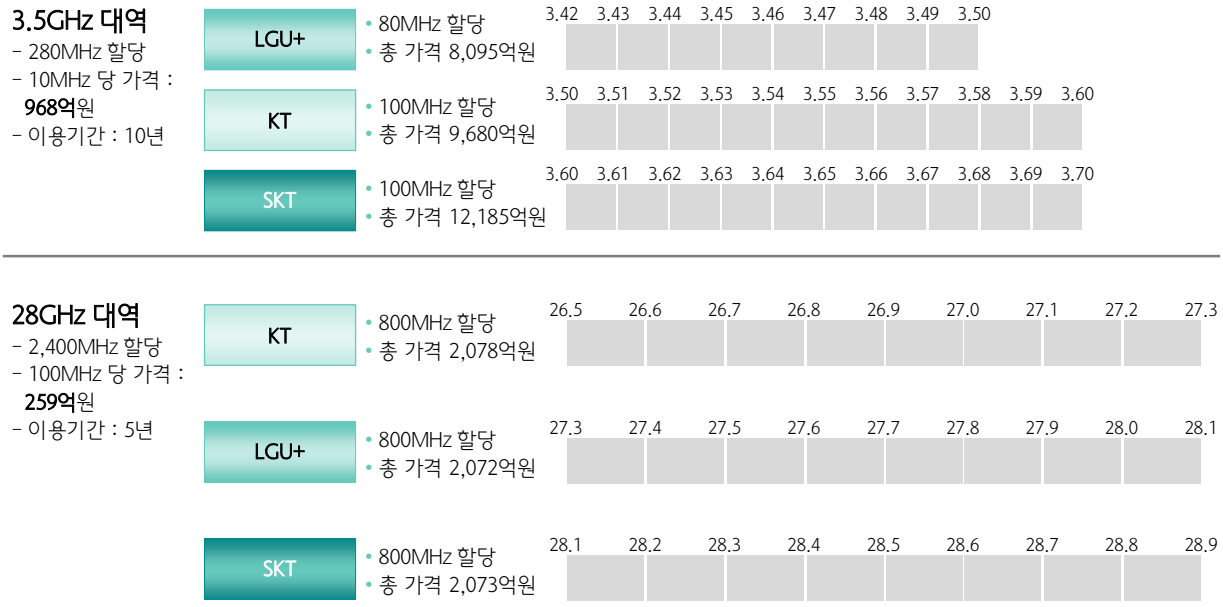
2019년 5G 주파수관련 상각비용 4,200억원에 달할 전망, 하지만 서비스매출액 증가 폭 감안하면 큰 부담은 되지 않을 듯

금년도 6월에 실시된 5G 주파수 경매는 당초 하나금융투자 예상대로 최종 할당 가격이 높지 않았다. 경매 대상인 3.5GHz대역 280MHz폭과 28GHz대역 2,400MHz 폭을 모두 합쳐 36,183억원에 낙찰되었기 때문이다. 28GHz 대역은 통신 3사가 사이 좋게 800MHz씩 나눠 가졌으며 논란이 컸던 3.5GHz은 SKT가 100MHz, KT가 100MHz, LGU+가 80MHz씩 할당되었다. 사업자별 할당 가격은 3.5GHz은 SKT 100MHz 12,185억원, KT 100MHz 9,680억원, LGU+ 80MHz 8,095억원이었고, 28GHz는 통신 3사 모두 800MHz씩 각각 SKT 2,073억원, KT 2,078억원, LGU+ 2,072억원에 할당되었다. 사용기간은 3.5GHz대역이 10년, 28GHz대역이 5년이다.

이에 따라 신규로 추가되는 연간 5G 주파수상각비용은 SKT가 1,633억원, KT 1,383억원, LGU+가 1,188억원에 달할 전망이다. 통신 3사 5G 연간 총 주파수상각비용은 4,204억원이 예상되며 5G 주파수상각은 2019년 1분기부터 진행될 것으로 판단된다.

결코 적지 않은 비용이지만 5G 주파수 경매 결과는 장기적으로 볼 때 실적 측면에서 통신사에 큰 기회요인이 될 전망이다. LTE대비 7배나 많은 주파수를 확보한 데다가 단위당 주파수 가격이 크게 하락함에 따라 트래픽만 폭증한다면 큰 폭의 이익 증가를 기대할 수 있게 되었기 때문이다. 2019년 이후 통신사 실적은 주파수관련비용증가 보단 5G 서비스 개시에 따른 트래픽 증가 및 서비스매출액 증가 분에 따라 결정될 것이 유력하다는 판단이다.

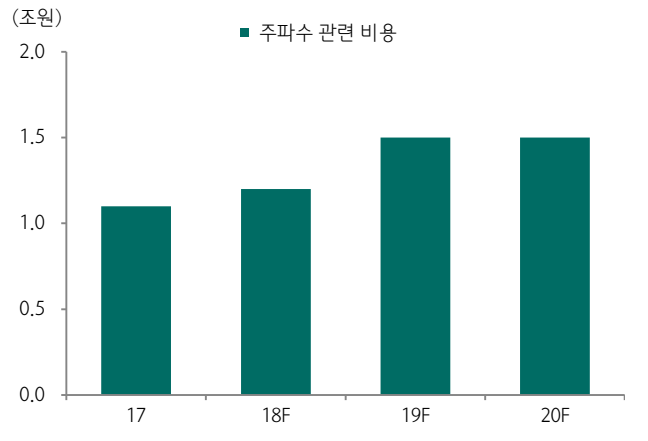
그림 28. 5G 주파수 경매 대역 및 낙찰 결과



자료: 과학기술정보통신부, 언론매체, 하나금융투자

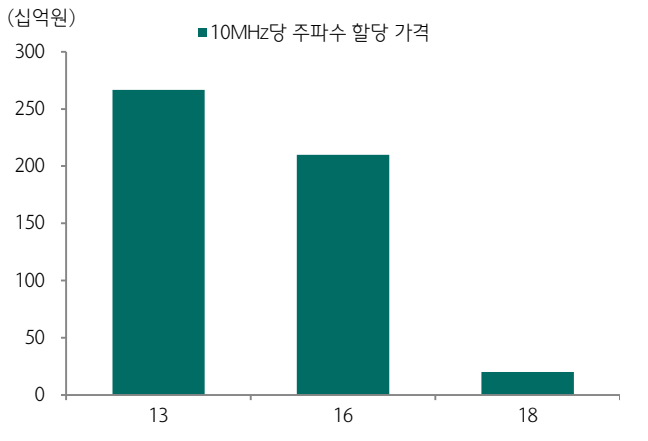
Analyst 김홍식 02-3771-7505

그림 29. 통신 3사 주파수 관련 비용 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 30. 10MHZ당 주파수 할당 가격 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

6) CAPEX는 늘겠지만 유형자산상각비는 2020년부터 증가 예상

CAPEX 증가에도 불구하고 감가상각 대상자산 감소로 2019년 통신사 유형자산감가상각비 올해 대비 감소 예상, 2020년 이후에나 유형자산상각비 증가할 전망

통신사 CAPEX 역시 2019년 통신사 실적에 부정적인 영향을 주진 못할 것으로 보인다. 물론 통신사 CAPEX는 금년도 4분기부터 증가할 공산이 크다. 5G CAPEX가 2018년 4분기부터 집행될 것으로 예상되기 때문이다. 하지만 5G CAPEX가 시작된다고 해도 통신사 연간 CAPEX가 갑자기 급증하는 패턴은 아닐 것으로 보인다. 5G 망구축 의무를 감안해도 서서히 증가할 전망이며 LTE 투자 피크인 2012년 CAPEX 규모를 넘어설 가능성은 높지 않다. 기지국 가격/LTE 혼합망 운용/자율차 및 스마트시티 상용화 일정 등을 감안할 때 그렇다. 즉 2019년 NSA로 일단 5G가 시작되고 2020년 말 이후 SA로 점차 진화할 것이란 점을 생각할 필요가 있겠다.

물론 고주파수의 특성과 커버리지를 감안하면 기지국수는 LTE대비 3배 가량 증가할 전망이다. 여기에 사용 주파수 확대가 예상된다. 따라서 5G 총 네트워크장비 투자 규모는 LTE의 1.4~1.5배, 3G 수준으로 증가할 전망이다. 하지만 3G 수준을 넘어설 가능성은 낮다. 소형 기지국 형태로 전환되면서 기지국 장비 가격 하락이 지속되고 있기 때문이다.

5G 도입 초기 LTE와 혼용하여 망을 운용할 것으로 예상된다는 점과 기존 LTE 전국망 하에 5G 네트워크 커버리지 확대가 순차적으로 이루어질 전망이라는 점도 과거와 같은 CAPEX 급증 가능성은 낮춰주는 요인이다. 2023년 레벨4~레벨5 수준의 완전 자율주행자동차가 상용화될 것임을 감안 시 통신사 5G 투자는 2022년까지도 지속될 공산이 크며 5G는 LTE와 달리 5년에 걸친 장기 투자가 예상된다. 따라서 5G에 투자하는 총 CAPEX 규모는 LTE대비 높다고 해도 연간 통신 3사 CAPEX 규모가 LTE 투자 정점인 2011~2012년보다 높아질 가능성은 낮다.

통신사 CAPEX 전망 및 최근 감가상각대상자산 추이를 감안 시 통신 3사 유형자산 감가상각비는 2020년이 되어야 비로소 증가 추세를 나타낼 것으로 예상된다. 통신사들이 과거 6년간 CAPEX의 합을 정액상각하는 회계 처리 방법을 사용하고 있기 때문이다. 따라서 LTE 투자 정점이었던 2012년 CAPEX가 제외되는 2019년엔 5G CAPEX 개시에도 불구하고 유형자산감가상각비가 감소할 전망이며, 2020년이 되어야 비로소 유형자산 감가상각비 증가가 예상된다. 2019년까지는 CAPEX 증가 분이 감소분보다 적을 것으로 판단되기 때문이다.

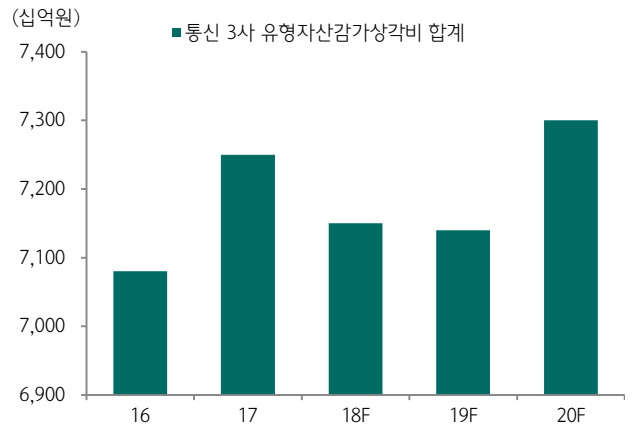
5G CAPEX 정점을 나타낼 것으로 예상되는 2022년 통신 3사 유형자산감가상각비는 2018년 대비 대략 6,000억원 증가가 예상된다. 연간 통신 3사 CAPEX 합계가 LTE 투자 고점인 2012년을 넘어서지 않을 것이라고 판단하면 그렇다. 5G CAPEX 부담이 적지 않지만 트래픽 증가에 따른 서비스매출액 증가 폭을 감안하면 결코 통신사 이익에 영향을 줄 수준은 아니라는 판단이다.

표 1. 국내 5G 망 구축 의무

구분	주파수 대역	기지국수	커버리지 비율
저주파 대역	3.5GHz	15만국	3년 15%, 5년 30%
고주파 대역	28GHz	10만국	3년 15%

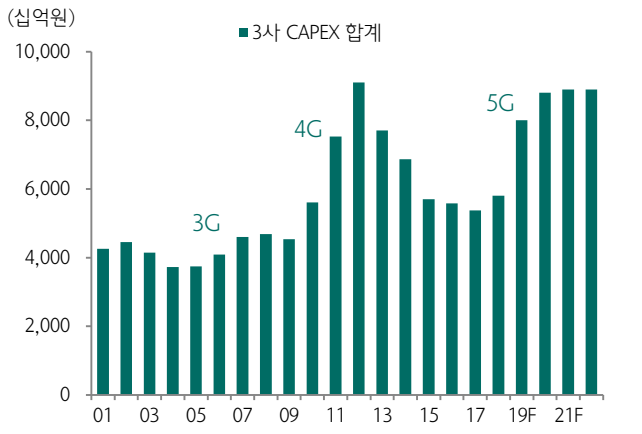
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 31. 국내 통신 3사 유형자산감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 32. 국내 이동통신 3사 CAPEX 추이 및 전망



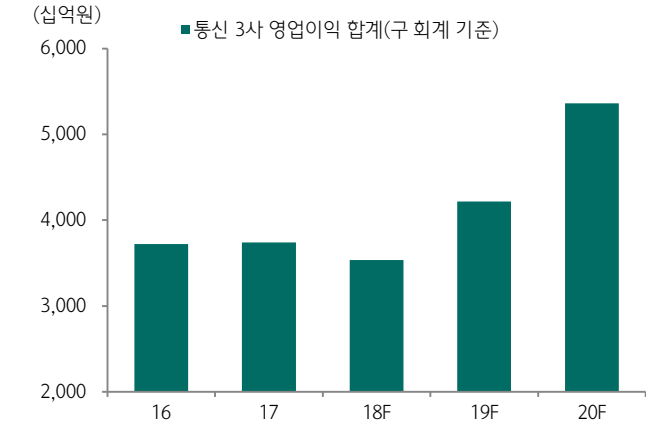
자료: 각사, 하나금융투자

7) 통신산업 영업이익 내년도 두 자리 수 증가 예상, 2020년엔 폭증할 듯

IFRS 15기준 통신산업 영업이익 성장률 2019년 23%, 2020년 32%에 달할 전망, 서비스매출액은 크게 증가하는데 영업비용은 정체가 예상되기 때문

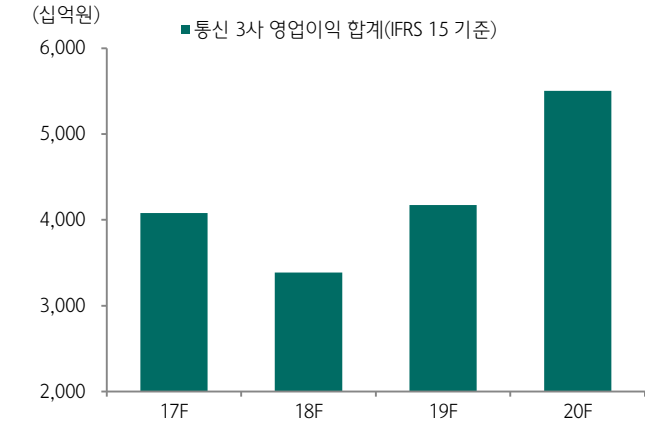
통신산업은 2019년 이후 높은 이익 성장률을 기록할 것으로 보인다. 통신 3사 합계 구 회계 기준으로는 2019년 19%의 영업이익 성장률로 2018년 영업이익 감소의 시련을 딛고 오랜만에 두 자리 수의 영업이익 성장률을 기록할 전망이며, 특히 IFRS 15 기준으로는 2019년 23%, 2020년 32%에 달하는 높은 영업이익 성장이 예상된다. 앞서 언급한 것처럼 가입자유치비용 이연 효과로 2018년의 경우 IFRS 15 기준 실적이 구 회계 기준보다 더 좋지 않은 반면 2019년엔 회계적으로 정반대의 효과가 있기 때문이다. 그런데 2019년부터 통신사들이 IFRS 15 기준으로만 실적을 발표할 것임을 고려하면 2019년 이후 투자가들의 체감적인 통신사 이익 성장률은 더 크게 느껴질 것으로 판단된다.

그림 33. 구 회계 기준 연간 국내 통신 3사 영업이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 34. IFRS 15 기준 연간 국내 통신 3사 영업이익 합계 전망

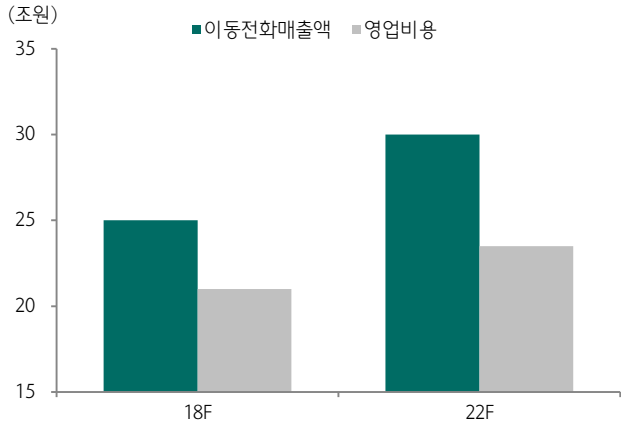


주: 2017년은 하나금융투자 추측 데이터임
자료: 각사, 하나금융투자

물론 5G 시대엔 통신사 비용 증가 요인도 많다. 장기적으로 볼 때 주파수상각비용, 유형자산감가상각비, 마케팅비용이 모두 증가할 수 있기 때문이다. 하지만 제반 영업비용이 증가한다고 해도 5G 시대 서비스매출액 증가 폭을 고려하면 그리 큰 부담은 아니다. 통신사 이동전화매출액이 연간 25조원이어서 이동전화매출액이 10%만 증가해도 서비스매출액이 2.5조원 증가할 수 있기 때문이다.

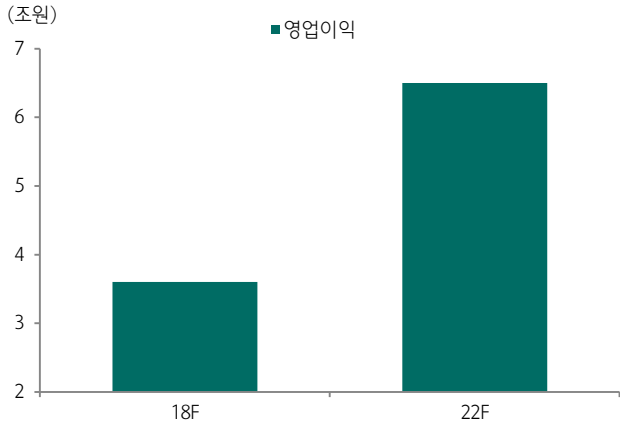
서비스매출액/영업비용 전망을 토대로 판단하면 5G 시대를 맞이한 통신산업 영업이익 전망은 대단히 밝다. 통신사 영업비용 증가분이 총 2.5조원에 달다고 해도 통신사 이동전화매출액이 20%만 증가하면 통신산업 영업이익이 6.3조원에 달할 수 있기 때문이다. 2018년 통신산업 예상 영업이익이 3.8조원 수준임을 감안할 때 5G 성숙기로 진입하게 되는 2022년 통신산업 영업이익이 금년대비 66% 증가할 수 있다는 얘기이어서 장미 빛 이익 전망을 하게 한다.

그림 35. 세대진화에 따른 이동전화서비스매출액/영업비용 변화 예측



자료: 각사, 하나금융투자

그림 36. 세대 진화에 따른 통신산업 영업이익 변화 예측



자료: 각사, 하나금융투자

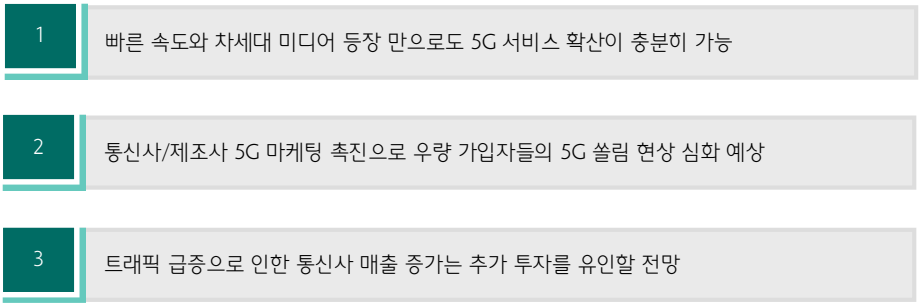
향후 통신사 영업이익 결정 요소는 영업비용이 아닌 서비스 매출액, 트래픽 증가를 감안하면 통신사 이익 전망은 낙관적

결국 5G 시대에 가장 중요한 실적 변수는 이동전화서비스매출액이다. 그런데 현 시점에서는 굳이 5G 시대 IoT 성장에 따른 Q의 성장을 고민하지 않고도 통신사 영업이익이 높게 나타날 수 밖에 없다는 점에 주목할 필요가 있다. LTE 수준의 ARPU 성장만 나타난다고 해도 5G 시대 통신사 영업이익 증가 폭이 높게 나타날 수 있기 때문이다.

5G 초기엔 아마도 차세대미디어 보급률 증가에 따른 P의 성장이 먼저 나타날 가능성이 높고, 중기 이후엔 IoT 진화에 따른 Q의 성장 본격화로 매출액 성장이 이루어질 공산이 크다. UHD와 VR 콘텐츠의 경우 용량이 HD의 최소 3배 이상에 달해 트래픽 증가에 따른 통신사 매출 증가가 예상되며, 자율주행자동차 보급 확산은 구동과 더불어 엔포테인먼트용 트래픽 증가를 일으킬 가능성이 높다. 따라서 통신사 매출액 급증이 기대된다. 이동 중에 특별히 할 일이 없으면 항상 가입자의 트래픽이 급증하는 패턴을 보여왔고 이러한 특성을 감안한 통신사 요금제가 기획된 경우가 많기 때문이다.

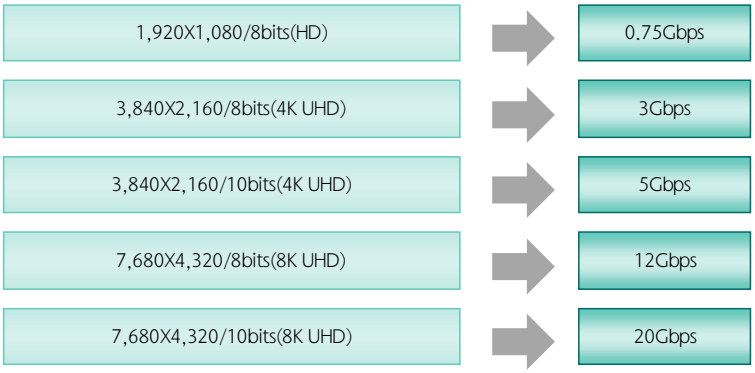
결국 5G 시대 통신사 이익의 결정 변수는 트래픽이 될 가능성이 높다. 그런데 이런 관점에서 보면 5G 시대 통신사 이익 전망은 대단히 밝다. 1) 차세대 미디어 보급 확산, 2) 자동차/웨어러블 등 디바이스 확산, 3) 스마트팩토리/스마트시티 확산이 예상되기 때문이다. 여기에 개인정보 유출 이슈 때문에 규제가 엄격했던 빅데이터 산업이 최근 뚜렷한 개방 추세를 나타내고 있다는 점도 긍정적이다. 자율주행자동차를 비롯한 IoT의 확산이 기대된다.

그림 37. 초기 5G 서비스만으로도 통신 시장에 큰 파장을 줄 것으로 판단하는 이유



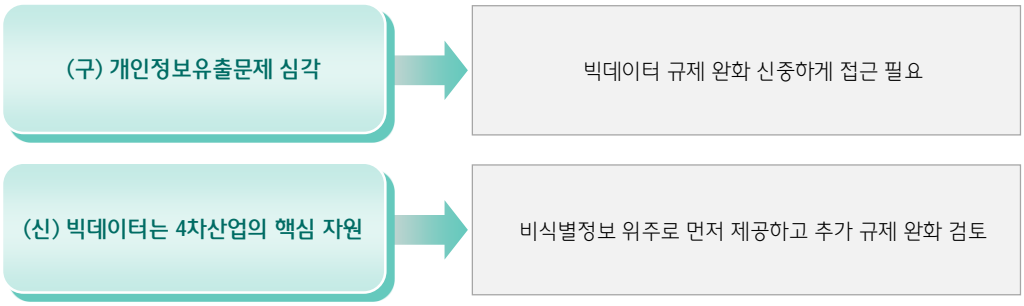
자료: 하나금융투자

그림 38. 양상 방식별 데이터량 비교



자료: 한국방송통신전파진흥원

그림 39. 정부/국회의 빅데이터 산업에 재한 견해 변화



자료: 하나금융투자

그림 40. 5G 시대 통신사가 높은 이익 성장을 나타낼 것으로 판단하는 이유

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2. NSA만으로도 시장에서 5G 열풍 일으킬 수 있을까?

1) 내년 3월 NSA방식 5G 서비스에 대한 냉소적인 반응 여전히 적지 않은 상황

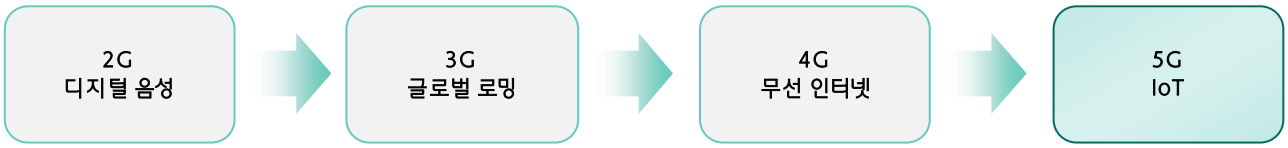
내년 3월 5G 서비스가 개시되지만 SA방식이 아닌 NSA 방식이라는 점에 투자가들의 회의적인 시각이 적지 않은 상황

2019년 3월로 국내 5G 서비스 출시가 정해졌지만 여전히 5G의 성공에 비판적인 시각을 갖고 있는 투자가들이 적지 않다. 내년 1분기 선보일 5G 서비스가 LTE 전국망을 근간으로 수도권을 중심으로만 5G 서비스가 펼쳐지는 NSA(None Stand Alone) 방식이라는 것도 약점이겠거니와 더 중요한 것은 당장은 IoT를 추구하지 못하기 때문이다. 즉 5G 시대를 꿈꿔온 투자가들에게는 5G 서비스의 상징이나 다름없는 자율주행자동차, 스마트팩토리, 원격진료, 스마트시티가 당장은 시현되기 어려운 것이 실망감으로 작용하고 있다고 볼 수 있다.

과거 이동통신 네트워크는 특별한 목적을 가지고 출발하였다. 2G는 깨끗한 디지털 음성, 3G는 글로벌 로밍을 목적으로 도입되었으며 4G는 무선인터넷의 활성화가 주된 이유였다. 그럼 5G는 어떤 목적으로 도입되는 것일까? 차세대 미디어 도입 등 여러 가지 이유가 있을 수 있겠지만 사실상 IoT가 가장 큰 도입의 목적이라고 볼 수 있다.

우선 mmWave 광대역 통신, 빔간 고속핸드오버, short TTI 등 IoT를 위한 네트워크라고 판단할 수 있는 핵심 기술들이 다수 5G에 포진되어 있다. 여기에 빠른 전송 속도와 더불어 초연결, 초저지연, 저전력을 가능하게 한다. 따라서 진화된 IoT 서비스를 완벽하게 시현해줄 수 있는 최초의 네트워크라고 볼 수 있다. 그런데 내년에 선보일 5G 서비스는 차세대미디어를 지원할 뿐 진정한 IoT 서비스를 지원하지 않으므로 투자가들이 다소간 5G 서비스에 대해 냉소적인 반응을 나타내는 것이라고 볼 수 있겠다.

그림 41. 이동전화 세대별 진화 목적



자료: 하나금융투자

그림 42. 5G가 IoT를 위한 네트워크라고 판단할 수 있는 핵심 기술 정리

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

실제로 국내 5G 서비스는 2019년 3월 NSA로 시작해서 2020년 하반기 SA로 점진적 진화 과정을 거칠 것으로 예상

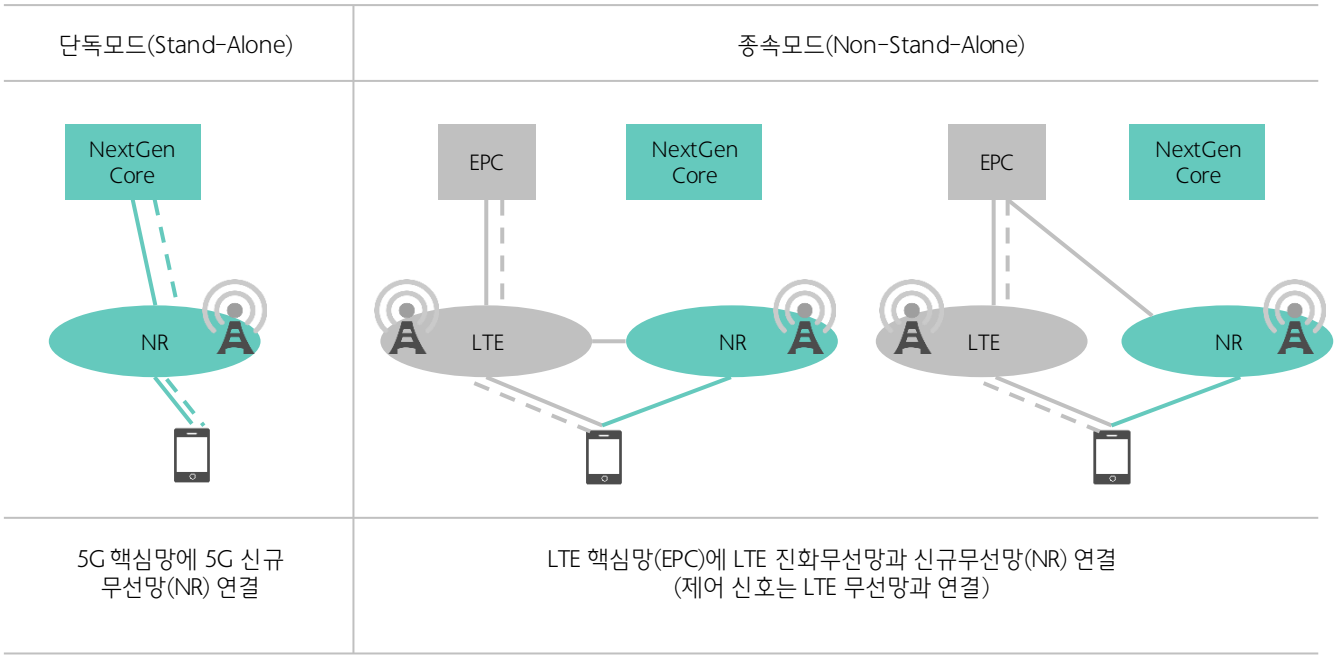
2) 5G는 2019년 3월 NSA로 시작해서 2020년 하반기 SA로 점진적 진화 예상

2012년 LTE 도입 당시 국내의 경우 초기 LTE에서 이후 LTE A로 진화하는 방식을 선택하였고 초기 대역 폭도 20MHz에서 40MHz로 확대하며 LTE 진화를 거듭하였다. 주파수 문제, CA 기술 부족, 장비 문제 등이 복합적으로 존재했었다.

그런데 2019년 3월 서비스가 개시될 5G도 현재로선 비슷한 양상을 보일 가능성이 높다. 5G 초기엔 NSA(LTE혼용)로 시작해서 2020년부터 SA(5G Only)로의 진화가 예상되고 주파수는 초기엔 3.5GHz 대역을 주로 사용하다가 이후 28GHz 사용이 예상된다.

5G 도입 초기엔 LTE 전국망을 근간으로 수도권 위주로의 5G 서비스가 예상되며 3.5GHz 전국망이 이루어지면 점차 핫스팟 위주로 28GHz 커버리지 확대가 예상된다. 통신장비가 현재 3.5GHz 위주에서 향후 28GHz로 점진적으로 진화할 예정이며, 금년 하반기부터 3.5GHz대역 네트워크투자가 시작될 전망이다. NSA 휴대폰 퀄컴칩이 금년 하반기 출시될 예정이며 2019년 초엔 NSA 방식 5G 휴대폰 출시가 예상된다.

그림 43. 3GPP 5G 단독모드(SA)와 종속모드(NSA) 비교



자료: 언론매체, 하나금융투자

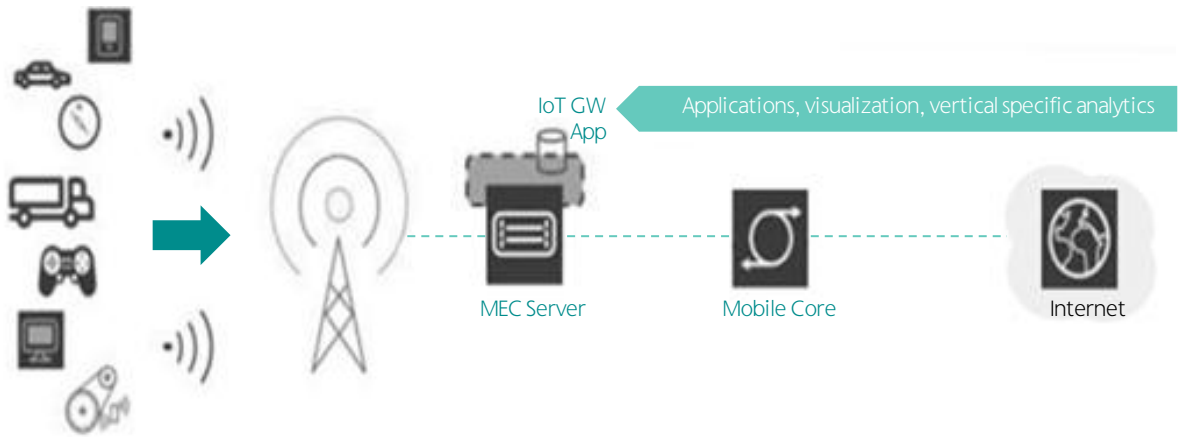
일단 3.5GHz 기반의 5G 서비스가 먼저 시작되고 향후 3.5GHz와 28GHz를 동시에 사용하는 SA 서비스 개시 예정, 트래픽 감안 시 2020년엔 SA 서비스 도입 유력

5G 전용망이라 불리는 SA 도입은 2020년 하반기에나 가능할 전망이다. 단말기 칩 및 부품 개발 속도, 휴대폰 출시 시기도 문제이지만 통신사 CAPEX 부담도 현실적으로 적지 않기 때문이다. 28GHz의 경우 주파수가 저렴하다는 장점이 있지만 전파도달거리가 짧아 빔포밍이 필수적이며 커버리지가 줄어들어 설비 투자비용이 과도하게 든다는 단점이 존재한다. 따라서 28GHz 투자는 천천히 진행될 가능성이 높다.

하지만 2020년부터는 28GHz 대역 활용이 본격화될 가능성이 높다. 향후 주파수 할당 로드맵과 트래픽을 예측할 시 2020년만 되어도 28GHz 대역을 사용하지 않으면 주파수 공급 부족 문제가 생겨날 수 있기 때문이다. 사실상 이러한 이유로 국내에서 28GHz 조기 할당이 이루어졌다고 볼 수 있다. 현재 동일 콘텐츠 용량 기준으로 4K UHD는 HD의 4배, 8K UHD는 HD의 16배에 달한다. 5G 도입 시 UHD, VR 콘텐츠가 급증할 것임을 감안하고 인당 트래픽이 현재 LTE 6기가에서 5G 20기가까지 증가하게 되면 5G 가입자가 1,500만명만 되어도 주파수 부족 현상이 나타날 수 있다. 2020년엔 28GHz 사용이 불가피할 것이란 판단이다.

또 2020년 자율차를 비롯한 본격적인 IoT 시대가 열린다는 점을 감안해도 2019년 하반기에는 28GHz 투자가 필요해 보인다. 진보된 IoT를 적용하기 위해선 5G SA망 구축과 더불어 초저지연스위치 장비 구현이 필수적이기 때문이다. 네트워크 안정성과 속도에 문제가 생길 수 있음을 감안 시 그렇다. 전반적으로 볼 때 2018년 하반기 3.5GHz 수도권 투자로 시작하여 점차 전국망으로 확산이 예상되며 28GHz는 2019년 하반기 수도권 위주의 오버랩 투자 진행이 예상된다. SA 진입과 더불어 초저지연 스위치 장비 투자까지 완료되면 본격적인 IoT 시대로의 진입이 가능해질 전망이다.

그림 44. 5G 초저지연 기술 정의



자료: 하나금융투자

3) 진정한 5G는 SA, 하지만 초기 5G도 적지 않은 시장 파급 미칠 전망

내년도 3월 선보일 NSA 방식의 5G도 적지 않은 시장 파급 미칠 전망, 디바이스/플랫폼이 5G 위주로 재편될 가능성이 높고 요금제 업셀링에 따른 통신사 매출 증가 예상되기 때문

앞서 언급한 것처럼 2019년 3월 국내에서 펼쳐질 NSA방식의 5G 서비스는 자율차, 스마트 시티와 같은 드라마틱한 변화를 보여주진 못 할 것이다. 하지만 초기 5G 서비스도 시장에 적지 않은 파장을 미칠 공산이 크다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

첫째 빠른 속도와 차세대 미디어 등장 만으로도 5G 서비스 확산이 충분히 가능할 것으로 판단된다. LTE 도입 당시에도 3G와 LTE의 차이에 대한 비판적인 시각이 많았다. 체감적인 속도 차이가 크지 않고 차별화된 콘텐츠도 많지 않았기 때문이다. 하지만 LTE는 동영상을 기반으로 사업적인 측면에서 큰 성공을 거두었다. 마찬가지로 5G가 등장할 2019년 3월 투자가들의 우려와는 달리 통신 시장에는 큰 파장이 예상된다. 타임슬라이스, 옴니뷰, 싱크뷰 등을 통해 스포츠, 게임, 공연 실황 등을 완벽하게 제공하는 정도로도 LTE와의 차별성을 느끼게 하기엔 충분하기 때문이다. 여기에 점차 지상파에서의 UHD 콘텐츠 확대, VR 콘텐츠 제작 본격화도 5G 성공 가능성을 높여줄 것이란 판단이다.

둘째 5G 서비스 개시 이후엔 우량 가입자들의 5G 쏠림 현상이 급하게 심화될 가능성이 높다. 6년 전 LTE 도입 당시 우량 가입자들이 3G 무제한 요금제를 포기하고 5~6G를 제공하는 LTE로 넘어올까 하는 의문이 많았다. 하지만 결과는 우량 가입자들의 LTE로의 이동이 빠르게 나타났다. 통신사들이 LTE 가입자들에게 각종 혜택과 많은 보조금을 부여한 영향이 컸지만 프리미엄 휴대폰들이 LTE 위주로 출시된 이유도 컸다. 제반 상황으로 볼 때 내년도에도 비슷한 현상이 재현될 가능성이 높다. 통신사들이 우량가입자들을 중심으로 5G로의 이동을 촉진할 공산이 크며 휴대폰 업체들도 당연히 판매량 촉진을 위해 5G 위주로 프리미엄 단말기를 출시할 가능성이 높기 때문이다. 결국 통신사간 우량가입자 유치 경쟁으로 이어지며 5G 서비스 개시 이후 우량가입자들의 5G로의 이동이 가속화될 것이란 판단이다.

셋째 국내 외 통신사들이 대부분 트래픽에 연동하는 요금제로 전환함에 따라 트래픽 급증은 통신사 매출을 급증시킴과 동시에 5G 투자를 가속화시킬 전망이다. 2015년 이후 국내 통신사들은 데이터 중심 요금제로의 변화를 본격화하였다. 정부 정책과 더불어 통신사들의 장기적인 계산도 깔려 있었다. 음성 위주의 요금제에선 형평성 문제가 발생될 소지가 크고 네트워크 투자 및 진화를 유도하기 어려웠기 때문이다. 그런데 이젠 그러한 문제가 사라졌다. 음성은 사실상 기본료 안에 포함되는 무제한 형태로 바뀌었고 이젠 데이터에 기반하여 요금이 올라가는 제도이기 때문이다. 이러한 이유로 5G 서비스가 개시되면 트래픽 증가와 함께 통신사 매출액은 증가할 수 밖에 없으며 통신사 매출 증가는 보다 진보된 5G 서비스로의 이동을 촉진시킬 공산이 크다. 일단 5G가 시작되면 서비스의 진화가 가속화될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 45. NSA 방식의 5G 서비스도 시장에 큰 파장을 줄 것으로 판단하는 이유

1	빠른 속도와 차세대 미디어 등장 만으로도 5G 서비스 확산이 충분히 가능
2	통신사/제조사 5G 마케팅 촉진으로 우량 가입자들의 5G 쏠림 현상 심화 예상
3	트래픽 급증으로 인한 통신사 매출 증가는 추가 투자를 유인할 전망

자료: 하나금융투자

4) 현 통신사 주가는 NSA도 반영하지 않은 상황, 냉정히 직시해야

현재 통신사 Multiple 수준 감안 시 NSA방식 5G 도입 만으로도 큰 폭의 주가 상승 가능할 전망, 리레이팅 가능성이 높기 때문

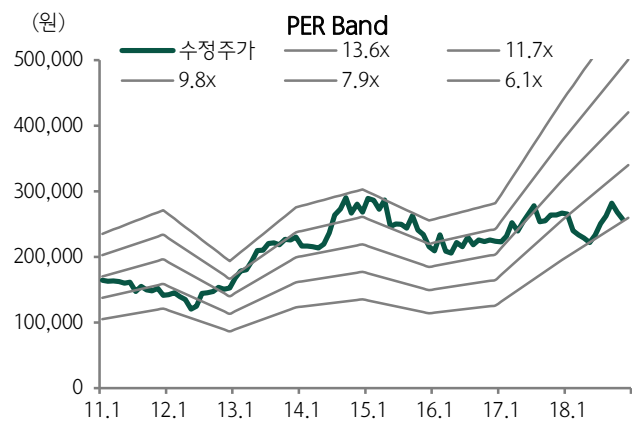
일부 투자가들의 경우 내년도 선보일 5G가 SA가 아닌 NSA인데 최근 통신주가 너무 가파르게 오르는 것이 아닌가, 또 현재 통신주가 5G 기대감을 어느 정도 선반영한 것이 아닌가라는 의문을 제기한다. 하지만 하나금융투자에서는 현재 통신주는 2020년 하반기 도입이 예상되는 SA는 말할 것도 없고 2019년 NSA에 대한 주가 반영도 현재 미미한 상태라서 향후 통신주가 두 단계에 걸쳐 높은 주가 상승을 나타낼 것으로 판단한다. 현재 통신사 Multiple 수준을 보면 그렇다.

금년도 6월 이후 LGU+를 중심으로 통신주 급반등이 나타났지만 아직도 역사적으로 보면 통신주 Multiple은 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 특히 국내 5G 상용화 시점이 2019년 3월로 정해졌다는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 5G 서비스가 임박했는데 Multiple은 LTE 성숙기 때보다도 낮기 때문이다. 최근 통신주 반등에도 불구하고 현재 SKT와 LGU+의 2019년 예상 실적 기준 PER은 각각 7배와 10배, KT의 PBR은 0.5배에 불과하다. 최근 10년간 통신 3사 PER이 최저 8배, 최고 22배 수준에서 형성되어왔다는 점을 감안하면 지나치게 낮은 수준이다. 특히 과거 네트워크 진화가 이슈화되었던 당시 KOSPI대비 통신사 Multiple을 감안하면 더욱 그렇다.

아직도 통신 3사 Multiple은 신정부의 통신요금인하가 향후에도 지속되고 통신사 실적 흐름을 바꿀 수 있다는 가정을 반영한 수준이다. 더 이상 요금인하 이벤트가 나올게 없는데도 말이다. 따라서 2018년 하반기부터 통신주 리레이팅 과정이 나타나 2019년 초까지 Multiple 정상화 과정이 나타날 공산이 크다. 현재 10배 미만인 통신주 PER이 13~14배까지 상승할 가능성이 높다.

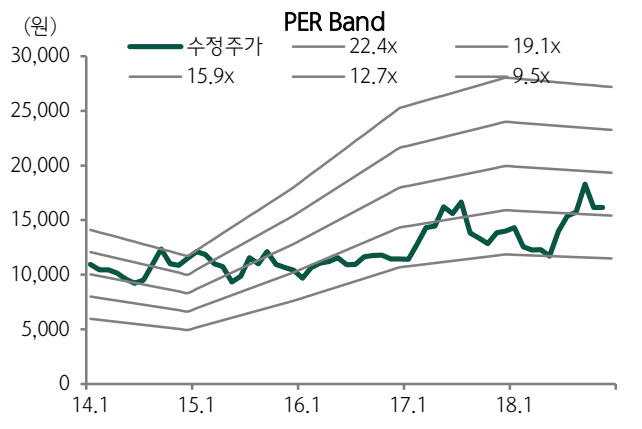
2019년 2분기~2020년 상반기엔 본격적인 IoT 진화를 위한 5G 시대 진입, 자율차와 스마트시티 구현이 가능한 진정한 꿈의 5G 시현 기대감에 따른 Multiple 확장 국면이 나타날 가능성이 높다. 이 경우 최근 10년간 통신주 Multiple을 뛰어넘는 2000년대 초반 수준의 PER 형성도 가능할 전망이며 보수적으로 판단해도 20배 이상의 Multiple 형성이 기대된다. 이러한 제반 환경을 감안할 때 향후 2년간 의외의 높은 주가 상승도 기대할 수 있을 것이란 판단이다.

그림 46. SKT PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 47. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 48. 향후 통신사 Multiple이 크게 상승할 가능성이 높은 이유

1 정부 규제/실적 우려로 통신사 Multiple이 너무 낮은 수준임

2 NSA에서 SA로 통신사 두 단계에 걸쳐 5G 진화해 나갈 예정

3 트래픽 급증으로 인한 통신사 매출 증가는 추가 투자를 유인할 전망

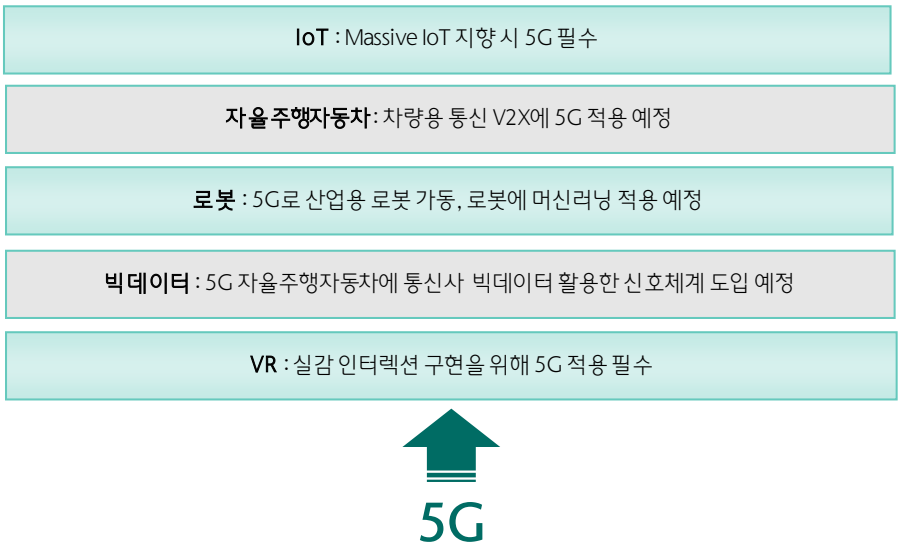
자료: 하나금융투자

5) 18~19년은 통신사 Multiple 정상화, 20년엔 큰 폭의 확장 국면 전개 예상

제반 상황을 감안 시 2018년 하반기부터 2019년 상반기까지 통신사 Multiple 정상 국면으로 회귀, 2019년 이후엔 큰 폭의 확장 국면 전개 예상

결국 2018~2019년은 통신사 Multiple이 정상화되는 과정, 2020년엔 SA 도입을 앞두고 큰 폭의 Multiple 확장 국면을 전개할 가능성이 높다. 아직까지도 5G 성공에 대한 투자가들의 확신이 높지 않지만 시간이 지나갈수록 4차 산업의 중심에 5G가 있다는 인식이 확산되면서 통신산업 성장 기대감이 높아질 전망이기 때문이다. 즉 5G가 차세대 IoT를 실현시켜줄 핵심 네트워크이며 4차 산업의 실핏줄이라는 인식이 점차 확산될 것이란 얘기다.

그림 49. 4차 산업과 5G와의 연결 고리



자료: 하나금융투자

물론 5G가 도입된다고 해도 통신사 영업이익이 몇 배 증가할 가능성은 낮다. 트래픽이 5G 도입 초기 연간 80% 이상 폭증할 가능성이 높고 이에 따른 요금제 업셀링이 예상되지만 규제 상황을 감안 시 단위당 요금이 지속 하락할 것임을 가정하면 주력 요금제는 LTE보다 40% 상승하는데 그칠 것이기 때문이다. 여기에 CAPEX, 마케팅비용 증가도 필연적이라 이익 증가 폭은 LTE 도입 파급력 대비로는 낮게 나타날 공산이 크다.

하지만 2021년 통신사 영업이익이 2018년대비 70% 증가에 그친다고 해도 통신사 주가는 현 주가 대비 2배 이상 상승할 가능성이 높다. 높은 이동전화 ARPU 성장, 이익 성장과 더불어 Multiple이 높게 형성될 가능성이 높기 때문이다.

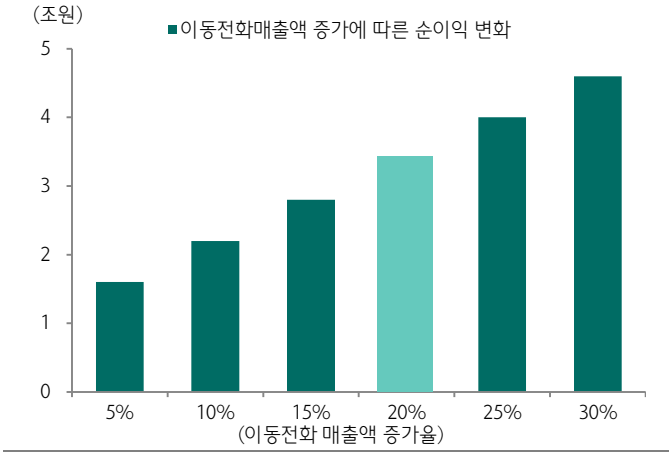
하나금융투자에서는 2018~2020년 3년간 통신 3사 시가총액이 2.5배 늘어날 수 있을 것으로 판단한다. 2018년 이익 정체 현상이 나타나겠지만 2019년 5G 조기 도입 기대감이 커지는 가운데 2019년 하반기부터는 진보된 IoT가 적용된 5G 도입을 앞두고 통신사 Multiple이 크게 확장되는 국면을 맞이할 것으로 판단되기 때문이다.

Analyst 김홍식 02-3771-7505

통신산업 5G 도입으로 70%만 이익 성장해도 시가총액은 2배 성장 전망, Multiple에 큰 변화 예상되기 때문

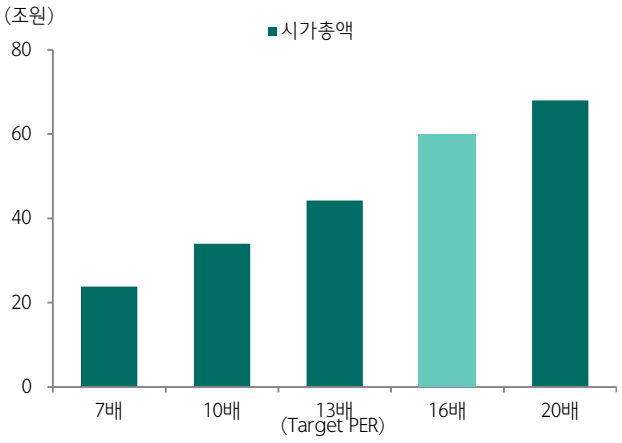
5G 도입으로 인해 업종대표주인 SKT의 이동전화서비스매출액이 20%만 증가한다고 가정해도 총 2.4조원의 서비스매출액 증가가 예상되며 극단적으로 감가상각비 1조원, 마케팅비용 4천억원의 증가를 가정해도 총 1조원의 영업이익 증가가 예상된다. 즉 SKT 연결 영업이익이 2.7조원, 순이익이 3.4조원에 달할 수 있다는 얘기이다. 과거 LTE 도입 이후 2014~2015년 PER 고점이 SKT 16배, LGU+ 24배에 달했다는 점을 고려하면 SKT 시가총액 50조원이 터무니 없는 숫자는 아니라는 생각이 든다. 2018년부터 2020년까지 통신주의 계단식 상승이 나타날 공산이 크다는 판단이며 특히 향후 2년간 통신주의 높은 주가 상승이 기대된다.

그림 50. SKT 이동전화매출액 증가에 따른 순이익 변화 추정



자료: SKT, 하나금융투자

그림 51. SKT 2022년 시가총액 추정



주: 순이익을 3.4조원으로 가정
자료: SKT, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

3. 망중립성 재정립 논의 본격화, 5G 급행 차선 과연 허용될까?

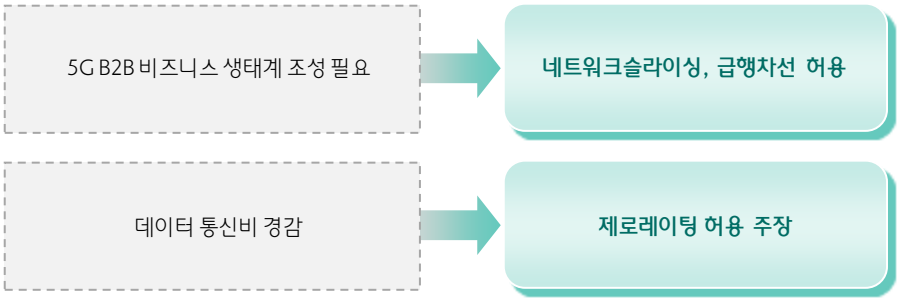
제로레이팅에 이어 Fast Lane도 허용 전망, 망중립성 정책 큰 변화 예상

제로레이팅 이미 일부 허용, 5G 급행차선 허용 논의 본격화되는 양상

최근 미국뿐만 아니라 국내에서도 망중립성 논란이 뜨겁다. 망중립성 논쟁의 핵심인 제로레이팅이 사실상 일부 허용된 데 이어 5G시대에 네트워크슬라이싱을 통한 Fast Lane을 허용하자는 논의도 정부/국회를 중심으로 본격화되는 양상이다.

9/28일 열린 5G 통신정책협의회 제 1소위에서 망 중립성 원칙의 재정립을 위한 첫 논의가 진행되었으며 2019년 3월까지 6개월 동안 충분한 논의를 거쳐 5G시대의 통신 정책 방향을 결정할 예정이다. 결국 정책협의회 논의 결과에 따라 인터넷 서비스 제공의 우선 순위 마련 및 차별적 서비스 제공 여부가 결정될 것으로 보이는데 데이터를 처리하는 급행 차선(Fast Lane) 상품이 출시되거나 소비자 대신 사업자가 데이터 비용을 지불(제로레이팅)하는 콘텐츠 상품이 많아질 수 있을지에 투자가들의 관심이 집중되고 있다.

그림 52. 최근 망중립성 논란 심화 배경

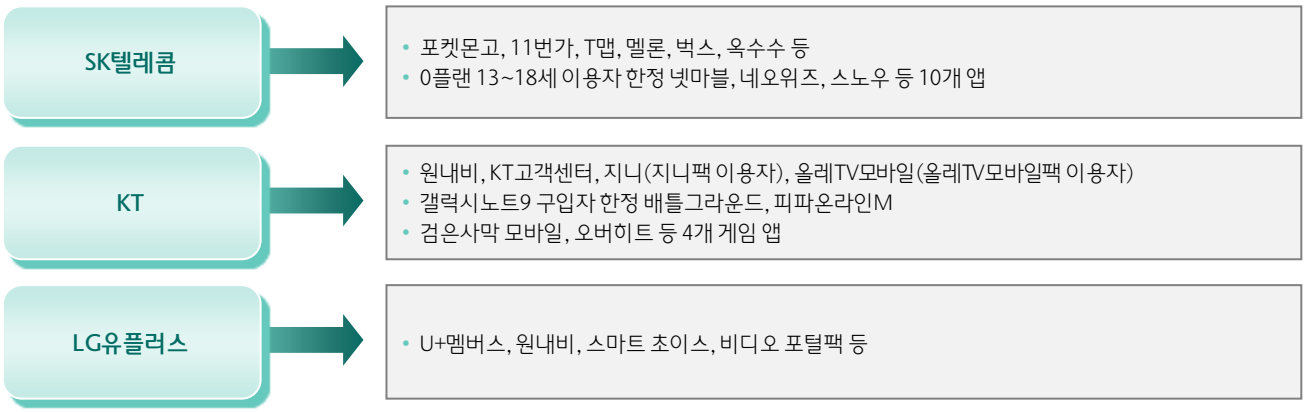


자료: 하나금융투자

제로레이팅은 신정부 출범 이후 통신요금 경감이 사회적 이슈로 떠오르고 향후 데이터 통신비 증가 부담이 커질 수 있다는 이유로 도입 논의가 시작되었다. 제로레이팅이란 플랫폼 사업자가 자사 플랫폼 이용 시 발생하는 통신 요금을 소비자 대신 내 주는 것을 말한다. 최근 국내 통신사들이 게임업체들과 제휴해 피파온라인 4M/배틀그라운드/검은사막 모바일/오버히트 등을 소비자에 데이터 요금 부과 없이 무료로 제공하기로 한 것이 대표적이다. 아직은 시범 서비스 형태를 띠고 있고 게임업체에 데이터 요금 징수도 이루어지고 있지는 않지만 곧 B2B 비즈니스의 형태로 발전하게 될 전망이다.

물론 아직은 넘어야 할 산이 있다. 제로레이팅 도입이 통신비 경감에 도움이 되는 반면 대형 콘텐츠 업체의 독과점을 강화하는 부작용이 있어서다. 이에 따라 중소 플랫폼 업체들이 격하게 반대하면서 제로레이팅 허용에 대한 논쟁이 여전한 상황이고 아직은 정부도 제로레이팅을 공식적으로 허용한 것은 아니다. 하지만 제로레이팅은 금년 하반기부터 본격화될 공산이 크다. 망중립성 강화를 주장하는 현 정부 조차 제로레이팅은 통신비 경감 차원에서 긍정적인 제도라며 허용 입장을 밝힌 바 있으며 통신사들이 데이터 이용료를 할인하거나 면제해주는 제로레이팅 서비스를 잇따라 늘리고 있기 때문이다. 자사 콘텐츠 중심에서 최근에는 게임/커뮤니티 등 외부 콘텐츠 업체와 협력하는 모습이 늘어나고 있다.

그림 53. 통신 3사 주요 제로레이팅 서비스 현황



자료: 하나금융투자

이미 5G 통신정책협의회 출범, 사실상공론화과정 진행 중, 내년 2Q 5G 급행차선 허용 가능성 높다고 판단

5G 급행 차선 허용은 얼마 전까지만 해도 도입 가능성이 낮다고 판단되었지만 최근 5G 통신정책협의회 출범을 논의하기로 결정됨에 따라 업계의 큰 관심거리로 떠오르고 있다.

급행 차선은 자율주행차/스마트팩토리/원격진료 등의 데이터를 우선적으로 처리해주는 회선을 말한다. 물론 현재의 망중립성 원칙 하에서는 나올 수 없는 서비스이다. 그러나 5G의 경우 자율주행용 망/통신용 망 등으로 망 서비스를 구분해 제공할 수 있는 네트워크 슬라이싱이 가능해진다. 이에 따라 논의가 시작되고 있다.

네트워크 슬라이싱이란 하나의 물리적인 코어 네트워크를 다수의 독립적인 가상 네트워크로 분리한 후 고객 맞춤형으로 서비스를 제공하는 것을 말하며 5G의 핵심 기술이다. 현대차나 네이버가 자율주행차나 원격의료 서비스용으로 급행차선 네트워크 사용료를 지불하면 통신사들이 이들의 데이터를 최우선으로 빨리 처리해주는 방식이라고 볼 수 있다. 그런데 향후 5G 서비스가 IoT로 본격 진화할 경우를 대비해 벌써부터 논쟁이 생겨나는 양상이다.

물론 아직은 네트워크슬라이싱을 통한 Fast Lane 허용은 예민한 사안이며 허용여부를 장담하기 어렵다. 정부가 5G 네트워크슬라이싱을 통한 Fast Lane까지 허용해 준다면 사실상 국내에서 망중립성이 폐기되었다고 봐도 무방하기 때문이다.

따라서 아직까지는 5G 급행차선이 허용될지 단정하긴 어렵다. 문재인정권에선 표면적으로 망중립성 강화를 내세우고 있기 때문이다. 하지만 신정부가 망중립성 논의의 중심을 이용자 편익 확대로 설정하면서 5G 이용자 편익에 급행차선 허용이 도움이 된다면 허용하는 것이 옳다는 핀단 하에 급물살을 타고 있다.

제반 상황을 감안하면 결국엔 네트워크슬라이싱을 통한 Fast Lane도 현 정권에서 허용될 가능성이 높다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 신정부 입장에서 자율차, 스마트시티 등 4차 산업 육성이 중요한 상황이고, 2) B2C 요금 경감을 위해선 B2B 사업을 활성화시킬 필요가 있으며, 3) 소비자 불편 해소 측면에서도 급행차선을 허용하는 것이 더 맞을 수 있기 때문이다. 만약 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 급행 차선까지 허용된다면 통신사 망패권 강화의 일대 혁명이라고 볼 수 있겠으며 Multiple 확장 국면 전개가 예상된다.

그림 54. 5G 급행차선 허용이 5G 통신정책협의회에서 결정될 가능성이 높은 이유

1	신정부 입장에서 혁신성장의 핵심인 자율차, 스마트시티 등 4차 산업 육성이 중요한 상황
2	B2C 요금 경감을 위해선 B2B 사업을 활성화시킬 필요가 있음
3	소비자 불편 해소 측면에서도 급행차선을 허용하는 것이 바람직함

자료: 하나금융투자

그림 55. 5G 급행차선 허용 시 통신주 Multiple이 크게 상승할 것으로 판단하는 이유

1	사실상 2000년 초 전용회선 이후 17년 만에 B2B 시장의 의미 있는 성장이 기대
2	통신사/제조사/플랫폼 업체간 자동차/웨어러블 분야 헤게모니 싸움에서 통신사 망패권 강화 예상
3	장기적으로 데이터 트래픽 증가에 따른 서비스매출액 증가 다방면에서 나타날 전망

자료: 하나금융투자

통신비 경감/소비자 불편 해소 측면 이슈화되고 있어 망중립성은 결국 약화될 수 밖에 없다는 판단, 통신주 Multiple 상향 조정 계기될 듯

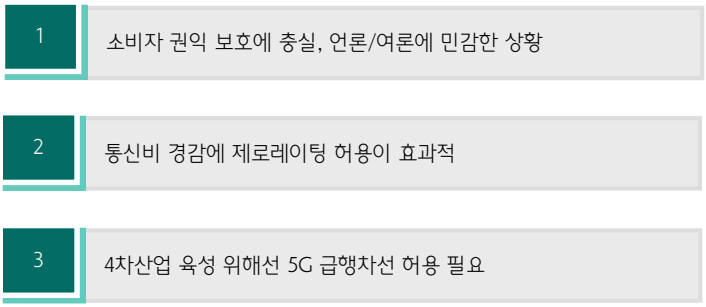
LTE를 거쳐 5G 시대로 진입하면서 통신사들이 망에 대한 패권을 점점 더 강화해 나가는 모습이다. 최근 국내외 망중립성 논쟁 결과를 통해서도 잘 드러난다.

5G시대를 앞두고 통신사들은 철저히 서비스 준비에 앞서 망에 대한 헤게모니를 잡아가는 데 집중하는 상황이다. 망에 대한 패권을 잡지 못하면 5G 시대에서도 과거 2000년대 초반의 과오를 되풀이할 수 있기 때문이다.

특히 5G 시대엔 스마트시티, 스마트팩토리, 자율주행자동차 등 통신/IT/플랫폼/자동차 사업자간 헤게모니 이슈가 불거질 공산이 커 더욱 그렇다. 미국은 물론이고 국내에서도 통신사들의 망 패권 강화 양상은 뚜렷하다. 5G시대 통신사 B2B 매출 증가에 대한 기대를 갖게 하며 이에 따른 주가 상승이 기대된다.

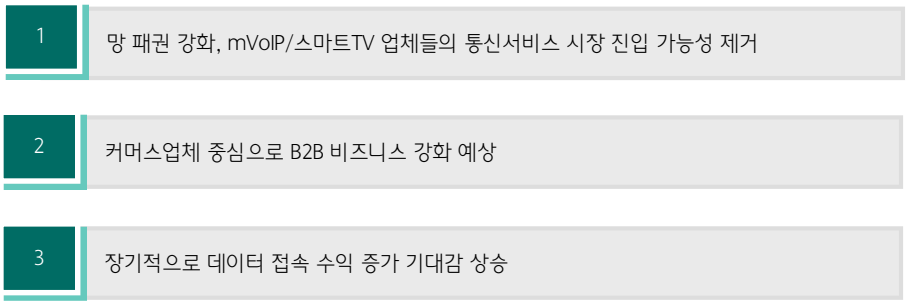
과거 통신사 Multiple의 할인 요소는 망투자를 전담하고 있음에도 불구하고 망에 대한 패권을 갖지 못했기 때문인데 최근 이러한 부분에서 변화 조짐이 나타나고 있기 때문이다. 통신주에 대한 새로운 시각 접근이 필요해 보인다.

그림 56. 국내에서 망중립성이 후퇴할 수 밖에 없는 이유



자료: 하나금융투자

그림 57. 망중립성 후퇴 시 통신주 상승 기대감이 높아질 수 있는 이유



자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

4. 유통구조 개편 급물살, 단통법 2 도입 가능성은?

1) 요금인하 논쟁의 종결점은 단말기완전자급제의 도입

요금인하 주체 통신사에서 정부/유통으로 넘어가는 양상이라는 점에 주목

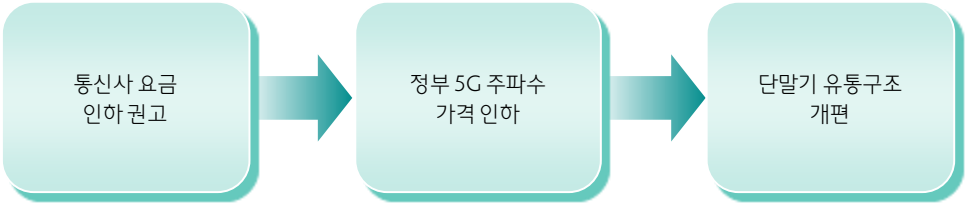
최근 들어 단말기완전자급제 도입 가능성이 다시 급부상 중이다. 가장 큰 이유는 국감에서 민주당 김성수 의원의 단말기 국내 휴대폰 유통구조 문제 지적에 대해 과기부 유영민 장관이 단말기완전자급제 도입 의지를 드러냈기 때문이다. 과거와는 달리 정부가 단말기완전자급제를 찬성한 배경에는 SKT가 25% 선택약정요금할인 제도가 존치된다고 해도 단말기완전자급제 도입에 반대하지 않겠다는 입장을 표명한 것이 적지 않은 영향을 미친 것으로 보인다.

단말기완전자급제는 먼저 단말기를 구입한 후 통신사를 선택하게 하는 제도를 말하는데 사실상 지난해 하반기부터 이슈화되었다. 이에 소비자들의 관심이 높아졌는데 최근 비싼 단말기에 대한 비판적 시각과 더불어 여론이 안 좋아지니깐 결국 현 정부가 7만 영세 상인인 단말기 판매상의 강한 반대에도 불구하고 결국 5천만 소비자의 마음을 얻기 위해 단말기완전자급제 도입 강행을 고민하고 있는 것으로 보인다.

이제 통신 유통 구조 개편은 통신 3사/제조사/유통/국회/정부와 더불어 전국민이 크게 관심을 갖는 뜨거운 감자로 떠오르고 있다. 물론 현실적으로 쉽지는 않다. 소비자 및 통신사만 생각하면 도입하면 좋겠지만 제조사 경쟁력 저하를 고민하지 않을 수 없고 정부 입장에서 영세 유통업자의 생계를 무시하기도 어려운 형국이기 때문이다. 하지만 이젠 어떠한 형태로든 통신 시장 유통구조 개편은 이루어질 가능성이 높다. 수년간 논란을 거치는 바람에 많은 국민들이 국내 통신 유통구조의 문제점을 너무나도 잘 알게 되었고 단말기완전자급제 도입을 원하는 소비자들이 압도적으로 높은 상황인데 현 상황을 계속 방치할 경우 신정부가 국민들로부터 질타를 받을 가능성이 높기 때문이다.

현실적으로 국내 통신산업 유통구조 개편에 대한 논의는 지속될 수밖에 없다. 신정부의 초법적인 통신요금인하 정책 시행에도 불구하고 만족할만한 통신요금인하 성과가 없었고 통신사 실적은 악화되었지만 체감적인 통신비는 여전히 높기 때문이다. 이런 이유로 통신요금인하 압력은 통신사를 거쳐 정부와 유통의 몫으로 옮겨가고 있다. 이미 주파수 가격 인하는 2018년 주파수 경매를 통해서 표면화되었으니 이제 통신요금인하를 위해 남은 과제는 유통 구조 개선 밖에 없는 셈이다. 즉 단말기 가격 하락과 리베이트 감축 만이 남았다고 볼 수 있다.

그림 58. 국내 통신비 인하 이슈화 방향 예측



자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

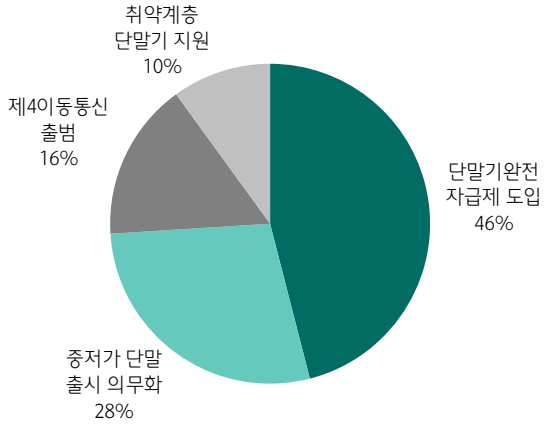
2) 국회/소비자 목소리 높아 결국엔 단말기완전자급제 도입될 듯

단말기완전자급제 도입 주장 여론 점차 높아지는 상황, 유통판 바꿔보자는 논의 지속되고 있어 도입 가능성 충분

얼마 전까지만 해도 단말기완전자급제 시행 가능성은 높지 않았다. 통신 3사의 입장이 명확하지 않을뿐더러 유통상의 반발이 거센 상황이었고 정부에서도 일거리 창출 문제로 많은 부담을 안고 있었기 때문이다.

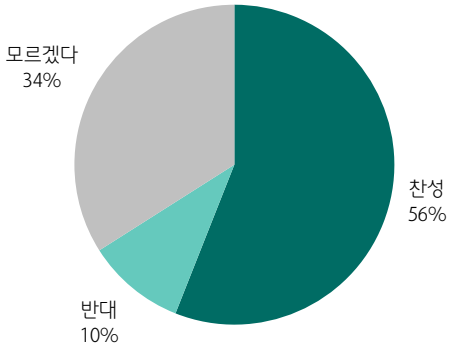
하지만 최근엔 단말기완전자급제 도입 주장이 당초 하나금융투자 예상보다도 더 거센 양상이다. 국내의 높은 폰 가격 때문이다. 최근 설문 조사 결과에 따르면 단말기 구입비 부담 완화를 위해 정부가 펼쳐야 할 정책으로 응답자의 46%가 단말기 완전자급제를 선택했다. 또 단말기완전자급제 도입에 찬성하느냐는 질문에 56%가 찬성, 반대는 10%에 그쳤다.

그림 59. 단말기 구입비 부담 완화를 위해 필요한 정책 설문 조사 결과



자료: 국감, 녹색소비자연대, 망고R&C

그림 60. 단말기완전자급제 도입 찬성/반대 설문 조사 결과



자료: 국감, 녹색소비자연대, 망고R&C

이미 여야가 모두 단말기완전자급제를 발의한 상황이고 소비자들이 단말기완전자급제를 절대적으로 지지하고 있어 향후 정부 정책에 적지 않은 영향을 미칠 전망이다. 흥미로운 점은 SKT가 단말기완전자급제 도입에 찬성 의사를 밝힌 가운데 후발사업자들도 특별히 반대 의사를 표하지 않고 있는데 그 이유는 다음과 같다.

1) 순수 통신비와 단말기 비용을 분리함으로써 소비자들이 느끼는 실제 통신비를 낮추는 효과가 기대된다. 현재 국내 소비자들의 60% 이상은 단말기 할부금을 통신비라고 인식하고 있다. 따라서 통신사 과금에서 단말기 할부 금액이 빠지게 되면 자연스럽게 체감적 통신비 인하가 예상된다.

2) 단말기완전자급제 도입으로 통신사들이 휴대폰 유통 헤게모니를 잃어버릴 수는 있지만 갈수록 비용 부담이 커지고 있는 리베이트 경쟁에서 자유로워질 수 있다는 장점이 존재한다. 따라서 현재와 같이 심한 요금인하 압박을 받는 상황에서는 사소한 M/S 경쟁에서 탈피하고 유통 구조를 개편해 수익성 개선을 꾀하자는 판단을 할 수 있다.

통신사 과거와 달리 SKT 중심으로 단말기완전자급제 도입에 찬성하는 양상, M/S 현실적으로 크게 변화하기 어려운 반면 수익성 개선 가능성 높기 때문

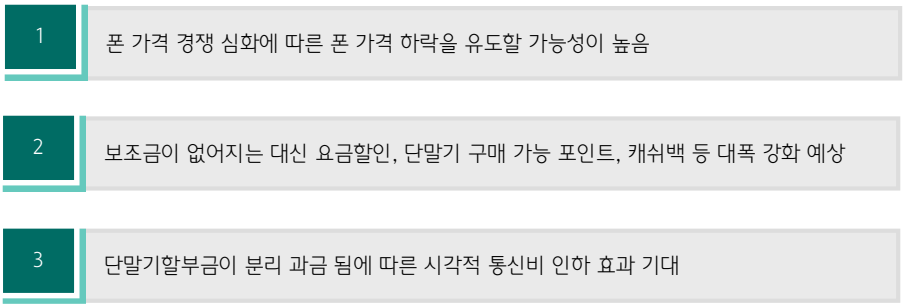
3) 과거와 달리 단말기완전자급제 도입에도 사업자간 M/S 변동 폭이 크지 않을 전망이다. 얼마 전까지만 해도 SKT M/S 50% 유지에는 충성도 높은 대리점 역할이 컸다. 즉 SKT가 막강한 휴대폰 유통 장악 능력을 통해 높은 M/S를 유지하였다고 볼 수 있다. 하지만 최근엔 상황이 달라졌다. 3위 사업자인 LGU+의 유통망이 만만치 않다. 따라서 이젠 단말기완전자급제로 바뀐다고 해도 M/S가 크게 달라질 것이 없다는 판단을 SKT가 할 수 있는 상황으로 시장이 바뀌었고 자급제를 찬성하는 목소리가 높아질 수 있는 환경이다.

4) 정부의 인위적 통신 요금인하를 막는 요금인하 압력 완화 카드로 사용할 수 있다. 단말기완전 자급제로의 전환은 리베이트 삭감에 따른 통신비 인하를 유도할 수 있어 실제 통신비 인하 효과가 크며 사업자간 자율적 통신 요금 경쟁을 유도함에 따라 향후 정부의 요금 간섭을 크게 줄일 수 있기 때문이다. 강도 높은 인위적 통신요금 인하 추진으로 향후 통신사가 어려워질 수 있으니 차라리 통신 유통 체계를 바꿔 정부 요금 간섭에서 벗어나 보겠다고 판단한 것이라고 볼 수 있다.

그림 61. 단말기완전자급제 도입 가능성이 높아졌다고 판단하는 이유

자료: 하나금융투자

그림 62. 단말기완전자급제 도입이 통신요금인하 압력 완화를 불러 일으킬 수 있는 이유



자료: 하나금융투자

3) 단말기완전자급제 도입 시 소비자/통신사에 큰 수혜 예상, 유통/제조사에는 부정적

단말기완전자급제 도입 시 소비자와 더불어 통신사엔 긍정적 영향 예상

단말기완전자급제는 정책적으로 불필요한 유통비용을 줄여 통신비 인하/단말기가격 인하를 이끌겠다는 것을 목표로 한다. 일부에선 정말 그럴 것인가라는 반문을 제기하지만 실제로 그렇게 될 가능성이 높다. 휴대폰이 일반 가전 제품처럼 유통구조가 바뀐다면 저렴한 해외 휴대폰이 국내로 진입할 수 있는 계기가 될 가능성이 높으며 통신사들의 경쟁 수단이 보조금에서 요금/서비스 경쟁으로 바뀔 것이 자명하기 때문이다.

현실적으로 특정사업자가 휴대폰 시장의 60% 이상을 점유하고 통신사 인당보조금(SAC)이 20만원에 달하는 현재 국내 휴대폰 시장의 현실을 결코 정상적이라고 볼 수는 없다. 결국 과도한 유통비용을 줄이는 단말기완전자급제를 도입 시 가성비 높은 해외폰 M/S의 상승, 통신사 인당보조금 하락 및 통신비 하락이 나타날 것은 분명하다. 이러한 이유로 소비자들의 도입 찬성 여론이 뜨거울 수 밖에 없으며 결국은 국내 현실을 감안 시 도입 가능성이 높다는 판단이다. 도입 시엔 당연히 소비자와 통신사엔 호재, 단말기 제조사와 유통상엔 악재로 작용할 소지가 크다.

그림 63. 단말기완전자급제 도입 시 각 주체별 영향 점검

자료: 하나금융투자

단말기완전자급제 도입 시 폰 가격 하락/요금 인하 폭 확대로 소비자에게도 긍정적 영향 예상, 규제 방향 긍정적 변화 전망

먼저 소비자들의 경우엔 큰 수혜가 예상된다. 단말기 실구입비용 하락이 예상되며 체감적 통신비 인하 효과가 기대되기 때문이다. 일부에선 단말기완전자급제를 도입해도 단말기 가격 하락 현상이 나타나지 않을 것이라고 주장한다. 하지만 이는 국내 현실을 모르는 원론적인 얘기이며 단말기완전자급제를 반대하는 유통상/폰 제조업체들의 궤변에 불과하다. 이젠 폰 가격이 시장에 그대로 노출되어 폰 유통 시장이 일반 가전 제품과 비슷하게 바뀔 것인데 현재의 폰 가격 유지가 가능할까? 사실상 그럴 확률은 희박하다. 폰 대형 유통상/제조사간 가격 경쟁 심화로 폰 가격이 하락할 것이 뻔하기 때문이다.

국내의 높은 단말기 보조금 형성 구조엔 통신사 대리점 리베이트(수수료), 인센티브 제도도 큰 역할을 수행하지만 제조사가 통신사와 협업하며 유통상에 지급하는 리베이트도 적지 않은 도움을 주고 있다. 통신사와 더불어 제조사가 지급하는 과도한 리베이트로 인해 공짜폰이 탄생한다는 것은 이제 공공연한 비밀이다. 국내 제조사들이 국내에서 폰 가격을 인하하기 보다는 리베이트 지급을 통한 폰 가격 인하에 나서고 있으며 이러한 무기를 통해 높은 국내 M/S를 유지한다는 것도 다 아는 사실이다.

Analyst 김홍식 02-3771-7505

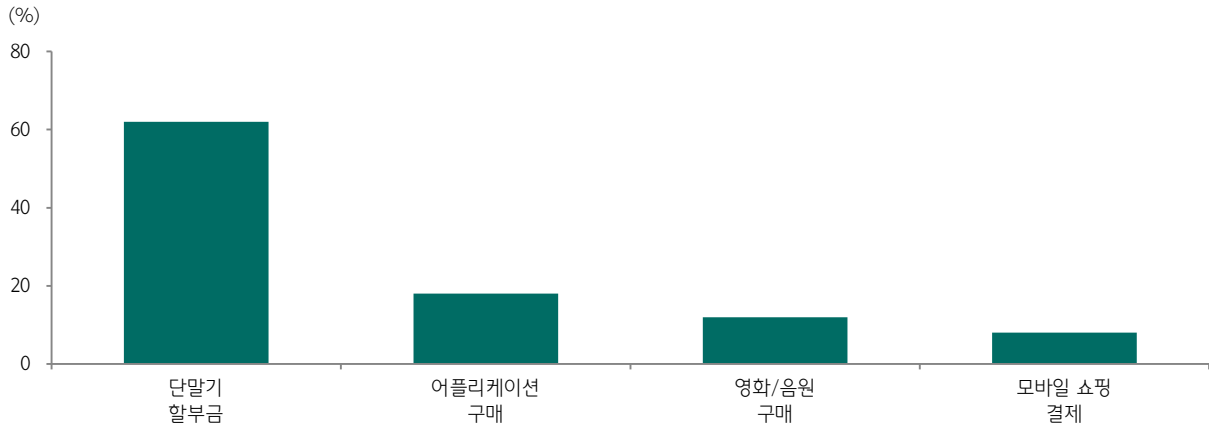
폰 가격 하락과 더불어 분리과금으로 체감적 통신비 급감 전망, 단말기완전자급제 도입 효과 클 전망

이러한 국내 상황에서 단말기완전자급제 도입 후 제조사들이 공식 출시 가격을 그대로 유지할까? 가능성은 낮다. 제조사들이 과거 지급하던 리베이트를 유통상에 인센티브 형태로 일부 지급할 가능성이 있지만 어쨌든 단말기 가격은 하락할 수 밖에 없다. 급격한 M/S 하락을 용인한다면 가능할 수도 있지만 현실적으로 그럴 수가 없고 소비자 입장에선 폰 가격이 그대로 노출될 것이므로 가격대비 성능이 구매 결정 요소가 될 것이 자명하기 때문이다. 하나금융투자에서는 단말기완전자급제 도입 이후 폰 가격 하락이 본격화될 가능성이 높다고 판단한다.

통신사 단말기보조금이 사라져 실제 폰 구매 가격이 오를 것이란 우려도 상식 밖의 가정이다. 통신사 단말기 보조금이 없어지는 대신 보조금과 비슷한 형태의 포인트 적립, 페이백 등이 성행할 것이기 때문이다. 이는 과거 통신 3사간 신형 아이폰 가입자 유치 경쟁 시 이미 경험한 바 있다.

여기에 과금 분리에 따른 체감적 통신비 인하 효과도 기대된다. 이젠 순수 통신비만 통신사에서 과금할 것이기 때문이다. 과기정통부 설문 조사에 따르면 단말기할부금을 통신비라고 인식하는 소비자가 60%에 달하며 심지어 모바일쇼핑을 통신비라고 인식하는 소비자도 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 가운데 단말기완전자급제 도입으로 인해 단말기할부금이 통신비에서 제외됨에 따라 소비자들이 체감하는 통신비 역시 낮아질 것으로 기대된다.

그림 64. 통신사 매출에 잡히지 않지만 소비자들이 통신비라고 인식하는 비중 비교



자료: 과방위, 하나금융투자

표 2. 국내 소비자 휴대폰(이동전화단말기) 가격 형성 구조

구분	내용	성격
단말기 출시 가격(A)	• 할인 전 단말기 최초 가격	• 국내의 경우 대부분 고정적
요금 할인(B)	• 선택 정액 요금제에 따른 월 요금할인 폭	• 요금제 변경 없을 시 고정적
통신사 본사 할부 지원금(C)	• 통신사에서 지불하는 단말기 지원금	• 일주일 단위로 변경
통신사 대리점 수수료(D)	• 통신사에서 지불하는 리베이트/수수료	• 판매 시기에 따라 변동
제조사 판매 장려금(E)	• 단말기 제조사에서 지불하는 리베이트	• 판매 시기에 따라 변동
대리점/판매점 마진(F)	• 대리점/판매점 단말기 판매 마진	• 단말기종/판매 시기에 따라 변동
단말기 할부 원금(G)	• (G)=(A)-(B)-(C)-(D)-(E)+(F)	• 판매 시기/기종에 따라 단말기 할부 원금 변동

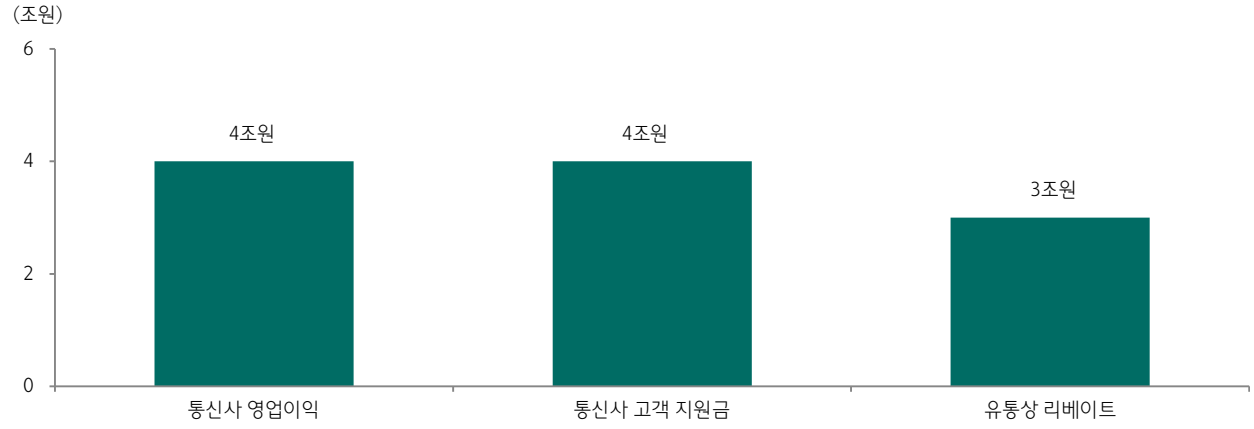
자료: 하나금융투자

아무리 통신 요금 인하 효과가 크게 나타난다고 해도 현재 총 보조금보다 높긴 어려울 전망, 단말기완전자급제 도입 통신사 수익성 측면에서 긍정적일 듯

통신사의 경우엔 규제 및 수익성 측면에서 긍정적 영향이 예상된다. 먼저 단말기완전자급제 도입은 체감적 통신비 인하로 이어질 전망이며 곧 통신요금 인하 압력 완화로 연결될 것으로 보여 규제 측면에서 유리함이 예상된다. 소비자들의 통신비에 대한 인식 개선이 통신비 불만 감소로 이어질 것이고 통신요금 규제 완화로 연결될 가능성이 높다.

수익성 측면에선 더욱 긍정적 영향이 예상된다. 대리점에 지급되는 수수료(리베이트)가 없어져 마케팅비용이 급감할 것이기 때문이다. 일부에서 단말기완전자급제가 통신사를 위한 제도가 아니라서 통신사에 유리할 것이 없다고 얘기하지만 냉정히 따져보면 수익성 측면에선 분명히 통신사에 유리한 제도이다. 현재 통신사가 유통상에 지급하는 리베이트는 대략 3조원에 달한다. 단말기 자급제 도입 시 인센티브 형태의 유통비용 발생이 예상되지만 최소 1~2조원에 달하는 영업비용 감소가 예상된다. 여기에 고객 직접 지원금이 4조원에 달한다. 요금 경쟁 심화로 통신사 이동전화 ARPU가 30% 이상 하락한다고 해도 이익 증가 폭이 훨씬 클 전망이다.

그림 65. 통신사 영업이익, 통신사 고객 지원금, 유통상 리베이트 비교



주: 2017년 예상 실적 기준
자료: 하나금융투자

단말기완전자급제 도입 시 유통상/제조사 피해 클 전망, 유통상/제조사 이득이 소비자에게 옮겨가는 형태가 될 가능성 높음

반면 기존 대리점/판매점 등 유통상은 적지 않은 피해가 예상된다. 단말기 완전 자급제가 실시되면 휴대폰 유통 시장도 일반 가전 제품화가 진행된다고 볼 수 있기 때문이다. 즉 대형 전자 유통상, 온라인 쇼핑몰 위주로의 시장 재편이 전망된다. 구체적인 시행을 앞두고 영세 상인/골목상권 보호를 위해 대기업 진입 규제가 등장할 가능성이 높지만 그 경우에도 기존 소형 대리점/판매점의 피해는 불가피할 것으로 보인다. 폰 다양성, 가격 경쟁력, 멤버쉽, 서비스 측면에서 비재벌 대형 전자 유통상 및 온라인 쇼핑몰이 높은 경쟁력을 확보할 가능성이 높기 때문이다.

휴대폰 제조사들의 경우엔 이제 무한경쟁 시대로의 진입이 예상된다. 단말기 실제 판매 가격이 소비자에게 그대로 노출됨에 따라 이젠 휴대폰 가성비, 고객 충성도가 향후 국내 휴대폰 M/S를 결정할 전망이기 때문이다. 온라인 유통, 가성비 좋은 외산 폰 시장 성장이 예상되며 상대적으로 국내 M/S가 낮지만 실제 폰 가격 메리트가 큰 LG전자, 중국 화웨이 등의 선전을 조심스럽게 예측할 수 있을 것 같다.

Analyst 김홍식 02-3771-7505

그림 66. 단말기완전자급제 도입이 통신사에 미칠 영향 분석

1. 폰 가격 하락에 따른 보조금 부담 경감이 예상
2. 통신 요금 경쟁 심화에도 불구하고 막대한 리베이트 감소로 수익성이 대폭 개선될 전망
3. 체감적 통신 요금 인하에 따른 요금 규제 완화가 예상

자료: 하나금융투자

4) 단말기완전자급제 도입에 따른 통신주 예상 상승 폭은 단통법 이상

단말기완전자급제 도입 시 통신주 큰 폭 상승 전망, 영업이익 증가/규제 우려 해소 기대되기 때문

결국 단말기완전 자급제 도입은 통신산업에 과거 단통법을 능가하는 상당한 호재 역할을 수행할 공산이 크다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

첫째 폰 가격 하락에 따른 보조금 부담 경감이 예상된다. 가성비 높은 해외 폰이 국내 대거 진출할 가능성이 높고 국내 폰 가격 하락이 일어나면 단말기 가격이 충분히 싸지므로 통신사가 높은 보조금을 실지 않아도 가입자 유치가 용이해지기 때문이다. 여기에 단말기 제조사들이 리베이트를 출고가 인하로 변화시킬 가능성이 높고 이 경우 통신사들은 제조사와의 높은 보조금 공조 체제를 유지할 필요가 없어 분명 수익성 측면에서 이득이다.

둘째 통신 요금 경쟁 심화에도 불구하고 막대한 리베이트 감소로 수익성이 대폭 개선될 전망이다. 물론 단통법과 마찬가지로 단말기완전자급제 역시 통신사를 위한 제도는 아니다. 하지만 결과적으로 불필요한 비용을 줄이는 역할을 수행할 가능성이 높다. 단말기완전자급제 도입 이후 아무리 통신시장 요금 경쟁 강도가 높아진다고 해도 통신사 이익은 최소한 현재보다는 한 단계 높아질 가능성이 높아 보인다. 국회/소비자단체 생각처럼 요금 경쟁 심화로 현재 통신사 매출액이 급감한다고 해도 영업비용 감소 폭이 훨씬 더 클 것이기 때문이다.

셋째 체감적 통신 요금 인하에 따른 요금 규제 완화가 예상된다. 단말기완전자급제 도입 취지는 통신사끼리 서비스 요금 경쟁, 제조사끼리 폰 가격 경쟁을 하라는 것이다. 그러니 정부가 통신사에 요금 간섭을 할 일이 점차 줄어들 수 밖에 없고 도입 시 소비자들의 체감적 통신비 인하 효과가 나타날 가능성이 높다. 폰 가격 경쟁 심화에 따른 폰 가격 하락 유도, 분리 과금에 따른 시각적 통신비 인하 효과도 기대되며 소비자들이 느끼는 통신비가 낮아질 수 밖에 없어 정부의 통신요금인하 강도 역시 낮아질 것이란 판단이다.

셋째 Multiple 할증 기대감이 높아질 전망이다. 단통법 도입 이후와 마찬가지로 유통 개편에 따른 수익성 개선 효과가 입증될 공산이 크고 앞서 언급한 것처럼 체감적 통신비 인하로 요금 규제 완화가 나타날 가능성이 높기 때문이다. 결국 이익 성장 기대감 상승과 더불어 요금 규제 우려 역시 낮아질 것으로 예상되어 이에 따른 Multiple 할증이 나타날 가능성이 높다는 판단이다. 단말기완전자급제가 도입된다면 2014년 단통법 도입 당시와 마찬가지로 통신주가 가장 크게 상승하는 계기를 마련할 공산이 크다는 판단이다.

그림 67. 단말기완전자급제 도입이 통신주 상승을 견인할 있는 이유

자료: 하나금융투자

5. 2019년엔 통신 3사 중 누가 가장 많이 오를까?

2019년 통신업종 Top Picks로 SKT와 LGU+ 제시

2019년 통신업종 Top Picks는 기존의 LGU+와 더불어 SKT도 추가로 선정

통신업종 2019년 최선호종목은 SKT와 LGU+로 제시한다. 장/단기 이익 흐름, 이동전화/초고속인터넷/IPTV 매출액 전망, 마케팅비용/감가상각비 등 비용 전망, 정부 규제 및 유통구조 변화 예측, 신사업 및 M&A가 주가에 미칠 영향, 자회사 실적 전망, 단말기/네트워크/유통 등 본원적 가입자 유치 경쟁력, Valuation 매력도, 기대 배당수익률, 지배구조 개편 가능성 및 영향 등을 종합적으로 고려한 데 따른 결과이다.

먼저 SKT는 2018년과는 달리 2019년엔 IFRS 15 기준으로 실적 발표가 이루어질 전망인데 35%에 달하는 높은 영업이익 성장률 달성이 예상되고, 지배구조개편으로 M&A 및 배당 증대에 따른 기업가치 향상 기대감이 높아질 것으로 보여 2019년 Top Picks로 제시한다. 통신부문이 2016년 이후 3년 만에 이익 증가 추세로 전환하고, 11번가를 포함한 연결 기준으로는 2013년 이후 6년 만에 영업이익 성장을 나타낼 것으로 보여 투자가들의 이목이 집중될 것으로 예상된다.

LGU+는 올해에 이어 내년에도 투자 유망하다고 판단하여 SKT와 함께 통신업종 Top Picks로 유지한다. KT와의 시가총액 역전 논란이 여전한 상황이지만 올해와 더불어 2019년에도 높은 이익 성장을 지속할 전망이고, 5G 서비스 도입에 따른 매출성장, 유통구조 개편에 따른 마케팅비용 절감 수혜가 가장 클 것으로 보여 통신 3사 중 주도주로서의 역할을 지속할 것으로 기대된다. 여기에 경영진의 비용 절제를 통한 수익성 향상 의지가 여전한 상황이고 4차 산업을 대비해 LG그룹 주력회사로의 육성이 예상된다는 점도 긍정적이다. 금년도 하반기 높은 주가 상승에도 불구하고 2016~2017년 규제/실적 우려로 주가 상승 폭이 미미했던 관계로 역사적 Multiple대비 여전히 낮은 PER 수준을 기록하고 있어 2019년에도 투자 유망하다는 판단이다.

표 3. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	• 장기적으로 5G 큰 폭 수혜 예상, 장기 실적 전망 낙관적 • 11번가/캡스 IPO 추진 중, 내년도 실적 개선 전망 • 장기적으로 물적 분할 시 규제 회피/비통신부문 육성 측면에서 긍정적 • 자회사 가치 감안하면 절대 저평가 상황	• 2018년도 통신부분 영업이익 감소 가능성 높음 • 실적 부진으로 금년도 배당금 증액 쉽지 않을 전망 • 연결 자회사 영업이익 기여도 금년에도 여전히 (-) 기록할 전망 • 공정거래법 개정 미정, 직원 반발로 물적분할 추진 지연 양상
KT	• 경영 전략 변화 가능성 부각 중, 수익성 위주로 정책 변화 가능성 존재 • 결합상품 규제/10G급 서비스 개시로 초고속인터넷 ARPU 상승 전망 • BC카드 실적 개선으로 자회사 이익 기여도 향상 전망 • 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황	• 매출 감소, 영업비용 증가 우려 여전히 큰 상황 • 낮은 ROE로 높은 자산가치 부각되기 어려운 상황 • 무선 매출 감소, 유선 매출액 성장률 과거대비 낮아질 전망 • PBR은 낮지만 PER은 절대 저평가 상황은 아님
LGU+	• 재무구조 개선/이익 증가에 힘입어 DPS 증가 지속 예상 • 높은 이익 성장대비 역사적 Multiple 수준 낮은 편 • 매출액 고성장, 기타 영업비용 통제로 높은 이익 성장 지속 예상 • 5G시대 무선 매출 증가 시 3사 중 가장 높은 이익 성장 기록할 전망	• 5G 주파수 경매 이후 영업비용 증가 우려 생겨나는 상황 • 마케팅비용 통제 노력 당초 기대치 대비해선 미흡한 상황 • 상대적으로 비통신부문 성장 부각되기 어려움 • 장기 성장 전략 제시 다소 미흡한 상황
종합평가	• 2019년 이익 성장률, 5G/유통구조 개편 기대감 감안 시 SKT와 더불어 LGU+ 투자 유망한 것으로 평가 • SKT는 3년만에 통신부문 이익 성장/자회사 실적 개선, LGU+는 높은 서비스매출액/EPS 증가율 투자가들로부터 주목 받을 듯	

자료: 하나금융투자

표 4. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SK텔레콤	매수	400,000원	• 5G 수혜로 장기 실적 전망 낙관적, 기업 분할 추진 가능성 높아 장기적으론 주주 수혜 예상
KT	매수	40,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가, 수익성 위주로의 정책 변화 가능성 존재
LGU+	매수	23,000원	• M/S 상승, 장기 높은 이익 성장 지속 전망, 특히 높은 서비스매출액 성장/경비 절감 의지 매력적

주: 1) 종목 투자 등급은 1. 매수, 2. 중립, 3. 비중축소, 2) 투자의견은 향후 12개월 기준
자료: 하나금융투자

표 5. 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(11/5)	2019년 예상 주가 밴드	P/E	P/BV	평가 사유
1	LGU+	15,750원	16,000~30,000원	12.97	1.00	• 높은 이익 성장 지속될 전망, 성장성 감안 시 Multiple 지나치게 낮음
1	SK텔레콤	263,500원	260,000~400,000원	6.15	0.86	• 단기 실적부담 감소, IFRS 15 기준 2019년 높은 이익 성장 기대감 확산
3	KT	29,200원	28,000~40,000원	10.64	0.55	• 절대 가격 메리트 큰 편, 단기 재료/수급은 불리

주: 2019년 예상 실적 기준, 단 투자 매력도는 향후 12개월 기준
자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

SK텔레콤 (017670) 44
KT (030200) 48
LGU+ (032640) 52

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2018년 11월 7일

SK텔레콤 (017670)

2019년엔 완전히 다른 매력적인 회사로 바뀌어 있을 것

실적/규제/수급 모두 완벽, 이젠 오를 일만 남아

SKT에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 LGU+와 더불어 2019년 통신업종 Top Picks로 제시한다. 1) 올해와 달리 내년도엔 오랜만에 높은 영업이익 성장이 예상되고, 2) IPO 진행 상황을 감안할 때 2019년엔 11번가 영업이익 흑자 전환이 기대되며, 3) 2019년 상반기 물적분할을 통한 지배구조 개편 가능성이 높은데 M&A 및 배당 증가로 기업가치가 증가할 가능성이 높고, 4) 무선 비중이 높아 상대적으로 5G 조기 도입에 따른 수혜가 클 전망이며, 5) 단말기완전자급제 도입 가능성이 높아지고 있는 데 SKT에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다. 12개월 목표 주가는 40만원을 유지한다.

2019년 IFRS 15 기준 연결 영업이익 35% 성장 전망

올해와 달리 2019년엔 SKT의 뚜렷한 실적 호전이 예상된다. 이동전화서비스 매출액이 의미 있는 성장을 지속하는 가운데 영업비용 증가 폭이 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 주파수관련 무형자산상각비를 제외하면 제반 영업비용 증가 폭이 미미할 것이란 점에서 그렇다. 여기에 11번가 실적도 IPO를 준비하면서 서서히 개선 추세를 나타낼 공산이 크다. 특히 현 시점에서는 2019년엔 SKT가 IFRS 15 기준으로 높은 영업이익 증가가 불가피하다는 점을 생각해볼 필요가 있다. 2017년 가입자유치비용 증가로 금년도 IFRS 15 기준 실적이 좋지 않았고, 구 회계 기준과는 달리 2019년 IFRS 15 기준 SKT 마케팅비용은 급감할 가능성이 높기 때문이다.

호재 충만한 반면 주가는 저렴, 2020년까지 2배 오를 듯

SKT는 3년 만에 다시 호재가 많은 회사로 변모할 것으로 보인다. 통신부문이 좋아지고 자회사 실적 개선이 병행되는 상황에서 물적분할로 자회사 기업가치가 드러나기 쉬운 구조로 변화할 것이기 때문이다. 여기에 적극적인 ICT M&A를 통해 성장 사업이 추가될 가능성이 높고 자회사 배당성향 증대로 장기 DPS 증가가 예상되어 긍정적이다. 향후 3년간 누적 영업이익 증가율이 60%에 달하겠지만 5G 수혜/규제 완화 기대감으로 Multiple 확장 국면이 나타날 것으로 예상되어 향후 2년간 SKT 주가는 2배 이상 오를 수 있을 것이란 판단이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 400,000원 | CP(11월5일): 263,500원

Key Data

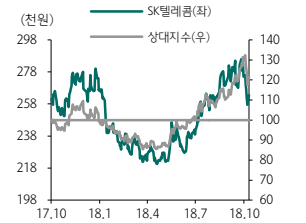
KOSPI 지수 (pt)	2,076.92
52주 최고/최저(원)	286,000/220,500
시가총액(십억원)	21,276.5
시가총액비중(%)	1.77
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	174.6
60일 평균 거래대금(십억원)	47.0
18년 배당금(예상,원)	10,000
18년 배당수익률(예상,%)	3.80
외국인지분율(%)	42.95
주요주주 지분율(%)	
SK 외 3 인	25.22
국민연금	9.22

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(6.2)	14.3	(0.9)
상대	2.4	35.5	22.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	16,899.0	17,402.4
영업이익(십억원)	1,309.8	1,448.4
순이익(십억원)	3,469.8	3,308.6
EPS(원)	42,410	40,441
BPS(원)	303,957	339,781

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	17,091.8	17,520.0	16,648.8	17,202.7	18,591.2
영업이익	십억원	1,535.7	1,536.6	1,232.0	1,657.9	2,240.0
세전이익	십억원	2,096.1	3,403.2	4,437.1	4,663.1	5,003.3
순이익	십억원	1,676.0	2,599.8	3,457.1	3,570.3	3,830.0
EPS	원	20,756	32,198	42,815	44,216	47,433
증감률	%	10.4	55.1	33.0	3.3	7.3
PER	배	10.79	8.29	6.15	5.96	5.56
PBR	배	0.99	1.07	0.86	0.77	0.69
EV/EBITDA	배	5.18	5.70	5.91	5.24	4.57
ROE	%	10.74	15.38	17.15	14.93	14.23
BPS	원	225,796	248,964	306,400	341,872	380,560
DPS	원	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000

주: 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2019년엔 6년만에 연결 영업이익 증가 반전 예상, 통신/자회사 모두 개선될 듯

SKT 2019년 IFRS 15 기준 연결영업이익 성장률 35%에 달할 전망, 오랜만에 성장 가치 부각될 듯

SKT는 2019년엔 오래간 만에 실적 호전주로의 부각이 기대된다. 통신부문이 3년 만에 영업이익 성장세로 돌아설 전망이며 자회사를 포함한 연결기준으로는 6년 만에 영업이익 성장 전환할 것으로 예상된다.

실적 호전이 예상되는 이유는 1) 선택약정요금할인 가입자 정체/5G 가입자 증가로 이동전화 서비스매출액이 2019년 상반기부터 증가 전화할 것으로 보이고, 2) IFRS 15 기준 마케팅비용 회계 처리 특성을 감안 시 내년도엔 SKT 마케팅비용이 금년대비 감소할 것이 유력한 상황이며, 3) 자회사 IPO 일정을 감안할 때 2019년엔 11번가 영업이익이 흑자 전환할 가능성이 높기 때문이다. 본업인 통신부문 실적 개선과 더불어 11번가까지 실적 개선 추세를 나타낼 것으로 보여 2019년엔 의미 있는 이익 턴어라운드가 예상된다.

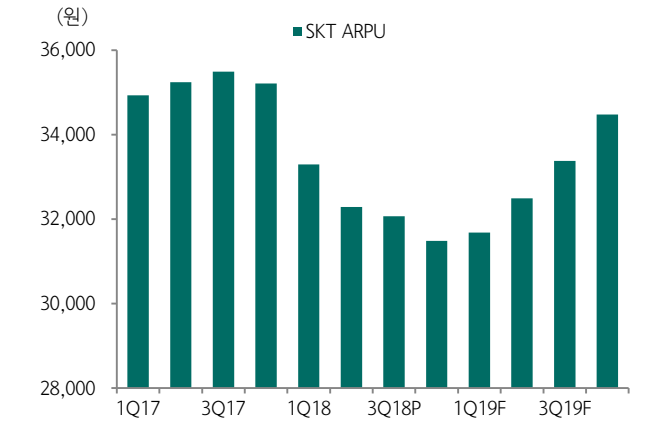
특히 SKT의 경우엔 5G 조기 도입의 큰 수혜가 예상된다. 이동전화서비스 매출액 비중이 높은 상황인 데다가 통신 3사간 가입자질의 차이가 없어져 최소한 산업 평균 이상의 이동전화 매출 성장이 나타날 공산이 크기 때문이다. 여기에 단말기완전자급제 도입 논의가 활발해지고 있다는 점도 긍정적이다. 동일한 요금에 동일한 보조금을 지급한다고 보면 소비자 선호도가 높은 SKT로 가입자가 쏠릴 가능성이 있고 이러한 이유로 SKT가 많은 보조금을 지급하지 않고도 현재의 M/S를 유지할 공산이 크기 때문이다.

표 1. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준) (단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	**4,181.5**	**4,154.3**	**4,186.4**	**4,126.6**	**4,150.9**	**4,246.5**	**4,343.6**	**4,461.7**
영업이익	**325.5**	**346.9**	**304.1**	**255.5**	**294.4**	**371.0**	**463.2**	**529.4**
(영업이익률)	7.8	8.4	7.3	6.2	7.1	8.7	10.7	11.9
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	1,065.1	1,013.1	1,096.4	1,246.5	1,307.1
순이익	**695.0**	**916.7**	**1,031.4**	**813.9**	**775.6**	**839.7**	**954.7**	**1,000.3**
(순이익률)	16.6	22.1	24.6	19.7	18.7	19.8	22.0	22.4

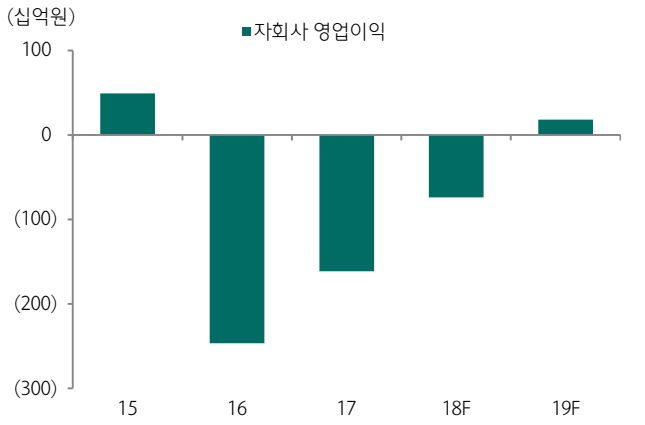
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: SKT, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

물적분할 2019년 상반기 추진 가능성 높음, 기업 가치 증대 기대감 높아질 것

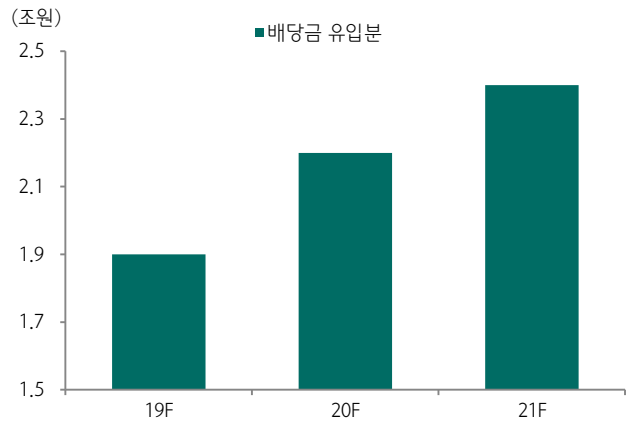
지배구조개편 2019년 상반기 추진 예상, 물적분할 시 M&A를 통한 성장, 배당증대 예상되어 기업가치 증대 기대감 높아질 전망

2019년엔 물적분할과 동시에 배당 증대/유망기업 M&A를 통한 기업가치 증대 이슈가 거세질 것으로 보여 투자 매력도 향상이 기대된다. SKT의 지배구조개편이 경영진들의 노력에도 불구하고 늦어지는 양상이다. 어찌 보면 당연한 데 SK 그룹 입장에선 물적분할을 할 수도 안 할 수도 없는 상황이기 때문이다. 물론 정부가 지주회사 자회사 지분요건 강화(상장사 30%)에 신규 지주사만 적용한다는 방침을 밝힘에 따라 현재로서는 물적분할을 반드시 추진해야 할 필요는 없다. 하지만 언론에서 SK그룹만 면죄부를 주는 것이 아니냐는 지적이 많아 특혜 논란을 잠재울 카드가 필요한 것도 사실이다. 결국 SKT 경영진은 공정거래법 개정 관련 정부의 최종 스탠스를 지켜보면서 종업원 반대를 무릅쓰고 물적분할을 강행할 것인지 아니면 현 체제를 유지할 것인지를 2019년 초에 결정할 것으로 보인다.

확률적으로는 물적분할을 강행할 소지가 높다. 노이즈를 원천적으로 제거하기 용이하기 때문이다. 결국 중간지주사(현 SKT)가 SK㈜에 자사주 일부(5%)를 매각하고 네트워크 사업회사(물적분할 후 신설되는 통신부문 자회사) 100% 지분 중 일부(30%)를 매각하여 SK하이닉스 보유 지분을 30%까지 늘리는 방안(하이닉스 자사주 +@ 블록딜)을 선택할 가능성이 높다.

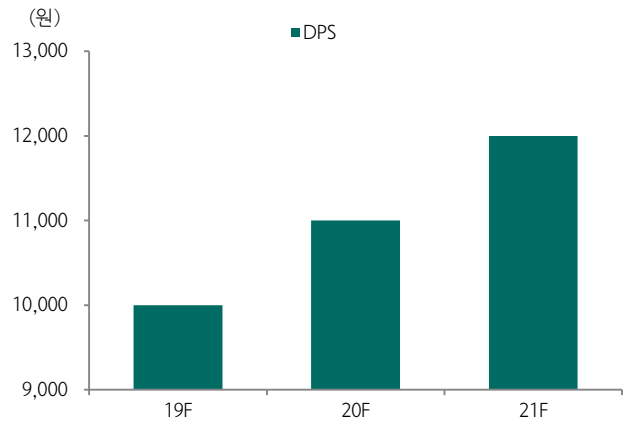
물적분할 후 SKT 기업가치에 대한 논란이 많은데 결론적으론 기업가치 증대가 예상된다. 규제 측면에서의 유리함을 굳이 언급하지 않더라도 SKT 네트워크 사업회사, SK하이닉스가 과거와 달리 M&A 재원을 유보할 필요가 없어 배당성향을 크게 늘릴 공산(SKT 70%/하이닉스 20% 이상)이 크고 중간지주회사가 M&A에 적극 나서는 동시에 배당을 늘릴 것이기 때문이다. 이론적으로 볼 때 중간지주회사의 DPS가 현재의 1만원보다 높아질 가능성이 높다는 판단이다.

그림 3. SKT 중간지주사 배당금 유입분 전망



주 : 배당성향 SKT 네트워크사업회사 80%, SK하이닉스 20% 가정
자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. SKT 중간지주사 DPS 전망



주 : 중간지주사 배당성향 40% 가정
자료: SKT, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**17,091.8**	**17,520.0**	**16,648.8**	**17,202.7**	**18,591.2**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	16,648.8	17,202.7	18,591.2
판관비	15,556.1	15,983.4	15,416.8	15,544.8	16,351.2
영업이익	**1,535.7**	**1,536.6**	**1,232.0**	**1,657.9**	**2,240.0**
금융손익	248.2	(67.1)	(173.6)	(146.9)	(128.3)
종속/관계기업손익	544.5	2,245.7	3,444.0	3,349.5	3,076.2
기타영업외손익	(232.3)	(312.1)	(65.3)	(197.4)	(184.6)
세전이익	**2,096.1**	**3,403.2**	**4,437.1**	**4,663.1**	**5,003.3**
법인세	436.0	745.7	959.4	1,072.5	1,150.7
계속사업이익	1,660.1	2,657.6	3,477.7	3,590.6	3,852.6
중단사업이익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
당기순이익	**1,660.1**	**2,657.6**	**3,477.7**	**3,590.6**	**3,852.6**
비지배주주지분 순이익	(15.9)	57.8	20.6	20.3	22.7
지배주주순이익	**1,676.0**	**2,599.8**	**3,457.1**	**3,570.3**	**3,830.0**
지배주주지분포괄이익	1,433.0	2,597.2	3,497.0	3,599.7	3,862.5
NOPAT	1,216.3	1,200.0	965.6	1,276.6	1,724.8
EBITDA	4,604.3	4,784.1	4,475.6	4,884.2	5,466.3
성장성(%)					
매출액증가율	(0.3)	2.5	(5.0)	3.3	8.1
NOPAT증가율	(4.4)	(1.3)	(19.5)	32.2	35.1
EBITDA증가율	(2.1)	3.9	(6.4)	9.1	11.9
영업이익증가율	(10.1)	0.1	(19.8)	34.6	35.1
(지배주주)순익증가율	10.4	55.1	33.0	3.3	7.3
EPS증가율	10.4	55.1	33.0	3.3	7.3
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	26.9	28.4	29.4
영업이익률	9.0	8.8	7.4	9.6	12.0
계속사업이익률	9.7	15.2	20.9	20.9	20.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**5,996.6**	**6,201.8**	**6,986.3**	**8,187.3**	**9,333.2**
금융자산	2,140.4	2,281.7	2,983.3	3,863.0	4,491.8
현금성자산	1,505.2	1,457.7	2,183.3	3,063.0	3,691.8
매출채권 등	3,369.1	3,394.7	3,455.1	3,649.7	3,915.7
재고자산	259.8	272.4	255.2	356.9	383.0
기타유동자산	227.3	253.0	292.7	317.7	542.7
비유동자산	**25,301.0**	**27,226.9**	**29,817.1**	**31,845.3**	**34,201.5**
투자자산	8,514.0	10,730.8	11,818.6	11,872.5	12,075.1
금융자산	1,109.7	1,192.3	813.8	867.8	1,070.3
유형자산	10,374.2	10,144.9	9,781.7	10,215.3	10,649.0
무형자산	**5,708.8**	**5,502.0**	**6,695.9**	**8,895.9**	**10,395.9**
기타비유동자산	**704.0**	**849.2**	**1,520.9**	**861.6**	**1,081.5**
자산총계	**31,297.7**	**33,428.7**	**36,803.4**	**40,032.6**	**43,534.7**
유동부채	**6,444.1**	**7,109.1**	**6,278.3**	**6,603.2**	**6,953.7**
금융부채	1,279.8	1,992.1	1,318.7	1,318.7	1,318.7
매입채무 등	4,260.1	4,508.2	4,324.6	4,675.9	5,016.8
기타유동부채	904.2	608.8	635.0	608.6	618.2
비유동부채	**8,737.1**	**8,290.4**	**7,816.9**	**7,836.8**	**7,841.8**
금융부채	**6,478.8**	**5,819.1**	**6,605.6**	**6,625.6**	**6,630.6**
기타비유동부채	2,258.3	2,471.3	1,211.3	1,211.2	1,211.2
부채총계	**15,181.2**	**15,399.5**	**14,095.2**	**14,440.0**	**14,795.5**
지배주주지분	**15,971.4**	**17,842.1**	**22,479.9**	**25,344.1**	**28,467.9**
자본금	**44.6**	**44.6**	**44.6**	**44.6**	**44.6**
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(2,716.1)	(2,719.6)	(2,726.4)	(2,726.4)	(2,726.4)
기타포괄이익누계액	(226.2)	(234.7)	(283.9)	(283.9)	(283.9)
이익잉여금	15,953.2	17,835.9	22,529.6	25,393.8	28,517.7
비지배주주지분	**145.0**	**187.1**	**228.3**	**248.6**	**271.3**
자본총계	**16,116.4**	**18,029.2**	**22,708.2**	**25,592.7**	**28,739.2**
순금융부채	5,618.3	5,529.4	4,940.9	4,081.2	3,457.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	20,756	32,198	42,815	44,216	47,433
BPS	225,796	248,964	306,400	341,872	380,560
CFPS	58,203	58,881	79,607	99,527	103,509
EBITDAPS	57,022	59,250	55,429	60,489	67,698
SPS	211,675	216,978	206,188	213,048	230,244
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	10.8	8.3	6.2	6.0	5.6
PBR	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
PCFR	3.8	4.5	3.3	2.6	2.5
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.9	5.2	4.6
PSR	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	10.7	15.4	17.1	14.9	14.2
ROA	5.6	8.0	9.8	9.3	9.2
ROIC	7.9	7.6	5.9	7.1	8.5
부채비율	94.2	85.4	62.1	56.4	51.5
순부채비율	34.9	30.7	21.8	15.9	12.0
이자보상배율(배)	5.3	5.1	5.0	8.9	13.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**4,243.2**	**3,855.8**	**5,755.6**	**6,842.8**	**6,932.6**
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,477.7	3,590.6	3,852.6
조정	2,569.3	1,459.7	2,241.8	3,248.7	3,246.6
감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,243.7	3,226.3	3,226.3
외환거래손익	(1.1)	1.3	(2.4)	0.0	0.0
지분법손익	(544.5)	(2,245.7)	(1,542.2)	0.0	0.0
기타	46.3	456.6	542.7	22.4	20.3
영업활동 자산부채 변동	13.8	(261.5)	36.1	3.5	(166.6)
투자활동 현금흐름	**(2,462.2)**	**(3,070.6)**	**(4,046.2)**	**(5,254.6)**	**(5,582.5)**
투자자산감소(증가)	(171.0)	(2,216.7)	(1,087.8)	(53.9)	(202.5)
유형자산감소(증가)	(2,467.9)	(2,686.5)	(2,935.6)	(3,660.0)	(3,660.0)
기타	176.7	1,832.6	(22.8)	(1,540.7)	(1,720.0)
재무활동 현금흐름	**(1,044.8)**	**(826.6)**	**(986.8)**	**(708.5)**	**(721.3)**
금융부채증가(감소)	25.4	52.5	113.1	20.0	5.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(364.1)	(173.0)	(393.8)	(22.4)	(20.2)
배당지급	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(706.1)	(706.1)
현금의 증감	**736.3**	**(47.5)**	**725.6**	**879.7**	**628.8**
Unlevered CFO	4,699.7	4,754.4	6,428.0	8,036.3	8,357.9
Free Cash Flow	1,752.7	1,140.0	2,811.4	3,182.8	3,272.6

자료: 하나금융투자
주: 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2018년 11월 7일

KT (030200)

내년엔 주가 오를 것, 하지만 주도주가 되긴 어려울 듯

키 맞추기 식 주가 상승 지속 전망, 매수 전략은 유효

KT에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 이동전화 서비스 매출액 증가로 내년엔 연결 영업이익 증가로의 반전이 예상되고, 2) 실질 자산가치를 감안하면 전세계 통신사 중 가장 저평가되어 있으며, 3) 5G 수혜주임에도 불구하고 주가 상승이 미미해 경쟁사 주가 상승에 따른 동반 주가 상승이 기대되기 때문이다. 12개월 목표주가는 기존의 4만원을 유지한다.

2019년 IFRS15 기준 연결 영업이익 10% 성장 전망

KT는 2019년에 LGU+/SKT와 같이 IFRS 15 기준 높은 영업이익 성장을 나타내진 못할 전망이다. 경쟁사들의 경우 금년도 구 회계 기준대비 IFRS 15 기준 영업이익이 적은데 따른 기저효과가 크지만 KT의 경우엔 구 회계/IFRS 15간 영업이익 차이가 크지 않기 때문이다. 하지만 올해와 달리 내년엔 KT도 연결 영업이익이 10% 증가해 다시 이익 성장 가도를 달릴 것으로 보인다. 초고속인터넷/IPTV 매출액이 성장세를 지속하는 가운데 이동전화매출액이 오랜만에 증가세를 전환할 것으로 판단되기 때문이다. 자회사 영업이익 기여도 역시 소폭 증가세를 나타낼 것으로 보여 내년 연결 영업이익 성장 가능성은 높다.

절대 저평가, 단 비용 통제 없인 긍정적 평가 받기 어려워

KT는 현재 실질 자산가치대비 시가총액이 너무 낮은 상태이다. PBR 기준으로는 세계 어느 통신사보다도 저평가되어있다. PBR이 0.6배에도 미치지 못하는 상황이기 때문이다. 숨겨진 부실이 있는 게 아니냐고 의심할 정도다. 통신사는 사업 특성상 감가상각이 끝난 망도 사용이 가능하며 가입자를 유치하는데 막대한 비용이 소요되는 관계로 가입자 가치가 존재한다. 여기에 KT 는 막대한 부동산을 보유하고 있다. 5G 조기 수혜 기대감이 생겨나는 현 시점에서 보면 특히 너무 싸다. 하지만 KT는 여전히 비용측면에서 많은 약점을 드러내고 있다. 통신부문 서비스매출액대비 인건비/외주용역비 비중이 경쟁사대비 절대적으로 높으며 기타 영업비용 역시 상대적으로 많은 상황이다. 줄일 수 있는 영업비용이 많다는 것이 장기적으로는 장점이 될 수도 있겠지만 경영진의 비용절감의지가 확고하지 않는 한 경쟁사대비 높은 평가를 받긴 어려워 보인다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(11월5일): 29,200원

Key Data

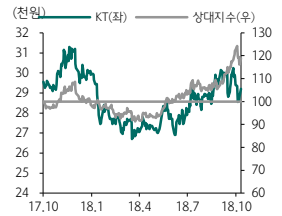
KOSPI 지수 (pt)	2,076.92
52주 최고/최저(원)	31,300/26,700
시가총액(십억원)	7,624.5
시가총액비중(%)	0.63
발행주식수(천주)	261,111.8
60일 평균 거래량(천주)	642.1
60일 평균 거래대금(십억원)	19.0
18년 배당금(예상,원)	1,000
18년 배당수익률(예상,%)	3.42
외국인지분율(%)	49.00
주요주주 지분율(%)	
국민연금	11.07

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.7)	5.4	(1.4)
상대	6.3	24.9	21.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	23,440.8	23,769.8
영업이익(십억원)	1,372.0	1,418.0
순이익(십억원)	808.5	857.3
EPS(원)	2,804	2,956
BPS(원)	51,568	53,725

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	22,743.7	23,387.3	23,299.2	23,733.9	24,277.6
영업이익	십억원	1,440.0	1,375.3	1,343.7	1,479.3	1,872.2
세전이익	십억원	1,127.0	837.0	1,163.2	1,135.7	1,528.6
순이익	십억원	711.1	476.7	716.5	779.1	1,075.5
EPS	원	2,723	1,826	2,744	2,984	4,119
증감률	%	28.6	(32.9)	50.3	8.7	38.0
PER	배	10.80	16.57	10.64	9.79	7.09
PBR	배	0.62	0.63	0.55	0.53	0.50
EV/EBITDA	배	2.84	2.79	2.99	2.80	2.42
ROE	%	6.38	4.12	5.79	5.84	7.68
BPS	원	47,113	48,017	53,349	55,394	58,387
DPS	원	800	1,000	1,000	1,200	1,200

주: 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2019년엔 영업이익 성장 전환 예상, 하지만 상대 성장률은 높지 않을 듯

2019년엔 연결영업이익 성장 추세로 전환 예상, 하지만 기저효과 크지 않아 상대 성장률은 높지 않을 듯

2018년과 달리 2019년에는 KT도 영업이익 증가세로의 전환이 예상된다. 통신부문이 의미 있는 이익 성장을 나타냄과 동시에 비통신부문도 올해보다는 증가한 영업이익을 기록할 전망이기 때문이다. 특히 이동통신부문은 매출 성장세를 기반으로 높은 이익 성장이 예상된다. 선택약정요금할인 가입자 정체 및 5G 가입자 증가가 이동전화매출액 증가의 원동력이 될 전망이다. 유선부문 역시 성장세를 지속할 것으로 보인다. IPTV 가입자/ARPU 성장이 지속되고 있으며 초고속인터넷도 10G급 서비스 확산으로 ARPU 상승이 예상되기 때문이다.

하지만 2019년 IFRS 15 기준 KT 연결영업이익 성장률은 10%로 경쟁사인 SKT와 LGU+ 대비로는 낮게 나타날 것으로 보인다. 금년도 IFRS 15 기준 실적에서 경쟁사와 상이한 흐름을 나타내고 있기 때문이다. 경쟁사들의 경우 금년도 IFRS 15 기준 영업이익이 구 회계 기준보다 크게 저조한 반면 KT의 경우엔 큰 차이가 없다. SKT와 LGU+가 작년 마케팅비용 지출이 많았던 반면 KT의 지난해 마케팅비용은 2016년 대비 감소세를 나타낸 것이 IFRS 15 기준 실적 차이를 만들었다고 볼 수 있다.

따라서 KT의 경우엔 내년도에 기저효과로 인한 높은 영업이익 증가율을 기대할 수 없다. 금년도 마케팅비용이 소폭 감소하겠지만 경쟁사처럼 급감은 아니어서 내년도 IFRS 15 기준 마케팅비용이 오히려 증가할 가능성이 있고 올해 IFRS 15 기준 영업이익이 구 회계 기준 대비 크게 낮지 않을 것으로 판단되기 때문이다.

표 1. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

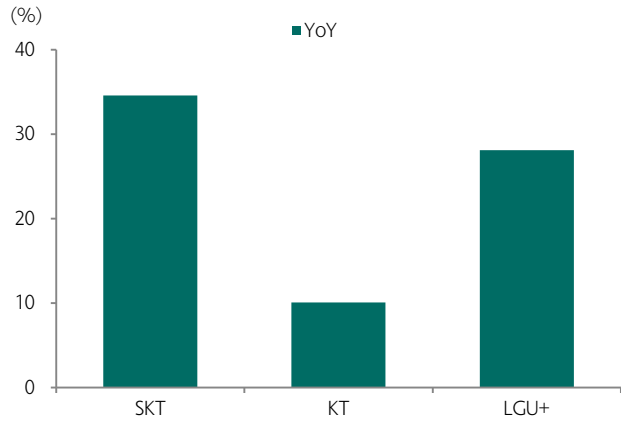
(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	**5,710.2**	**5,806.9**	**5,948.5**	**5,833.5**	**5,804.8**	**5,863.1**	**5,965.4**	**6,100.6**
영업이익	**397.1**	**399.1**	**369.5**	**177.9**	**323.5**	**365.7**	**435.6**	**354.5**
(영업이익률)	7.0	6.9	6.2	3.0	5.6	6.2	7.3	5.8
세전이익	353.0	391.2	334.0	84.9	240.1	282.4	352.7	260.5
순이익	**197.0**	**251.0**	**222.5**	**46.0**	**160.0**	**192.0**	**248.6**	**178.5**
(순이익률)	3.4	4.3	3.7	0.8	2.8	3.3	4.2	2.9

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

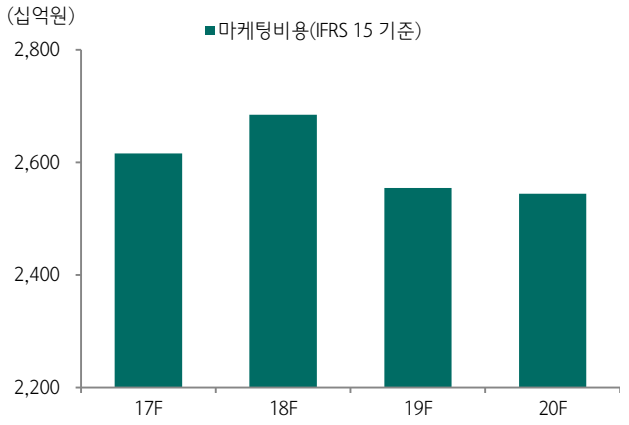
자료: KT, 하나금융투자

그림 1. 통신 3사 IFRS 15 기준 2019년 영업이익 성장률 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. KT IFRS 15 기준 연간 마케팅비용 전망



주: 2017년은 하나금융투자 추측 데이터임

자료: KT, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

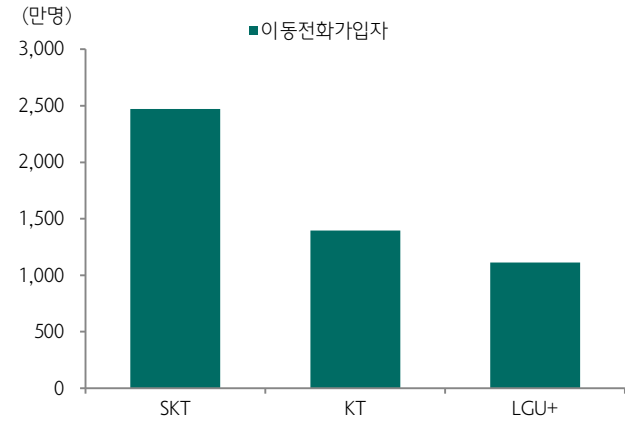
주가 하방 경직성은 강할 것, LGU+와 시가총액 경쟁하면서 주가 오를 전망

절대 저평가 국면, 업종 투자 환경상 결국엔 KT 주가 오를 것으로 판단

비록 경쟁사대비 2019년에도 높은 이익 성장률과 다수의 호재 출현을 기대하긴 어렵겠지만 투자 전략상으로는 현 가격대에선 KT에 대해 적극적인 매수로 임할 필요가 있다. 그 이유는 과거 경험상 현재 PBR, 기대 배당 수익률 수준에서는 예외 없이 KT의 주가 반등이 나타났기 때문이다. 특히 현 가격에서는 약간의 호재에도 강한 주가 반등이 나올 수 있다는 점을 고민할 필요가 있다. 5G 조기 상용화 기대감 확산/유통 구조 개편 기대감 등이 대표적이다.

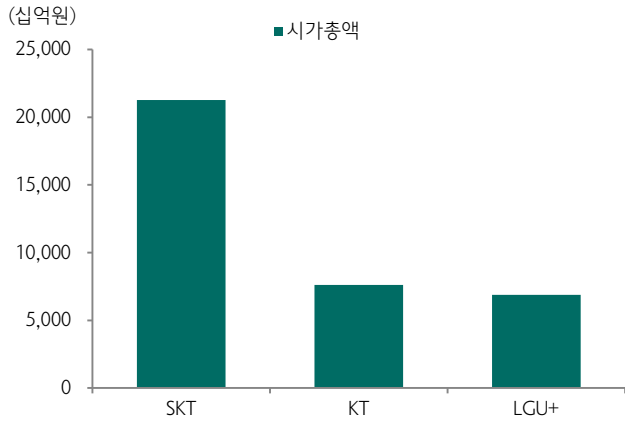
KT는 5G 조기 도입 수혜주임에도 불구하고 상대적으로 주가 상승 폭은 미미한 편이다. 유선매출비중이 높아 5G 도입으로 인한 이동전화서비스 매출액 증가 시 상대적인 수혜 폭이 적으며 경영정책 불확실성이 크고 외국인 한도가 소진되어 수급이 불리하다는 이유 때문이었다. 비로소 최근엔 LGU+ 주가 급등으로 KT 시가총액이 LGU+보다 낮게 형성되는 상황이 자주 연출되는 양상이다. 물론 LGU+와 KT의 상이한 비용 구조를 보면 LGU+ 시가총액이 KT보다 높아도 크게 잘못되었다고 지적하긴 어렵다. 하지만 통신주는 기본적으로 이동전화 M/S, 가입자수, 이동전화 ARPU가 시가총액의 대부분을 결정한다. LGU+ 시가총액 급등이 KT 매수세를 불러일으킬 가능성이 높다는 판단이다.

그림 3. 국내 이동전화가입자 비교



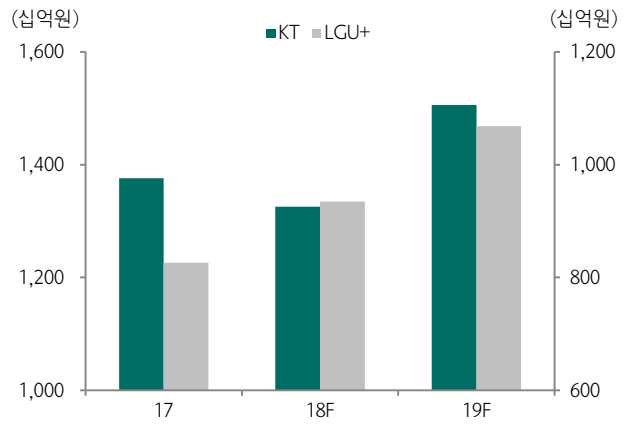
주 : 2018년 9월 MNO 기준
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 4. 통신 3사 시가총액 비교



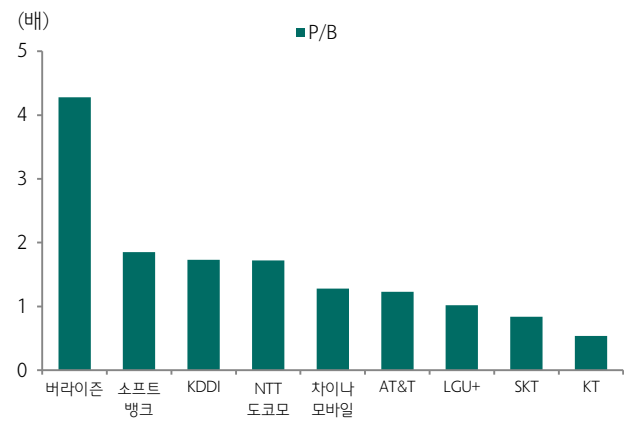
주 : 11/5일 기준,
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. KT와 LGU+의 구 회계 기준 영업이익 추이 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. KT와 글로벌 통신사 PBR 비교



자료: 불름버그, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**22,743.7**	**23,387.3**	**23,299.2**	**23,733.9**	**24,277.6**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22,743.7	23,387.3	23,299.2	23,733.9	24,277.6
판관비	21,303.7	22,012.0	21,955.5	22,254.6	22,405.4
영업이익	**1,440.0**	**1,375.3**	**1,343.7**	**1,479.3**	**1,872.2**
금융손익	(218.9)	(238.2)	(187.8)	(281.1)	(281.1)
종속/관계기업손익	2.6	(13.9)	4.6	0.0	0.0
기타영업외손익	(96.6)	(286.2)	2.6	(62.5)	(62.5)
세전이익	**1,127.0**	**837.0**	**1,163.2**	**1,135.7**	**1,528.6**
법인세	329.2	275.5	353.6	261.2	351.6
계속사업이익	797.8	561.5	809.7	874.5	1,177.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**797.8**	**561.5**	**809.7**	**874.5**	**1,177.0**
비지배주주지분 순이익	86.8	84.8	93.2	95.4	101.5
지배주주순이익	**711.1**	**476.7**	**716.5**	**779.1**	**1,075.5**
지배주주지분포괄이익	704.4	428.3	704.8	752.4	1,012.7
NOPAT	1,019.4	922.6	935.3	1,139.1	1,441.6
EBITDA	4,861.5	4,813.0	4,797.5	5,258.3	5,696.8
성장성(%)					
매출액증가율	2.1	2.8	(0.4)	1.9	2.3
NOPAT증가율	15.7	(9.5)	1.4	21.8	26.6
EBITDA증가율	(1.4)	(1.0)	(0.3)	9.6	8.3
영업이익증가율	11.4	(4.5)	(2.3)	10.1	26.6
(지배주주)순익증가율	28.6	(33.0)	50.3	8.7	38.0
EPS증가율	28.6	(32.9)	50.3	8.7	38.0
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	21.4	20.6	20.6	22.2	23.5
영업이익률	6.3	5.9	5.8	6.2	7.7
계속사업이익률	3.5	2.4	3.5	3.7	4.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**9,643.3**	**9,522.1**	**10,687.5**	**11,036.1**	**11,142.9**
금융자산	3,620.9	2,900.8	2,991.1	3,189.3	3,237.2
현금성자산	2,900.3	1,928.2	2,312.9	2,395.7	2,440.8
매출채권 등	5,331.2	5,842.5	5,833.5	6,100.6	6,197.9
재고자산	378.0	457.7	658.2	688.4	699.3
기타유동자산	313.2	321.1	1,204.7	1,057.8	1,008.5
비유동자산	**20,944.4**	**20,058.5**	**20,483.6**	**21,570.8**	**21,483.8**
투자자산	948.8	1,034.4	988.2	1,033.4	1,049.9
금융자산	664.7	755.0	721.2	754.3	766.3
유형자산	14,312.1	13,562.3	13,253.9	13,340.7	13,427.5
무형자산	3,022.8	2,632.7	3,451.1	4,406.4	4,216.0
기타비유동자산	2,660.7	2,829.1	2,790.4	2,790.3	2,790.4
자산총계	**30,587.7**	**29,580.6**	**31,171.1**	**32,607.0**	**32,626.7**
유동부채	**9,466.1**	**9,458.1**	**10,722.3**	**11,656.3**	**10,952.1**
금융부채	1,884.2	1,679.3	3,449.1	4,073.9	3,257.0
매입채무 등	7,075.8	7,355.5	6,678.3	6,984.0	7,095.4
기타유동부채	506.1	423.3	594.9	598.4	599.7
비유동부채	**8,326.8**	**7,046.1**	**5,934.7**	**5,994.6**	**6,023.0**
금융부채	6,525.9	5,367.7	4,834.6	4,871.6	4,891.6
기타비유동부채	1,800.9	1,678.4	1,100.1	1,123.0	1,131.4
부채총계	**17,793.0**	**16,504.3**	**16,657.1**	**17,651.0**	**16,975.0**
지배주주지분	**11,442.0**	**11,684.6**	**13,077.2**	**13,611.1**	**14,392.5**
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,440.9	1,441.1	1,443.1	1,443.1	1,443.1
자본조정	(1,218.5)	(1,206.2)	(1,203.0)	(1,203.0)	(1,203.0)
기타포괄이익누계액	(1.4)	31.0	30.5	30.5	30.5
이익잉여금	9,656.5	9,854.2	11,242.1	11,776.1	12,557.4
비지배주주지분	**1,352.8**	**1,391.8**	**1,436.8**	**1,344.9**	**1,259.1**
자본총계	**12,794.8**	**13,076.4**	**14,514.0**	**14,956.0**	**15,651.6**
순금융부채	4,789.3	4,146.2	5,292.6	5,756.2	4,911.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,723	1,826	2,744	2,984	4,119
BPS	47,113	48,017	53,349	55,394	58,387
CFPS	20,407	18,127	18,500	19,899	21,578
EBITDAPS	18,618	18,433	18,373	20,138	21,817
SPS	87,103	89,568	89,231	90,895	92,978
DPS	800	1,000	1,000	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	10.8	16.6	10.6	9.8	7.1
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PCFR	1.4	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	2.8	2.8	3.0	2.8	2.4
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	6.4	4.1	5.8	5.8	7.7
ROA	2.4	1.6	2.4	2.4	3.3
ROIC	6.0	5.6	5.4	6.0	7.4
부채비율	139.1	126.2	114.8	118.0	108.5
순부채비율	37.4	31.7	36.5	38.5	31.4
이자보상배율(배)	4.3	4.5	3.9	3.9	4.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**4,770.8**	**3,877.7**	**3,403.5**	**4,835.2**	**5,063.6**
당기순이익	797.8	561.5	809.7	874.5	1,177.0
조정	4,098.9	3,730.5	3,696.1	3,779.0	3,824.6
감가상각비	3,421.5	3,437.7	3,453.8	3,779.0	3,824.5
외환거래손익	109.8	(213.3)	83.8	0.0	0.0
지분법손익	13.1	20.1	0.2	0.0	0.0
기타	554.5	486.0	158.3	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(125.9)	(414.3)	(1,102.3)	181.7	62.0
투자활동 현금흐름	**(3,485.0)**	**(3,483.2)**	**(4,027.2)**	**(5,169.0)**	**(3,927.6)**
투자자산감소(증가)	(20.4)	(85.6)	46.2	(45.2)	(16.5)
유형자산감소(증가)	(2,670.9)	(2,374.0)	(2,597.3)	(2,821.0)	(2,821.0)
기타	(793.7)	(1,023.6)	(1,476.1)	(2,302.8)	(1,090.1)
재무활동 현금흐름	**(943.3)**	**(1,363.5)**	**1,007.4**	**416.6**	**(1,091.0)**
금융부채증가(감소)	(528.3)	(1,363.1)	1,236.7	661.8	(796.9)
자본증가(감소)	(2.3)	0.3	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	(228.6)	242.4	60.6	(0.1)	0.1
배당지급	(184.1)	(243.1)	(291.9)	(245.1)	(294.2)
현금의 증감	**340.8**	**(972.1)**	**384.8**	**82.8**	**44.9**
Unlevered CFO	5,328.5	4,733.2	4,830.5	5,195.8	5,634.3
Free Cash Flow	2,006.4	1,435.5	768.0	2,014.2	2,242.6

자료: 하나금융투자
주: 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2018년 11월 7일

LGU+ (032640)

5G 시대에도 높은 주가 상승률 지속될 전망

5G 조기 도입 대표 수혜주, 내년에도 주가 크게 오를 것

LGU+에 대한 투자 의견을 매수로 유지하며 SKT와 더불어 2019년 통신서비스업종 Top Picks로 제시한다. 추천 사유는 1) 이동전화매출액이 다시 본격적인 증가세로 반전할 것으로 보여 2019년에도 높은 영업이익 성장이 예상되고, 2) 경영진 성향상 당분간 영업비용 통제 양상이 지속될 전망이며, 3) LG 그룹의 4차 산업을 이끌 핵심회사로 육성될 공산이 크고, 4) 향후 예상 실적 및 부채비율 수준을 감안 시 2018년에 이어 2019년에도 배당금 증가가 지속될 가능성이 높으며, 5) 금년도 높은 주가 상승에도 불구하고 2016~2017년 주가 성과 부진으로 여전히 역사적 PER밴드 저점 수준에 위치해 있고, 6) 내년도 통신주 상승의 원동력인 5G 상용화/급행차선 허용/단말기완전자급제 도입 이슈에서 가장 큰 수혜를 볼 것으로 예상되기 때문이다. 12개월 목표가는 실적 전망치 유지로 기존의 23,000원을 유지한다.

매출 성장 폭 확대로 내년도 영업이익성장률 28% 예상

2019년에도 LGU+의 실적 전망은 밝다. 유무형자산 감가상각비/마케팅비용 정체가 예상되는 반면 서비스매출액은 증가 폭이 커질 것으로 예상되기 때문이다. 주파수관련상각비용이 증가하겠지만 유형자산상각비는 감소가 예상되며 IFRS 15 기준 마케팅비용 역시 전년대비 소폭의 감소가 전망된다. 연간 4% 이상의 이동전화가입자 성장률에 이동전화 ARPU가 상승 반전할 전망이며 초고속인터넷/IPTV 등 유선 매출액 성장률이 여전히 높게 나타나고 있어 내년도엔 높은 영업이익성장률을 나타낼 것으로 판단된다.

여전히 저평가, 여기서 2년 내 2배 더 오를 듯

LGU+ 주가가 금년도 큰 폭의 상승세를 시현하였지만 여전히 LGU+의 주가는 저평가 상황이다. 역사적 Multiple 추이로 봐도 그렇지만 5G 상용화를 앞둔 시점이라는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 하나금융투자에선 LGU+ 주가가 2020년에 4만원까지 상승할 수 있을 것으로 판단한다. 5G가 SA로 진화하고 LGU+가 향후 5G 스마트시티 서비스를 구현할 것임을 감안하면 LTE 도입 당시인 24배까지는 PER이 높아질 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

Top Picks

BUY

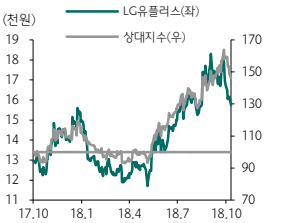
| TP(12M): 23,000원 | CP(11월5일): 15,750원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,076.92
52주 최고/최저(원)	18,300/11,700
시가총액(십억원)	6,876.6
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	2,604.2
60일 평균 거래대금(십억원)	42.4
18년 배당금(예상,원)	450
18년 배당수익률(예상,%)	2.86
외국인지분율(%)	42.60
주요주주 지분율(%)	
LG 외 1 인	36.05
국민연금	9.62

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(8.2)	22.6	18.0
상대	0.3	45.3	45.3

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	12,134.7	12,362.9
영업이익(십억원)	858.9	918.1
순이익(십억원)	563.3	617.8
EPS(원)	1,290	1,415
BPS(원)	14,339	15,319

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,451.0	12,279.4	11,962.3	12,127.4	13,300.7
영업이익	십억원	746.5	826.3	808.9	1,036.2	1,391.8
세전이익	십억원	642.6	666.8	713.8	939.5	1,298.2
순이익	십억원	492.8	547.2	530.4	751.6	1,038.6
EPS	원	1,129	1,253	1,215	1,721	2,379
증감률	%	40.2	11.0	(3.0)	41.6	38.2
PER	배	10.15	11.17	12.97	9.15	6.62
PBR	배	1.04	1.17	1.00	0.92	0.83
EV/EBITDA	배	3.59	3.55	4.18	3.90	3.12
ROE	%	10.63	10.88	8.75	10.48	13.22
BPS	원	11,054	11,985	15,786	17,058	18,936
DPS	원	350	400	450	500	550

주: 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2019년 IFRS 15 기준 연결 영업이익 28% 성장 전망

내년에도 높은 영업이익성장률 추세 지속될 전망, Multiple 할증 국면 전개될 듯

2019년 LGU+는 연결영업이익 기준 28% 성장이 예상된다. 매출액/영업비용 전망 모두 낙관적이기 때문이다. 여기에 2018년 IFRS 15 실적이 부진함에 따른 기저효과도 클 것으로 보인다. 올해 LGU+가 구 회계 기준으로는 우수한 실적을 기록했지만 IFRS 15 기준으로는 사실상 실적이 크게 부진했고 선택약정요금할인 가입자의 단말기매출 회계 처리, 가입자유치비용 회계 처리 문제로 구 회계 기준과 IFRS 15 기준간 영업이익 차이도 크게 나타났다는 점에서 그렇다.

2019년 LGU+ 실적 전망을 밝게 하는 것은 무엇보다 선택약정요금할인 채택률 정체, 5G 가입자 모집에 따른 이동전화매출액 증가이다. 여기에 IPTV 가입자 성장/ARPU 상승 추세가 이어질 전망인데다가 초고속인터넷 가입자 ARPU 상승이 지속될 것이란 점도 긍정적이다. 비용 전망도 밝다. 주파수관련상각비용이 증가하겠지만 유형자산상각비는 감소가 예상되며 IFRS 15 기준 마케팅비용 역시 전년대비 소폭의 감소가 전망되기 때문이다.

표 1. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

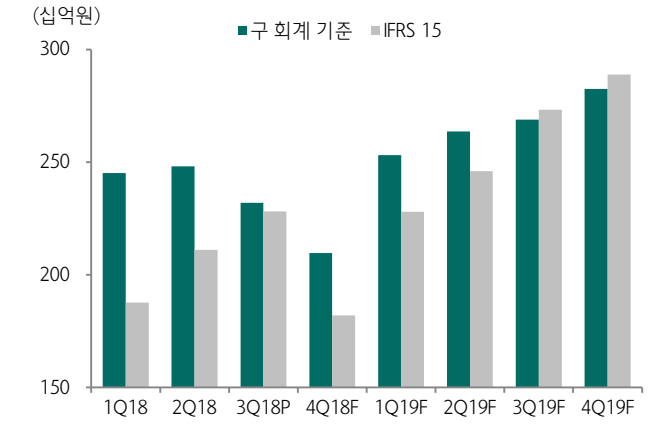
(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	**2,979.9**	**2,980.7**	**2,991.9**	**3,009.8**	**2,916.0**	**2,989.5**	**3,067.8**	**3,154.2**
영업이익	**187.7**	**211.1**	**228.1**	**182.0**	**228.0**	**246.0**	**273.3**	**288.9**
(영업이익률)	6.3	7.1	7.6	6.0	7.8	8.2	8.9	9.2
세전이익	162.0	189.0	207.9	154.9	203.1	221.6	250.1	264.7
순이익	**115.5**	**137.1**	**153.8**	**123.9**	**162.5**	**177.3**	**200.1**	**211.8**
(순이익률)	3.9	4.6	5.1	4.1	5.6	5.9	6.5	6.7

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

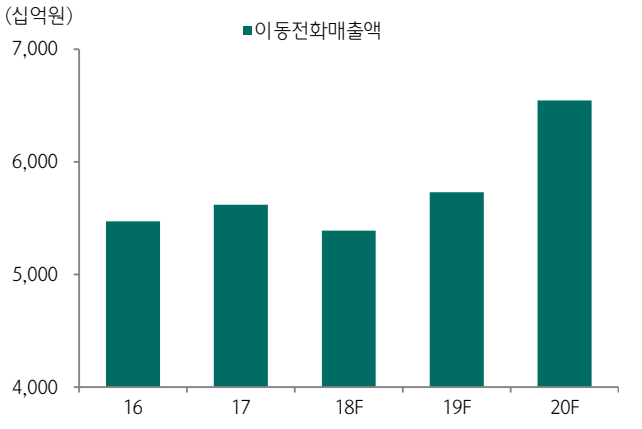
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 1. LGU+ IFRS 15/구 회계 기준 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 2. LGU+ 연간 이동전화서비스매출액 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

LG그룹 4차 산업 핵심업체로 육성 전망, 시가총액 많이 커질 수 있어

LG그룹의 4차 산업 핵심회사로 거듭날 전망, 내년에도 통신산업 주도주로의 역할 지속할 듯

투자가들의 우려와 달리 LGU+는 실적/주가 측면에서 2019년에도 압도적으로 우수한 성과를 나타낼 것으로 보인다. 높은 매출액 성장과 더불어 비용 통제가 지속될 전망이며 그룹 차원에서는 4차산업의 핵심회사로 집중 육성할 공산이 크며 CATV M&A를 통해 기업가치 향상이 예상되기 때문이다.

2018년 LGU+의 CEO가 교체되었지만 여전히 수익성 위주의 경영 전략은 유지 중이며 4차 산업의 핵심회사로의 역할은 더 강조되는 상황이다. 여기에 CATV M&A도 급물살을 타고 있다. 신임 하현회 부회장의 경우 비상근이사지만 지주회사 CEO로서 기존 LGU+ 경영에 어느 정도 관여를 해오던 상황이고, 역으로 권영수 신임 LG㈜ CEO가 비상근이사로서 LGU+ 경영에 참여하고 있기 때문이다. 오히려 4차산업 육성/CATV M&A가 본격화될 수 있어 지주사–LGU+간 CEO 교체는 LGU+ 기업 가치 향상에 도움이 될 공산이 커졌다.

KT와의 시가총액 경쟁이 부담스럽지만 2019년에도 의외로 LGU+ 주가가 높은 상승을 기록할 가능성이 높다고 판단한다. 실적과 더불어 수급/재료가 모두 양호하기 때문이다. 특히 2019년 주식시장에서 부각될 통신 이슈를 감안하면 더욱 그렇다. 내년도 통신주 상승의 원동력은 5G 상용화에 따른 수혜, 5G 망중립성 재정립에 따른 급행차선 허용/ B2B 활성화, 단말기완전자급제 도입을 통한 통신산업 유통 구조 개선이다. 이러한 2019년 이슈에서 가장 큰 수혜를 볼 것으로 예상되는 업체는 LGU+가 될 가능성이 높다. 이동전화서비스 매출액 증감이 영업이익에 미치는 영향, 무선 마케팅비용 증감이 영업이익에 미치는 영향, B2B 매출 비중으로 볼 때 그러한 결론에 도달한다.

최근 LGU+의 시가총액이 KT를 추월함에 따라 주식 시장에서 적지 않은 논란이 일어나고 있다. 하지만 굳이 LGU+ 주가가 KT를 쫓아갈 이유는 없다는 판단이다. 내년도 예상 연결 순이익 기준으로 보면 LGU+와 KT가 비슷한 상황이며 이익의 흐름까지 고려하면 LGU+ 시가총액이 KT보다 큰 것이 어쩌면 당연시될 수 있기 때문이다. 아직은 적응 기간이 필요하겠지만 동일 업종이라고 해도 이익 성장형 기업과 이익 정체형 기업이 주식 시장에서 동일한 Multiple을 적용 받기는 어렵다. LGU+ 주가가 KT 때문에 계속 눌려있기 보다는 LGU+ 주가 상승에 자극 받은 KT가 LGU+ 시가총액 갭 메꾸기 차원에서 LGU+ 시가총액을 추격하는 모습이 나타날 공산이 크다는 판단이다. 외국인 수급을 보면 더욱 그렇다.

그림 3. LGU+가 LG그룹 4차산업 핵심회사가 될 수 밖에 없는 이유

1	자율차 구현 위해선 LGU+ – LG화학 – LG전자가 필요
2	권영수 부회장 LG 지주사 CEO로 이동
3	5G가 IoT, 4차산업의 핵심으로 부상 중

자료: 하나금융투자

그림 4. 하반기 LGU+ CATV M&A가 가속화될 수 있는 이유

1	M&A를 주도하던 권영수 부회장이 LG㈜ CEO로 이동
2	LGU+ CATV M&A에 지주사 동의 얻기 쉬울 전망
3	국회 미방위에 권역별 규제 폐지 주장하는 의원들 합류

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**11,451.0**	**12,279.4**	**11,962.3**	**12,127.4**	**13,300.7**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,451.0	12,279.4	11,962.3	12,127.4	13,300.7
판관비	10,704.6	11,453.1	11,153.3	11,091.3	11,908.9
영업이익	**746.5**	**826.3**	**808.9**	**1,036.2**	**1,391.8**
금융손익	(119.9)	(113.0)	(87.6)	(61.1)	(58.0)
종속/관계기업손익	0.5	(0.9)	(0.3)	0.0	0.0
기타영업외손익	15.5	(45.6)	(7.2)	(35.6)	(35.6)
세전이익	**642.6**	**666.8**	**713.8**	**939.5**	**1,298.2**
법인세	149.8	119.7	183.5	187.9	259.6
계속사업이익	492.7	547.1	530.3	751.6	1,038.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**492.7**	**547.1**	**530.3**	**751.6**	**1,038.6**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**492.8**	**547.2**	**530.4**	**751.6**	**1,038.6**
지배주주지분포괄이익	487.4	559.6	530.8	751.7	1,038.6
NOPAT	572.4	678.0	601.0	828.9	1,113.4
EBITDA	2,400.0	2,515.3	2,480.3	2,700.4	3,104.2
성장성(%)					
매출액증가율	6.1	7.2	(2.6)	1.4	9.7
NOPAT증가율	20.1	18.4	(11.4)	37.9	34.3
EBITDA증가율	7.1	4.8	(1.4)	8.9	15.0
영업이익증가율	18.1	10.7	(2.1)	28.1	34.3
(지배주주)순익증가율	40.2	11.0	(3.1)	41.7	38.2
EPS증가율	40.2	11.0	(3.0)	41.6	38.2
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	21.0	20.5	20.7	22.3	23.3
영업이익률	6.5	6.7	6.8	8.5	10.5
계속사업이익률	4.3	4.5	4.4	6.2	7.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**2,619.6**	**3,073.0**	**4,717.6**	**4,657.8**	**4,779.8**
금융자산	374.3	515.9	736.5	781.6	804.3
현금성자산	317.3	449.9	676.7	719.0	736.1
매출채권 등	1,853.0	2,093.6	2,112.0	2,213.4	2,410.9
재고자산	261.6	334.5	326.8	351.8	384.7
기타유동자산	130.7	129.0	1,542.3	1,311.0	1,179.9
비유동자산	**9,369.6**	**8,862.5**	**9,642.0**	**10,309.5**	**10,414.7**
투자자산	48.4	79.0	71.5	74.9	81.6
금융자산	40.6	41.1	37.1	38.9	42.4
유형자산	6,949.6	6,527.0	6,250.3	5,523.4	5,148.3
무형자산	**1,192.2**	**957.3**	**1,923.4**	**3,586.0**	**4,148.7**
기타비유동자산	**1,179.4**	**1,299.2**	**1,396.8**	**1,125.2**	**1,036.1**
자산총계	**11,989.1**	**11,935.5**	**14,359.6**	**14,967.3**	**15,194.5**
유동부채	**3,574.4**	**3,664.6**	**4,762.5**	**4,888.0**	**4,361.0**
금융부채	1,053.1	881.0	1,976.1	2,257.7	1,509.2
매입채무 등	2,355.4	2,587.6	2,639.6	2,483.6	2,705.1
기타유동부채	165.9	196.0	146.8	146.7	146.7
비유동부채	**3,588.4**	**3,037.9**	**2,704.6**	**2,631.7**	**2,565.6**
금융부채	**2,926.1**	**2,460.6**	**2,250.4**	**2,170.4**	**2,090.4**
기타비유동부채	662.3	577.3	454.2	461.3	475.2
부채총계	**7,162.8**	**6,702.5**	**7,467.1**	**7,519.7**	**6,926.6**
지배주주지분	**4,826.1**	**5,232.9**	**6,892.4**	**7,447.5**	**8,267.8**
자본금	**2,574.0**	**2,574.0**	**2,574.0**	**2,574.0**	**2,574.0**
자본잉여금	836.9	836.9	836.9	836.9	836.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.1	1.4	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	1,414.1	1,820.6	3,478.6	4,033.8	4,854.0
비지배주주지분	**0.2**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
자본총계	**4,826.3**	**5,233.0**	**6,892.5**	**7,447.6**	**8,267.9**
순금융부채	3,604.9	2,825.7	3,490.0	3,646.5	2,795.2

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,129	1,253	1,215	1,721	2,379
BPS	11,054	11,985	15,786	17,058	18,936
CFPS	5,830	6,140	7,709	6,105	7,030
EBITDAPS	5,497	5,761	5,681	6,185	7,110
SPS	26,227	28,124	27,398	27,776	30,463
DPS	350	400	450	500	550
주가지표(배)					
PER	10.1	11.2	13.0	9.1	6.6
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
PCFR	2.0	2.3	2.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	3.6	3.6	4.2	3.9	3.1
PSR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	10.6	10.9	8.7	10.5	13.2
ROA	4.1	4.6	4.0	5.1	6.9
ROIC	6.5	8.0	6.3	7.4	9.7
부채비율	148.4	128.1	108.3	101.0	83.8
순부채비율	74.7	54.0	50.6	49.0	33.8
이자보상배율(배)	5.2	7.1	7.6	10.2	14.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

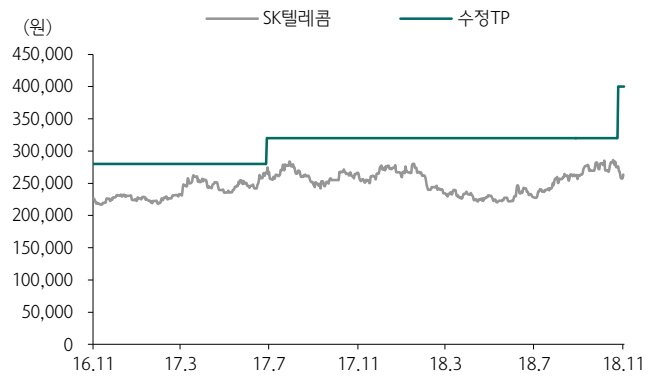
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**2,224.8**	**2,279.4**	**2,050.7**	**2,371.8**	**2,887.1**
당기순이익	492.7	547.1	530.3	751.6	1,038.6
조정	1,833.5	1,892.0	2,577.2	1,664.2	1,712.4
감가상각비	1,653.5	1,689.0	1,671.3	1,664.2	1,712.4
외환거래손익	0.4	(0.2)	0.3	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	0.9	0.2	0.0	0.0
기타	180.1	202.3	905.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(101.4)	(159.7)	(1,056.8)	(44.0)	136.1
투자활동 현금흐름	**(1,492.3)**	**(1,358.3)**	**(2,533.1)**	**(2,334.6)**	**(1,823.2)**
투자자산감소(증가)	5.9	(29.7)	7.8	(3.4)	(6.7)
유형자산감소(증가)	(1,271.6)	(1,172.8)	(1,232.3)	(700.0)	(1,100.0)
기타	(226.6)	(155.8)	(1,308.6)	(1,631.2)	(716.5)
재무활동 현금흐름	**(707.3)**	**(788.5)**	**709.4**	**5.1**	**(1,046.8)**
금융부채증가(감소)	(596.0)	(637.6)	884.9	201.6	(828.5)
자본증가(감소)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.0)	1.9	(0.9)	0.0	0.0
배당지급	(109.2)	(152.8)	(174.6)	(196.5)	(218.3)
현금의 증감	**25.1**	**132.6**	**226.9**	**42.3**	**17.0**
Unlevered CFO	2,545.2	2,680.7	3,365.8	2,665.4	3,069.3
Free Cash Flow	941.2	1,096.9	815.7	1,671.8	1,787.1

자료: 하나금융투자
주: 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

Analyst 김홍식 02-3771-7505

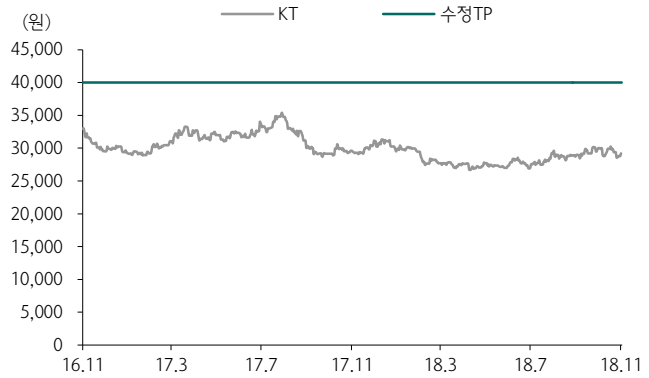
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



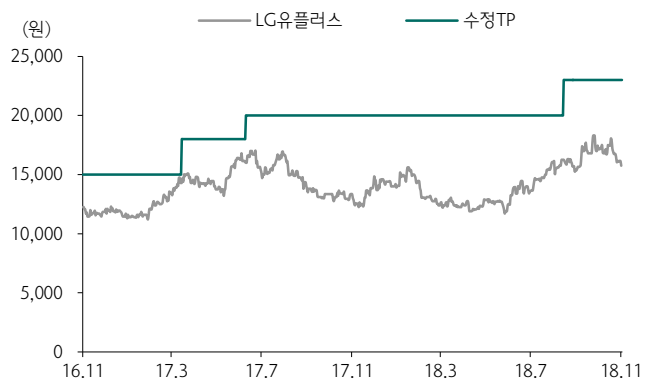
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	400,000		
17.7.3	BUY	320,000	-20.89%	-10.63%
16.11.10	BUY	280,000	-15.19%	-5.00%
16.10.24	BUY	260,000	-13.04%	-10.58%

KT



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.10	1 년 경과			
16.11.9	BUY	40,000	-25.04%	-11.50%

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.20	BUY	23,000		
17.6.15	BUY	20,000	-30.31%	-15.00%
17.3.20	BUY	18,000	-17.97%	-6.67%
16.11.7	BUY	15,000	-18.80%	-1.67%
16.10.24	BUY	14,000	-13.32%	-10.36%

Analyst 김홍식 02-3771-7505

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.0%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 11월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 11월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 11월 7일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.