



2019년 6월 25일 | Equity Research



통신서비스 7월 투자 전략

7월 이후엔 통신주 상승 탄력 높아질 전망

- 7월 이후엔 통신주 상승 탄력 높아질 전망
- 7월 매력도 SKT>LGU+>KT, 종목보단 업종 비중 확대가 중요
- 7년 전과는 다른 환경, 통신사 마케팅비용 증가 폭 제한적

Update
Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 400,000원 | CP(6월21일) 262,000원
KT(030200) | BUY | TP 40,000원 | CP(6월21일) 28,200원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 23,000원 | CP(6월21일) 14,650원



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

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



CONTENTS

1. 7월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 평가	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 7월 매력도 ‘매우 높음’, 5G 보급률에 예민하게 반응해야	3
3) 6월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 하회	23
4) 7월은 통신주 상승 전환의 분기점이 될 가능성 높다는 판단	24
2. 12개월 Top Pick SKT, 7월 매력도 SKT>LGU+>KT 순	26
1) 12개월 Top Pick은 SKT	26
2) 7월 종목별 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT	27
3) LGU+ 화웨이 장비 공급 차질 우려 과도, 막연한 우려 버리고 매수해야	29
4) KT 수급 부담 덜어낸 상황, 이젠 경쟁사와 동반 주가 상승 전망	31
3. 경쟁환경 - 5G로 제한된 마케팅 과열 양상 지속될 전망	34
1) 5G 순증 가입자 확대 양상, 단 시장 경쟁 강도는 2012년 대비 높지 않은 상황	34
2) 하지만 분명히 7년 전과는 다른 모드, 마케팅비용 증가 폭 제한적일 듯	35

2019년 6월 25일 | Equity Research

통신서비스 7월 투자 전략

7월 이후엔 통신주 상승 탄력 높아질 전망

7월 매력도 '매우 높음', 매출액 증가 전환 시점에 주목

7월 통신업종 투자 매력도를 '매우 높음'으로 유지한다. 1) 5G 가입자 추이가 양호하게 나타나고 있어 3분기 통신사 이동전화 ARPU 상승 반전이 유력하고, 2) 커버리지/컨텐츠 부족에도 불구하고 5G 트래픽이 폭증 양상을 나타냄에 따라 향후 통신사 매출액 전망이 낙관적으로 변화하는 양상이며, 3) 장비 개발 동향, 정부 규제 마련 상황을 감안 시 2020년 5G SA 조기 상용화 가능성이 높아지고 있어 통신주 Multiple 확장이 예상되고, 4) 비용 증가 우려보다 매출 성장에 대한 관심이 더 높아지는 상황이라 2분기 실적 부진에도 통신사 주가는 오히려 급등할 가능성이 높아 보이며, 5) 7년 전 LTE 도입 당시와 모든 환경이 흡사하다는 점을 감안하면 하반기 이후 통신주 급등 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

7월 매력도 SKT>LGU+>KT, 종목보단 업종 비중 확대가 중요

12개월 Top Pick을 SKT로 유지한다. 장단기 실적/규제 환경 모두 낙관적이며, 5G/유통구조개편/경쟁완화 기대감이 높아지고 있는 현재의 환경이 SKT 투자 선호도를 높일 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 7월 종목별 투자 매력도 역시 SKT>LGU+>KT 순으로 제시하여 SKT를 탑픽으로 꼽는다. SKT는 후발사업자와 달리 시가총액 경쟁에 대한 부담이 없고 규제 환경이 SKT에 유리하게 돌아가고 있는 점을 긍정적으로 평가한다. LGU+의 경우엔 화웨이로 인한 실제 피해 가능성이 희박함에도 투자자들의 지나친 우려로 단기 주가가 하락한 상황이라 이젠 역으로 적극 보유 비중확대 전략으로 입할 것을 권한다. KT 역시 이제부터 적극 매수에 나설 것을 추천한다. MSCI 편출 이벤트가 종료됨에 따라 수급상 이로움이 예상되며, 1분기 실적 호전으로 올해 영업이익 증가 가능성이 높아졌기 때문이다. 7월엔 통신 3사 모두 투자 유망한 것으로 판단되므로 종목보다는 업종 비중 확대에 집중할 것을 추천한다.

7년 전과는 다른 환경, 통신사 마케팅비용 증가 폭 제한적

5월 중순 LG V50 출시 이후 통신 3사간 5G 가입자 유치 경쟁이 심화되는 양상이다. 5G 가입자 순증 폭이 월 60만명 이상으로 확대될 것임을 감안하면 당분간 5G 위주의 시장 과열은 불가피할 듯하다. 하지만 7년 전 LTE 도입 당시와는 마케팅 환경에 큰 차이를 나타내고 있어 통신사 마케팅비용 증가 폭은 크지 않을 것으로 판단된다. 통신사간 가입자질 평균화로 번호이동이 아닌 기변 위주의 5G 가입자 유치 경쟁 지속되고 있고 단말기 판매량 증가 폭이 제한적이라 통신사 마케팅비용 증가 폭은 한 자리 수에 그칠 전망이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(6월21일)
SK텔레콤(017670)	BUY	400,000원	262,000원
KT(030200)	BUY	40,000원	28,200원
LG유플러스(032640)	BUY	23,000원	14,650원

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	53,186.7	52,459.2	53,343.8	55,779.0	59,631.6
영업이익	십억원	3,738.2	3,194.2	3,615.6	4,223.0	5,365.0
세전이익	십억원	4,907.0	5,715.0	3,669.2	4,306.0	5,833.6
순이익	십억원	3,623.7	4,298.0	2,837.0	3,496.7	4,429.7
EPS	원	5,134	6,090	4,020	4,954	6,276
증감률	%	25.83	18.62	(33.99)	23.23	26.69
PER	배	9.55	7.97	12.25	9.94	7.85
PBR	배	0.94	0.82	0.74	0.71	0.68
EV/EBITDA	배	3.95	4.45	4.11	3.70	3.30
ROE	%	10.39	10.11	6.43	7.55	9.16
BPS	원	53,851	64,235	66,505	69,573	72,485
DPS	원	1,597	1,631	1,768	1,872	1,900

주: 통신3사 합계, 6월 21일 종가 기준, 2017년은 구 회계, 2018년 이후 IFRS15 기준
자료: 하나금융투자



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

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

1. 7월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 평가

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한
투자의견을 비중확대로 유지,
이동전화 매출액 증가로 장기 실적
개선 예상되며 5G SA로의
진화에 따른 Multiple 확장국면
연출 예상되기 때문

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지한다. 그 이유는 1) 인당 트래픽 증가, 네트워크 기반 디바이스의 확산, IoT/차세대 미디어로의 진화에 따른 통신서비스 매출액 성장이 지속될 전망이고, 2) 선택약정요금할인 제도 강화, 번호이동/기변간 보조금 차별 금지, 유통구조 개편을 통한 리베이트 감소 추진이라는 현 마케팅 규제 상황을 감안 시 구조적으로는 통신사 매출액대비 마케팅비용 하향 안정화가 지속될 것으로 예상되며, 3) 주파수 할당 가격 인하, 장기간에 걸친 5G 투자 예산을 감안 시 장기적으로도 매출액 성장률 대비 감가상각비 증가 부담이 크지 않을 전망이고, 4) 5G가 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되면서 전 세계 각국간 패권 경쟁이 심화되고 있다는 점을 감안할 때 통신산업 규제 환경을 걱정할 상황이 아니며, 5) 2019~2021년간 5G가 각각 NSA/SA 두 단계에 걸쳐 진화될 전망이어서 통신산업 장기 이익성장 기대감 상승과 더불어 Multiple 확장이 예상되기 때문이다.

표 1. 통신서비스 업종 투자의견

구분	투자의견 (7월)	투자의견 (6월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	- 트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 추세 지속 전망 - 규제 감안 시 매출액대비 마케팅비용 하향 추세 지속 예상 5G 매출액 성장 감안 시 감가비 증가 부담 크지 않은 상황 4차 산업 육성/전세계 5G 조기 도입 추세로 규제 환경 양호 5G 두 단계로 진화, IoT로 연결되며 Multiple 확충 예상

주: 업종 투자 의견은 향후 12개월 기준으로 비중확대, 중립, 비중축소로 구분
자료: 하나금융투자

2) 7월 매력도 ‘매우 높음’, 5G 보급률에 예민하게 반응해야

7월 통신서비스 투자 매력도를
‘매우 높음’으로 유지,
당초 투자가들의 기대치에 부합하는
5G 보급률이 통신주 밀어 올릴 것

특히 7월엔 5G 보급률 상승에 따른 통신주 상승 탄력 강화에 관심을 기울일 필요가 있다. 이미 6/10일 5G 100만 가입자 돌파에 이어 8월엔 5G 가입자가 200만명을 돌파할 가능성이 높고 연말 500만명 이상의 5G 가입자 돌파가 가능할 것이란 투자가들의 믿음이 커질 것으로 예상되기 때문이다. 현재 5G 가입자 요금제 선택 추이를 감안 시 5G 가입자가 100만명 증가할 때 통신사 이동전화 ARPU가 0.7% 상승하는 효과가 있고, 결국 5G 가입자 증가가 통신사 장기 매출액 성장으로 이어질 것이란 투자가들의 믿음이 큰 상황이라는 점을 감안하면 7월엔 더 적극적인 통신주 매수 전략으로 나설 필요가 있겠다. 과거 LTE 도입 당시의 경험과 최근 통신사 5G 가입자 동향을 감안하면 7월엔 통신사 2분기 실적 부진에도 불구하고 통신주 상승 탄력이 점차 강화될 가능성이 높다는 판단이다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (7월)	투자 매력도 (6월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	5	-	5G 가입자 추이 당사 예상치에 부합, 3Q ARPU 상승 반전 유력 5G 트래픽 당초 예상치 상회, 통신사 향후 매출액 전망 낙관적 5G SA 조기 상용화 가능성 증대, 통신주 Multiple 할증 예상 - 비용 증가 우려보단 매출 성장에 대한 관심 더 높아지는 상황 2분기 실적 부진에도 통신사 주가는 급등 가능성이 높아 - 통신사 마케팅 효율성 7년 전보다는 뚜렷한 개선 추세 나타날 듯 - 현 정권 내에선 추가적인 통신요금인하 정책 펴기 어려워 7년 전과 모든 환경 흡사, 하반기 통신주 급등 가능성 높음 - 이미 5G관련 네트워크장비주 급등, 통신주 상승 기대감 고조

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준으로 5. 매우 높음, 4. 높음, 3. 보통, 2. 낮음, 1. 매우 낮음으로 평가

자료: 하나금융투자

(1) 5G 가입자 증가 추세 양호,
3분기 통신사 ARPU 상승 반전
가능성에 투자자들 이목 집중될 것

(1) 6월 5G 가입자 추이가 하나금융 예상치에 부합하는 양호한 모습을 나타내고 있다. 현 추세라면 통신 3사의 3분기 ARPU 상승 반전이 유력해 주가 상승 기대감이 높아질 전망이다.

당초 하나금융투 예상대로 국내 5G 가입자가 6/10일 기준 100만명을 돌파하였다. 상당히 양호한 가입자 순증 추세이며 현 상황을 감안 시 연말 5G 가입자 500만명(보급률 9%) 돌파가 무난해 보인다.

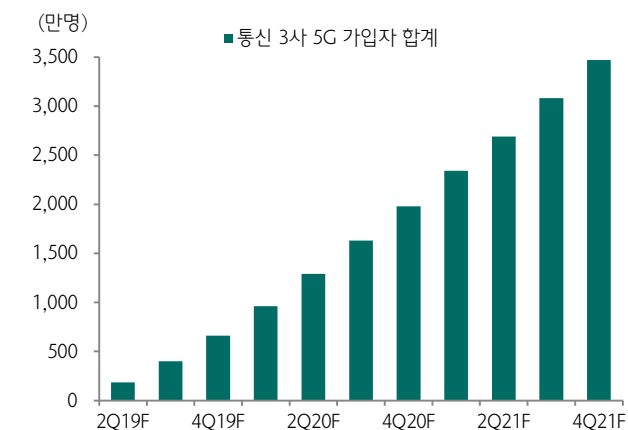
그런데 앞서 언급한 것처럼 5G 가입자 100만명이면 이동전화 ARPU가 0.7% 상승하는 효과가 있으며 500만명이면 ARPU가 이론적으로 3.5% 상승할 수 있다. 통신사 매출액 성장에 적지 않은 영향을 미칠 수 있는 상황이라 향후 실적 호전 기대감이 높아질 것으로 판단된다.

이미 6월 단말기교체가입자 중 25%가 5G를 선택하고 있으며 8월 이후엔 40%가 5G를 선택할 것으로 보인다. 단말기 라인업 및 커버리지 확대를 감안 시 그렇다. 빠른 ARPU 상승 반전이 예상되는데 현 추세를 감안하면 통신 3사 중 1개 회사 정도는 2019년 2분기 ARPU 상승 반전할 것으로 예상되며 3분기엔 3사 모두 ARPU 상승 반전 및 영업이익 증가 전환이 전망된다.

4월 5G 상용 서비스가 시작되었지만 통신사 실적 개선 기대감이 아직 그리 높지 않은 편이다. 하지만 최근 5G 가입자수가 급증하면서 상황이 달라지고 있다. 현재 5G로 이동하는 가입자들은 기존 LTE대비 평균 35%씩 요금제를 높게 책정하고 있어 5G 가입자 증가에 따른 이동전화매출액 증가 폭이 크게 나타날 수 있기 때문이다.

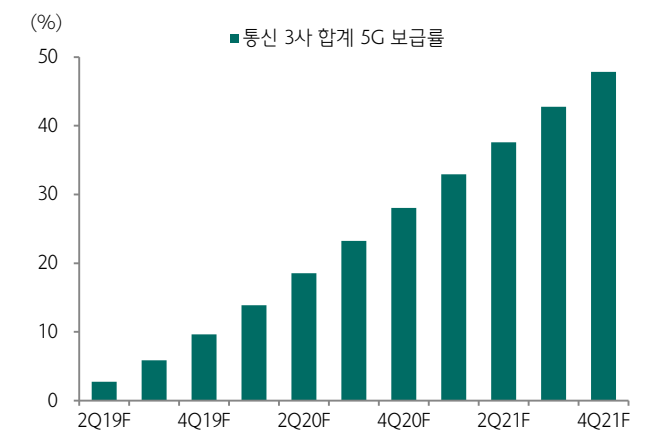
5G 무제한 데이터 요금제 출시로 인해 통신사들이 적지 않은 부작용을 겪고 있지만 역으로 5G 가입자와 요금제 선택 추이에는 분명히 긍정적 영향이 나타나고 있음을 부인할 수 없다. 5G 가입자 증가는 통신사 주가를 끌어올릴 공산이 크다는 판단이다.

그림 1. 국내 통신 3사 분기별 5G 가입자 합계 전망



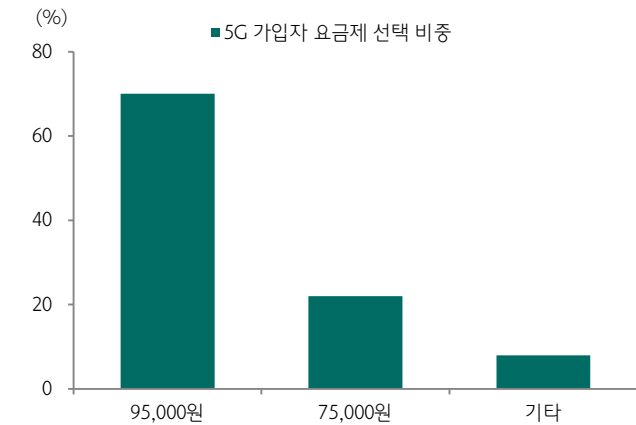
자료: 하나금융투자

그림 2. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



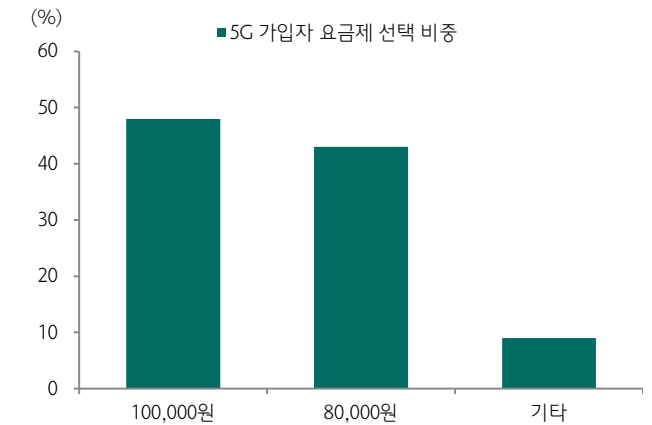
자료: 하나금융투자

그림 3. SKT 5G 가입자 요금제 선택 비중 현황



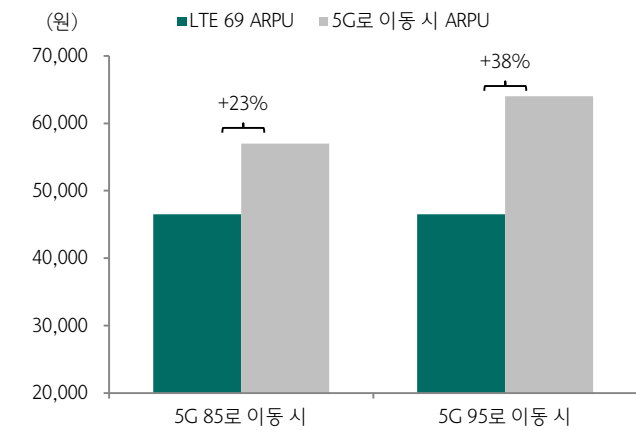
자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. KT 5G 가입자 요금제 선택 비중 현황



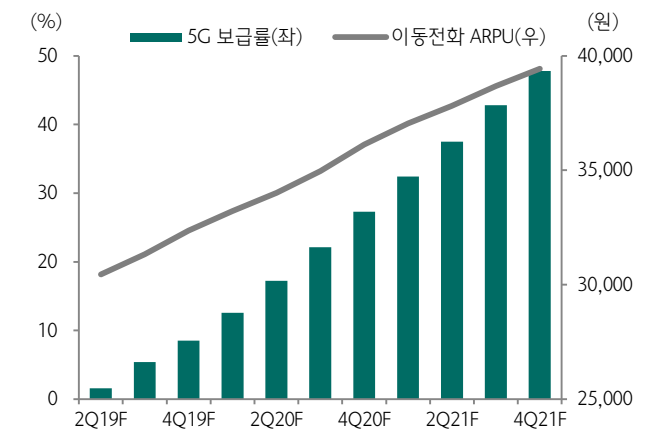
자료: KT, 하나금융투자

그림 5. LTE 69에서 5G 85/95로 각각 이동 시 통신사 ARPU 변화



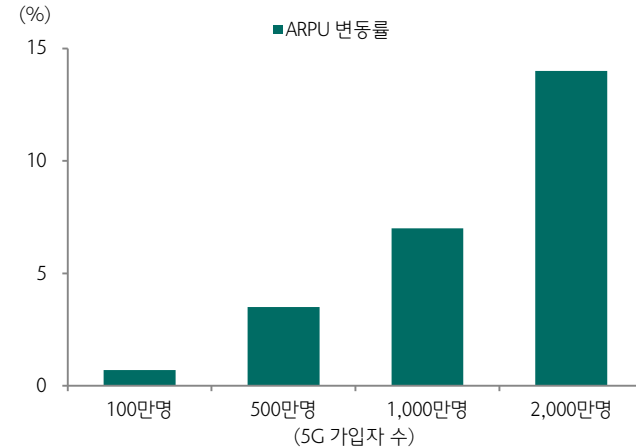
자료: 하나금융투자

그림 6. SKT 분기별 5G 보급률 및 이동전화 ARPU 전망



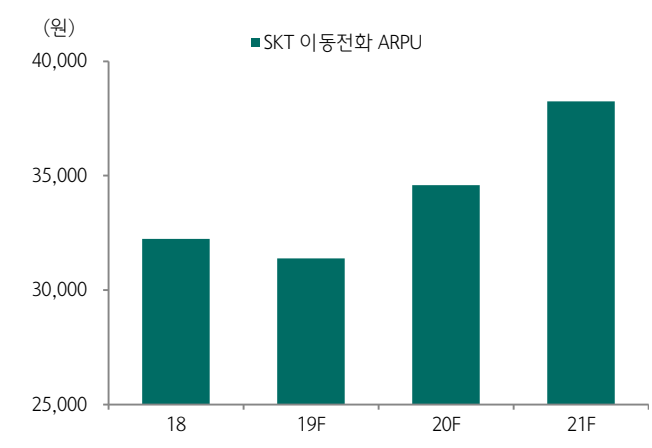
자료: SKT, 하나금융투자

그림 7. 5G 가입자 증가에 따른 통신산업 ARPU 변동률 추정



자료: 하나금융투자

그림 8. SKT 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: SKT, 하나금융투자

(2) 커버리지/컨텐츠 부족에도 불구하고 5G 트래픽 급증 양상, 요금제 업셀링 본격화에 따른 통신사 장기 실적 전망 낙관적

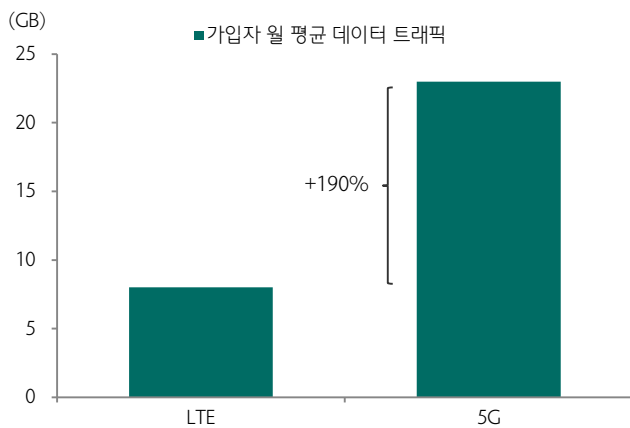
(2) 커버리지/컨텐츠 부족에도 불구하고 5G 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회하는 폭증 양상을 나타내고 있다. 통신 3사 장기 매출액 전망이 낙관적인 상황이다.

통신사 입장에서 트래픽 추이는 그 무엇보다도 중요하다. 박근혜 정부 시절 트래픽에 연동한 요금제로 변동함에 따라 사실상 요금 인하가 없다면 데이터 트래픽 증감에 따라 통신사 이동전화 매출액이 결정되는 구조이기 때문이다. 이렇다고 볼 때 최근 5G 가입자들의 데이터 트래픽 추이는 큰 기대를 갖게 한다. 커버리지/컨텐츠가 크게 부족함에도 불구하고 5G 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회하는 폭증 양상을 나타내고 있기 때문이다.

과기부 자료에 따르면 4월(4/5~4/30일) 국내 5G 가입자 인당 평균 트래픽이 23GB로 LTE 가입자 평균 8.5GB대비 단순 비교상으로 2.7배 높게 나타났다. 대다수가 LTE 무제한 데이터 요금제를 사용하다가 이동한 가입자라고 가정해도 LTE대비 트래픽이 크게 증가한 것으로 볼 수 있으며, 특히 5G 도입 초기 VR/UHD등 트래픽을 올릴만한 동영상 5G 컨텐츠가 극히 적었음을 감안하면 당초 예상치를 크게 뛰어넘는 수준으로 평가된다.

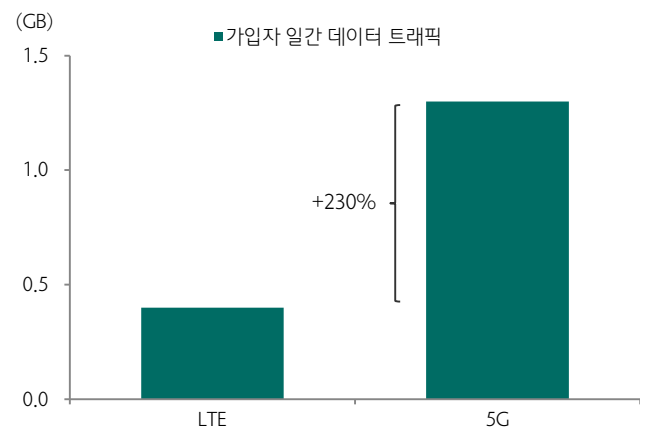
공식 집계된 자료는 아니지만 APAC 5G 리더 CxO 서밋에서 언급된 5G 트래픽 추이도 주목할만하다. LGU+ 5G 가입자의 일평균 데이터 사용량이 1.3GB로 LTE 가입자의 3배를 초과한 것으로 발표되었기 때문이다. 월 평균 5G 가입자의 데이터 사용량이 40GB에 달하는 것으로 나타나 대다수 가입자가 LTE 무제한에서 5G 무제한으로 이동하였다고 가정해도 대략 2배에 달하는 트래픽 증가를 벌써 나타낸 것으로 파악된다. 2019년 3월 LTE 무제한 데이터 요금제 가입자 월평균 트래픽이 21GB에 달했다는 점에서 그렇다.

그림 9. 2019년 4월 세대별 가입자 평균 데이터 트래픽 현황



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 10. 최근 1개월간 LGU+ LTE/5G 가입자 일간 트래픽 비교



자료: 언론 보도, 하나금융투자

트래픽 행태로 볼 때 5G 가입자
대다수는 7.5만원 이상
요금제 채택할 전망,
5G 보급 확산에 따른 ARPU
상승 폭 크게 나타날 듯

무엇보다 고무적인 것은 아직 5G에 특화된 콘텐츠가 많지 않았고 커버리지가 부족함에도 불구하고 트래픽이 급증하였다는 점이다. 아마도 속도 향상에 따른 페이지 뷰 증가와 5G 특화 서비스를 즐기려는 소비자 니즈가 트래픽을 증가시킨 것으로 판단되는데 향후 커버리지 확대와 VR/UHD 콘텐츠 증가를 통해 폭발적인 트래픽 증가가 지속될 것으로 예상된다.

현재 5G 트래픽 추이를 감안하면 5G 통신사 이동전화 매출액 전망은 낙관적이다. 5G 가입자 평균 트래픽을 감안 시 현실적으로 7.5만원 미만 요금제를 사용하기 어려울 듯하며 가입자의 대다수가 8만원 이상의 초고가 요금제를 사용할 것으로 보여 5G 이동에 따른 요금제 업셀링 효과가 크게 나타날 전망이다. 보수적으로 봐도 LTE에서 5G로의 이동에 따른 35% 이상의 요금제 업셀링이 예상된다.

표 3. SKT 5G 요금제 현황

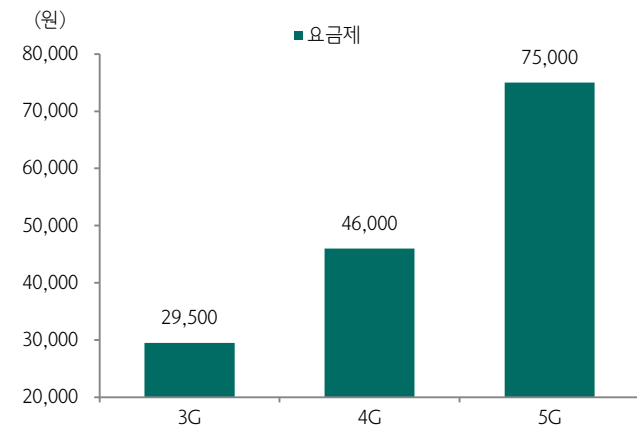
	슬림	5GX 스탠다드	5GX 프라임	5GX 플래티넘
월 기본요금(원)	55,000	75,000	89,000	125,000
기본 데이터	8GB	150GB	무제한 (프로모션 종료 시 200GB)	무제한 (프로모션 종료 시 300GB)
디바이스	-	기어 VR + 콘텐츠 50% 할인	기어 VR + 콘텐츠 무료 세컨디바이스 1회선 무료	기어 VR + 콘텐츠 무료 세컨디바이스 2회선 무료
부가서비스	5GX클럽 10% 할인	5GX클럽 무료	5GX클럽 무료	5GX클럽 무료

주1: 프로모션 미적용 시 5GX 프라임 월 95,000원(200GB), 5GX 플래티넘 월 125,000원(300GB)

주2: 6/30일까지 5GX 프라임 가입 시 월 95,000원 → 89,000원으로 24개월간 할인, 6/30일까지 5GX 프라임/플래티넘 가입 시 프로모션 혜택 2년간 제공

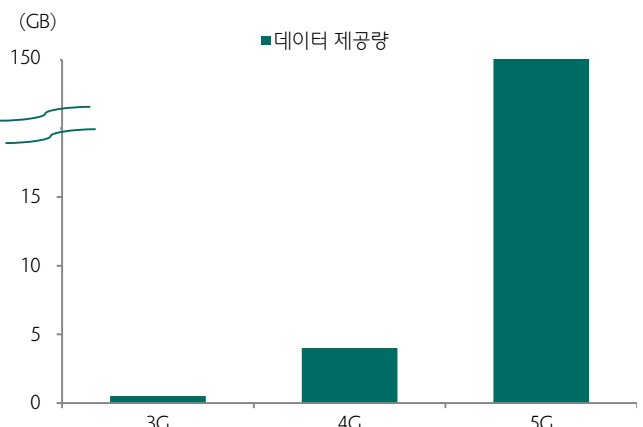
자료: SKT, 하나금융투자

그림 11. 세대별 도입 초기 주력 요금제 비교 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 12. 세대별 도입 초기 주력 요금제 데이터 제공량 비교 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

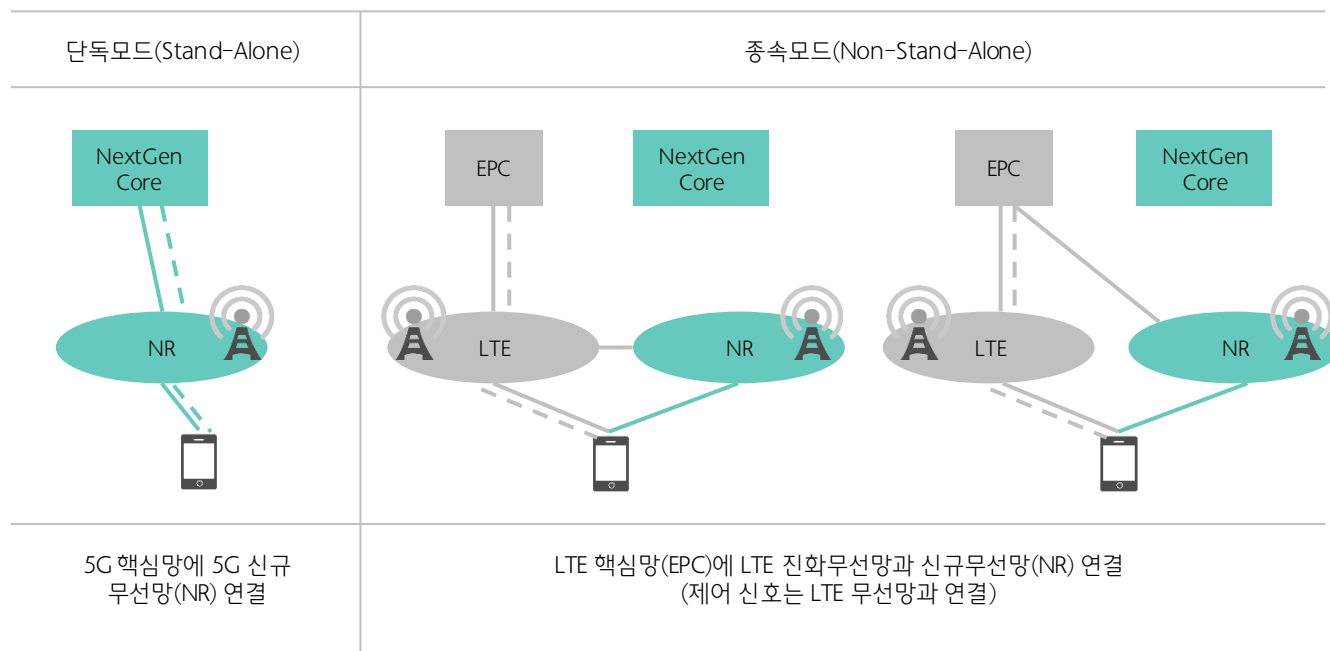
(3) 네트워크장비 개발/정부 규제
마련상황을 감안 시
5G SA 서비스 조기 도입 예상,
통신주 Multiple 크게 상승할 듯

(3) 5G SA 조기 상용화 가능성이 점차 높아지는 상황이다. 점진적으로 통신주 Multiple 할
증이 나타날 것으로 예상된다.

현재 국내에서 서비스 중인 3.5GHz 기반의 5G NSA를 진정한 5G라고 보긴 어렵다. IoT를
구현하기엔 주파수도 적고 기술적인 보완도 필요하기 때문이다. 하지만 머지않아 28GHz와
기존의 3.5GHz로만 운영되는 5G SA 서비스가 상용화될 것으로 보여 IoT, 스마트시티가
시현되는 진정한 의미의 5G 시대로의 진입이 예상된다. 국내의 경우 이르면 2020년 하반기
5G SA 상용화가 예상되는데 네트워크장비/부품 동향, 정부 규제 동향을 감안할 때 그렇다.

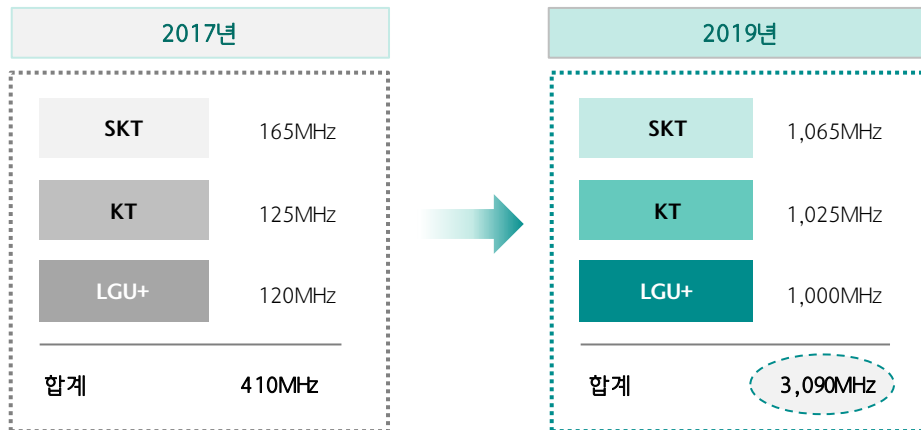
5G 무제한 데이터 요금제 출시 이후 KT를 중심으로 28GHz 장비 협력이 본격화되는 양상
이다. 에릭슨과 기술 협력을 맺는 한편 삼성의 행보도 빨라지고 있다. IT업체들의 성장 동력
이 마땅히 보이지 않는 상황에서 28GHz대역 장비 조기 출시를 통한 차세대 네트워크 주도
권 장악에 나서는 것이라고 볼 수 있다. 이러한 환경 속에 삼성전자는 자율차(V2X)/스마트
팩토리/스마트시티에 적용 가능한 5G Release-16 장비를 2019년 말 출시하겠다는 계획을
발표한 바 있으며, 화웨이는 저주파수대역이긴 하지만 Short TTI를 지원하는 5G SA 장비
를 이미 출시함으로써 삼성전자보다 더 빠른 행보를 나타내고 있다. 에릭슨 역시 올해 말
28GHz 대역 5G 장비 출시를 예고한 바 있다. 세계 굴지의 네트워크장비 업체 대표주자들
이 5G SA 장비 개발에 본격적이며 곧 성과가 도출될 전망이다.

그림 13. 3GPP 5G 단독모드(SA)와 종속모드(NSA) 비교



자료: 언론매체, 하나금융투자

그림 14. 통신사 주파수 보유 현황 변화



자료: 하나금융투자

그림 15. 5G SA 네트워크 장비가 조기에 도입될 수 밖에 없는 이유

1. 화웨이 이미 저주파수 대역 5G SA 네트워크장비 시현 성공
2. 삼성전자 28GHz 대역 5G SA 장비 개발 본격화
3. 미국의 중국 네트워크장비 규제가 후발사업자 입장에서는 추격의 절호의 기회임

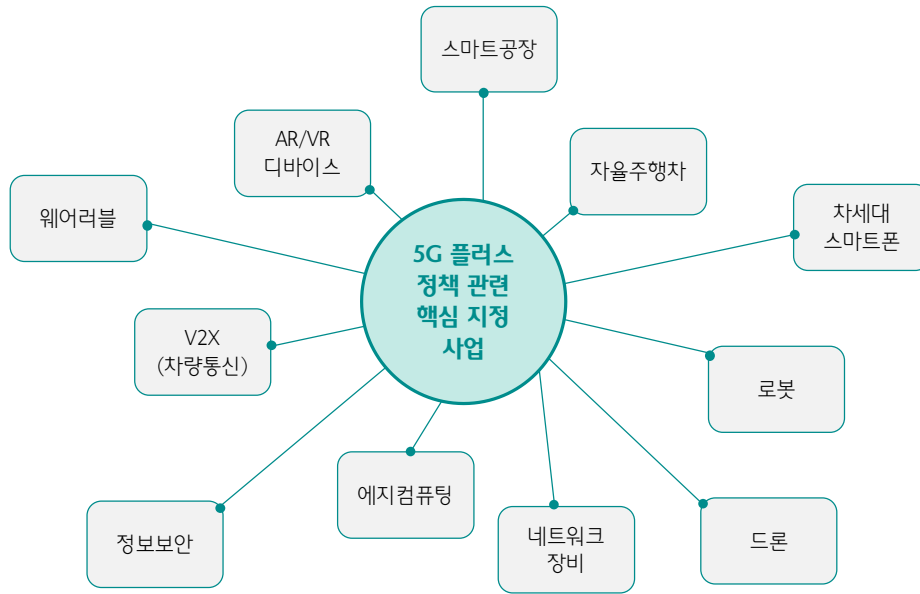
자료: 하나금융투자

특히 5G 플러스 정책위원회의 출범을 통해 자율차/스마트시티 조기 활성화에 정부가 앞장서고 있다는 점은 긍정적

정부 규제 정비는 더욱 광폭 행보를 나타내고 있다. 2019년 4월 문재인 정부가 5G 플러스 정책을 발표한 것이 대표적이다. 스마트공장, 자율차, 차세대 스마트폰, 로봇, 드론, 네트워크장비, 에지컴퓨팅, 정보보안, V2X(차량통신), 웨어러블, AR/VR 디바이스, CCTV를 핵심 육성 사업으로 지정했으며, 총 투자 규모를 30조원, 네트워크 투자 규모를 20조원 이상으로 설정했다. 더불어 통신사 5G 투자 세액 공제 혜택을 부여했으며 5G 플러스 전략 위원회를 설치하였다.

가장 기대할만한 부분은 5G 플러스 전략 위원회 설치를 통해 네거티브 규제로 전환하고 5G 활성화에 총력을 기울일 것으로 언급했다는 점이다. 5G 투자 세액 공제로 법인세율 하락이 기대된다는 점도 긍정적이지만 특히 최근 담보 상태인 5G 급행차선 허용 논의가 급물살을 탈 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 시간이 지나갈수록 5G가 IoT, AI, VR, 빅데이터 등 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되는 양상이며, 전세계 각국의 5G 조기 상용화 및 4차산업 패권 경쟁이 상당하다. 5G 급행차선 허용이 오히려 네트워크 품질 향상 및 요금 인하를 촉발시켜 소비자 혜택 증진에 도움이 된다는 의견도 많다. 일부 영세 포털/플랫폼 사업자들의 피해 발생 가능성에도 불구하고 정부가 5G 급행차선을 허용해 줄 가능성이 높아 긍정적이다.

그림 16. 정부 5G 플러스 정책 관련 핵심 지정 산업



자료: 하나금융투자

그림 17. 정부 5G 플러스 정책이 통신산업에 미칠 영향

1	네거티브 규제로의 전환, 5G 규제 대폭 완화 예상
2	5G 투자 세액 공제 결정, 법인세율 하락 전망
3	5G 급행차선 허용, 5G SA 서비스 조기 도입 예상

자료: 하나금융투자

2020년 5G 급행차선 재논의 예상,
B2B 비즈니스 활성화 기대되고
통신사 매출액 증가 기대감
높아져 Multiple 큰 폭 할증 기대

결국 정부 정책과 네트워크장비 업체 동향을 감안 시 5G SA로의 진화가 가속될 것으로 판단된다. 아직까지도 5G SA 서비스를 공상과학영화 수준으로 인지하는 투자자들이 적지 않지만 올 하반기 5G SA 장비 출현이 예고되어 있는데다가 규제 마련까지 이루어질 것으로 보여 이제 5G는 NSA를 거쳐 SA로 뚜렷하게 진화하는 모습을 나타낼 것으로 기대된다.

IoT로 가기 위한 5G의 행보는 이미 시작되었다. IoT는 분명히 과거 2000년 인터넷 혁명에 못지 않은 파장을 몰고 올 수 있는 대형 이벤트이다. 현 시점에서는 5G가 LTE 수준이 아닌 1997년 PCS, 2000년 초고속인터넷급 파급력을 지닌 서비스로 진화할 수 있다는 점을 고민해 볼 필요가 있겠다.

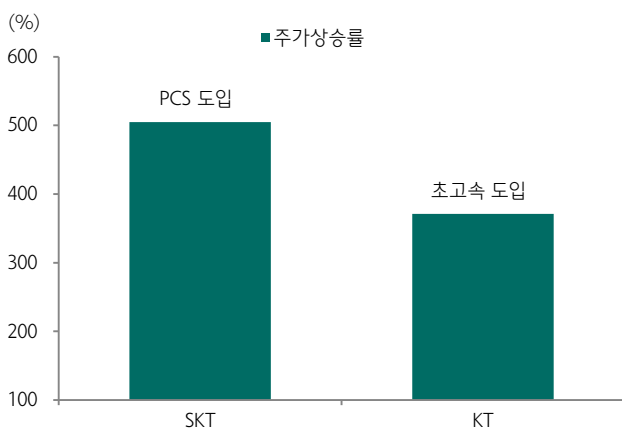
만약 하나금융투자 예상대로 5G가 IoT 인프라로 성공적으로 진화한다면 상상외의 높은 주가가 상승도 기대된다. Q(가입자/디바이스)의 성장도 극대화될 수 있겠지만 사실상 비규제 대상인 IoT를 통해 통신사 이익 성장이 본격화될 수 있어 Multiple이 급상승할 수 있기 때문이다. 우선은 5G SA로의 성공적인 진화를 고려하지 않고도 현재 수준에서 향후 2년간 100% 이상의 통신사 주가 상승이 가능할 것이란 판단이지만 성공적인 SA로의 안착이 이루어진다면 높은 이익 성장과 더불어 최근 10년 간 경험하지 못한 수준의 통신사 Multiple 형성도 가능하리라는 판단이다. 2020년 이후 통신주 상승 폭은 사실상 예측 불허이며 과거 IT 버블 당시와 같은 상상외 버블 형성 가능성도 기대된다.

그림 18. 5G SA 서비스가 2020년 내 상용화될 가능성이 높다고 판단하는 이유

- 1 5G 개시 이후 트래픽 연간 2배씩 증가 전망, 초고주파수 활용 불가피
- 2 네트워크장비 개발 속도 급상승, 5G SA 장비 2019년 내 출시 전망
- 3 정부 5G시대 통신 규제 논의 본격화, 곧 제도 정립 예상

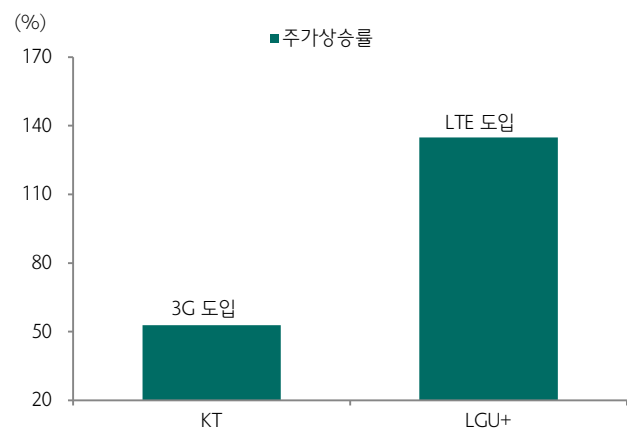
자료: 하나금융투자

그림 19. PCS/초고속 도입 당시 SKT/KT 1년간 주가 상승률



자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 3G 스마트폰/LTE 도입 당시 KT/LGU+ 1년간 주가 상승률



자료: 각사, 하나금융투자

(4) 1분기 실적 발표 컨퍼런스 통해 대다수 투자자들 올해 하반기 이후 통신사 비용증가 가능성을 이미 인지, 이젠 7월 이후 통신사 매출액 증가 양상이 본격화될 수 있다는 점에 유의해야 할 것

(4) 투자자들의 비용 증가 우려가 줄어드는 반면 매출 성장에 대한 기대감이 더 높아지는 상황이다. 하반기엔 통신주의 탄력적인 반등이 예상된다.

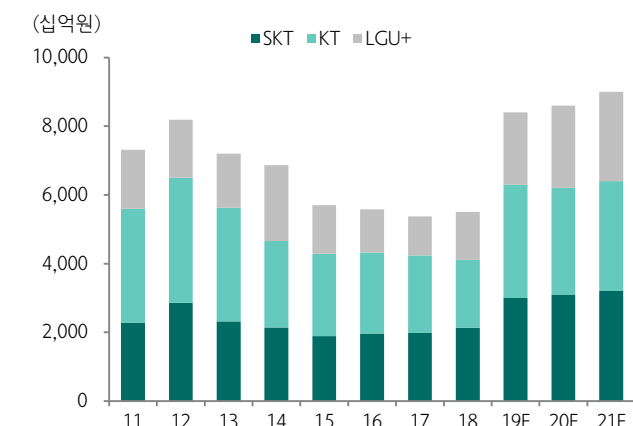
5월 1분기 통신사 실적 발표를 계기로 통신사 비용 증가에 대한 우려가 줄어들고 6월 5G 가입자 급증 이후 통신사 매출액 증가 기대감이 높아지고 있다는 점도 긍정적이다.

5G 서비스 상용화에도 통신주가 반등하지 못한 데에는 비용 증가에 대한 우려가 과도했기 때문이었다. 장기적으로 5G 시대 통신사 요금제 업셀링이 제한될 수 있다는 우려도 주가 상승의 제약 요인이었지만 무엇보다 5G CAPEX 규모의 불확실성 대두, 28GHz 조기 투자에 따른 CAPEX 급증 우려가 가장 큰 문제였다. 여기에 사업자간 5G 가입자 유치 경쟁심화로 마케팅비용 급증 우려도 컸다. 특히 오랜만의 마케팅비용 증가라 투자자들이 예민할 수 밖에 없었다.

하지만 1분기 통신 3사 실적 발표 컨퍼런스 이후 비용 증가에 대한 투자자들의 우려는 오히려 줄어드는 양상을 보이고 있다. 통신 3사가 지난해 대비 급증한 2019년 CAPEX 가이드를 발표하고 마케팅비용 전망치도 상향 조정했기 때문이다. 악재가 노출되며 통신사 영업비용에 대한 불확실성이 해소되었다고 볼 수 있겠다. 이미 투자자들은 2019년 국내 통신 3사 CAPEX 합계가 8조원 이상일 것이란 점과 마케팅비용이 2019년 하반기부터 증가 추세로 반전할 수 있다는 점을 잘 인지하고 있다는 점을 생각해 볼 필요가 있다.

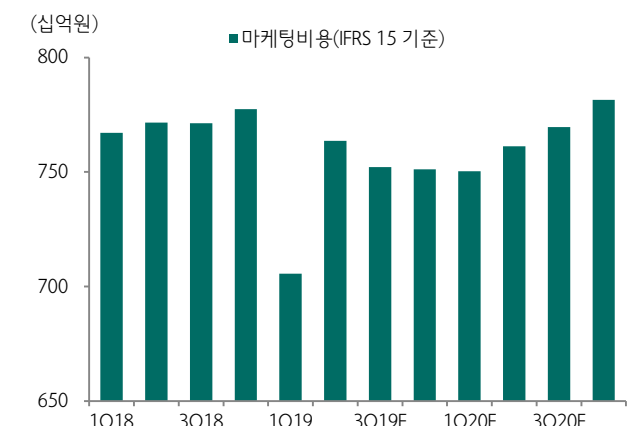
반면 6월 이후 통신사 매출액 증가에 대한 기대감은 높아지는 양상이다. 선택약정요금할인 가입자 정제 및 5G 가입자 증가로 6~7월 중 통신사 이동전화 ARPU 상승 전환 가능성이 높은 상황이고 늦어도 3분기엔 통신사 이동전화매출액이 전년동기비 증가 전환할 것이 유력하기 때문이다. 과거 20년간 통신사는 장기적으로는 매출액이 증가하면 예외 없이 영업이익이 증가하는 모습을 나타냈다. 통신사 이익 증가 전환 기대감 상승으로 주가 상승이 나타날 공산이 크다는 판단이다.

그림 21. 통신 3사별 연간 CAPEX 추이 및 전망



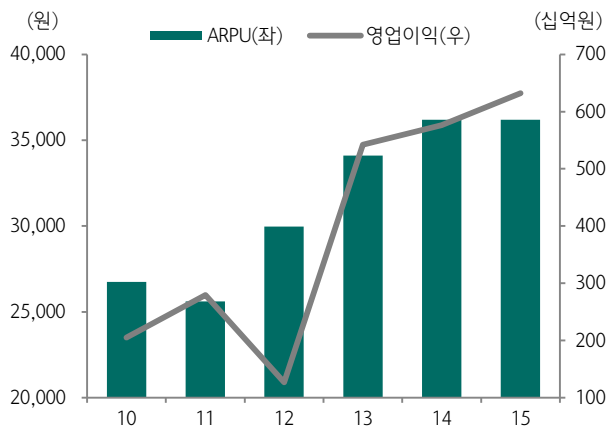
자료: 각사, 하나금융투자

그림 22. SKT IFRS 15 기준 마케팅비용 추이 및 전망



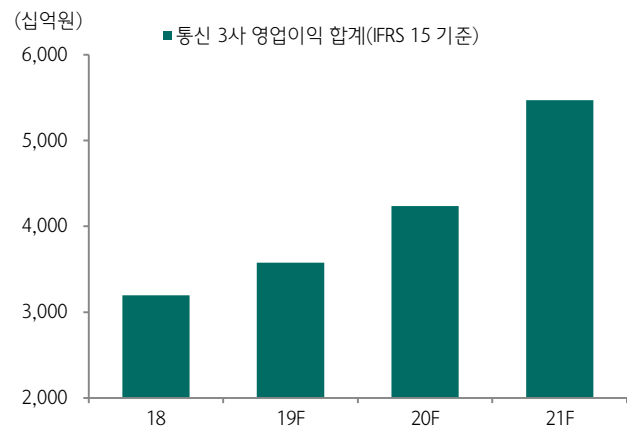
자료: SKT, 하나금융투자

그림 23. LGU+ LTE 도입 당시 ARPU/영업이익 흐름



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 24. 통신 3사 연간 영업이익의 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(5) 통신사 2분기 실적 부진은 이미 알려진 약재, 2Q 영업이익 수준 보단 최근 통신사 영업 상황에 주가 반응할 공산이 훨씬 커

(5) 국내 통신 3사 2분기 실적이 부진할 전망이지만 실적 시즌 통신사 주가는 오히려 급등할 가능성이 높다. 실적 기대감이 낮은 반면 최근 매출에 대한 윤곽이 드러날 공산이 크기 때문이다.

국내 통신 3사 1분기 실적이 나쁘지 않았지만 2분기 통신사 실적은 낙관적으로 봐도 전년동기비 영업이익 감소가 유력하며 전분기보다도 영업이익 감소를 피하기 어려울 전망이다. 이동전화매출액 감소가 이어질 전망이다. 감가상각비 및 마케팅비용 증가가 예상되기 때문이다. 따라서 투자자들 입장에서는 2분기 실적 시즌이 부담일 수 있다. 하지만 이번 2분기 실적이 통신주 상승의 걸림돌이 될 가능성은 낮다. 이미 투자자들이 실적 부진을 예측하고 있는 데다가 컨센서스도 높지 않기 때문이다.

오히려 제반 상황을 감안할 때 정작 2분기 실적 시즌 통신주는 급반등할 가능성이 높다. 2분기 실적 발표 컨퍼런스 콜을 통해 최근 통신사 5G 가입자 순증 및 요금제 선택 동향, 월별 ARPU 동향 등이 알려질 가능성이 존재하며 과기부에서 6월 가입자 및 트래픽 동향이 공개될 예정이기 때문이다. 따라서 2분기 실적보다는 최근 통신사 5G 가입자 동향 및 ARPU 추이가 투자자들 사이에서 이슈화될 공산이 크며 주가에 훨씬 더 큰 파급을 안겨줄 것으로 판단된다.

과거에도 투자자들은 통신사 단기 이익보다는 ARPU 흐름에 훨씬 더 예민하게 반응하였다. 현재와 같이 차세대 네트워크를 도입하거나 요금제가 변경되었을 당시엔 더욱 그러하였다. 5G 가입자가 확산 추세에 있는 현 시점에서 투자자들이 통신사 2분기 실적을 크게 의식할 필요는 없다는 판단이다.

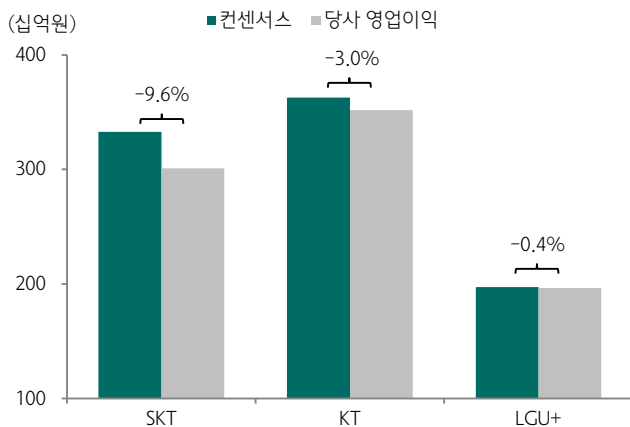
표 4. 통신 서비스 산업 분기별 연결 영업이익 합계 전망(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원)

구분	4Q18	1Q19	2Q19F	YoY(%)	QoQ(%)	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F
영업이익합계	425.2	919.3	849.0	(11.3)	(7.6)	1,004.7	842.5	932.3	1,003.1
SKT	225.3	322.6	300.9	(13.3)	(6.7)	368.8	406.2	345.4	380.3
KT	95.8	402.1	351.8	(11.9)	(12.5)	397.9	222.5	360.1	368.4
LG유플러스	104.1	194.6	196.4	(7.0)	0.9	238.0	213.9	226.9	254.4

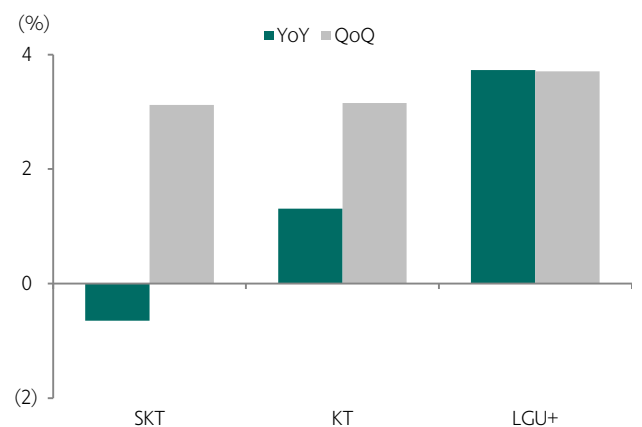
자료: 각사, 하나금융투자

그림 25. 2Q 당사 영업이익 예상치 및 컨센서스와의 차이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 26. 3분기 통신 3사 전년동기비 이동전화매출액 증감률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(6) 통신사 5G 가입자 유치 경쟁 심화에도 마케팅 효율성은 3G 스마트폰/LTE 도입 당시보다 우수한 상황, 서비스매출액대비 마케팅비용 비중 하향 안정화 추세 지속될 전망

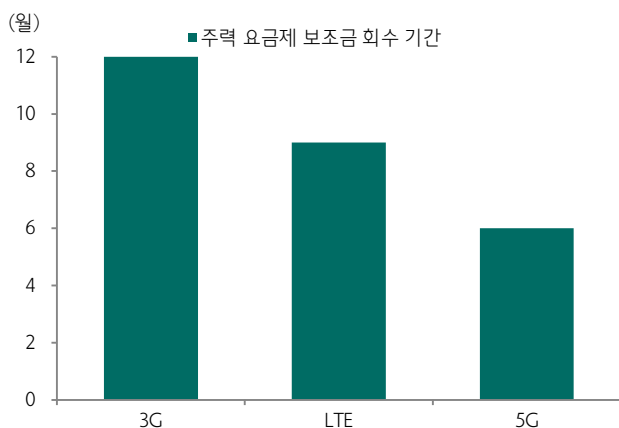
(6) 통신사 마케팅 효율성이 7년 전 LTE 도입 당시보다 뚜렷한 개선 추세를 나타내고 있다. 마케팅 경쟁 강도가 높아지고 있지만 통신사 서비스매출액대비 마케팅비용 비중은 하향 안정화 기조가 지속될 것으로 예상된다.

최근 5G 가입자 유치 경쟁 심화로 투자자들의 통신사간 과열 경쟁에 따른 마케팅비용 증가, 무분별한 마케팅 비용 집행으로 인한 통신사 마케팅 효율성 저하에 대한 우려가 크다. 하지만 5G 마케팅 경쟁 과열 양상에도 불구하고 통신사 마케팅 효율성은 과거 3G 스마트폰은 물론이고 LTE 도입 당시보다도 뚜렷한 개선 추세를 나타내고 있으며 통신사 매출액대비 마케팅비용 비중의 하향 안정화 기조가 지속될 것으로 판단된다. 이러한 판단을 하는 근거는 다음과 같다.

먼저 최근 5G 마케팅의 경우엔 우량 가입자 기기변경 위주로 가입자 유치가 이루어지고 있다. 5G 가입자 중 기변비중이 80%에 달한다. 분명히 번호이동위주로 가입자가 급증하는 패턴을 보인 과거 3G 스마트폰/LTE 도입 당시와는 확연히 다른 모습이다. 가입자 뺏기 경쟁이라기 보단 자사 우량 가입자 유치 및 요금제 업셀링에 더 치중하는 형태를 나타내고 있어 마케팅 효율성은 상대적으로 높을 것으로 판단된다. 결국 번호이동시장 위축 지속으로 단말기 교체 가입자수가 큰 폭의 증가 양상을 나타내긴 어려워 구조적으로 통신사 마케팅비용이 과거처럼 20~30% 가량 증가할 가능성은 희박하다는 판단이다.

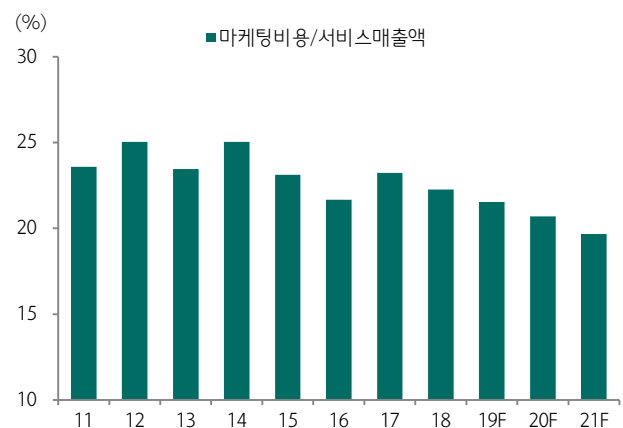
실제로 인당 보조금이 증가했지만 채택요금제 상향 조정으로 통신사 5G 월 과금대비 보조금 회수 기간은 과거 LTE 도입 당시보다도 짧아지는 양상이다. 네트워크 진화에 따른 요금제 업셀링이 크게 나타나고 있기 때문이다. 과거 3G 스마트폰 도입 당시엔 과도한 보조금 투입으로 보조금을 회수하는 기간이 13개월로 오히려 피쳐폰 당시보다 늘어나는 양상을 보였는데 LTE 도입 당시 과거 3G 스마트폰의 실패를 겪지 않기 위해 노력한 바 요금할인 폭을 축소하면서 회수 기간이 줄어들었다. 그런데 5G의 경우 보조금 회수 기간이 더 짧아진 것으로 나타나 지표상으로 보면 LTE보다도 5G가 더 좋은 수익성을 나타내고 있는 것으로 평가된다.

그림 27. 3G/LTE/5G 주력 요금제 보조금 회수 기간 비교



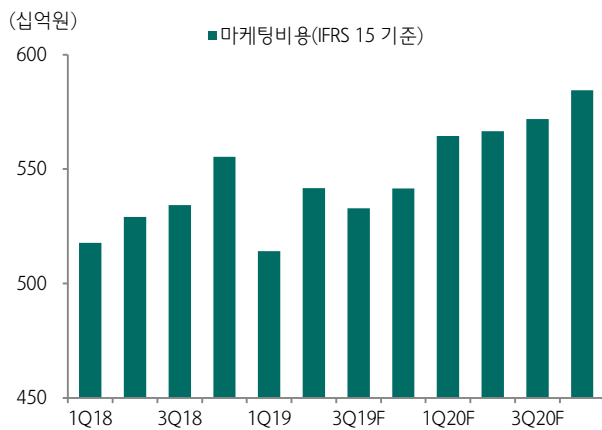
주 : 3G 55, LTE 62, 5G 80 기준 비교
자료: 각사, 하나금융투자

그림 28. LGU+ 서비스매출액 대비 마케팅비용 추이 및 전망



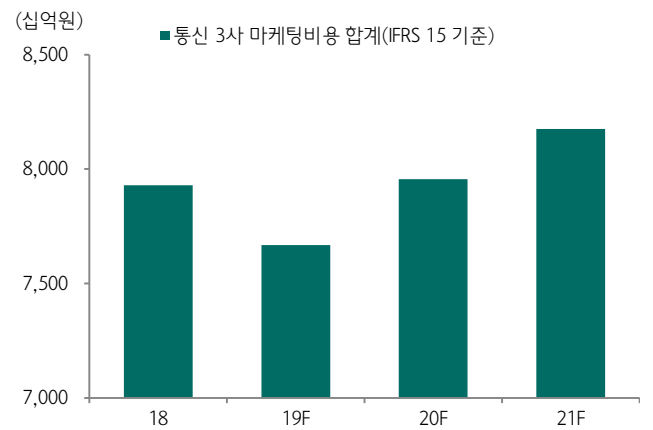
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 29. LGU+ IFRS 15 기준 분기별 마케팅비용 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 30. 통신 3사 IFRS 15 기준 마케팅비용합계 전망



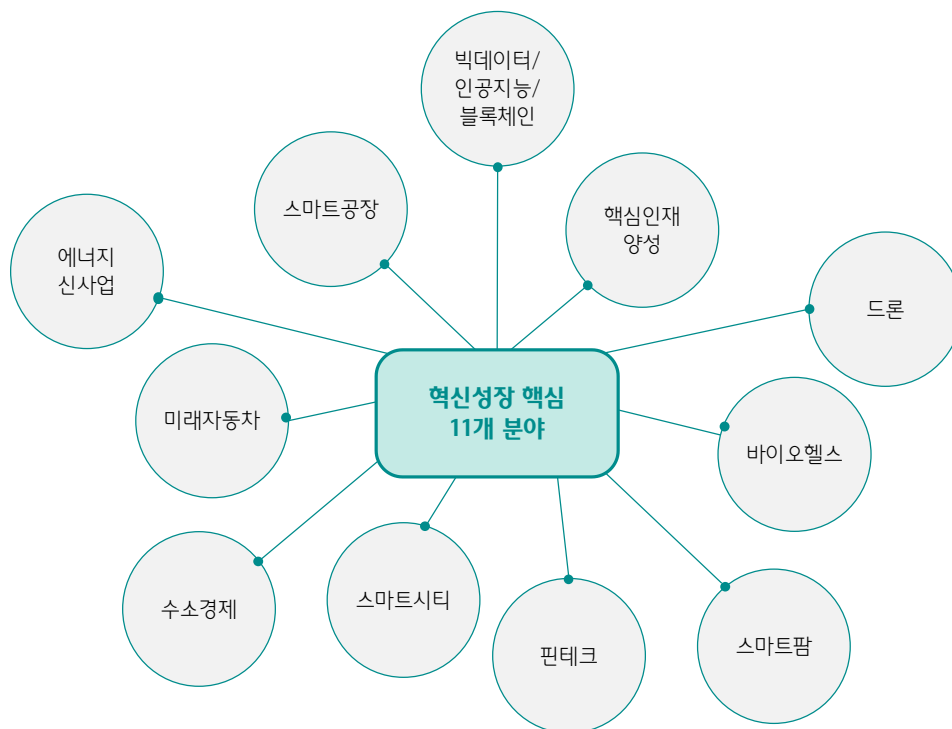
자료: 각사, 하나금융투자

- (7) 현실적으로 문재인 정권 하에서는 추가적인 통신요금인하 추진될 가능성 낮음, 2020년 총선 의식할 필요 없다는 판단
- (7) 문재인 정권 내에선 추가적인 통신요금인하 정책을 펴기가 어려워 보인다. 현실적으로 통신요금 인하 이슈는 2022년이나 재차 불거질 것으로 보여 당분간 요금 규제 리스크는 낮다는 판단이다.

5G 요금이 너무 비싸다는 지적이 많아지면서 통신요금인하 이슈가 다시 번지지 않을까 하는 투자자들의 우려가 크다. 특히 2020년 총선이 예정되어 있어 더욱 그렇다. 하지만 현실적으로 문재인 정권 하에서 추가적으로 통신 요금인하가 이루어질 가능성은 낮다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

첫째 5G가 이미 문재인 정부 혁신 성장의 핵심으로 자리매김하고 있다. 결국 투자자들의 우려와는 달리 현 정부가 5G의 성공을 위한 여러 정책들을 내놓고 있으며 향후에도 그럴 수밖에 없는 상황이다. 5G가 4차산업의 핵심 인프라로 부각되는 가운데 현 정부 성장 전략의 핵심인 혁신 성장에서 차지하는 비중이 절대적이기 때문이다. 이미 현 정부의 성장 전략 중 한 축인 소득 주도 성장은 사실상 성공하지 못했고 이에 따라 혁신 성장에 거는 기대가 더 커진 상황이다. 이런 국면에서 현 정부가 5G 육성에 방해되는 규제 정책을 펼 가능성이 있을 것인가 생각해 보면 사실상 가능성이 희박하다. 결국 현 정부에서도 통신 규제 강화보다는 통신산업 육성책에 힘이 실릴 것이 자명하다. 인위적인 통신 요금 인하를 추진할 경우 문재인 정권의 핵심 공약이자 성장의 근원인 4차산업이 붕괴될 공산이 크기 때문이다.

그림 31. 문재인 정부 혁신성장 핵심 11개 분야



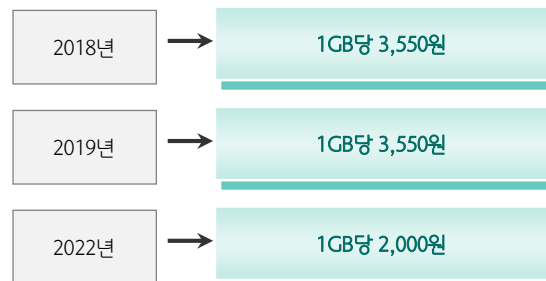
자료: 언론보도, 하나금융투자

현 시점에서 정부가 올해
데이터 통신요금 목표를
전년 수준으로 유지했다는 점에
주목해야

둘째 현 정부의 데이터 통신요금인하 목표가 대부분 이루어졌다. 2022년 1GB당 2,000원을 목표로 설정했는데 5G 요금제를 보면 이미 55,000원 요금제의 경우 음성무제한이 포함된 것임을 감안 시 1GB당 3,300원 수준이며 75,000원 요금제의 경우엔 데이터 1GB당 333원에 불과하다. 이러한 이유로 정부는 올해 데이터 요금 목표를 지난해와 비슷한 1GB당 3,550원으로 설정하였다. 이미 데이터 요금이 많이 낮아졌다고 판단한 듯하며 5G로 이동하면서 단위당 데이터 요금이 크게 낮아질 것으로 보여 향후 통신 요금인하 속도는 완만해질 것이란 판단이다.

셋째 과거 경험상 통신요금은 새로운 정권이 들어오면서 인하된 경우가 많았다. 박근혜 정권 초기 가입비 폐지, 선택약정요금할인 20% 적용 등 통신 요금인하가 이루어졌고, 문재인 정권 초기 선택약정요금할인 25% 상향 조정, 취약계층 요금 할인 등이 적용된 것이 대표적이다. 이명박 정권 당시에도 정권 중반에 3G로 통신사 실적이 개선될 조짐을 보이자 모든 이동통신 요금에 대해 1,000원 일괄 인하를 단행해 큰 파장은 일으킨 바 있다. 과거 경험상 2020년 총선에서 통신요금인하 공약이 등장할 가능성을 배제하기 어렵지만 실제 통신요금 인하는 2020년이 아닌 2022년에 추진될 공산이 크다. 특히 3년 뒤에는 5G NSA 서비스가 성숙기에 진입하고 통신사 실적 개선이 나타날 것이라 요금인하 추진하기에 부담이 없고 명분을 조성하기도 수월해 보인다. 당분간 통신요금인하 이슈를 걱정할 필요는 없다는 판단이다.

그림 32. 정부 올해 데이터 통신 요금 인하 목표 및 장기 목표



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 33. 문재인 정권 하에서 추가적인 통신 요금 인하 추진이 어려운 사유

- 1 5G가 4차산업의 핵심 인프라, 현 정부 혁신성장의 중심으로 떠오르고 있는 상황
- 2 단위당 데이터 요금 큰 폭 하락, 현 정부 데이터 통신요금인하 목표가 이미 이루어진 상황
- 3 통신요금은 새로운 정권 출범 시 인하된 경우가 다수, 총선 때 아닌 대선 때 요금인하 전망

자료: 하나금융투자

(8) 7년 전 LTE 도입 당시와 현재
통신산업 투자 환경 흡사,
하반기 통신주 급등 가능성
높다는 판단

(8) 7년 전 LTE 도입 당시와 모든 환경이 흡사하다. 하반기 통신주 급등 가능성이 높아 보인다.

얼마 전까지만 해도 5G 도입에 따른 통신사 영업비용 증가에 대한 우려가 컸지만 서서히 비용 증가 우려가 낮아지고 있는 반면 매출 증가 기대감이 높아지고 있어 7년 전 LTE 도입 당시와 통신주 투자 환경이 유사해지는 양상이다. 제반 상황을 감안하면 하반기 이후 통신주 급등 가능성이 높아 보인다. 특히 하나금투 예상대로 5G 가입자가 7월 이후 월 60만명 이상의 순증을 이어나간다면 놀란 투자자들이 급하게 통신주 매수에 나설 공산이 커 통신사 주가는 급반등 양상을 보일 가능성이 높다는 판단이다. 현 시점에서는 LTE 도입 당시의 통신주 흐름을 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

7년 전 LTE 도입 당시에도 통신사 비용 증가에 대한 우려가 컸었다. 5G 도입 초기인 현재 보다 결코 적지 않았다. 특히 단통법 도입 전이었고 보조금 대란이 자주 일어나던 시절이라 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려는 대단했다. 그 당시엔 실제로 통신사들이 가입자 M/S를 늘리고 우량 가입자를 유치하기 위해 요금할인 폭을 늘리거나 보조금을 늘리는 경우가 빈번하였다. 기기변경 위주로 5G 가입자들의 요금제 업셀링을 유도하고 일부 고가 요금제 가입자 위주 보조금 투입이 발생하는 현재와는 근본적으로 다른 유통시장이었다.

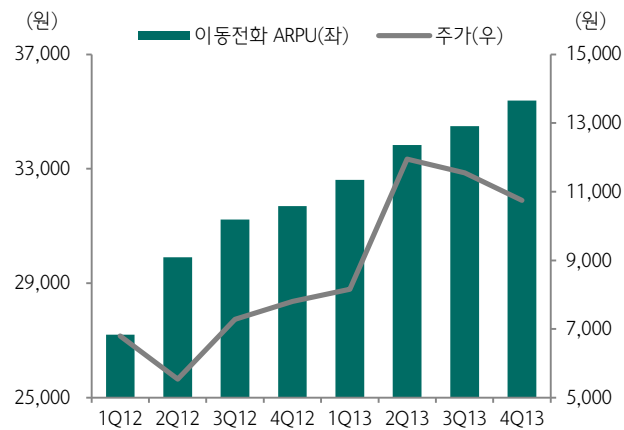
그럼에도 불구하고 결국 통신사 이동전화 ARPU가 상승하자 통신주는 급반등하는 모습을 보였다. 통신사 매출액이 증가 전환할 것이란 기대감 때문이었다. 투자자들의 우려에도 불구하고 결국 통신사 이동전화 ARPU와 주가가 동행하는 모습을 나타냈으며, 영업이익대비로는 대략 6개월 정도 선행하는 양상을 보였다. 그 당시에도 영업비용 증가 우려가 너무 컸던 터라 LTE 신규 요금제가 출시되었음에도 초기엔 이동전화 ARPU가 상승할 것이란 믿음이 크지 않아 최소한 ARPU는 확인하고 매수하자는 투자자들의 심리가 강했다.

결국 LTE 도입 당시에도 투자자들은 이동전화 ARPU가 상승하는 지를 확인하고 본격적인 통신주 매수에 들어갔다. 비용 증가 이슈가 컸지만 LTE 도입에 따른 이동전화 ARPU 상승으로 서비스매출액 증가 폭이 클 것이므로 영업비용 증가는 장기적으로 큰 문제가 안 될 것이란 인식이 커지면서 통신사 주가 상승이 이어졌다. 또 2013년부터 실제 통신사 영업이익 증가가 현실로 나타나자 가파른 통신주 상승이 추가로 이어졌다.

이러한 과거 경험을 감안할 때 하반기부터는 통신주들의 본격 상승세가 나타날 공산이 커 보인다. 아직은 투자자들의 통신사 비용 증가에 대한 두려움이 적지 않지만 결국은 매출액 증가 기대감이 비용 증가의 두려움을 크게 앞서 나갈 것으로 판단되기 때문이다. 이미 투자자들은 7년 전 LTE 도입 당시의 주가 흐름을 잘 인지하고 있고 LTE 도입 당시에도 비용 증가 우려가 컸지만 매출액 증가와 더불어 통신주가 반등했다는 점에서 비슷한 현상이 금년 하반기에 나타날 공산이 커 보인다.

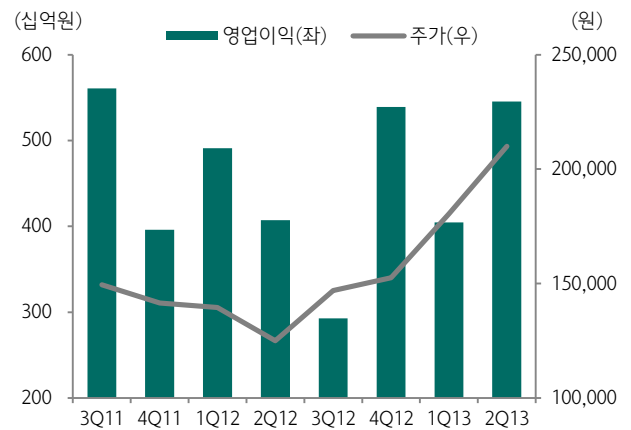
일부에선 ARPU 상승이 확인되는 10월 말에나 통신사 주가가 본격 상승을 시도할 것이라는 의견을 피력하고 있지만 하나금투에선 투자 전략상 현 시점 통신주 매수에 나설 것을 권한다. 현실적인 얘기인데 현 시점에서 통신주가 탄력적인 상승을 나타낸다면 모든 투자자들이 추격 매수에 가담할 수 밖에 없기 때문이다. 이미 모든 투자자들은 ARPU 상승이 통신주 상승으로 이어질 것이란 점을 너무나도 잘 알고 있다. 하루라도 빨리 통신주 매수에 나서는 것이 현명할 것으로 보인다.

그림 34. LGU+ LTE 도입 당시 분기별 ARPU/주가 흐름



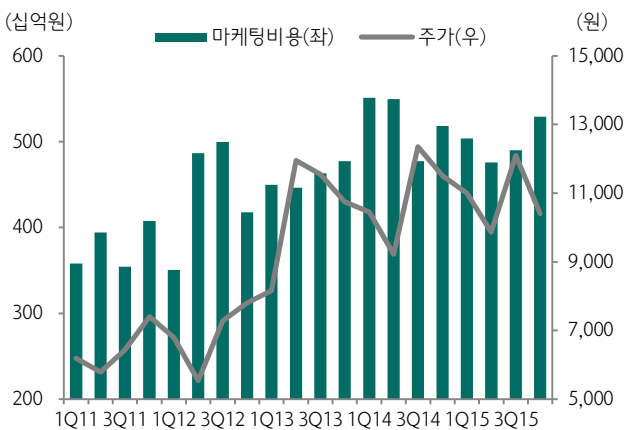
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 35. SKT LTE 도입 당시 분기별 영업이익/주가 흐름



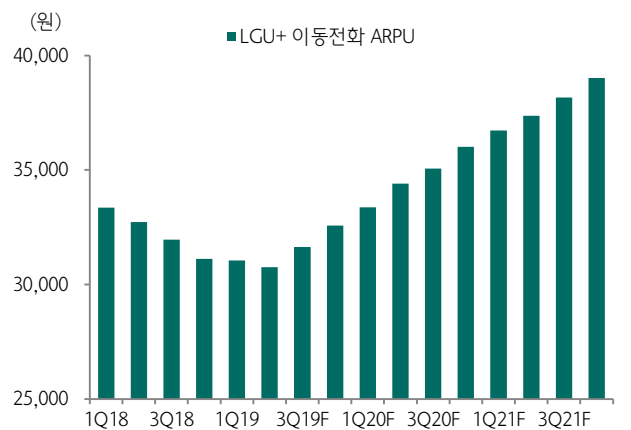
자료: SKT, 하나금융투자

그림 36. LGU+ 분기별 마케팅비용 및 주가 추이



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 37. LGU+ 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

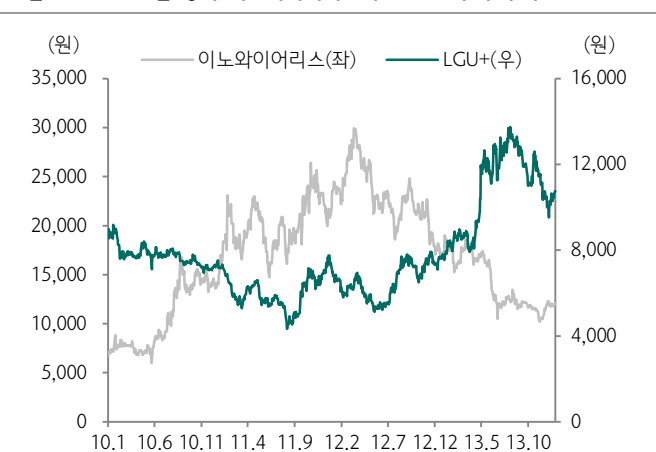
- (9) 네트워크장비주 이미 급등세 시현, (9) 이미 5G관련 네트워크장비주들이 급등세를 시현하였다. 과거 순환매가 나타났음을 감안 통신주 하반기 순환매 나타날 가능성에 유의해야
 하면 통신주 상승에 대한 투자자들의 기대감이 고조될 것으로 예상된다.

2017년 이후 국내 네트워크장비주들이 급등했으며 특히 금년 들어 대다수의 기지국/인빌딩 중계기/백홀 장비주들이 50~200%의 상승세를 기록 중이다. 가장 큰 이유는 5G 투자 증대 기대감과 더불어 실제로 관련주들의 실적이 2019년 1분기 이후 급격히 호전되고 있기 때문이다.

그런데 현 시점에서는 통신사들의 5G 투자 증대의 이유가 무엇인지를 생각해 볼 필요가 있겠다. 또 과거 네트워크장비 업체와 통신사간 주가 흐름이 어떠한 연관성을 가졌는지도 살펴 봐야 한다. 너무나 당연한 얘기이지만 통신사들이 CAPEX를 늘리는 이유는 결국 트래픽 증가를 통해 매출을 늘리려는 속셈이다. 즉 5G 서비스를 통해 ARPU를 상승시키려는 것이라고 볼 수 있다. 네트워크장비/통신사 모두 트래픽은 매출액의 바로미터이다. 트래픽이 증가하면 네트워크 투자가 증가하고 통신사 매출액이 증가하는 구조이기 때문이다.

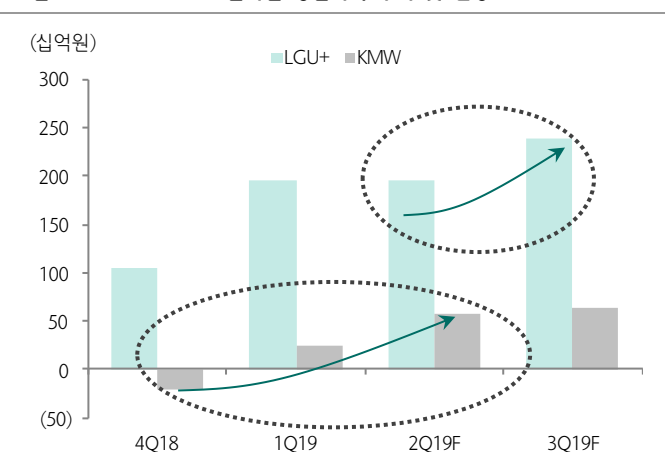
이러한 관점에서 보면 이제 통신사 주가 반등이 임박했다는 판단이다. 이미 5G 기지국/중계기/백홀 투자가 늘면서 장비 회사들의 실적 개선이 가시화되고 있으며, 5G 가입자 증가와 더불어 요금제 업셀링이 나타나고 있기 때문이다. 항상 새로운 네트워크가 출현하면 기지국/시험장비 → 인빌딩 중계기 → 백홀/스위치 → 통신사 순서로 수혜를 받았으며 실제 주가가 움직이는 패턴을 보였다. 머지않아 통신사들이 매출 성장을 통해 이익이 성장하는 패턴이 나타날 것으로 판단되며 이를 통신사 주가가 선반영할 것이란 판단이다.

그림 38. LTE 도입 당시 이노와이어리스와 LGU+ 주가 추이



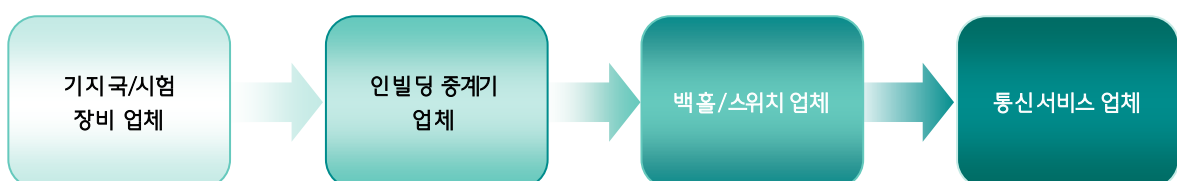
자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 39. LGU+/KMW 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 40. 5G 관련주 순환매 예상



자료: 하나금융투자

6월 통신서비스 업종 수익률
KOSPI 수익률을 하회,
쓸데 없는 노이즈 많았기 때문

3) 6월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 하회

아직 통신 3사 주가가 탄력적인 반등을 시도하지 못하고 있다. 5G 가입자 순증 폭이 커지고 있고 5G 트래픽이 폭증하는 양상이지만 아직 매출액 증가에 대한 투자자들의 믿음이 크지 않고 여전히 투자 심리를 위축시키는 노이즈들이 다수이기 때문이다. 대표적으로 LGU+ 화웨이 장비 조달 문제, SKT 지배구조 개편 난항 등을 들 수 있다. 여기에 현실과 동 떨어진 통신사 5G 가입자 목표 등도 투자 심리에 찬물을 끼얹는 양상이다. 특히 SKT 2019년 5G 가입자 목표 100만명은 다소 생뚱 맞다. 이미 국내 5G 가입자가 100만명을 돌파한 상황인데 말이다.

이러한 이유로 6월엔 상대적으로 LGU+가 가장 부진한 주가 성과를 나타냈으며 SKT/KT도 주가 반등엔 성공했지만 탄력적인 상승을 보여주진 못하고 있다. 6월 통신업종 수익률은 1.3%로 KOSPI 수익률을 1.8%p 하회하였으며 종목별로는 통신 3사 모두 시장대비 부진한 주가 성과를 나타냈다. 6월엔 상대적으로 재료가 많지 않은 KT가 저평가 매력이 부각되며 오랜만에 완만한 주가 상승 기조를 나타냈다.

표 5. 2019년 6월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	1.3	2.4	(1.8)	5.2

주: 지수는 6/21 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

표 6. 2019년 6월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	1.6	5.0	(1.6)	7.7
KT	3.1	0.9	(0.0)	3.6
LG유플러스	(1.0)	(0.7)	(4.1)	2.0

주: 주가는 6/21 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

하지만 7월엔 통신사 매출액
흐름에 시장 관심 집중되고
2분기 실적 발표를 통해
최근 통신사 영업상황
드러날 것으로 보여
본격 상승 전환의 분기점 될 듯

4) 7월은 통신주 상승 전환의 분기점이 될 가능성 높다는 판단

6월 통신주 반등이 시원치 않은 상황이지만 7월 이후엔 통신주가 탄력적인 반등세를 시현할 가능성이 높아 보인다. 앞서 언급한 것처럼 2분기 실적 발표를 계기로 통신사들의 최근 5G 성과가 공개될 공산이 크기 때문이다. 현 시점에서 2분기 통신사 실적 결과는 큰 의미가 없다. 이미 좋지 않다는 것을 다 알고 있기 때문이다. 반면 통신사 2분기 실적 발표 컨퍼런스를 통해 최근 통신사 5G 가입자 유치 동향 및 월별 ARPU 흐름이 양호하게 공개된다면 적지 않은 파장이 예상된다. 네트워크장비주에 이어 통신주가 5G 랠리에 편승할 가능성이 높기 때문이다.

이미 네트워크장비주들의 높은 주가 상승에 자극 받은 투자자들은 차기 5G 테마주로 통신주를 주목하고 있다. 5G CAPEX 증가로 실적 개선을 이룬 네트워크장비주들이 높은 주가 상승을 이룩한 것처럼 통신주가 이동전화 ARPU 상승으로 장기 랠리에 편승할 가능성이 높기 때문이다. 특히 현 시점에서는 통신사들이 발표할 5G 지표에 관심을 높일 필요가 있다. 만약 5G 월 순증 가입자수가 60만명에 달해 전체 단말기 교체 가입자 중 30%가 5G 가입자로 이루어지고 5G 가입자 평균 트래픽이 LTE대비 월등히 높은 추세를 유지한다면 통신주는 7년 전과 같이 탄력적인 주가 상승을 나타낼 공산이 커 보인다.

7월 부각될 통신 이슈는 많다. 1) 5G 가입자 동향, 2) 5G 가입자들의 트래픽 동향, 3) 통신사 2분기 실적 발표, 4) 번호이동가입자수 동향, 5) 5G 플러스 정책 위원회 출범 및 논의 사항, 6) 요금인가제 폐지 논의, 7) 정부 주도 망 중립성 연구반 편성, 8) KT-스카이라이프 합산 규제 재적용, 9) 통신사 CATV M&A 정부 인가 여부 등이 대표적이다.

이렇다고 볼 때 7월 통신사 주가 전망은 낙관적이다. 5G 가입자 및 트래픽 추이가 양호하게 나타나고 있어 향후 이동전화 ARPU 상승 반전 기대감이 높아질 것이고 문재인 정부에서 5G 장려 정책이 본격 등장하는 양상이며 통신사 망 패권 및 CATV M&A는 강화/인가될 것이 자명하기 때문이다. 빨리 통신사 매출액 증가 전환 시점 전에 통신주 매수에 나서야 하겠다.

7월 통신주 투자 환경 양호 평가,
장기 실적 전망/규제 상황 모두 완벽

표 7. 7월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	5G+ 전략 위원회 출범, 자율차/스마트시티 규제 마련으로 내년 말 5G SA 서비스 상용화 전망 28GHz 대역 기술협력 강화, 3.5GHz/28GHz 단독망 5G SA 서비스 상용화 시점 앞당겨질 전망 - 국내 5G 가입자 6/10일 100만명 돌파, 연말 5G 가입자 500만명(보급률 9%) 돌파 무난할 전망 - 삼성 갤럭시 폴드 7월 출시 전망, 단말기 라인업 강화로 5G 가입자 순증 폭 확대 전망 7월 이후 단말기교체가입자 중 5G 가입자 30% 이상 예상, 5G 가입자 월 순증 60만명에 달할 듯 5G 가입자 500만명이면 ARPU 4% 상승 효과 있어 내년 통신사 매출액 증가 기대감 높아질 전망 - 통신 3사 4K 콘텐츠 공급 본격화, 5G 가입자 트래픽 증가로 높은 초고가 요금제 비중 지속될 전망 - 국회 법 개정으로 7월부터 구글/페이스북에 VAT 부과 예정, 국내 통신사 망패권 강화 계기될 전망 - 민주당을 중심으로 국회에서 요금 인가제 폐지 논의 본격화, 규제 완화 기대감 상승 전망 - 올 가을 정부 LGU+ CJ헬로비전 인수 인가 가능성 높음, 경쟁 완화 기대감 상승 전망 - 정부 결국 2020년 5G 급행차선 허용 가능성 높음, B2B 활성화 기대감 높아질 듯 - 통신사 대리점 리베이트 차별 금지 법제화 추진, 통신사 수익성 개선 기대감 높아질 전망 - 정부 IoT 서비스에 요금인가제 미적용, 향후 자율차/스마트시티에 5G 채택 시 요금 규제 어려워 5G가 2020년 IoT로 연결될 가능성 높아짐, 과거 인터넷 혁명 수준의 대형 이벤트로 부상 중
부정적 요소	- KT 5G 무제한 데이터 요금제 출시 이후 향후 CAPEX 부담 증가 우려 커지는 상황 2019년 통신 3사 CAPEX 가이드선 전년대비 50% 증가한 8.2조원으로 전망, 감가비 부담 커 - 통신 3사간 마케팅 경쟁 심화, 2019년 하반기 이후 통신사 마케팅비용 증가 우려 커지는 상황 - 국내 화웨이 장비 도입 우려 증가, 장기전으로 갈 시 LGU+ CAPEX 일정 차질/규모 증가 우려 존재 1분기에 이어 2분기에도 통신사 실적 부진 전망, 전년동기 및 전분기비 영업이익 감소 유력 5G 마케팅 경쟁 강도 예상보다 높은 편, SAC 상승으로 마케팅비용 예상보다 높게 나타날 전망 - IoT 기반의 5G 서비스 빨라야 2020년 하반기 이후에나 시작될 전망 - 차세대미디어를 제외하곤 아직은 5G 킬러앱 명확하지 않은 상황 2019년 통신사 회계 효과 제외한 실질적 영업이익 개선 효과는 미미할 전망 5G 가입자 증가에 따른 실질적인 수혜는 2020년 이후에나 나타날 전망 5G 주파수 할당 폭 증가로 2019년도 통신사 주파수관련 비용 크게 증가할 전망 - 통신사 이익 증가에도 불구하고 CAPEX 증가, M&A 본격화로 차입금 증가 예상
종합 평가	매출 증가로 장기 실적 개선 기대감 높은 상황, 규제 상황도 양호, 통신주 투자 환경 양호

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick SKT, 7월 매력도 SKT>LGU+>KT 순

1) 12개월 Top Pick은 SKT

12개월 Top Pick은 SKT로 제시,
실적 전망/규제 환경 양호,
5G/유통구조개편/경쟁완화
기대감 높아지고 있어 긍정적

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 SKT로 제시한다. 장/단기 이익 흐름, 이동전화/초고속인터넷/IPTV 매출액 전망, 마케팅비용/감가상각비 등 비용 전망, 정부 규제 및 유통 구조 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. 이러한 기준 하에 향후 12개월간 투자 매력도를 평가하면 통신 3사 중 SKT가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

SKT는 2018년과는 달리 2019년엔 영업이익 증가 전환이 예상된다. 선택약정요금할인 매출 감소 효과 축소/5G 가입자 증가/마케팅비용 감소로 통신부문 실적이 개선됨과 더불어 연결 자회사 영업이익 기여도 향상이 예상되기 때문이다. 통신부문이 2016년 이후 3년 만에 이익 증가 추세로 전환하고 11번가 실적 개선에 ADT캡스가 연결에 포함됨에 따라 연결 기준으로는 2013년 이후 6년 만에 영업이익 성장을 나타낼 것으로 예상된다. 여기에 금년도엔 5G/단말기 유통구조 개편/CATV M&A가 통신주 상승에 결정적 역할을 수행할 전망인데 SKT의 경우 무선 매출액 비중이 높고 무선 마케팅비용이 영업 실적에 미치는 영향이 상대적으로 크며 선발 사업자로서 사업자간 경쟁 완화 시 수혜가 클 수 있어 상대 투자 매력도가 높다는 판단이다.

표 8. 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, 2019년 연결 실적 개선 전망 - 요금 인가제 폐지, 단말기 유통구조 개편 추진 등 규제 상황 긍정적 - 자회사 가치 감안 시 절대 저평가/자금 소요 없는 티브로드 인수 추진	- 정부 인가 이슈로 물적분할 추진 늦어지는 상황 2019년 하이닉스 관련 지분법 감소 전망 - 하이닉스 이익 급감으로 2019년 순이익 감소 불가피 - 금년도 PER 낮지 않고 통신부문 이익 성장 미미
KT	- 서비스매출액 증가로 2019년 영업이익 증가 전환 예상 - 결합상품 규제/10G급 서비스 개시로 초고속인터넷 ARPU 상승 전망 - BC카드 실적 개선으로 자회사 이익 기여도 향상 전망 - 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황	- 수익성 위주로의 경영전략 변화 가능성 여전히 불확실 - 낮은 ROE로 높은 자산가치 부각되기 어려운 상황 - 기간 산정 없는 무제한 데이터 요금제 우려 여전히 큰 상황 28GHz 조기 투자 등 CAPEX 급증 불확실성 존재
LGU+	- IFRS 15 기준으로는 2019년에도 이익 성장 지속 전망 - 높은 이익 수준 대비 역사적 Multiple 수준 낮은 편 - 무선 매출 비중 커 5G 조기 상용화에 따른 수혜 클 전망 - 장기적으로 보면 CATV 가입자들의 매출 증가 요인 발생 전망	2019년 영업이익 8천억원 수준으로 절대 이익 규모는 낮을 전망 - 마케팅비용 통제 부족, 단기 마케팅비용 증가 지속될 전망 - 경쟁사대비 장기 성장 전략 제시에 미흡한 상황 - 자금 소요 많은 상황, 배당 정책 당분간 지속 전망
종합평가	2019년 이익 성장률, 5G/유통구조 개편 기대감 감안 시 SKT 가장 투자 유망한 것으로 평가	

자료: 하나금융투자

2) 7월 종목별 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT

7월엔 SKT를 월간 Top Pick으로 선정,
시가총액 경쟁 부담 없고 규제 환경
SKT에 유리하게 조성되고 있는 점
긍정적으로 평가

한편 7월 통신서비스 종목별 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT 순으로 평가한다. 7월에도 SKT를 월간 Top Pick으로 선정하는데 추천 사유는 다음과 같다.

- 1) 2분기 실적이 부진할 전망이나 실적 시즌에 2분기 영업이익보다는 최근 5G 가입자 및 트래픽 동향, 요금제 선택 추이 및 ARPU 동향, 자회사 실적 동향, 중간 배당 등에 투자자들의 관심이 집중될 공산이 크다. 이렇다고 볼 때 선발사업자인 SKT 주가 전망은 밝다. 자회사 실적 개선 추이가 지속될 전망이며 확률이 높진 않지만 중간 배당 증액 가능성도 여전히 존재하기 때문이다. 특히 SKT가 올해부터 중간배당은 하이닉스 배당금 수준, 기말배당은 통신부문 현금 흐름을 기반으로 배당금을 지급한다는 방침을 세운 바 있어 CAPEX 증대에 따른 차입금 증가 가능성에도 불구하고 여전히 중간배당 증가에 대한 기대감을 갖게 한다.
- 2) KT/LGU+와는 달리 시가 총액 경쟁으로 주가 상승이 제약될 부담이 없다. KT와 LGU+는 시가총액 경쟁을 펼치며 주가가 상승할 가능성이 높지만 SKT는 후발사업자 시가 총액과 무관하게 상승을 시도할 공산이 크기 때문이다. KT는 자산가치에서 LGU+는 수익가치에서 각각 우월한 가치를 지니고 있지만 여전히 가입자 가치가 우월한 KT가 높은 점수를 받을 가능성이 높아 LGU+ 주주 입장에서는 적지 않은 부담이다.
- 3) 물적분할을 포함하여 지배구조 개편이 지연될 가능성이 높지만 현 시점에서는 악재로 보기는 어렵다는 판단이다. 물론 하나금융투자에서는 2018년 초부터 SKT의 물적분할 가능성을 지속적으로 언급하고 호재가 될 것이라고 평가한 바 있다. 정부 규제 회피 용이, M&A 통한 비통신부문 육성 원할, SKT/하이닉스 배당 성향 급증에 따른 장기 배당 증가 가능성 때문이다. 하지만 현 시점에서 작년과 달리 메리트가 크지 않다는 점에 주목해야 한다. SKT 물적분할 시나리오에선 SKT 이동전화사업부문 지분 매각과 하이닉스 지분 추가 취득이 전제가 되는데, 5G 기대감은 높아지고 있는 반면 반도체 경기 하강 우려는 여전히 있기 때문이다. 통신사업부문 지분 매각과 하이닉스 지분을 증대 시기가 다소 빠르다는 느낌을 지울 수 없다.
- 4) 규제 환경이 SKT에게 유리하게 돌아가고 있다. CATV M&A가 본격화되면서 통신 3사 위주로 사업자가 재편되고 있다는 점도 긍정적이지만 요금인가제 폐지 및 리베이트 차별금지 법제화 추진이 본격화되고 있기 때문이다. 최근 통신사들의 CATV M&A 본격화에 따른 시장 안정화는 특히 선발사업자인 SKT엔 호재로 인식될 가능성이 높다. SKT 입장에서는 M/S를 올리기 보다는 유지하면서 수익성 개선을 추구하는 것이 최상인데 현재 통신업계 구도상으로는 자연스럽게 그러한 과정이 진행될 공산이 크기 때문이다. 더불어 급격한 CATV 진영의 위축으로 사실상 현금 유출 없이 티브로드를 인수하게 될 가능성이 높아졌다는 점도 긍정적으로 평가된다. 요금인가제 폐지 논의가 본격화되고 있는 점 역시 SKT 입장에서 긍정적이다. 인위적 요금 규제에서 벗어날 수 있어 통신산업의 전반적인 호재이지만 특히 SKT 입장에서 자유로운 마케팅 전략을 설정할 수 있고 요금 인가 과정에서 나타나는 정보 유출도 피할 수 있게 되기 때문이다.

SKT의 3개월 예상 주가 밴드를 240,000원~340,000원으로 제시하며, 7월 이후 이동전화 매출액 증가 기대감이 점차 높아질 것으로 판단되므로 보유 비중을 점차 올릴 것을 추천한다.

표 9. SKT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	18	19F	20F
매출액	16,873.9	17,499.1	18,632.0
영업이익	1,201.9	1,398.5	1,672.5
(영업이익률)	7.1	8.0	9.0
세전이익	3,976.0	1,807.5	2,212.3
순이익	3,128.1	1,395.0	1,680.8
(순이익률)	18.5	8.0	9.0

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

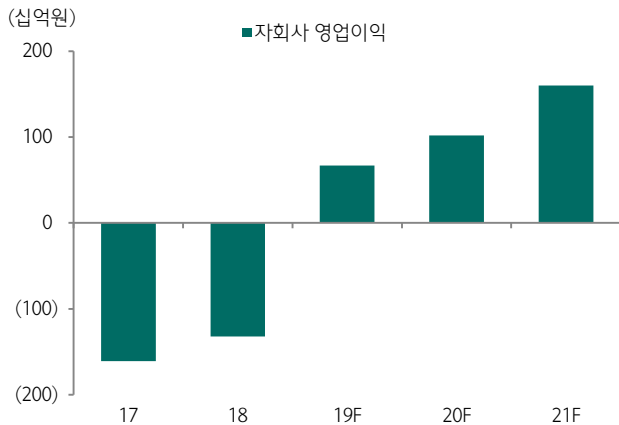
표 10. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	4,181.5	4,154.3	4,186.4	4,351.7	4,334.9	4,291.0	4,385.5	4,487.8
영업이익	325.5	346.9	304.1	225.3	322.6	300.9	368.8	406.2
(영업이익률)	7.8	8.4	7.3	5.2	7.4	7.0	8.4	9.1
세전이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	358.4	470.3	511.0
순이익	695.0	916.7	1,031.4	484.9	379.2	271.5	357.0	387.3
(순이익률)	16.6	22.1	24.6	11.1	8.7	6.3	8.1	8.6

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

그림 41. SKT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



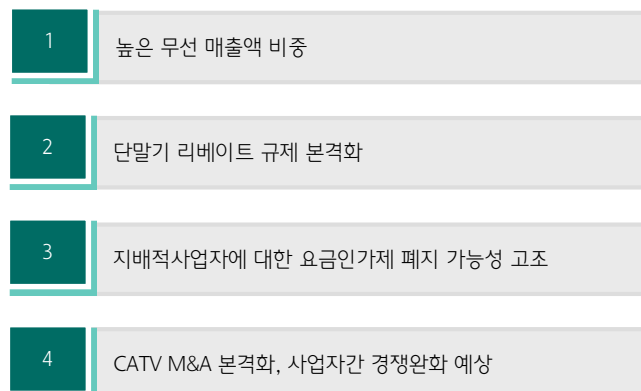
자료: SKT, 하나금융투자

그림 42. SKT 물적분할 지연이 현 시점에서 악재라고 보기 어려운 이유



자료: 하나금융투자

그림 43. 통신시장 규제/경쟁 환경이 SKT에 유리하다고 판단하는 이유



자료: 하나금융투자

3) LGU+ 화웨이 장비 공급 차질 우려 과도, 막연한 우려 버리고 매수해야

LGU+ 화웨이로 인한 피해 가능성
희박함에도 시장 우려 지나친 상황,
이젠 적극적으로 비중 늘려 나가야

LGU+ 역시 현 시점이 매수 적기라는 판단이므로 보다 적극적인 매수에 나설 것을 권고한다. 추천 사유는 다음과 같다.

- 1) 다수의 언론들이 미국 화웨이 제재로 인해 LGU+가 5G 커버리지 확보에 난항을 겪을수 있으며 CAPEX 부담이 커질 수 있다고 우려하지만 LGU+가 실제 피해를 입을 가능성은 희박하다. 첫째 이미 수도권을 커버하는 3.5GHz 대역 화웨이 장비는 1단계 투자가 완료된 상황이고, 둘째 트래픽 증가 시 2020년 초 3.5GHz 대역 수도권 추가 증설이 예상되거나 화웨이가 1년에 가까운 네트워크장비 부품 재고를 갖고 있다는 점을 감안 시 실제 문제 발생 가능성이 낮으며, 셋째 28GHz 대역 투자 시 대외 여건상 화웨이 장비 사용이 어려울 수 있지만 타사 장비를 사용한다고 해도 장비 매칭에 큰 문제가 없을 뿐더러 화웨이의 높은 유지 보수 비용을 감안하면 실제 수익성엔 큰 영향이 없을 것으로 판단되고, 넷째 미국 국무부가 한국 외교부에 화웨이 장비 구매 중단을 요청한 것으로 언론에서 보도하고 있지만 향후 중국의 보복을 우려해 한국 정부가 수용할 가능성이 희박하기 때문이다.
- 2) 초기 5G 가입자 및 요금제 선택 추이가 양호하게 나타나고 있어 5G 에서도 LGU+의 상대적인 선전이 지속될 것이란 기대감 상승이 예상된다. LGU+의 경우 5월까지 5G 가입자 M/S가 28%로 높게 나타났으며 8만원대 이상 요금제 비중이 80%에 달하여 향후 이동전화 ARPU 전망을 밝게 하고 있다. 특히 LGU+의 경우엔 통신 3사 중 매출액 증가에 따른 이익 증가 폭이 가장 높은 것으로 나타나고 있어 상대적으로 탄력 있는 주가 반등이 예상된다.
- 3) 최근 주가 하락으로 Valuation상 매력도가 높아졌으며 KT 주가가 안정적 상승세를 시현하고 있어 수급 부담도 덜 것으로 보인다. 현재 LGU+ Multiple은 7년 전 LTE 도입 당시와 비교해선 말할 것도 없고 최근 수년간 중 가장 낮은 PER, PBR 수준을 기록 중이다. 5G 상용 서비스 개시로 2020~2021년 높은 이익 성장률을 기록할 것임을 고려하면 분명히 극심한 저평가 상태이다. 여기에 최근 KT와의 시가총액 차이도 다시 벌어져 주가 상승 부담도 낮아졌다. 5G 개시로 통신부문 이익 성장 기대감이 더 높은 현재와 같은 시기에서는 순수 통신 비중이 절대적인 LGU+ Multiple이 높게 형성될 수 있다는 것을 감안하면 적극 매수에 나설 때임이 분명하다.
- 4) 투자자들의 올해 이후 LGU+ 비용 증가에 대한 우려가 크다. 하지만 경영진 성향으로 볼 때 LGU+가 과거와 같이 M/S 상승을 위해 무분별한 비용 지출을 감내할 가능성은 낮다. 올해 CAPEX가 급증하겠지만 2020년 이후 추가 상승분은 제한적일 전망이다. 마케팅비용 역시 과거와 같이 과도하게 집행될 가능성은 낮다. 2019년 이후 연간 CAPEX 수준은 2조원 수준이 예상되며 서비스매출액대비 마케팅비용 비중은 21~22% 수준을 유지할 공산이 크다는 판단이다.

LGU+ 3개월 예상 주가 밴드를 13,500원~20,000원으로 전망하며, 이제는 장단기 관점에서 모두 적극 매수 전략으로 임할 것을 추천한다.

표 11. LGU+의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	18	19F	20F
매출액	12,125.0	12,196.8	13,091.5
영업이익	731.0	842.9	1,034.0
(영업이익률)	6.0	6.9	7.9
세전이익	648.3	752.1	925.5
순이익	481.7	593.8	740.4
(순이익률)	4.0	4.9	5.7

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: LGU+, 하나금융투자

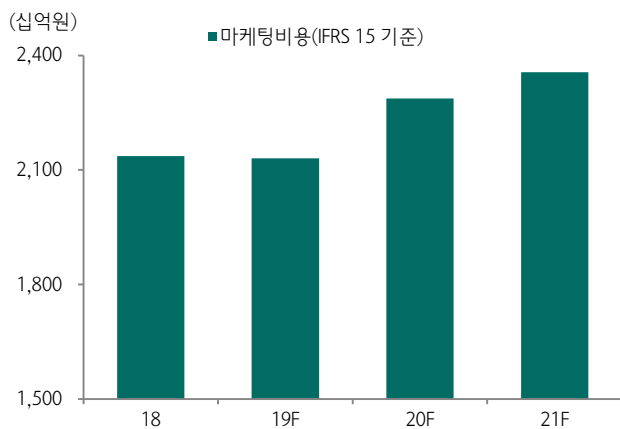
표 12. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,979.9	2,980.7	2,991.9	3,172.5	3,020.4	3,069.0	3,012.3	3,095.1
영업이익	187.7	211.1	228.1	104.1	194.6	196.4	238.0	213.9
(영업이익률)	6.3	7.1	7.6	3.3	6.4	6.4	7.9	6.9
세전이익	162.0	189.0	207.9	89.4	175.6	172.0	214.9	189.7
순이익	115.5	137.1	153.8	75.3	132.6	137.6	171.9	151.7
(순이익률)	3.9	4.6	5.1	2.4	4.4	4.5	5.7	4.9

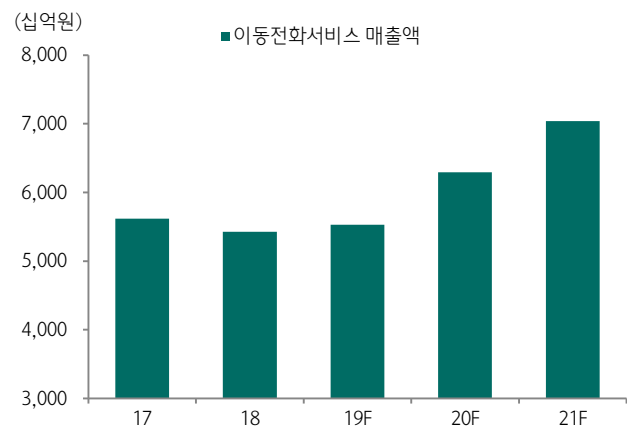
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: LGU+, 하나금융투자

그림 44. LGU+ IFRS 15 기준 연간 마케팅비용 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 45. LGU+ 연간 이동전화서비스 매출액 전망



자료: 하나금융투자

그림 46. 미국 IT 업체들의 화웨이 부품 공급 중단 사태가 LGU+에 실제 피해를 줄 것이라고 판단하기 어려운 이유

- 1 네트워크장비의 경우 P/O분 감안 시 화웨이가 1년 치 부품 재고 보유 추정, 3.5GHz 보완 투자 시 문제 안될 듯
- 2 5G는 듀얼 커넥티비티 방식, 3.5/28GHz 장비 매칭 문제 큰 이슈 될 가능성 낮음
- 3 중국 경제가 차지하는 비중 절대적, 한국 정부 화웨이 공급 중단 명령할 가능성 사실상 희박
- 4 화웨이 유지 보수비용 비싸 28GHz 투자 시 화웨이 장비 사용하지 않아도 실제 CAPEX 증가 폭은 미미할 듯

KT도 이젠 지속 매수해야,
수급 부담이 없어짐에 따라
하방 경직성 확보한 채
주가 상승할 가능성 높다는 판단

4) KT 수급 부담 덜 상황, 이젠 경쟁사와 동반 주가 상승 전망

KT도 7월부터는 적극 매수에 가담할 것을 권한다. 수급 부담이 줄어든 데다가 주가 상승 폭이 미미해 최소한 경쟁사대비 단기 주가 성과가 나쁘지 않을 것으로 판단되기 때문이다. 구체적인 추천 사유는 다음과 같다.

- 1) MSCI 지수 조정이 5월에 끝남에 따라 이젠 수급 부담을 덜게 되었다. MSCI 편출을 우려해 KT를 매도한 투자자들이 적지 않았는데 사실상 이벤트가 종료되었기 때문이다. 오히려 이젠 숏 포지션을 취하던 투자자들이 5G 관련주 동반 상승을 의식해 포지션 전환에 나설 가능성이 높고 역으로 수급상 유리한 국면이 전개될 수 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다.
- 2) 당초 실적 우려가 컸지만 2019년 영업이익 감소 가능성이 낮아졌다. 예상보다 양호한 1분기 실적을 기록하였고 이동전화 매출액이 하반기부터 증가 전환할 것이 유력하기 때문이다. 5G 가입자 유치에 따른 마케팅비용 부담 증가, 주파수 상각비용 증가에 따른 감가상각비 증가가 예상되지만 매출액이 하반기부터 증가 반전할 전망이어서 올해 실적 전망은 낙관적이라는 판단이다.
- 3) 통신 3사 중 KT가 가장 먼저 이동전화 ARPU가 상승 반전할 가능성이 높다. 상대적으로 선택약정요금할인 가입자 비중이 높은 상황인 데다가 8만원대 이상 초고가 5G 가입자 비중이 높게 나타나고 있기 때문이다. 1분기 이동전화 ARPU가 놀랍게도 전분기비 상승세를 나타낸 데다가 2분기 역시 통신 3사 중 유일하게 ARPU가 전분기비 상승할 가능성이 존재해 투자자들로부터 긍정적 평가를 받을 것으로 판단된다.
- 4) 가입자 가치로 볼 때 전세계 통신사 중 가장 저평가되어 있다. 비록 주가 상승을 위한 재료가 다소 부족하긴 하지만 각종 지표로 보면 너무 싸다. 특히 자산가치대비 시가총액은 지나칠 정도로 낮다. PBR이 0.6배에도 못 미쳐 숨겨진 부실이 있는 게 아닌가 의심할 정도이다. 통신사는 사업 특성상 감가상각이 끝난 망도 사용이 가능하며 가입자를 유치하는데 막대한 비용이 소요되는 관계로 가입자 가치가 존재한다. 여기에 KT는 막대한 부동산을 보유하고 있다. 5G 기대감이 생겨나는 시점이라 이젠 너무 싸다는 인식이 확산될 수 있다는 판단이다.
- 5) 장기적으로 보면 2020년 초 새로운 경영진으로 교체된 이후 주가 상승의 계기를 맞이할 공산 크다. 현재는 향후 경영전략 변화 가능성, 부진한 수익성에 투자자들이 KT에 높은 점수를 주지 않지만 새로운 경영진의 윤곽이 드러나면 불확실성이 해소될 공산이 크고 항상 그러했듯이 새로운 경영진이 비용 감축을 통한 경영 정상화에 나설 가능성이 높기 때문이다. 혹시라도 만약 지배구조 개편을 기획한다면 그야말로 큰 기회 요인이다. 따라서 2020년엔 KT 주가에 거는 투자자들의 기대가 클 것으로 보인다.

KT 3개월 예상 주가 밴드를 26,000원~33,000원으로 예상하며 이제는 보다 적극적인 매수 전략으로 전환할 것을 권고한다.

표 13. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	18	19F	20F
매출액	23,460.2	23,647.9	24,055.5
영업이익	1,261.5	1,374.2	1,516.5
(영업이익률)	5.4	5.8	6.3
세전이익	1,090.7	1,109.6	1,168.2
순이익	688.5	848.2	1,075.5
(순이익률)	2.9	3.6	4.5

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: KT, 하나금융투자

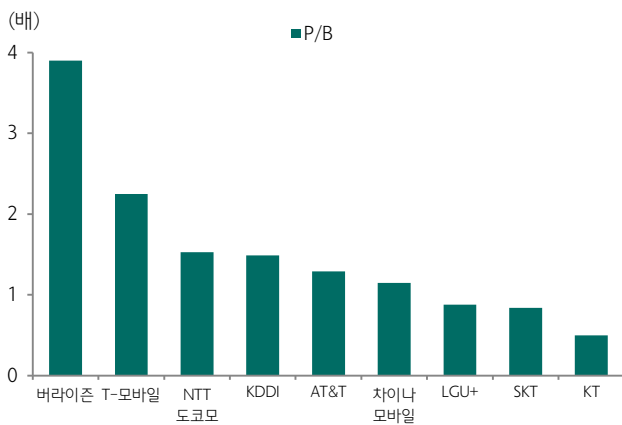
표 14. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	5,710.2	5,806.9	5,948.5	5,994.5	5,834.4	5,845.0	5,933.8	6,034.6
영업이익	397.1	399.1	369.5	95.8	402.1	351.8	397.9	222.5
(영업이익률)	7.0	6.9	6.2	1.6	6.9	6.0	6.7	3.7
세전이익	353.0	391.2	334.0	12.5	397.7	268.5	315.0	128.5
순이익	197.0	251.0	222.5	18.0	231.1	192.0	245.6	179.5
(순이익률)	3.4	4.3	3.7	0.3	4.0	3.3	4.1	3.0

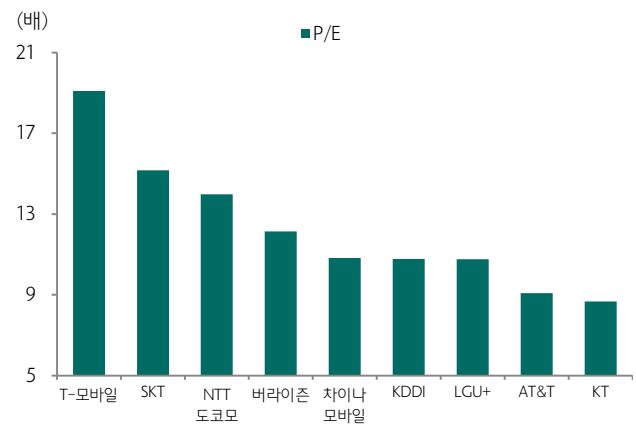
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: KT, 하나금융투자

그림 47. 글로벌 주요 통신사 PBR 비교



자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 48. 글로벌 주요 통신사 PER 비교



자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 49. KT 지배구조 개편 시 주가 상승 기대감이 커질 수 있는 이유

- 1 비용 구조 정상화, 적자 사업부문 구조 조정 가능
- 2 비통신부문 육성 용이
- 3 정부 규제 완화
- 4 사업부문별 기업 가치 재평가 기대

자료: 하나금융투자

표 15. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SK텔레콤	매수	400,000원	• 선택약정요금할인 부정적 효과 감소/5G 수혜로 장기 실적 전망 낙관적, 자회사 실적 개선 본격화
KT	매수	40,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가, 2019년 이후 실적 호전 전망
LGU+	매수	23,000원	• M/S 상승, 장기 높은 이익 성장 지속 전망, 경영진 서비스매출액 성장 의지 매력적

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

표 16. 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(6/21)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/BV	평가 사유
1	SK텔레콤	262,000원	240,000~340,000원	15.16	0.84	• 단기 실적부담 감소, IFRS 15 기준 2019년 연결 영업이익 성장 기대
2	LGU+	14,650원	13,500~20,000원	10.77	0.88	• 화웨이 사태로 Valuation상 매력 상승, 단 KT 시총 역전엔 시간 걸릴 듯
3	KT	28,200원	26,000~33,000원	8.68	0.50	• 가격 메리트 큰 편이며 수급 개선 양상, 단 단기 주가 상승 재료는 부족

주: 2019년 예상 실적 기준, 단 투자 매력도는 향후 1개월 기준
 자료: 하나금융투자

표 17. 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(7월)	순위(6월)	순위 변화	사유
SK텔레콤	1	1	-	• 2019년 이후 장기 실적 개선 전망, 특히 IFRS 15 기준으로는 6년 만에 영업이익 성장 전망
LGU+	2	2	-	• 5G 수혜 감안하면 절대 저평가, 하지만 2017~2018년처럼 실적 턱알하진 않을 듯
KT	3	3	-	• 단기 주가 상승 재료 부족하지만 악재 상당부분 주가에 반영되었다는 점에 주목

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
 자료: 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 5G로 제한된 마케팅 과열 양상 지속될 전망

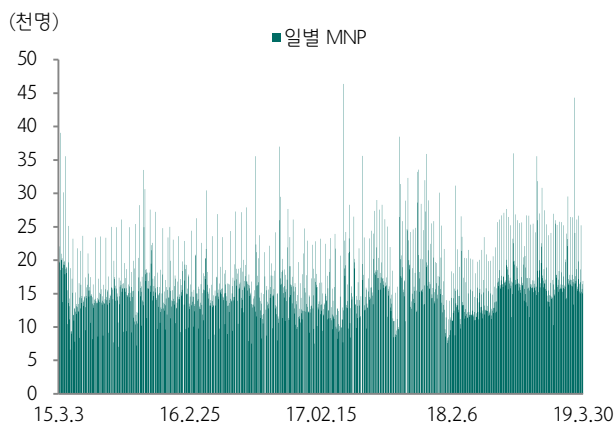
1) 5G 순증 가입자 확대 양상, 단 시장 경쟁 강도는 2012년 대비 높지 않은 상황

5월 중순 이후 통신 3사간
5G 가입자 유치 경쟁 심화,
당분간 5G 위주의 시장 과열은
불가피할 듯

5월 중순 이후 통신사간 마케팅 경쟁 강도가 높아지는 상황이다. 5/10일 출시된 LG V50이 가장 큰 이유이다. LG V50 출시를 계기로 LG전자/LGU+ 5G 협업 마케팅에 KT/SKT가 적극 대응하면서 5G 가입자 유치 경쟁이 심화되었다고 볼 수 있다. LG V50은 통신사 보조금 증대에 힘입어 출시 1개월 만에 판매량 26만대를 기록하였다. 결국 국내 5G 가입자 확대의 1등 공신이라고 할 수 있겠는데, 현 추세라면 국내 통신 3사 월간 5G 순증 가입자 수는 6월 이후 50만명 이상으로 유지될 수 있을 것으로 예상된다.

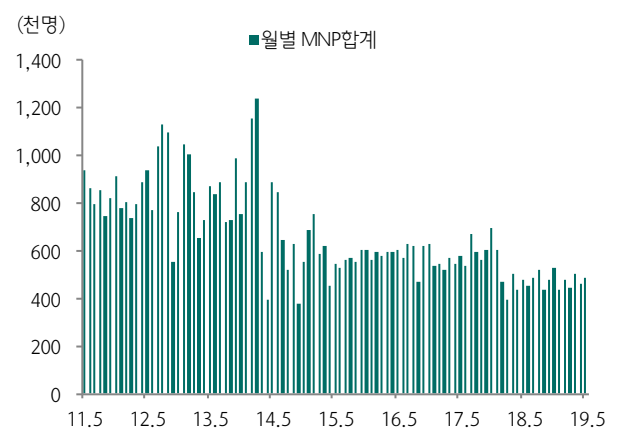
하지만 통신사간 5G 가입자 유치 경쟁 본격화에도 불구하고 신기할 정도로 국내 번호이동시장은 큰 영향을 받고 있지 않다. 5월 번호이동가입자수가 48만명으로 4월 45만명에 이어 50만명 미만을 유지 중이며, 3월 50만명 대비 오히려 낮은 수준을 기록 중이다. 이러한 원인은 5G가 철저히 기변 위주로 이루어지고 있기 때문인데 현재 국내 5G 신규 가입자 중 70% 이상이 기기변경인 것으로 나타나고 있다. 5G 가입자 유치 경쟁 심화로 인당보조금 상승이 나타나고 있지만 번호이동 침체로 인해 단말기판매량에는 큰 변화가 없어 LTE 도입 당시보다는 통신사 마케팅 경쟁 강도가 높지 않은 것으로 평가된다.

그림 50. 일별 이동통신 MNP 합계 현황



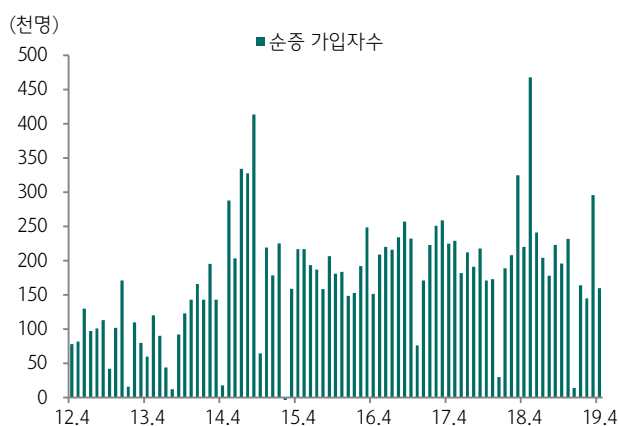
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 51. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



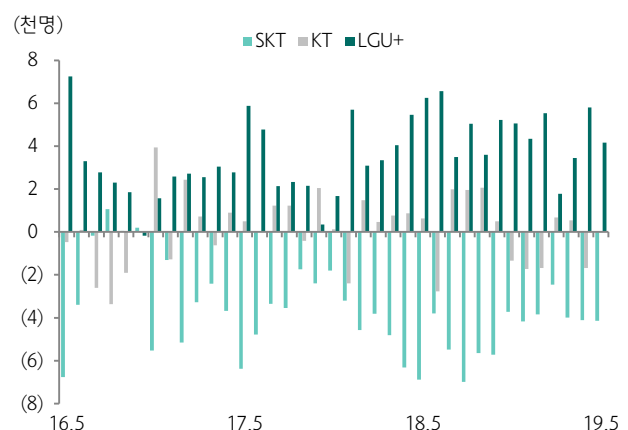
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 52. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 53. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

하지만 7년 전 LTE 도입 당시와는
큰차이, 기변 위주의 5G 가입자
유치 경쟁 지속되고 있어
마케팅비용 증가 폭은
한 자리 수에 그칠 전망

2) 하지만 분명히 7년 전과는 다른 모드, 마케팅비용 증가 폭 제한적일 듯

5월 중순 이후 5G 가입자수가 폭증하는 양상이지만 역으로 통신사간 5G 가입자 유치 경쟁 심화에 따른 마케팅비용 증가에 대한 우려가 크다. 하지만 투자가들의 우려와 달리 하반기 이후 통신사 마케팅비용이 증가한다고 해도 그 폭은 크지 않을 것으로 보이며 대략 한자리 수의 마케팅비용 증가에 그칠 것으로 전망한다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

첫째 최근 통신사 마케팅 경쟁이 철저히 5G 초고가 요금제 채택 우량 가입자 위주로만 이루어지고 있다. 이러한 가운데 자사 우량 가입자를 지키려는 기기변경 위주로 5G 가입자 유치가 진행 중이다. 번호이동 위주로 가입자를 늘리던 LTE 도입 당시보다 통신사 마케팅비용 증가 폭이 제한적일 수 밖에 없으며 저가 요금제 가입자에게까지 높은 보조금을 실었던 3G 스마트폰 도입 당시와는 체질적으로 다른 상황이다.

둘째 통신사간 가입자 평준화가 이루어지면서 MNP 시장이 여전히 침체 양상이다. LTE 도입 당시만 해도 사업자간 가입자 질 차이, 이동전화 ARPU 격차가 심해 경쟁사 우량 가입자 뺏어오기에 치중하였지만 이제 그럴 이유가 없다는 것이 가장 큰 이유이다. 결국 단말기 교체 가입자수(신규+기변+번호이동) 증가가 제한적이라 통신사 마케팅비용 증가는 미미한 수준에 그칠 것이란 판단이다.

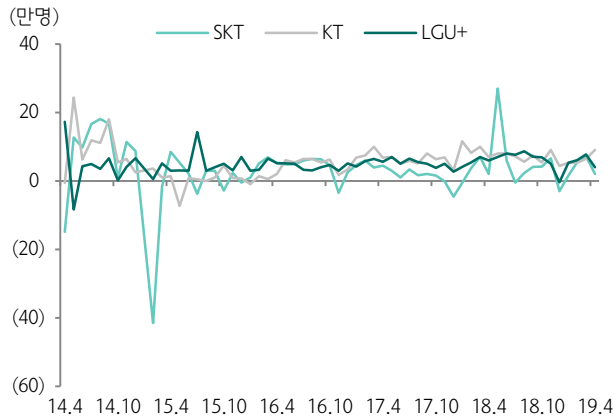
셋째 단말기 유통구조 개편 이슈가 본격화되는 양상이다. 과기부의 자체적 자급제 활성화 방침에 따라 단말기완전자급제 법제화가 수면 아래로 들어가는 양상이지만 대리점 리베이트 차등 금지 법제화가 역으로 급물살을 타는 양상이다. 비싼 5G 단말기 출고 가격으로 하반기 이후 리베이트 규제가 심화될 수 있다는 점을 감안할 때 SKT를 비롯한 통신사들이 리베이트 경쟁을 지양할 수 밖에 없는 상황이라는 점을 생각해 볼 필요가 있겠다.

그림 54. 2012년 LTE 도입 당시보다 2019년 통신사 마케팅 경쟁 강도가 높지 않을 것으로 판단하는 근거

1	통신사 마케팅 5G 우량 가입자 위주로만 집중되는 양상
2	가입자 질 평준화로 경쟁사 우량 가입자 뺏기 보단 자사 우량 가입자 지키기를 선호
3	5G 가입자 기기변경 위주로 진행, MNP 비중 낮아 휴대폰 판매량 증가 폭 미미할 전망
4	올해 통신사 CAPEX 급증, 자금 여유 부족
5	CATV M&A 본격화, 단순한 가입자 늘리기 전략 펼칠 가능성 낮음
6	리베이트 규제 논의 본격화, 보조금 크게 높이기 어려운 상황

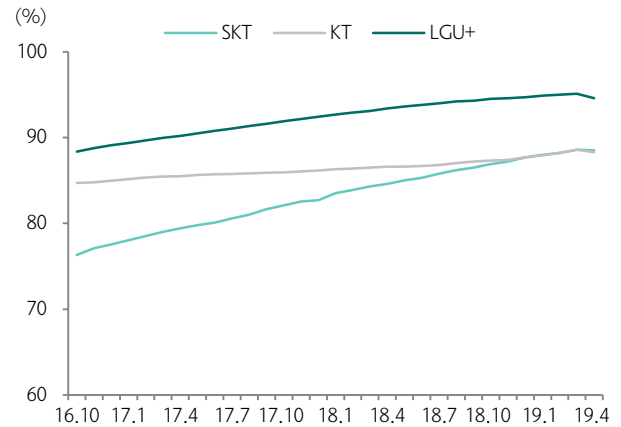
자료: 하나금융투자

그림 55. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



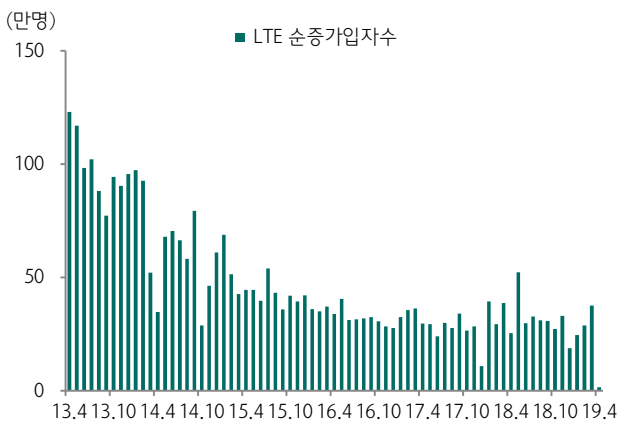
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 56. 통신3사 LTE 보급률 추이



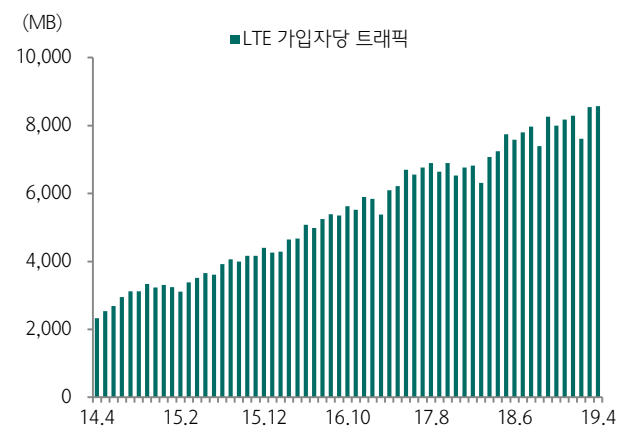
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 57. LTE 순증가입자 동향



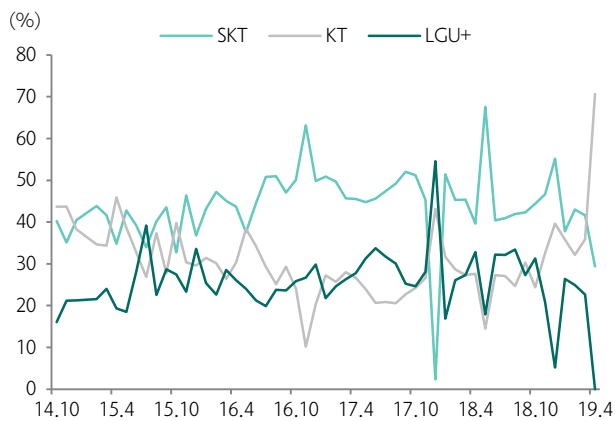
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 58. LTE 가입자당 트래픽 추이



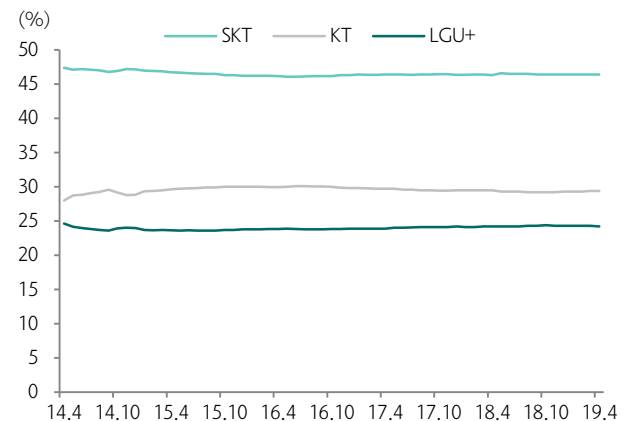
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 59. LTE 순증 가입자 M/S 동향



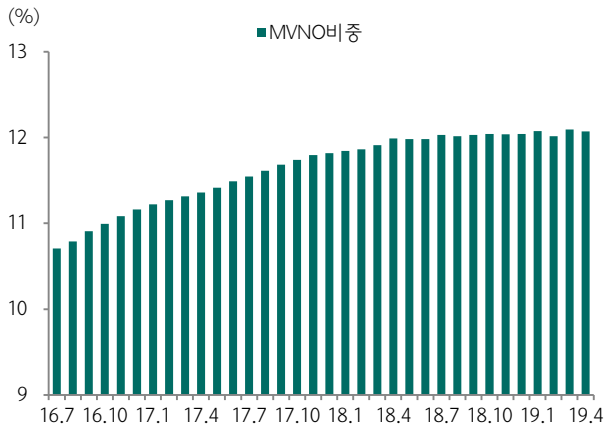
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 60. LTE 누적 가입자 M/S 동향



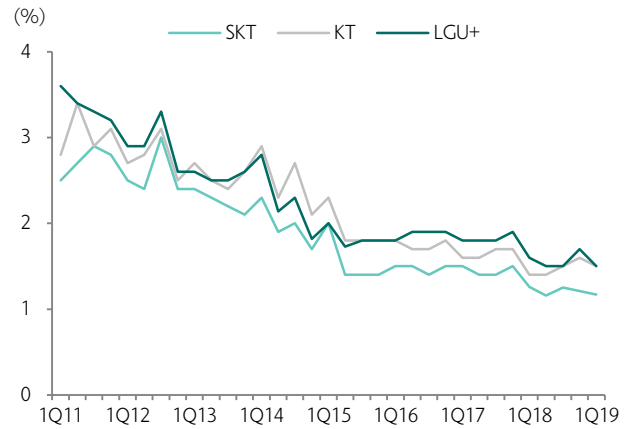
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 61. MVNO(재판매) 비중 추이



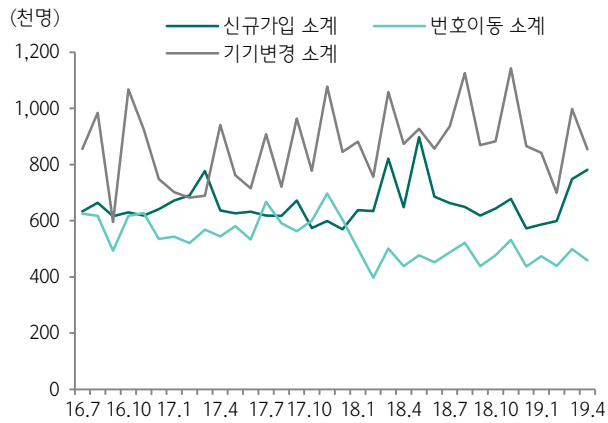
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 62. 이동통신3사 분기별 해지율 추이



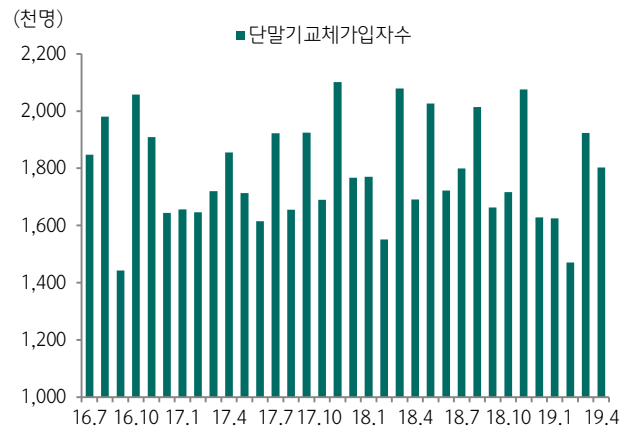
자료: 각사, 하나금융투자

그림 63. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

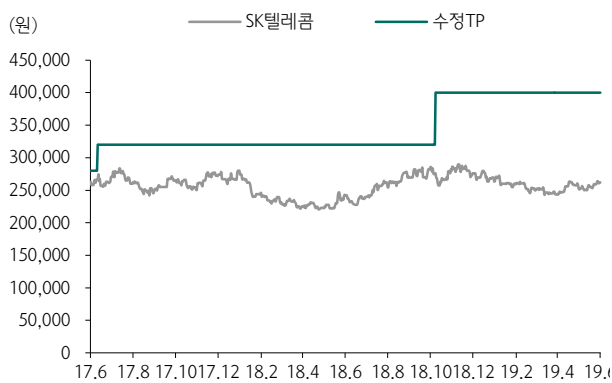
그림 64. 통신3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

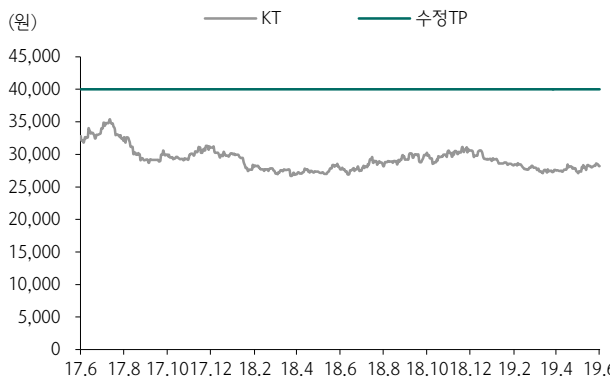
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



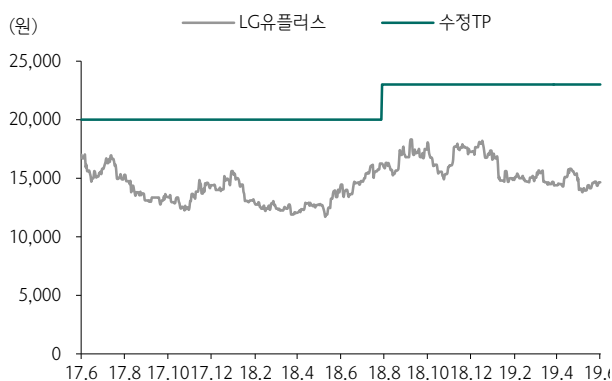
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	400,000	-20.89%	-10.63%
17.7.3	BUY	320,000	-6.30%	-5.00%
17.6.22	BUY	280,000	-9.49%	0.96%
16.10.24	BUY	260,000		

KT



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.6.22	BUY	40,000		

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.20	BUY	23,000	-30.55%	-15.00%
17.6.22	BUY	20,000	-9.10%	-5.56%
17.6.8	BUY	18,000		

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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 23일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 6월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 6월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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.