



2020년 3월 25일 | Equity Research



통신서비스 4월 투자 전략

모멘텀 약하지만 이젠 SKT/KT 위주로 적극 매수 전환해야

- | 4월 매력도 '보통'으로 유지, 하지만 전략상 비중 늘려 나가야
- | 4월 매력도 SKT>KT>LGU+, 배당수익률만 보고 달려갈 시점
- | 코로나 19 여파로 당분간 통신시장 냉각 양상 지속될 듯

Update

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(3월23일) 165,500원
 KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(3월23일) 17,650원
 LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(3월23일) 9,470원



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

RA 이재서
 02-3771-7541
 jaeseo.lee@hanafn.com



CONTENTS

1. 4월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘보통’으로 유지	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 4월 매력도 ‘보통’으로 유지, 하지만 서서히 분할 매수 추천	3
3) 3월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회	19
4) 주식 시장 강세 전환 시기 상조, 4월 통신주 상대 성과는 나쁘지 않을 듯	20
2. 12개월 Top Pick LGU+, 4월 매력도 SKT>KT>LGU+ 순	22
1) 12개월 Top Pick은 LGU+	22
2) 4월 투자 매력도는 SKT>KT>LGU+, 단기적으로 주가 하방 경직성 따져야	23
3) KT도 이젠 매력적, 적극적인 저점 매수 후 장기적 관점에서 보유해야	25
4) LGU+는 주가 하방 경직성 장담 어려움, 시장 상황보며 천천히 매수해도 될 듯	27
3. 경쟁환경 – 시장 과열 예상하기 어려운 국면, 주가엔 도움 안돼	30
1) 삼성 갤럭시 S20보다는 코로나 19 영향이 더 큰 상황	30
2) 당분간 시장 침체 이어질 전망, 5월 이후에나 점진적 회복 예상	33

2020년 3월 25일 | Equity Research

통신서비스 4월 투자 전략

모멘텀 약하지만 이젠 SKT/KT 위주로 적극 매수 전환해야

4월 매력도 '보통'으로 유지, 하지만 전략상 비중 늘려 나가야

4월 통신서비스업종 투자매력도를 '보통'으로 유지하지만 이젠 투자 전략상 서서히 매수 강도를 높일 것을 권고한다. 1) 역사적으로 볼 때 어느 때보다 통신주 가격 메리트가 높아진 상황이고, 2) 일부 투자자들이 올해 통신사 배당 감소를 우려하지만 사실상 가능성이 희박하며, 3) 코로나 19 사태로 최근 5G 가입자 순증 폭이 당초 기대에 미치지 못하고 있지만 여전히 하반기 이후 5G 가입자 전망은 낙관적이고, 4) 국내 통신사 상반기 실적 부진할 전망이나 3분기엔 영업이익 턴어라운드 예상되며, 5) 최근 규제 상황이 어느 때보다 양호한데, 특히 하반기 이후 요금인가제 폐지, 리베이트 규제 강화, 5G 급행차선 도입 등 빅 이슈가 표면화될 공산이 커 큰 기대를 갖게 하고 있고, 6) 올해 하반기부터 진짜 5G 도입 이슈가 본격화될 전망이어서 장기 통신사 주가 전망은 여전히 낙관적이기 때문이다.

4월 매력도 SKT>KT>LGU+, 배당수익률만 보고 달려갈 시점

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 올해 통신부문에서 가장 양호한 성과를 나타낼 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 4월 종목별 선호도는 SKT>KT>LGU+로 상당히 다르게 제시한다. 아직까지는 통신주가 본격 상승할 만한 재료가 부재한 상황이라 양호한 통신부문에서의 상대 성과만 가지고는 주가 상승을 나타내는 데 한계가 있을 것으로 판단되기 때문이다. 현 시점에서는 투자 전략상 통신사 올해 기대 배당수익률만을 가지고 접근할 것을 권고한다. 통신주의 확실한 바닥은 항상 배당수익률로 입증된 바 있기 때문이다. 이러한 관점에서 볼 때 SKT/KT 모두 훌륭한 주식이 될 수 있지만 하반기 이후 지배구조개편 및 자회사 IPO 이슈 부각 가능성 등의 재료를 겸비한 SKT에 조금 더 높은 점수를 줄 수 있을 것 같다.

코로나 19 여파로 당분간 통신시장 냉각 양상 지속될 듯

상반기 최대 전략 폰인 삼성 갤럭시 S20이 출시되었지만 통신 시장이 좀처럼 살아나지 못하고 있다. 당분간 국내 통신 시장 침체 양상은 좀 더 지속될 전망이다. 1) 코로나 19 여파로 대리점 내방 고객 수가 급감하고 있고, 2) 삼성 갤럭시 S20 국내용이 28GHz를 지원하지 않고 Z플립이 LTE로만 출시됨에 따라 5G 단말 유인력이 떨어지는 상황이며, 3) 통신 3사 CEO들의 올해 실적보단 취임 2년차인 2021년 실적이 중요함에 따라 당분간 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 크고, 4) 갤럭시 S20 밀어내기가 5월 말 이후에나 이루어질 전망이기 때문이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월23일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	165,500원
KT(030200)	BUY	35,000원	17,650원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	9,470원

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	53,187	52,459	54,844	56,913	60,003
영업이익	십억원	3,738	3,194	2,945	3,147	3,906
세전이익	십억원	4,907	5,715	2,714	3,626	5,493
순이익	십억원	3,624	4,298	1,948	2,738	4,177
EPS	원	5,134	6,090	2,760	3,880	5,918
증감률	%	25.83	18.62	(54.68)	40.58	52.53
PER	배	9.55	7.97	17.29	10.98	7.20
PBR	배	0.94	0.82	0.70	0.49	0.46
EV/EBITDA	배	3.95	4.36	4.03	3.14	2.89
ROE	%	10.39	10.11	4.48	6.08	8.69
BPS	원	53,851	64,235	65,584	67,798	72,050
DPS	원	1,597	1,631	1,631	1,631	1,796

주: 통신3사 합계, 3월 23일 종가 기준, 2017년은 구 회계, 2018년 이후 IFRS15 기준
자료: 하나금융투자



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

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

1. 4월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘보통’으로 유지

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지, 높은 이동전화 매출액 증가로 2022년까지 장기 실적 호전 예상되며, 진짜 5G로의 진화 본격화되면서 통신주 Multiple 확장 국면 연출될 것이기 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 정부의 마케팅 규제 상황을 감안 시 구조적으로는 통신사 매출액대비 마케팅비용 비중의 하향 안정세가 지속될 것으로 예상되며, 3) 주파수 할당 가격 인하, 장기간에 걸친 5G 투자 계획을 감안 시 장기적으로도 매출액 성장률 대비 감가상각비 증가 부담이 크지 않을 전망이고, 4) 5G가 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되면서 전세계 각국간 패권 경쟁이 심화되고 있다는 점을 감안할 때 통신산업 규제 환경을 걱정할 상황이 아니며, 5) 5G가 IoT로 연결되는 진짜 5G로 곧 진화할 예정이어서 통신산업 장기 이익성장 기대감 상승과 더불어 Multiple 할증 국면 연출이 예상되기 때문이다.

표 1. 통신서비스 업종 투자의견

구분	투자의견 (4월)	투자의견 (3월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	<ul style="list-style-type: none"> 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 전세계 각국 4차 산업 육성 경쟁 심화로 규제 환경 양호 5G SA로 곧 진화, IoT로 연결되면서 Multiple 할증 예상

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

4월 통신서비스 투자 매력도를 ‘보통’으로 유지, 단 가격 메리트 커진 상황이므로 이젠 서서히 매수 강도 높일 것을 권고

2) 4월 매력도 ‘보통’으로 유지, 하지만 서서히 분할 매수 추천

단기적으로 4월 통신서비스 업종 투자 매력도는 ‘보통’으로 유지한다. 2019년 11월 이후 뚜렷한 5G 가입자 정체가 나타나고 있어 이동전화매출액 정체에 대한 우려가 커지고 있는 데다가 국내 통신산업 이익 턴어라운드 시점이 2020년 3분기로 당초 예상보다 지연될 전망이기 때문이다. 단기 서비스 매출액 정체 양상에 영업이익 수준도 기대치보다 낮게 나타날 것으로 보여 매수하기엔 어중간한 상황이 전개될 것이라는 판단이다.

하지만 현 시점에선 통신주 보유 비중을 줄이기보다는 서서히 확대하는 전략을 권고하며 이제 서서히 장중 저점 매수를 추천한다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (4월)	투자 매력도 (3월)	매력도 변화	사유
통신 업종	3	3	-	<ul style="list-style-type: none"> • 가격 메리트 커진 상황, 역사적 저평가 상황 • 올해 배당 우려 커지는 상황, 하지만 감소 가능성 사실상 희박 • 코로나 19 사태로 5G 가입자 부진 예상, 단 장기 전망 낙관적 • 상반기 실적 부진하나 3분기 턴어라운드 전망, 이젠 매수해야 • 규제 상황 어느 때보다 양호, 하반기 이후 빅 이슈 터질 것 • 장기적으로 통신사 망 패권 강화 양상 점차 뚜렷해질 전망 • 올해 하반기부터 진짜 5G 도입 이슈 본격화될 전망

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

(1) 배당수익률로 볼 때
SKT/KT 추가 하락 가능성 희박,
단기 모멘텀 부족에도
이 가격에선 절대 수익 관점에서
장기 매수가 바람직

(1) 최근 국내 통신 3사 주가 하락이 진행됨에 따라 가격 메리트가 커진 상황이다. 역사적 저평가 상태이어서 단기 재료 부족에도 불구하고 서서히 분할 매수에 나설 필요가 있다는 판단이다.

연초 이후 SKT/KT를 중심으로 국내 통신 3사 주가 하락세가 지속되고 있다. LGU+ 역시 3월 들어서는 주가 하락 폭이 크게 나타나고 있는데 가장 큰 원인은 올해 상반기 실적 및 장기 이동전화매출액 성장 둔화에 대한 우려 때문이다. 이러한 이유로 2월 말 이후 지속적인 하락세를 시현 중이다.

물론 하나금융투자에선 올해 연초 이후 국내 통신주에 대해 부정적인 시각을 제시한 바 있다. 단기적으로 주가 상승 모멘텀이 없다고 평가했기 때문이다. 하지만 이제 현실적으로 가격 부분을 의미 있게 생각해볼 필요가 있다는 판단이다. 상식적으로 너무 낮은 수준으로까지 주가가 하락했기 때문이다. 특히 KT와 SKT의 경우엔 현재 하나금융투자 예상보다도 더 낮은 수준으로까지 주가가 내려간 상황이다.

현 주가 수준에서는 과연 SKT/KT가 더 하락할 소지가 있는지, 언제쯤 상승 반전할 지 고민해보면 투자 전략상 점진적 분할 매수가 적절하다는 판단이다. 기대배당수익률, 가입자 가치, 회선 및 부동산 가치를 감안할 때 SKT/KT가 역사적으로 가장 저평가 영역에 위치해 있는 데다가 비록 상반기 실적은 좋지 않지만 하반기 이후 장기 이익 성장 국면으로의 진입이 예상되기 때문이다.

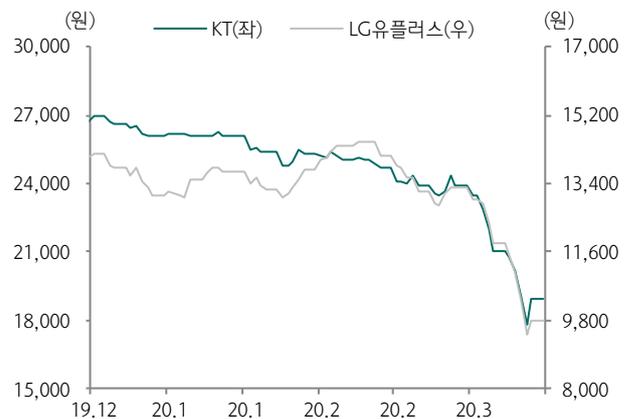
현재 KT와 SKT 주가는 향후 적자나 배당 감소를 가정한 수준이다. 굳이 가입자 가치를 얘기하지 않더라도 KT는 부동산/회선 가치를 감안할 때 그렇고, SKT는 자회사 가치에 할인율을 적용할 때 이런 판단이 가능하다. 그런데 현실적으로 이러한 일이 벌어질 수 있을까? 사실상 가능성은 제로에 가깝다. 장기적으로 이동전화매출액 증가 추세가 이어질 전망인데다가, 올해 통신 부분 이익이 감소할 것으로 추정되지만 미미한 수준일 것이고, 하반기 이후엔 증가 반전할 것으로 예상되기 때문이다. 신임 SKT/KT 경영진이 이전 경영/재무 정책을 이어갈 공산이 커 배당금 감소 가능성도 희박하다. 현 가격에서는 SKT와 KT를 중심으로 하락 시 마다 적극 매수에 가담할 필요가 있다는 판단이다.

그림 1. 2020년 SKT 주가 추이



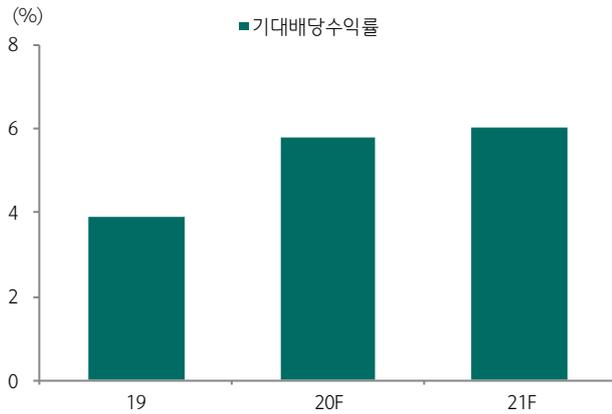
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 2020년 KT/LGU+ 주가 추이



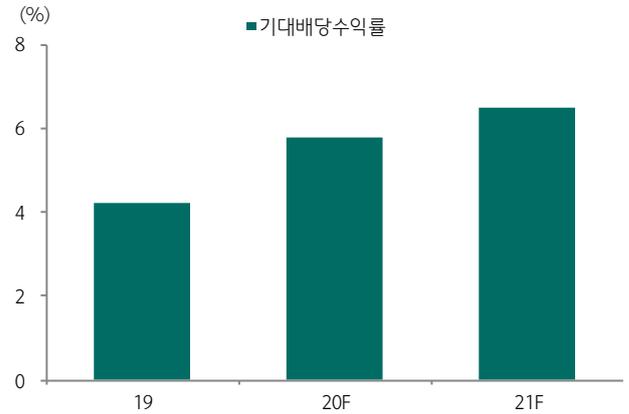
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 3. KT 기대배당수익률 전망



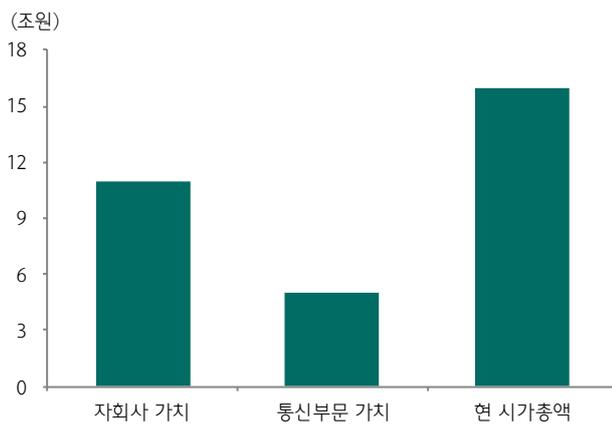
자료: KT, 하나금융투자

그림 4. SKT 기대배당수익률 전망



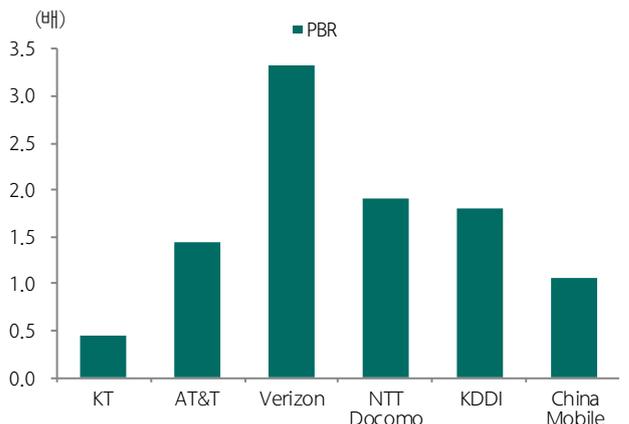
자료: SKT, 하나금융투자

그림 5. 현 주가 기준 SKT 자회사 가치와 통신 부문(본사) 가치 분석



주: 자회사 현 주가 및 IPO 예상 가격에서 30% 할인 기준
 자료: SKT, 하나금융투자

그림 6. KT와 글로벌 통신사 PBR 비교



주: 2020년 예상 실적 기준
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

(2) 일시적 통신부문 이익 감소에도 불구하고 SKT/KT 배당 감소 가능성 희박, 투자 전략상 이 가격에선 적극 매수할 필요 있어

(2) 올해 국내 통신 3사의 배당 감소 우려가 커지는 상황이다. 하지만 감소 가능성은 사실상 희박해 SKT/KT를 중심으로 주가 하락 시 마다 매수로 입할 것을 권고한다.

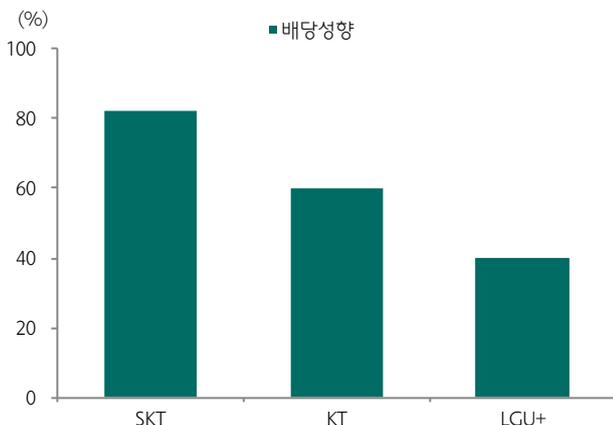
최근 국내 통신사 주가 하락의 배경에는 일부 투자자들의 배당 감소 가능성에 대한 우려도 한 몫을 하는 것으로 보인다. 당초 예상보다 통신사들의 올해 실적이 좋지 않을 듯한 데다가 SKT가 2월 2019년 4분기 실적 발표 컨퍼런스에서 향후 배당 지급 정책을 재검토할 필요가 있다고 언급한 바 있기 때문이다.

SKT 연결 영업이익은 2020년 3분기, 통신 부문 영업이익은 4분기는 되어야 전분기 및 전년동기비 증가 반전할 전망이며, KT 역시 2020년 2분기에나 연결 영업이익과 통신 부문 영업이익이 전분기 및 전년동기비 모두 증가 반전이 예상된다. 연간으로는 2020년 LGU+만 3사 중 유일하게 통신부문 영업이익 증가가 예상되며, SKT와 KT는 올해 모두 통신부문의 영업이익 감소가 예상된다. 따라서 올해 실적으로만 보면 배당 감소 우려가 생길 만한 상황이다. 통신 부문 이익 흐름을 기준으로 통신사들이 배당금 지급 수준을 결정하기 때문이다.

현재 국내 통신사 배당성향은 50% 수준으로 나타나지만 실제 배당성향은 이보다 훨씬 더 높은 편이다. 통신부문 이익 창출 능력만을 가지고 평가하면 그렇다. 사실상 KT는 60%, SKT는 80% 수준이다. 현 시점에서 SKT의 경우 그나마 기대할 수 있는 부분이 SK하이닉스 실적 개선으로 하이닉스로부터의 배당금 유입 증대가 예상된다는 점인데, 만약 코로나 19 영향으로 하이닉스 실적이 기대치를 크게 하회할 경우엔 고민스러울 수 밖에 없다는 점을 생각해 볼 필요가 있다.

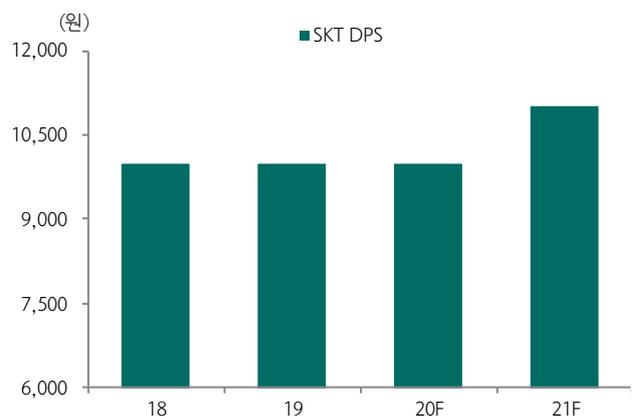
하지만 이러한 어려운 올해 영업 상황을 감안해도 국내 통신 3사가 2020년 배당금을 삭감할 가능성은 사실상 희박하다. 올해 영업이익 증가가 예상되는 LGU+는 어찌 보면 올해 최소한 배당금 동결이 유력하며, SKT와 KT 역시 배당금 감소 가능성은 현실적으로 낮다. SKT/KT가 올해 한 해만 보고 배당 정책을 펴는 것이 아닌 중장기 이익 전망을 토대로 배당금을 산정하는 경우가 일반적이기 때문이다. 여기에 SKT는 CEO가 연임되었고 KT는 CEO가 바뀌었지만 신임 구현모 CEO가 황창규 회장의 경영 방침을 어느 정도 승계할 공산이 커 올해 본사 이익 감소가 나타난다고 해도 배당금은 최소한 동결될 공산이 커 보인다.

그림 7. 2019년 기준 통신 3사 배당 성향



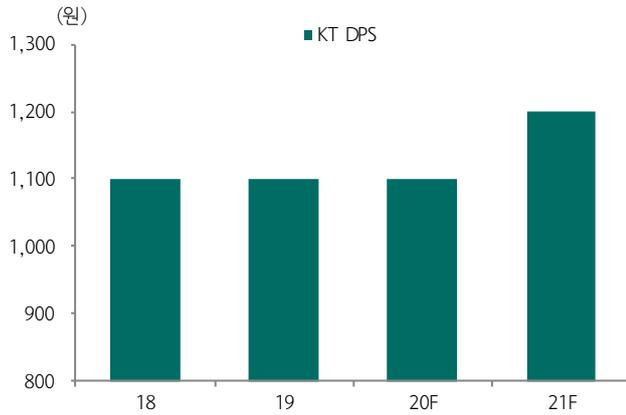
주: 통신부문 이익으로 배당 지급한다고 가정
자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. SKT DPS 전망



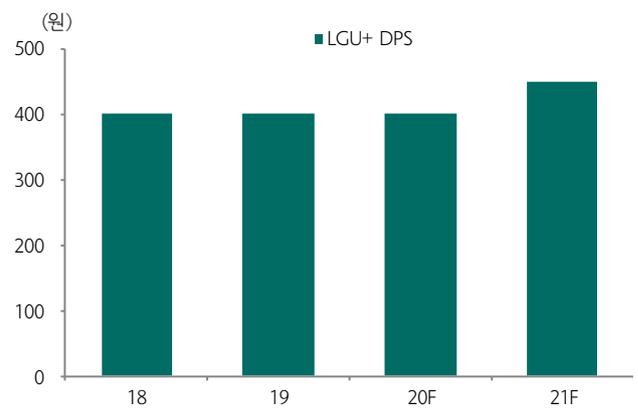
자료: SKT, 하나금융투자

그림 9. KT DPS 전망



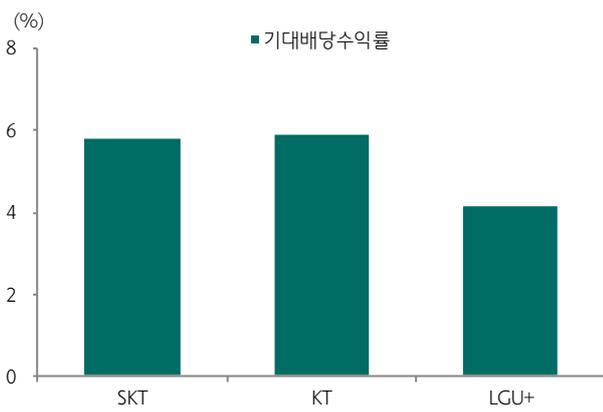
자료: KT, 하나금융투자

그림 10. LGU+ DPS 전망



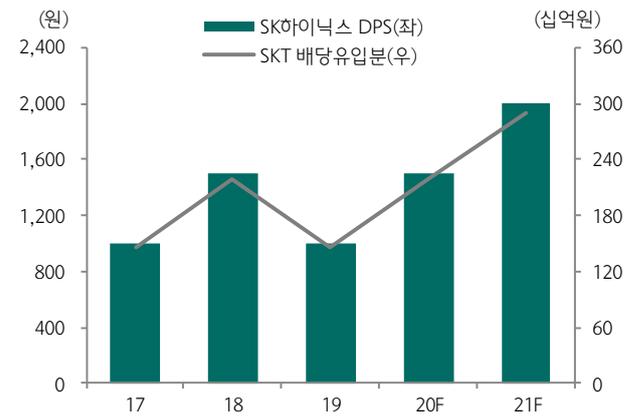
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 11. 통신 3사 2020년 기대배당수익률 비교



주: 통신부문 이익으로 배당 지급한다고 가정
자료: 각사, 하나금융투자

그림 12. SK하이닉스 DPS 및 SKT 배당금 유입분 전망



자료: SKT, 하나금융투자

(3) 5G 가입자수 빠르면
5월부터 재차 급증세로 전환 예상,
하반기 이후 이동전화매출액
증가 기대감 커질 수 있어

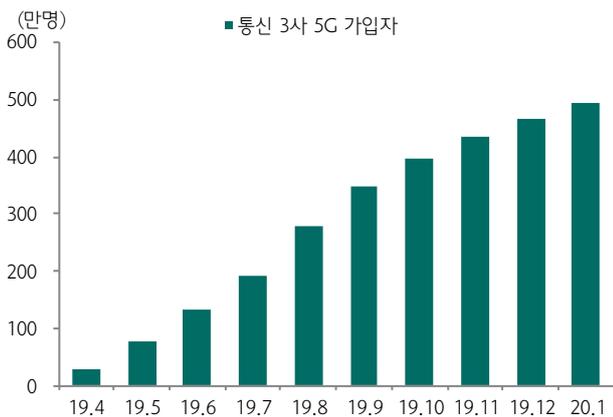
(3) 코로나 19 사태로 당분간 5G 가입자 부진이 예상된다. 단 5월 이후 재차 5G 순증 가입
자수 확대가 예상되어 장기 전망은 여전히 낙관적이다.

최근 5G 가입자 순증 폭이 크게 둔화되는 양상이다. 2019년 8월 88만명까지 확대되었던 5G 순증가입자수는 9월 67만명으로 줄어들었으며, 10월 52만명, 11월 37만명, 12월 31만 명, 2020년 1월엔 29만명으로 급감 양상을 보였다. 신형 아이폰이 LTE로 출시되고 통신사들이 2019년 2~3분기 마케팅비용을 너무 많이 집행함에 따라 자금 부족 양상을 나타낸 것이 5G 가입자 유치 부진의 가장 큰 이유였다.

3월 이후 5G 가입자 순증 폭 확대를 기대하는 투자자들이 있지만 단기간에 5G 순증 가입자 수 확대가 나타나긴 어려울 전망이다. 최근까지도 통신사들이 소극적인 마케팅에 임하고 있는 데다가 시장 기대작인 삼성 폴더블폰 갤럭시 Z 플립이 5G가 아닌 LTE로만 출시되었기 때문이다. 무엇보다 최근 코로나 19 사태로 대리점 내방 고객수 급감 양상이 나타나고 있어 당분간 5G 가입자 순증 폭 증가를 장담하기 어려워 보인다. 갤럭시 S20 출시를 감안해도 그렇다. 최근 내수만 보면 갤럭시 S20 판매대수는 지난해 S10 출시 당시에 훨씬 못 미치는 상황을 지속 중이다.

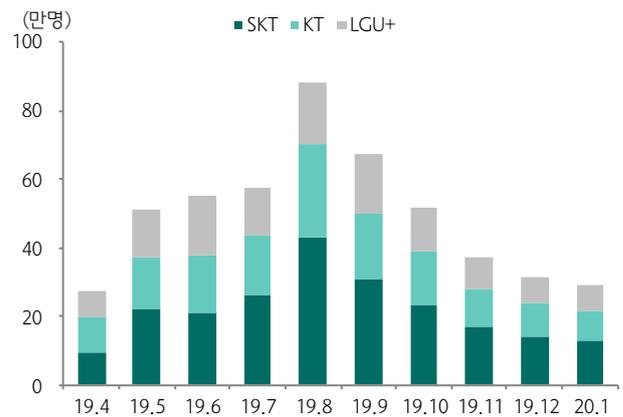
하지만 아마도 빠르면 2020년 5월 이후엔 국내 5G 순증 가입자 증가가 의미 있게 나타날 것으로 예상된다. 출시 2개월이 지난 갤럭시 S20 재고 밀어내기가 서서히 진행될 가능성이 높고 예측하긴 너무나 어렵지만 코로나 19 여파도 서서히 줄어들 것으로 판단되기 때문이다. 여기에 지방 5G 커버리지 확대, 수도권 인빌딩 투자 확대도 5G 가입자 증가에 한 몫 할 것으로 보인다. 아마도 올해 3분기 정도엔 월 5G 순증 가입자수가 100만명을 돌파할 것이라 판단이다. 3~4개월 후엔 재차 통신사 장기 이동전화매출액 증가에 따른 이익 성장 기대감이 높아질 것이라 판단이다.

그림 13. 통신 3사 5G 가입자 합계 추이



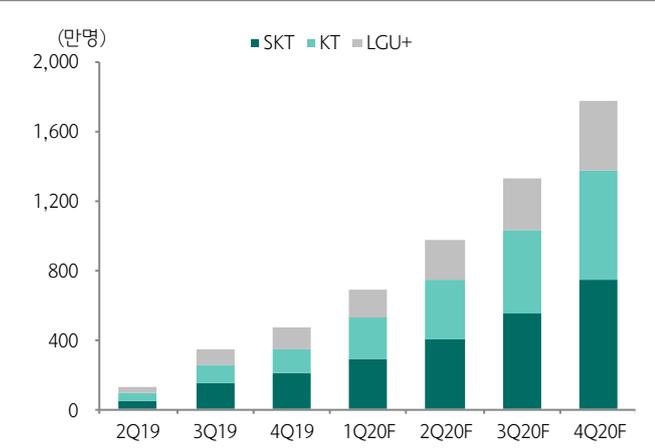
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 14. 국내 통신 3사 5G 순증 가입자 추이



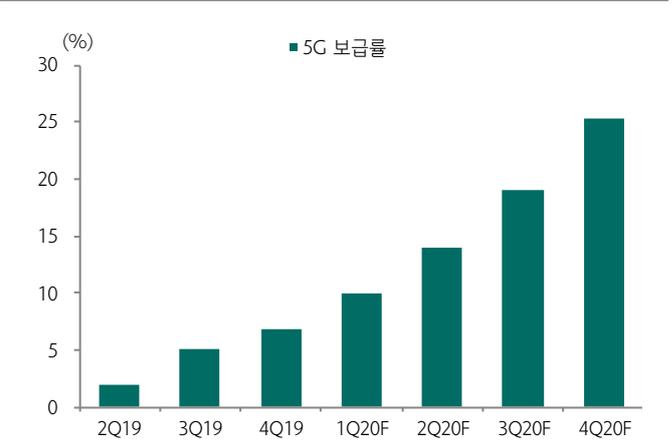
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 15. 국내 통신 3사 분기별 5G 가입자 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 16. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

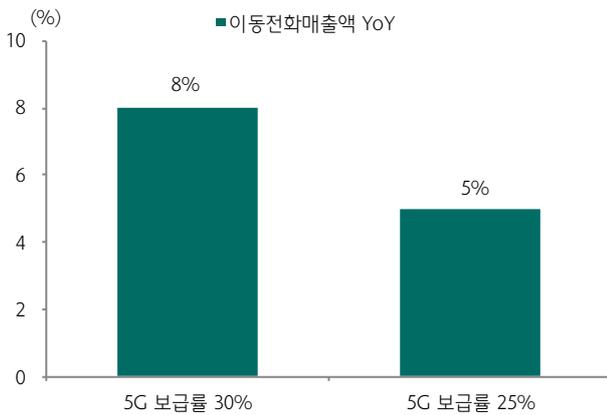
(4) 이동전화매출액/마케팅비용/감가비 추세 감안할 때 올해 3분기엔 통신산업 영업이익 턱어라운드 전망

(4) 국내 통신사 상반기 실적이 부진할 전망이지만, 2020년 3분기엔 턱어라운드가 예상된다. 이젠 서서히 매수해야 할 시점이라는 판단이다.

하나금융투자에서는 연초부터 2020년 상반기 국내 통신사 실적이 부진할 것이란 전망을 지속하고 있다. 실제 마케팅비용이 예상보다 덜 집행되고 있지만 회계상으로는 마케팅비용 증가가 지속될 것으로 보이는 반면 5G 가입자 순증 폭 둔화로 이동전화매출액이 당초 예상과 달리 정체될 전망이기 때문이다.

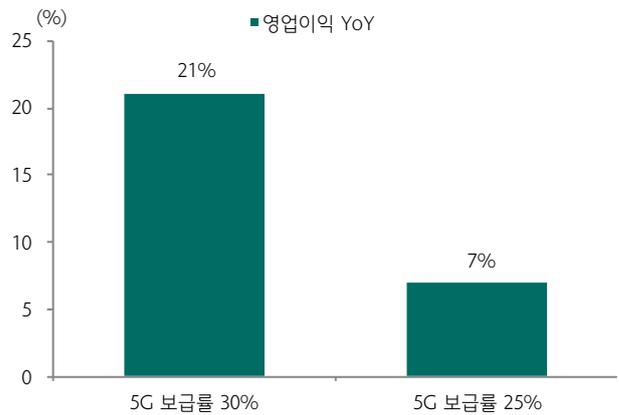
투자자들의 2020년 통신사에 대한 실적 우려는 지속 중이다. 올해 5G 보급률이 30%에서 25%로 하향 조정될 경우 통신사 이동전화매출액 성장률이 5%까지 낮아질 수 있는데 이미 컨퍼런스를 통해 통신 3사 경영진이 금년도 5G 가입자 전망치를 하향 조정한 상태이기 때문이다. 하나금융투자에서는 지난해 가을부터 발간 자료를 통해 2020년 국내 통신사 통신부문 영업이익 증가를 위한 최소 이동전화매출액 성장률을 4~5% 이상이라고 언급한 바 있다. 그런데 올해 5G 가입자 전망으로 보면 올해 통신 3사 본사 영업이익이 지난해 수준에 불과할 전망이다. 구체적으로 LGU+만 통신부문 영업이익 증가가 확실하고, SKT와 KT의 경우엔 보수적으로 보면 통신부문 영업이익 감소가 나타날 수 있다는 판단이다.

그림 17. 5G 보급률에 따른 2020년 통신산업 이동전화매출액 증감률



자료: 하나금융투자

그림 18. 5G 보급률에 따른 2020년 통신산업 영업이익 증감률

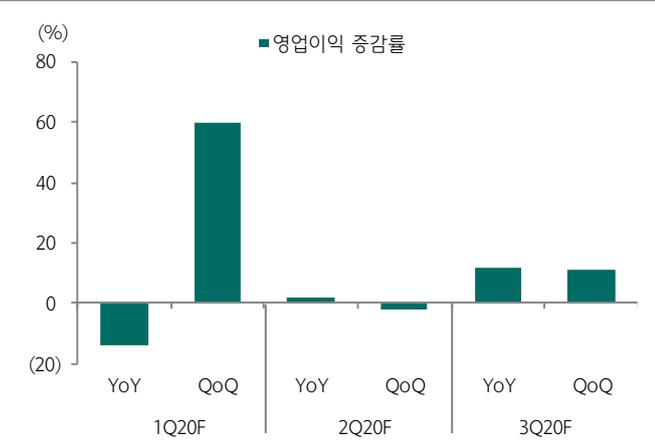


자료: 하나금융투자

하지만 이젠 우울한 2020년 상반기 전망에서 벗어나 하반기 이후 내년도 통신사 실적 전망에 대한 관심을 높일 것을 권한다. 이미 상반기 통신사 실적 우려에 대한 주가 반영이 충분한 상황이며, 기대배당수익률, 실질 기업 가치를 감안하면 주가 하방 경직성이 강하게 나타날 것으로 예상되는 데 하반기 이후 장기 실적 전망은 밝기 때문이다.

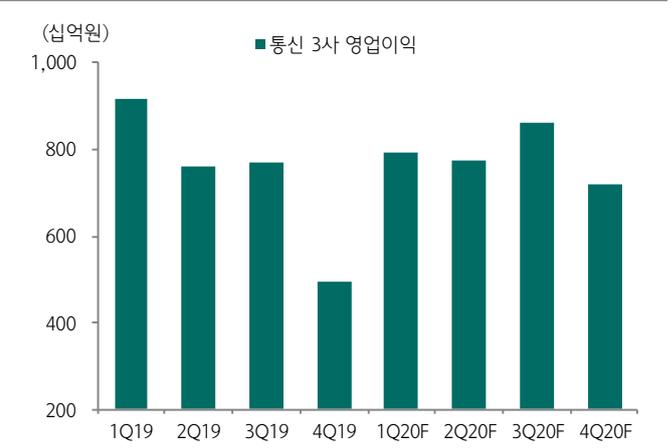
2020년 3분기엔 국내 통신사들의 실적 개선이 유력하다. 5G 가입자 증가에 따른 이동전화매출액 증가 효과가 3분기부터 재차 본격화될 것이며, IFRS 15 효과를 감안할 때 지난해 연말 이후 진행된 소극적인 마케팅 집행 효과가 올해 하반기부터 마케팅비용 정체로 나타날 공산이 크기 때문이다. 5G 가입자수를 감안한 이동전화매출액 추이와 IFRS 15 도입에 따른 가입자유치비용 이연 효과를 감안하면 이러한 결론에 도달한다. 2021년 실적 전망은 더 낙관적이다. 신입 CEO가 부임 2년 차인 내년 실적 성과에 초점을 맞춘 경영 전략을 펼 가능성이 높기 때문이다. 이동전화매출액 성장률이 가파르게 나타나는 가운데 마케팅비용 증가폭이 확실히 낮아지고 무형자산상각비 정체로 감가상각비 역시 증가폭이 줄어들 전망이어서 높은 이익 성장이 기대된다.

그림 19. 2020년 1Q, 2Q, 3Q 통신산업 영업이익 증감률 추정



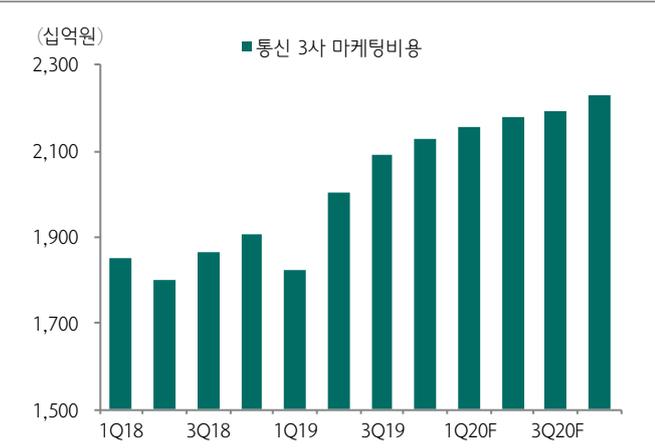
주: 3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 통신 3사 분기별 영업이익의 합계 추이 및 전망



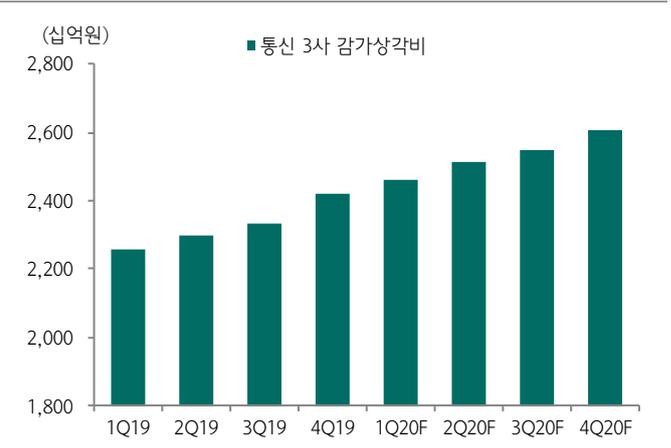
자료: 각사, 하나금융투자

그림 21. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 22. 통신 3사 분기별 감가상각비 합계 전망



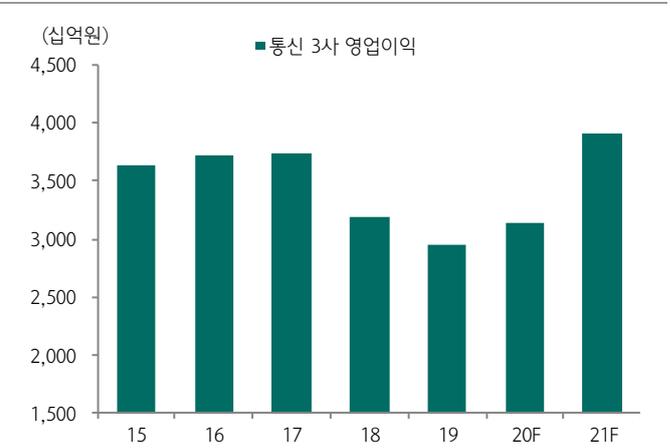
자료: 각사, 하나금융투자

그림 23. SKT 연간 본사(통신부문) 영업이익의 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 24. 통신 3사 연간 영업이익의 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(5) 요금 인가제 폐지, 리베이트 규제 강화 정책 하반기 이후 본격화될 전망, 어느 때보다도 규제 상황은 양호한 편

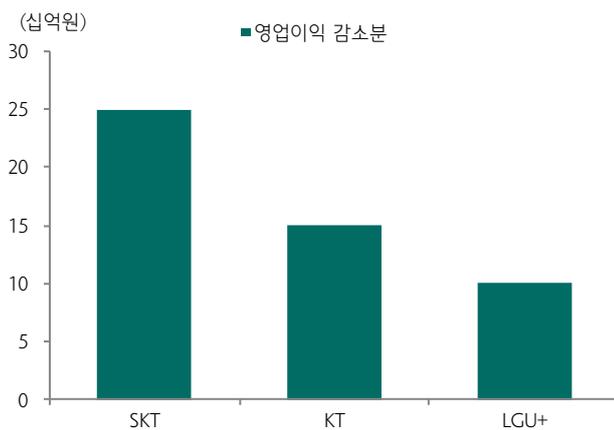
(5) 규제 상황이 어느 때보다 양호하다. 하반기 이후 빅 이슈가 터질 것으로 예상되어 당장은 호재가 없어 보이지만 길게 보면 이익 증가와 더불어 다수의 호재 출현에 따른 주가 상승을 기대해 볼만하다는 판단이다.

4월 총선이 코앞으로 다가왔지만 당초 하나금융투자 예상대로 인위적 통신요금인하를 주장하는 정당은 잘 보이지 않는다. 예전과는 사뭇 달라진 모습이다. 최근 코로나 19 사태에 따른 대구/경북 지역 요금 경감 조치와 대리점 금융 지원 및 수수료 인상 등은 인위적 요금인하로 보긴 어렵다. 기부금 성격이 강하기 때문이다. 아마도 2분기에 일회성으로 반영될 공산이 큰데 대략 SKT 250억원, KT 150억원, LGU+ 100억원에 달하는 비용 반영(또는 서비스 매출액 차감)이 예상된다. 대구/경북 지역 가입자 500만명에 이동전화 요금 1개월분 30%를 경감해 준다고 가정 시 그렇다.

흥미로운 점은 각 정당들이 인위적 통신요금인하에 대한 대안으로 총선 공약으로 요금인가제 폐지, 단말기 완전자급제 도입, 통신비 세액공제 혜택 부여 등을 주장하고 있다는 점이다. 5G 육성정책이 중요한 상황이라 인위적인 통신비 인하가 쉽지 않으니 차선책으로 등장한 것이라고 볼 수 있겠다.

물론 현실적으로 단말기 완전자급제 도입 및 통신비 세액공제는 추진하는데 부담이 적지 않다. 단말기 완전자급제 도입은 과거에도 정치권에서 강하게 추진했지만 대리점 반발에 막혀 중단된 바 있으며, 세액공제 역시 최근 법인세 감소 추세를 감안할 때 정부 부담이 적지 않기 때문이다. 하지만 최소한 요금인가제 폐지는 9월 정기 국회에서 논의가 가능할 것으로 보이며, 단말기 완전자급제는 리베이트 규제 법안 마련으로 우회하려 추진될 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.

그림 25. 코로나 관련 통신비 경감에 따른 통신사 영업이익 감소분 추정



주: 대구/경북 지역 이동전화 요금 1개월분 30% 경감 가정
자료: 하나금융투자

그림 26. 통신산업 하반기 규제 관련 핫 이슈 점검

- 1 요금인가제 폐지
- 2 단말기 완전 자급제 도입
- 3 리베이트 규제
- 4 통신비 세액 공제
- 5 5G 급행 차선 도입

자료: 하나금융투자

그림 27. 자유한국당 통신비 관련 4/15 총선 공약

- 1 통신비 세액공제 추진
- 2 요금인가제 폐지
- 3 단말기 완전자급제 도입

자료: 국회, 언론매체, 하나금융투자

특히 요금인가제 폐지 시 통신사 Multiple 상승에 적지 않은 도움될 전망

요금인가제 폐지가 다시 논의되는 이유는 1) 전세계 국가 중 유일하게 한국만이 요금인가제를 고수하고 있어 사업자간 자율적 경쟁을 막고 담합을 유도한다는 의견이 끊임없이 일어나고 있고, 2) 정부의 가장 효율적인 인위적 통신 요금 인하 수단이 되는 것은 사실이나 4차산업 혁명 시대를 맞이하여 연관 사업 발전에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 3) 과거 통신요금 인하에 치중해 나름대로 성과를 거두어냈지만 IT/플랫폼 산업 붕괴라는 뼈저린 정책 실패를 겪은 유럽의 실패 사례가 존재하고, 4) 질 좋은 서비스를 합리적인 비용을 지불하고 사용할 것인가, 아니면 서비스가 다소 불편하더라도 저렴한 가격의 상품을 사용할 것인가를 놓고 보면 결국 전자가 옳았다는 것이 전세계 규제 당국자들의 공통된 의견이기 때문이다.

현 상황을 감안 시 만약 요금인가제가 폐지된다면 통신사 주가에 긍정적 영향이 예상된다. 사업자간 요금 경쟁 심화에 따른 통신사 피해보단 인위적 요금 인하 압력 완화 수혜가 더 클 것이기 때문이다.

리베이트 규제 역시 마찬가지이다. 단말기 완전자급제 만큼은 아니겠지만 단통법 효과를 높일 수 있어 적지 않은 시장 안정화 효과 및 통신사 마케팅 비용 절감 효과가 있을 것으로 판단되기 때문이다. 암암리에 대리점별 수수료 지급 차별, 기간별 수수료 등락이 크게 나타났다는 점을 감안하면 대리점 리베이트 규제는 적지 않은 시장 직접 규제 효과를 낼 수 있을 것이란 판단이다.

그림 28. 요금인가제 폐지가 통신산업에 미칠 영향

- 1 통신사간 서비스 및 요금 경쟁 가속화 전망
- 2 통신사간 요금제 담합 현실적으로 어려움, 다양한 요금 전략 예상
- 3 정부 통신 요금 간섭 현재보다 크게 줄어들 전망
- 4 정부 주도 인위적 요금인하 아닌 사업자간 경쟁 통한 자율적 요금 인하 이루어질 전망

자료: 하나금융투자

(6) 미국 망중립성 폐지 계기로 국내에도 장기적으로는 통신사 망패권 강화에 도움될 전망

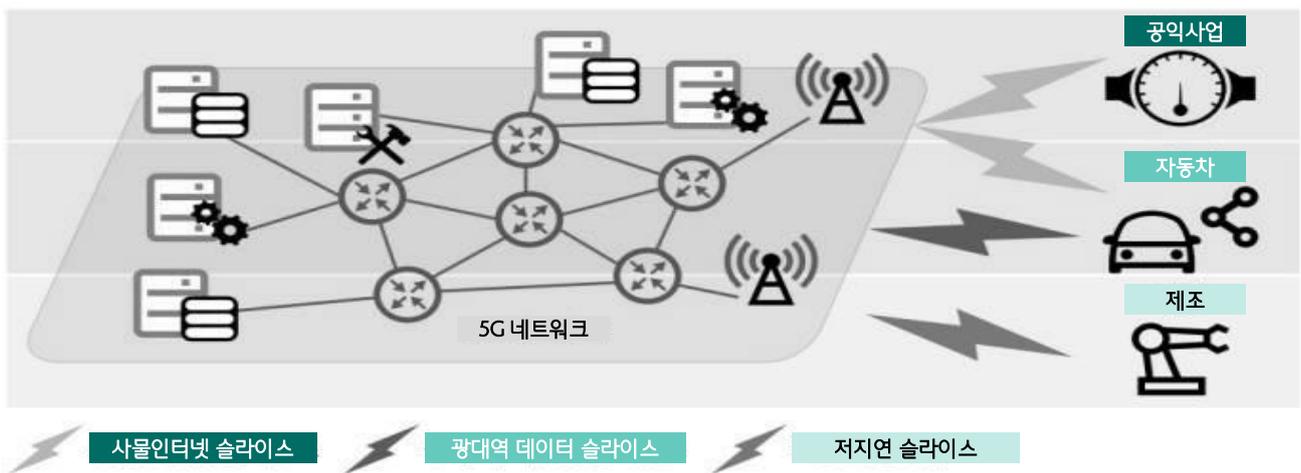
(6) 다소 시간이 필요하긴 하겠지만 장기적으로 통신사 망 패권 강화 양상이 점차 뚜렷해질 전망이다. 통신사 Multiple에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

얼마전 미국 법원이 사실상 망중립성 폐지를 인정하는 대형 사건이 발생하였다. 2020년 2월 미국 워싱턴 DC 연방항소법원 전원합의체가 콘텐츠제공사업자, 15개 주 정부 및 시민 단체 등이 신청한 망 중립성 폐지에 대한 재심 신청을 기각했기 때문이다. 법적인 분쟁 요소는 미국 FCC가 망중립성을 폐지할 수 있는 권한이 있는지를 따지는 것이었는데 항소법원이 FCC가 권한이 있음을 인정하면서 이제 미국에서 망중립성은 사실상 폐지되었다.

이러한 미국 망중립성 원칙은 국내뿐만 아니라 전세계적으로 엄청난 파장을 몰고 올 전망이다. 1) 플랫폼 강국인 미국이 망중립성 폐지를 결정하였다는 점, 2) 5G 생태계 조성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다는 점, 3) 구글세 도입 및 해외 기업 국내 서버 설치 의무화가 가속화될 전망이라는 점, 4) 과거 미국의 규제가 세계 각국에 미치는 영향이 컸다는 점 때문이다.

물론 대선 공약으로 망중립성 유지를 내건 현 정부가 당장 국내에서 망중립성을 공식적으로 폐지할 가능성은 낮다. 하지만 5G 육성 정책으로 선화하면서 이미 현 정부 스탠스가 어느 정도 통신사 망 패권을 인정해주는 방향으로 바뀌고 있어 관심을 높일 필요가 있다. 특히 진짜 5G를 도입하는 제도적 장치를 마련하는데 정부의 망중립성 정책 변화는 큰 도움이 될 전망이다. 하반기로 예상되는 5G 급행차선 도입 논의에서 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 급행차선을 허용하지는 쪽으로 의견이 모아질 가능성이 높기 때문이다.

그림 29. 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 비즈니스 모델



자료: 하나금융투자

하반기 5G 급행차선 허용 시
진짜 5G 조기 도래 기대감으로
통신사 PER 높아질 것

과연 5G 급행차선이 허용될 것인가 의아해하는 투자자들이 적지 않았지만 현실적으로 5G 급행차선은 허용될 가능성이 높다. 어찌 보면 정부가 공론화 과정을 거치는 셈인데 과거 사례를 보면 현 정부 출범 이후 공론화 과정을 거쳤을 때 대부분 시행된 경우가 많았기 때문이다. 여기에 5G 급행차선 허용이 오히려 소비자 혜택 증진에 도움이 될 가능성이 높고, 혁신 성장의 주체인 4차산업 육성에도 큰 도움이 된다는 측면도 허용 가능성을 높여주는 대목이다. 사실상 5G가 IoT, AI, VR, 빅데이터 등 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되는 양상이기 때문이다.

물론 IoT로 진화하는 5G 비즈니스모델의 실체가 아직 불명확하고 트래픽도 문제시 되지 않는 상황에서 당장 정부가 5G 급행차선을 허용해줄 가능성은 낮다. 아마도 진짜 5G로 진화하기 위한 통신사들의 시도가 본격화되어야 정부가 5G 급행차선 도입을 허용할 명분이 생기고, 실제 허용할 가능성이 높는데 아마도 올해 4분기 정도에나 이루어질 전망이다. 하지만 그렇다고 해도 현 시점에서 관심을 높일 필요가 있다. 통신사 주가가 낮은 수준에 위치해 있는데다가 5G 급행차선이 허용될 경우 통신사 망패권 강화를 통한 B2B/B2G 사업 모델 강화에 결정적 영향을 줄 수 있어 Multiple 확장과 연결될 공산이 크기 때문이다.

그림 30. 5G 급행차선 허용이 5G 통신정책협의회에서 결정될 경우 통신사 주가에 미칠 영향

- 1 Q의 성장/B2B 시장 성장에 따른 통신사 실적 향상 기대감 확산으로 통신주 장기 상승 국면 전개 예상
- 2 5G가 IoT로 확산되는 분위기 확산 시 Multiple 확장으로 주가 큰 폭 상승 전망
- 3 IoT는 사실상 요금인가제 적용받지 않는 상황, 규제 탈피한 이익 성장 가능성에 투자자들 환호할 듯

자료: 하나금융투자

(7) 금년도 하반기 이후 진짜 5G로 가기 위한 시도 본격화될 전망, 길게 보면 여전히 통신주 매력적

(7) 올해 하반기부터 진짜 5G 도입 이슈가 본격화될 전망이다. 아직까지 통신주가 5G 테마로 인해 제대로 된 시세를 낸 적이 없어 장기적으로는 매수 기회가 될 것이란 판단이다.

최근 5G가 IoT 시대로 진화하기 위한, 즉 진짜 5G 서비스 도입에 대해 투자자들의 관심이 높다. 진짜 5G로 진화하여 4차 산업의 핵심 인프라로 부상한다면 주식 시장에서 새로운 해석을 시도할 가능성이 높기 때문이다. 특히 현재 통신사 주가라면 더욱 매력적으로 느껴질 수 밖에 없다. 단통법 도입 이전 수준으로 주가가 회귀한 상황이기 때문이다.

현 시점에서 진짜 5G로 진화하기 위해선 1) 네트워크장비, 단말기 등 기술이 뒷받침이 되어야 하고, 2) 제도적 마련이 이루어져야 한다. 그런데 최근 데이터 3법 처리, 자율차 레벨 3 운행 허용 등 정부 규제가 양호한 흐름을 나타내고 있고, 5G 네트워크/단말기 개발 동향이 활발해 진짜 5G 조기 도입에 대한 긍정적 전망을 하게 한다.

특히 28GHz를 지원하는 네트워크장비 출시에 이어 단말기까지 상용화가 진행되고 있다는 점에 주목할 만하다. 20GHz 대역 이상 중 28/37/49GHz를 주로 대규모 트래픽을 소화하는 동영상 휴대폰 지원용으로 사용할 가능성이 높다는 점을 감안할 때 28GHz 지원 단말기 출시가 꼭 필요했는데 이제 본격화되는 상황이기 때문이다. 결국 6GHz 미만 대역 중 2.6/3.5/5.9GHz를 IoT 및 전국망 커버리지 용도로 사용할 것이란 점에서 보면 그렇다. 물론 아직은 5G가 IoT로 진화하기 위해서는 좀 더 시간이 필요해 보인다. 하지만 퀄컴의 28GHz 지원 단말 칩 출시는 5G SA로의 조기 진화 및 자율차/스마트팩토리/스마트시티 조기 상용화를 이끄는 첫 걸음이 될 것이란 판단이다. 버라이즌 사례로 볼 때 커버리지 및 통화 성공률이 너무 낮긴 하지만 급속한 장비 개발 속도를 감안할 때 최소한 핫 스팟 지역에서의 mmWave 장비 사용은 가능할 것 같다.

최근 달라진 정부 규제 상황도 진짜 5G 서비스 조기 도입에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 데이터 3법 처리, 자율차 레벨 3 허용 등으로 정부 IoT 규제 완화가 급물살을 타고 있으며, 2020년 내 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 급행차선 도입 논의를 예고한 상태라는 점에서 그렇다. 특히 최근 크게 이슈화되었던 2020년 초 빅데이터 3법 국회 통과는 장기적으로 통신 산업에 긍정적 역할을 수행할 공산이 크다. 1차적으로는 5G 자율차 조기 도입 가능성이 높아질 것이며, 아직 갈 길이 멀지만 장기적으로는 상업적 빅데이터 사용 가능성이 높아지기 때문이다.

그림 31. 진짜 5G 조기 출현에 중요한 변수



자료: 하나금융투자

특히 네트워크장비 업종과 달리
통신서비스 업종 주가
오른 것 없어 큰 기대 걸만 해

물론 현재 통신사를 보면 언제 진짜 5G 도입될 것인가라는 생각을 할 수도 있다. 통신사들의 진짜 5G 도입을 위한 준비가 아직 부족하기 때문이다. 28GHz 대역 투자에 대한 로드맵도 명확하지 않고, 스마트팩토리, 5G 자율차, 스마트시티에 대한 장기적인 생태계 조성에 대해서도 명확한 해답을 제시하지 못하고 있는 상황이다.

하지만 연말 정도면 상황이 달라질 수 있을 것으로 본다. 스마트시티 생태계 조성을 위한 구체적인 방안이나 과금 방식 제시가 이루어질 가능성이 존재하기 때문이다. 특히 하반기 이후 28GHz 투자 본격화로 장기 투자 방향이 설정될 가능성이 높아 통신사 주가에 긍정적 영향이 예상된다. 늦어도 연말엔 진짜 5G 시대 통신사 영업 전략 설정이 공유되지 않을까 싶다.

그림 32. 진짜 5G가 시작되었다고 판단할 수 있는 향후 예상 사건

- 1 28/37/49GHz 등 mmWave 투자 본격화
- 2 IoT용 5G 요금제 출시
- 3 B2B용 스마트팩토리/스마트시티 요금제 출시
- 4 정부 5G 네트워크슬라이싱 및 급행차선 허용

자료: 하나금융투자

3월 통신서비스 업종 수익률
KOSPI 수익률을 상회, LGU+만
시장대비 더 하락

3) 3월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회

최근 1개월간 통신서비스업종 수익률은 KOSPI 수익률을 상회하였다. 특별한 호재가 있었던 것은 아니고 주식 시장이 폭락 양상을 나타남에 따른 상대적 선전이였다. 경기방어주로서의 역할은 기대만큼 크지 않았다. 3개월간 수익률은 시장수익률 수준을 기록하였는데 5G 관련 주 가운데 5G 네트워크장비 업종이 강세를 나타낸 것과는 대조적이였다.

통신서비스 업종이 시장 조정기, 5G 관련주 강세에도 상대적 부진 양상을 나타낸 것은 한마디로 매출 성장과 이익 반등에 둘 다 실패하는 모습을 나타냈기 때문이였다. 특히 5G 가입자 순증 폭이 둔화됨에 따라 장기 실적 개선 기대감이 낮아졌고 올해 3분기는 되어야 통신사들이 의미 있는 실적 반등이 나타날 수 있다는 회의감이 주가 상승을 억눌렀다고 볼 수 있다. 현 추세를 감안할 때 최악의 경우 통신부문에서 이익 감소가 나타날 수가 있다는 불안감도 작용하였다.

종목별로는 3월엔 SKT/KT가 시장수익률을 소폭 상회한 반면 LGU+는 상대적으로 KOSPI보다 더 높은 주가 하락 폭을 나타냈다. MSCI 비중 상향 조정 상향에 따른 수급적 이점이 사라진 데다가 상대적 낮은 기대 배당수익률로 인해 주가 하방 경직성이 담보되지 못했기 때문이였다.

표 3. 2020년 3월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	(27.3)	(33.3)	4.2	(0.6)

주: 지수는 3/23 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

표 4. 2020년 3월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	(24.6)	(32.2)	6.9	0.6
KT	(28.5)	(35.6)	2.9	(2.9)
LG유플러스	(33.1)	(34.2)	(1.6)	(1.5)

주: 주가는 3/23 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

최근 시장 상황 감안 시
4월 통신주 성과 나쁘지 않을 전망,
큰 호재는 없지만
SKT/KT 투자 전망 양호 평가

4) 주식 시장 강세 전환 시기 상조, 4월 통신주 상대 성과는 나쁘지 않을 듯

4월에도 통신주 상대 성과는 나쁘지 않을 듯하다. 냉정히 따져볼 때 코로나 19 사태로 인한 국내 및 세계 경제 성장률 둔화 우려로 주식 시장이 강한 반등을 나타내는 데 한계가 있고 추가 하락 가능성을 배제하기 어려운데 SKT/KT의 경우엔 현 가격대에선 최소한 강한 하방 경직성을 나타낼 것으로 판단되기 때문이다.

물론 하나금융투자에선 연초부터 통신주에 대해 부정적 시각을 유지하고 투자 매력도를 보통으로 하향 조정한 바 있다. 단기 5G 가입자 순증 폭 둔화에 따른 올해 상반기 이동전화매출액 성장률 둔화 우려가 커질 것으로 보이며 작년 4분기에 이어 올해 상반기까지도 국내 통신사들이 의미 있는 실적 개선 양상을 나타내기 어려울 것으로 판단하기 때문이다.

하지만 투자 전략상으론 이제부터 통신주 매수에 나설 것을 권고하며, KOSPI대비 장/단기 상대 수익률도 나쁘지 않을 것으로 예상한다. 현 가격이면 올해 상반기 실적 부진이 주가에 기반영되었다는 판단이며, 기대 배당수익률 감안 시 KT/SKT의 경우 진바닥으로 평가되기 때문이다. 어차피 하반기 이후엔 재차 5G 기대감으로 주가가 상승 전환할 가능성이 높다는 점을 감안 시 통신주 매수도 상당히 괜찮은 대안이 될 수 있을 것이라 판단이다.

과거 10여년간 SKT/KT는 항상 기대배당수익률 6% 수준에선 여지없이 반등세를 시현한 바 있다. 현재 기대배당수익률이 SKT 5.8%, KT 5.9% 수준임을 감안 시 이젠 적극 매수로 대응할 시점이며, SKT/KT 위주로 적극 저점 매수에 돌입할 필요가 있다는 판단이다.

SKT/KT 위주로 저점 매수에 성공한다면 6개월 이상 장기로 볼 때 의외로 높은 수익률 달성도 기대된다. 이동전화매출액 추세를 감안할 때 결국은 기다리면 의미 있는 이익 증가와 더불어 주가 상승이 나타날 것이기 때문이다. 특히 최근 기술 및 규제 동향으로 볼 때 진보된 5G의 등장과 더불어 새로운 비즈니스 생태계 조성이 곧 이루어질 것으로 보여 장기 투자는 유망하다.

4월 부각될 통신 이슈는 그리 많지 않다. 1) 갤럭시 S20 출시, 코로나 19 사태 발생에 따른 5G 순증 가입자 추이, 2) 코로나 19 관련 통신사 대리점 지원 및 대구/경북 지역 가입자 통신비 경감 대책 발표, 3) 통신 3사 5G 불법 보조금 지급 관련 징계 수준 발표, 4) 국내 통신사 28GHz 투자 시점 논의, 5) 총선을 앞둔 각 정당들의 통신정책 추가 발표 정도가 관심사가 되지 않을까 싶다.

이렇다고 볼 때 통신주가 상승 반전할 만한 재료는 딱히 보이지 않는다. 무엇보다 코로나 19 영향에 따른 내방 고객수 급감으로 갤럭시 S20이라는 상반기 최대 전략폰 출시에도 5G 순증 가입자수가 2019년 3분기 수준으로 크게 증가하긴 어렵다는 점이 실망스럽다. 또 국가 재난 시 해외에서도 통신비 경감이 이루어진 사례가 다수 존재함을 감안할 시 대구/경북 지역 가입자에 대한 통신비 경감 및 대리점 지원이 이루어질 가능성이 높다는 점도 부담이다. 총선을 앞두고 인위적 통신요금인하 이슈가 불거지지 않는다는 점, 4월 방통위 통신사 징계 시 영업정지가 아닌 과징금 수준으로 제재가 이루어질 것으로 예상된다는 점이 그나마 위안거리일 뿐이다. 당장 호재는 없지만 주가 바닥 징후가 나타나고 있고 장기 투자는 매력적인 구간이라는 점에 주목해야 할 시점이다.

4월에도 부각될 통신산업 이슈 많지 않은 편, 장기적으로는 주가에 긍정적 영향 미칠 듯

표 5. 4월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> • 주중 이후 4월부터 통신 3사 CEO 본격 행보 예상, 조만간 추가 환원 정책 일부 공개될 듯 • 4월 총선에도 불구하고 통신요금인하 이슈 부각되지 않는 양상, 규제 상황 양호 • 미국 연방항소법원 망 중립성 폐기에 대한 재심 신청 기각, 사실상 망중립성을 폐지 • 데이터 3법 국회 통과, 5G가 IoT로 진화하는데 제도적 장치 마련될 수 있어 긍정적 • 한국당 총선 공약에 단말기완전자금지 도입/요금인가제 폐지 포함, 하반기 수면 위로 부상할 전망 • 퀄컴 mmWave 및 TDD/FDD 지원하는 스냅드래곤 X60 모델 공개, 진짜 5G 시대 곧 도래할 듯 • 정부 레벨 3단계 자율차 2020년 7월부터 도입 허용, 2020년 말부터 5G SA로의 진화 본격화 전망 • 정부 2024년까지 완전자율주행에 필요한 통신/교통체계 구축 예정, IoT로의 5G 진화 본격화 • 정부 IoT 서비스에 요금인가제 미적용, 향후 자율차/스마트시티에 5G 채택 시 요금 규제 어려워 • 정부 LGU+ C헬로 인수, SKB/티브로드간 합병 인가, 통신 3사 위주로 유료방송 재편될 듯 • 공정위 넷플릭스 불공정 약관 시정 요구, 해외 플랫폼 업체 규제 강화는 국내 통신사에 긍정적 • 정부/국회 현행 전파법 개정에 돌입, 통신사 주파수 반납 가능하고 이중 비용 부담 없어서 긍정적 • 삼성전자 28GHz 지원 5G 기지국 장비 상용화, 5G SA로의 진화 가속화/통신사 Multiple 활동 전망 • 5G가 2020년 IoT로 연결될 가능성 높아짐, 과거 인터넷 혁명 수준의 대형 이벤트로 부상 중 • 2020년 네트워크슬라이싱 통한 5G 급행차선 도입 논의 예정, 5G B2B 매출 증가 기대 • 과기부 연내 2G 종료 추진 방침, 망 효율성 증가로 2021년 SKT 실적에 도움 예상
부정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> • 2020년 1분기 통신 3사 영업이익의 전년동기비 감소 전망, 실적 우려 지속될 듯 • 통신 부문만 보면 2021년은 되어야 국내 통신산업 영업이익의 큰 폭 성장 가능할 전망 • 2020년 3분기에나 통신서비스 산업 영업이익의 턴어라운드 전망 • 통신 3사 CEO 올해 교체 또는 연임된 상황, 올해보다 2021년 이익 성과에 집중할 가능성 높음 • 최근 국내 5G 가입자 유치 부진, 통신사 2020년 국내 5G 보급률 하향 조정하는 양상 • 코로나 19 여파에 따른 내방 고객 급감, 당분간 5G 가입자 유치 부진 양상 지속될 전망 • 대리점 지원 정책 차원에서 지급 수수료 증액 양상, 1~2분기 통신사 마케팅비용 감소 어려울 듯 • 코로나 19 관련 통신비 감면 대구/경북 지역 가입자 대상 이동전화 요금 1개월 30% 경감 전망 • 통신 3사 5G 불법 보조금 관련 징계 4월 중 이루어질 듯, 과징금 부과 예상 • 문재인 정권에서 망중립성 유지 스탠스 지속해온 상황이라 국내에선 당장 폐지는 어려울 전망 • 국내 통신 3사 올해 통신부문 이익 정체 전망, 배당성향 볼 때 올해에도 배당금 증가 어려울 전망 • 2021년까지 통신 3사 CAPEX 8조원 이상으로 유지될 전망, 2020년 이후 감가비 부담 커지는 상황 • 2021년 5G 주파수 추가 할당 예정, 2022년 이후 재차 주파수상각비용 증가 전망 • 초고속인터넷도 보편적 역무에 포함, KT를 비롯한 통신사 초고속인터넷 수익성 악화 전망 • 2019년 통신사 가입자유치비용 증가로 2020년에도 통신사 마케팅비용 증가 지속될 전망 • IoT 기반의 5G 서비스 빨라야 2020년 말 이후에나 본격화될 전망 • 차세대미디어를 제외하곤 아직은 5G 킬러앱 명확하지 않은 상황 • 통신사 CAPEX 증가, M&A 본격화로 차입금 증가 예상, 통신사 단기 재무구조 악화 전망
종합 평가	<ul style="list-style-type: none"> • 통신사 장기 실적 전망 낙관적이지만 실적 회복엔 시간 걸릴 듯, 장기 매수로만 제한할 것을 추천

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick LGU+, 4월 매력도 SKT>KT>LGU+ 순

1) 12개월 Top Pick은 LGU+

12개월 Top Pick은 LGU+로 제시, 2020년 통신부문에서 유일하게 영업이익 성장을 기록할 것으로 판단하기 때문

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 LGU+로 제시한다. 장/단기 이익 흐름 및 성장성, 5G 도입에 따른 수혜 정도, 이동전화/초고속인터넷/IPTV 매출액 전망, 마케팅비용/감가상각비 등 비용 전망, 정부 규제 및 유통 구조 변화 예측, 신사업 및 M&A가 실적 및 주가에 미치는 영향, 자회사 실적 예상, 단말기/네트워크/유통 등 본원직 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 LGU+가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

LGU+는 무엇보다 2020년 통신 3사 중 유일하게 통신부문 영업이익 감소 가능성이 희박하다는 점을 높게 평가한다. 최악의 경우를 감안해도 올해 영업이익 감소 확률은 아주 낮다. 비용과 매출액이 같이 증가하는 현 시점에서는 향후 서비스매출액 증가 폭이 중요한데 3사 중 매출액 증가 폭이 가장 크게 나타날 것으로 판단되어 긍정적이다. 특히 MNO 가입자 성장과 더불어 5G 가입자 M/S가 현 M/S보다 높게 나타나고 있어 이동전화매출액 증가 속도가 3사 중 가장 크게 나타날 수 있다는 점을 강점으로 꼽을 수 있겠다. 투자자들의 장기 이익 성장 기대감이 높아질 전망이며, 장기 이익 증가 반전이 예상되는 현 상황에서도 역사적으로 Multiple 수준이 높지 않아 상대 투자 매력도가 높다는 판단이다.

표 6. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	<ul style="list-style-type: none"> 장기적으로 5G 큰 폭 수혜 예상, 장기 실적 전망 낙관적 11번가/캡스 IPO 추진 중, 자회사 실적 개선 지속될 전망 요금인가제 폐지/단말기 유통구조 개편 추진 등 규제 상황 긍정적 자회사 가치 감안 시 절대 저평가/자금 소요 없는 티브로드 인수 	<ul style="list-style-type: none"> 정부/정치권/언론 눈치보기로 지배구조개편 추진 지연 상황 미미하지만 이동전화 M/S 하락 지속되는 양상 통신부문만 보면 2020년에도 영업이익 감소 예상 하이닉스 이익 높지 않아 올해/내년 기준 PER 높은 편
KT	<ul style="list-style-type: none"> 이동전화 서비스매출액 증가로 장기 실적 전망은 낙관적 결합상품 규제/10G급 서비스 개시로 초고속인터넷 ARPU 상승 전망 점진적인 자회사 이익 기여도 향상 전망 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황 	<ul style="list-style-type: none"> 차기 CEO로 구현모 사장 선임, 구조조정 기대하기 어려울 전망 2020년에도 통신 부문 이익 성장 어려울 전망 낮은 ROE로 높은 자산가치 부각되기 어려운 상황 2020년 상반기까지도 상대적인 실적 부진 불가피
LGU+	<ul style="list-style-type: none"> 5G 도입 수혜 가장 클 전망, 장기 이익 성장 추세 이어질 전망 향후 실적 흐름/역사적 Multiple 감안하면 PER 수준 낮은 편 CEO/CFO 연임, 경영진 성향 감안 시 수익성 위주 정책 펼 전망 장기적으로 보면 CATV 가입자들의 매출 증가 요인 발생 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 장기 성장 전략 제시 미흡, 성장성 저하 추세 뚜렷한 상황 마케팅비용 통제 한계, 단기 마케팅비용 증가 지속될 전망 비용 증가로 부채비율 상승 전망, 단기 재무구조 악화 불가피 자금 소요 많은 상황, 배당성향 상향 조정엔 시간 걸릴 듯
종합평가	<ul style="list-style-type: none"> 장/단기 이익 성장률, 통신부문 이익 전망 감안 시 LGU+ 가장 투자 유망한 것으로 평가 	

자료: 하나금융투자

2) 4월 투자 매력도는 SKT>KT>LGU+, 단기적으로 주가 하방 경직성 따져야

하지만 단기적으로는 SKT를 가장 선호, 주가 하방 경직성 나타내는 가운데 장기 주가 전망 밝은 업체 매수하는 것이 전략상 유리할 듯

하지만 단기적으로는 주가 하방 경직성이 담보되는 가운데 장기 주가 전망이 밝은 업체를 선정하는 것이 더 유리할 것으로 판단한다. 어차피 주식 시장 투자 환경이 너무 좋지 않기 때문이다. 이러한 취지 하에 4월 통신서비스 종목별 투자 매력도는 SKT>KT>LGU+ 순으로 평가한다. SKT를 그나마 가장 좋은 투자 대안으로 평가하는 이유는 다음과 같다.

1) 자회사 가치 및 향후 통신부문 이익 흐름을 감안 시 과도한 저평가 상황이다. SK하이닉스/티브로드/ADT캡스/11번가의 현 시가 및 IPO 예정 가격을 감안하면 할인률을 적용해도 통신 부문에 대한 시가총액 반영이 4조원 수준에 불과하기 때문이다. LGU+ 현재 시가총액, 글로벌 통신사들의 PBR을 고려하면 이해할 수 없는 숫자이다. 결국 조그마한 재평가 계기만 나와도 SKT 주가는 급등할 공산이 크데, 올해 4분기에는 자회사 IPO 추진과 더불어 지배구조개편이 전개될 공산이 커 관심을 높일 필요가 있겠다.

2) 일부 투자자들 사이에서 배당에 대한 오해가 존재하지만 올해 SKT DPS는 최소한 전년 수준인 10,000원이 유지될 것이 유력한 상황이다. 최근 SKT 주가를 보면 올해 배당 감소 가능성을 우려하는 투자자들이 적지 않은 듯하다. 그렇지 않다면 설명하기 어려울 정도로 주가가 하락했기 때문이다.

투자자들의 배당 감소 우려에 대한 발단은 아마도 SKT가 2월 2019년 4분기 실적 발표 컨퍼런스에서 향후 배당 지급 정책을 재검토할 필요가 있다고 언급한 데서 비롯된 듯하다. 하지만 이는 잘못 해석된 부분이 크다. 어려운 올해 영업 상황을 감안해도 SKT가 2020년 배당금을 삭감할 가능성이 사실상 희박하기 때문이다. SKT의 경우 올해 한 해만 보고 배당 정책을 펴는 것이 아닌 중장기 이익 전망을 토대로 배당금을 산정한다. 내년도 이익 전망이 밝다는 점에서 배당 감소 결정 가능성은 극히 낮다. 2021년부터 SKT는 과거 하나금융투자에서 언급한 것처럼 중간배당은 자회사로부터의 배당 유입분, 기말배당은 본사(통신부문) 이익/현금흐름을 기준으로 지급할 공산이 크다. 그런데 이러한 방식으로의 배당 정책 변경을 투자자들이 배당 감소 가능성으로 오해한 것 같다.

물론 올해 SK하이닉스 실적이 코로나 19 영향으로 예상만큼 좋지 않을 수도 있다. 하지만 어쨌든 하이닉스 배당금은 증가할 가능성이 높고 SKT 통신부문 이익이 급감할 가능성이 낮기 때문에 올해 SKT 주당 배당금은 최소 지난해 수준인 10,000원을 유지할 공산이 크다. 또 2020년부터 2022년까지 자회사 이익이 지속 증가한다고 가정하면 2021년에는 중간배당 증가를 통한 배당금 증가가 예상된다.

3) 금년도 기대배당수익률이 5.8%에 달해 이제부터 강한 주가 하방 경직성 확보가 예상된다. 과거 SKT는 기대배당수익률이 6%를 넘어선 적이 없다. 앞서 언급한 대로 올해 DPS가 감소하지 않는다면 추가적인 주가 하락이 나타날 가능성은 사실상 희박하다고 봐도 무방하다. 특히 저금리 시대로 가는 현 시점에서 보면 더욱 그렇다. 고액 자산가 또는 절대수익형 펀드들이 투자할 1순위 업체가 될 공산이 커 투자 유망해 보인다.

4) 5월부터는 의미 있는 5G 순증 가입자수를 달성할 수 있을 것이며, 올해 3분기부터는 전년동기 및 전분기비 영업이익 증가 반전이 전망된다. 국내만 보면 코로나 19 사태가 정점을 지나가는 양상이며 이동전화매출액이 하반기엔 뚜렷한 증가 추세로 돌아설 것이기 때문이다.

SKT의 경우 투자 전략상 이제부터는 적극적인 저점 매수에 나설 것을 권고한다. 당장 단기 주가 성과가 좋을 것이라고 판단하긴 어려우나 장기적으로 주가 상승 가능성이 높고 무엇보다 강한 주가 하방 경직성이 확보될 것으로 판단하기 때문이다. 3개월 예상 주가 밴드를 165,000원~230,000원으로 제시하며, 12개월 목표주가를 33만원으로 유지한다.

표 7. SKT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	18	19	20F
매출액	16,873.9	17,743.6	18,279.8
영업이익 (영업이익률)	1,201.9 7.1	1,110.0 6.3	1,159.0 6.3
세전이익	3,976.0	1,162.6	2,020.9
순이익 (순이익률)	3,128.1 18.5	889.9 5.0	1,561.6 8.5

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

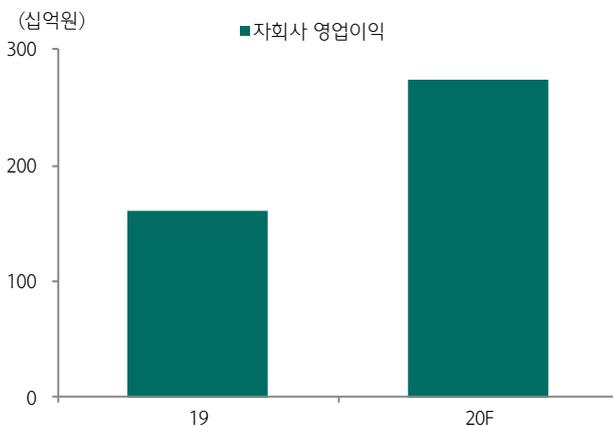
표 8. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	4,334.9	4,437.0	4,561.2	4,410.6	4,500.1	4,529.2	4,580.3	4,670.2
영업이익 (영업이익률)	322.6 7.4	322.8 7.3	302.1 6.6	162.5 3.7	291.6 6.5	283.4 6.3	308.5 6.7	275.5 5.9
세전이익	467.8	353.2	349.4	(7.8)	298.4	389.8	644.6	688.1
순이익 (순이익률)	379.2 8.7	263.4 5.9	274.4 6.0	(27.1) (0.6)	230.8 5.1	301.2 6.6	497.8 10.9	531.8 11.4

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

그림 33. SKT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 34. SKT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

3) KT도 이제 매력적, 적극적인 저점 매수 후 장기적 관점에서 보유해야

KT도 이 가격이라면 절호의 매수 찬스라고 판단, 장기적 관점에서 매수 후 보유하면 큰 이득 될 것

KT의 경우에도 이제부터는 적극적인 저점 매수로 대응할 것을 추천한다. 길게 보면 절호의 매수 기회가 될 수도 있을 것으로 판단하는 데 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 올해 배당금이 1,100원으로 유지될 것임을 감안하면 기대배당수익률이 5.8%에 달해 강한 주가 하방 경직성 확보가 예상된다. 역사적 배당수익률밴드로 볼 때 절대 낮은 수준에 위치해 있으며 향후 추가적인 주가 하락 폭은 극히 제한적일 것이란 판단이다. 과거 황창규 회장 취임 당시와는 달리 CEO 교체에도 불구하고 배당 정책 변화 및 올해 배당금 감소 가능성이 희박하기 때문이다.
- 2) 일부 우려와 달리 KT의 경우 CEO 교체에도 불구하고 배당을 비롯한 경영 정책이 크게 변화할 가능성이 낮다. 전임 황창규 회장을 모시던 구현모 CEO가 차기 CEO로 선정되었기 때문이다. 차기 CEO 성향을 봐도 마찬가지로 결과가 예상된다. 이미 신입 CEO는 기존 사업에서의 요금제 업셀링을 통한 매출액 성장, 인위적 구조 조정이 아니더라도 정년 퇴직에 의한 연간 1천명에 달하는 인력 감축, 꼭 필요한 소규모 M&A 추진을 표방한 바 있다. 머지 않아 주총 이후 언급되었지만 주가 부양 차원에서 배당금에 대한 우려를 제거하는 경영진의 발언이 나올 가능성이 높다는 판단이다.
- 3) 하반기부터 신입 CEO가 2021년 호실적 달성을 위한 준비 과정에 진입할 공산이 커 길게 보면 사실상 이제부터 장기 호황 국면으로의 진입이 예상된다. 올해 상반기까지는 부진한 실적이 지속되었지만, 5G 가입자 증가에 따른 이동전화매출액 증가 효과가 재차 본격화될 것이며, IFRS 15 효과를 감안할 때 지난해 연말 이후 진행된 소극적인 마케팅 집행 효과가 올해 하반기부터 마케팅비용 정체로 나타날 공산이 커 하반기 이후 실적 전망은 밝다.
2021년 실적 전망은 더 낙관적이다. 신입 CEO가 부임 2년 차인 내년 실적 성과에 초점을 맞춘 경영 전략을 펼 가능성이 높기 때문이다. 이동전화매출액 성장률이 가파르게 나타나는 가운데 마케팅비용 증가폭이 확실히 낮아지고 무형자산상각비 정체로 감가상각비 역시 증가폭이 줄어들 전망이어서 높은 이익 성장이 기대된다.
- 4) 가입자, 회선 가치, 부동산 가치를 감안하면 말도 안되는 저평가 상황이다. 현재 KT 주가는 극단적인 저평가 상황이다. 부동산 가치, 회선 가치 등만 가지고도 그렇게 판단할 수 있지만, 막대한 유치비용이 소요되는 가입자를 보유하고 있다는 점을 감안하면 현재 시가총액은 지나칠 정도로 낮다. 낮은 ROE 수준을 감안해도 그렇다. 현 주가는 KT 통신 부문이 향후 적자를 기록할 수 있다고 가정한 수준이다. 그런데 현실적으로 그러한 일이 벌어질 가능성은 낮다. 장기적으로 이동전화매출액 증가 추세가 이어질 전망이다. 게다가, 올해 통신부분 이익이 감소할 것으로 추정되지만 미미한 수준일 것이고, 하반기 이후엔 증가 반전할 것으로 예상되기 때문이다.

투자 전략상 장기적 관점, 절대 수익 추구 관점 하에 KT 매수에 적극 나설 것을 권고하며, KT 3개월 예상 주가 밴드를 18,000원~23,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 9. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	18	19	20F
매출액	23,460.2	24,342.2	25,168.5
영업이익 (영업이익률)	1,261.5 5.4	1,151.0 4.7	1,192.0 4.7
세전이익	1,090.7	979.7	917.7
순이익 (순이익률)	688.5 2.9	619.1 2.5	626.6 2.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

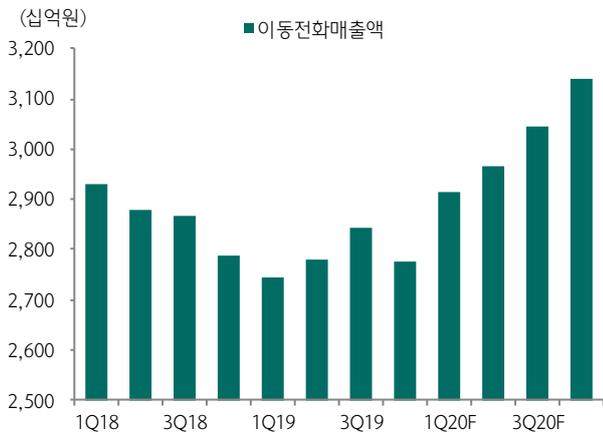
표 10. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	5,834.4	6,098.5	6,213.7	6,195.5	6,209.0	6,265.2	6,271.8	6,422.5
영업이익 (영업이익률)	402.1 6.9	288.2 4.7	312.5 5.0	148.2 2.4	310.4 5.0	298.8 4.8	344.7 5.5	238.0 3.7
세전이익	397.7	283.6	270.3	28.1	249.0	238.8	287.2	142.6
순이익 (순이익률)	231.1 4.0	173.9 2.9	189.7 3.1	24.4 0.4	171.8 2.8	163.9 2.6	201.2 3.2	89.8 1.4

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

그림 35. KT 분기별 이동전화매출액 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 36. KT 분기별 IFRS 15 기준 마케팅비용 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 37. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 38. KT PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

현재 시장 상황 감안하면
단기 LGU+ 투자 매력도는 낮음,
5월 말 이후 천천히 매수에
나설 것을 추천함

4) LGU+는 주가 하방 경직성 장담 어려움, 시장 상황보며 천천히 매수해도 될 듯

하나금융투자에서는 LGU+를 공식적으로 통신서비스 업종 Top Pick으로 제시하고 있다. 하지만 국내 통신서비스 업황을 올해 상반기까지 부정적으로 보고 있으며, 현 시점에서 통신주는 무엇보다 주가 하방 경직성 확보가 가장 중요할 것으로 판단하고 있다. 그래야 당장 탄력적인 주가 상승을 나타내진 못해도 KOSPI와 상관없이 주가 하방 경직성 확보가 가능하고, 장기 주가 전망이 밝다면 거액 자산가나 절대수익형 투자자들의 매수세 유입을 기대할 수 있기 때문이다. 현재와 같은 거시 환경에서 연간 세후 5%에 달하는 배당수익률 확보가 가능하고 자본 이득도 추가로 기대할 수 있는 확실한 상품을 찾는 일이란 대단히 어려운 작업이다. 따라서 현 시점에서 무엇보다 통신주 기대배당수익률이 가장 중요할 수 있다.

그런데 이러한 컨셉에서 보면 LGU+는 투자 매력도가 3사 중 가장 떨어진다. 올해 배당 증가를 기대하기 어렵다는 점을 감안 시 기대배당수익률이 4.1%에 불과하기 때문이다. 통신 3사 중 유일하게 2020년 통신부문에서 영업이익의 성장이 예상되고 3사 중 가장 먼저 분기별 영업이익이 증가 전환할 것이라고 해도 당장 매수하기엔 부담이 적지 않다. 다가올 1분기 실적이 부진할 전망이다. 그러나 코로나 19 사태 발생에 따른 통신비 경감 등 일회성비용 반영을 감안 시 2분기 실적도 크게 부각되긴 어려울 것으로 판단되기 때문이다. 여기에 최근 5G 가입자 유치 실적이 저조함에 따라 이동전화 ARPU 성장 및 매출액 증가 기대감이 낮아지고 있어 높은 Multiple 형성도 기대하기 어렵다.

무엇보다 현재 LGU+의 가장 큰 문제는 5G 가입자 정체로 성장성 측면에서 치명적인 문제점이 발생하고 있다는 점이다. LGU+의 5G 순증가입자수는 2019년 12월/2020년 1월 각각 7만명 수준에 머물렀으며, 2월 역시 9만명 수준에 불과할 전망이다. 그런데 이러한 부진한 5G 가입자수는 성장주로 분류되던 LGU+ 주가에 부정적인 영향을 미칠 공산이 크다. 올해 이동전화매출액 전망치 하향과 더불어 장기 이익 전망치 하향 조정이 나타날 수 있기 때문이다. 특히 2020년 상반기 이동전화매출액 성장률이 크게 둔화될 것으로 보여 주가 상승의 걸림돌이 될 것으로 판단된다. 성장 기대감 저하와 더불어 5G 성공에 대한 확신이 낮아질 것이기 때문이다. 현재와 같은 5G 가입자 흐름과 이동전화 ARPU 수준을 바탕으로 LGU+에 높은 PER을 부여할 투자자들은 많지 않다. 단기 주가 하락 폭이 크게 나타났지만 당장 탄력적인 주가 반등이 나타나긴 어려울 전망이다. 통신서비스 업종이 턱어라운드할 5월 말 이후에나 탄력적인 주가 반등을 시도할 것이라 판단이다.

LGU+ 3개월 예상 주가 밴드를 9,000원~12,000원으로 예상하며, 12개월 목표주가를 18,000원으로 유지한다.

표 11. LGU+의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	18	19	20F
매출액	12,125.0	12,757.9	13,465.2
영업이익	731.0	684.0	796.0
(영업이익률)	6.0	5.4	5.9
세전이익	648.3	571.8	687.6
순이익	481.7	438.9	550.1
(순이익률)	4.0	3.4	4.1

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

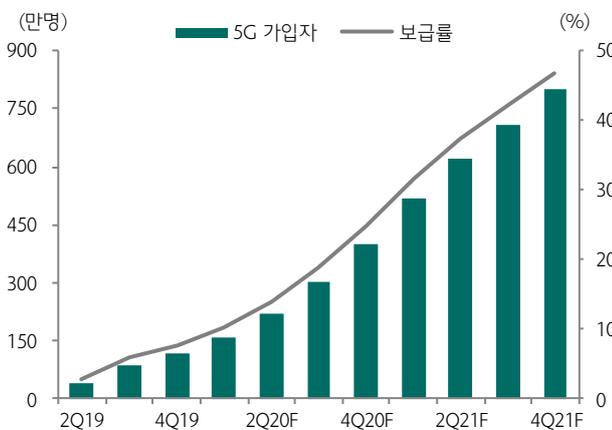
표 12. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,020.4	3,199.6	3,244.2	3,293.8	3,252.9	3,318.5	3,384.6	3,509.2
영업이익	194.6	148.6	155.9	185.1	189.6	191.9	208.3	206.3
(영업이익률)	6.4	4.6	4.8	5.6	5.8	5.8	6.2	5.9
세전이익	175.6	132.3	136.0	128.0	164.2	164.5	181.8	177.1
순이익	132.6	98.5	104.5	103.3	131.4	131.6	145.4	141.7
(순이익률)	4.4	3.1	3.2	3.1	4.0	4.0	4.3	4.0

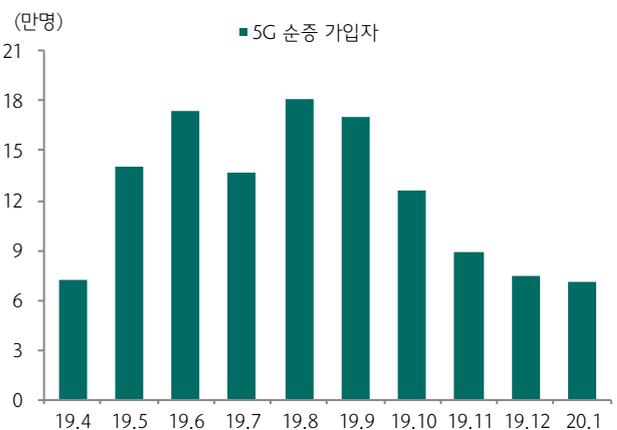
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 39. LGU+ 5G 가입자 및 보급률 전망



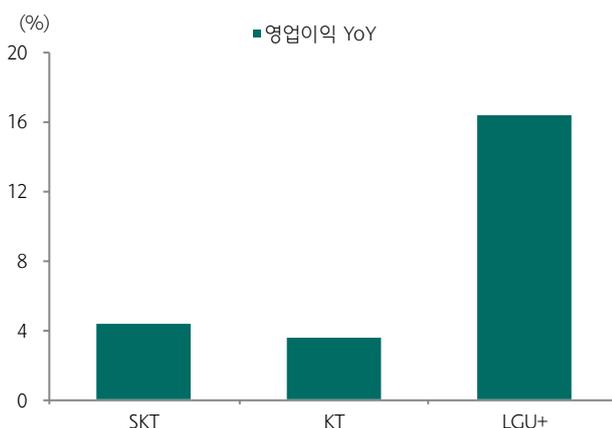
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 40. 월별 LGU+ 5G 순증 가입자 추이



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 41. 통신 3사 2020년 연결 영업이익 성장률 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 42. LGU+ IFRS 15 기준 분기별 마케팅비용 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

표 13. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SK텔레콤	매수	330,000원	• 선택약정요금할인 부정적 효과 감소/5G 수혜로 장기 실적 전망 낙관적, 자회사 실적 개선 본격화
KT	매수	35,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가, 2020년엔 연결 실적 개선 예상
LGU+	매수	18,000원	• M/S 상승, 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 경영진 연임으로 수익성 위주 정책 펼칠 것

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

표 14. 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(3/23)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SK텔레콤	165,500원	165,000~230,000원	9.0	0.6	• 2020년엔 연결 영업이익 증가 전망, 주가 하방 경직성 강할 듯
2	KT	17,650원	18,000~23,000원	7.9	0.3	• 가격 메리트 큰 편, 배당 감소 가능성 희박, 자산가치대비 절대 저평가
3	LGU+	9,470원	9,000~12,000원	7.8	0.6	• 올해 통신부문 이익 성장 전망, 상대 주가 하방 경직성 약할 듯

주: 2020년 예상 실적 기준, 단 투자 매력도는 향후 1개월 기준
 자료: 하나금융투자

표 15. 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(4월)	순위(3월)	순위 변화	사유
SK텔레콤	1	2	▲1	• 기대배당수익률 감안 시 주가 하방 경직성 강할 것, 자회사 감안 시 장기 배당 전망 낙관적
KT	2	3	▲1	• CEO 교체 이후 2021년까지 장기 실적 전망은 낙관적, 배당 유지될 것이어서 절대 저평가 영역
LGU+	3	1	▼2	• 2분기 이후 실적 개선 전망, 하지만 주가 상승은 5월 말 이후로 전망, 당장 주가 하방 확보 어려움

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
 자료: 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 시장 과열 예상하기 어려운 국면, 주가엔 도움 안돼

1) 삼성 갤럭시 S20보다는 코로나 19 영향이 더 큰 상황

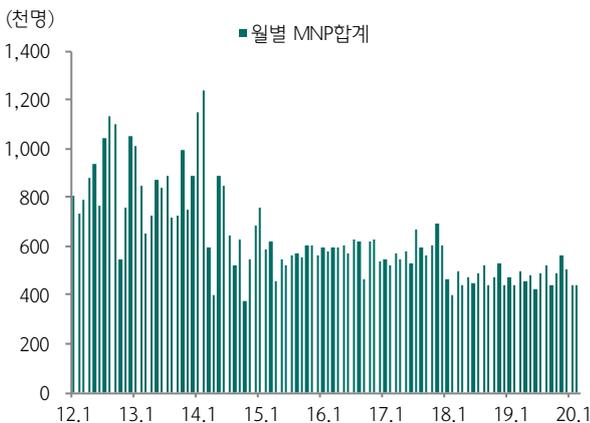
갤럭시 S20 출시에도
5G 순증 가입자수
크게 늘지 못하는 양상 전개 중

삼성 갤럭시 S20이 출시되었지만 통신 시장이 좀처럼 살아나지 못하는 양상이다. 갤럭시 S20 국내 개통수는 3/11일 현재 35만명 수준으로 파악되는데, 예약 가입자수 감안 시 작년 갤럭시 S10 초기 개통 수에도 미치지 못하는 부진한 양상을 지속 중이다.

가장 큰 이유는 역시 코로나 19 여파에 따른 내방 고객 급감 때문이다. 특히 5G 폰의 경우 고가 프리미엄 단말기가 대부분이어서 대리점 방문 없이 온라인으로 개통하는 데 부담이 커 파장이 더 큰 상황이다. 여기에 과거 갤럭시 S10대비 절반 수준의 공시지원금 영향도 적지 않다. 통신사들이 아직까지도 지난해 2~3분기 과다 집행한 보조금에 부담을 느낀 탓이다.

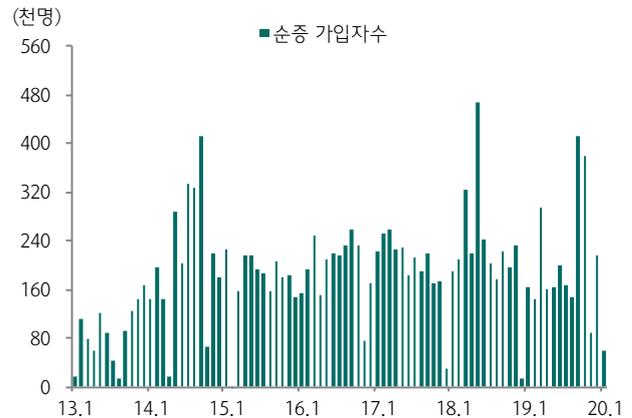
최근 코로나 19 사태에 대응하기 위해 정부가 영세 대리점 지원 정책을 펴고 있다. 통신사들도 이에 부응하기 위해 대리점 지급 수수료를 오히려 증액시켜주는 양상이지만 당장 통신 시장이 회복되고 5G 가입자수가 큰 폭의 증가 양상을 나타내는 데엔 다소 시일이 필요해 보인다.

그림 43. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



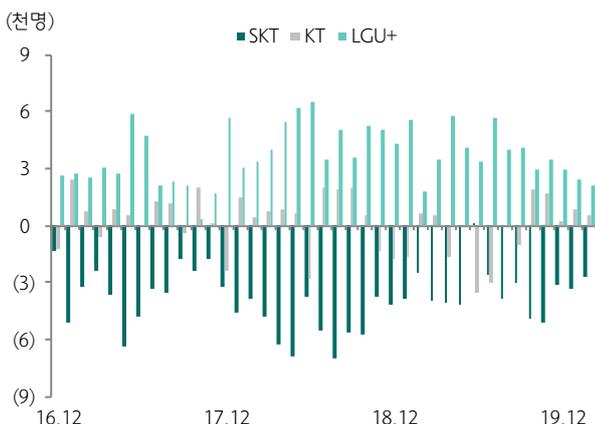
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 44. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



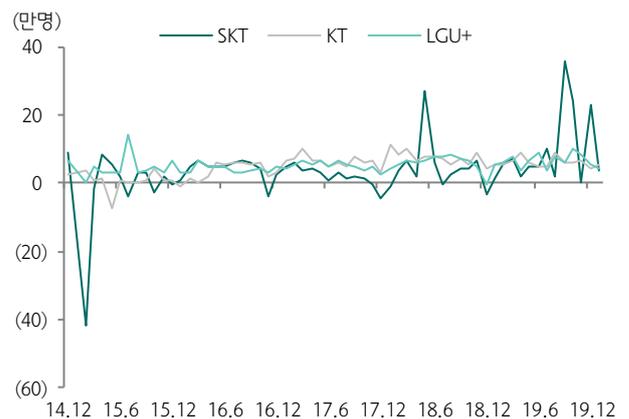
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 45. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



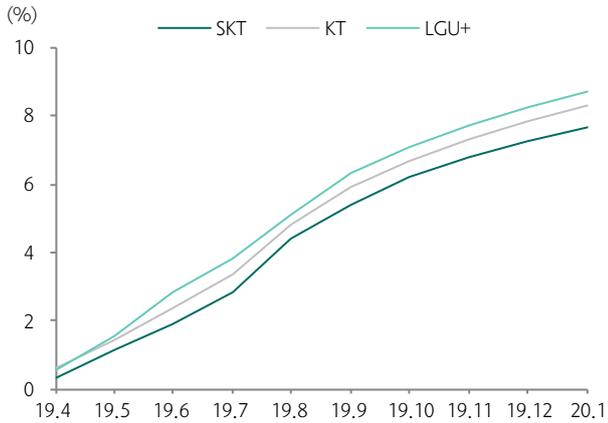
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



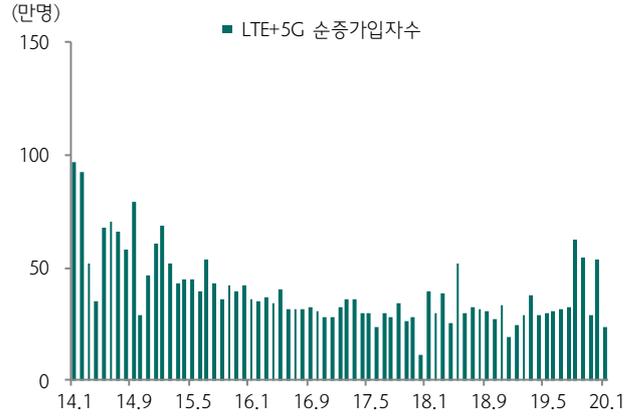
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. 통신3사 5G 보급률 추이



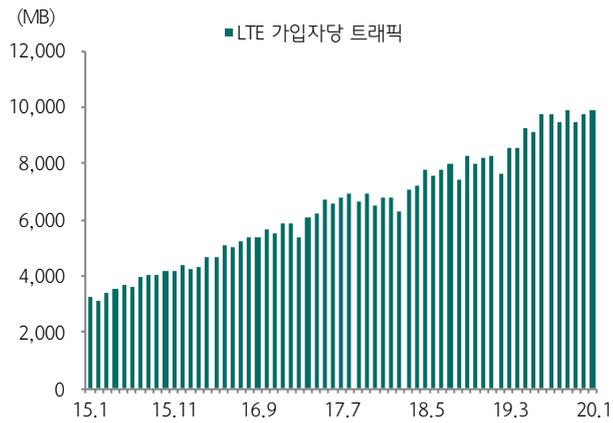
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. LTE+5G 순증가입자 동향



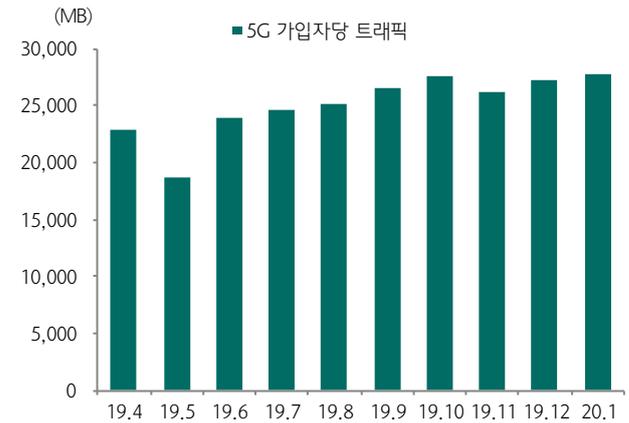
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 49. LTE 가입자당 트래픽 추이



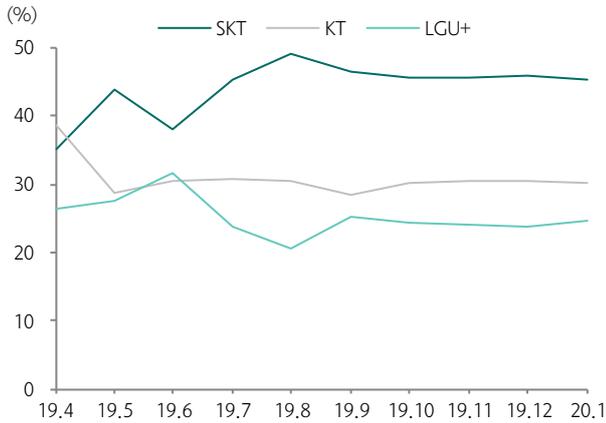
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. 5G 가입자당 트래픽 추이



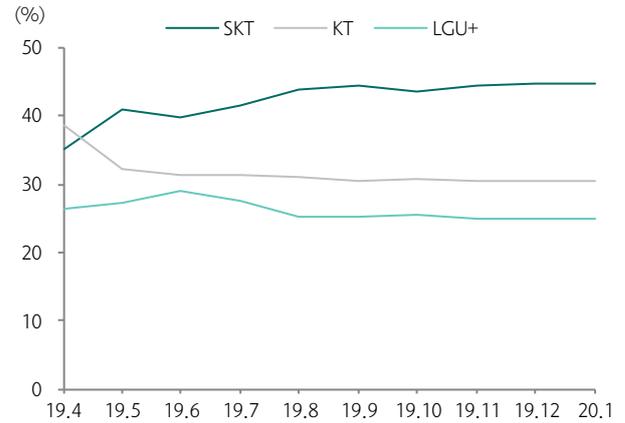
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 51. 5G 순증 가입자 M/S 동향



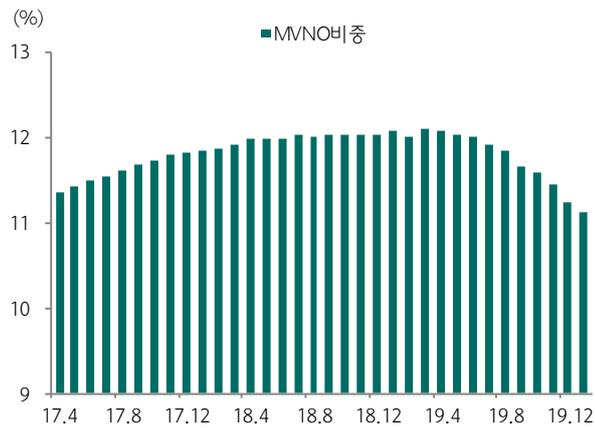
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 52. 5G 누적 가입자 M/S 동향



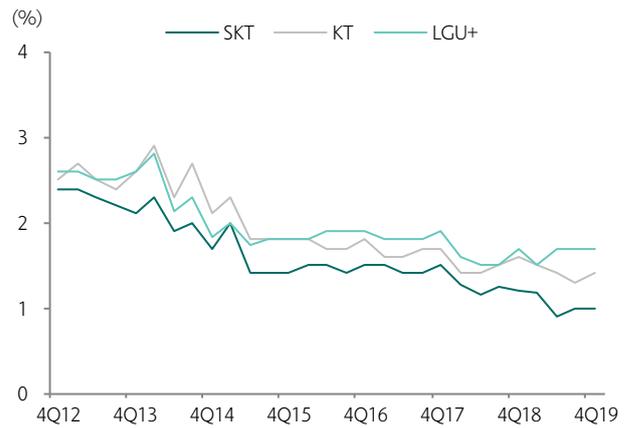
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 53. MVNO(재판매) 비중 추이



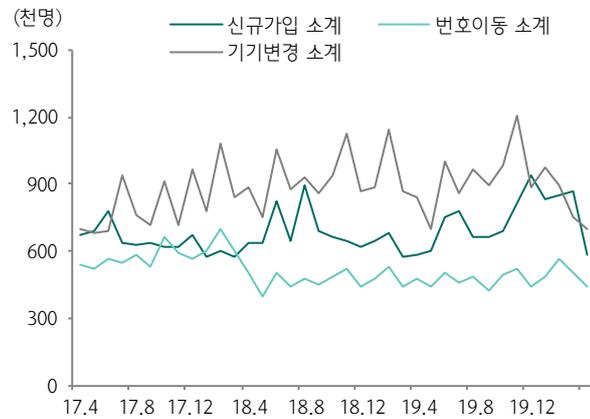
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 54. 이동통신3사 분기별 해지율 추이



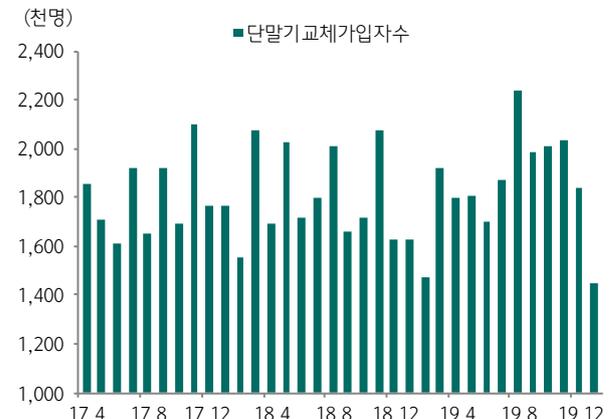
자료: 각사, 하나금융투자

그림 55. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 56. 통신3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

갤럭시 S20 밀어내기 시작되고
코로나 19 영향 줄어들
5월 이후에나 5G 순증 가입자수
재차 증가할 전망

2) 당분간 시장 침체 이어질 전망, 5월 이후에나 점진적 회복 예상

당분간 통신시장은 침체 양상이 좀 더 이어질 전망이며 빨라야 5월 이후에나 5G 가입자 순증 폭이 다시 커질 것으로 판단된다. 이러한 예상을 하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 코로나 19 여파가 예상보다도 더 크다. 일단 오프라인 시장이 크게 축소된 상황이다. 사실상 통신 시장이 활성화되고 고가의 5G 요금제 가입자를 유치하려면 대리점 역할이 중요한데 2~3월 상황만 보면 거의 손을 놓고 있다고 봐도 무방할 정도다. 빨라야 5월 이후에나 코로나 19 영향이 줄어들면서 재차 5G 가입자 유치가 활성화될 전망이다.
- 2) Z플립이 LTE로만 국내에 출시되었으며 국내 출시용 갤럭시 S20은 28GHz가 지원되지 않는다. 당초 예상보다 5G 커버리지 확대가 늦어지면서 소비자들의 5G 선호도가 낮아지고 있는데 해외와는 달리 국내용 갤럭시 S20은 mmWave를 지원하지 않으면서 장기 5G 진화 기대감 역시 낮아지는 상황이다. 굳이 빨리 5G로 이동할 필요가 없다는 가입자들이 다시 늘고 있다.
- 3) 신임 통신사 CEO들이 올해보다는 2021년 실적 개선에 관심이 높은 상황이다. 3사 CEO가 올해 공교롭게 교체 또는 연임되었는데 냉정히 따져볼 때 올해보다 취임 2년차인 내년도 성과가 중요하기 때문이다. 그런데 연초부터 5G 가입자 유치에 열을 올려 올해 가입자유치비용이 지난해보다 큰 폭으로 증가하게 되면 2021년도 이익 성장을 장담하기 어렵다. 올해 많은 가입자유치비용을 투입할 경우 2021년 실적에까지 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 아마도 5~6월은 되어야 공격적인 5G 가입자유치가 다시 전개될 것 같다.
- 4) 일부에선 수장이 바뀐 KT를 주목하는데 CEO 교체에도 불구하고 KT발 시장 경쟁 격화 가능성은 낮아 보인다. KT가 수익성에 치중한 정책을 펼 것으로 예상되지는 않지만 그래도 경영진 입장에서는 경쟁사와 마찬가지로 2021년 영업이익 증가를 염두에 둔 경영 전략을 펼칠 수 밖에 없기 때문이다. 2020년 가입자유치비용을 증가시킬 경우 2021년 실적에 영향을 줄 수 있어 거센 마케팅 전략을 펼 가능성은 낮다.

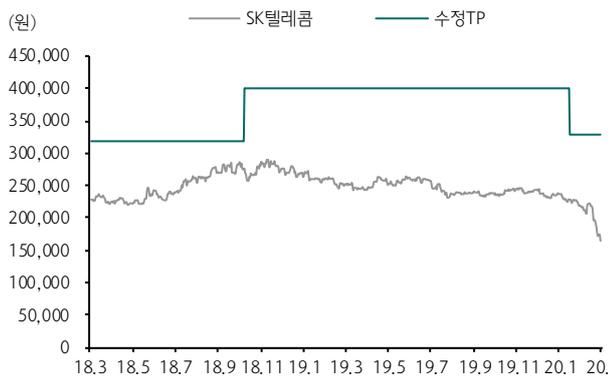
그림 57. 당분간 통신 시장 침체 및 5G 가입자 성장 둔화가 예상되는 이유



자료: 하나금융투자

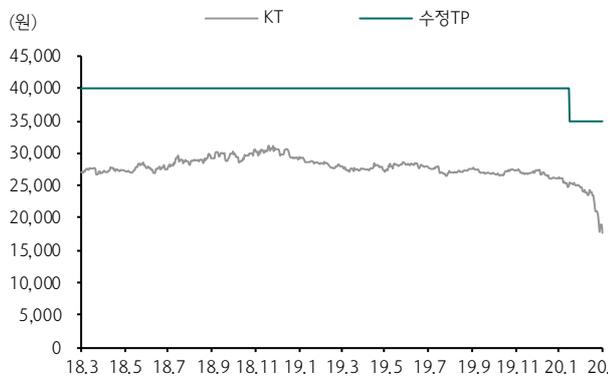
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000		
18.10.30	BUY	400,000	-37.04%	-27.63%
18.3.26	BUY	320,000	-23.24%	-10.63%
17.6.29	BUY	280,000	-7.38%	1.25%

KT



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000		
18.3.26	BUY	40,000	-30.01%	-22.13%

LG유플러스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000		
18.8.20	BUY	23,000	-35.44%	-20.43%
18.3.26	BUY	20,000	-32.52%	-18.75%
17.6.8	BUY	18,000	-20.99%	-5.56%

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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 25일

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 2020년 3월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 3월 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.