2020년 4월 28일 I Equity Research

통신서비스 5월 투자 전략

단기 실적보다는
장기 업황 및 현재 주가를 볼 시점

- 5월 매력도 '보통'으로 유지, 하지만 매수 타이밍 잡아야
- 5월 매력도 SKT=KT=LGU+, 월초 SKT, 월말엔 LGU+ 사야
- 코로나 19 영향으로 통신시장 침체 좀 더 이어질 전망

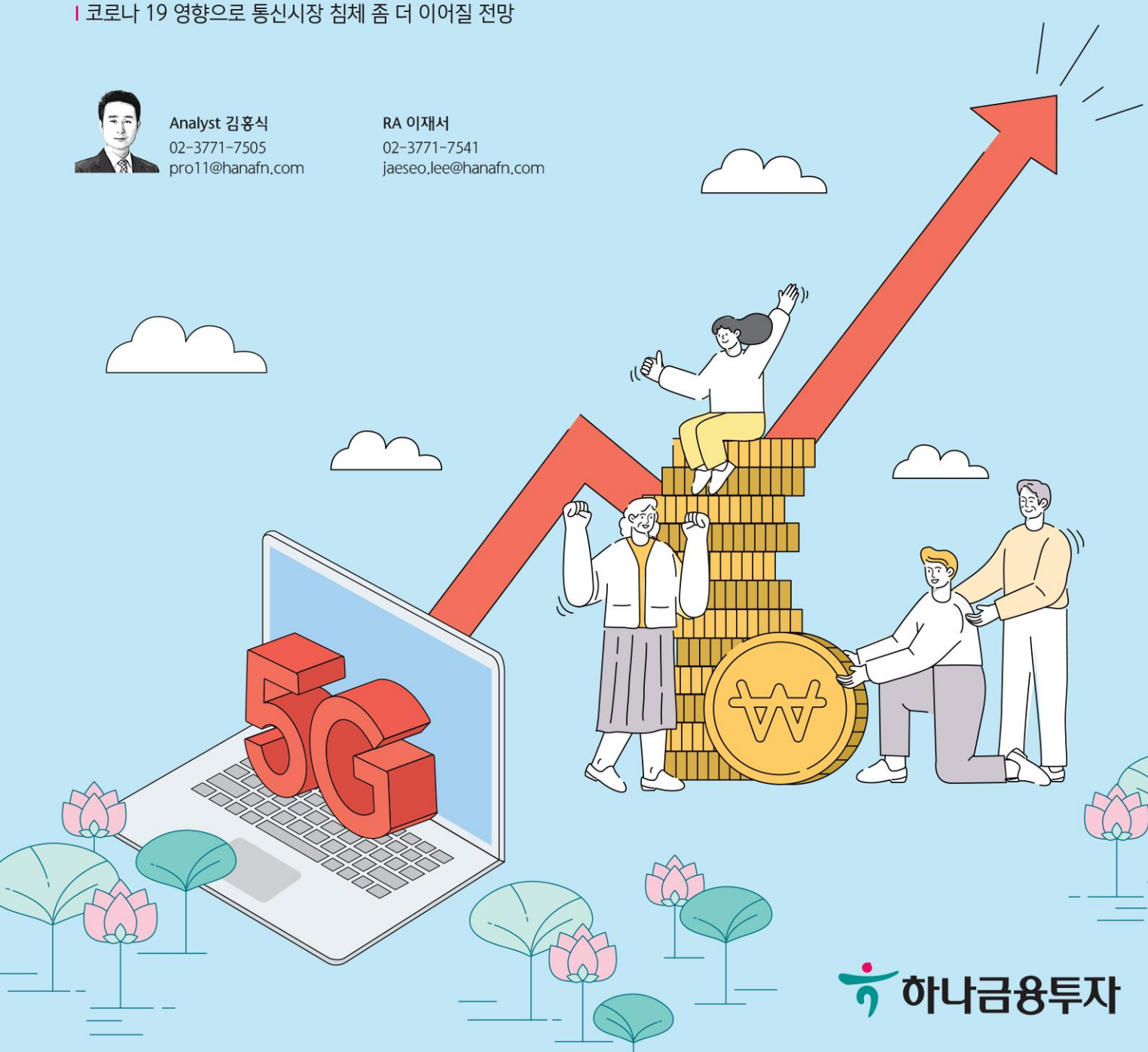
Update

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) I BUY I TP 330,000원 I CP(4월27일) 213,000원
KT(030200) I BUY I TP 35,000원 I CP(4월27일) 23,600원
LG유플러스(032640) I BUY I TP 18,000원 I CP(4월27일) 13,200원

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

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



하나금융투자

CONTENTS

1. 5월 통신서비스 업종 투자 매력도 '보통'으로 유지 3

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지 3

2) 5월 매력도 '보통'으로 유지, 하지만 이제 서서히 매수 타이밍 잡아야 3

3) 4월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회 26

4) 5월 말 이후 통신주 흐름에 주목, 월초 SKT, 월말에는 LGU+ 선호 27

2. 12개월 Top Pick LGU+, 5월 매력도 SKT=KT=LGU+ 순 29

1) 12개월 Top Pick은 LGU+ 29

2) 5월 투자 매력도는 SKT=KT=LGU+, 월초 SKT/KT, 월말 LGU+ 공략 추천 30

3) KT 여기선 의외의 높은 주가 상승률도 기대할 수 있을 전망 32

4) LGU+는 5월 말 이후 본격 주가 상승 기조로 전환할 것으로 판단 34

3. 경쟁환경 – 코로나 여파 지속, 5월까진 시장 침체 예상 37

1) 코로나 19로 인한 대면 영업 침체로 5G 가입자 유치 부진 양상 지속 37

2) 6월 이후에나 통신시장 다소 활기를 띨 전망, 마케팅 안정 지속 예상 40

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2020년 4월 28일 I Equity Research

통신서비스 5월 투자 전략

단기 실적보다는 장기 업황 및 현재 주가를 볼 시점

5월 매력도 '보통'으로 유지, 하지만 매수 타이밍 잡아야

5월 통신서비스 업종 투자매력도를 '보통'으로 유지한다. 하지만 투자 전략상으론 타이밍을 잡아 장기적 관점에서 적극 매수로 대응할 것을 권고한다. 1) 가격 메리트가 어느 때보다 높은 데다가 기대배당수익률로 볼 때 경험상 큰 수익이 날 수 있는 상황이고, 2) 1Q 실적이 부진하나 쇼크 수준은 아닌 데다가 주가에 기반영되어 있다는 판단이며, 3) 3분기 통신서비스 업종 영업이익 턴어라운드가 유력한 데다가 5G 가입자가 6월부터는 의미있는 증가세로 전환이 예상되고, 4) 코로나 19 사태 이후 트래픽이 급증하고 비대면 문화가 정착 중이어서 5G 기반 4차산업 육성과 함께 트래픽 증가에 따른 통신사 수혜가 예상되며, 5) 일본의 5G 급행차선 도입 논의 개시는 하반기 국내 5G 급행차선 도입을 촉진할 가능성이 높아 5G 생태계 조성 및 통신사 주가에 긍정적이고, 6) 총선 결과로 보면 요금인가제 폐지/리베이트 규제 강화가 예상되기 때문이다.

5월 매력도 SKT=KT=LGU+, 월초 SKT, 월말엔 LGU+ 사야

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 올해 통신부문에서 가장 양호한 성과를 나타낼 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 5월 종목별 선호도는 SKT=KT=LGU+로 단기 수익률엔 큰 차이가 없을 것으로 판단한다. 단 월초엔 SKT를 집중 공략하고 월말엔 LGU+를 집중 매수할 필요가 있다고 판단한다. SKT는 가격 메리트와 내년도 이후 재료 출현 가능성에 주목할 것을 권하며, KT도 이 가격이라면 의외의 높은 주가 상승도 기대할 수 있을 것으로 예상한다. LGU+도 5월 말 이후엔 본격적인 매수에 나설 것을 추천한다. 1분기 실적 이후엔 장기 실적 개선 기대감이 높아질 것으로 판단되기 때문이다.

코로나 19 영향으로 통신시장 침체 좀 더 이어질 전망

3월 번호이동가입자가 다소 증가하고 5G 가입자 순증 폭도 커지긴 했지만 여전히 통신시장은 침체 국면을 지속 중이다. 통신사 경영진들이 비용 증가를 우려해 올해 들어 마케팅에 소극적으로 임한 탓도 있지만 코로나 19 여파로 대면 영업이 어려워지면서 5G 가입자 유치가 부진한 영향이 가장 크다. 당분간 통신시장은 침체 양상을 좀 더 이어갈 것으로 보이며, 6월 이후에나 5G 가입자 순증 폭이 다시 커질 전망이다. 1) 코로나 19 여파로 대리점 내방 고객 수가 급감했고, 2) 통신사 경영진들의 소극적 마케팅이 상반기까지 지속될 전망이며, 3) 28GHz 대역 미지원으로 5G 단말기 차별성이 떨어지는 상황인 데다가 커버리지가 부족하고, 4) 6월에나 갤럭시 S20 재고 밀어내기가 시작될 전망이기 때문이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(4월 27일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	213,000원
KT(030200)	BUY	35,000원	23,600원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	13,200원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	52,060	54,468	56,050	58,857	61,764
영업이익	십억원	3,204	2,947	3,180	3,852	4,689
세전이익	십억원	5,725	2,716	3,389	4,865	5,867
순이익	십억원	4,298	1,948	2,557	3,693	4,470
EPS	원	6,090	2,760	3,622	5,232	6,334
증감률	%	18.62	(54.68)	31.23	44.45	21.06
PER	배	7.97	17.29	11.26	7.79	6.44
PBR	배	0.82	0.70	0.60	0.57	0.54
EV/EBITDA	배	4.35	4.04	3.56	3.30	2.76
ROE	%	10.11	4.46	5.67	7.76	8.80
BPS	원	64,235	65,497	67,453	71,019	75,549
DPS	원	1,631	1,631	1,631	1,768	1,768

주: 통신3사 합계, 4월 27일 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

Analyst 김홍식 02-3771-7505

1. 5월 통신서비스 업종 투자 매력도 '보통'으로 유지

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지, 가격 메리트 큰 데다가 높은 이동전화매출액 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 (5월)	투자의견 (4월)	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 • 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

2) 5월 매력도 '보통'으로 유지, 하지만 이제 서서히 매수 타이밍 잡아야

5월 통신서비스 투자 매력도를 '보통'으로 유지, 하지만 가격 메리트 커진 데다가 하반기 업황 호전 예상되므로 서서히 매수 시점 포착해 나갈 것을 권고

단기적으로 5월 통신서비스 업종 투자 매력도는 '보통'으로 유지한다. 통신사 마케팅 위축에다가 코로나 19 영향으로 5G 순증 가입자수가 예상보다 낮게 나타나고 있어 통신사 장기 이익 성장에 대한 투자가들의 신뢰가 높지 않은 데다가 3분기에나 통신 3사가 모두 영업이익이 증가 전환할 것으로 판단되기 때문이다. 당분간 통신 업황만 보면 매수를 추천하기엔 다소 이른 감이 있다는 평가다.

하지만 투자 전략상으로는 서서히 매수 타이밍을 잡아 나갈 것을 권고한다. 저점 매수로 나서야 할 것 같은데 가격 메리트가 커진 데다가 하반기엔 업황 호전이 예상되기 때문이다. 아마도 1분기 실적 발표가 종료되고 주가 반영이 이루어진 5월 하순부터는 통신주가 반등을 모색할 공산이 크므로 관심을 높일 필요가 있다는 판단이다. 구체적으로 언급하면 다음과 같다.

Analyst 김홍식 02-3771-7505

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (5월)	투자 매력도 (4월)	매력도 변화	사유
통신 업종	3	3	-	• 단기 과도한 주가 하락, 가격 메리트 어느 때보다 높은 상황 • 기대배당수익률로 보면 과거 경험상 투자 실패할 가능성 낮음 • 1Q 실적 부진하나 쇼크 수준은 아닐 것, 주가에 기반영 판단 • 2020년 3분기 통신서비스 업종 영업이익 턴어라운드 유력 • 5G 가입자 6월부터는 의미 있는 증가세로 전환 예상 • 코로나 사태 이후 트래픽 증가 양상 장기적으로는 긍정적 • 비대면 문화 정착 중, 5G 기반 4차산업 육성 계기될 것 • 망중립성 중대 변화 시점, 5G 생태계 조성에 긍정적 • 총선 결과로 보면 요금인가제 폐지/리베이트 규제 강화 예상 • 2020년 하반기 진짜 5G 도입될 것이 유력한 상황

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

Analyst 김홍식 02-3771-7505

(1) 통신주 가격 메리트 커진 상황, 이젠 업황보단 주가에 주목

(1) 단기 과도한 주가 하락으로 어느 때보다 통신주의 가격 메리트가 높아진 상황이다. 이제는 업황보다는 가격에 집중할 필요가 있다.

연초 이후 KOSPI 하락과 더불어 통신사 주가가 과도하게 하락하였다. 예전 같았으면 지수 대비 낮은 주가 하락을 나타냈겠지만 금년에는 큰 차이를 보이지 않았다. 아무래도 상반기 실적 우려, 다소 실망스러운 올해 통신부문 실적 전망이 주가에 부정적 영향을 미쳤다고 볼 수 있다.

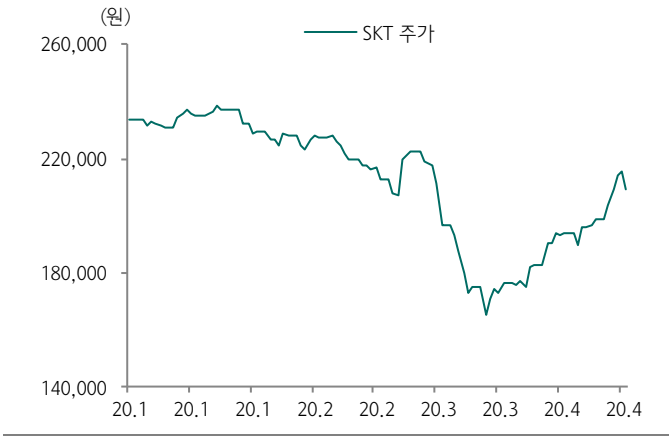
이러한 가운데 4월 이후 KOSPI가 급반등을 시도하는 가운데 통신주는 큰 폭의 주가 상승을 기록하지 못함에 따라 상대적으로 가격 메리트가 커졌다. 경기관련주들의 경우 실적 악화 우려에 대한 주가 기반영 논란이 주가를 큰 폭으로 끌어올렸지만 통신주들은 상대적 수급 부진 속에 주가 상승 폭이 적게 나타났다.

그런데 현실적으로 통신주 향후 실적 개선 가능성 정도를 놓고 따져보면 주가가 너무 싸다는 판단이다. 경기관련주들의 경우 하반기 실적 개선을 장담하기 어려운 상황에서 주가가 탄력적인 반등을 보인 반면 통신주는 매출액/영업비용 흐름을 보면 하반기 실적 호전이 유력한 상황인데도 주가는 크게 오르지 못했기 때문이다.

여기에 통신주 자산 및 가입자 가치를 놓고 봐도 경기관련주대비 결코 비싸지 않다. 적자 가능성이 제로에 가깝고 회선 및 부동산 가치가 장부가 보다도 월등히 높고 가입자 가치가 장부가에 반영된 상태가 아니라는 점에서 그렇다.

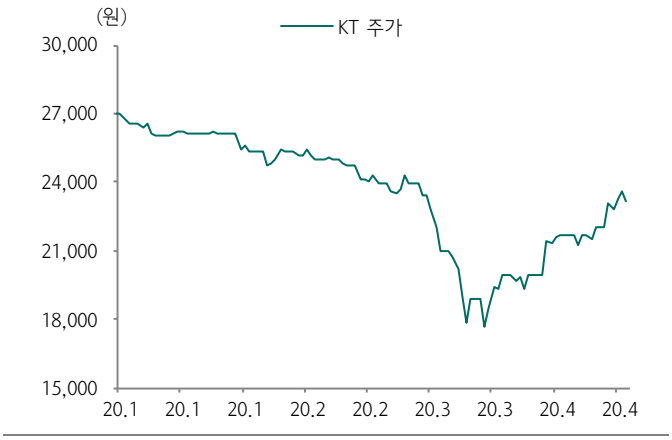
따라서 이젠 하반기 이후 장기적 업황 회복과 가격 메리트를 감안한 중장기 매수에 나서야 할 것 같다는 판단이다.

그림 1. 2020년 SKT 주가 추이



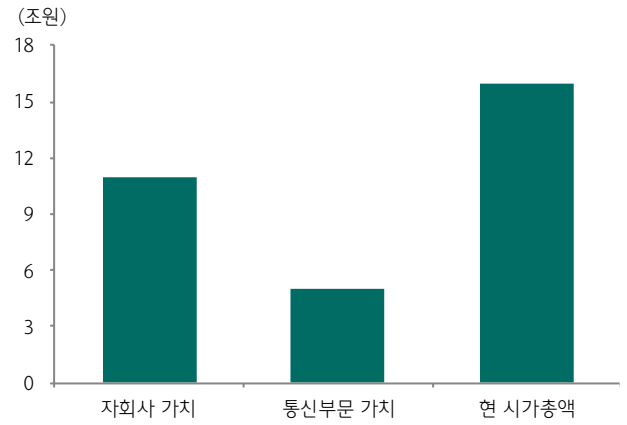
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 2. 2020년 KT 주가 추이



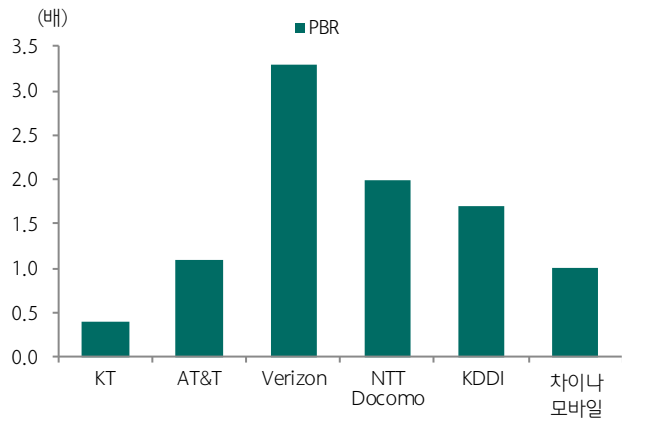
자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 3. 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 4. KT와 글로벌 통신사 PBR 비교



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

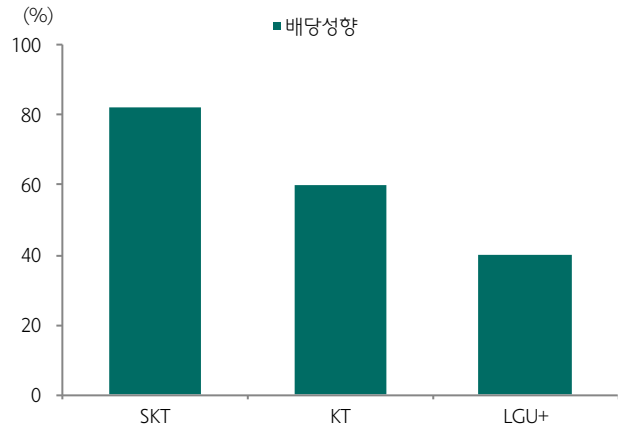
(2) 기대배당수익률로 보면 매수 전략 유효, 과거 경험을 상기할 시점

(2) 기대배당수익률로 보면 과거 경험상 투자 실패할 가능성 낮다. 기대배당수익률 5% 수준에서 투자 시 항상 성공한 경험을 갖고 있기 때문이다.

최근 국내 통신사 주가 하락의 배경에는 일부 투자가들의 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.

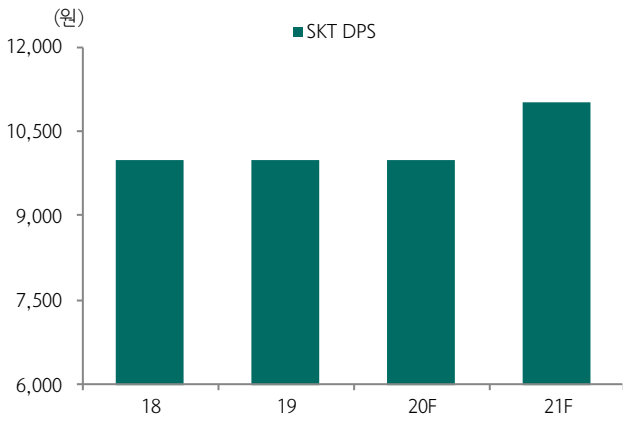
현재 국내 통신사 배당성향은 50% 수준으로 나타나지만 실제 배당성향은 이보다 훨씬 더 높은 편이다. 통신부문 이익 창출 능력만을 가지고 평가하면 그렇다. 사실상 KT는 60%, SKT는 80% 수준이다. 현 시점에선 SKT의 경우 그나마 기대할 수 있는 부분이 SK하이닉스 실적 개선으로 하이닉스로부터의 배당금 유입 증대가 예상된다는 점인데, 만약 코로나 19 영향으로 하이닉스 실적이 기대치를 크게 하회할 경우엔 고민스러울 수 밖에 없다는 점을 생각해 볼 필요가 있다.

그림 5. 2019년 기준 통신 3사 배당 성향



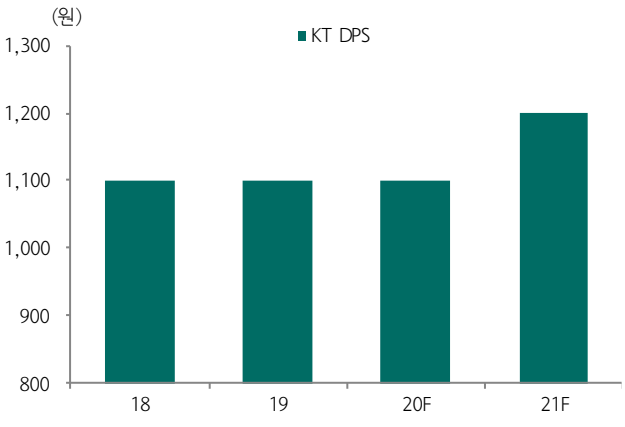
주: 통신부문 이익으로 배당 지급한다고 가정
자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. SKT DPS 전망



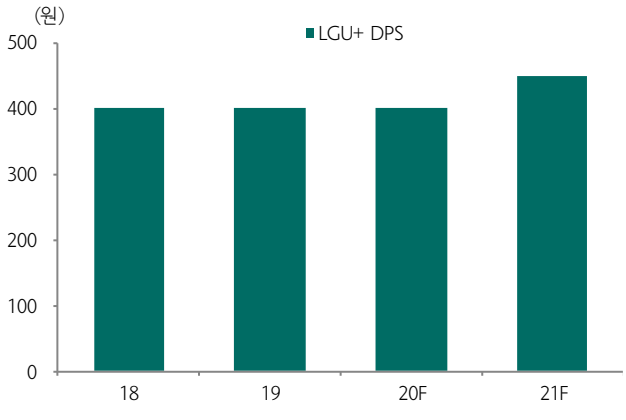
자료: SKT, 하나금융투자

그림 7. KT DPS 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 8. LGU+ DPS 전망



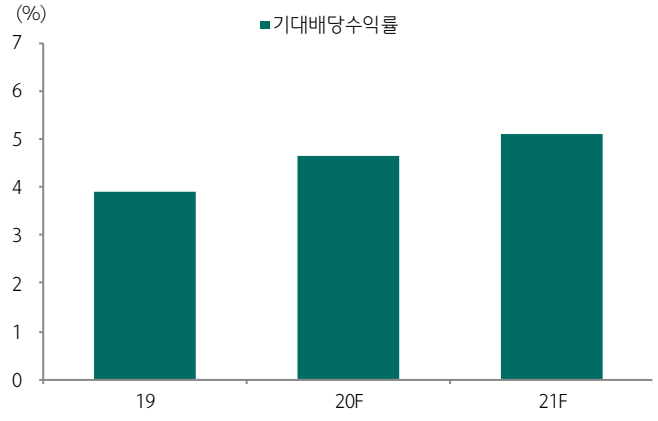
자료: LGU+, 하나금융투자

올해 통신사 배당 감소 현실적으로 어렵다는 점 감안 시 확실한 매수 권역으로 판단

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. 물론 올해 실적만 보면 통신사 배당 감소 우려를 할 수 있는 것이 당연하다. 올해 LGU+만 유일하게 통신부문 영업이익 증가가 예상되며, SKT와 KT는 올해 모두 통신부문의 영업이익 감소가 예상되기 때문이다. 따라서 금년 실적으로만 판단하면 배당 감소 우려가 생길 만도 하다. 하지만 현 시점에서는 SKT/KT가 올해 한 해만 보고 배당 정책을 펴는 것이 아닌 중장기 이익 전망을 토대로 배당금을 산정하는 경우가 일반적이라는 점을 생각해 볼 필요가 있다. 여기에 SKT는 CEO가 연임되었고 KT는 CEO가 바뀌었지만 신임 구현모 CEO가 황창규 회장의 경영 방침을 어느 정도 승계할 공산이 크다. 올해 본사 이익 감소가 나타난다고 해도 최소한 배당금은 동결할 것이 유력하다는 판단이다.

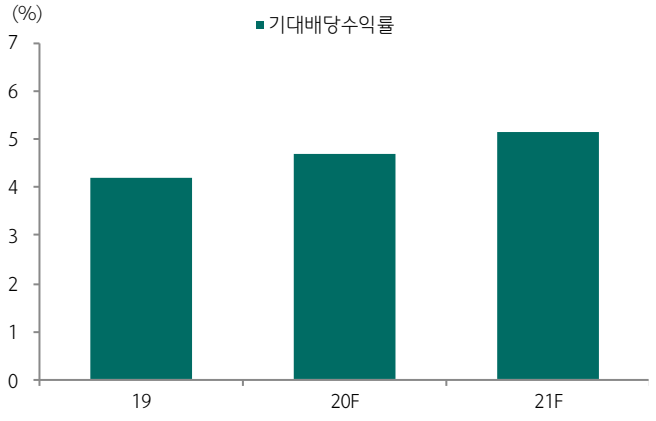
이렇다고 보면 현 주가 기준으로 예상되는 SKT/KT의 기대배당수익률은 5% 수준이다. 현재 국내 금리 수준을 감안 시에도 당연히 매력적일 수 있지만 전략상 과거 배당수익률 밴드 추이를 살펴볼 필요가 있다. 현 주가 수준에서는 단기 업황과 상관없이 배당금만 지켜진다면 반드시 매수해야 할 구간이다.

그림 9. KT 기대배당수익률 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 10. SKT 기대배당수익률 전망

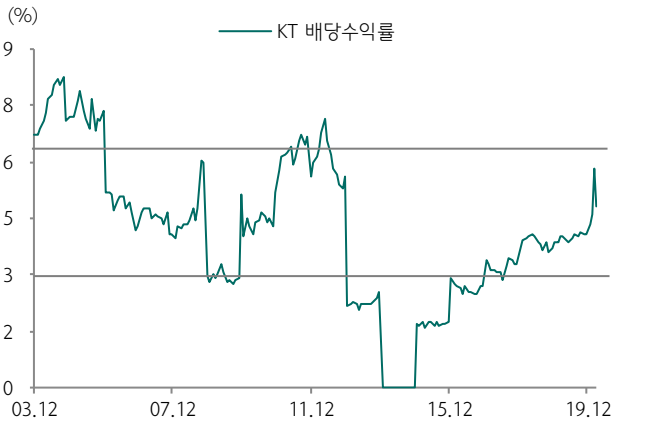


자료: SKT, 하나금융투자

그림 11. SKT 배당수익률 밴드 추이

자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 12. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

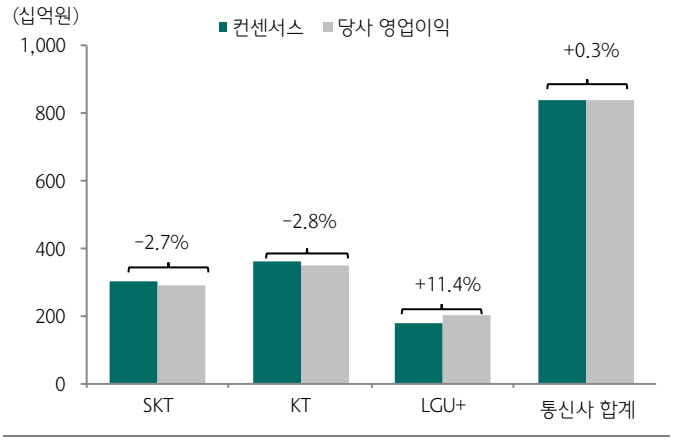
(3) 1분기 뿐만 아니라 2분기 실적 부진까지도 통신사 주가에 기반영 판단, 이젠 장기 실적 흐름에 주목

(3) 통신사 1Q 실적이 부진할 것이나 쇼크 수준은 아닐 것이며 주가에 기반영되어 있다는 판단이다. 이젠 실적을 조금 멀리 내다 볼 것을 권고한다.

국내 통신 3사는 2020년 SKT가 5/7, KT가 5/13, LGU+가 5/14에 컨퍼런스 콜을 통해 2020년 1분기 실적을 발표할 예정이다. 2020년 1분기 통신산업 연결 영업이익 합계는 8,428억원(-8.3% YoY, +70.0% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 8,404억원)에 부합할 전망이나, 전년동기비 영업이익이 큰 폭 감소하는 부진한 실적을 발표할 것으로 예상된다.

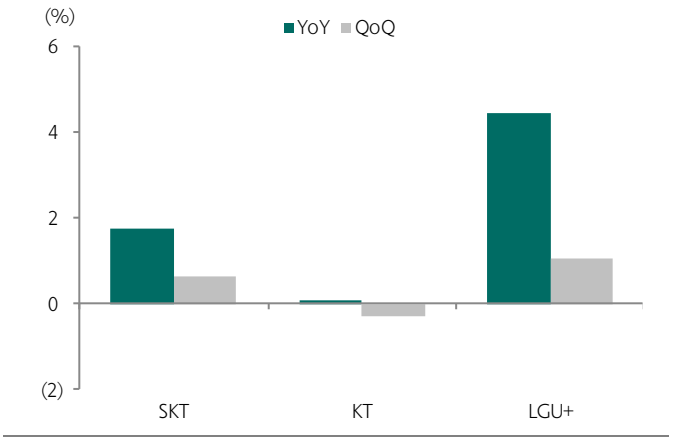
가장 근본적인 문제는 IFRS 15 마케팅비용 회계 처리 방식 및 통신사 5G CAPEX 추이를 감안할 때 영업비용은 올해까지 감소하기 어려운 구조를 갖고 있는데 반해 최근 5G 순증 가입자 수 급감으로 인해 이동전화매출액 정체 양상이 지속될 것이기 때문이다. 1분기엔 결국 다시 매출액의 문제로 통신사 실적 이슈가 번질 것 같다.

그림 13. 1분기 당사 영업이익 예상치 및 컨센서스와의 차이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 14. 1분기 통신 3사 이동전화매출액 증감률



자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 통신서비스 산업 분기별 연결 영업이익 합계 전망(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원)

구분	1Q19	4Q19	1Q20F	YoY(%)	QoQ(%)	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F
영업이익합계	919.2	495.8	842.8	(8.3)	70.0	785.7	848.1	703.1	941.9
SKT	322.6	162.5	293.2	(9.1)	80.4	300.8	312.6	251.6	325.3
KT	402.1	148.2	348.8	(13.2)	135.4	275.5	325.9	249.1	404.5
LG유플러스	194.6	185.1	200.7	3.2	8.5	209.4	209.6	202.4	212.0

자료: 각사, 하나금융투자

표 4. 통신서비스 산업 분기별 연결 순이익 합계 전망(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원)

구분	1Q19	4Q19	1Q20F	YoY(%)	QoQ(%)	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F
순이익합계	742.9	100.6	567.6	(23.6)	464.1	595.0	748.9	645.0	811.5
SKT	379.2	(27.1)	226.0	(40.4)	흑전	303.5	415.7	408.1	418.6
KT	231.1	24.4	201.3	(12.9)	725.1	145.9	186.7	98.3	244.0
LG유플러스	132.6	103.3	140.3	5.8	35.8	145.6	146.5	138.6	149.0

주: 순이익은 지배주주귀속분
자료: 각사, 하나금융투자

표 5. 통신서비스 산업 연간 연결 영업이익 합계 전망(IFRS 15 기준) (단위: 십억원)

구분	19	20F	21F
영업이익합계	2,947.3	3,179.8	3,851.8
SKT	1,110.0	1,158.3	1,382.7
KT	1,151.1	1,199.3	1,438.8
LG유플러스	686.2	822.2	1,030.4

자료: 각사, 하나금융투자

표 6. 통신서비스 산업 연간 연결 순이익 합계 전망(IFRS 15 기준) (단위: 십억원)

구분	19	20F	21F
순이익합계	1,947.9	2,556.5	3,692.8
SKT	889.9	1,353.3	2,122.8
KT	619.1	632.2	823.2
LG유플러스	438.9	571.0	746.9

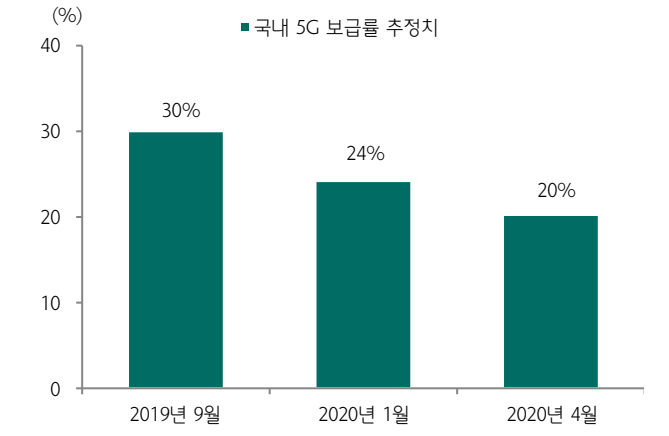
주: 순이익은 지배주주귀속분
자료: 각사, 하나금융투자

통신사 상반기 실적 부진 가능성 이미 대다수 투자가들이 인지, 장기 업황 및 주가 감안한 전략 설정 유효

하지만 현 시점에서는 이미 1분기 뿐만 아니라 상반기 실적 우려가 통신사 주가에 상당부분 반영되어 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 하나금융투자에서는 연초부터 2020년 상반기 국내 통신사 실적이 부진할 것이란 전망을 지속하고 있으며, 최근 5G 보급률을 감안하여 올해 통신사 실적 전망치를 재차 소폭 하향조정한 바 있다. 또 연초 이후 통신주에 대해 부정적 의견을 제시하고 있으며, 4월에도 통신서비스 업종 투자 매력도를 공식적으로 '중립'으로 제시하고 있다.

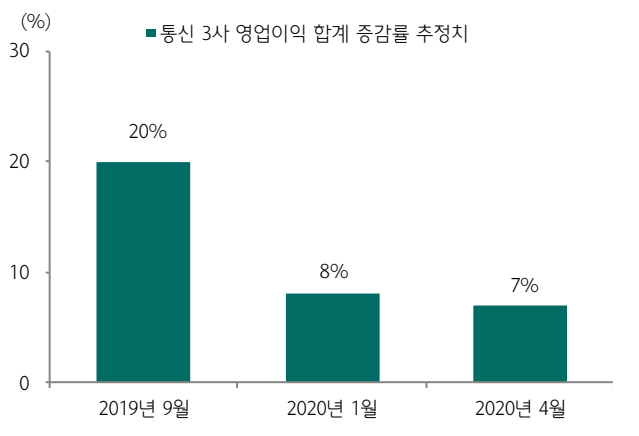
따라서 이젠 충분히 통신사 최근 업황이 좋지 않다는 사실을 투자자들이 인지하고 있다고 봐야 하며 투자 전략상 통신주 매도를 중단하고 매수로 전환할 필요가 있다는 판단이다. 중/장기적으로 KOSPI대비로도 우수한 성과를 낼 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 특히 하반기 이후엔 통신주도 5G에 대한 수혜가 당연히 있을 것이라고 보면 단기 바닥 잡기에 나선 후 여름 이후 주가 상승에 대비하는 전략도 꽤 괜찮을 것 같다는 판단이다.

그림 15. 하나금투 국내 5G 보급률 추정치 변경



자료: 하나금융투자

그림 16. 하나금투 2020년 국내 통신 3사 영업이익 합계 증감률 변경



자료: 하나금융투자

(4) 3분기엔 통신 3사 실적 개선 유력한 상황, 5월 어닝 시즌 전후 통신주 적극 매수가 바람직해

(4) 2020년 3분기 통신서비스 업종 영업이익 턴어라운드가 유력한 상황이다. 주가 선반영을 고려하면 1분기 실적 발표 이후엔 서서히 매수 타이밍을 잡을 필요가 있다는 판단이다.

최근 투자가들의 통신사 실적에 대한 우려가 지속되고 있다. 마케팅비용이 예상보다 덜 집행되고 있지만 회계상으로는 전년동기비 마케팅비용 증가가 지속될 것으로 보이는 반면 5G 가입자 순증 폭 둔화로 이동전화매출액이 당초 예상과 달리 정체될 전망이기 때문이다.

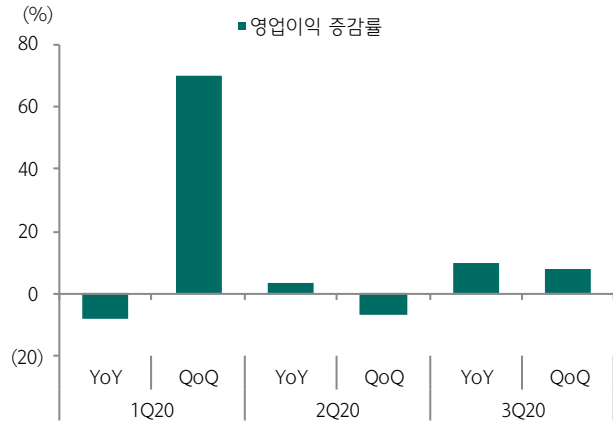
하지만 현 시점에선 3분기부터는 통신 3사 영업이익이 모두 전분기비 및 전년동기비 증가 반전할 것이란 점에 오히려 더 주목할 필요가 있다는 판단이다. 이미 상반기 통신사 실적 부진을 대다수 투자가들이 대부분 인지하고 있는 반면 3분기 실적 개선 가능성에는 아직 그리 주목하지 않는 상황이기 때문이다.

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.

장기적으로 2021년 실적 전망은 더 낙관적이다. 신임 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.

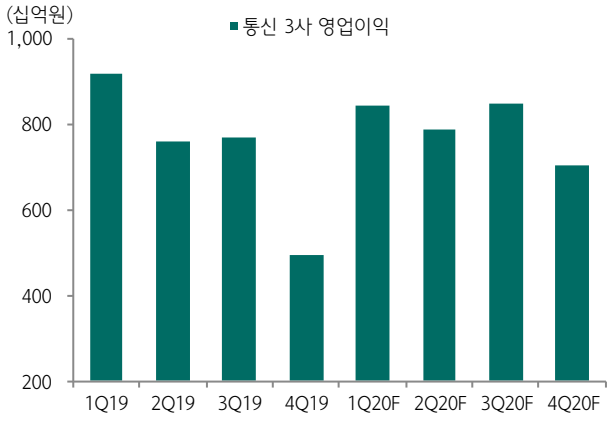
현 시점에서는 투자 전략상 하반기 이후 내년도 통신사 실적 전망에 대한 관심을 높일 것을 권고한다. 이미 상반기 통신사 실적 우려에 대한 주가 반영이 충분한 상황이며, 기대배당수익률, 실질 기업 가치를 감안하면 주가 하방 경직성이 강하게 나타날 것으로 예상되는 데 하반기 이후 장기 실적 전망은 밝기 때문이다.

그림 17. 2020년 1Q, 2Q, 3Q 통신산업 영업이익 증감률 추정



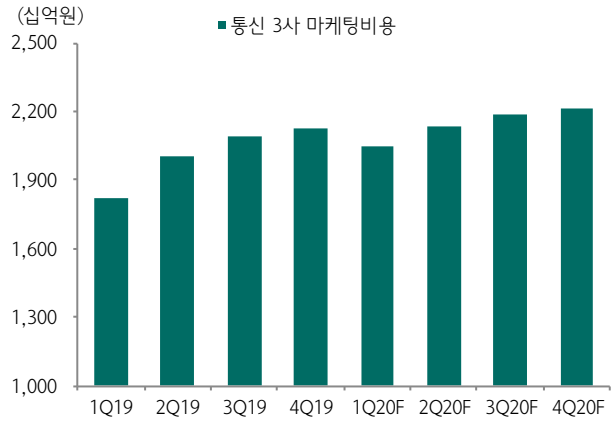
주: 3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 18. 통신 3사 분기별 영업이익 합계 추이 및 전망



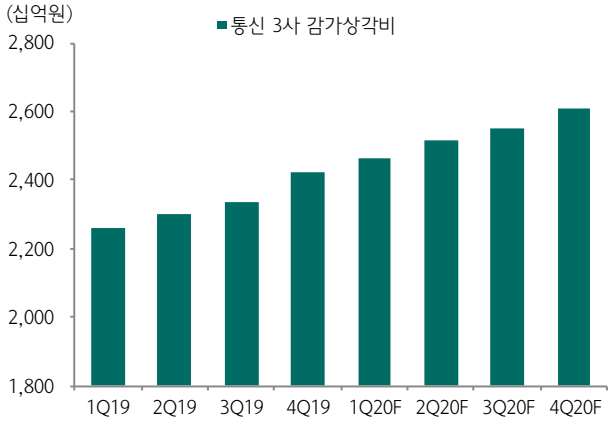
자료: 각사, 하나금융투자

그림 19. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



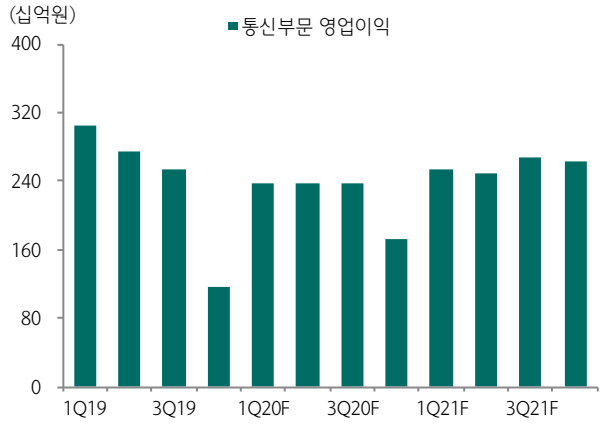
자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 통신 3사 분기별 감가상각비 합계 전망



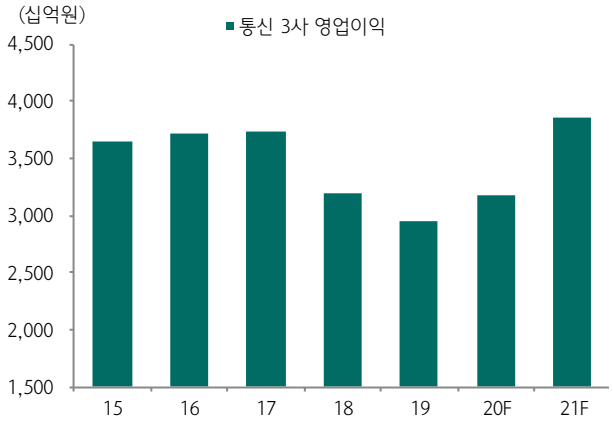
자료: 각사, 하나금융투자

그림 21. SKT 연간 본사(통신부문) 영업이익 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 22. 통신 3사 연간 영업이익 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

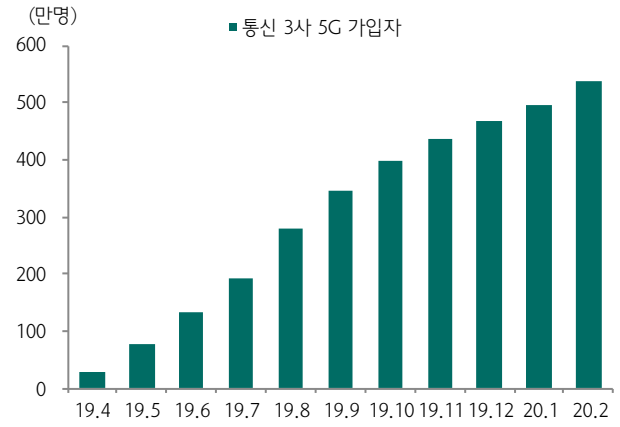
(5) 5G 가입자 순증 폭 6월부터는 확대추세로 반전할 가능성 높다는 점에 주목

(5) 5G 가입자가 6월부터는 의미 있는 증가세로 전환할 것으로 예상된다. 장기 통신사 매출 성장 기대감이 다시 높아질 수 있어 주가에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

5G 가입자 순증 폭이 작년 3분기를 고점으로 최근 크게 둔화된 양상을 지속 중이다. 2019년 8월 88만명까지 확대되었던 5G 순증 가입자수는 9월 67만명으로 줄어들었으며, 10월 52만명, 11월 37만명, 12월 31만명, 2020년 1월엔 29만명으로 급감 양상을 보였다. 2020년 2월과 3월에도 각각 40만명과 50만명 순증을 기록하여 갤럭시 S20 출시를 감안하면 초라한 성적을 거두었다. 당초 하나금융투자 예상대로 통신사들이 지난해 과다한 비용 지출에 따른 마케팅 수위 조절 영향도 있었지만 코로나 19 영향에 따른 내방 고객수 급감도 적지 않은 영향을 미쳤다.

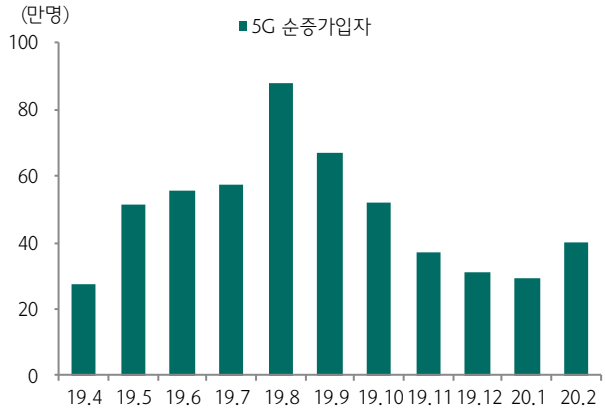
상반기 최대 전략 폰인 삼성 갤럭시 S20이 출시되었지만 국내 통신 시장이 좀처럼 살아나지 못하는 양상이다. 가장 큰 이유는 역시 코로나 19 여파에 따른 내방 고객 급감 때문이다. 특히 5G 폰의 경우 고가 프리미엄 단말기가 대부분이어서 대리점 방문 없이 온라인으로 개통하는 데 부담이 커 파장이 더 크다. 여기에 과거 갤럭시 S10대비 절반 수준의 공시지원금 영향도 적지 않다. 통신사들이 아직까지도 지난해 2~3분기 과다 집행한 보조금에 부담을 느낀 탓이다.

그림 23. 통신 3사 5G 가입자 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 24. 국내 통신 3사 5G 순증 가입자 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

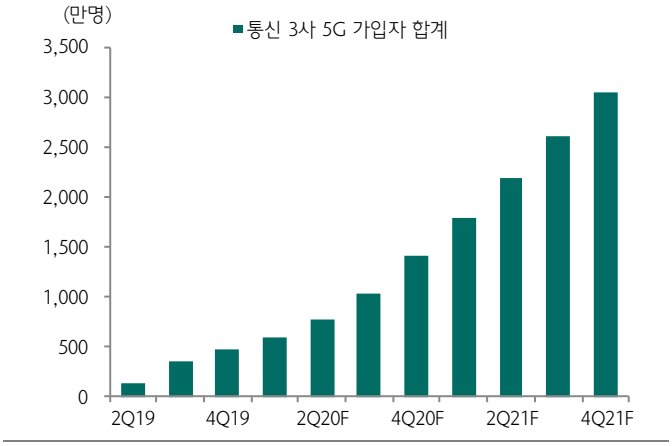
3분기 5G 가입자 월 평균 순증 폭 100만명 수준으로 큰 폭 확대 예상, ARPU 상승 기대감 다시 높아질 것

하지만 6월부터는 다소간 다른 시장 흐름으로의 변화가 예상된다. 코로나 19 사태가 다소 진정될 가능성이 높은데다가 갤럭시 S20 밀어내기가 시작될 가능성이 높기 때문이다. 일반적인 폰 수명 주기를 감안할 때 그렇다. 여기에 지방 5G 커버리지 확대, 수도권 인빌딩 투자 확대도 5G 가입자 증가에 한 몫 할 것으로 보인다.

국내 통신사 CEO들이 취임 2년차인 내년도 성과에 초점을 맞춰 마케팅 전략을 펴왔는데 6월 이후엔 현재의 전략이 수정될 가능성이 높다는 점도 5G 가입자 전망을 긍정적으로 보게 한다. 연초부터 5G 가입자 유치에 열을 올려 올해 가입자유치비용이 지난해보다 큰 폭으로 증가하면 2021년 실적에 부정적 영향을 미칠 수 있지만 역으로 하반기까지도 5G 가입자 유치가 부진할 경우엔 2021년 하반기 이후 실적에 오히려 부정적일 수 있기 때문이다. 이젠 매출액을 서서히 신경 쓰지 않을 수 없는 상황이다.

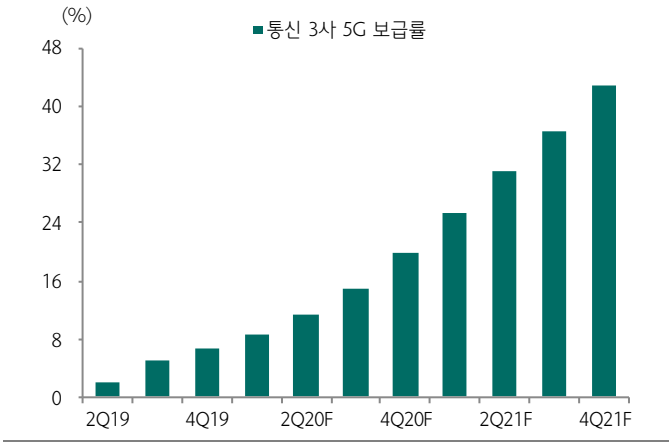
아마도 6월 이후엔 5G 가입자 순증 폭이 80만명 수준으로 올라오고 3분기엔 월 평균 5G 순증 가입자가 100만명 수준을 기록할 것으로 예상된다. 오프라인 시장이 재차 활기를 띨 것으로 판단되기 때문이다. 현재 국내 통신 시장은 코로나 19 여파로 대리점들이 거의 손을 놓고 있다고 봐도 무방할 정도다. 제반 상황을 감안 시 6월 이후엔 통신 시장이 활성화되고 고가의 5G 요금제 가입자 유치가 본격화될 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 하반기엔 다시 정상적인 5G 순증 가입자 추세로의 복귀가 예상되며, 재차 통신사 장기 이동전화매출액 증가에 따른 이익 성장 기대감이 높아질 것이란 판단이다.

그림 25. 국내 통신 3사 분기별 5G 가입자 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 26. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



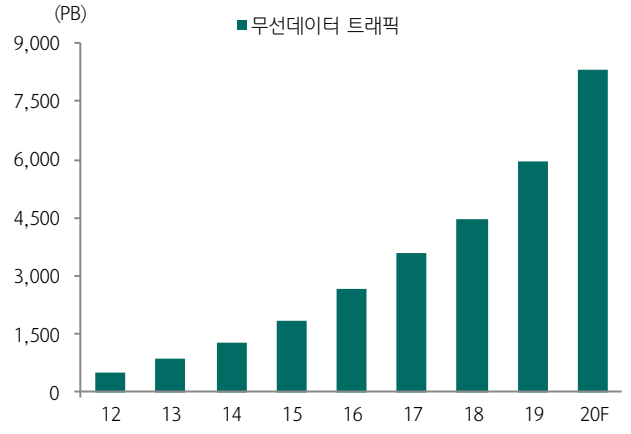
자료: 각사, 하나금융투자

(6) 코로나 19 사태 이후 통신사 트래픽 폭증 양상, 장기 매출액 전망 낙관적

(6) 코로나 19 사태 이후 트래픽이 증가하는 양상을 진행 중이다. 장기적으로 통신사에 큰 호재라고 볼 수 있다.

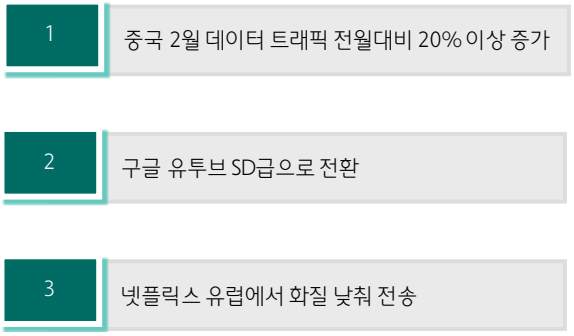
코로나 19 사태 확산 이후 각 국가별로 트래픽이 급증하는 양상이다. 중국에 이어 최근엔 미국, 유럽의 트래픽이 급증하면서 사회적 문제로까지 번지고 있다. 트래픽이 감당이 되지 않으면서 구글은 유튜브를 한 달간 SD급으로 동영상 품질을 낮춰 제공할 예정이며, 넷플릭스 등 여타 업체들의 사정도 별반 다르지 않다. 글로벌 플랫폼 업체들이 인터넷 속도를 낮추는 작업에 한창이다. 아무래도 대면이 어렵다 보니 통신 네트워크 활용을 통한 의사 소통이 더 많아질 수 밖에 없고 동영상 시청이 증가할 수 밖에 없는데 네트워크 용량이 따라가 주지 못하여 발생하는 현상이라고 볼 수 있다.

그림 27. 국내 연간 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 28. 코로나 19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화



자료: 하나금융투자

국내의 경우 5G가 전체 모바일 트래픽을 30% 감당해주는 관계로 아직은 망부하에 따른 트래픽이 문제가 되진 않는다. 하지만 일부 해외 플랫폼 업체들의 화질 다운그레이드 이슈는 동일하게 발생하는 상황이며, 현 상태가 지속될 경우 장기적으론 트래픽 증가에 따른 요금제 상향 이슈, 5G로의 가입자 이동 이슈가 다시 거세질 전망이다. 이미 6년전 데이터 트래픽에 연동하는 요금제로 완전히 전환한 상태인데다가 LTE 망 품질 저하로 5G로 이동하는 가입자가 늘 공산이 크기 때문이다. 일부에선 코로나 19 사태가 마무리되면 다시 트래픽이 감소하지 않을까 우려 하지만 그럴 가능성은 낮다. 과거 경험상 트래픽이 한번 급격히 늘어나면 일정 기간 정체 국면을 지속하다가 다시 증가하는 패턴을 보였을 뿐 감소한 사례가 없고, 소비자들이 한번 늘어난 트래픽에 익숙해지면 다시 되돌리기 어려운 현실이기 때문이다.

물론 코로나 19 진행 상황으로 보면 통신사들이 단기적으로 좋은 영향을 받는 것은 아니다. 코로나 19 사태로 내방 고객수가 급감하여 당초 예상보다 국내 5G 보급률이 저조하게 나타나고 있기 때문이다. 하지만 장기적으로는 분명히 큰 수혜가 예상된다. 트래픽 증가에 따른 요금제 업셀링, 5G로의 이동 본격화가 나타날 공산이 크기 때문이다. 현 시점에선 항상 통신사는 트래픽이 증가하면 ARPU가 상승했고 과거에도 큰 수혜를 받았다는 점을 상기할 필요가 있다는 판단이다. 2009년 아이폰 3GS 도입, 2012년 LTE 도입 당시를 떠올릴 필요가 있겠다.

표 7. SKT 초기 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: 2019년 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

그림 29. 코로나 19가 통신사에 미칠 영향 점검

1. 내방 고객 수 급감, 5G 보급률 당초 예상보다 부진할 전망
2. 비대면 선호 성향 뚜렷해지는 상황, 트래픽 급증 양상
3. 5G 투자 지속될 전망, 높은 CAPEX 수준 유지할 듯
4. 이미 트래픽에 연동한 요금제 체제로 변화, 트래픽 증가에 따른 요금제 업셀링 예상
5. 5G 보급률 확산 예상, LTE 망 품질 저하 가능성 높기 때문

자료: 하나금융투자

(7) 비대면 문화 일시적 현상 아닌 추세로 정착될 가능성 높아지는 상황, 4차산업과의 연결 고리도 많아 통신사 수혜 기대감 커질 듯

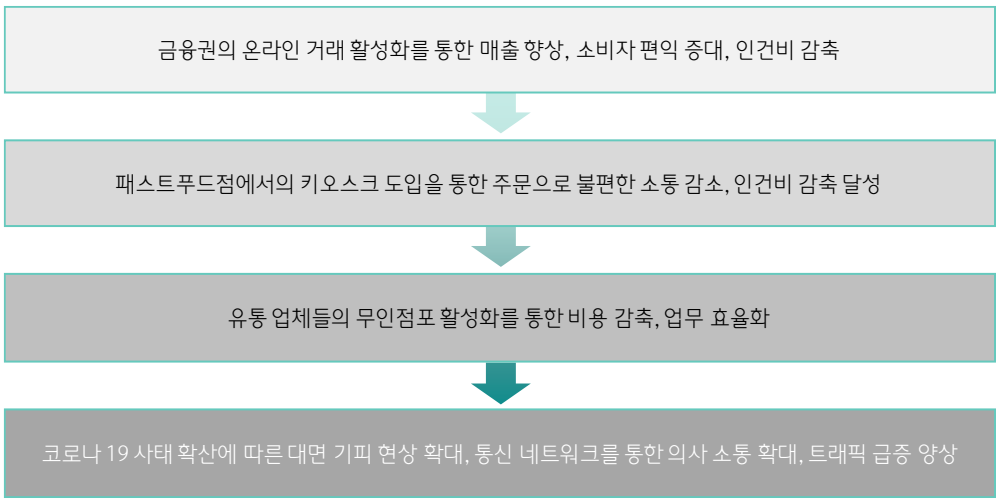
(7) 비대면 문화가 확산되고 있으며 어느 정도는 정착될 가능성이 높아지는 상황이다. 그런데 이러한 경향은 5G 기반 4차산업의 육성 계기가 될 것으로 보여 통신주 상승에 장기적으로 큰 도움이 될 듯하다.

최근 주식 시장에서 비대면(untact) 관련 수혜주에 대한 관심이 높다. 국내에서도 대면을 꺼려하는 분위기이지만 해외 일부 국가들의 경우 아예 특정 지역을 봉쇄하고 국가간 이동을 불허하거나 국가/지자체에서 직접 나서서 외출을 최소화하는 정책을 펴고 있기 때문이다. 기업/학교에서도 별반 다르지 않다.

비대면 사업 구조로의 전환은 일부 업체들의 업무 효율성 향상, 인건비 절감 목적으로 활성화 되었지만 최근엔 전혀 다른 형태로 변화하고 있다. 결국 통신 인프라 확충과 더불어 4차 산업의 조기 활성화로 결론 날 가능성이 높아지는 상황인데 큰 관심을 가질 필요가 있어 보인다.

얼마 전까지만 해도 언택트는 무인 서비스를 함축하는 개념으로 주로 통용이 되었다. 하지만 코로나 19가 세계적 빅 이슈로 부상하면서 언택트는 다른 개념으로 전환하고 있다. 즉 접촉(contact)을 꺼려하는 추세가 심해지면서 관련 산업에 대한 관심이 높아지는 상황이라고 볼 수 있다. 과거엔 금융권에서 인터넷을 통해 거래함으로써 고객 편의성을 향상시키고 비용을 감축하는 용도, 패스트푸드점에서 키오스크를 이용해 메뉴를 주문하고 무인점포에서 불편한 소통을 없애고 인건비를 절감하는 방법 정도로 사용하였지만 이젠 상황이 달라졌다. 이젠 비대면이 선택이 아닌 필수가 되어버린 상황이다.

그림 30. 비대면(언택트) 유행의 흐름 양상



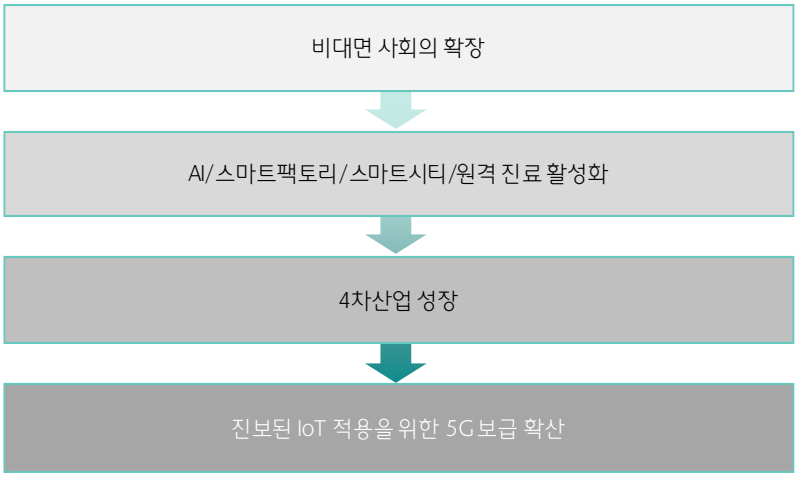
자료: 하나금융투자

통신사 요금제 업셀링에 따른 매출액 성장 및 B2B 기대감 상승에 따른 Multiple 확장 기대

코로나 19 사태가 종결되면 다시 완전히 예전으로 돌아갈 것인가를 생각해보면 꼭 그렇지는 않을 전망이다. 이미 비대면의 편리함이 새로운 문화로 자리잡고 있기 때문이다. 항상 과거에도 산업 혁명은 특별한 계기를 통해 이루어졌다. 따라서 이번 코로나 19 사태를 4차 산업 혁명의 결정적 계기로 볼 필요가 있겠다. 어쩌면 5G를 기반으로 스마트팩토리, 인공 지능, 스마트시티, 원격진료가 보편화되는 사회가 4차산업 혁명이자 비대면 시대로의 진화라고 볼 수 있기 때문이다.

과거에도 위기는 새로운 기회를 만들어냈다. 이번에도 역사는 반복될 가능성이 충분히 존재한다. 이러한 측면으로 볼 때 통신 섹터는 장기적으로는 어느 섹터와 비교해도 높은 주가 상승을 기록할 유망주로 손색이 없어 보인다. 트래픽 증가는 초고파수 조기 사용 및 5G 커버리지 확대를 촉진함과 동시에 통신사들이 장기적으로 요금제 업셀링에 따른 수혜를 얻을 수 있기 때문이다. 특히 5G 보급 확대와 더불어 B2B 성장 기대감, Multiple 확장 기대감을 얻을 수 있어 긍정적이다.

그림 31. 코로나 19 사태가 4차산업에 미칠 영향



자료: 하나금융투자

(8) 코로나 19 발생 이후 트래픽 폭증 사태는 통신사 망패권 강화에 큰 도움이 될 전망

(8) 코로나 19가 망중립성에 미칠 영향이 지대할 것으로 보인다. 이미 망중립성 정책의 중대한 변화 시점에 위치해 있으며 향후 5G 생태계 조성에 긍정적 영향이 예상된다.

다소 엉뚱하게도 최근 코로나 19 확산으로 인해 전세계 망중립성 정책이 변화의 기로에 서 있다. 이미 글로벌 핫 이슈로 부상 중이며, 코로나 19는 최근 미국의 망중립성 폐지와 더불어 글로벌 망중립성 재정립 및 통신사 망패권에 큰 변화를 가져올 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.

그런데 여기에 코로나 19 이슈는 활활 타오는 망중립성 폐지 이슈에 기름을 붓는 역할을 수행 중이다. 인터넷 속도 저하가 전세계적인 빅 이슈로 부상하고 연일 보도되면서 미국에 이어 유럽에서 망중립성을 완화해야 한다는 목소리가 높아지고 있기 때문이다. 특히 구글의 유튜브와 넷플릭스가 결국 동영상 품질 다운그레이드를 결정하면서 망중립성 유지가 소비자들에게 어떠한 편의를 주는 것인지 회의적인 시각이 급부상 중이다. 전세계 통신 인프라를 확충하려면 사실상 통신사 망패권을 강화해주는 수 밖에 없다는 점에서 그렇다.

이러한 와중에 넷플릭스와 국내 방통위가 소송전에 돌입하였다. 상당한 시간이 필요하겠지만 결국은 넷플릭스도 페이스북과 함께 망이용대가 지불 원칙/절차를 논의한 후 망사용대가를 지불하게 될 공산이 커 보인다. 옹호해주던 미국 정부가 이미 망중립성을 폐지한 데다가 코로나 19 사태 발생에 따른 트래픽 폭증 상황에서 각국 정부들이 통신사 눈치만 봐야 하는 처지로 전락했기 때문이다. 정부가 대신 망투자를 해줄 수도 없고 결국 통신사에 망 투자를 권고하는 수 밖에 없는데 망중립성이 확보한 상황에서는 할 수 있는게 별로 없기 때문이다.

그림 32. 국내에서 넷플릭스가 망대가 지불 관련 소송에서 승소할 가능성이 낮은 이유

자료: 하나금융투자

하반기 5G 급행 차선 허용 가능성에 주목할 시점, 일본에서도 논의 시작되고 있어 도입 가능성 고조

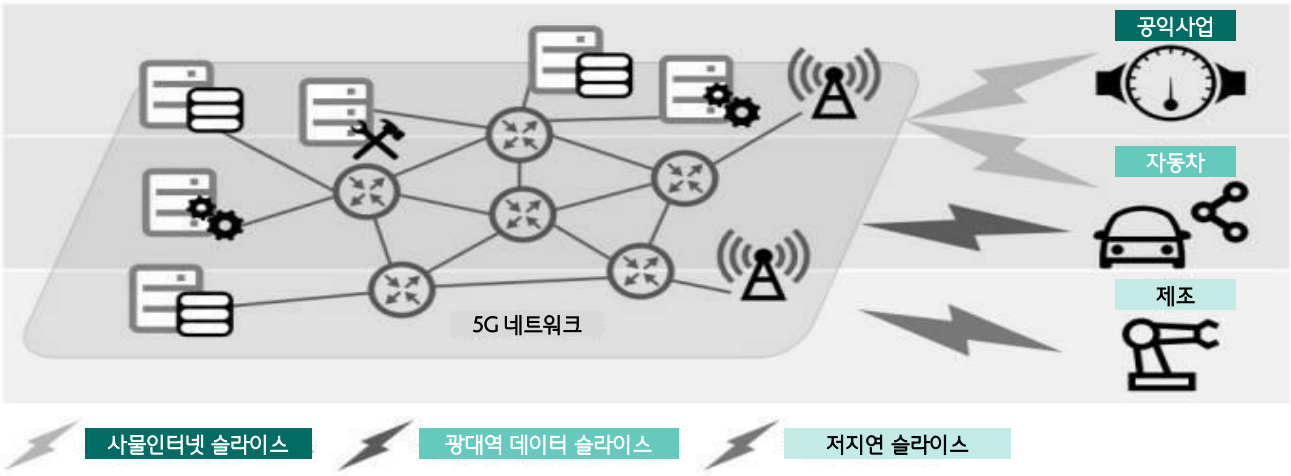
이미 미국에서의 망중립성 폐지는 국내뿐만 아니라 전세계적으로 엄청난 파장을 몰고 오고 있다. 1) 플랫폼 강국인 미국이 망중립성 폐지를 결정하였다는 점, 2) 5G 생태계 조성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다는 점, 3) 구글세 도입 및 해외 기업 국내 서버 설치 의무화가 가속화될 전망이라는 점, 4) 과거 미국의 규제가 세계 각국에 미치는 영향이 컸다는 점 때문이다.

물론 대선 공약으로 망중립성 유지를 내건 현 정부가 당장 국내에서 망중립성을 공식적으로 폐지할 가능성은 낮다. 하지만 5G 육성 정책으로 선회하면서 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 허용하자는 쪽으로 의견이 모아질 가능성이 높기 때문이다.

과연 5G 급행차선이 허용될 것인가에 대해 의아해하는 투자가들이 적지 않겠지만 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, 혁신성장의 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.

특히 최근 일본 총무성에서 5G 급행차선 허용을 검토하기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있다. 전세계적으로 4차산업 육성 경쟁에 나서고 있는 상황에서 국내에서 먼저 검토한 5G 급행차선이 정치적 이슈로 늦게 도입될 경우 언론의 질타를 받을 가능성이 높기 때문이다. 아마도 일본이 5G 급행차선을 허용하자는 목소리가 높아질 경우 국내 도입은 유력하다는 판단이다.

그림 33. 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 비즈니스 모델



자료: 하나금융투자

그림 34. 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 Multople 확장으로 주가 큰 폭 상승 전망
3	IoT는 사실상 요금인가제 적용받지 않는 상황, 규제 탈피한 이익 성장 가능성에 투자가들 환호할 듯

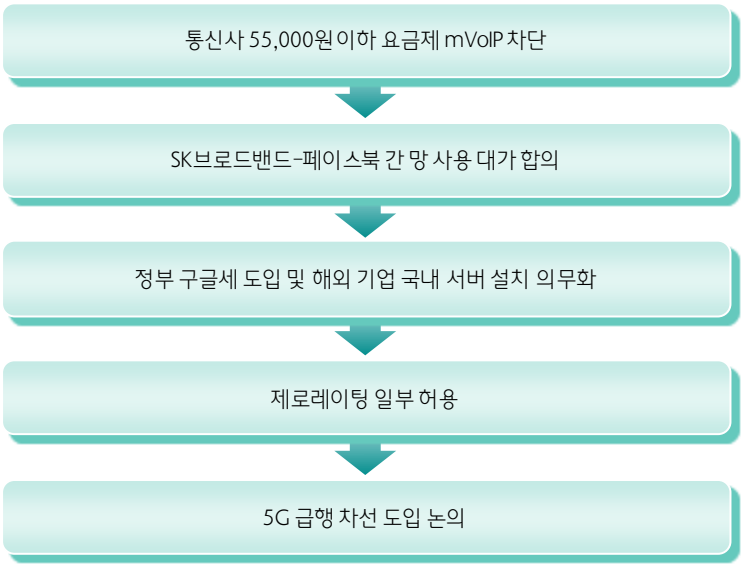
자료: 하나금융투자

5G 급행차선 허용 시 국내 통신 3사 Multiple 할증 가능성 높다는 판단, 주가 한단계 레벨업 될 듯

3G 스마트폰과 LTE를 거치면서 망중립성은 큰 변화를 겪고 있다. 10년 전 통신사들이 55,000원 이하 요금제 가입자들에 대해 mVoIP을 차단하면서 시작된 망 패권 강화 노력은 SK브로드밴드-페이스북 간 망 사용 대가 합의라는 엄청난 변화를 이끌어냈다. 여기에 5G가 도입되며 본격화된 망중립성 논쟁 및 국내외 기업간 역차별 이슈는 정부의 구글세 도입 및 해외 기업 국내 서버 설치 의무화로 귀결되었고 제로레이팅의 일부 허용과 더불어 이젠 2020년 하반기 5G 급행 차선 도입 논의를 앞두고 있는 상황이다.

5G 급행차선이 허용될 경우 통신주는 한 단계 주가가 레벨업될 공산이 크다. 통신사 망패권 강화를 통한 B2B/B2G 사업 모델 강화에 결정적 영향을 줄 수 있어 Multiple 확장과 연결될 가능성이 높기 때문이다.

그림 35. 3G 스마트폰/LTE 도입 이후 통신사 망패권 강화 사례 및 전망



자료: 하나금융투자

(9) 여당 총선에서 압승, 하반기 리베이트 규제 강화 및 요금인가제 폐지 예상되어 긍정적

(9) 총선 결과로 보면 요금인가제 폐지/리베이트 규제 강화가 예상된다. 하반기 이후 통신주 상승에 결정적 영향을 미칠 공산이 크다.

4월 총선이 여당의 압승으로 끝났다. 그런데 흥미로운 점은 각 정당들이 인위적 통신요금인하에 대한 대안으로 요금인가제 폐지, 단말기 완전자급제 도입, 통신비 세액공제 혜택 부여 등을 주장하였다는 점이다. 5G 육성정책이 중요한 상황이라 인위적인 통신비 인하가 쉽지 않으니 차선책으로 등장한 것이라고 볼 수 있겠다.

현 시점에서는 민주당이 주장한 요금인가제 폐지, 단말기 완전자급제 도입에 주목할 필요가 있다. 특히 과방위 핵심 멤버였던 노웅래, 변재일 의원이 21대 국회의원 선거에서 당선됨에 따라 더욱 기대를 갖게 한다. 아직 소속 분과가 정해지지는 않았지만 지속 추진할 가능성이 높기 때문이다.

물론 단말기 완전자급제를 추진하는데 부담이 적지 않다. 과거에도 정치권에서 강하게 추진했지만 대리점 반발에 막혀 중단된 바 있기 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 36. 통신산업 하반기 규제 관련 핫 이슈 점검

자료: 하나금융투자

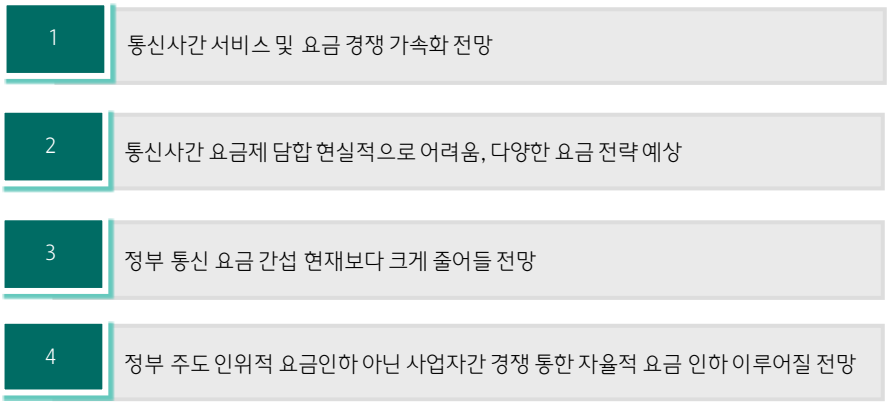
특히 요금인가제 폐지 시 통신사 Multiple 상승에 적지 않은 도움될 전망

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 정책실패를 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 37. 요금인가제 폐지가 통신산업에 미칠 영향



자료: 하나금융투자

(10) 2020년 진짜 5G 도입될 전망, 통신사 장기 이익 성장 가능성에 투자가들이 주목할 것

(10) 2020년 하반기 진짜 5G 도입될 것이 유력한 상황이다. 통신사 Multiple에 긍정적 영향을 미칠 것으로 보인다.

최근 5G가 IoT 시대로 진화하기 위한, 즉 진짜 5G 서비스 도입에 대해 투자가들의 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 대 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 통신산업에 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 38. 진짜 5G 조기 출현에 중요한 변수

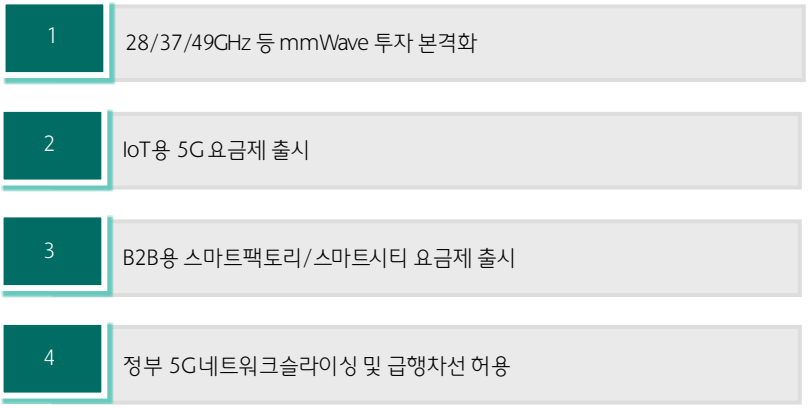
자료: 하나금융투자

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 명쾌하지 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 구체적 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 39. 진짜 5G가 시작되었다고 판단할 수 있는 향후 예상 사건



자료: 하나금융투자

3) 4월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회

4월 통신서비스 업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회, 장기 실적 개선 기대에 가격 메리트 부각되었기 때문

최근 1개월간 통신서비스업종 수익률은 KOSPI 수익률을 상회하였다. 특별한 호재가 있고 최근 실적 흐름이 좋은 것도 아니지만 1분기 실적이 쇼크 수준은 아닐 것이며, 역사적 배당수익률 밴드로 볼 때 저점 수준이라는 것과 하반기 이후엔 실적 회복이 예상된다는 점이 통신주 상승을 이끌었다고 볼 수 있다.

하지만 무엇보다 통신주 상승의 결정적 이유는 가격 메리트가 높다는 점 때문이었다. 현재 KOSPI 대비 SKT/KT 주가 레벨, 장기 실적 흐름 전망 대비 현재 통신주 수준에 투자가들의 고민이 깊어지며 저가 매수가 지속되는 가운데 통신주 상승이 나타났다.

종목별로는 4월엔 LGU+가 3사 중 가장 높은 주가 수익률을 나타내는 가운데 SKT/KT도 상승 추세를 이어갔다. LGU+의 주가 상승 폭이 상대적으로 높게 나타난 이유는 1분기 영업실적이 상대적으로 좋을 것으로 예상되고 3월에 KOSPI 보다 더 높은 주가 하락 폭을 나타냈기 때문이었다. 1분기 및 올해 실적이 3사 중 가장 우수할 것인데도 불구하고 주가가 너무 하락한데 따른 반발 매수세가 강하게 작용하였다고 볼 수 있다. SKT와 KT 역시 가격 메리트가 지속적으로 부각되며 3월에 이어 4월에도 시장수익률을 상회하는 양상을 보였다.

표 8. 2020년 4월 통신서비스 업종 수익률 점검 (단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	19.7	(10.0)	7.8	4.4

주: 지수는 4/27 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

표 9. 2020년 4월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검 (단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	0.7	(10.1)	8.7	4.3
KT	18.3	(9.6)	6.4	4.8
LG유플러스	26.3	(3.6)	14.4	10.7

주: 주가는 4/27 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

4) 5월 말 이후 통신주 흐름에 주목, 월초 SKT, 월말에는 LGU+ 선호

최근 시장 상황 감안 시 5월 통신주 성과 나쁘지 않을 전망, 단기 실적보다는 단순 주가에 주목

5월에도 통신주 전반적인 강세 흐름이 이어질 전망이다. 당장 실적이 좋진 않지만 그렇다고 쇼크는 아닐 것이며 가격 메리트가 큰 상황이기 때문이다. 일부에선 1분기 실적 부진에 따른 통신주 부진 가능성을 걱정하지만 하나금융투자에선 5월 중순 통신사 실적 발표가 끝나고 나면 오히려 통신주 반등 가능성이 높다고 예상한다. 전년동기비 영업이익 감소가 예상되지만 전체적으로 보면 컨센서스에 부합 또는 상회하는 양호한 실적을 기록할 전망이며, 이미 대다수 투자가들이 상반기 통신사 실적 부진 가능성을 인지하고 있기 때문이다. 여기에 하반기 이후 이익 턴어라운드 가능성이 높다는 점을 투자가들이 대다수 알고 있는데다가 가격 메리트가 큰 상황이라 통신주 반등 가능성이 높다는 판단이다.

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 전략상으로는 KOSPI대비 장/단기 상대 수익률이 우수할 것이므로 통신주 매수를 지속할 것을 권고한다. 특히 1분기 실적 발표가 종료되고 실망 매물이 일정 부분 소화되는 5월 말부터는 통신주의 탄력적인 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단한다. 월초에는 상대적인 가격 메리트가 돋보이는 SKT, 월말부터는 이익 성장 기대감이 높아질 LGU+를 적극 공략할 것을 추천한다.

5월에 통신시장에서 부각될 통신 이슈는 적지 않다. 1) 2020년 1분기 통신사 실적 발표, 2) 코로나 19 사태 발생 및 내방 고객수 급감에 따른 5G 순증 가입자 축소 정도, 3) 대구/경북 지역 가입자를 대상으로 한 통신비 경감 대책 발표, 4) 통신 3사 5G 불법 보조금 지급 관련 징계 수준 발표, 5) 글로벌 플랫폼 업체들의 국내 서버 설치 의무화 법안 국회 통과 가능성, 6) 방통위/공정위의 넷플릭스에 대한 망사용대가 지불 행정 명령 및 징계 여부 등이 예상되는 주된 관심사이다.

이렇다고 볼 때 통신주에 단기적으로 미칠 호재가 딱히 보이지는 않는다. 1분기 실적이 부진하고 5월까지도 5G 가입자 유치 부진 양상이 지속될 전망인데다가 코로나 19 사태로 인한 대구/경북지역 통신비 경감 조치가 이루어질 가능성이 높기 때문이다. 국내외적으로 망중립성이 재차 이슈화되면서 통신사 망패권 강화가 예상된다는 점 정도가 그나마 호재라고 보여진다.

그럼에도 불구하고 5월 통신주가 부진할 것 같진 않다. 앞서 언급한 것처럼 상반기 실적 부진은 이미 널리 알려진 악재이어서 새로울 게 없는 반면 통신사 비용 정체 양상이 1분기 실적을 통해서 확인되고 하반기 5G 가입자 증가에 따른 매출 성장 및 이익 턴어라운드 기대감이 서서히 높아질 수 있는 시점이기 때문이다. 여기에 최근 코로나 19 사태로 인한 트래픽 증가가 전세계적인 이슈로 등장하는 상황이며, 비대면 사회로의 전환 가능성에 투자가들의 관심이 높아지는 상황이라 기대를 갖게 한다. 항상 트래픽이 증가하면 통신사 실적이 좋아졌고 주가도 상승한 바 있기 때문이다. 5월 하순 이후 통신주 반등이 의미 있게 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

Analyst 김홍식 02-3771-7505

5월에는 통신산업 이슈 적지 않은 상황, 단기 호재 보이지 않지만 장기적으로는 투자 전망 낙관적으로 평가

표 5. 5월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	• 5/7 SKT, 5/13 KT, 5/14 LGU+ 1Q 실적 발표 예정, 실적 종진 않지만 컨센서스는 상회할 듯 • 3월 전세계 인터넷 사용량, 코로나19 영향에 30% 증가, 트래픽이 글로벌 빅 이슈로 부상 중 • 코로나19 사태 이후 국내외 트래픽 급증, 망 사용료 갈등 심화, 통신사 망패권 강화 계기될 듯 • 해외 플랫폼 기업 국내 서버 설치 의무화 곧 입법화 추진, 통신사 망패권 강화 뚜렷해질 전망 • 민주당 총선 압승, 금년 하반기 이후 요금인가제 폐지, 리베이트 규제 강화 본격화될 전망 • 정부 5G 육성정책에 조금 더 힘이 실릴 전망, 대선전 요금 인하 이슈는 없을 것으로 판단 • 정부/통신사 3Q 28GHz 5G 상용화 예정, 진짜 5G로의 진화 이슈 본격화될 전망 • 데이터 3법 국회 통과, 5G가 IoT로 진화하는데 제도적 장치 마련될 수 있어 긍정적 • 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 • 일본 5G 급행차선 도입 준비, 국내 네트워크슬라이싱 통한 5G 급행차선 도입 논의 급물살 탈 듯 • 5G가 2020년 IoT로 연결될 가능성 높아짐, 과거 인터넷 혁명 수준의 대형 이벤트로 부상 중 • 정부 LGU+ CJ헬로 인수, SKB/티브로드간 합병, 통신 3사 위주로 유료방송 재편될 듯 • 정부/국회 현행 전파법 개정에 돌입, 통신사 주파수 반납 가능하고 이중 비용 부담 없어져 긍정적 • 과기부 연내 2G 종료 추진 방침, 망 효율성 증가로 2021년 SKT 실적에 도움 예상
부정적 요소	• 매출액 정체로 2020년 1분기 통신사 실적 부진 예상, 어닝 시즌 부담 요인 • 통신 부문만 보면 2021년은 되어야 국내 통신산업 영업이익 큰 폭 성장 가능할 전망 • 2020년 3분기에나 통신서비스 산업 영업이익 턴어라운드 전망 • 통신 3사 CEO 올해 교체 또는 연임된 상황, 올해보단 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 • 대구/경북지역 가입자 1개월치 통신요금 인하 예상, 2분기 통신사 매출 부진 예상 • 방통위 5G 불법 보조금 살포로 단통법 위반한 통신사 징계 예정, 불금 부과로 2Q 실적 부담 • 통신사 연내 5G 중저가 요금제 출시 예상, 통신사 매출액엔 긍정적이나 투자 심리에는 부담될 듯 • 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	• 단기 호재 많지 않은 상황, 하지만 장기적으로 시각 바꾸고 가격 메리트 따져볼 시점

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

2. 12개월 Top Pick LGU+, 5월 매력도 SKT=KT=LGU+

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 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 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. 투자가들의 장기 이익 성장 기대감이 높아질 전망이며, 장기 이익 증가 반전이 예상되는 현 상황에서도 역사적으로 Multiple 수준이 높지 않아 상대 투자 매력도가 높다는 판단이다.

표 10. 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, 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	• 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 낮지 않은 편
KT	• 이동전화 서비스매출액 증가로 장기 실적 전망은 낙관적 • 결합상품 규제/10G급 서비스 개시로 초고속인터넷 ARPU 상승 전망 • 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황 • 신임 CEO 이익 증가에 총력, 배당금 유지 후 증가 패턴 기대	• 2020년에도 통신 부문 이익 성장 어려울 전망 • 낮은 ROE로 높은 자산가치 부각되기엔 역부족 • 신임 CEO 성과 나타내려면 시간 걸릴 듯 • 자회사 이익 정체 양상
LGU+	• 2020년만 보면 통신 3사 중 유일하게 통신부문 이익 성장 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	• 장기 성장 전략 제시 미흡, 성장성 저하 추세 뚜렷한 상황 • 마케팅비용 통제 한계, 감가상각비 증가 불가피한 상황 • 비용 증가로 부채비율 상승 전망, 단기 재무구조 악화 불가피 • 자금 소요 많은 상황, 배당성향 상향 조정엔 시간 걸릴 듯
종합평가	• 장/단기 이익 성장률, 통신부문 이익 전망 감안 시 LGU+ 가장 투자 유망한 것으로 평가	

자료: 하나금융투자

2) 5월 투자 매력도는 SKT=KT=LGU+, 월초 SKT/KT, 월말 LGU+ 공략 추천

5월 통신 3사 투자매력도 평가하기 어려운 상황, 월초 SKT 상승 가능성 높지만 월말엔 LGU+ 상승 탄력 높아질 것이기 때문

하지만 5월 한 달만 보면 통신 3사 투자매력도는 비슷한 것으로 평가한다. 가격 메리트로 보면 월초 SKT 상승 가능성 높지만 월말엔 통신업종 하반기 실적 개선 기대감이 높아지면서 대표적인 통신업종 내 실적 호전주인 LGU+ 상승 탄력이 높아질 것이기 때문이다.

5월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 이례적으로 SKT=KT=LGU+로 통신 3사 모두 같다고 평가하는데 시가총액 순서대로 구체적으로 설명하면 다음과 같다. 먼저 SKT 추천 사유는 다음과 같다.

1) 이미 하나금융투자에서는 SKT 5G 순증 가입자 정체 및 금년도 상반기 실적 악화 가능성을 연초 이후 지속적으로 언급해온 상황이다. 이미 SKT 주가에 기반영되었다는 판단이다. 가격적인 메리트를 생각할 때 5월 초 SKT 실적 발표 이전에도 주가 하락이 나타날 가능성은 낮으며, 실적 발표 이후엔 투자가들의 시각이 하반기로 서서히 이동하면서 점진적인 주가 반등이 나타날 가능성이 높아 보인다.

2) 3Q 이후엔 의미 있는 5G 가입자 증가 및 영업이익 턴어라운드가 유력하다. 현 시점에선 하반기 이후로 시각을 돌릴 것을 권고한다. 갤럭시 S20 재고 밀어내기, 대리점 방문 고객 수 증가로 하반기 이후엔 이동전화매출액이 의미 있는 증가세로 전환할 공산이 크며 비용 정체로 영업이익이 증가할 것이기 때문이다.

3) 경영 정책을 감안할 때 현실적으로 배당 감소 리스크는 없으며, 과거 경험상 기대배당수익률 5%에서는 SKT 투자 성공 가능성이 높았다는 점을 상기해볼 필요가 있겠다. SKT 기대배당수익률이 5%를 넘은 적은 2011년 하이닉스 인수 당시 배당금 훼손 논쟁이 일어났을 때가 유일하기 때문이다. 그런데 현재 SKT 배당금이 감소할 가능성이 있을 것인가 보면 가능성이 희박하다. 올해 통신부문 이익 감소 가능성이 높긴 하지만 빚내서 배당금 줄 정도는 아니며, 경영진이 1년만 보고 배당 정책을 펴는 것이 아니다. 현재 SKT 주가는 올해 배당금 감소를 가정한 주가나 다름없다. 항상 왜곡된 주가 수준에서는 정공법이 맞았다.

4) 내년 초까지 길게 보면 SKB/티브로드 합병 법인, ADT 캡스, 11번가 상장 추진 및 지배구조 개편 작업이 가시화될 공산이 크다. 자회사 가치 부각, 배당금 증가 가능성이 주식시장에서 부각될 것으로 판단된다. 장기적으로 보면 호재가 즐비하다.

5) 코로나 19 사태로 인한 단기 5G 가입자 순증 폭 둔화는 악재이나, 장기적으로는 트래픽 증가 양상이 요금제 업셀링을 유도할 공산이 크다. 항상 트래픽 증가는 SKT에 기회 요인이었다는 점을 상기해볼 필요가 있다. 비대면 선호 문화 확산과 더불어 진짜 5G 사대로의 진입은 SKT Multiple을 확장시킬 공산이 크다.

SKT는 투자 전략상 장/단기 적극 매수에 나설 것을 권고한다. 가격으로 볼 때 당장 주가도 나쁠 이유가 없으며, 특히 장기적으론 5G 수혜로 주가 상승 가능성이 높기 때문이다. 3개월 예상 주가 밴드를 200,000원~250,000원으로 제시하며, 12개월 목표주가를 33만원으로 유지한다.

표 11. SKT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	17,743.6	17,987.8	18,898.1
영업이익	1,110.0	1,158.3	1,382.7
(영업이익률)	6.3	6.4	7.3
세전이익	1,162.6	1,750.4	2,749.7
순이익	889.9	1,353.3	2,122.8
(순이익률)	5.0	7.5	11.2

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

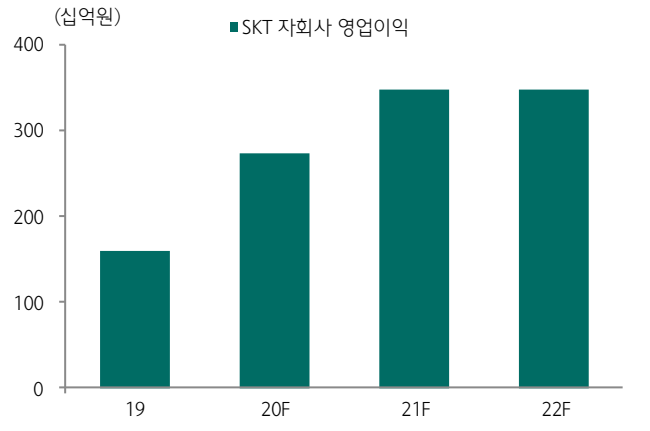
표 12. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	4,334.9	4,437.0	4,561.2	4,410.6	4,422.6	4,457.4	4,515.2	4,592.5
영업이익	322.6	322.8	302.1	162.5	293.2	300.8	312.6	251.6
(영업이익률)	7.4	7.3	6.6	3.7	6.6	6.7	6.9	5.5
세전이익	467.8	353.2	349.4	(7.8)	292.2	392.8	537.9	527.4
순이익	379.2	263.4	274.4	(27.1)	226.0	303.5	415.7	408.1
(순이익률)	8.7	5.9	6.0	(0.6)	5.1	6.8	9.2	8.9

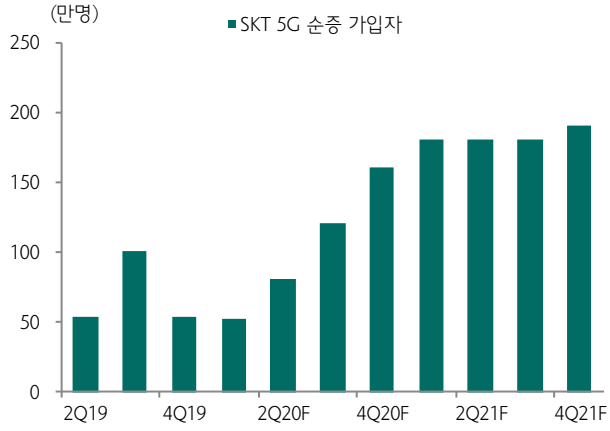
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: SKT, 하나금융투자

그림 40. SKT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



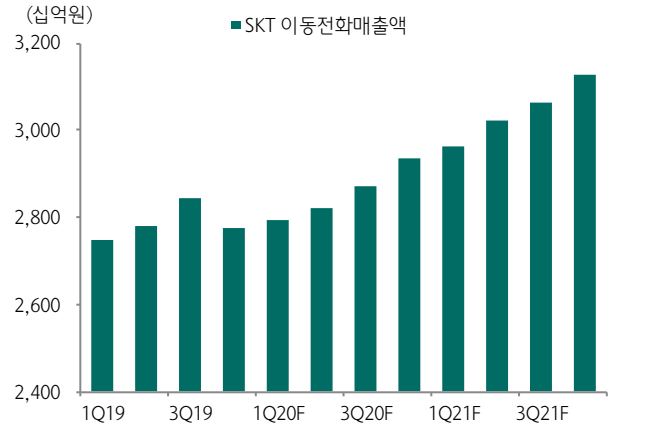
자료: SKT, 하나금융투자

그림 41. SKT 분기별 5G 순증 가입자 전망



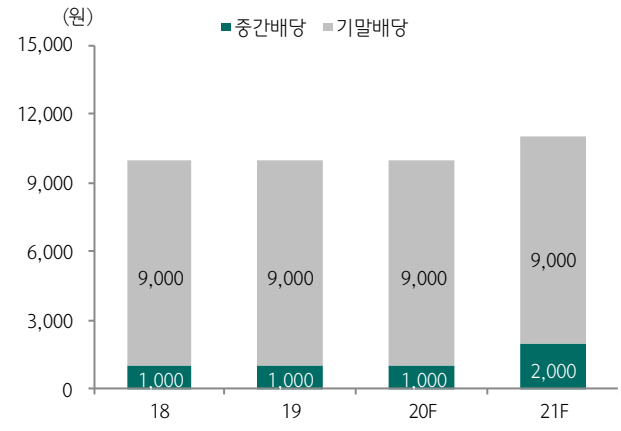
자료: SKT, 하나금융투자

그림 42. SKT 분기별 이동전화매출액 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 43. SKT DPS 전망



자료: SKT, 하나금융투자

3) KT 여기선 의외의 높은 주가 상승률도 기대할 수 있을 전망

KT도 이 가격이라면 의외의 높은 주가 상승도 기대할 수 있을 전망, 장기적으로는 큰 수익 예상

KT도 이 가격에선 장/단기적으로 의외의 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 것으로 보이며 적극 매수로 대응할 것을 추천한다. 길게 보면 절호의 매수 기회가 될 수도 있을 것으로 판단하는 데 그 이유는 다음과 같다.

1) 올해 통신부문 이익 감소 가능성이 높은 상황이지만 주당 배당금 감소 가능성은 희박하고, 과거 배당수익률 밴드를 감안 시 현재 절대 매수해야 할 영역에 위치해 있어 투자 유망해 보인다. 특히 KT가 5월 말 신임 구현모 CEO 주최로 애널리스트 및 투자가들을 불러서 기업 IR 행사를 개최할 예정이라는 점에 주목할 필요가 있다. 이 자리에서 올해 및 내년도 이후 장기 배당 정책에 대해 언급할 가능성이 높기 때문이다. 올해 배당금 동결, 내년 이후 이익 증가에 따른 배당금 증가 목표를 내세울 것으로 보여 기대를 갖게 한다.

2) 신임 구현모 CEO 성향을 감안할 때 신규 비즈니스 확장보다는 기존 사업의 ARPU 성장, 총괄적인 비용 통제를 통한 이익 증가를 추구할 것이 유력한 상황이다. 이미 일부 언론 및 애널리스트 미팅을 통해 드러난 바 있지만 구현모 CEO는 CATV 등 M&A에 힘을 쏟기보다는 기존 이동전화/초고속인터넷/미디어 부문 ARPU 성장을 통한 실적 개선에 총력을 기울일 전망이다. 신임 CEO 취임으로 향후 KT 경영 정책 변화 가능성에 투자가들의 관심이 높아지는 상황인데 KT 주가에 긍정적 영향을 미칠 수 있는 정책이 다수 포함될 것으로 보여 기대를 갖게 한다.

3) 현 경영진의 정책을 고려할 때 KT가 금년 하반기 이후 내년도까지 이익 측면에서 성과를 나타낼 공산이 커 장기적으로 보면 의외의 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 전망이다. 현 시점에서는 하반기부터 신임 CEO가 2021년 호실적 달성을 위한 준비 과정에 진입할 공산이 크다는 점에 주목할 필요가 있다. 올해 상반기까지는 부진한 실적이 지속되겠지만 하반기부터는 5G 가입자 증가에 따른 이동전화매출액 증가 효과가 재차 본격화될 것이다. IFRS 15 효과를 감안할 때 지난해 연말 이후 진행된 소극적인 마케팅 집행 효과가 올해 하반기부터 마케팅비용 정체로 나타날 공산이 커 하반기 이후 실적 전망은 낙관적이다. 2021년 실적 전망은 더 밝다. 신임 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 여전히 극심한 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 전망인데다가, 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 21,000원~27,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 13. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	24,342.2	24,758.1	25,633.8
영업이익	1,151.0	1,199.3	1,438.8
(영업이익률)	4.7	4.8	5.6
세전이익	979.7	925.0	1,182.1
순이익	619.1	632.2	823.2
(순이익률)	2.5	2.6	3.2

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

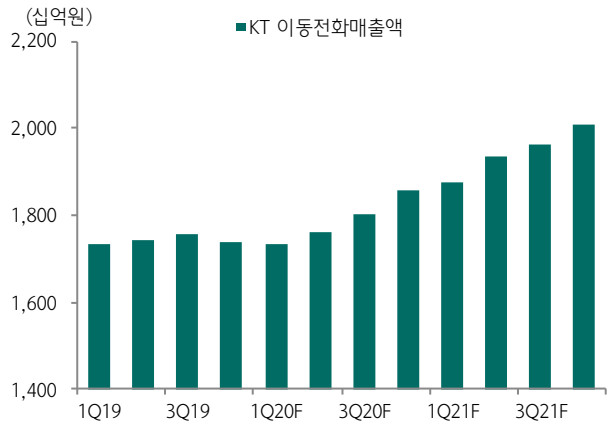
표 14. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	5,834.4	6,098.5	6,213.7	6,195.5	6,087.2	6,189.3	6,170.4	6,311.2
영업이익	402.1	288.2	312.5	148.2	348.8	275.5	325.9	249.1
(영업이익률)	6.9	4.7	5.0	2.4	5.7	4.5	5.3	3.9
세전이익	397.7	283.6	270.3	28.1	287.4	215.5	268.4	153.7
순이익	231.1	173.9	189.7	24.4	201.3	145.9	186.7	98.3
(순이익률)	4.0	2.9	3.1	0.4	3.3	2.4	3.0	1.6

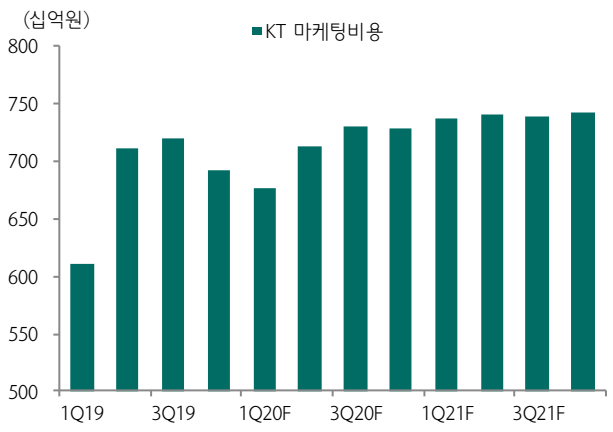
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

그림 44. KT 분기별 이동전화매출액 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 45. KT 분기별 IFRS 15 기준 마케팅비용 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 46. 신임 구현모 CEO 경영 정책 전망

1. 인건비 증가 억제 (신규 인력 충원 최소화)
2. 대규모 M&A 배제, CATV M&A에 부정적
3. 기존 사업부문 ARPU 상승에 총력
4. 수익성 관리를 통한 이익 증가
5. 배당금 유지, 중장기 실적에 근거한 배당정책 수립

자료: 하나금융투자

4) LGU+는 5월 말 이후 본격 주가 상승 기조로 전환할 것으로 판단

LGU+도 5월 말 이후엔 본격적인 매수에 나설 것을 추천, 장기 실적 개선 기대감이 높아질 전망이기 때문

LGU+ 역시 5월 말 이후엔 본격적인 주가 상승을 나타낼 것이므로 서서히 매수에 가담할 것을 추천한다. 단기적으로 가격 메리트는 상대적으로 높진 않지만 실적 개선 기대감이 살아날 1분기 실적 발표 이후엔 Valuation상 부담을 떨쳐버리고 본격 주가 상승을 나타낼 전망이다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

1) LGU+가 예전만은 못하지만 그래도 3사 중에선 1분기와 2분기에 상대적으로 가장 양호한 실적을 나타낼 전망이다. 다른 업체들과는 달리 4분기부터 마케팅비용 조절에 들어간 데다가 타이트한 비용 관리가 이어지고 있으며 MNO 가입자 성장이 지속되고 있어 상대적으로 이동전화매출액 성장폭이 크기 때문이다. 1분기에 이어 2분기도 영업이익이 2천억원을 상회할 것으로 보여 당초 우려보단 1분기 실적 발표 전후 금년도 실적 우려가 낮아질 것이란 판단이다.

2) 6월부터는 5G 가입자가 재차 의미 있는 증가세로 전환할 것으로 보여 성장성에 대한 우려 감소와 더불어 Multiple 상향 조정 양상이 재차 나타날 것으로 예상된다.
현재 주가 측면에서 LGU+의 가장 큰 문제는 5G 가입자 정체로 성장성 측면에서의 우려가 커지고 있다는 점이다. LGU+의 5G 순증 가입자수는 2019년 12월, 2020년 1월 각각 7만명 수준에 머물렀으며, 2월 역시 10만명 수준에 불과한 상황이다. 이러한 부진한 5G 가입자수는 성장주로 분류되던 LGU+ 주가에 부정적인 영향을 미쳤다. 올해 이동전화매출액 전망치 하향과 더불어 장기 이익 전망치 하향 조정이 나타날 수 있기 때문이었다. 하지만 앞서 언급한 것처럼 6월부터는 5G 가입자 성장폭이 커질 것으로 보여 LGU+ 성장성에 대한 우려가 낮아질 것으로 판단된다. 5G 가입자 및 이동전화 ARPU 전망 역시 재차 낙관적으로 바뀔 것으로 보여 재차 높은 PER 형성이 예상된다.

3) 1분기 실적 발표 이후 지난해 연말 연임된 LGU+ 경영진의 수익성 위주의 경영 정책에 투자가들이 좋은 점수를 줄 것으로 판단된다. 비록 이동전화매출액 정체가 나타나고 있지만 비용 절제를 통해 이익 성장을 구가하였으며 하반기 이후엔 재차 서비스매출액 성장을 기반으로 높은 이익 성장을 지속할 것이어서 긍정적 평가가 예상된다. 당초 우려가 컸지만 2020년 LGU+는 통신 3사 중 유일하게 통신부문에서 의미 있는 이익 성장을 기록할 전망이다. 경영진 성향을 감안 시 2020년에도 성장과 수익의 밸런스를 맞추는 경영 전략이 펼쳐질 가능성이 높아서다. 무리한 마케팅 전략을 펼치기보단 수익성을 챙기는 가운데 5G를 통한 성장 전략을 구사할 공산이 커 주주들의 이익 증가 반전 기대감이 커질 것으로 기대된다.

LGU+ 3개월 예상 주가 밴드를 11,000원~15,000원으로 예상하며, 12개월 목표주가를 18,000원으로 유지한다.

표 15. LGU+의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	**12,382.0**	**13,304.1**	**14,325.5**
영업이익	**686.2**	**822.2**	**1,030.1**
(영업이익률)	5.5	6.2	7.2
세전이익	573.9	713.7	933.6
순이익	**438.9**	**571.0**	**746.9**
(순이익률)	3.5	4.3	5.2

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

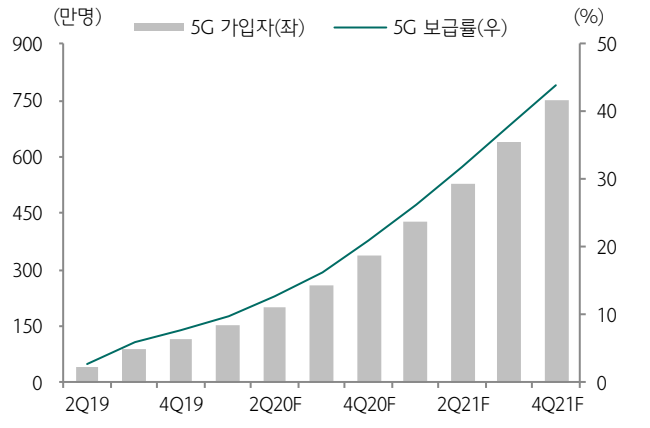
표 16. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	**3,020.4**	**3,199.6**	**3,244.2**	**3,293.8**	**3,230.2**	**3,293.3**	**3,338.1**	**3,442.5**
영업이익	**194.6**	**148.6**	**155.9**	**185.1**	**200.7**	**209.4**	**209.6**	**202.4**
(영업이익률)	6.4	4.6	4.8	5.6	6.2	6.4	6.3	5.9
세전이익	175.6	132.3	136.0	128.0	175.4	182.0	183.1	173.2
순이익	**132.6**	**98.5**	**104.5**	**103.3**	**140.3**	**145.6**	**146.5**	**138.6**
(순이익률)	4.4	3.1	3.2	3.1	6.2	6.4	6.3	5.9

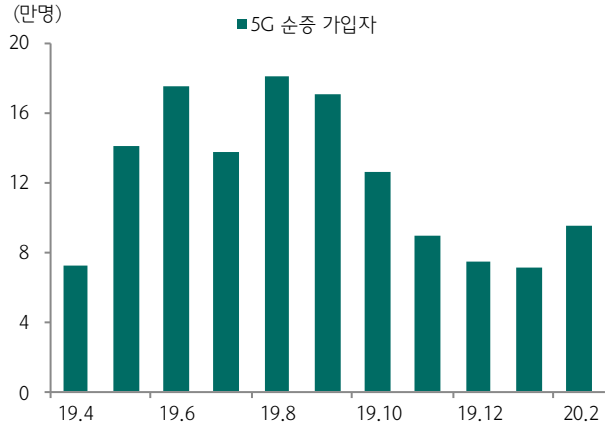
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 47. LGU+ 5G 가입자 및 보급률 전망



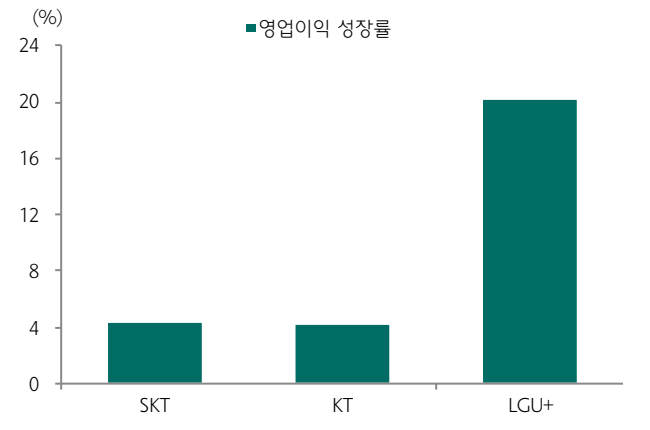
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 48. 월별 LGU+ 5G 순증 가입자 추이



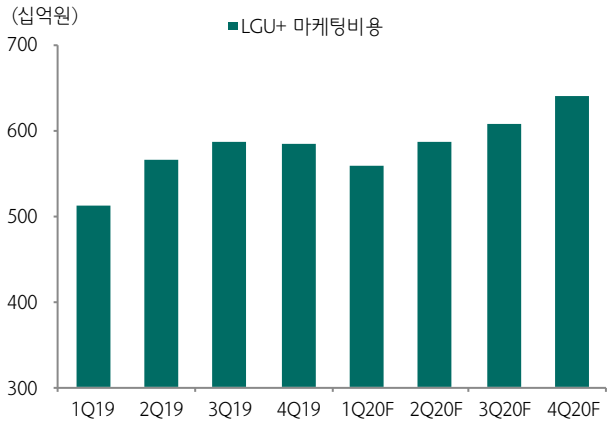
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 49. 통신 3사 2020년 연결 영업이익 성장률 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 50. LGU+ IFRS 15 기준 분기별 마케팅비용 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

표 17. 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 18. 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(4/27)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SK텔레콤	213,000원	200,000~250,000원	12.5	0.7	• 2020년엔 연결 영업이익 증가 전망, 주가 하방 경직성 강할 듯
1	KT	23,600원	21,000~27,000원	9.6	0.4	• 신임 CEO 경영 정책 방향 긍정적, 자산가치대비 절대 저평가
1	LGU+	13,200원	11,000~15,000원	9.7	0.7	• 올해 통신부문 높은 이익 성장 전망, 수익성 위주 경영 정책 긍정적

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

표 19. 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(5월)	순위(4월)	순위 변화	사유
SK텔레콤	1	1	-	• 기대배당수익률 감안 시 주가 하방 경직성 강할 것, 자회사 감안 시 장기 배당 전망 낙관적
KT	1	2	▲1	• CEO 교체 이후 2021년까지 장기 실적 전망은 낙관적, 배당 유지될 것이어서 절대 저평가 영역
LGU+	1	3	▲2	• 상반기 실적 유일하게 좋을 것, 업황 개선 기대감으로 5월 말 이후 본격 주가 상승 전망

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

3. 경쟁환경 – 코로나 여파 지속, 5월까진 시장 침체 예상

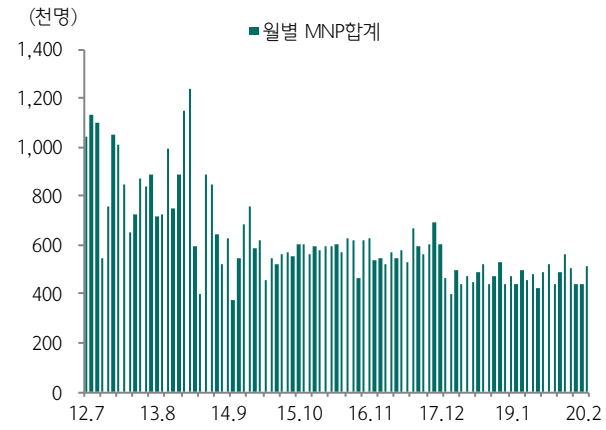
1) 코로나 19로 인한 대면 영업 침체로 5G 가입자 유치 부진 양상 지속

코로나 19로 인한 대리점 오프라인 영업 피해 지속 중, 뚜렷한 시장 침체 양상

통신 시장 침체 양상이 지속 중이다. 통신사 경영진들이 비용 증가를 우려해 올해 들어 마케팅에 소극적으로 임한 탓도 있지만 아무래도 코로나 19 여파로 대면 영업이 어려워지면서 5G 가입자 유치가 부진한 영향이 가장 크다. 특히 5G 폰의 경우 고가 프리미엄 단말기가 대부분이어서 대리점 방문 없이 온라인으로 개통하는 데 부담이 적지 않아 파장이 더 큰 상황이다. 여기에 과거 갤럭시 S10 대비 절반 수준의 공시지원금 영향도 적지 않았다. 통신사들이 아직까지도 지난해 2~3분기 과다 집행한 보조금에 부담을 느낀 탓이다.

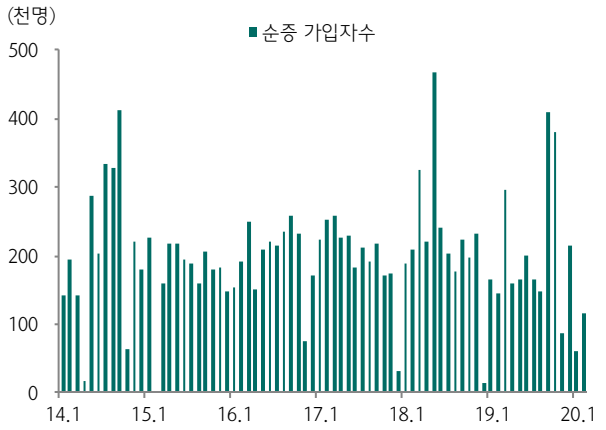
일부에선 3월 번호이동가입자를 근거로 시장이 침체가 아니라고 주장한다. 한국통신사업자연합회(KTOA)에 따르면 3월 이동통신 번호이동가입자가 51만명으로 2월 44만명보다 증가했기 때문이다. 하지만 갤럭시 S20 출시 영향을 감안하면 결코 시장이 활기를 띠고 있다고 판단하긴 어렵다. 지난해 11월 57만명보다고 낮은 수준이기 때문이다.

그림 51. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



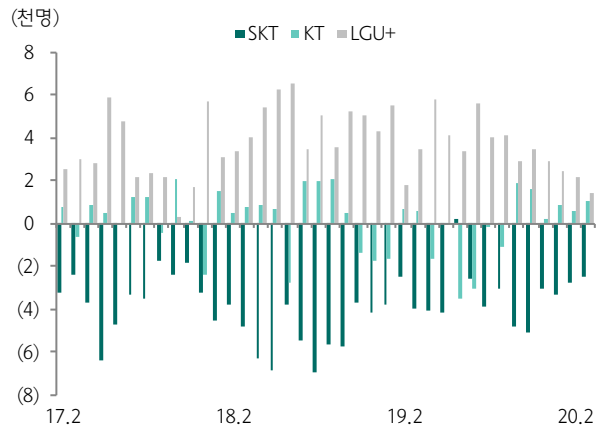
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 52. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



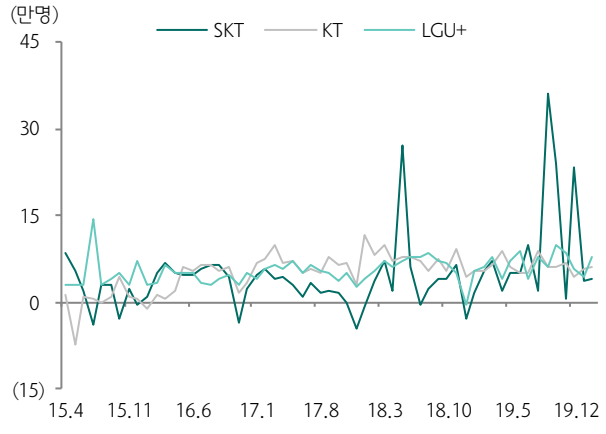
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 53. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



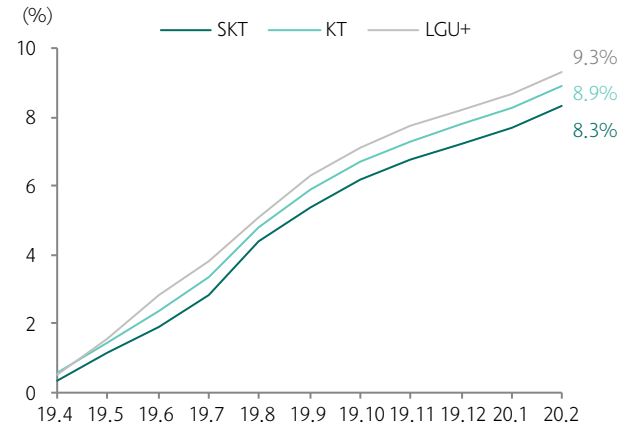
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 54. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



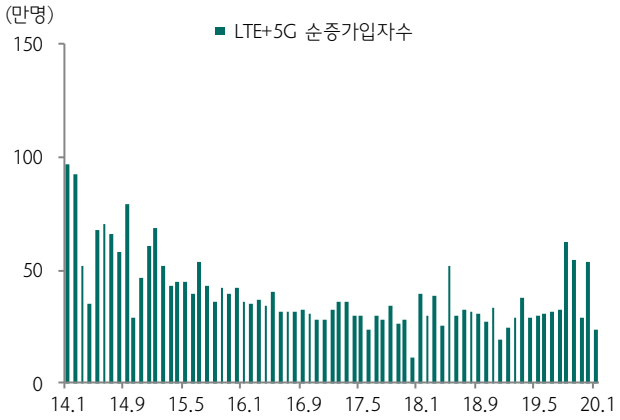
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 55. 통신3사 5G 보급률 추이



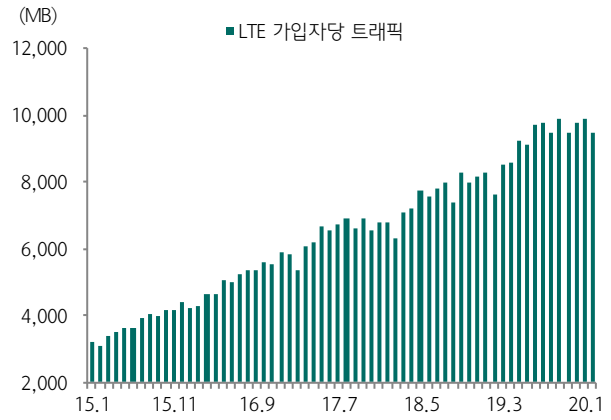
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 56. LTE+5G 순증가입자 동향



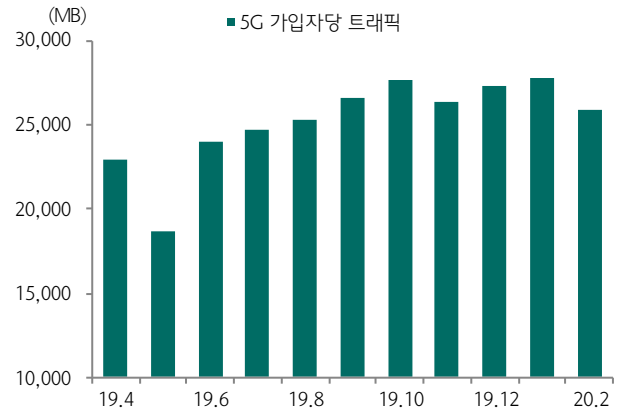
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 57. LTE 가입자당 트래픽 추이



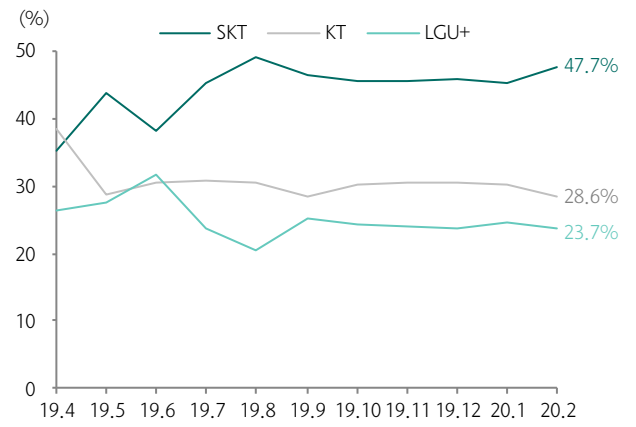
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 58. 5G 가입자당 트래픽 추이



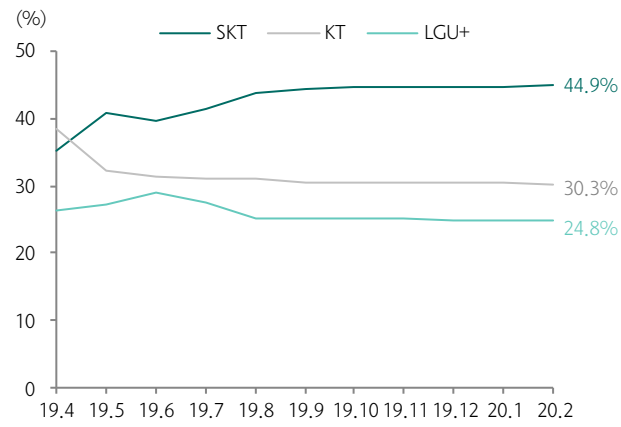
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 59. 5G 순증 가입자 M/S 동향



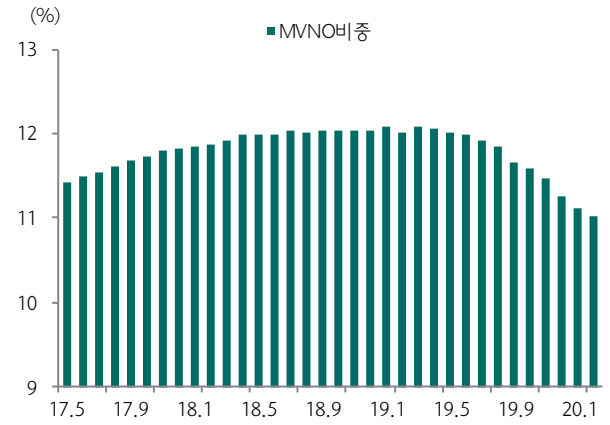
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 60. 5G 누적 가입자 M/S 동향



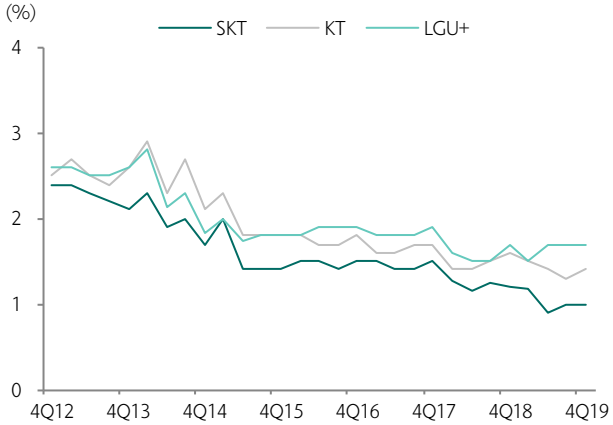
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 61. MVNO(재판매) 비중 추이



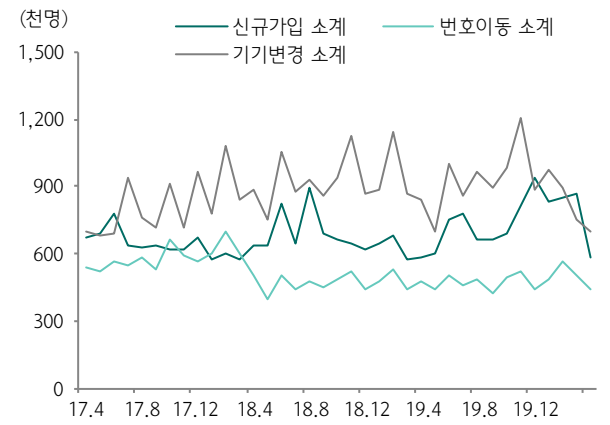
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 62. 이동통신3사 분기별 해지율 추이



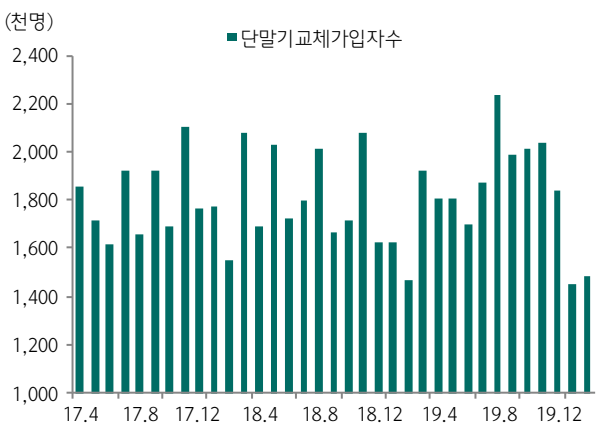
자료: 각사, 하나금융투자

그림 63. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

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



자료: 과기부, 하나금융투자

2) 6월 이후에나 통신시장 다소 활기를 띨 전망, 마케팅 안정 지속 예상

갤럭시 S20 밀어내기 시작되고 코로나 19 영향 줄어들 6월 이후에나 5G 순증 가입자수 재차 증가할 전망, 시장 안정화 기조 유지될 듯

당분간 통신시장은 침체 양상을 좀 더 이어갈 것으로 보이며, 6월 이후에나 5G 가입자 순증 폭이 다시 커질 전망이다. 이러한 판단을 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 2~4월 상황만 보면 거의 손을 놓고 있다고 봐도 무방할 정도다. 최근 국내 코로나 사태가 다소 진정되면서 대리점 영업이 다시 활성화될 것으로 예상되지만 6월 이후에나 재차 5G 가입자 유치가 활성화될 것이란 판단이다.

2) 신임 통신사 CEO들이 올해보다는 2021년 실적 개선에 관심이 높은 상황이다. 3사 CEO가 올해 공교롭게 교체 또는 연임되었는데 냉정히 따져볼 때 올해보단 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. 일부에선 수장이 바뀐 KT를 주목하는데 CEO 교체에도 불구하고 KT발 시장 경쟁 격화 가능성은 낮다. KT 역시 경쟁사와 마찬가지로 2021년 영업이익 증가를 염두에 둔 경영 전략을 펼칠 수 밖에 없기 때문이다. 제반 상황을 감안 시 아마도 6월은 되어야 공격적인 5G 가입자유치가 다시 전개될 것 같다.

3) 아직은 5G 단말기의 차별화 포인트가 많지 않다. 28GHz가 지원되지 않아 향후 네트워크진화에 따른 업그레이드 기대감이 높지 않으며 인빌딩 커버리지도 턱없이 부족하기 때문이다. 따라서 통신사 마케팅 드라이브 및 제조사 단말기 가격 정책이 중요한데 아마도 6월은 되어야 시장의 변화를 기대할 수 있을 것으로 보인다. 이때 즈음이면 재고 소진 및 대리점 활성화 차원에서 갤럭시 S20에 대한 리베이트가 증가할 공산이 크기 때문이다.

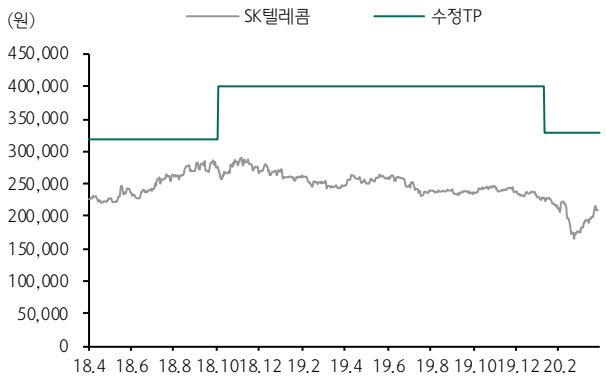
그림 65. 당분간 통신 시장 침체가 지속될 것으로 판단하는 이유

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

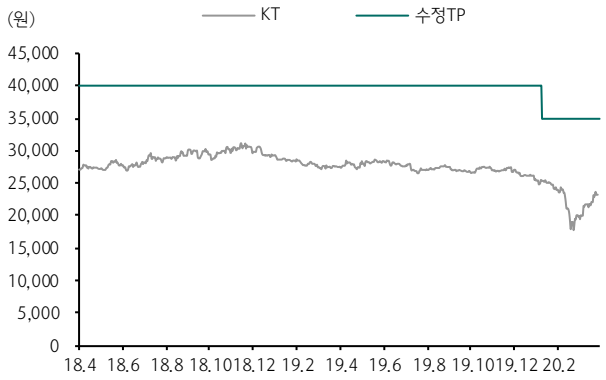
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



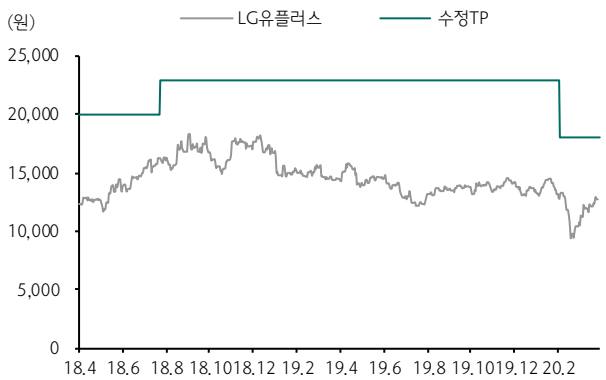
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000		
18.10.30	BUY	400,000	-37.04%	-27.63%
18.5.4	BUY	320,000	-21.96%	-10.63%
17.6.29	BUY	280,000	-8.83%	1.25%

KT



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000		
18.5.3	BUY	40,000	-29.90%	-22.13%

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000		
18.8.20	BUY	23,000	-35.44%	-20.43%
18.5.4	BUY	20,000	-30.18%	-18.75%
17.6.8	BUY	18,000	-22.30%	-5.56%

Analyst 김홍식 02-3771-7505

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

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

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

- **산업의 분류**

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 4월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 4월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

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