



2020년 5월 26일 | Equity Research



통신서비스 6월 투자 전략

통신주 이젠 본격 상승 추세로 진입할 듯

- | 6월 투자 매력도 '높음'으로 상향, 이젠 적극 매수로 전환해야
- | 6월 매력도는 SKT>KT=LGU+ 순, SKT 가격 메리트 높게 평가
- | 코로나 영향 악화, 6월 5G 순증 폭 커질 것



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

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

Update

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(5월25일) 212,000원
KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(5월25일) 24,350원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(5월25일) 13,250원



CONTENTS

1. 6월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘높음’으로 상향	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 6월 매력도 ‘높음’으로 상향, 실적 우려 감소/매출 성장 기대감 높아질 것	3
3) 5월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회, 최근 3개월 성과 우수	24
4) 6월에도 통신주 투자 수익률 시장수익률 상회할 가능성 높아	25
2. 12개월 Top Pick LGU+, 6월 매력도 SKT>KT=LGU+	27
1) 12개월 Top Pick은 LGU+	27
2) 6월 투자 매력도는 SKT>KT=LGU+, SKT 가격 메리트 높아 키 맞추기 할 것	28
3) KT 단기 재료 많은 상황, 올해 3만원은 무난히 넘길 것 같다	30
4) LGU+ 이제 본격 실적 개선 전망, 늦기 전에 빨리 매수에 나서야	32
3. 경쟁환경 – 코로나 영향 악화, 6월 5G 순증 폭 커질 것	35
1) 5월 중순 다시 코로나19 영향력 강화, 아직은 시장 침체 지속 중	35
2) 하지만 6월 이후엔 시장 다소 활기 띌 것, 하지만 대란은 생각하기 어려워	38

2020년 5월 26일 | Equity Research

통신서비스 6월 투자 전략

통신주 이젠 본격 상승 추세로 진입할 듯

6월 투자 매력도 '높음'으로 상향, 이젠 적극 매수로 전환해야

6월 통신서비스 업종 투자매력도를 '높음'으로 상향 조정한다. 이러한 평가를 하는 이유는 1) 2분기엔 KT, 3분기엔 SKT가 영업이익이 YoY 증가세로 전환할 것으로 예상되며, 2) 통신주의 향후 실적 흐름을 감안하면 가격 메리트가 큰 상황이고, 3) 6~7월에 금년도 통신사 주주이익환원 규모가 구체화될 것인데 뚜렷한 정책 강화 추세를 나타낼 것으로 예상되며, 4) 코로나19 사태 이후 트래픽이 폭증하는 양상이어서 향후 ARPU 전망이 낙관적으로 변화하고 있고, 5) 최근의 비대면 문화 확장 추세는 결국 5G 기반의 4차산업 육성 계기가 될 전망이며, 6) 넷플릭스 규제법이 통과됨에 따라 망중립성 정책에 중대한 변화가 예상되고, 7) 5월 요금인가제 폐지에 이어 향후 리베이트 규제 강화가 예상되어 정부 규제 상황이 어느 때보다 양호한 것으로 평가되기 때문이다.

6월 매력도는 SKT>KT=LGU+ 순, SKT 가격 메리트 높게 평가

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 장/단기 통신부문에서 가장 양호한 실적 성과를 나타낼 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 6월 종목별 선호도는 SKT>KT=LGU+ 순으로 단기적 측면에서는 조금 다르게 제시한다. 무엇보다 SKT가 특별한 악재가 있는 것도 아닌데 최근 상대적 주가 부진으로 가격 메리트가 높아졌기 때문이다. 하지만 KT와 LGU+ 역시 SKT 대비 살짝 덜하다는 것이지 단기 투자 매력도는 높다고 평가한다. KT는 이제 재료가 많은 주식으로 변모하고 있으며 실적 향상 및 배당 증가 기대로 장기 주가 상승 흐름이 이어질 것으로 판단한다. LGU+ 역시 상반기 실적이 예상보다 양호할 전망이다다가 장기 이익 증가 추세로 전환할 것으로 보여 매수를 서두를 필요가 있다고 판단한다. 아마도 이제부터는 계단식 장기 주가 상승 흐름을 보일 것 같다.

코로나 영향 약화, 6월 5G 순증 폭 커질 것

5월 들어 제조사 재고폰 밀어내기, 통신사 보조금 인상을 통한 마케팅 강화에 나서는 양상이지만 아직은 시장 활성화로 이어지진 못하고 있다. 하지만 시간이 지날수록 통신시장은 점차 활기를 띠 것으로 예상된다. 6월엔 다소 시장 활성화가 예상되는데 이러한 판단을 하는 이유는 1) 코로나19 영향이 점차 줄어들 전망이며, 2) 통신사들이 대리점 지원에 어느 정도 나서야 하는 상황이고, 3) 제조사 재고 폰 밀어내기가 예상되며, 4) 재난지원금을 단말기 구입에 활용하려는 움직임이 적지 않고, 5) 신학기 효과가 예상되기 때문이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월25일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	212,000원
KT(030200)	BUY	35,000원	24,350원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	13,250원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	52,060	54,468	55,574	58,999	61,614
영업이익	십억원	3,204	2,947	3,215	3,858	4,690
세전이익	십억원	5,725	2,716	3,489	4,475	5,503
순이익	십억원	4,298	1,948	2,597	3,392	4,191
EPS	원	6,090	2,760	3,679	4,806	5,938
증감률	%	18.62	(54.68)	33.30	30.63	23.55
PER	배	7.97	17.29	11.10	8.49	6.88
PBR	배	0.82	0.70	0.61	0.58	0.55
EV/EBITDA	배	4.35	4.04	3.52	3.30	2.57
ROE	%	10.11	4.46	5.75	7.17	8.34
BPS	원	64,235	65,497	67,510	70,650	74,752
DPS	원	1,631	1,631	1,631	1,796	1,796

자료: 하나금융투자



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

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

1. 6월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘높음’으로 상향

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한
투자의견을 비중확대로 유지,
가격 메리트 큰 데다가
높은 이동전화매출액 증가로
2022년까지 장기 실적 호전 예상되며,
요금 규제 완화와 더불어 진짜 5G로
의 진화가 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 성장을 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 (6월)	투자의견 (5월)	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) 6월 매력도 ‘높음’으로 상향, 실적 우려 감소/매출 성장 기대감 높아질 것

6월 통신서비스 투자 매력도를
‘높음’으로 상향, 가격 메리트 여전히
높은 데다가 하반기 업황 호전 예상되
며 정부 규제 완화 기대감 높아질 것
이기 때문

단기적으로 6월 통신서비스 업종 투자 매력도는 ‘보통’에서 ‘높음’으로 한 단계 상향 조정한다. 사실상 통신사 상반기 실적 부진에 대한 주가 반영이 대부분 이루어진 반면 6월 이후 5G 가입자 증가에 따른 매출 성장 기대감이 이제부터 주가에 입혀질 것으로 판단되기 때문이다. 3분기엔 통신사들이 전년동기비 및 전분기비 모두 영업이익의 증가 전환할 것으로 예상되는데 반해 여전히 통신 3사의 가격 메리트가 높아 단기 투자 유망해 보인다.

투자 전략상으로는 이제 적극적으로 통신주 본격 매수에 나설 것을 권고한다. 더 이상 출현 가능성이 존재하지만 알려지지 않은 악재를 찾아보기 어렵고 점차 실적 호전 및 장기 5G 수혜 기대감이 높아질 시기이기 때문이다. 추천 사유를 구체적으로 언급하면 다음과 같다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (6월)	투자 매력도 (5월)	매력도 변화	사유
통신 업종	4	3	▲1	- 상반기 실적 부진 주가에 기반영, 실적 우려보다는 양호할 듯 - 통신주 향후 실적 흐름 감안하면 가격 매력도 큰 상황 - 금년도 통신사 주주이익환원정책 강화 추세, 곧 더 명확해질 것 - 기대배당수익률 밴드로 보면 절대적 매수 찬스로 평가 2분기엔 KT, 3분기엔 SKT가 영업이익이 YoY 증가세로 전환 예상 5G 가입자 6월부터 의미 있는 증가세로 반전할 듯 - 코로나 사태 이후 트래픽 증가 양상, ARPU 전망 낙관적 - 비대면 문화 정착 중, 5G 기반 4차산업 육성 계기될 것 - 넷플릭스 규제법 통과, 망중립성 중대 변화 시점 5월 요금인가제 폐지에 이어 향후 리베이트 규제 강화 예상

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

(1) 상반기 실적 통신사 주가에 기반영되어 있다는 판단이며, 당초 예상보다 실적 양호할 전망

(1) 통신사 상반기 실적 부진은 주가에 기반영되었다는 판단이며, 실적 저점을 통과 중이라 이제 적극적인 매수 관점에서의 전환이 필요해 보인다. 특히 상반기 통신산업 영업이익이 전년동기비 증가할 가능성이 높아지고 있어 기대를 갖게 한다.

1분기 통신 3사 실적 발표가 모두 종료되었다. 당초 우려가 컸지만 1분기 3사 영업이익의 합계가 9,048억원으로 전년동기비 2% 감소에 그쳤다. 예상보다 양호한 실적이었으며 시장 컨센서스를 큰 폭 상회하는 실적이었다. 특히 SKT를 제외한 LGU+/KT 1Q 통신부문 영업이익이 모두 전년동기비 증가세를 나타냈다는 점은 고무적이었다.

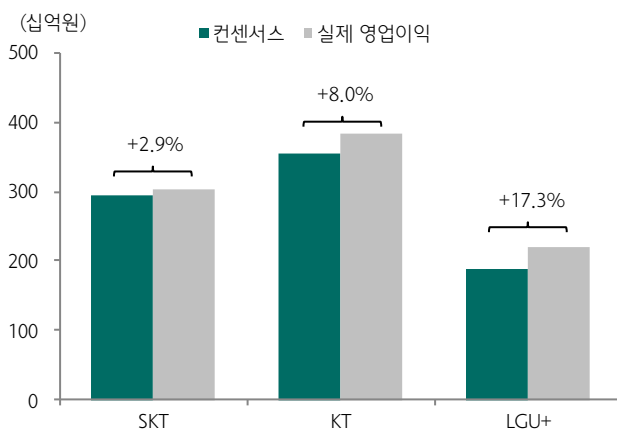
1분기 선전으로 당초 우려보다는 상반기 통신사 실적이 부진하지 않을 것으로 보인다. 이번 1분기 실적에서 나타났듯이 작년 4분기를 기점으로 마케팅비용 증가 폭이 둔화되는 양상이며 이동전화 APRU도 미미하지만 상승 추세로 반전하고 있기 때문이다. 통신 3사 2Q 영업이익 합계가 전분기비 11% 감소하나 전년동기비 6% 성장이 예상된다는 점을 감안 시 통신 3사 합산 상반기 영업이익의 합계는 전년동기비 2% 성장이 전망된다.

당초 예상보다는 상반기 실적이 부진하지 않을 것으로 예상됨에 따라 이제 상반기 실적에 대한 공포감에서 벗어날 필요가 있겠다. 이미 상반기 실적이 좋지 않을 것임을 투자자들이 인지하고 있으며 당초 우려보다는 실적이 나쁘지 않을 것이기 때문이다.

하나금융투자에서는 연초부터 2020년 상반기 국내 통신사 실적이 부진할 것이란 전망을 지속하고 있으며, 최근 5G 보급률을 감안하여 올해 통신사 실적 전망치를 하향 조정한 바 있다. 또 연초 이후 통신주에 대해 부정적 의견을 제시하고 있으며, 4~5월에도 통신서비스 업종 투자 매력도를 공식적으로 '보통'으로 제시한 바 있다.

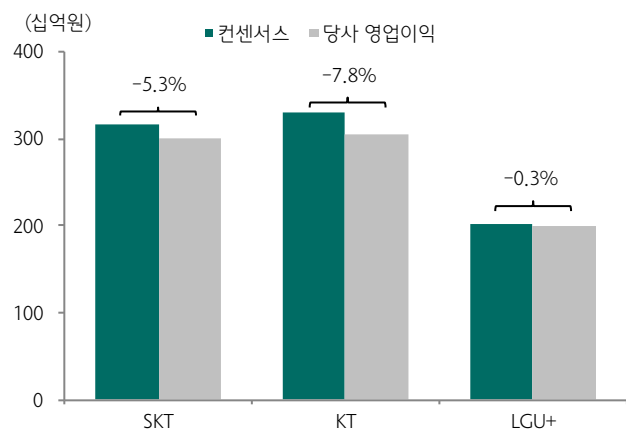
따라서 이제 충분히 통신사 올해 상반기 업황이 좋지 않다는 사실을 투자자들이 인지하고 있다고 봐야 하며 투자 전략상 통신주 적극 매수로 전환할 필요가 있다는 판단이다. 오히려 상반기 실적 발표가 끝나고 나면 투자자들이 안도감과 동시에 금년도 통신사 이익 증가 기대감이 높아질 것으로 보여 지금부터는 이를 대비한 투자 전략 설정이 요구된다.

그림 1. 1분기 통신 3사 영업이익 컨센서스 및 실제 결과 비교



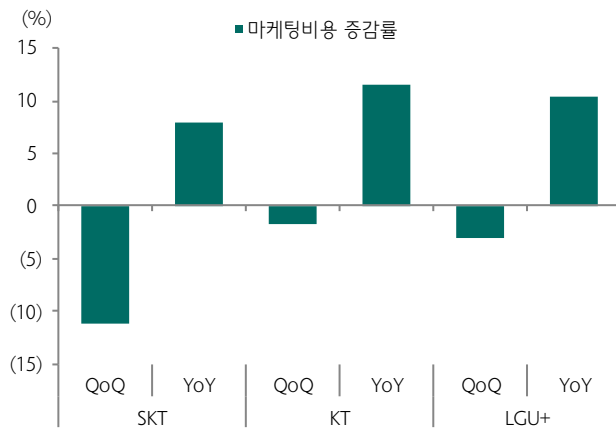
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 2. 2분기 통신 3사 영업이익 컨센서스와 당사 추정치 비교



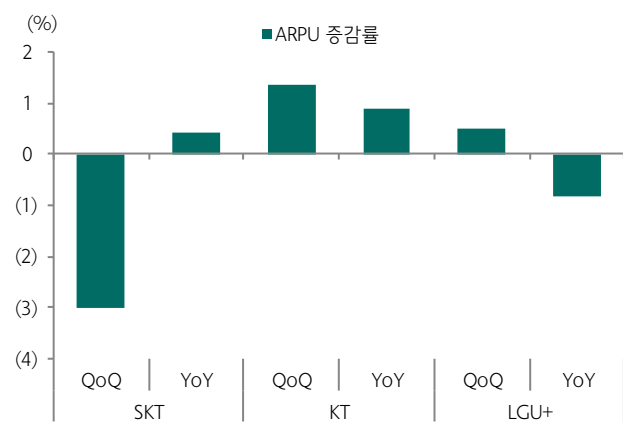
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 3. 1분기 통신 3사 마케팅비용 증감률



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 1분기 통신 3사 이동전화 ARPU 증감률



자료: 각사, 하나금융투자

(2) 이익 증가 반전 앞두고 있는
상황에서 통신사 주가 예상보다
낮게 형성되어 있는 상황

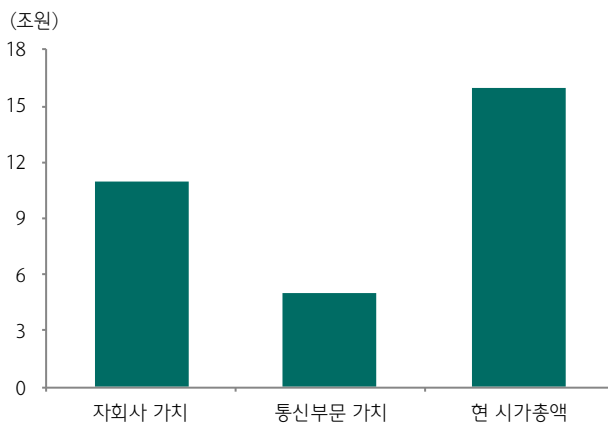
(2) 통신주 향후 추정 실적 흐름 대비 가격 메리트가 큰 상황이다. 올해부터 이익이 증가할
것으로 예상되는 반면 주가 상승 폭이 크지 않기 때문이다.

통신주가 최근 1개월간 시장대비 높은 수익률을 기록하고 있지만 여전히 가격 메리트가 큰
상황이다. 특히 업종 대표주인 SKT는 더욱 그렇다. 통신사 주가가 아직도 낮은 상태에 머물
고 있는 근본적인 이유는 연초 이후 KOSPI 하락과 더불어 통신사 주가가 과도하게 하락하
였기 때문이었다. 예전 같았으면 지수 대비 낮은 주가 하락을 나타냈겠지만 이번에는 큰 차
이를 보이지 않았다. 아무래도 2020년 상반기 실적 우려가 통신 3사 주가에 부정적 영향을
미쳤다고 볼 수 있겠다.

4월 이후 통신사 주가가 LGU+와 KT를 중심으로 탄력적인 상승 시도를 하고있지만 여전히
싼 편이다. 특히 향후 실적을 감안하면 그렇다. 현재 통신주는 어느 업종보다도 저평가되어
있다. 적자 가능성이 제로에 가깝고 회선 및 부동산 가치가 장부가보다 월등히 높고 가입자
가치가 장부가에 반영된 상태가 아니라는 점에서 그렇다. 막연히 장부가 대비 현 시가총액이
낮은 것이 아니라 장부가에 반영되지 않은 가치와 미래 이익 창출 능력을 감안해도 싸다는
이야기다. 글로벌 통신사들과 비교하면 국내 통신사 저평가 상황이 더욱 두드러진다.

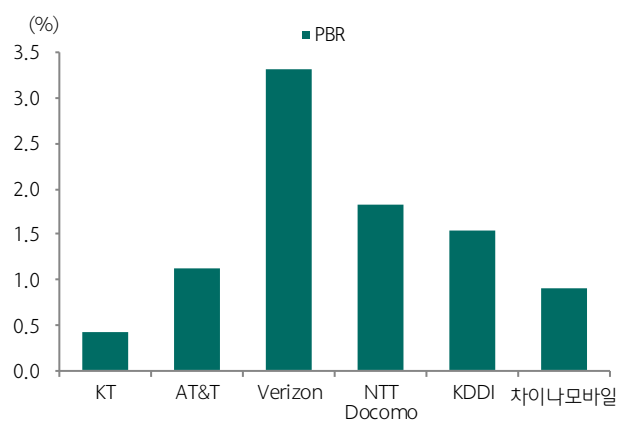
그런데 앞서 언급한것처럼 2020년 2분기 LGU+와 KT는 전년동기비 이익 성장이 예상되며
2020년 3분기 이후 2022년까지 장기 이익 성장을 구가할 전망이다. 장기적 통신 업황 회복
이 예상되는 가운데 가격 메리트까지 보유하고 있어 이제부터 이를 감안한 통신주 장/단기
비중확대에 나서야 할 것으로 판단된다.

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

(3) 올해 통신사 실적 그리 좋지 않음에도 불구하고 주주이익환원 정책 오히려 강화되는 양상 나타낼 전망

(3) 금년도엔 특이하게도 통신사 주주이익환원 정책이 더 강화될 것으로 예상된다. 5~6월 통신사 배당 및 자사주 정책이 더 구체적으로 드러날 것으로 보여 기대를 갖게 한다.

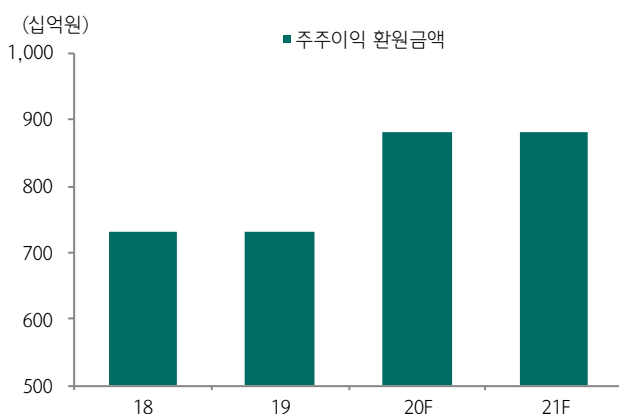
올해 들어 통신사 배당 및 주주이익환원 정책에 대한 투자자들의 우려가 적지 않다. 금년도 통신사 실적에 대한 걱정이 많기 때문이다. 특히 상반기는 실적 불안감이 큰 편이다. 하지만 놀랍게도 올해 통신사 주주이익환원 규모는 지난해보다 높게 나타날 가능성이 크다. 올해 통신 3사 배당금 규모가 최소한 작년 수준으로 유지될 공산이 크며 SKT의 경우 자사주 매입 가능성이 존재하기 때문이다.

물론 현재 통신사 이익 규모로 보면 주주이익환원 증대는 다소 이해가 가지 않을 수 있다. 이미 국내 통신사 배당성향이 높기 때문이다. 표면상으로는 50% 수준으로 나타나지만 실제 배당성향은 이보다 더 높은 편이다. 통신부문 이익 창출 능력만을 가지고 평가하면 그렇다. 사실상 KT는 60%, SKT는 80% 수준이다.

그럼에도 불구하고 올해 통신 3사 주주이익환원 규모는 증가할 가능성이 높다. SKT는 통신 부문 이익 감소에도 불구하고 SK하이닉스를 비롯한 자회사 이익 증가를 근거로 배당을 동결할 가능성이 높으며 주가 안정 및 자사주 활용이 유용할 수 있다는 이유로 자사주 매입을 진행할 것으로 예상된다. KT는 신임 구현모 CEO 취임 후 장기 경영 방침 및 배당 정책 발표를 토대로 2020년 지난해 수준 이상의 주주이익환원과 더불어 장기 배당 증가를 공식화하는 입장이다. LGU+는 올해 의미 있는 이익 성장과 더불어 지속적인 배당 증대 정책을 표방할 가능성이 높다.

통신사 배당금이 증가했을 당시 주가는 대부분 좋았다. 기대배당수익률이 높아지는 효과도 있었지만 통신사 실적 기대감이 높아졌기 때문이다. 통신사 배당금은 실제로 장기 이익 전망에 근거에 결정된다. 올해 통신사 실적이 그리 좋지는 못하지만 내년까지 길게 보면 실적이 좋아질 것으로 통신사 경영진이 예상한다는 것이어서 투자 심리에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 5월 29일 KT CEO 투자가 미팅에 이어 6월엔 SKT가 중간 배당을 결정하면서 향후 배당 정책에 대해 언급할 가능성이 높고 2021년 지배구조 개편 추진 가능성을 감안 시 자사주 취득은 9월 이전에 시행할 가능성이 높아 5~6월 중 통신사 주주이익환원 정책이 윤곽을 드러낼 것이란 판단이다.

그림 7. SKT 주주이익 환원금액(배당금+자사주) 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 8. KT DPS 전망



자료: KT, 하나금융투자

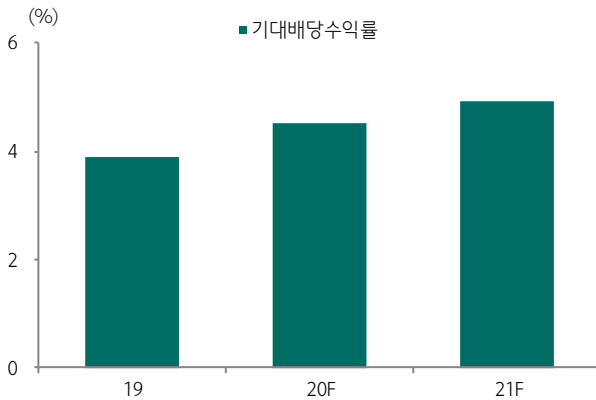
(4) 역사적 배당 수익률로 보면 통신주
기계적 매수에 들어가야 될 상황,
향후 수년간 이런 기회 잡기 어려울
수 있어

(4) 역사적 배당수익률 밴드로 보면 절대적 매수 기회라고 보여진다. KT도 그렇지만 SKT
는 어느 때보다 투자 성공 확률이 높은 시기이므로 기계적인 매수로 대응해야 할 시점
이라는 판단이다.

앞서 언급했지만 올해 통신사 배당금 지급에 대한 불신이 최근 다소 이해가 가지 않는 수준
의 통신사 기대배당수익률을 형성시키는 상황이다. 현 주가 기준으로 예상되는 KT의 기대배
당수익률이 4.5%, SKT는 4.7%에 달하기 때문이다. 현재 국내 금리 수준을 감안 시에도 당
연히 매력적일 수 있지만 전략상 과거 배당수익률 밴드 추이를 살펴볼 필요가 있다. 현 주가
수준에서는 단기 업황과 상관없이 배당금만 지켜진다고 해도 반드시 매수해야 할 구간이라
고 보여진다. 하반기 이후 통신산업 이익이 증가세를 나타낼 것이 유력한 현 상황에서는 더
이상 고민할 필요도 없는 상황이다.

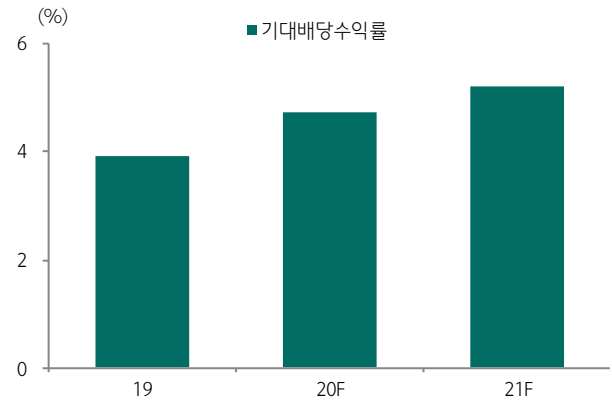
과거 SKT 기대배당수익률은 특별한 경우를 제외하곤 5%를 넘은 적이 없었다. 2011년 하이닉스
인수 당시 배당금 훼손 논쟁이 일어났을 때가 유일하다, 그런데 현재 SKT 배당금을 포함하여 주
주이익환원 규모가 감소할 수 있을 것인가 보면 그 가능성은 희박하다. 앞서 언급한 것처럼 오히
려 자사주/배당금을 합친 총 주주이익환원금액은 증가할 가능성이 높은 상황이다. 항상 왜곡된 주
가 수준에서는 적극 공략하는 것이 정답이었다. 이젠 하반기 이후의 실적 전망과 주주이익환원 규
모만 보고도 SKT/KT를 적극 매수해야 할 것이라는 판단이다.

그림 9. KT 기대배당수익률 전망



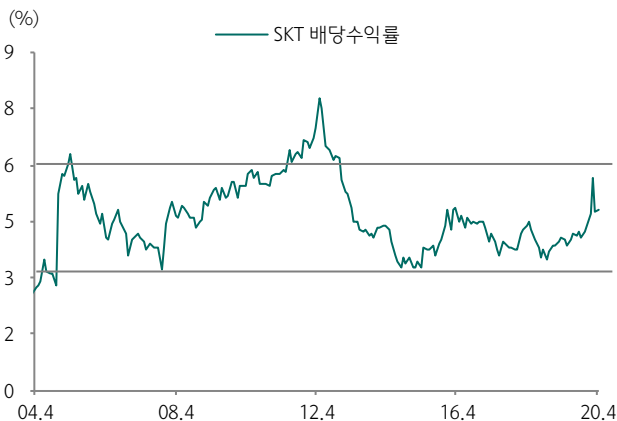
자료: KT, 하나금융투자

그림 10. SKT 기대배당수익률 전망



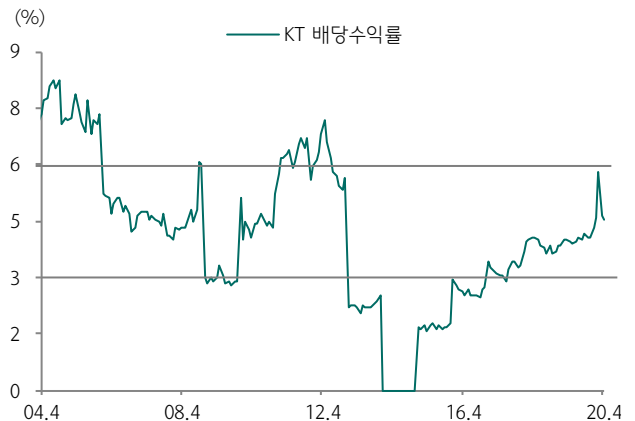
자료: SKT, 하나금융투자

그림 11. SKT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 12. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

- (5) 2분기 LGU+/KT가 전년동기비 영업 이익 증가 전환하고 3분기엔 3사 모두 YoY/QoQ 영업이익 증가 전환 예상, 이익 턴어라운드 임박
- (5) 1분기 LGU+에 이어 2분기에는 KT, 3분기에는 SKT가 전년동기비 영업이익이 증가세로 전환하고, 3분기엔 통신 3사 합산 영업이익이 YoY/QoQ 모두 큰 폭 증가 전환할 것으로 예상된다.

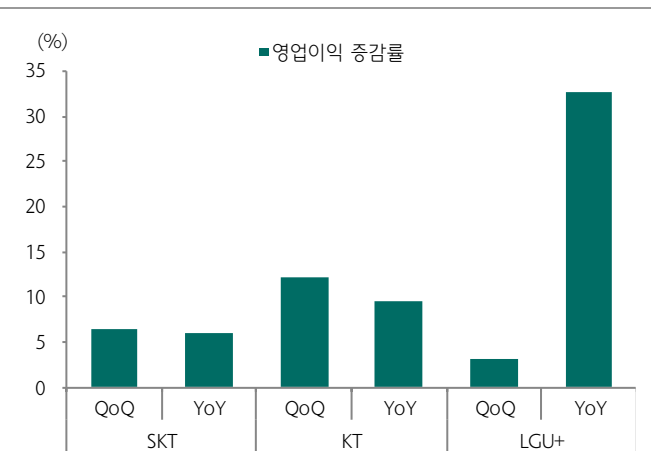
투자자들의 통신사 실적에 대한 우려는 여전히 진행형이다. 마케팅비용이 예상보다 덜 집행되고 있지만 회계상으로는 전년동기비 마케팅비용 증가가 지속되는 반면 5G 가입자 순증 폭 둔화로 이동전화매출액이 정체 양상을 나타내고 있기 때문이다.

하지만 현 시점에선 1분기 LGU+에 이어 2분기에는 KT, 3분기에는 SKT가 전년동기비 영업이익이 증가세로 전환하고, 3분기엔 통신 3사 합산 영업이익이 YoY/QoQ 모두 큰 폭 증가 전환할 것으로 예상된다는 점에 주목할 필요가 있어 보인다. 상반기 통신사 실적 부진을 대다수 투자자들이 인지하고 있는 반면 3분기 실적 개선 가능성에 아직 주목하지 않는 상황 이어서 더욱 그렇다.

통신 3사 2Q 영업이익 합계는 전분기비 11% 감소하나 전년동기비 6% 성장이 전망된다. SKT를 제외한 LGU+/KT 모두 전년동기비 영업이익 증가가 예상된다. 3Q엔 통신 3사 영업이익 합계가 전분기비 8% 증가하고 전년동기비 13% 증가가 예상된다. 이동전화매출액 증가 폭이 커지는 가운데 마케팅비용/감가상각비 증가 폭이 둔화될 것이기 때문이다. 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 정제로 나타날 공산이 크다. 5G 가입자수를 감안한 이동전화매출액 추이와 IFRS 15 도입에 따른 가입자유치비용 이연 효과를 감안하면 이러한 결론에 도달한다. 이제 통신사들의 본격적인 이익 턴어라운드 대비한 투자 전략 설정이 필요해 보인다.

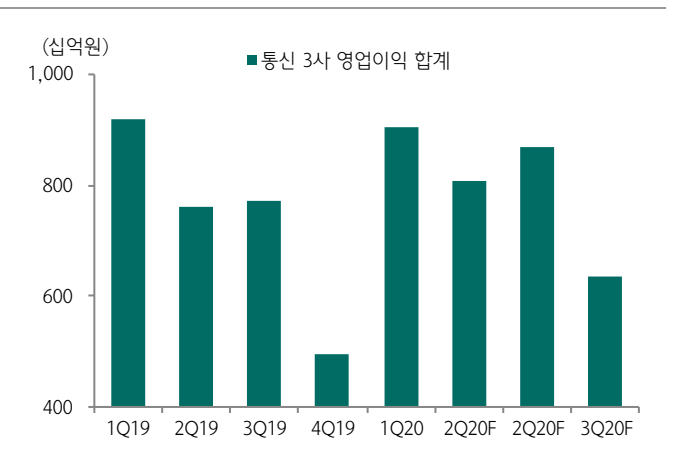
장기적으로 2021년 실적 전망은 더 낙관적이다. 신임 CEO가 부임 2년 차인 내년 실적 성과에 초점을 맞춘 경영 전략을 펼 가능성이 높기 때문이다. 이동전화매출액 성장률이 가파르게 나타나는 가운데 마케팅비용 증가 폭이 확실히 낮아지고 무형자산상각비 정제로 감가상각비 역시 증가 폭이 줄어들 전망이어서 높은 이익 성장이 기대된다.

그림 13. 2020년 3분기 통신 3사 YoY/QoQ 영업이익 증감률



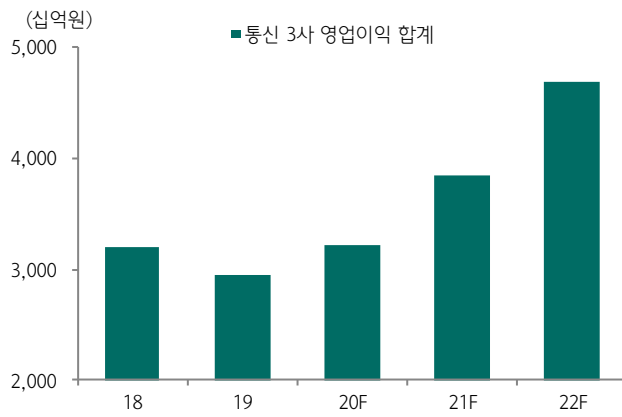
자료: 각사, 하나금융투자

그림 14. 통신 3사 분기별 영업이익 합계 전망



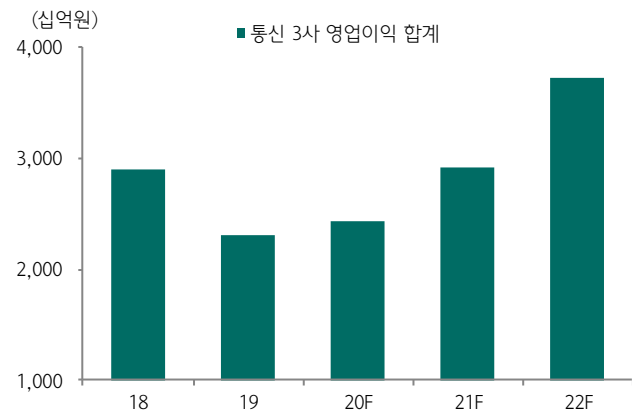
자료: 각사 하나금융투자

그림 15. 통신 3사 연간 영업이익의 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 16. 통신 3사 통신부문 연간 영업이익의 합계 전망



자료: 각사 하나금융투자

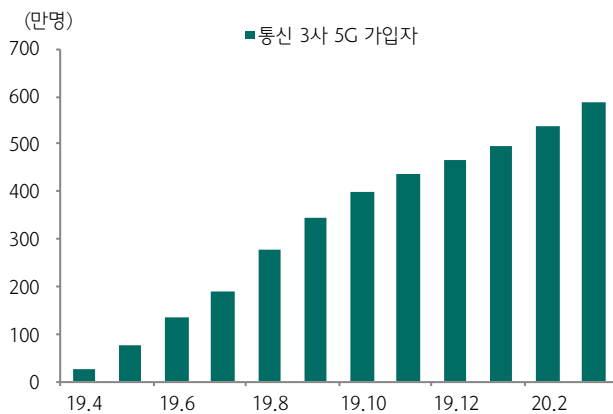
(6) 6월부터는 5G 가입자 순증 폭 커질 것, 코로나 영향 줄어들고 이벤트 많아질 것임에 유의

(6) 5G 가입자가 6월부터 큰 폭 증가세로 반전할 듯하다. 코로나19 영향 감소, 재고폰 밀어내기, 가정의 달 및 실제 신학기 맞이 효과 등을 감안 시 그렇다.

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 코로나19 영향에 따른 내방 고객수 급감도 적지 않은 영향을 미쳤다.

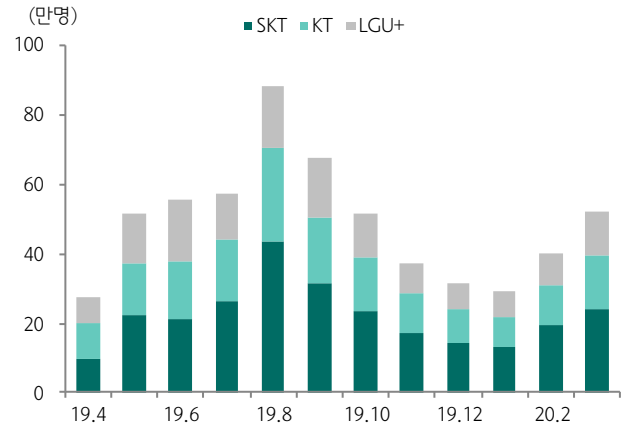
상반기 최대 전략 폰인 삼성 갤럭시 S20이 출시되었지만 국내 통신 시장이 좀처럼 살아나지 못하는 양상이다. 가장 큰 이유는 역시 코로나19 여파에 따른 내방 고객 급감 때문이다. 특히 5G 폰의 경우 고가 프리미엄 단말기가 대부분이어서 대리점 방문 없이 온라인으로 개통하는 데 부담이 커 파장이 더 크다. 여기에 과거 갤럭시 S10대비 절반 수준의 공시지원금 영향도 적지 않다. 통신사들이 아직까지도 지난해 2~3분기 과다 집행한 보조금에 부담을 느낀 탓이다.

그림 17. 통신 3사 5G 가입자 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 18. 통신 3사 5G 순증 가입자 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

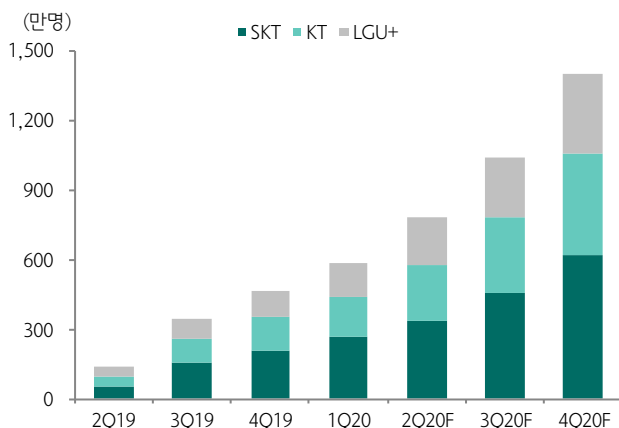
6월 재고 폰 밀어내기,
대리점 마케팅 강화,
재난보조금 폰 구입 활용 가능성에
주목, 3분기 5G 가입자 월 평균 순증
폭 100만명 수준으로 큰 폭 확대 예상,
ARPU 상승 기대감 다시 높아질 것

하지만 6월부터는 다소간 다른 시장 흐름으로의 변화가 예상된다. 코로나19 사태가 다소 진정될 가능성이 높은데다가 갤럭시 S20 밀어내기가 시작될 가능성이 높고 가정의 달 및 실제 신학기 맞이 효과도 기대되기 때문이다. 여기에 지방 5G 커버리지 확대, 수도권 인빌딩 투자 확대도 5G 가입자 증가에 한 몫 할 것으로 보인다. 재난보조금을 단말기 구입에 활용하는 소비자들의 움직임이 본격화되고 있다는 점도 5G 순증 폭 확대에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

국내 통신사 CEO들이 취임 2년차인 2021년도 성과에 초점을 맞춰 마케팅 전략을 펴왔는데 6월 이후엔 현재의 소극적인 마케팅 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 하반기 까지도 5G 가입자 유치가 부진할 경우엔 2021년 하반기 이후 실적에 오히려 부정적일 수 있기 때문이다. 이젠 매출액을 서서히 신경 쓰지 않을 수 없는 상황이라는 점에 주목할 필요가 있겠다.

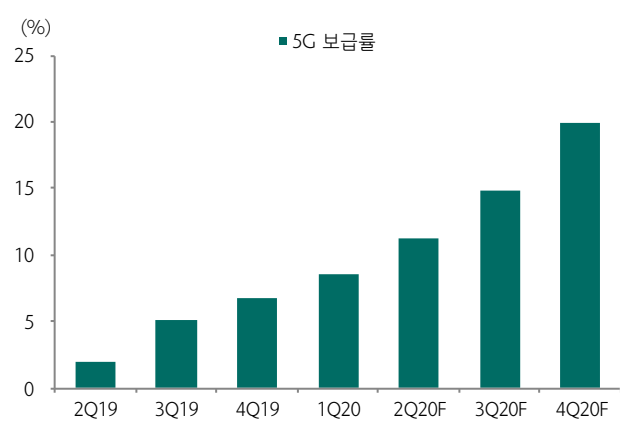
제반 상황을 감안할 때 6월 이후엔 5G 가입자 순증 폭이 80만명 수준으로 올라오고 3분기엔 월 평균 5G 순증 가입자가 100만명 수준을 기록할 것으로 예상된다. 오프라인 시장이 재차 활기를 띠 것으로 판단되기 때문이다. 현재 국내 통신 시장은 코로나19 여파로 대리점들이 거의 손을 놓고 있다고 봐도 무방할 정도다. 제반 상황을 감안 시 6월 이후엔 통신 시장이 활성화되고 고가의 5G 요금제 가입자 유치가 본격화될 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 하반기엔 다시 정상적인 5G 순증 가입자 추세로의 복귀가 예상되며, 재차 통신사 장기 이동전화매출액 증가에 따른 이익 성장 기대감이 높아질 것이란 판단이다.

그림 19. 국내 통신 3사 분기별 5G 가입자 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



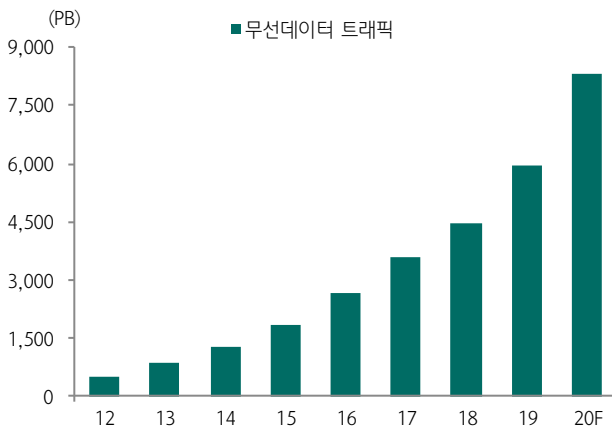
자료: 각사, 하나금융투자

(7) 코로나19 사태 발생 이후 통신사 트래픽 폭증하는 양상, 장기적으로는 통신사에 긍정적 영향 미칠 것

(7) 코로나 사태 이후 트래픽 폭증 양상이 장기적으로는 통신사에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

코로나19 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 21. 국내 연간 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

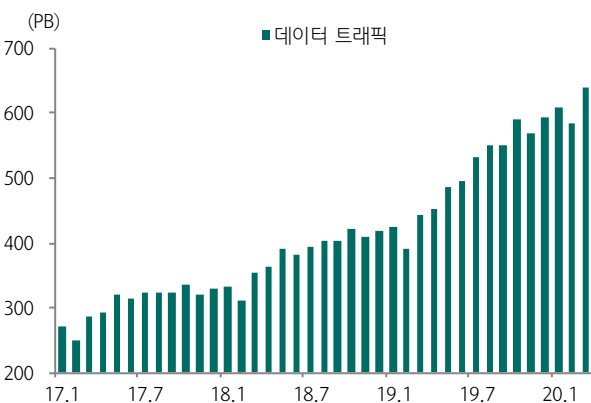
그림 22. 코로나19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화

- 1 중국 2월 데이터 트래픽 전월대비 20% 이상 증가
- 2 구글 유튜브 SD급으로 전환
- 3 넷플릭스 유럽에서 화질 낮춰 전송

자료: 하나금융투자

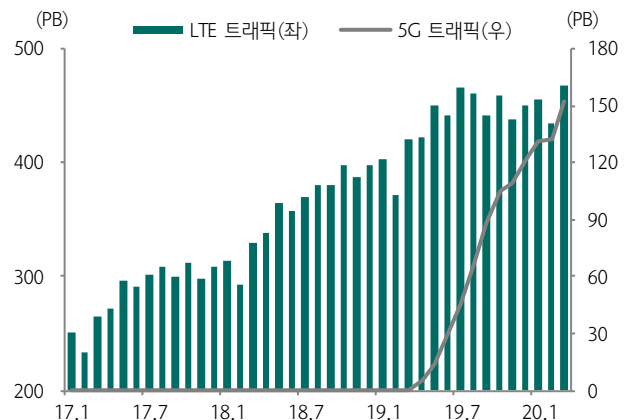
국내의 경우엔 네트워크 문제가 크게 부각되고 있진 않지만 트래픽 증가 양상은 상황이 비슷하다. 3월 데이터 트래픽이 2월대비 9%나 급증하는 양상을 보였으며 5G 가입자 전체 트래픽 뿐만 아니라 LTE 가입자들의 총 트래픽도 폭증하는 양상을 나타냈다. 반면 국내는 아직은 망 부하에 따른 트래픽이 문제가 되진 않고 있다. 5G가 전체 모바일 트래픽을 30% 감당해주고 있기 때문이다.

그림 23. 국내 월간 데이터 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 24. 국내 월간 5G/LTE 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

과거 경험 상기할 때 최근 트래픽 증가는 결국 통신사 ARPU 상승으로 이어질 전망

하지만 일부 해외 플랫폼 업체들의 화질 다운그레이드 이슈는 동일하게 발생하는 상황이며, 현 상태가 지속될 경우 장기적으로 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 코로나19 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 코로나19 진행 상황으로 보면 통신사들이 단기적으로 좋은 영향을 받는 것은 아니다. 코로나19 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.

그림 25. 코로나19가 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

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

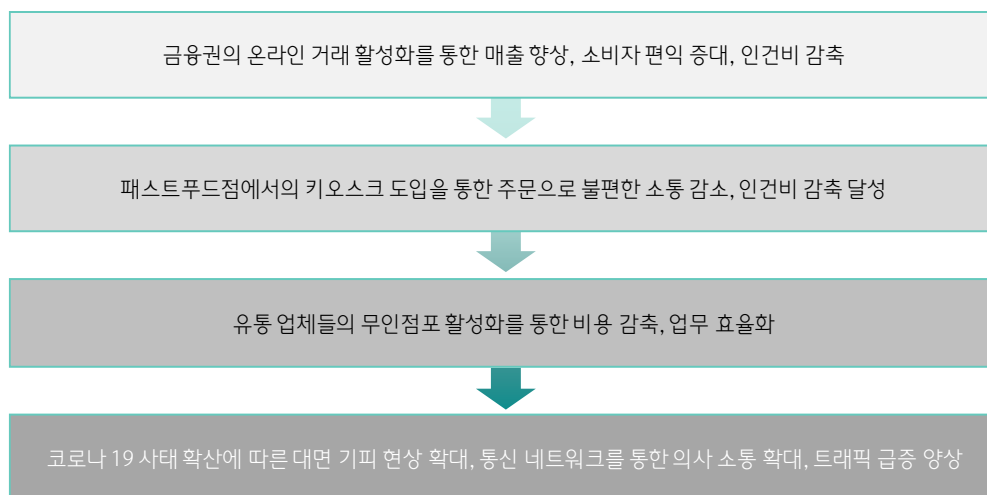
(8) 코로나19 확산으로 전세계적으로 비대면 문화가 정착 중이다. 그런데 비대면 문화가 5G
기반의 4차산업을 육성 시키는 계기가 될 것으로 보여 관심을 높일 필요가 있다.

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

비대면 사업 구조로의 전환은 일부 업체들의 업무 효율성 향상, 인건비 절감 목적으로 활성
화 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 보
인다.

얼마 전까지만 해도 언택트는 무인 서비스를 함축하는 개념으로 주로 통용이 되었다. 하지만
코로나19가 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 비
대면이 선택이 아닌 필수가 되어버린 상황이다.

그림 26. 비대면(언택트) 유행의 흐름 양상



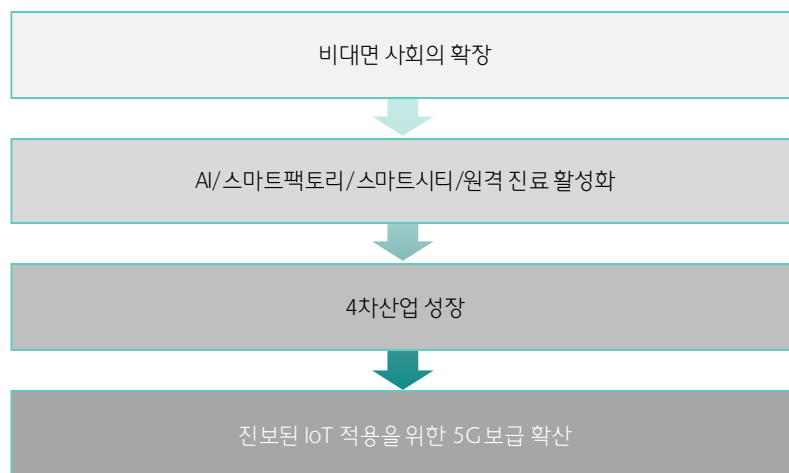
자료: 하나금융투자

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

코로나19 사태가 종결되면 다시 완전히 예전으로 돌아갈 것인가를 생각해보면 그 가능성은 높지 않다. 이미 비대면의 편리함이 새로운 문화로 자리잡고 있기 때문이다. 항상 과거에도 산업 혁명은 특별한 계기를 통해 이루어졌다. 따라서 이번 코로나19 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 27. 코로나19 사태가 4차산업에 미칠 영향



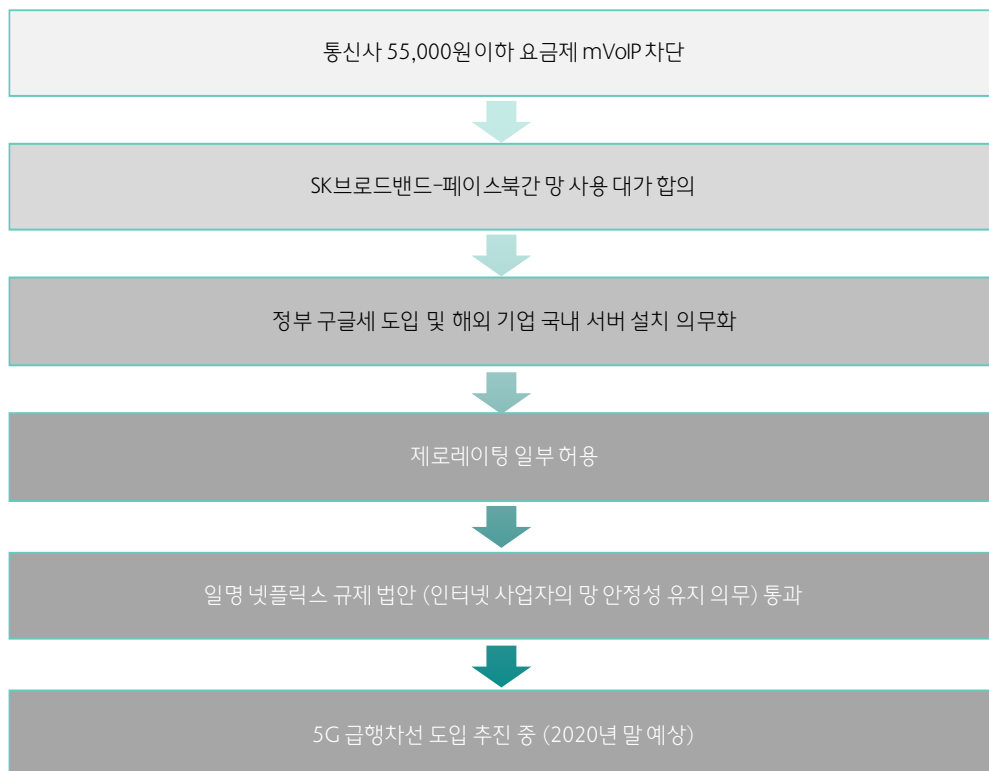
자료: 하나금융투자

(9) 5월 국회에서 넷플릭스 규제 법안 통과, 장기적으로 통신사 Multiple 상승으로 이어질 전망

(9) 국내에서 넷플릭스 규제법이 통과되는 등 망중립성 정책이 중대 변화 시점에 놓여져 있다. 5G 생태계 조성에 긍정적이며 하반기 5G 급행차선 허용이 이루어질 경우 적지 않은 파장이 예상된다. 통신주 Multiple 상향 조정이 이루어질 수 있어 긍정적이다.

5월 20일 인터넷 사업자의 망 안정성 유지 의무 및 해외 인터넷사업자의 국내 이용자 의무를 강화하는 소위 넷플릭스 규제법이 국회를 통과하였다. 넷플릭스가 국내 방통위를 대상으로 벌인 소송전이 오히려 독이 되는 상황이며 결국 시간이 걸리겠지만 국내 통신사들이 구글/페이스북/넷플릭스로부터 망 사용 대가를 받게 될 전망이다. 더 나아가 빠르면 연내 5G 급행차선 허용이 예상된다. 일본이 5G 급행차선 허용에 적극적이기 때문이다. 통신사 망패권 강화가 본격화되는 양상이며 이는 곧 향후 5G 생태계에 조성에도 긍정적 영향을 미칠 공산이 커 관심을 높일 필요가 있겠다.

그림 28. 3G 스마트폰/LTE 도입 이후 통신사 망패권 강화 사례 및 전망



자료: 하나금융투자

코로나19로 인한 트래픽 증가는
전세계적으로 망중립성 폐지로
이어지는 양상, 사실상 이젠
망중립성 의미 없어

최근 망중립성 문제는 국내뿐만 아니라 전세계적으로 큰 화두가 되고 있다. 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.

여기에 코로나19 이슈는 활활 타오르는 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.

다소 엉뚱하게도 최근 코로나19 확산으로 인해 전세계 망중립성 정책이 변화의 기로에 서있다. 이미 글로벌 핫 이슈로 부상 중이며, 코로나19는 최근 미국의 망중립성 폐지와 더불어 글로벌 망중립성 재정립 및 통신사 망패권에 큰 변화를 가져올 전망이다.

국내에선 넷플릭스와 국내 방통위가 소송전을 진행 중이지만 결국은 넷플릭스도 페이스북과 함께 망이용대가 지불 원칙/절차를 논의한 후 망사용대가를 지불하게 될 공산이 크다. 인터넷 사업자의 망 안정성 유지 의무 및 해외 인터넷사업자의 국내 이용자 의무를 강화하는 법안이 처리된 데다가 옹호해주던 미국 정부가 이미 망중립성을 폐지하였고 코로나19 사태 이후 트래픽 문제 발생으로 각국 정부들이 통신사 눈치만 봐야 하는 처지로 전락했기 때문이다.

그림 29. 국내에서 넷플릭스가 망대가 지불 관련 소송에서 승소할 가능성이 낮은 이유

1	인터넷 사업자의 망 안정성 유지 의무/ 해외 인터넷사업자의 국내 이용자 의무 강화 법안 국회 통과
2	미국 망중립성 원칙 폐지
3	트래픽 급증 시 정부 특별한 해결 방법 없음
4	소비자 불편 제기 및 다수의 민원 발생
5	망중립성 원칙 강화가 소비자 혜택에 도움이 되지 않음
6	넷플릭스가 화질에 따른 요금제를 설정할 권리가 없음

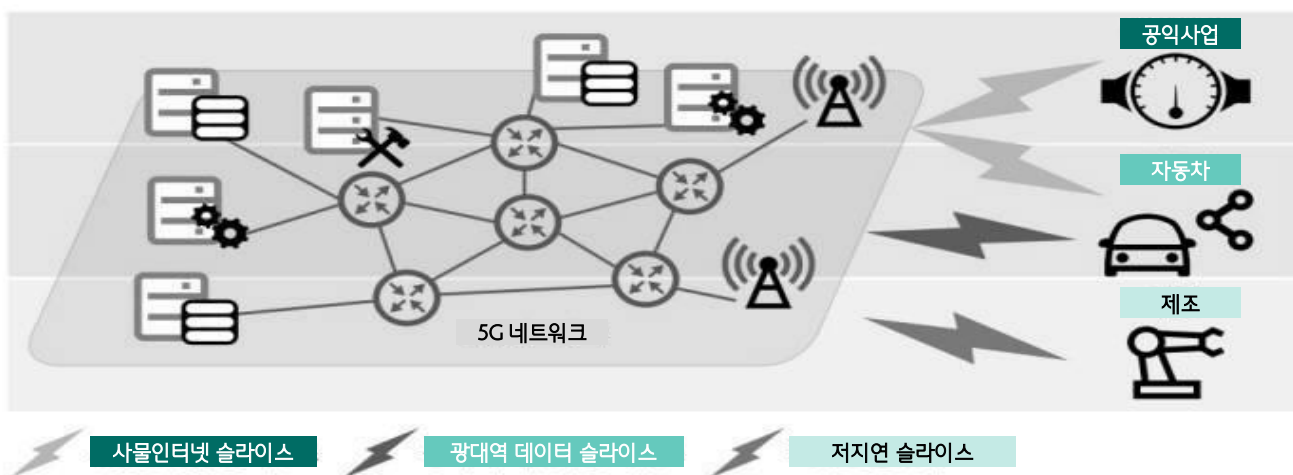
자료: 하나금융투자

미국 망중립성 폐지로 망중립성 논쟁
요동 치는 상황, 이젠 하반기 5G 급행
차선 허용 가능성에 주목

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 전망이다라는 점, 4) 과거 미국의 규제가 세계 각국에 미치는 영향이 컸다는 점 때문이다.

물론 아직까지 정부는 공식적으로 망중립성을 폐지하지는 않고 있다. 하지만 소비자 혜택 증대/5G 육성 정책으로 정부가 입장을 선화하면서 이미 현 정부 스탠스는 통신사 망 패권을 인정해주는 방향으로 바뀌고 있다. 하반기로 예상되는 5G 급행차선 도입 논의에서 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 급행차선을 허용하자는 쪽으로 결론이 날 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.

그림 30. 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 비즈니스 모델



자료: 하나금융투자

하반기 5G 급행 차선 허용 가능성에 주목할 시점, 일본에서도 논의 시작되고 있어 도입 가능성 높아지는 상황, 도입 시 통신주엔 큰 호재 될 전망

5G 급행차선이 허용될 것인가에 대해 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. 5G가 IoT, AI, VR, 빅데이터 등 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되고 있기 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. 하나금융투자에서는 6월 이후 일본이 5G 급행차선을 허용하자는 목소리가 높아질 경우 국내 도입은 유력하다고 판단한다.

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 넷플릭스 규제 법안의 통과를 가져왔다. 또 제로레이팅의 일부 허용과 더불어 이젠 2020년 하반기 5G 급행 차선 도입 논의를 앞두고 있는 상황이다.

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

그림 31. 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

(10) 여당 총선에서 압승,
5월 요금인가제 폐지된 데에 이어
하반기 리베이트 규제 강화
예상되어 긍정적

(10) 21대 국회의원 선거 결과로 보면 요금인가제 폐지에 이어 리베이트 규제가 점차 강화
될 것으로 보여 통신주에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

2020년 4월 총선이 여당의 압승으로 끝났다. 이에 따라 향후 정부/국회 규제 방향에 주목할
필요가 있는데 5월 20일 요금인가제가 폐지된 데 이어 향후 단말기 완전자급제 도입 또는
리베이트 규제 강화 가능성에 주목할 필요가 있겠다. 특히 과방위 핵심 멤버였던 노웅래, 변
재일 의원이 21대 국회의원 선거에서 당선됨에 따라 더욱 기대를 갖게 한다. 아직 소속 분
과가 정해지지는 않았지만 지속 추진할 가능성이 높기 때문이다.

물론 단말기 완전자급제를 추진하는데 부담이 적지 않다. 과거에도 정치권에서 강하게 추진
했지만 대리점 반발에 막혀 중단된 바 있기 때문이다. 하지만 최소한 단말기 완전자급제를
리베이트 규제 법안 마련으로 우회하려 추진될 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.

그림 32. 2020년 통신산업 규제 관련 핫이슈 점검

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

자료: 하나금융투자

요금인가제 폐지로 인위적인
통신 요금 인하 압력 행사에 대한
투자자들의 우려 줄어들 전망,
통신사 Multiple 상승 기대

1991년에 시작된 통신 요금인가제가 2020년 5월 20일 30년만에 폐지됐다. 통신 요금인가제란 정부가 이동전화 시장에서 SKT, 유선전화 시장에서 KT의 요금을 인가하는 것인데 유선전화의 경우 그 의미가 퇴색됨에 따라 사실상 이동전화에서만 막강한 요금 규제 역할을 수행하고 있었다. 정부가 SKT 신규 요금 인가를 미루는 방식으로 통신 요금을 규제할 수 있었기 때문이었다. 당초 시작한 후발 사업자 보호를 위해 제정되었지만 현실적으로는 통신사 요금을 규제하는 수단으로 그 동안 작용하였다.

결국 지난해부터 요금인가제 폐지가 다시 논의되었는데 그 이유는 1) 전세계 국가 중 유일하게 한국만이 요금인가제를 고수하고 있고, 2) 사업자간 자율적 경쟁을 막고 담합을 유도한다는 의견이 끊임없이 일어났으며, 3) 정부의 가장 효율적인 인위적 통신 요금 인하 수단이 되는 것은 사실이나 4차산업 혁명 시대를 맞이하여 연관 사업 발전에 부정적인 영향을 미칠 수 있고, 4) IT/플랫폼 산업 붕괴라는 뼈저린 정책 실패를 겪은 유럽의 실패 사례가 존재하며, 5) 질 좋은 서비스를 합리적인 비용을 지불하고 사용하는 것이 서비스 불편을 겪는 것보다는 낫다는 의견이 지배적이기 때문이었다.

결국 시민 단체의 반대에도 불구하고 통신 3사가 이번엔 동일한 목소리를 내면서 요금인가제가 폐지되었다. 이에 따라 적지 않은 파장이 예상된다. 요금인가제 폐지로 정부의 인위적인 요금인하 권고가 어려워질 전망이다. 통신사간 자율 요금 경쟁 시대로 진입하면서 규제 리스크 감소, 통신사 Multiple 상승이 예상되기 때문이다. 특히 통신사들이 요금 결정권을 갖게 되어 규제 완화 기대감이 높아질 것으로 판단되어 긍정적이다. 유보신고제로 전환하겠지만 요금을 크게 올리는 등 특별한 문제가 발생하지 않는다면 정부가 사후 규제할 명분이 없고 정부 주도로 통신 요금을 인하하긴 이제 쉽지 않기 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 33. 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

5월 통신서비스 업종 수익률
KOSPI 수익률을 상회,
최근 1개월/3개월간 KT 우수한 성과
기록

3) 5월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회, 최근 3개월 성과 우수

최근 1개월간 통신서비스업종 수익률은 KOSPI 수익률을 상회하였다. 1분기 어닝 시즌을 맞이해서 실적이 좋진 않았지만 컨센서스를 상회하여 당초 예상보다는 양호한 실적을 기록했고, 2분기 이후 전년동기비 영업이익이 증가 전환할 것이란 기대감이 작용하면서 예상보다 양호한 주가 흐름이 나타났다. 더불어 기대배당수익률로 볼 때 바닥이라는 인식 확산과 통신주의 높은 가격 메리트도 주가 상승에 도움이 되었다. 현재 KOSPI 대비 SKT/KT 주가, 장기 실적 흐름 전망 대비 현재 통신주 수준에 투자자들의 고민이 깊어지며 저가 매수가 지속되는 가운데 통신주 상승이 나타났다.

종목별로는 5월엔 LGU+와 KT가 양호한 수익률을 기록했으며 SKT가 상대적으로 부진한 양상을 보였다. 아무래도 1분기 어닝 서프라이즈를 기록한 LGU+로 단기 매수세가 집중되었고 5월 29일 CEO 투자가 미팅이 예정된 KT에 대한 투자자들의 관심이 높아지며 상대적 주가 강세가 이어졌다. SKT는 이익 증가 전환 시점이 상대적으로 늦고 단기 재료가 보이지 않는다는 약점이 상대적 주가 약세로 나타났다. 하지만 최근 3개월 수익률로 보면 SKT도 시장 수익률을 상회하는 모습을 보였다. 가격 메리트와 높은 기대배당수익률이 부각되는 가운데 KOSPI 대비 SKT 주가가 싸 보인다는 인식이 SKT 매수를 이끌었다.

표 3. 2020년 5월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	5.7	(4.2)	0.9	5.2

주: 지수는 5/21 종가 기준
자료: Wisesn, 하나금융투자

표 4. 2020년 5월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	3.9	(4.7)	(0.9)	4.6
KT	8.0	0.2	3.2	9.6
LG유플러스	9.3	(6.6)	4.5	2.8

주: 주가는 5/21 종가 기준
자료: Wisesn, 하나금융투자

6월에도 통신주 호재 많은 상황,
KOSPI 수익률을 상회할 가능성
높다는 판단

4) 6월에도 통신주 투자 수익률 시장수익률 상회할 가능성 높아

제반 상황을 감안할 때 6월에도 통신주가 시장수익률을 상회할 가능성이 높아 보인다. 이익 모멘텀이 출현하기엔 다소 이른 감이 있지만 올해 주주이익환원 정책이 점차 가시화되면서 가격 메리트가 부각될 공산이 크고 5G 가입자 순증 폭이 다시 확대되면서 이동전화매출액 증가 기대감이 높아질 수 있기 때문이다. 여기에 통신 3사 2분기 영업이익의 합계가 전분기비 11% 감소하나 전년동기비 6% 성장이 전망된다는 점도 주가 상승 기대감을 높여줄 것으로 예상된다. 특히 LGU+와 더불어 KT도 전년동기비 영업이익의 증가가 예상되어 긍정적이다. 서서히 통신사 이익 저점 통과에 대한 이슈가 부각될 가능성이 높다는 판단이다.

6월에 통신시장에서 부각될 통신 이슈는 많다. 1) 5~6월 5G 순증 가입자 추이, 2) 통신사 마케팅 경쟁 강도, 3) 딜라이브/현대HCN 등 CATV 매각, 4) 신임 KT CEO 경영 전략 및 주주이익환원정책 발표 영향, 5) SKT 중간 배당을 포함한 올해 배당 정책 및 자사주 매입 추진, 6) 요금인가제 폐지 및 넷플릭스 규제법안 마련 영향, 7) 대구/경북 지역 가입자를 대상으로 한 통신비 경감 대책 발표, 8) 통신 3사 5G 불법 보조금 지급 관련 징계 수준 발표 등이 대표적이다.

이렇다고 볼 때 6월 통신주 전망은 밝다. 5월부터 5G 순증 가입자수가 증가세로 전환하여 6월까지 순증 폭을 확대해나갈 공산이 크며 통신사 마케팅 경쟁 강도가 보조금 대란으로 까지 이어지지 않을 것으로 보이고 SKT와 KT의 주주이익환원 정책이 파격적으로 발표될 가능성이 높기 때문이다. 여기에 규제 상황이 어느 때보다 양호하다는 기대감이 커짐과 동시에 당초 우려보다 작년 5G 불법 보조금 지급 관련 징계 수준이 높지 않을 것으로 보여 긍정적이다. 6월에도 통신주 반등이 의미 있게 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

6월 규제 개선 기대감 높아지는 가운데 이익 모멘텀 서서히 나타날 수 있어 투자 환경 긍정적으로 평가

표 5. 6월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	- 요금인가제 폐지, 넷플릭스 규제 법안 통과로 규제 개선 기대감 높아질 전망 - 코로나19 사태 이후 국내도 트래픽 급증, 상반기 통신 이동전화 ARPU 예상보다 양호할 듯 - 통신사 대리점 마케팅 다소 정상화, 5~6월 5G 순증 가입자 증가세로 전환할 듯 - 딜라이브/현대HCN 등 CATV 매각 추진 중이나 국내 통신사 입찰 참여 가능성 낮음 - 신임 KT CEO 경영 전략 및 주주이익환원정책 발표, 장기 주가 상승 기대감 높아질 전망 - SKT 중간 배당을 포함한 올해 배당 정책 및 자사주 매입 추진 발표 예상, 수급 개선 전망 - 방통위 통신 3사 5G 불법 보조금 지급 관련 징계 예상보다 낮은 수준으로 발표할 전망 - 정부/통신사 하반기 28GHz 5G 상용화 예정, 진짜 5G로의 진화 이슈 본격화될 전망 - 데이터 3법 국회 통과, 5G가 IoT로 진화하는데 제도적 장치 마련될 수 있어 긍정적 - 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 - LGU+ CJ헬로 인수, SKB/티브로드간 합병, 통신 3사 위주로 유료방송 재편될 듯 - 정부/국회 현행 전파법 개정예 돌입, 통신사 주파수 반납 가능하고 이중 비용 부담 없어서 긍정적 - 과기부 연내 2G 종료 추진 방침, 망 효율성 증가로 2021년 SKT 실적에 도움 예상
부정적 요소	6월 이후 대리점 영업 강화로 통신사 마케팅 경쟁 강도 다소 높아질 전망 - 대구/경북 지역 가입자를 대상으로 한 통신비 경감 대책 발표, 2Q 일회성비용 반영 예상 2020년 3분기에는 통신서비스 산업 YoY/QoQ 모두 영업이익 증가 전환 예상 2021년은 되어야 국내 통신산업 영업이익 큰 폭 성장이 가능할 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 - 통신사 연내 5G 중저가 요금제 출시 예상, 통신사 매출액엔 긍정적이거나 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 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 예상
종합 평가	점차 호재가 많아지는 상황, 아직 가격 메리트 존재해 통신주 적극 매수로 전환할 것을 추천

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick LGU+, 6월 매력도 SKT>KT=LGU+

1) 12개월 Top Pick은 LGU+

12개월 Top Pick은 LGU+로 제시,
장/단기 실적 흐름 가장 양호할
것으로 예상되기 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 통신부문에서 의미 있는 이익 증가세를 나타낼 것이며 2021년엔 더 높은 이익 성장을 나타낼 것이라 점을 높게 평가한다. 올해 상반기에만 대략 전년대비 800억원에 달하는 영업이익 성장을 나타낼 것으로 보여 시간이 지날수록 실적 향상 기대감이 올라갈 것으로 보이며 장기 주가 계단식 레벨업이 예상된다. 영업비용과 매출액이 같이 증가하는 현 시점에서는 무엇보다 서비스매출액 증가 폭이 중요하다. 그런데 3사 중 매출액 증가 폭이 가장 크게 나타날 것으로 판단되고 서비스매출액 증가에 따른 영업이익 증가 폭이 상대적으로 높게 나타날 수 있어 투자가들로부터 긍정적 평가를 받을 것으로 예상된다. 더불어 MNO 가입자 성장과 더불어 5G 가입자 M/S가 현 M/S보다 높게 나타나고 있어 이동전화매출액 증가 속도가 3사 중 가장 크게 나타날 수 있다는 점도 강점으로 꼽을 수 있다. 장기 이익 증가 반전이 예상되는 현 시점에서 역사적 Multiple 수준이 높지 않아 투자 매력도가 높다는 판단이다.

표 5. 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 5월 요금인가제 폐지, 현재 유통구조 개편 추진 등 규제 상황 긍정적 - 자회사 가치 감안 시 절대 저평가/주주이익환원 증대 가능성	- 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/초고속/미디어 등 기존 사업 ARPU 성장 통한 성장 추진 - 신임 CEO 인건비 등 제반 영업비용 증가 강력한 통제 기대 - 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황 - 올해 배당금 최소한 작년 수준 유지 후 향후 증가 패턴 기대	2020년에도 통신 부문 이익 성장 폭은 미미할 전망 - 낮은 ROE로 높은 자산가치 부각되기엔 역부족 - 신임 CEO 성과 나타내려면 다소 시간 걸릴 듯 - 코로나19 여파로 자회사 이익 정체 양상
LGU+	2020년만 보면 통신 3사 중 유일하게 통신부문 높은 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 부채비를 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) 6월 투자 매력도는 SKT>KT=LGU+, SKT 가격 메리트 높아 키 맞추기 할 것

6월 투자 매력도는 SKT>KT=LGU+,
3사 모두 매력적이지만 가격 메리트 큰
SKT 최선호

하지만 6월 한 달만 보면 가격 측면에서 볼 때 통신 3사 중 SKT 투자 매력도가 가장 높다고 판단한다. 6월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 SKT>KT=LGU+로 평가하는데 6월 월간 최선호종목을 SKT로 선정한 이유를 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

- 1) 금년도 통신 부문에서 이익 감소가 예상되에도 불구하고 올해 주주이익환원 금액은 증가할 가능성이 높다. 자사주 취득 가능성이 높기 때문이다. 자사주 규모가 크지 않을 경우 기존 배당금은 유지할 공산이 크며, 배당금이 일시적으로 소폭 감소한다면 자사주 매입 규모가 대규모로 진행될 가능성이 높다. 전자의 경우 무조건 호재로 인식될 것이고 후자의 경우엔 일부 우려가 나타날 수 있지만 수급상 주가 상승으로 이어질 공산이 커 보인다. 과거 사례로 볼 때 자사주 취득 규모는 1,600~4,900억원 수준이 될 것으로 예상되며, 올해 SKT 주주이익환원 규모는 최소 9천억원에서 최대 1.1조원에 달할 것으로 판단된다. 자사주 취득 목적은 1) 주가 안정, 2) 지배구조 개편 시 활용, 3) M&A 및 전략적 제휴 시 활용이 될 전망이다. 7월 중간 배당을 결정하면서 SKT 경영진이 향후 배당 정책 및 자사주 취득에 대해 언급할 가능성이 높고, 2021년 지배구조 개편 추진 가능성이 존재함을 감안 시 자사주 취득은 9월 이전에 시행할 가능성이 높아 기대를 갖게 한다.
- 2) SKT가 자사주 매입을 추진할 경우 자연스럽게 지배구조개편 기대감이 높아질 것으로 예상된다. SKT 물적 분할과 더불어 SK-SKT 중간지주간 합병이 이슈화되면서 자사주를 활용한 신주 발행 주식수 줄이기에 대한 투자자들의 관심이 높아질 전망이다. 더불어 자회사 IPO 추진에 대해 투자자들이 주목할 것인데 2021년 자회사 상장 및 지배구조 개편이 동시에 이슈화될 것이어서 SKT 시가총액 증대 기대감이 높아질 것으로 판단된다. 현재 하이닉스 시가총액 및 자회사 예상 IPO 가격을 감안하면 사실상 통신부문 시가총액이 5조원 수준에 불과하기 때문이다.
- 3) 상반기 실적 부진 가능성이 이미 주가에 충분히 반영된 상황이며 3분기엔 전년동기비 및 전분기비 완벽한 턴어라운드 예상된다. 그럼에도 불구하고 이익 턴어라운드 시점이 경쟁사보다 다소 늦다는 이유로 주가 상승 폭이 가장 더딘 상황이다. 역으로 적극 공략할 필요가 있다. 하나금융투자에서는 SKT 5G 순증 가입자 정체 및 금년도 상반기 실적 악화 가능성을 연초 이후 지속적으로 언급해온 상황이다. 이미 SKT 주가에 기반영되었다는 판단이다. 오히려 현 시점에서 가격적인 메리트를 생각할 필요가 있다. 더불어 3Q 이후엔 의미 있는 5G 가입자 증가 및 영업이익 턴어라운드가 유력하다. 이젠 하반기 이후로 시각을 돌릴 필요가 있다. 갤럭시 S20 재고 밀어내기, 대리점 방문 고객 수 증가로 이동전화매출액이 의미 있는 증가세로 전환할 공산이 크며 비용 정체로 영업이익이 증가할 것이기 때문이다.

SKT는 투자 전략상 장/단기 적극 매수에 나설 것을 권고한다. 가격으로 볼 때 당장 주가도 나쁠 이유가 없으며, 특히 장기적으로는 5G 수혜/규제 완화로 주가 상승 가능성이 높기 때문이다. 3개월 예상 주가 밴드를 200,000원~260,000원으로 제시하며, 12개월 목표주가를 33만원으로 유지한다.

표 6. SKT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	17,743.6	18,090.4	19,000.2
영업이익	1,110.0	1,158.5	1,378.0
(영업이익률)	6.3	6.4	7.3
세전이익	1,162.6	1,740.8	2,308.4
순이익	889.9	1,369.4	1,782.9
(순이익률)	5.0	7.6	9.4

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

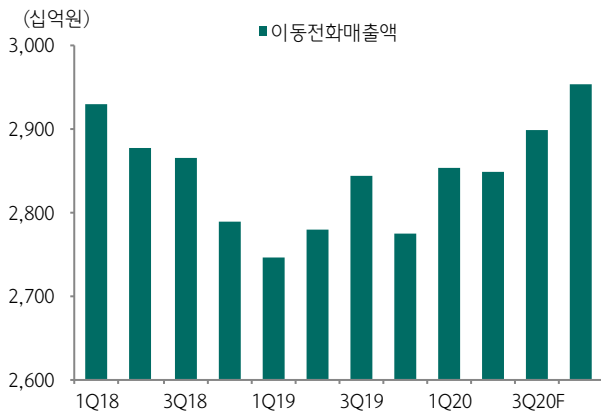
표 7. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	4,334.9	4,437.0	4,561.2	4,410.6	4,450.4	4,486.5	4,544.4	4,609.0
영업이익	322.6	322.8	302.1	162.5	302.0	300.4	319.9	236.2
(영업이익률)	7.4	7.3	6.6	3.7	6.8	6.7	7.0	5.1
세전이익	467.8	353.2	349.4	(7.8)	370.0	453.0	499.6	418.2
순이익	379.2	263.4	274.4	(27.1)	309.4	349.8	386.2	324.0
(순이익률)	8.7	5.9	6.0	(0.6)	7.0	7.8	8.5	7.0

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

그림 34. SKT 분기별 이동전화매출액 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 35. 하반기 SKT 자사주 추진 가능성이 높은 이유

- 1 주가 낮은 상태, 투자 매력 높음
- 2 지배구조 개편 시 활용 용이 (신주발행수 억제)
- 3 M&A 및 전략적 제휴 시 활용 가능

자료: SKT, 하나금융투자

3) KT 단기 재료 많은 상황, 올해 3만원은 무난히 넘길 것 같다

KT 이젠 재료 많은 주식, 실적 향상
및 배당 증가 기대로 장기 주가 상승
흐름 이어질 것

KT는 단기 주가 상승 폭이 SKT 대비 크다는 이유로 6월 Top Pick으로 선정하지는 않았다. 하지만 올해 어느 때보다도 주가 상승에 대한 투자자들의 기대감이 높은 상황이므로 장/단기 이외의 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 것으로 보여 적극 매수로 대응할 것을 추천한다. 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

- 1) KT 구현모 CEO가 취임하면서 매출/비용과 배당 측면에서 긍정적 면모를 드러내고 있다. 이 부분에 투자자들이 환호할 것으로 예상된다. 구체적으로 인건비에 대한 억제, 마케팅비용 증가 최소화, 기존 사업의 ARPU 성장을 통한 매출액 성장, 올해 최소 전년 수준의 배당금 지급 및 향후 실적 향상을 통한 배당금 증액 노력 등은 큰 가점을 받을 것으로 보인다. 올해부터는 연간 인력 자연 감소분(퇴직 직원)보다 훨씬 적은 신규 직원 채용이 예상되고 통신 부문의 내실을 다짐과 동시에 배당을 확대하는 정책을 펼 전망이다. 비용 통제로 인한 장기 이익 증가 기대감 향상과 더불어 배당이 확대되는 양상으로 KT가 바뀔 것으로 보여 주목할 만하다.
- 2) 현 경영진의 정책을 고려할 때 KT가 2020년 하반기 이후 2021년까지 이익 측면에서 성과를 나타낼 공산이 커 장기적으로 보면 이외의 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 전망이다. 현 시점에서는 하반기부터 신입 CEO가 2021년 호실적 달성을 위한 준비 과정에 진입할 공산이 크다는 점에 주목할 필요가 있다. 2분기엔 전년동기비 영업이익이 증가세로 전환할 가능성이 높고 하반기부터는 5G 가입자 증가에 따른 이동전화매출액 증가 효과가 재차 본격화될 것으로 예상된다. IFRS 15 효과를 감안할 때 지난해 연말 이후 진행된 소극적인 마케팅 집행 효과가 올해 하반기부터 마케팅비용 정체로 나타날 공산이 커 특히 3분기 이후 실적 전망은 낙관적이다. 3분기엔 전분기비 및 전년동기비 영업이익 증가 전환이 예상된다. 2021년 실적 전망은 더 밝다. 신입 CEO가 부임 2년 차인 내년 실적 성과에 초점을 맞춘 경영 전략을 펼 가능성이 높기 때문이다. 이동전화매출액 성장률이 가파르게 나타나는 가운데 마케팅비용 증가 폭이 확실히 낮아지고 무형자산상각비 정체로 감가상각비 역시 증가 폭이 줄어들 전망이어서 높은 이익 성장이 기대된다.
- 3) 가입자, 회선 가치, 부동산 가치를 감안하면 여전히 극심한 저평가 상황이다. 부동산 가치, 회선 가치 등만 가지고도 그렇게 판단할 수 있지만, 막대한 유지비용이 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 가정할 수준이다. 그런데 현실적으로 그러한 일이 벌어질 가능성은 낮다. 장기적으로 이동전화매출액 증가 추세가 이어질 전망인데다가, 향후 인건비 및 제반 경비도 정체 양상을 나타낼 것으로 예상되기 때문이다.

투자 전략상 장/단기적 관점, 절대 수익 추구 관점 하에 KT 매수에 적극 나설 것을 권고하며, KT 3개월 예상 주가 밴드를 24,000원~30,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 8. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	24,342.2	24,064.7	25,631.6
영업이익	1,151.0	1,237.5	1,441.5
(영업이익률)	4.7	5.1	5.6
세전이익	979.7	1,038.7	1,224.8
순이익	619.1	665.4	856.1
(순이익률)	2.5	2.8	3.3

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KT, 하나금융투자

표 9. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	5,834.4	6,098.5	6,213.7	6,195.5	5,831.7	6,000.5	6,003.0	6,229.6
영업이익	402.1	288.2	312.5	148.2	383.1	305.0	341.9	207.5
(영업이익률)	6.9	4.7	5.0	2.4	6.6	5.1	5.7	3.3
세전이익	397.7	283.6	270.3	28.1	367.2	255.0	294.4	122.1
순이익	231.1	173.9	189.7	24.4	208.3	176.4	206.7	74.0
(순이익률)	4.0	2.9	3.1	0.4	3.6	2.9	3.4	1.2

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KT, 하나금융투자

그림 36. 신임 KT CEO 경영 정책 전망

1	신규 인원 채용 축소를 통해 향후 인건비 작년 수준으로 유지
2	효율적인 마케팅비용 지출, 마케팅비용 증가 폭 축소
3	신규 사업 추진보단 기존 사업 ARPU 성장에 주력
4	올해 배당금 최소 전년 수준으로 유지, 내년 이후 장기 증가위해 노력

자료: 하나금융투자

4) LGU+ 이제 본격 실적 개선 전망, 늦기 전에 빨리 매수에 나서야

LGU+는 이미 장기 실적 호전 추세로 진입, 계단식 주가 상승에 대비한 전략 추천

LGU+ 역시 단순 가격 메리트를 기준으로 산정하다 보니 6월 Top Pick으로 선정하지는 않았다. 하지만 이미 상반기 실적이 예상보다 양호할 전망이다가 장기 이익 증가 추세로 전환할 것으로 보여 매수를 서두를 필요가 있다고 판단한다. 아마도 이제부터는 계단식 주가 상승 태세로의 전환이 예상된다. 추천 사유를 좀 더 자세히 언급하면 다음과 같다.

- 1) 1분기 어닝 서프라이즈를 나타낸 데 이어 2분기에는 전년동기비 높은 영업이익의 성장이 예상된다. 다만 비용 증가로 2분기 영업이익이 1분기보다는 다소 감소할 전망이다. 하지만 상반기에만 전년동기비 800억원에 달하는 영업이익의 증가가 예상되어 올해 연결 영업이익이 8천억원에 달할 것이며 높은 이익 성장이 가능할 것이라 투자자들의 신뢰도 상승이 예상된다.
- 2) 상반기 실적이 예상보다 나쁘지 않을 것으로 예상되면서 지난해 연말 연임된 LGU+ 경영진의 수익성 위주의 경영 정책에 투자자들이 좋은 점수를 줄 것으로 판단된다. 비록 이동전화매출액 정체가 나타나고 있지만 비용 절제를 통해 이익 성장을 구가하였으며 3분기부터는 재차 서비스매출액 성장을 기반으로 높은 이익 성장을 지속할 것이어서 긍정적 평가가 예상된다. 당초 우려가 컸지만 2020년 LGU+는 통신 3사 중 유일하게 통신부문에서 높은 이익 성장을 기록할 전망이며 경영진이 재임 2년차인 2021년엔 더욱 높은 이익 성장을 나타낼 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 경영진 성향을 감안 시 2020년에 이어 2021년에도 성장과 수익의 밸런스를 맞추는 경영 전략이 펼쳐질 가능성이 높아서다. 무리한 마케팅 전략을 펼치기보단 수익성을 챙기는 가운데 5G를 통한 성장 전략을 구사할 공간이 커 주주들의 이익 증가 기대감이 커질 것이라 판단이다.
- 3) 6월부터는 5G 가입자가 재차 의미 있는 증가세로 전환할 것으로 보이고 요금인가제 폐지로 요금 규제에 대한 우려가 없어지는 상황이라 향후 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, 2월과 3월 역시 각각 10만명, 12만명에 불과한 상황이기 때문이다. 이러한 부진한 5G 가입자수는 성장주로 분류되던 LGU+ 주가에 부정적인 영향을 미치고 있다. 올해 이동전화매출액 전망치 하향과 더불어 장기 이익 전망치 하향 조정이 나타날 수 있어서다. 하지만 6월부터는 5G 가입자 성장폭이 커질 것으로 예상되며 5월 요금인가제 폐지로 인위적 요금 인하에 대한 공포도 없어진 상황이라 이제 LGU+ 성장성에 대한 우려가 줄어들 것으로 판단된다. 5G 가입자 및 이동전화 ARPU 전망이 재차 낙관적으로 바뀔 것으로 보이며, 높은 PER 형성이 예상된다.

LGU+ 3개월 예상 주가 밴드를 13,000원~18,000원으로 예상하며, 12개월 목표주가를 18,000원으로 유지한다.

표 10. LGU+의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	12,382.0	13,418.4	14,367.1
영업이익	686.2	819.1	1,038.4
(영업이익률)	5.5	6.1	7.2
세전이익	573.9	709.7	941.7
순이익	438.9	561.8	753.3
(순이익률)	3.5	4.2	5.2

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

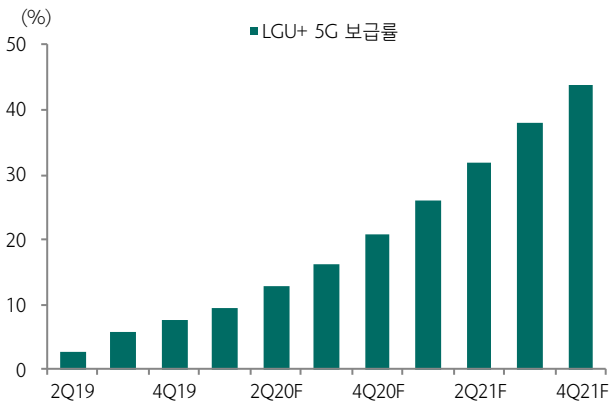
표 11. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,020.4	3,199.6	3,244.2	3,293.8	3,286.6	3,311.0	3,364.0	3,456.8
영업이익	194.6	148.6	155.9	185.1	219.8	200.6	206.8	191.8
(영업이익률)	6.4	4.6	4.8	5.6	6.7	6.1	6.1	5.5
세전이익	175.6	132.3	136.0	128.0	193.5	173.2	180.4	162.6
순이익	132.6	98.5	104.5	103.3	148.8	138.6	144.3	130.1
(순이익률)	4.4	3.1	3.2	3.1	4.5	4.2	4.3	3.8

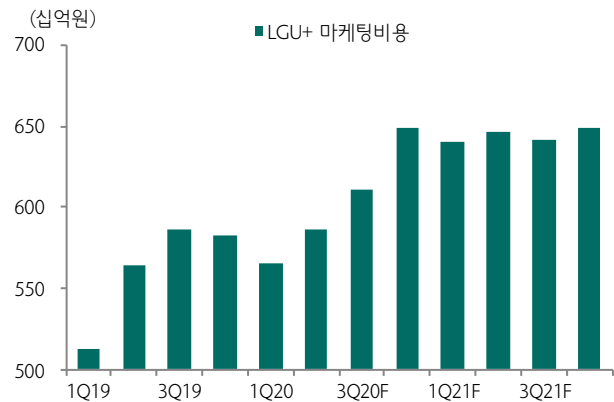
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 37. LGU+ 분기별 5G 보급률 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 38. LGU+ IFRS 15 기준 분기별 마케팅비용 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

표 12. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자이견	목표가 (12개월)	사유
SK텔레콤	매수	330,000원	• 5G 수혜 예상되며, 규제 양호해 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) 투자이견은 향후 12개월 기준
자료: 하나금융투자

표 13. 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(5/25)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SK텔레콤	212,000원	200,000~260,000원	12.3	0.7	• 주주이익환원정책 강화 전망, 주가 하방 경직성 강하게 나타날 듯
2	KT	24,350원	24,000~30,000원	9.5	0.4	• 신임 CEO 경영 정책 방향 긍정적, 자산가치대비 절대 저평가
2	LGU+	13,250원	13,000~18,000원	10.2	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 14. 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(6월)	순위(5월)	순위 변화	사유
SK텔레콤	1	1	-	• 기대배당수익률 감안 시 주가 하방 경직성 강할 것, 향후 발생될 호재에 대한 주가 반영 미미한 상황
KT	2	1	▼1	• CEO 교체 이후 2021년까지 장기 실적 전망 낙관적, 하지만 단기 재료 노출 양상이라 다소 부담
LGU+	2	1	▼1	• 업황 개선 기대감으로 계단식 주가 상승 전망, 단 실적 시즌까지 다소 시간 필요

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 코로나 영향 약화, 6월 5G 순증 폭 커질 것

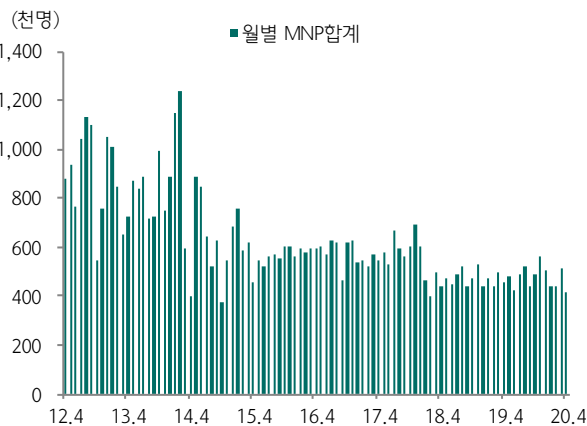
1) 5월 중순 다시 코로나19 영향력 강화, 아직은 시장 침체 지속 중

5월 초 활성화 이후 통신 시장 다시 주춤해진 상황, 당분간 코로나 영향이 통신시장 활성화 여부를 결정할 것

최근까지도 통신 시장 침체 양상이 지속 중이다. 통신사 경영진들이 비용 증가를 우려해 마케팅에 소극적으로 임한 탓도 있지만 아무래도 코로나19 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 상황이라고 볼 수 있다.

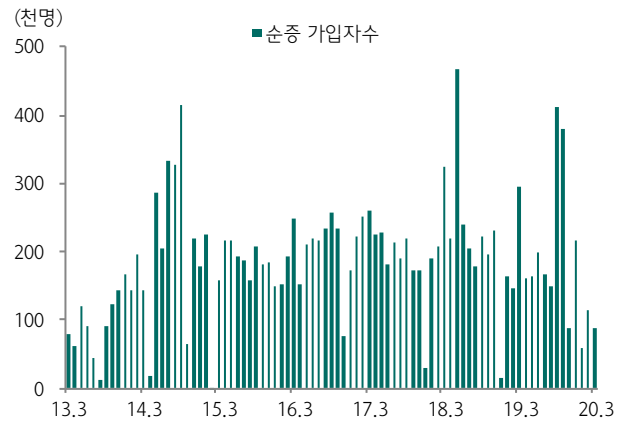
5월 들어 제조사 재고폰 밀어내기, 통신사 보조금 인상을 통한 마케팅 강화에 나서는 양상이지만 아직은 시장 활성화로 이어지진 못하고 있다. 5/15~16일 주말 국내 이동통신 번호이동 가입자수는 하루 평균 1.6만명에 그쳐 5/2~3, 5/9~10일 주말 평균 2만명 대비 25% 가량 줄어들었다. 아무래도 이태원 클럽발 확진자 증가로 코로나19에 대한 우려가 다시 커졌기 때문이라고 볼 수 있다.

그림 39. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



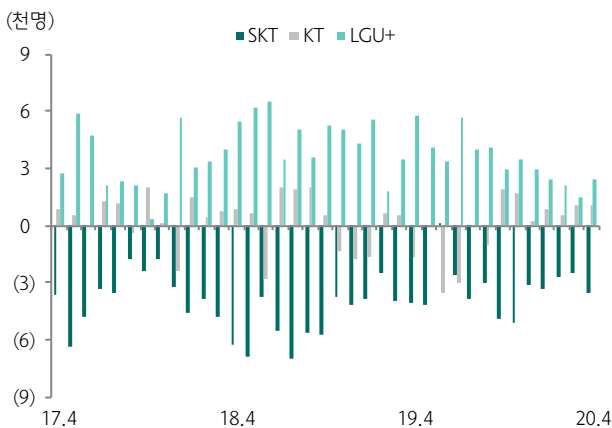
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 40. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



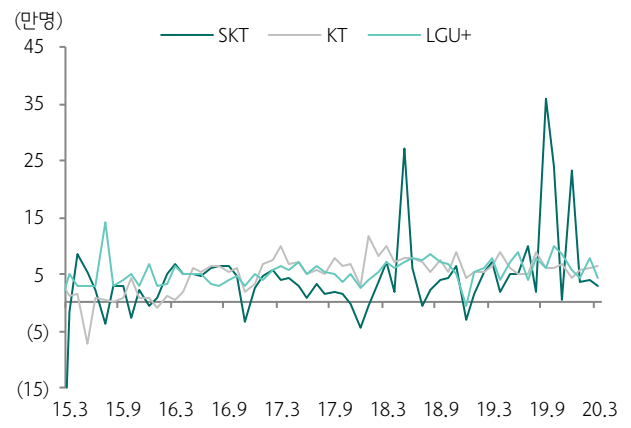
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 41. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



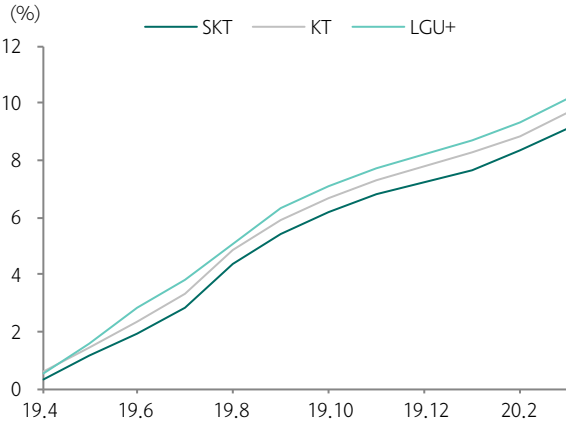
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 42. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



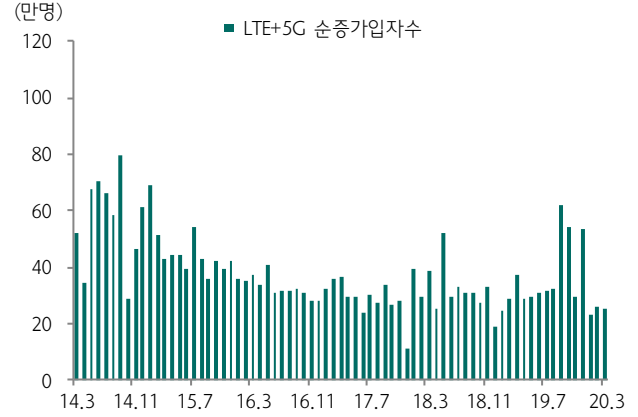
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 43. 통신 3사 5G 보급률 추이



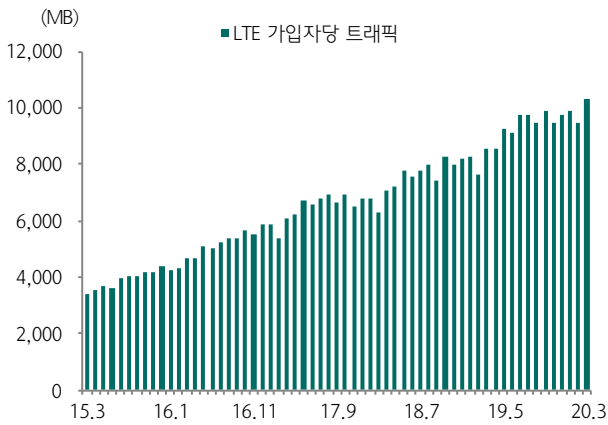
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 44. LTE+5G 순증가입자 동향



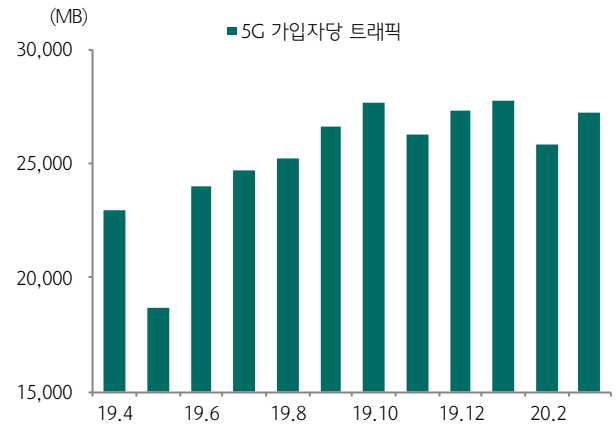
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 45. LTE 가입자당 트래픽 추이



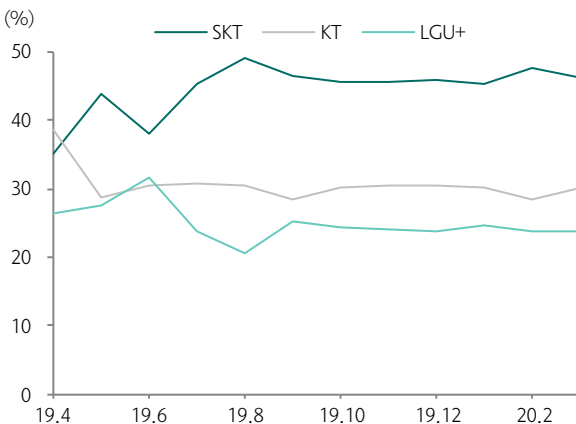
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 5G 가입자당 트래픽 추이



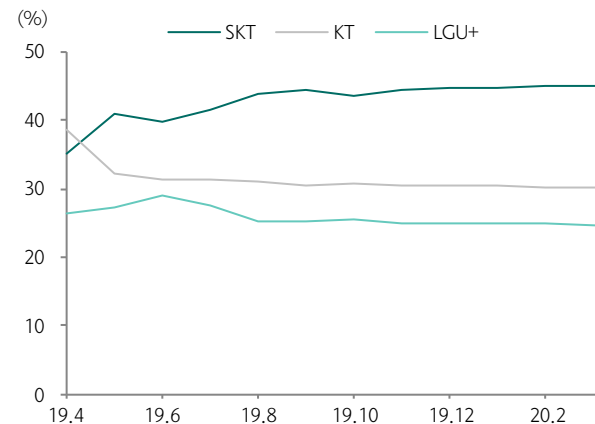
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. 5G 순증 가입자 M/S 동향



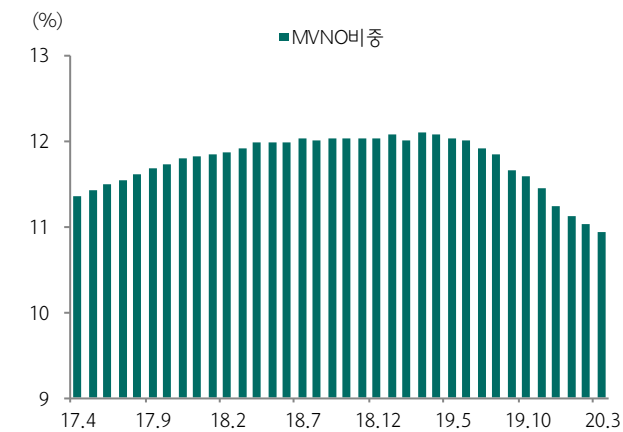
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. 5G 누적 가입자 M/S 동향



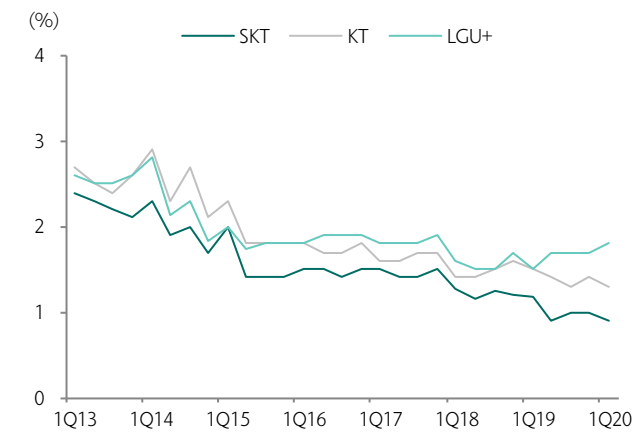
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 49. MVNO(재판매) 비중 추이



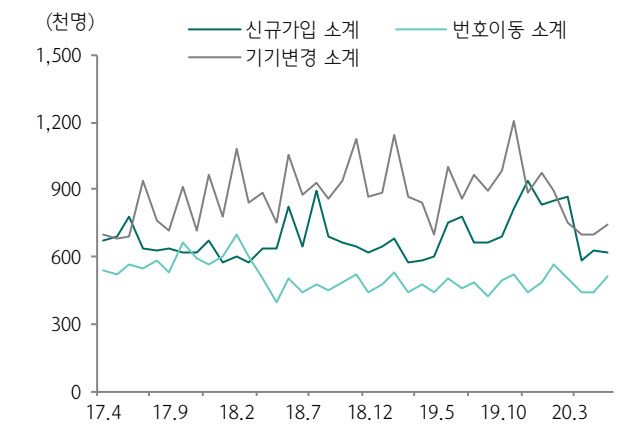
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. 통신 3사 분기별 해지율 추이



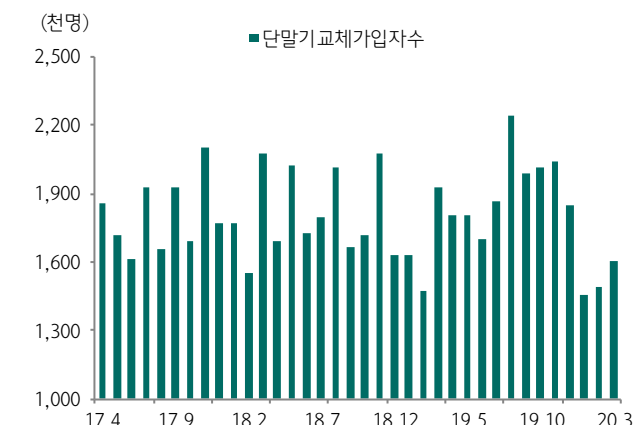
자료: 각사, 하나금융투자

그림 51. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 52. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

2) 하지만 6월 이후엔 시장 다소 활기 띌 것, 하지만 대란은 생각하기 어려워

6월 이후 통신시장 서서히
활성화될 것, 하지만 대란 수준으로
뜨거워지진 현실적으로 어려울 전망

5월에도 5G 순증 가입자수가 크게 늘긴 어렵겠지만 시간이 지날수록 통신시장은 점차 활기를 띌 것으로 예상된다. 6월엔 다소 시장 활성화가 예상되는데 이러한 판단을 하는 이유는 1) 코로나19 영향이 점차 줄어들 전망이며, 2) 통신사들이 대리점 지원에 어느 정도 나서야 하는 상황이고, 3) 제조사 재고 폰 밀어내기가 예상되며, 4) 재난지원금을 단말기 구입에 활용하려는 움직임이 적지 않고, 5) 신학기 효과가 예상되기 때문이다.

하지만 보조금 대란까지 이어지진 현실적으로 어려워 보이는데 그 이유는 1) 코로나19 여파가 악화되었을 뿐이지 제거된 상황은 아니라 대면에 부담이 여전히 존재하고, 2) 코로나19 여파로 홍보 및 판촉 강화 효과가 떨어지는 상황이며, 3) 3사 CEO가 올해 공교롭게 교체 또는 연임되었는데 2021년 실적 성과를 고려하여 하반기 마케팅 정상화에 나설 뿐 무자비한 보조금 살포를 통한 공격적인 가입자 유치에 나설 공산이 낮고, 4) 아직은 5G 단말기의 차별화 포인트가 많지 않기 때문이다.

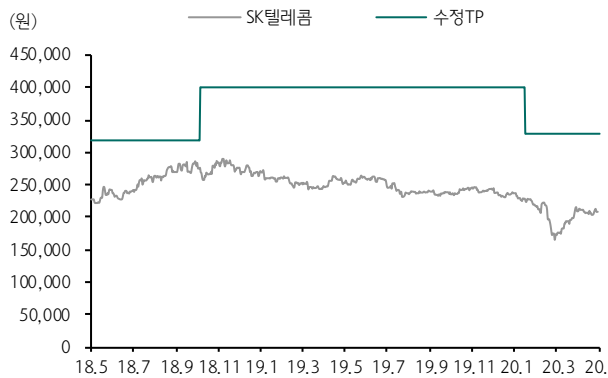
그림 53. 6월엔 통신시장이 다소 정상화될 것으로 판단하는 이유

1	코로나 19 영향이 점차 줄어들 전망
2	통신사들이 대리점 지원에 어느 정도 나서야 하는 상황
3	제조사 재고 폰 밀어내기가 예상
4	재난지원금을 단말기 구입에 활용하려는 움직임 포착
5	신학기 효과가 예상

자료: 하나금융투자

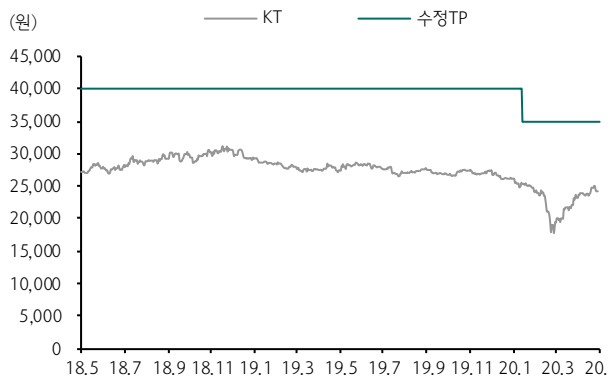
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



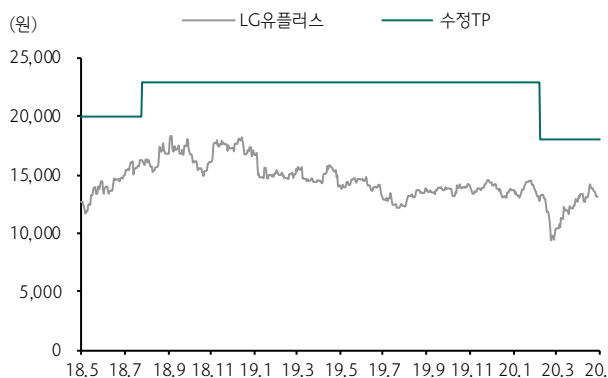
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000		
18.10.30	BUY	400,000	-37.04%	-27.63%
18.5.26	BUY	320,000	-20.86%	-10.63%
17.6.29	BUY	280,000	-9.53%	1.25%

KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000		
18.5.26	BUY	40,000	-29.84%	-22.13%

LG유플러스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000		
18.8.20	BUY	23,000	-35.44%	-20.43%
18.5.26	BUY	20,000	-28.66%	-18.75%
17.6.8	BUY	18,000	-22.71%	-5.56%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 26일

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 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 5월 26일 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.