



2020년 6월 24일 | Equity Research



통신서비스 7월 투자 전략

2분기 실적 시즌 이후 통신주 본격 상승에 대비

- | 7월 투자 매력도 '높음'으로 제시, 이익 흐름에 유의할 때
- | 7월 매력도는 SKT>KT=LGU+ 순, 하지만 3사 모두 매력적
- | 5G 가입자 순증 폭 확대되겠지만 대란 발생 가능성은 희박

Update

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(6월23일) 205,500원
 KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(6월23일) 24,000원
 LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(6월23일) 12,200원



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

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



CONTENTS

1. 7월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘높음’으로 유지	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 7월 매력도 ‘높음’으로 유지, 2분기 어닝 시즌에 대비할 때	3
3) 6월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 하회, 단기 재료/수급 불리한 것이 원인	24
4) 7월 말부터는 통신주 탄력적인 반등 나타낼 전망, 실적 시즌 저점 매수 추천	25
2. 12개월 Top Pick LGU+, 7월 투자매력도 SKT>KT=LGU+	27
1) 12개월 Top Pick은 LGU+로 선정	27
2) 하지만 7월 투자 매력도는 SKT>KT=LGU+ 순으로 평가	28
3) SKT를 7월 Top Pick으로 선정, 실적 호전 기대, 재료 부각되며 주가 오를 것	29
4) KT 단기 재료 노출 상황, 하지만 이제부터는 계단식 상승 전망	30
5) LGU+ 2분기 실적 시즌 후 본격 랠리 가능성에 대비해야	33
3. 경쟁환경 – 5G 가입자 유치 경쟁 심화로 마케팅비용 증가 예상	35
1) 점차 5G 가입자 순증 폭 커지는 양상, 지원금도 상향 중	35
2) 마케팅 강도 다소 높아질 전망, 하지만 현실적으로 대란 발생 가능성은 희박	38

2020년 6월 24일 | Equity Research

통신서비스 7월 투자 전략

2분기 실적 시즌 이후 통신주 본격 상승에 대비

7월 투자 매력도 '높음'으로 제시, 이익 흐름에 유의할 때

7월 통신서비스 업종 투자매력도를 '높음'으로 제시한다. 이러한 평가를 하는 이유는 1) 2분기 어닝 시즌에 통신사들이 컨센서스에 부합하는 내용면에서 양호한 실적을 발표할 것으로 예상되고, 2) 3분기엔 통신 3사 모두 YoY/QoQ 영업이익이 증가세로 전환할 전망이다이며, 3) 코로나19 이후 통신사 트래픽이 급증하는 추세를 나타내고 있어 장/단기 ARPU 전망 낙관적이고, 4) 요금인가제가 폐지됨에 따라 인위적 통신 요금인하에 대한 공포감이 제거될 것이며, 5) 넷플릭스 규제법이 통과됨에 따라 통신사들의 뚜렷한 망패권 강화 예상과 더불어 5G 생태계 조성 기대감 상승이 예상되고, 6) 21대 국회 개원 이후 리베이트 규제 강화 추진이 유력해지는 상황이며, 7) 올해부터 통신사 주주이익환원 증대 양상이 더욱 뚜렷해질 전망이다기 때문이다.

7월 매력도는 SKT>KT=LGU+ 순, 하지만 3사 모두 매력적

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 장/단기 통신부문에서 가장 양호한 실적 성과를 나타낼 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 7월 종목별 선호도는 SKT>KT=LGU+ 순으로 단기적 측면에서는 조금 다르게 제시한다. SKT가 상대적 주가 부진으로 가격 메리트가 높아졌기 때문이다. 여기에 7월 중간배당 발표를 계기로 올해 주주이익환원 규모 증가가 구체화될 것이라 점도 주가 상승 기대감을 높여주고 있다. KT와 LGU+ 역시 7월 투자 매력도는 높다고 평가한다. KT는 단기 재료 노출을 우려하기 보다는 이제 실적 향상 및 배당 증가 기대로 장기 주가 상승 흐름이 이어질 것이라 점에 주목할 필요가 있다. LGU+는 2분기 실적 발표 후 장기 이익 성장 기대감이 고조될 것인데 최근 주가 하락을 감안하면 매력적인 권역에 위치해 있어 이제 본격적으로 재매수에 나설 것을 추천한다.

5G 가입자 순증 폭 확대되겠지만 대란 발생 가능성은 희박

5월 말 이후 통신사 마케팅 경쟁 강도가 높아지는 상황이다. 5G 순증 가입자수 증가 및 단말기 재고 밀어내기에 기인한다. 현 추세로 보면 7~8월 사업자간 가입자 유치 경쟁 강도는 더 높아질 전망이다. 하지만 일부 투자자들의 우려와 달리 보조금 대란 발생 가능성은 희박하다. 1) 통신사 경영진들이 영업비용 증가를 우려하여 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 크고, 2) 코로나19 여파가 약화되었을 뿐이지 제거된 상황은 아니라 대면에 부담이 여전히 존재하며, 3) 아직은 5G 서비스 및 단말기에 차별화 포인트가 많지 않아 마케팅 효율성이 떨어지는 상황이기 때문이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(6월23일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	205,500원
KT(030200)	BUY	35,000원	24,000원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	12,200원

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	5,504
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	11.13	8.52	6.90
PBR	배	0.82	0.70	0.60	0.57	0.54
EV/EBITDA	배	4.35	4.04	3.57	3.39	3.15
ROE	%	10.11	4.46	5.82	7.24	8.43
BPS	원	64,235	65,497	66,826	69,966	74,034
DPS	원	1,631	1,631	1,631	1,829	1,896

자료: 하나금융투자



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

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

1. 7월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘높음’으로 유지

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지, 가격 메리트 여전히 큰 데다가 높은 이동전화매출액 증가로 2022년까지 장기 실적 호전 예상되며, 요금규제 완화와 더불어 진짜 5G로의 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 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 (7월)	투자의견 (6월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	<ul style="list-style-type: none"> 트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 추세 지속 전망 규제 감안 시 매출액대비 마케팅비용 하향 추세 지속 예상 5G 매출액 성장 감안 시 감가비 증가 부담 크지 않은 상황 전세계 각국 4차 산업 육성 경쟁 심화로 규제 환경 양호 진짜 5G로 곧 진화, IoT로 연결되면서 Multiple 할증 예상

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

2) 7월 매력도 ‘높음’으로 유지, 2분기 어닝 시즌에 대비할 때

7월 통신서비스 투자 매력도를 ‘높음’으로 유지, 가격 메리트 여전히 높은 데다가 3분기부터 본격적인 업황 호전 예상되며 정부 규제 상황 어느 때보다 양호하기 때문

단기적으로 통신서비스 업종 투자 매력도는 6월 ‘높음’으로 상향 조정한데 이어 7월에도 ‘높음’으로 유지한다. 상반기 실적 부진에 대한 주가 반영이 충분히 이루어진 반면 3분기 이후 실적 호전 및 양호해진 규제 상황이 아직 주가에 반영되지 못한 상황이며 Valuation상 매력도가 높아 조그만 호재에도 주가가 탄력적인 반등을 시도할 공산이 크기 때문이다.

따라서 2분기 어닝 시즌을 기점으로 이제 적극적으로 통신주 매수에 나설 것을 추천한다. 상반기 실적 발표를 끝으로 더 이상의 알려지지 않은 악재를 찾아보기 어렵고 점차 단기 실적 호전 및 장기 5G 수혜 기대감, 규제 환경 변화 및 진짜 5G 시대 도래 기대감으로 통신 3사 주가가 계단식 상승을 펼칠 가능성이 높기 때문이다. 추천 사유를 구체적으로 나열하면 다음과 같다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (7월)	투자 매력도 (6월)	매력도 변화	사유
통신 업종	4	4	-	<ul style="list-style-type: none"> • 2분기 어닝 시즌 통신사 실적 컨센서스에 부합할 전망 • 3분기 통신산업 YoY/QoQ 모두 영업이익 증가세로 전환 예상 • 트래픽 급증 추세, 장/단기 ARPU 전망 낙관적 평가 • 요금인가제 폐지, 인위적 통신 요금인하 우려 줄어들 것 • 넷플릭스 규제법 통과, 통신사 뚜렷한 망패권 강화 예상 • 하반기 리베이트 규제 강화 추진 유력해지는 상황 • 통신사 주주이익환원 증대 예상 더욱 뚜렷해질 전망 • 가격/배당수익률 감안 시 통신주 투자 매력도 여전히 높은 상황 • 비대면 문화 정착 중, 5G 기반 4차산업 육성 계기될 것

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

(1) 통신산업 2분기 어닝 시즌에 컨센서스에 부합하고 전년동기비 높은 영업이익 성장 나타낼 전망, 내용 면에서 실적 나쁘지 않을 듯

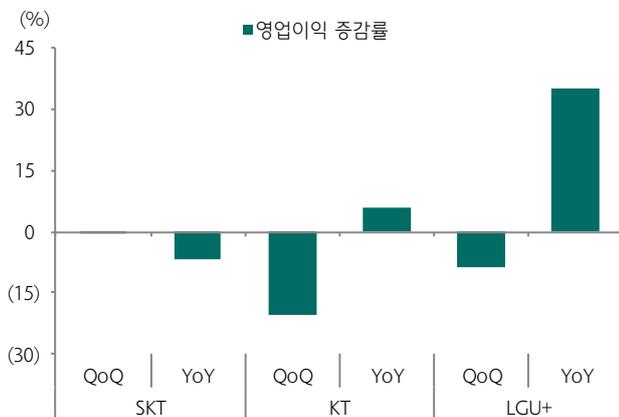
(1) 2분기 어닝 시즌 통신사 실적이 컨센서스에 부합할 전망이다. 전년동기비 높은 이익 성장이 예상된다.

올해 7월 말에서 8월초 사이 국내 통신 3사가 2분기 실적을 발표할 예정이다. 전반적으로 부진하지만 그래도 선방한 실적이라는 평가를 받을 것으로 보인다. 통신 3사 2분기 영업이익 합계가 전분기비 11% 감소하나 전년동기비로는 6% 증가하고 컨센서스와 큰 격차를 보이지 않을 것으로 판단되기 때문이다. 특히 SKT를 제외한 LGU+/KT 모두 전년동기비 영업이익 증가가 예상되어 긍정적이다. 하나금융투자에서는 작년 5G 불법 보조금 지급 관련 과징금에 대해 3사 합산 기준으로 300억원을 2분기 반영할 것으로 추정하고 있는데 최근 상황으로 보면 3분기 반영 가능성이 커지고 있어 2분기 영업이익은 당초 하나금융투자 예상보다 살짝 높게 발표될 것으로 기대된다.

2분기엔 영업비용은 증가하겠지만 매출액이 양호한 면모를 나타내 내용 측면에서는 실적이 양호하다는 평가를 받을 것으로 예상된다. 현재 통신 3사의 경우 당분간 비용 측면에서 긍정적 흐름을 단정하기 어렵다. 따라서 서비스매출액이 양호한 흐름을 보여야 통신산업 장기 이익 성장에 대한 기대감이 올라올 수 있다. 그런데 다행히 이동전화 ARPU가 상승 추세를 지속할 것으로 예상되어 긍정적 평가가 예상된다. 특히 최근 코로나19 사태 이후 트래픽 증가로 LTE 가입자들의 요금제 다운셀링이 약화되고 5G/LTE 무제한 데이터 가입자 비중이 상승하고 있는데 2분기 실적 발표를 통해 ARPU 상승 추세가 확인될 것으로 보여 추가 상승에 대한 기대를 갖게 한다.

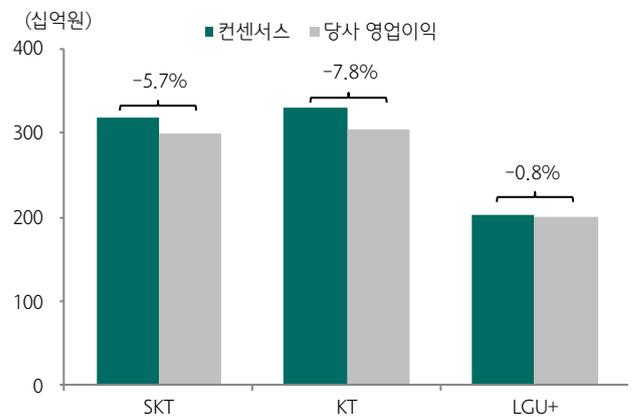
일부에선 5~6월 5G 순증가입자수 증가, 대리점 리베이트 증가 및 지원금 증가로 2분기 마케팅비용이 급증할 것으로 우려하나, 2분기 통신 3사 마케팅비용은 전분기비 5% 증가에 그칠 전망이다. 가입자유치비용이 일시적으로 늘어난다고 해도 이연자산화하여 8분기 안분 처리하는 방식인데다가 광고비, 대리점 수수료가 늘겠지만 급증은 아닐 것으로 판단되기 때문이다. 비용 증가로 전분기비 영업이익 감소는 불가피하겠지만 서비스매출액 추이로 볼 때 전년동기비로는 개선된 영업이익 달성이 예상된다.

그림 1. 2분기 통신 3사 영업이익 증감률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 2분기 통신 3사 영업이익 컨센서스와 당사 추정치 비교



자료: Fnguide, 하나금융투자

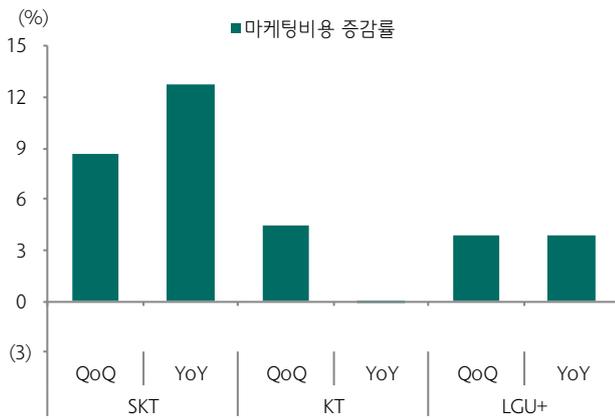
표 3. 통신 서비스 산업 분기별 연결 영업이익 합계 전망(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원)

구분	2Q19	1Q20	2Q20F	YoY(%)	QoQ(%)	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F
영업이익합계	759.5	904.8	806.0	6.1	(10.9)	868.6	635.6	920.8	981.7
SKT	322.8	302.0	300.4	(7.0)	(0.5)	319.9	236.2	310.4	338.6
KT	288.2	383.1	305.0	5.8	(20.4)	341.9	207.5	401.7	392.1
LG유플러스	148.5	219.8	200.6	35.1	(8.7)	206.8	191.8	208.7	251.0

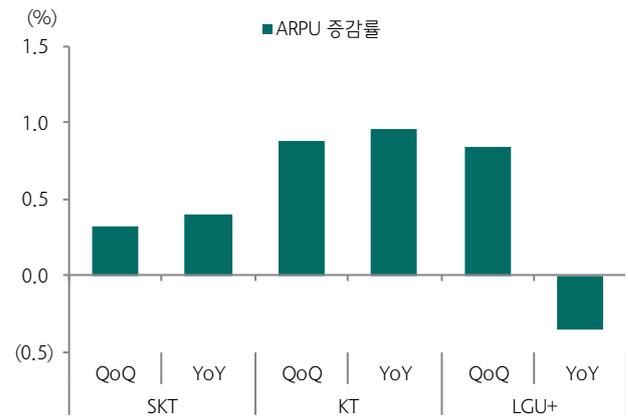
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 2분기 통신 3사 마케팅비용 증감률



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 2분기 통신 3사 이동전화 ARPU 증감률



자료: 각사, 하나금융투자

(2) 3분기에는 통신 3사 모두 전년동기비 및 전분기비 영업이익 성장 나타낼 전망, 본격 이익 성장 국면으로의 진입 예상

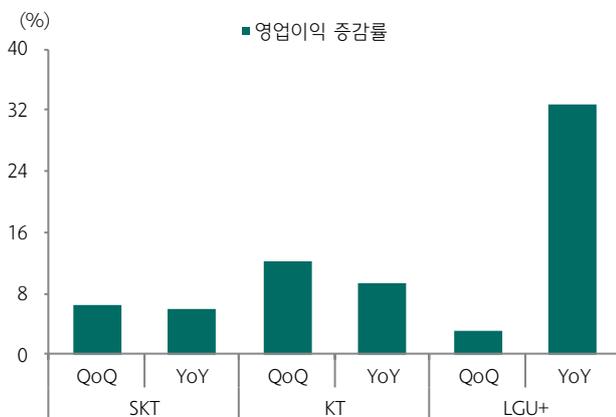
(2) 3분기엔 드디어 통신산업 영업이익이 YoY/QoQ 모두 증가세로 전환할 것으로 예상된다. 오랜만에 의미 있는 이익 턴어라운드라서 이제 매수로 대응할 필요가 있겠다.

2분기 통신사 실적도 나쁘지 않지만 3분기엔 국내 통신 3사 모두 의미 있는 실적 개선세를 나타낼 것으로 예상된다. 전년동기비뿐만 아니라 전분기비 영업이익이 3사 모두 증가세로 전환할 것으로 전망되고 통신부문만 놓고 봐도 영업이익이 YoY/QoQ 모두 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 아마도 올해 3분기 실적 발표를 계기로 투자자들의 통신사 장기 실적 개선에 대한 확신이 생겨날 것이란 판단이다.

아직까지도 통신사 실적 개선에 대한 투자자들의 신뢰는 높지 않다. 마케팅비용/감가상각비 증가 요인이 많고 서비스매출액 증가 추세가 뚜렷하지 않기 때문이다. 하지만 2분기에 전년 동기비 영업이익 증가에 이어 3분기엔 통신 3사 영업이익 합계가 전분기비 8% 증가하고 전년동기비 13% 증가할 것으로 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 정체로 나타날 공산이 크다. 5G 가입자수를 감안한 이동전화매출액 추이와 IFRS 15 도입에 따른 가입자유치비용이 연 효과를 감안하면 이러한 결론에 도달한다. 이제 통신사들의 본격적인 이익 턴어라운드에 대비한 투자 전략 설정이 필요해 보인다.

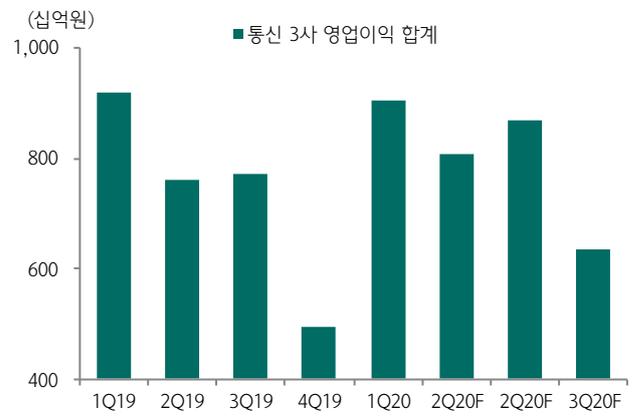
하나금융투자에서는 연초부터 2020년 상반기 통신사 실적이 부진할 것이라고 지속적으로 언급한 바 있다. 이에 따라 올해 1~2분기 통신사 실적 부진을 대다수 투자자들이 이미 인지하고 있다. 반면 아직까지는 이동전화 ARPU와 마케팅비용에 변수가 많은 관계로 2020년 3분기 실적 개선 가능성에 주목하지 않는 상황이다. 서서히 실적 개선에 대한 주가 반영 가능성을 염두에 둘 때다.

그림 5. 2020년 3분기 통신 3사 YoY/QoQ 영업이익 증감률



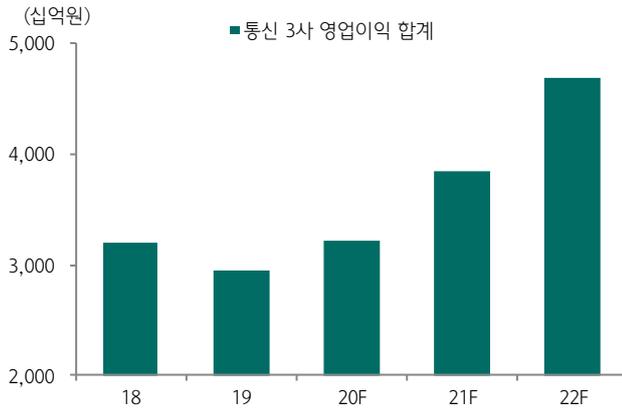
자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 통신 3사 분기별 영업이익 합계 전망



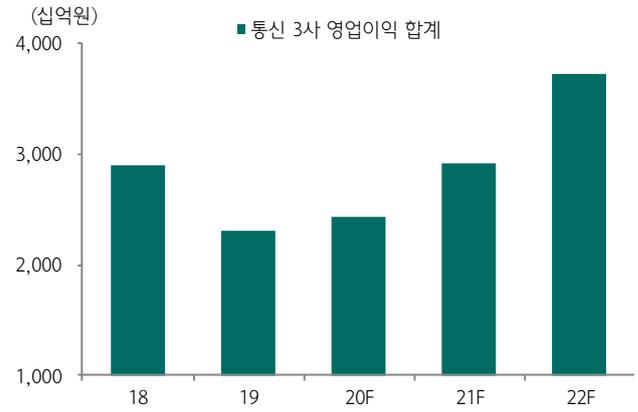
자료: 각사, 하나금융투자

그림 7. 통신 3사 연간 영업이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 통신 3사 통신부문 연간 영업이익 합계 전망



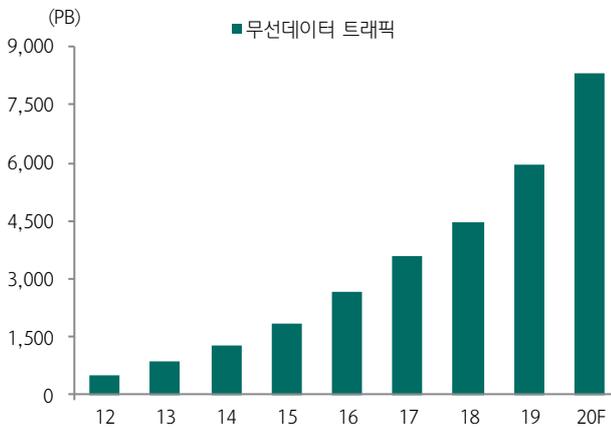
자료: 각사, 하나금융투자

(3) 코로나19 사태 발생 이후
통신사 트래픽 폭증하는 양상,
장/단기적으로 통신사 이동전화
ARPU에 긍정적 영향 미칠 것

(3) 최근 트래픽이 급증하는 추세다. LTE 가입자들의 요금제 다운셀링이 감소하는 가운데
5G로의 이동을 통한 요금제 업셀링이 증가할 것으로 보여 통신사 장/단기 ARPU 전망
이 낙관적이다.

코로나19 사태 확산 이후 각 국가별로 트래픽이 급증하는 양상이다. 중국에 이어 최근엔 미
국, 유럽의 트래픽이 급증하면서 사회적 문제로까지 번지고 있다. 트래픽이 감당되지 않으면
서 구글은 유튜브를 SD급으로 낮춰 제공한 바 있으며, 넷플릭스 등 여타 업체들의 사정도
별반 다르지 않다. 글로벌 플랫폼 업체들이 인터넷 속도를 낮추는 작업에 한창이다. 아무래
도 대면이 어렵다 보니 통신 네트워크 활용을 통한 의사 소통이 더 많아질 수 밖에 없고 동
영상 시청이 증가할 수 밖에 없는데 네트워크 용량이 따라가 주지 못하여 발생하는 현상이
라고 볼 수 있다.

그림 9. 국내 연간 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 하나금융투자

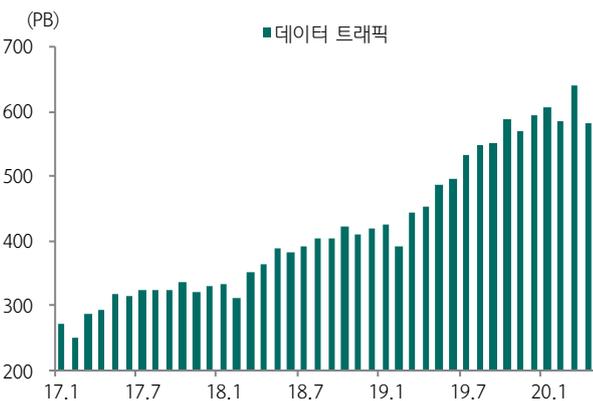
그림 10. 코로나19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화

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

자료: 하나금융투자

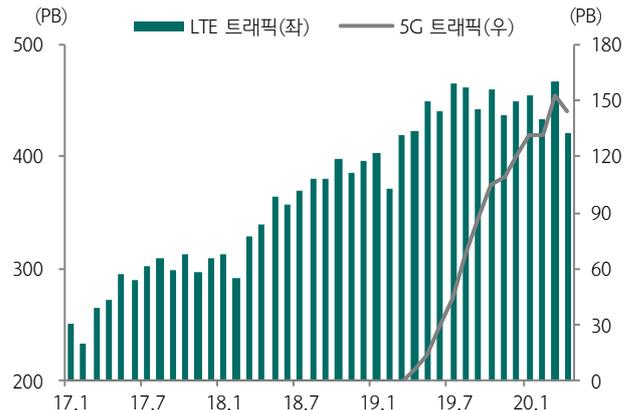
국내의 경우엔 네트워크 문제가 크게 부각되고 있진 않지만 트래픽은 상황이 비슷하다. 국내
4월 게임 트래픽이 전년대비 94% 증가, 1~4월 스마트폰 방송 시청 시간 전년 대비 23%
증가했으며, 5G 가입자 전체 트래픽 뿐만 아니라 LTE 가입자들의 총 트래픽도 폭증하는 양
상을 나타내고 있다. 반면 국내는 아직은 망 부하에 따른 트래픽이 문제가 되진 않고 있다.
5G가 전체 모바일 트래픽을 30% 감당해주고 있기 때문이다.

그림 11. 국내 월간 데이터 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 12. 국내 월간 5G/LTE 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

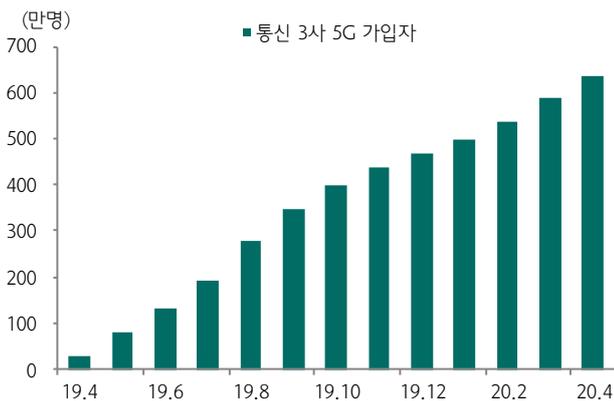
과거 경험을 상기할 때 최근 트래픽 증가는 결국 통신사 5G 가입자 및 이동전화 매출액 성장으로 이어질 전망

하지만 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 우려하지만 그럴 가능성은 낮다. 과거 경험상 트래픽이 한번 급격히 늘어나면 일정 기간 정체 국면을 지속하다가 다시 증가하는 패턴을 보였을 뿐 감소한 사례가 없고, 소비자들이 한 번 늘어난 트래픽에 익숙해지면 다시 되돌리기 어려운 게 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 이동이 본격화될 공산이 크기 때문이다. 현 시점에서선 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.

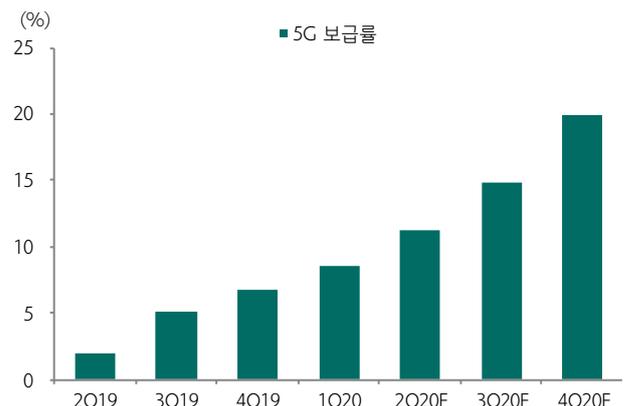
제반 상황을 감안할 때 6월엔 5G 가입자 순증 폭이 70만명 이상으로 올라오고 3분기엔 월 5G 순증 가입자가 100만명 수준을 기록할 것으로 예상된다. 통신사 대리점이 재차 활기를 띠고 있으며 제조사 단말기 재고 밀어내기가 진행 중이기 때문이다. 보조금 상승에 힘입어 6월 이후엔 다시 정상적인 5G 순증 가입자 추세로의 복귀가 예상되며, 재차 통신사 장기 이동전화매출액 증가에 따른 이익 성장 기대감이 높아질 것이란 판단이다.

그림 13. 국내 통신 3사 월별 5G 가입자 합계 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 14. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(4) 요금인가제 폐지로 이젠 정부가 통신사에 인위적으로 통신 요금 인하를 권고하긴 어려울 전망

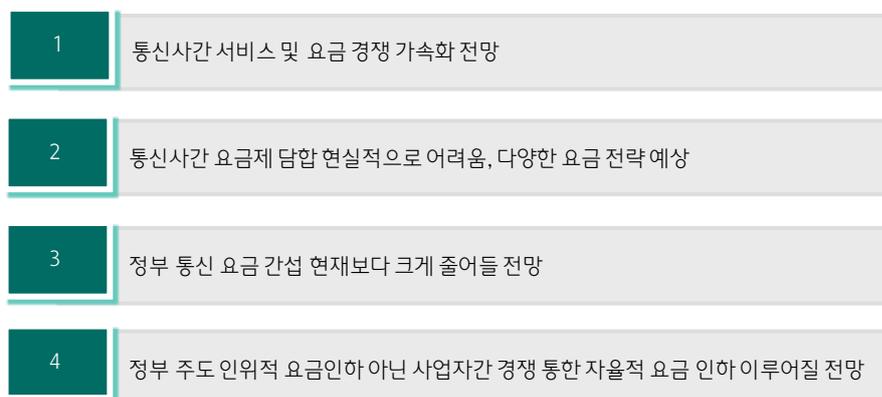
(4) 30년 만에 세계 유일의 요금인가제가 폐지되었다. 인위적 통신 요금인하에 대한 투자자들의 우려가 줄어들 것으로 보여 기대를 갖게 한다.

1991년에 시작된 통신 요금인가제가 2020년 5월 20일 30년만에 폐지되었다. 통신 요금인가제란 이동전화 시장에서 SKT, 유선전화 시장에서 KT의 통신 서비스 요금을 정부가 사전 인가하는 것을 말한다. 즉 시장 지배력이 높은 사업자가 통신서비스 상품을 출시할 때 정부에 사전 인가를 받는 제도의 형태를 띠고 있었다. 하지만 유선전화의 경우 이젠 그 의미가 퇴색됨에 따라 이동전화에서만 사실상 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 폐지되었고 사후 규제하는 방식으로 변경되었다. 이에 따라 적지 않은 파장이 예상된다. 요금인가제 폐지로 정부의 인위적인 요금인하 권고가 어려워질 전망이며, 통신사간 자율요금 경쟁 시대로 진입하면서 규제 리스크 감소, 통신사 Multiple 상승이 예상된다. 특히 통신사들이 요금 결정권을 갖게 되어 규제 완화 기대감이 높아질 것으로 판단되어 긍정적이다. 유보 신고제로 전환됨에 따라 요금을 크게 올리는 등 특별한 문제가 발생하지 않는다면 정부가 사후 규제할 명분이 없고 정부 주도로 통신 요금을 인하하긴 이제 쉽지 않기 때문이다. 2022년 초 대선이 예정되어 있지만 인위적 통신 요금인하 이슈가 다시 불거지진 현실적으로 쉽지 않을 것이란 판단이다.

그림 15. 요금인가제 폐지가 통신산업에 미칠 영향



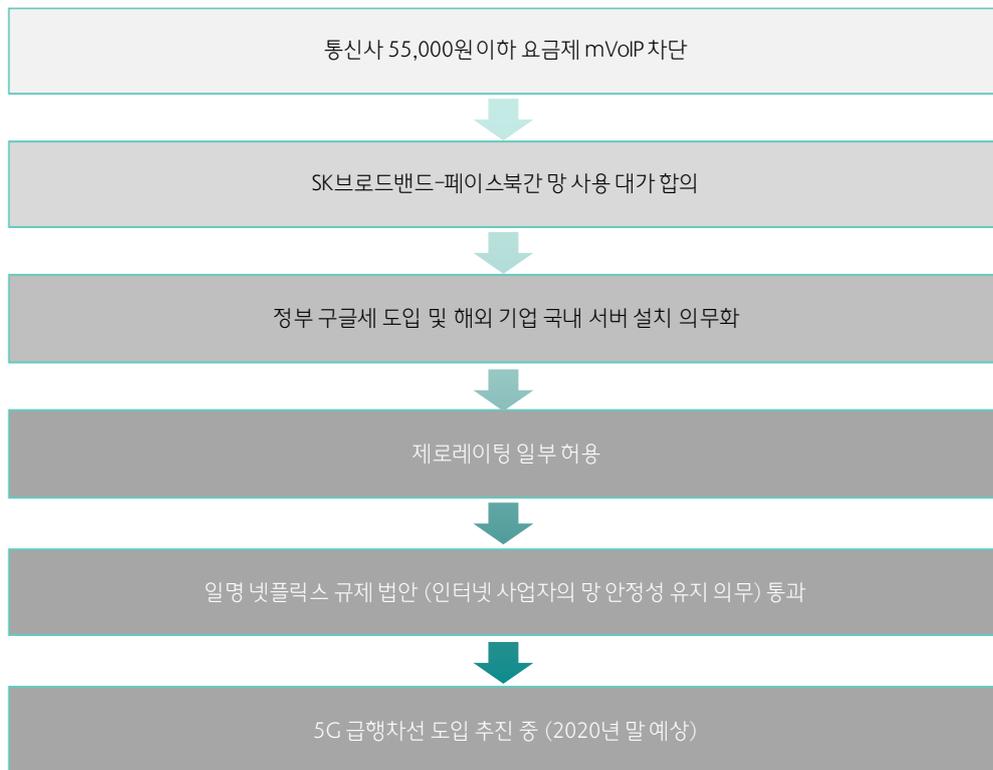
자료: 하나금융투자

(5) 국회에서 넷플릭스 규제 법안 통과, (5) 넷플릭스 규제법이 통과되었다. 통신사 망패권이 뚜렷이 강화되는 양상을 보임과 동시에 망패권 강화, 5G 생태계 조성 기대감으로 통신사 Multiple 할증이 예상된다.

5G 생태계 조성 기대감으로 장기적으로 통신사 Multiple 상향 조정될 것

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 16. 3G 스마트폰/LTE 도입 이후 통신사 망패권 강화 사례 및 전망



자료: 하나금융투자

코로나19로 인한 트래픽 증가는 전 세계적으로 망중립성 폐지로 이어지는 양상, 사실상 이전 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 편익을 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 봐야하는 처지로 전락했기 때문이다.

그림 17. 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

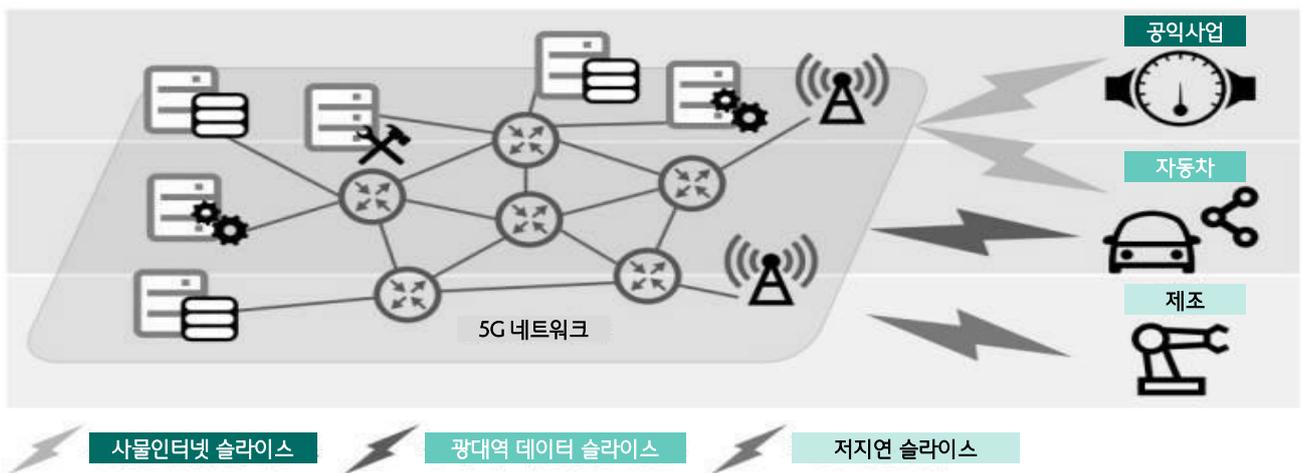
자료: 하나금융투자

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 18. 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 19. 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

(6) 21대 국회 개시, 하반기 이후 리베이트 규제 논의 본격화될 것으로 보여 통신사에 긍정적

(6) 21대 국회가 본격화되면서 하반기 리베이트 규제 강화 추진이 유력해지는 상황이다. 통신사 마케팅비용 감소 기대감 고조로 통신 3사가 의외의 높은 주가 상승을 기록할 수 있을 것이라 판단이다.

21대 국회가 개원하면서 과방위로 소속될 국회의원들이 속속 발표되고 있다. 여당 의석수가 과반수를 넘으면서 민주당 의원들에게 관심이 쏠리는 양상인데 김상희/변재일/우상호 위원이 합류할 것으로 확정되면서 디지털 뉴딜 및 5G 육성 정책, 리베이트 규제 강화 등의 이슈가 하반기에 집중적으로 부상할 전망이다.

통신 5G 인프라 구축의 경우 네트워크장비 산업 측면에서 큰 관심을 받았지만 통신서비스 업체 입장에서는 리베이트 규제 여부가 이에 못지않은 이슈로 부상할 것으로 보인다. 어쩌면 제 2의 단통법 역할을 수행할 것이기 때문이다.

단통법이 도입된 지 수 년이 지났지만 여전히 불법 보조금 논란은 남아있으며 가입자 유형(번호이동/기기변경)간 보조금 차별은 많이 개선되었지만 여전히 대리점별/시기별 보조금 차별은 심한 상황이다. 근본적인 이유는 통신사 지원금은 공시를 통해 시장에 알려지고 자주 변경할 수 없는 심한 규제를 받는 반면에 대리점에 지급하는 리베이트는 규제 대상이 아니라서 자주 변동하고 유통상별로 차별이 가능하기 때문이다.

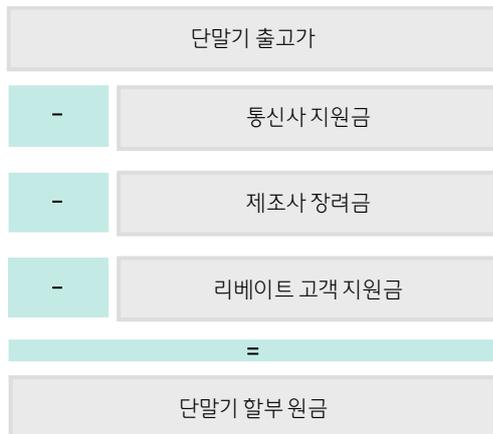
사실상 단통법은 소비자들에게 보조금을 공평하게 지급하여 통신비에 대한 불만을 없앤다는 취지 하에 출발하였다. 단 동일한 요금 할인율을 적용하는 것이 합당하다고 판단하여 요금제별 보조금 차별은 인정하였다. 그런데 여전히 동일한 요금제를 사용한다고 해도 보조금에 대한 차별은 존재한다. 그리고 단말기 출고 가격이 예전보다는 출시 기간에 따라 점차 낮아지는 긍정적 시그널을 보이고는 있지만 아직은 미약한 수준이다. 통신비는 내려갔지만 단말기 구입 부담은 지속적으로 증가하고 있다.

이러한 상황에서 정부/국회의 선택은 결국 리베이트 규제로 갈 수 밖에 없다. 물론 단말기 완전자급제를 도입한다면 리베이트는 큰 의미가 없어질 것이다. 휴대폰이 일반 가전제품처럼 유통되고 단말기 출고 가격이 리베이트를 제외한 가격으로 형성될 것이기 때문이다. 하지만 유통상들의 반대로 단말기완전자급제 도입이 어렵다고 보면 대안은 리베이트 규제를 통해 단통법 효과를 높이는 방향으로 갈 가능성이 높다. 대리점별 리베이트 차별을 금지하거나 리베이트의 잦은 변동을 금지할 경우 소비자들의 불만이 줄어들 것으로 판단되기 때문이다.

그런데 리베이트 규제가 강화될 경우 통신 3사에 긍정적 영향이 예상된다. 리베이트가 감소할 가능성이 높기 때문이다. 과거 번호이동/기기변경간 보조금 차별을 금지했더니 통신사 인당 보조금이 내려가는 효과가 있었다. 역으로 소비자 반발로 보조금 상한선을 폐지했지만 보조금은 높아지지 않았다. 리베이트 규제를 강화한다면 비슷한 현상이 나타날 공산이 크다.

결론적으로 리베이트의 하향 안정화가 진행되고 폰 출고 가격이 내려갈 가능성이 높다. 이럴 경우 통신사 입장에서 쓸데 없는 마케팅비용 지출을 막을 수 있는 효과가 있다. 가입자 유치에 활발하지 않은 대리점에 높은 리베이트를 지불할 가능성이 낮아져 제도상 가입자 유치에 적극적인 대리점에도 동일한 리베이트만 주라고 규제할 경우 이는 곧 리베이트의 하향 평준화로 이어질 수 밖에 없다. 그리고 제조사는 단말기 판매 촉진을 위해 출고가 인하에 나설 공산이 크다. 소비자들의 전체 통신 요금 혜택 폭은 커지겠지만 통신사 마케팅비용 조절에 긍정적인 영향을 미칠 것이라 판단이다.

그림 20. 단말기 할부 원금 산정 방식



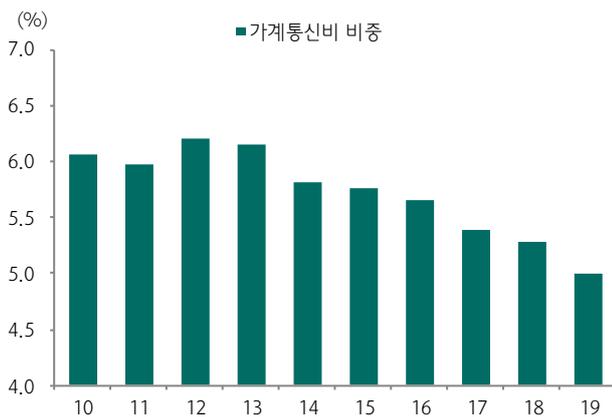
자료: 하나금융투자

그림 21. 민주당 과방위 소속 국회의원 명단

김상희	박광온
변재일	우상호
운영찬	이용빈
전혜숙	정필모
조승래	조정식
한준호	홍정민

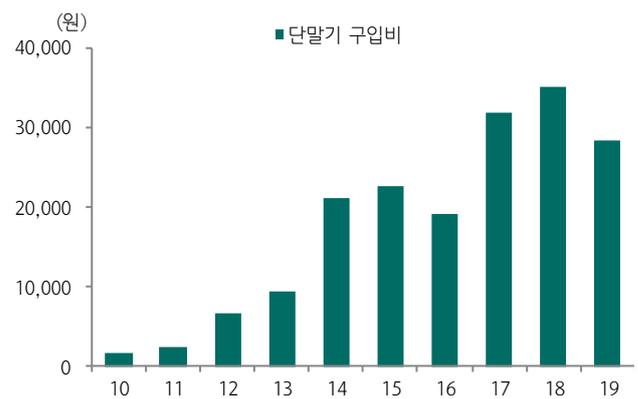
자료: 국회

그림 22. 소비자출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 23. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 24. 리베이트 규제가 통신사에 미칠 영향

- 1 리베이트 하향 평준화로 통신사 마케팅 비용 감소
- 2 출고가 인하 전망, 통신사 가입자 유치 부담 감소
- 3 소비자 단말기 구입 가격 하락, 통신비 경감 부담 감소

자료: 하나금융투자

(7) 올해 통신사 실적 그리 좋지 않음에도 불구하고 주주이익환원 정책 오히려 강화되는 양상 나타날 전망, 특히 자사주 매입 가능성에 유의

(7) 2020~2021년 통신사 주주이익환원 증대 양상이 더욱 뚜렷해질 전망이다. 단기 이익 정체에도 불구하고 주주이익환원 규모 증가가 예상되며 내년엔 유의미한 배당금 증가도 예상된다. 5월 KT에 이어 7월 SKT도 주주이익환원 정책을 구체화할 것으로 보여 기대를 갖게 한다.

올해 들어 통신사 배당 및 주주이익환원 정책에 대한 투자자들의 우려가 적지 않다. 상반기 실적 부진으로 금년도 통신사 실적 우려가 크기 때문이다. 하지만 놀랍게도 올해 통신사 주주이익환원 규모는 지난해보다 높게 나타날 전망이다. 올해 통신 3사 배당금 규모가 최소한 작년 수준으로 유지될 것으로 보이고 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 이미 공식화하였다. LGU+는 올해 의미 있는 이익 성장과 더불어 지속적인 배당 증대 정책을 표방할 가능성이 높다.

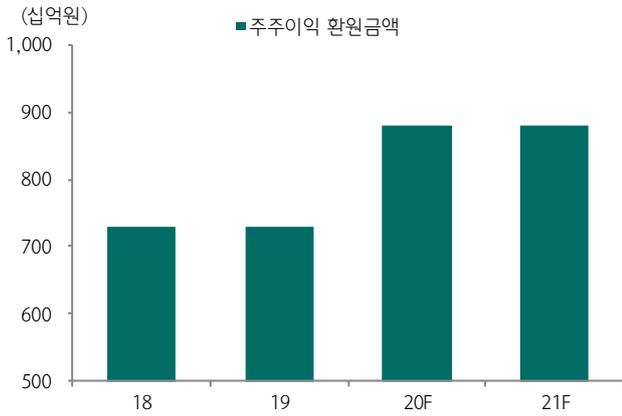
통신사 배당금이 증가했을 당시 주가는 대부분 좋았다. 기대배당수익률이 높아지는 효과도 있었지만 통신사 실적 기대감이 높아졌기 때문이다. 통신사 배당금은 실제로 장기 이익 전망에 근거해 결정된다. 올해 통신사 실적이 그리 좋지는 못하지만 내년까지 길게 보면 실적이 좋아질 것으로 통신사 경영진이 예상한다는 것이어서 투자 심리에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 5월 29일 KT CEO 투자가 미팅에 이어 7월엔 SKT가 중간 배당을 결정하면서 향후 배당 정책에 대해 언급할 가능성이 높고 2021년 지배구조 개편 추진 가능성을 감안 시 자사주 취득은 9월 이전에 시행할 가능성이 높아 7월 중 통신사 주주이익환원 정책이 윤곽을 드러낼 것이란 판단이다.

그림 25. 통신주 투자에 배당금이 중요한 이유



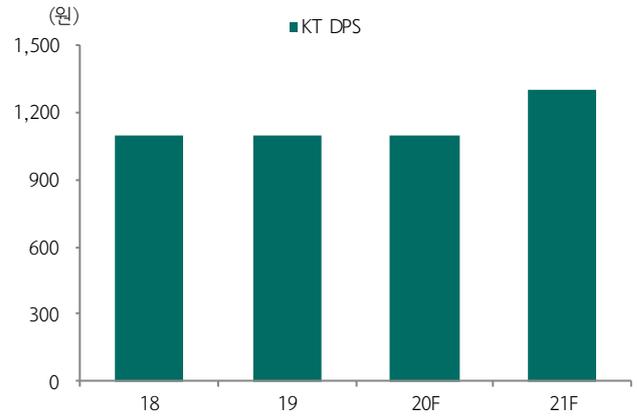
자료: 하나금융투자

그림 26. SKT 주주이익 환원금액(배당금+자사주) 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 27. KT DPS 전망



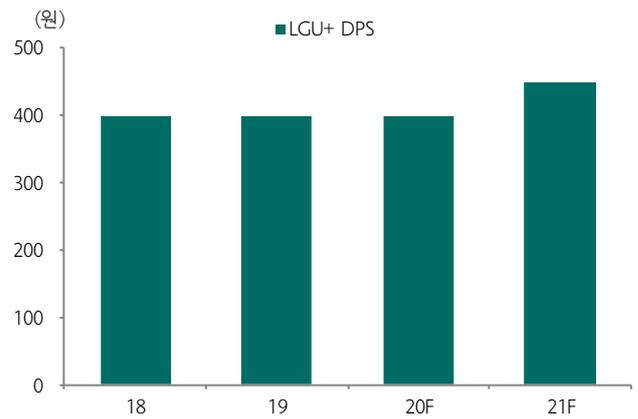
자료: KT, 하나금융투자

그림 28. 하반기 SKT 자사주 추진 가능성이 높은 이유

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

자료: 하나금융투자

그림 29. LGU+ DPS 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

(8) 역사적 배당 수익률로 보면
통신주 바닥에 위치,
기계적 매수로 돌입할 시점

(8) 가격/기대 배당수익률을 감안 시 통신주 투자 매력도가 여전히 높은 상황이다. 현 시점에서는 다소 기계적인 매수가 필요하다는 판단이다.

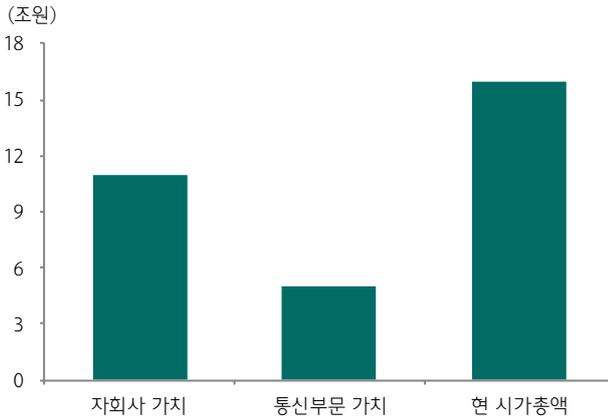
최근 통신주가 수급 약화 및 2분기 실적 부담으로 재차 하락함에 따라 가격 메리트가 커졌다. 특히 업종 대표주인 SKT는 더욱 그렇다. 향후 실적을 감안하면 통신주는 어느 업종보다도 저평가되어 있다. 적자 가능성이 제로에 가깝고 회선 및 부동산 가치가 장부가보다 월등히 높고 가입자 가치가 장부가에 반영된 상태가 아니라면 점에서 볼 때 그렇다. 막연히 장부가 대비 현 시가총액이 낮은 것이 아니라 장부가에 반영되지 않은 가치와 미래 이익 창출 능력을 감안해도 싸다는 이야기다. 글로벌 통신사들과 비교하면 국내 통신사 저평가 상황이 더욱 두드러진다. 2020년 2분기 LGU+와 KT는 전년동기비 이익 성장이 예상되며 2020년 3분기 이후 2022년까지 장기 이익 성장을 구가할 전망이다. 장기적 통신 업황 회복이 예상되는 가운데 가격 메리트까지 보유하고 있어 투자 매력도가 높다는 판단이다.

특히 기대 배당수익률로 보면 현재 통신주가 락바탐 수준에 위치해 있어 전략상 기계적인 매수로 대응할 필요가 있겠다. 과거 20년간 통신주 주가 바닥의 확실한 지표는 기대 배당수익률이었다. 장기 금리 하락 기조로 국내 통신주들의 높은 배당수익률은 대표적인 추천 사유였다.

그런데 올해 통신사 배당금 지급에 대한 불신이 현재 다소 이해가 가지 않는 수준의 통신사 기대배당수익률을 형성시키는 상황이다. 현 주가 기준으로 KT의 기대배당수익률이 4.6%, SKT는 4.8%에 달하기 때문이다. 현재 국내 금리 수준을 감안 시에도 당연히 매력적일 수 있지만 전략상 과거 배당수익률 밴드 추이를 살펴볼 필요가 있다. 현 주가 수준에서는 극단적으로 단기 업황과 상관없이 배당금만 지켜진다고 해도 반드시 매수해야 할 구간이라고 보여진다. 더구나 하반기 이후 통신산업 이익이 증가세를 나타낼 것이 유력한 현 상황에서는 더 이상 고민할 필요가 없는 상황이다.

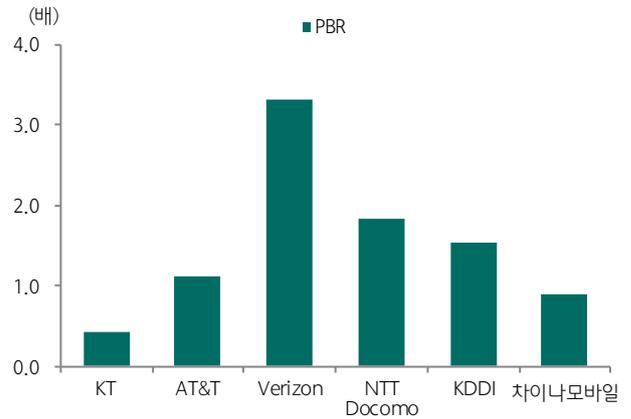
과거 SKT 기대배당수익률은 특별한 경우를 제외하곤 5%를 넘는 적이 없었다. 2011년 하이닉스 인수 당시 배당금 훼손 논쟁이 일어났을 때가 유일하다, 그런데 현재 SKT 배당금을 포함하여 주주이익환원 규모가 감소할 수 있을 것인가 보면 그 가능성은 희박하다. 앞서 언급한 것처럼 오히려 자사주/배당금을 합친 총 주주이익환원금액은 증가할 가능성이 높은 상황이다. 항상 왜곡된 주가 수준에서는 적극 공략하는 것이 정답이었다. 이젠 하반기 이후의 실적 전망과 주주이익환원 규모만 보고도 SKT/KT를 적극 매수해야 할 것이라는 판단이다.

그림 30. 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 31. KT와 글로벌 통신사 PBR 비교



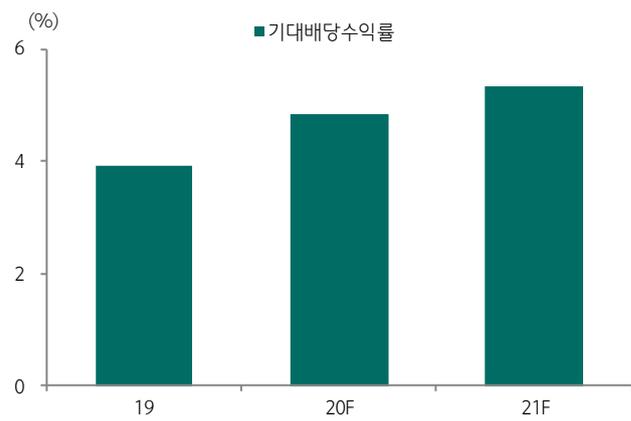
주: 2020년 예상 실적 기준
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 32. 국내 3년 만기 회사채 수익률 추이



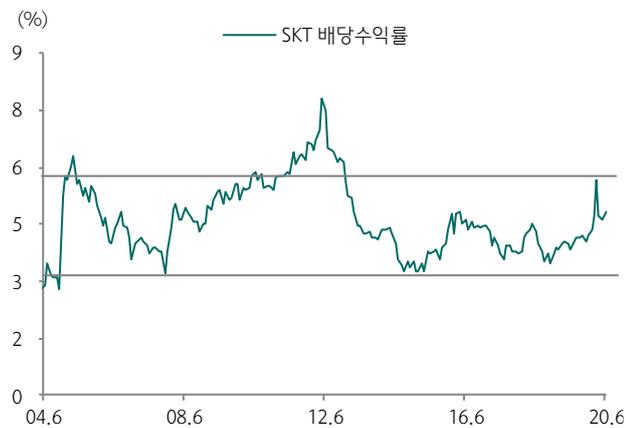
자료: 금융투자협회, 하나금융투자

그림 33. SKT 기대배당수익률 전망



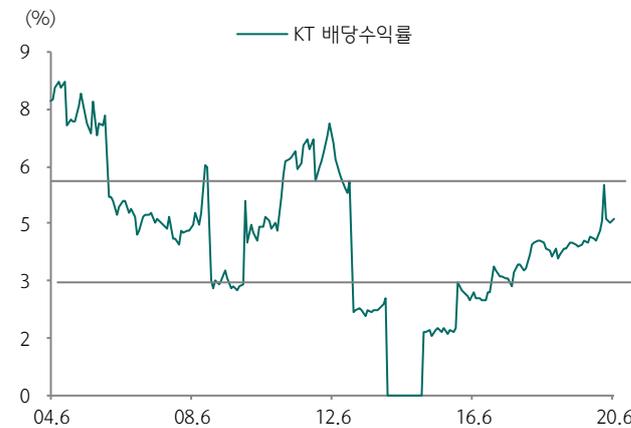
자료: SKT, 하나금융투자

그림 34. SKT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 35. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

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

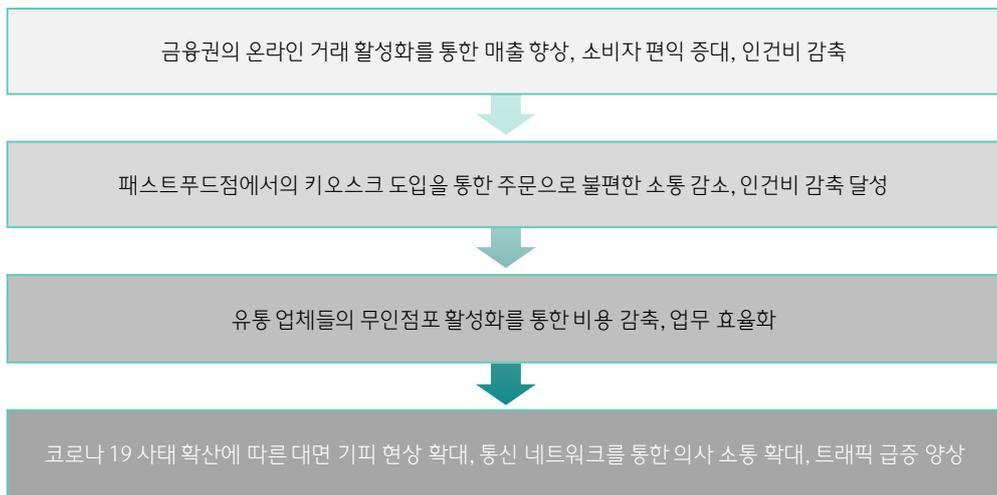
(9) 코로나19 확산 이후 비대면 문화가 정착 중이다. 그런데 아이러니하게도 코로나19가향 후 5G 기반의 4차산업을 육성하는 계기가 될 것으로 보여 긍정적이다.

최근 주식 시장에서 비대면(untact) 관련 수혜주에 대한 관심이 뜨겁다. 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 활성화가 되었지만 최근엔 전혀 다른 형태로 변화하고 있다. 결국 통신 인프라 확충과 더불어 4차산업의 조기 활성화로 결론 날 가능성이 높아지는 상황이라 큰 관심을 가질 필요가 있어 보인다.

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 비대면이 선택이 아닌 필수가 되어버린 상황이다.

그림 36. 비대면(언택트) 유행의 흐름 양상



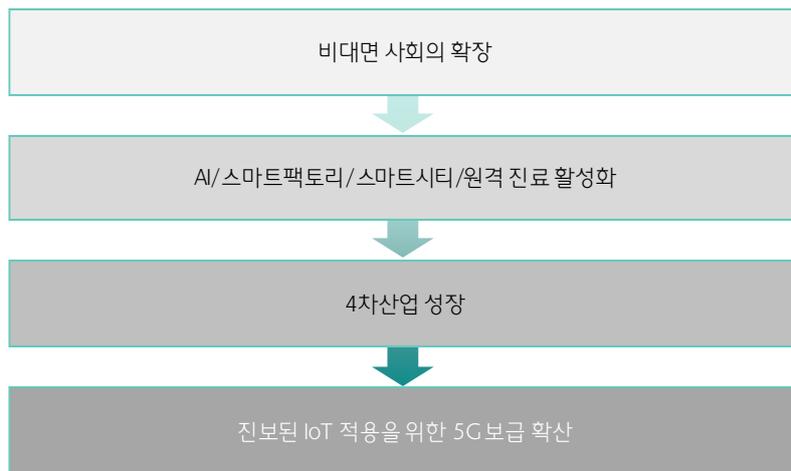
자료: 하나금융투자

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 초고속사 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 37. 코로나19 사태가 4차산업에 미칠 영향



자료: 하나금융투자

6월 통신서비스 업종 수익률
KOSPI 수익률을 하회,
3사 모두 주가 부진한 양상 기록

3) 6월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 하회, 단기 재료/수급 불리한 것이 원인

최근 1개월간 통신서비스업종 수익률은 KOSPI 수익률을 하회하였다. 단기 통신주 부진에 큰 이유는 없었다. 1분기 실적 발표 이후 특별한 호재가 재차 부각되지 않는 가운데 수급이 불안한 것이 통신주 하락으로 나타났다. 통신사 본격적인 이익 개선이 3분기에나 나타날 것 이어서 아직은 주가 상승으로 이어지기엔 빠르다는 인식과 더불어 KT로 시작된 통신사 장기 주주이익환원 증가 기대감이 5월 29일 KT CEO 투자가 미팅 이후 재료 노출 양상을 보 이면서 힘이 빠졌다.

종목별로는 3사 모두 시장대비 약세를 나타냈다. SKT는 5월 높은 기대배당수익률을 바탕으로 저평가 인식이 확산되며 KT와의 키밋추기식 주가 상승이 나타났지만 6월 들어 수급상 약점을 보이며 재차 하락세를 나타냈다. KT는 5월 KT CEO 투자가 미팅 기대감 속에 주가 강세를 지속하였지만 기대하던 이익 목표 및 배당 정책이 공개되면서 약간의 재료 노출의 성격을 나타내며 6월 중순부터 주가 하락세가 나타났다. LGU+의 경우엔 5월 초 실적 발표 이후 사실상 특별한 재료가 없는 가운데 2분기 영업이익이 1분기보다는 못할 것이란 예측 속에 6월 이후 주가 약세가 나타났다.

표 4. 2020년 6월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	(2.0)	21.3	(10.0)	(14.5)

주: 지수는 6/22 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

표 5. 2020년 6월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	(1.0)	18.0	(8.9)	(17.8)
KT	(0.4)	27.2	(8.4)	(8.5)
LG유플러스	(6.1)	26.0	(14.0)	(9.8)

주: 주가는 6/22 종가 기준
자료: Wisefn, 하나금융투자

7월 말 이후엔 2분기 실적 평가 및 3분기 이익 예측에 기인하여 주가 움직일 것, 통신주 KOSPI 수익률을 상회할 가능성이 높다는 판단

4) 7월 말부터는 통신주 탄력적인 반등 나타낼 전망, 실적 시즌 저점 매수 추천

6월엔 통신주가 부진하였지만 7월에는 통신주가 시장수익률을 상회할 가능성이 높다는 판단이다. 6월엔 사실상 재료가 부족한 시점이었지만 7월은 다르기 때문이다. 특히 시기적으로 볼 때 7월 말부터는 통신주들이 탄력적인 주가 반등을 나타낼 공산이 커 보여 관심을 높일 필요가 있겠다. 2분기 실적이 그리 좋지는 않지만 내용상으로 보면 이동전화 ARPU가 상승 기조를 지속하고 영업이익이 컨센서스에 부합하며 전년동기비로는 영업이익 성장을 나타낼 전망이다. 2분기 실적 결과로 볼 때 3분기 이후 본격 이익 성장에 대한 기대감이 높아질 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

7월에 통신시장에서 부각될 이슈는 많다. 1) 2분기 통신사 실적 발표, 2) 5~6월 5G 가입자 추이 발표, 3) SKT 중간 배당을 포함한 올해 배당금 및 자사주 매입 규모 발표, 4) 통신 3사 5G 불법 보조금 지급 관련 징계 수준(과징금/영업정지) 발표, 5) 딜라이브/현대 HCN 매각 진행 상황 발표, 6) 21대 국회 과방위 소속 국회의원 및 방통위 여/야 추천 위원 확정, 7) 미국 5G 주파수 경매 등이 대표적이다.

이렇다고 볼 때 7월 통신주 전망은 밝다는 판단이다. 2분기 실적이 썩 좋다고 보긴 어렵지만 국내 통신사들이 나름 양호한 실적을 발표할 것으로 예상되며, 5G 가입자 증가에 따른 마케팅비용 증가 우려가 있지만 특별히 걱정할만한 수준이 아닌데다가 월별 5G 순증 가입자가 의미 있는 증가세를 나타내고 있기 때문이다. 일부에선 정부의 역대 최대 규모의 과징금 폭탄, 불필요한 CATV M&A 추진을 우려하는데 실제 그런 일이 발생할 가능성은 낮다. 정부가 5G에 대한 강한 육성 의지를 갖고 있으며, 1, 2위 CATV 매물이 없어진 데다가 기다리면 가격이 떨어질 것이 뻔한 구조이기 때문이다. 결국 7월엔 21대 국회 출범 이후 리베이트 규제 강화, 5G 육성이 이슈가 될 것이고 KT에 이어 SKT가 구체적인 주주이익 환원 정책을 발표할 가능성이 높아 주가 상승에 대한 기대를 갖게 한다.

7월 말 이후 통신사 2분기 실적 발표를 계기로 주가 상승할 것, 21대 국회에서 리베이트 규제 강화 및 5G 육성에 나설 것이란 점도 긍정적으로 평가

표 6. 7월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> 요금인가제 폐지, 넷플릭스 규제 법안 통과로 규제 개선 기대감 높아질 전망 과방위에 민주당 김상희/변재일/우상호 위원 합류, 리베이트 규제 강화로 통신사에 긍정적 공정위 애플코리아 거래상 지위 남용행위 건 관련 동의 의결 절차 개시, 국내 통신사에 긍정적 KT 500억원 투자해 현대로보틱스 10% 지분 확보, 향후 진짜 5G 시대 5G 생태계 조성에 긍정적 SKT 7월 2G 서비스 종료 예정, 연간 300억원 이상의 망운용비용 절감 예상 국내 4월 게임 트래픽 전년대비 94% 증가, 1~4월 스마트폰 방송 시청 시간 전년 대비 23% 증가 정부 5G 투자세액공제 확대 유력, 최대 3+1% 적용 예정, 통신사 손이익 증가 예상 딜라이브에 이어 현대HCN/CMB도 매각 작업 본격화, 하지만 통신사 최종 인수 가능성은 낮음 LGU+ CJ헬로 인수, SKB/티브로드간 합병, 통신 3사 위주로 유료방송 재편될 듯 방통위 7월 초 5G 불법 보조금 관련 통신사 징계 예정, 하지만 과징금 규모 크지 않을 전망 코로나 관련 통신비 경감 EBS 제로레이팅 지원으로 마무리될 전망, 2Q 통신산업 실적에 긍정적 통신사 대리점 마케팅 다소 정상화, 5~6월 5G 순증 가입자 증가세로 전환할 듯 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 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 정부/국회 현행 전파법 개정에 돌입, 통신사 주파수 반납 가능하고 이중 비용 부담 없어져 긍정적
부정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> 방통위 7월 첫째 주 전체 회의 통해 5G 불법 보조금 관련 통신사 징계 예정, 과징금 부과 예정 6월 이후 대리점 영업 강화 양상, 통신사 마케팅 경쟁 강도 다소 높아질 전망 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, 올해보단 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	<ul style="list-style-type: none"> 점차 호재가 많아지는 상황, 아직 가격 메리트 존재해 통신주 적극 매수로 전환할 것을 추천

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick LGU+, 7월 투자매력도 SKT>KT=LGU+

1) 12개월 Top Pick은 LGU+로 선정

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 본원직 가입자 유치 경쟁력, Valuation 매력도, 기대 배당수익률, 지배구조 개편 가능성 및 영향 등을 종합적으로 고려한 데 따른 결과이다. 이러한 기준 하에 향후 12개월간 투자 매력도를 평가하면 통신 3사 중 LGU+가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

LGU+는 무엇보다 2020년 통신 3사 중 유일하게 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 7. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	<ul style="list-style-type: none"> 장기 5G 도입으로 인한 매출 성장으로 큰 폭의 수혜 예상 자회사 실적 개선 본격화되는 양상, 장기 주주이익환원 중대 지속 전망 SK브로드밴드/11번가/캡스 IPO 추진, 자회사 가치 감안 시 절대 저평가 5월 요금인가제 폐지, 하반기 리베이트 규제 강화 등 규제 상황 긍정적 	<ul style="list-style-type: none"> 정부/정치권/언론 눈치보기로 지배구조개편 추진 지연 상황 미미하지만 이동전화 M/S 하락 지속되는 양상 통신부문만 보면 2020년에도 영업이익 감소 예상 하이닉스 이익 높지 않아 올해/내년 기준 PER 낮지 않은 편
KT	<ul style="list-style-type: none"> 이동전화/초고속/미디어 등 기존 사업 ARPU 성장 통한 성장 추진 신임 CEO 인건비 등 제반 영업비용 증가 강력한 통제 기대 실질 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황 올해 배당금 최소한 작년 수준 유지 후 향후 증가 패턴 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 2020년에도 통신 부문 이익 성장 폭은 미미할 전망 낮은 ROE로 높은 자산가치 크게 부각되기에 역부족 신임 CEO 성과 나타내려면 다소 시간 걸릴 듯 코로나19 여파로 자회사 이익 정체 양상
LGU+	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 장기 성장 전략 제시 미흡, 매출 증가 폭 둔화 양상 뚜렷해 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	<ul style="list-style-type: none"> 장/단기 이익 성장률, 통신부문 이익 전망 감안 시 LGU+ 가장 투자 유망한 것으로 평가 	

자료: 하나금융투자

2) 하지만 7월 투자 매력도는 SKT>KT=LGU+ 순으로 평가

7월 투자 매력도는 SKT>KT=LGU+으로 평가, 기대 배당수익률을 가장 우선적으로 고려

하지만 7월 한 달만 보면 통신 3사 중 SKT 투자 매력도가 가장 높다고 판단하여, 7월 통신 서비스 종목별 투자 매력도를 SKT>KT=LGU+로 평가한다. 본격적인 이익 성장 국면으로의 진입은 8월 이후로 판단되어 아직은 주가 하방 경직성과 가격 메리트가 중요한데 SKT가 기대배당수익률과 자회사 가치로 볼 때 모든 요소를 갖추었다고 판단되기 때문이다. 여기에 7월 중간배당 결정과 더불어 올해 주주이익환원 규모에 대한 언급이 있을 것으로 보여 투자자들의 관심을 끌 것이라 판단이다.

표 8. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SK텔레콤	매수	330,000원	• 5G 도입 수혜 예상되며, 규제 양호해 장기 실적 전망 낙관적, 자회사 실적 개선 본격화 예상
KT	매수	35,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가 상황, 2020년엔 연결 영업이익 증가 전환 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 9. 7월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(6/23)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SK텔레콤	205,500원	200,000~260,000원	12.1	0.7	• 주주이익환원 정책 강화 구체화 전망, 주가 하방 경직성 강할 듯
2	KT	24,000원	22,000~30,000원	9.3	0.4	• 신임 CEO 경영 정책 방향 긍정적으로 인식될 듯, 가격 부담 없음
2	LGU+	12,200원	12,000~18,000원	9.6	0.7	• 경영진 수익성 위주 경영 정책 긍정적으로 평가 받을 것

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

표 10. 7월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(7월)	순위(6월)	순위 변화	사유
SK텔레콤	1	1	-	• 기대배당수익률 감안 시 주가 하방 경직성 강할 것, 향후 발생될 호재에 대한 주가 반영 미미한 상황
KT	2	2	-	• CEO 교체 이후 2021년까지 장기 실적 전망 낙관적, 하지만 단기 재료 노출 양상이라 다소 부담
LGU+	2	2	-	• 업황 개선 기대감으로 계단식 주가 상승 전망, 단 실적 시즌까지 다소 시간 필요

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

3) SKT를 7월 Top Pick으로 선정, 실적 호전 기대, 재료 부각되며 주가 오를 것

SKT는 가격 메리트 부각되는 가운데
주주이익환원정책 발표,
실적 기대감 상승으로 주가 오를 것,
이익 반등 시기 다소 늦다는 점
너무 의식하지 말아야

7월 Top Pick은 SKT로 선정한다. 장/단기 강한 매수를 추천하는 데 구체적인 추천 사유를 설명하면 다음과 같다.

- 1) 점차 실적 호전에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상된다. 최근 트래픽 추세를 감안할 때 2분기 이동전화 ARPU가 YoY/QoQ 모두 1% 상승할 것으로 보여 향후 매출 증가 기대감이 높아질 것이며, 서비스매출액 증가, 마케팅비용 정체로 3분기엔 완벽한 영업이익 증가 전환이 예상되기 때문이다.
- 2) 요금인가제 폐지와 더불어 넷플릭스 규제 법안이 마련되는 등 정부/국회 규제가 그 어느 때보다 양호한 상황이다. 특히 정부의 직접적인 요금 규제를 받고 2022년 대선을 앞두고 있는 SKT 입장에서는 큰 짐을 덜었다는 판단이며 향후 5G 패권 경쟁에서 유리한 고지를 확보해 나갈 수 있을 것으로 기대된다.
- 3) 올해 실적 부진에도 불구하고 주주이익환원(배당금+자사주) 규모 증가가 예상된다. 자사주 취득 가능성이 높기 때문이다. 아마도 자사주 규모가 크지 않을 경우 기존 배당금은 유지할 공산이 크며, 배당금이 일시적으로 소폭 감소한다면 자사주 매입이 대규모로 진행될 가능성이 높다. 전자의 경우 무조건 호재로 인식될 것이고 후자의 경우엔 일부 우려가 나타날 수 있지만 수급상 주가 상승으로 이어질 공산이 커 긍정적인 주가 흐름이 예상된다. 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. 7월 중간 배당 발표를 계기로 올해 SKT 주주이익환원 계획이 드러날 전망이다. 자사주 매입 계획이 기정사실화될 경우 2021년 상반기 지배구조개편 기대감이 높아질 것으로 보여 탄력적인 주가 반등이 기대된다.
- 4) 2021년 SK브로드밴드, 11번가, ADT캡스에 대한 IPO가 진행될 예정이다. 자회사 실적 개선이 본격화되고 있는데다가 IPO를 통해 자회사 시장 가치가 드러날 경우 SK하이닉스를 비롯한 우량 자회사를 보유한 SKT의 저평가 논란이 다시 확산될 것으로 예상된다. 특히 SKT 지배구조개편 이슈와 맞물릴 경우 주가는 폭등각으로 변화할 가능성을 배제하기 어렵다는 판단이다.

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 11. 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

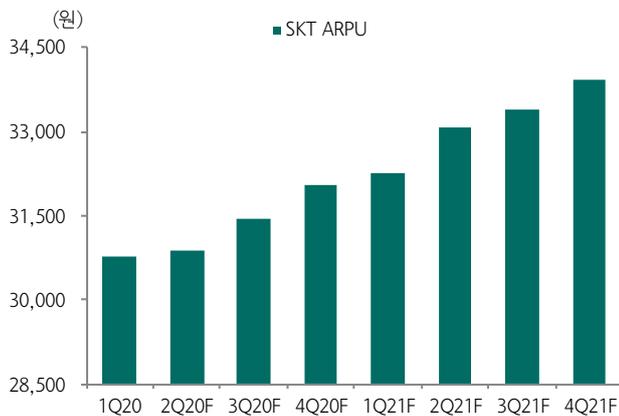
표 12. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(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

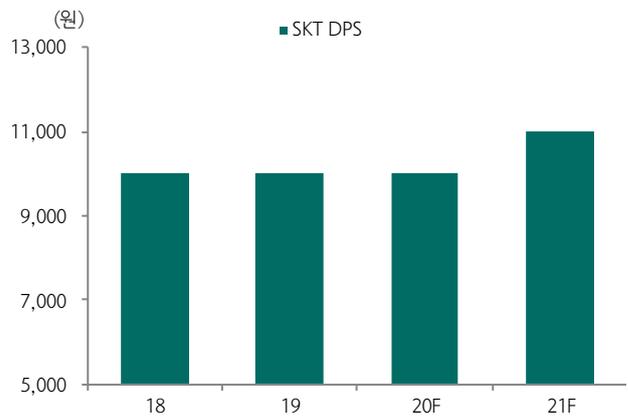
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: SKT, 하나금융투자

그림 38. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 39. SKT DPS 전망



자료: SKT, 하나금융투자

KT 단기 재료 노출 우려하기
보다는 이제 본격적인
실적 호전 가능성에 주목,
실적 향상 및 배당 증가 기대로
장기 주가 상승 흐름 이어질 것

4) KT 단기 재료 노출 상황, 하지만 이제부터 계단식 상승 전망

KT는 통신 3사 중 단기 주가 상승 폭이 상대적으로 큰 데다가 기존에 하나금융투자에서 KT 주가 상승의 계기로 봤던 CEO 투자가 미팅에서 이미 장기 이익 및 배당 전망이 노출된 상황이라 7월 Top Pick으로 선정하지는 않았다. 하지만 올해 어느 때보다도 주가 상승에 대한 투자자들의 기대감이 높은 상황이므로 장/단기 의외의 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 것으로 평가하며, 주가 하락 시마다 적극 매수로 대응할 것을 추천한다. 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

- 1) KT CEO 투자가 미팅 결과를 바탕으로 볼 때 2020~2022년간 장기 실적 전망이 낙관적이다. KT 투자가 미팅에선 인건비, CAPEX, 마케팅비용을 잘 관리하고 매출 성장을 지속하여 2019년 7천억원 수준인 본사 영업이익을 2022년 1조원까지 늘리겠다고 언급했다. 추가로 2021년부터 연간 1천명의 자연스러운 인원 감소가 예상되므로 영업비용 중 인건비 비중을 지속적으로 낮출 수 있을 것으로 전망했고 2021년엔 5G 부문에서 흑자가 예상된다고 언급했다. 이러한 KT 경영진 전망이 실제로 실현될 수 있는나인데 하나금융투자에선 가능성이 높다고 판단한다. 무엇보다 인건비가 향후 정체 양상을 보일 것이라고 언급하고 있기 때문이다. 5G 보급률과 최근 트래픽 동향을 감안할 때 요금제 상향 조정 양상은 지속될 수 밖에 없고 IFRS 15 회계적 효과 및 최근 마케팅 전략을 감안 시 마케팅비용이 하반기 이후 정체 양상을 보일 전망이다. 결국 본사 영업이익은 빠르면 올해 2분기, 늦어도 3분기엔 전년동기비 증가 전환이 유력해 보이며 인건비 정체가 지속된다고 가정하면 2021년 이후엔 본사 기준 연간 20% 이상의 영업이익 증가가 예상된다.
- 2) 향후 이익 전망을 감안할 때 DPS가 2019년 1,100원에서 2022년 1,500원까지 확대될 수 있을 것으로 예상된다. 이에 따른 주가 1~2 단계 레벨업이 예상되는데 과거 경험을 감안 시 1차 30,000원, 2차 35,000원까지 주가 상승이 가능할 전망이다. 과거 본사 영업이익이 9천억원을 상회했을 당시 KT 주가가 35,000원까지 상승한 바 있고 5G 성공 기대감을 감안할 때 기대배당수익률 기준 3% 후반까지는 주가가 무난히 상승할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.
- 3) 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 아직도 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, 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 권고한다. KT 3개월 예상 주가 밴드를 22,000원~30,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 13. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	24,342.2	24,064.7	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

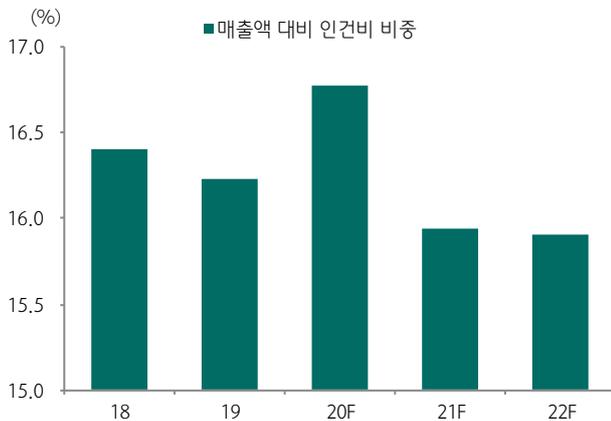
표 14. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(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

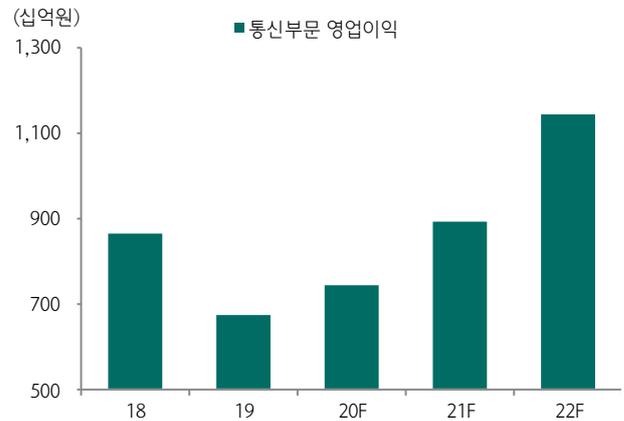
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: KT, 하나금융투자

그림 40. KT 매출액대비 인건비 비중 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 41. KT 연간 통신부문 영업이익 전망



자료: KT, 하나금융투자

LGU+ 2분기 실적 발표 후
장기 이익 성장 기대감 고조될 듯,
최근 주가 하락 감안하면
매력적인 권역에 위치

5) LGU+ 2분기 실적 시즌 후 본격 랠리 가능성에 대비해야

LGU+ 역시 가격 메리트와 기대매당수익률을 중심으로 최선호 종목들 꼽다보니 7월 Top Pick으로 선정하지는 않았다. 하지만 최근 2분기 실적에 대한 우려로 단기 주가 하락이 나타났음을 감안하면 적극 매수로 대응할 필요가 있다는 판단이다. 아마도 이제부터는 계단식 장기 주가 상승 태세로의 전환이 예상되는데 구체적인 추천 사유를 언급하면 다음과 같다.

- 1) 2분기 영업이익이 1분기보다는 소폭 낮아질 전망이지만 전년동기비로는 큰 폭 증가가 예상되어 상반기 높은 이익 성장과 더불어 올해 영업이익 8천억원 달성 기대감이 높아질 전망이다. LGU+는 2020년 2분기에 연결 영업이익 2,006억원(+35% YoY, -9% QoQ), 순이익 1,386억원(+41% YoY, -7% QoQ)이 예상된다. 전분기대비 영업이익 감소가 예상된다. 이에 따라 투자자들의 우려가 있다. 하지만 전년동기비로는 높은 영업이익 증가가 나타날 것이며 상반기에만 작년보다 800억원에 달하는 영업이익 증가가 예상되어 올해 연결 영업이익이 8천억원에 달할 것이라 전망에 더 주목할 필요가 있다. 당초 우려와는 달리 올해 높은 이익 성장이 유력해지는 상황이기 때문이다.
- 2) 경영진 성향을 감안하면 2020년에 이어 2021년에도 성장과 수익의 밸런스를 맞추는 경영 전략이 펼쳐질 가능성이 높다. 경영진들이 무리한 마케팅 전략을 펼치기보단 수익성을 챙기는 가운데 5G를 통한 성장 전략을 구사하고 있으며 현 상황이 지속될 것이기 때문이다. 아마도 2분기 실적 시즌 이후 이러한 인식이 보다 확산될 것으로 보인다. 상반기 실적이 예상보다 나쁘지 않게 발표되면서 지난해 연말 연임된 LGU+ 경영진의 수익성 위주의 경영 정책에 투자자들이 좋은 점수를 줄 것이라는 판단이다. 비록 이동전화매출액 정체가 나타나고 있지만 비용 절제를 통해 2020년 상반기 높은 이익 성장을 구가하였으며 2020년 3분기부터는 재차 서비스매출액 성장을 기반으로 더 높은 이익 성장을 지속할 것으로 판단되기 때문이다.
- 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 성장성 측면에서의 우려가 커지고 있다는 점이다. 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 성장 폭이 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 12,000원~18,000원으로 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	13,418.4	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

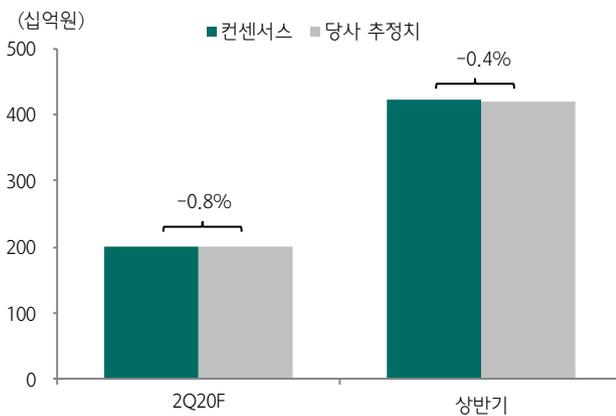
표 16. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(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

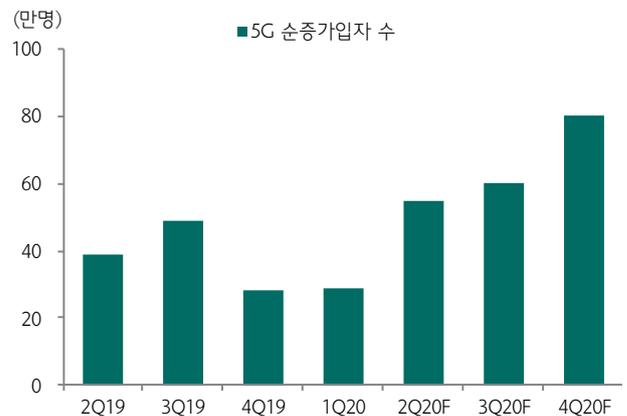
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: LGU+, 하나금융투자

그림 42. LGU+ 2분기/상반기 영업이익 컨센서스와 당사 추정치 비교



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 43. LGU+ 분기별 5G 순증가입자수 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 5G 가입자 유치 경쟁 심화로 마케팅비용 증가 예상

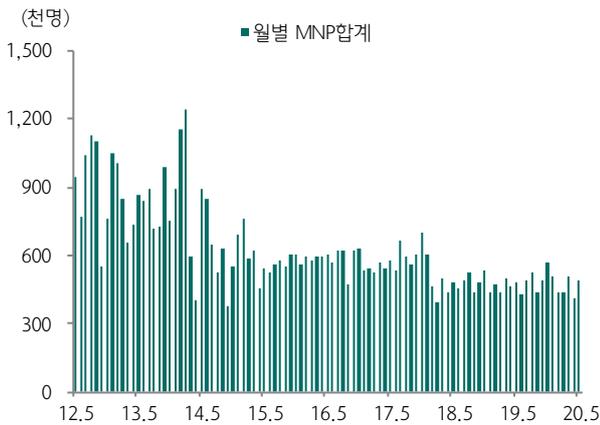
1) 점차 5G 가입자 순증 폭 커지는 양상, 지원금도 상향 중

5월 말 이후 마케팅 강도 높아지는 상황, 5G 순증 가입자수 증가 및 단말기 재고 밀어내기에 기인

최근 통신사 마케팅 경쟁 강도가 다시 높아지는 양상이다. 5월 이동통신 번호이동가입자수 49만명으로 4월 42만명대비 증가한 것도 한 예가 되겠지만 갤럭시 S20 단말기 지원금이 이전 대비 최대 30만원 이상 높아진 것이 대표적인 사례라고 볼 수 있다. 폰 판매 저조로 제조사들이 재고 밀어내기에 나선 데다가 통신사들이 대리점 지원 및 5G 마케팅 강화 차원에서 지원금을 크게 늘리면서 마케팅 경쟁 강도가 재차 높아지고 있다.

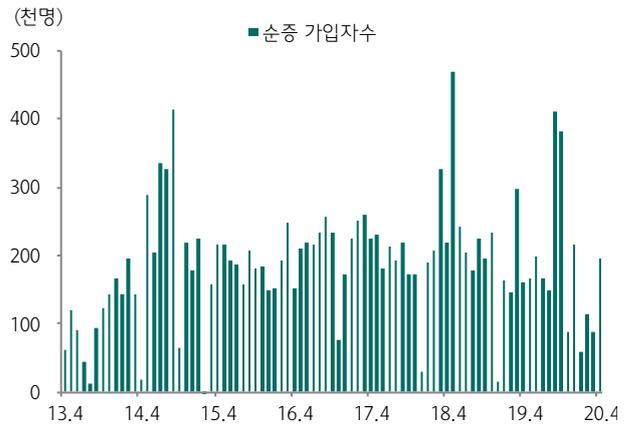
어쨌든 통신사간 마케팅 경쟁 강화에 힘입어 5G 가입자 증가 폭은 커질 것으로 보인다. 5G 순증 가입자수는 4월 46만명에서 5월 60만명으로 확대가 예상된다. 5월 중순 이태원 클럽 발 확진자 증가로 코로나19에 대한 우려가 다시 커졌지만 제조사 재고폰 밀어내기 양상이 지속되면서 대면 영업이 어느 정도 유지되었다는 점에서 보면 그렇다. 최근 통신사/제조사 동향으로 미루어 짐작할 때 아마도 5G 순증 가입자수 확대 추세는 당초 하나금융투자 예상대로 6월 이후 더 확대될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 44. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



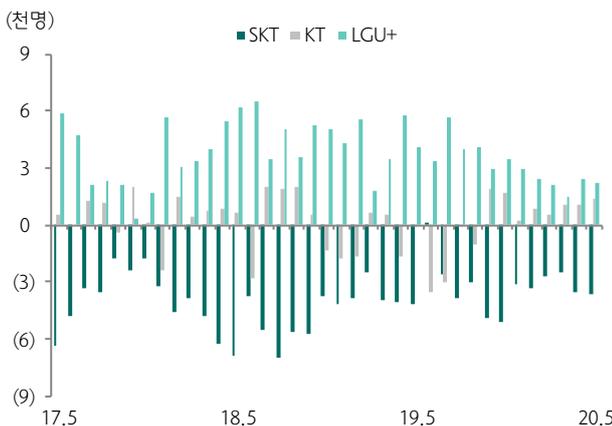
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 45. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



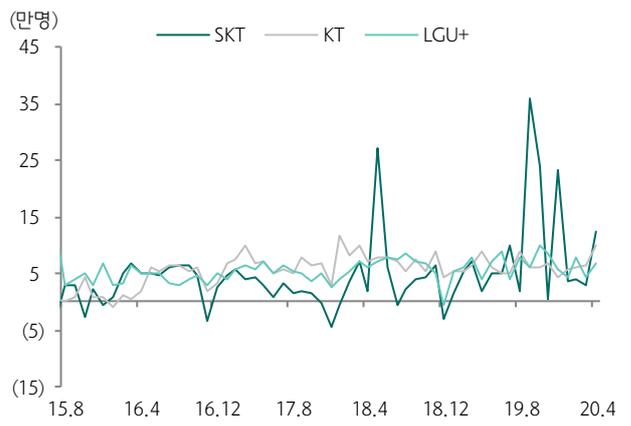
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



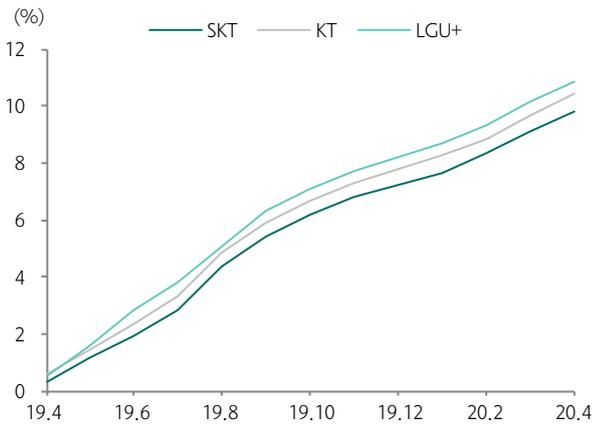
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



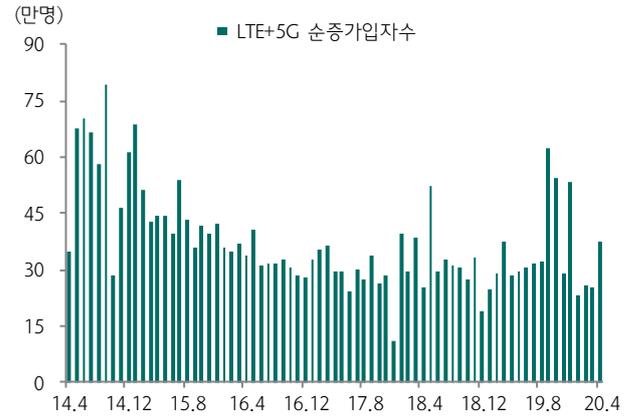
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. 통신 3사 5G 보급률 추이



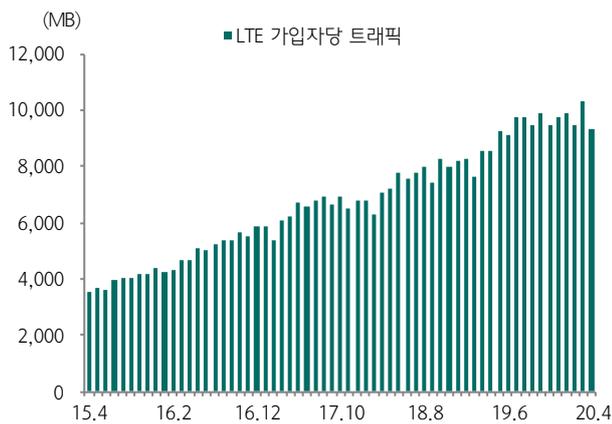
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 49. LTE+5G 순증가입자 동향



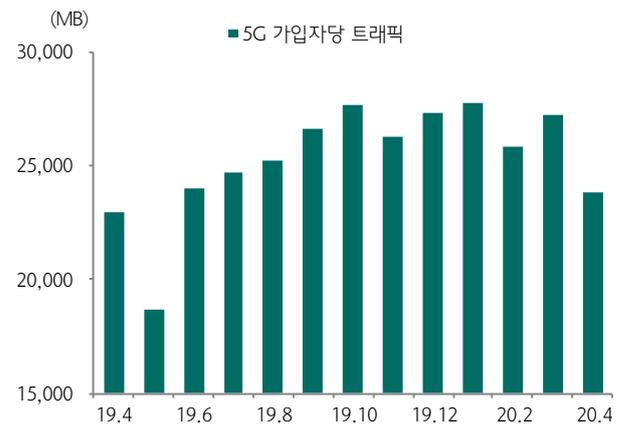
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. LTE 가입자당 트래픽 추이



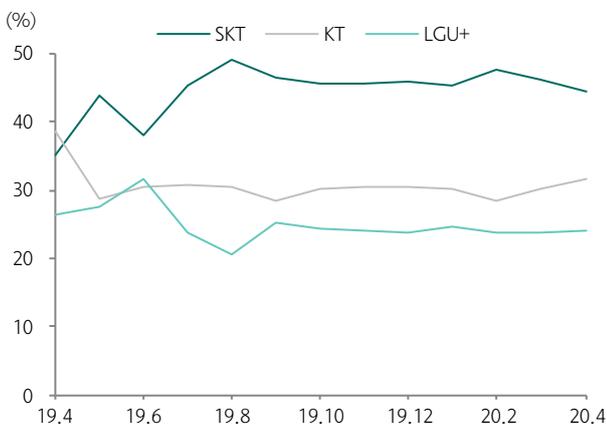
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 51. 5G 가입자당 트래픽 추이



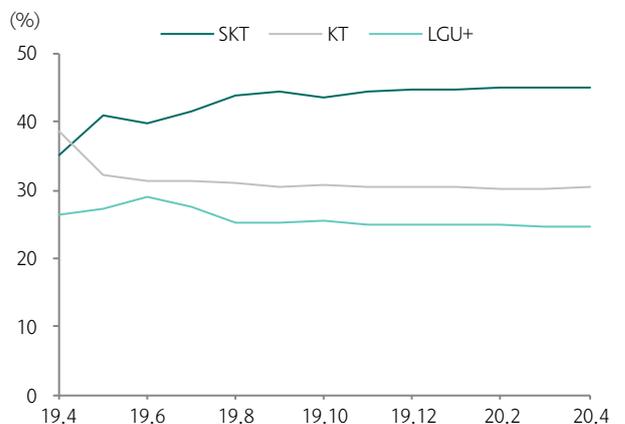
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 52. 5G 순증 가입자 M/S 동향



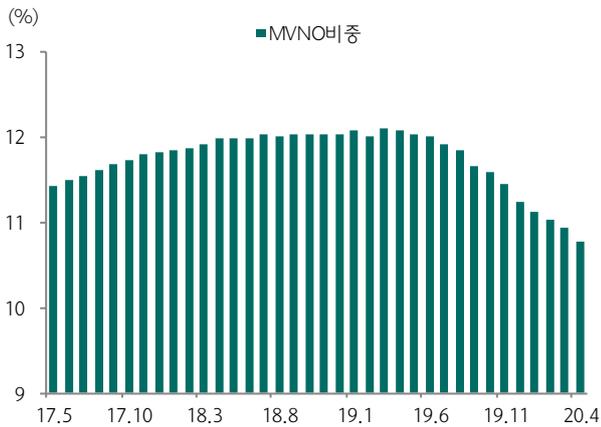
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 53. 5G 누적 가입자 M/S 동향



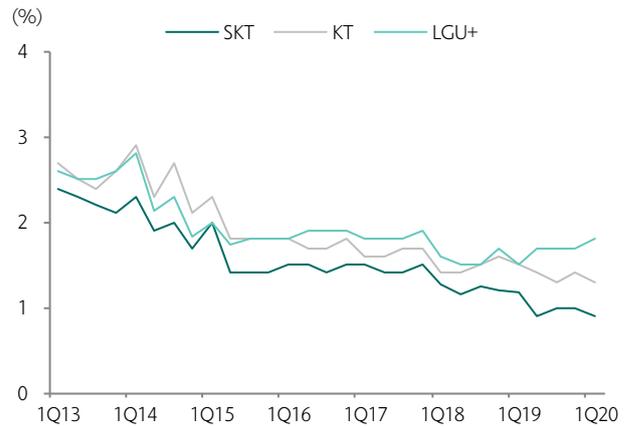
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 54. MVNO(재판매) 비중 추이



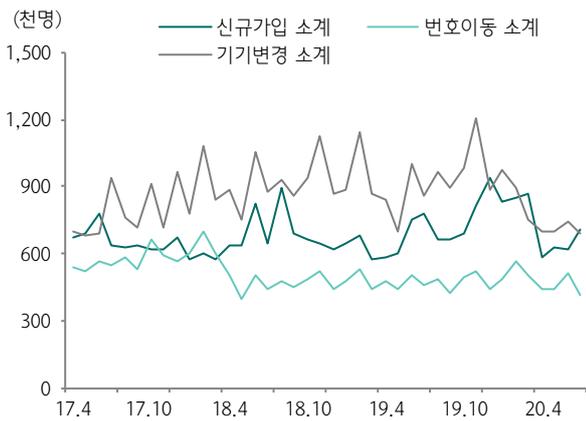
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 55. 통신 3사 분기별 해지율 추이



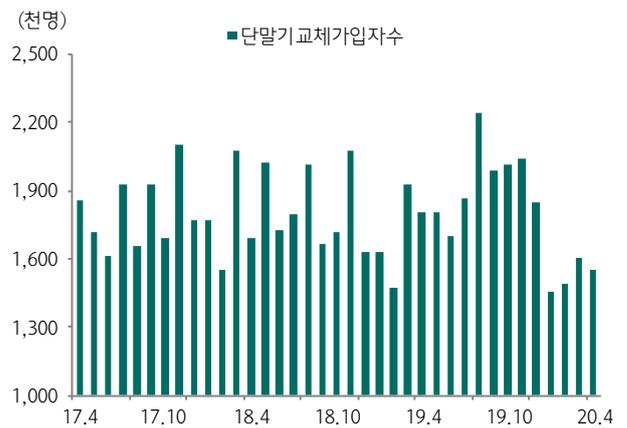
자료: 각사, 하나금융투자

그림 56. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 57. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

5G 가입자 확대로
마케팅 경쟁 강도 점차 높아질 것,
하지만 보조금 대란 발생
가능성은 낮은 상황

2) 마케팅 강도 다소 높아질 전망, 하지만 현실적으로 대란 발생 가능성은 희박

5월 이후 통신사 마케팅 경쟁 강도가 높아지는 상황이다. 현 추세로 보면 7~8월 사업자간 가입자 유치 경쟁 강도는 더 높아질 것으로 보인다. 역시 코로나19가 가장 큰 변수가 되겠지만 2~3월 수준으로까지 높은 영향력을 발휘할 가능성이 낮아 보이고 통신사들이 대리점 지원에 어느 정도 나서야 하는 상황이며 8~9월 신형 폰 판매를 앞두고 제조사 재고 폰 밀어내기가 지속될 것으로 판단되기 때문이다.

하지만 그럼에도 불구하고 보조금 대란까지 이어지긴 현실적으로 어려워 보인다. 1) 통신사 경영진들이 장기 실적 향상을 위해 재차 5G 가입자 모집에 나서는 상황이지만 영업비용 증가를 우려하여 어느 정도는 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 크고, 2) 코로나19 여파가 약화되었을 뿐이지 제거된 상황은 아니라 대면에 부담이 여전히 존재하며, 3) 아직은 5G 서비스 및 단말기에 차별화 포인트가 많지 않아 코로나 영향으로 홍보 효과가 적어 마케팅 효율성이 떨어지는 상황이기 때문이다.

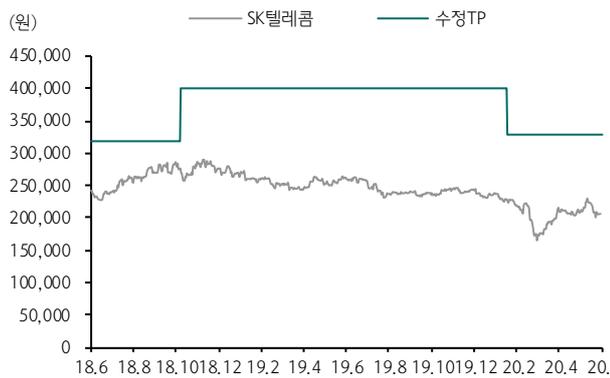
그림 58. 7월 마케팅 대란 발생 가능성이 낮은 이유

- 1 통신사 경영진들이 영업비용 증가를 우려하여 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 큼
- 2 코로나19 여파가 약화되었을 뿐이지 제거된 상황은 아니라 대면에 부담이 여전히 존재
- 3 아직은 5G 서비스 및 단말기에 차별화 포인트가 많지 않아 마케팅 효율성 떨어지는 상황

자료: 하나금융투자

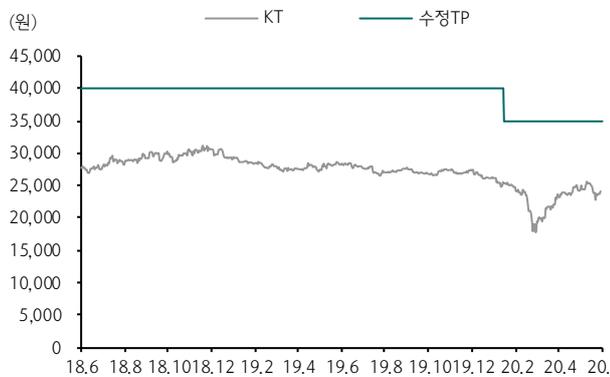
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



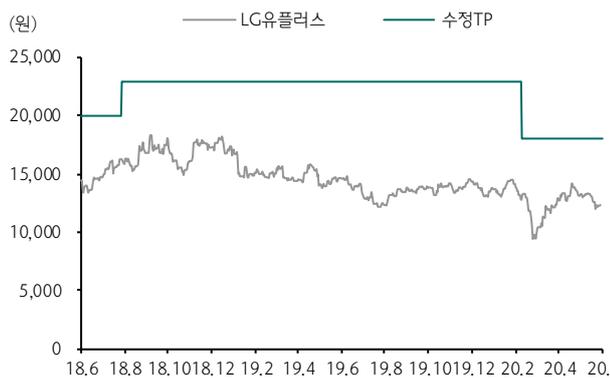
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000		
18.10.30	BUY	400,000	-37.04%	-27.63%
18.6.25	BUY	320,000	-19.47%	-10.63%
17.6.29	BUY	280,000	-10.13%	1.25%

KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000		
18.6.25	BUY	40,000	-29.80%	-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%
18.6.25	BUY	20,000	-26.03%	-18.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 6월 24일

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 6월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 6월 24일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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.