



2020년 8월 26일 | Equity Research



통신서비스 9월 투자 전략

이젠 통신주 장기 랠리 가능성에 주목

- | 9월 투자 매력도 '매우 높음'으로 상향, 이젠 적극 매수 추천
- | 9월 매력도는 SKT>LGU+>KT 순, SKT/LGU+ 아주 매력적
- | 전략폰 출시에도 3Q 마케팅비용 급증 가능성 낮아

Update
Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(8월24일) 242,000원
KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(8월24일) 23,900원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(8월24일) 12,000원



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

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



CONTENTS

1. 9월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 상향	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 9월 매력도 ‘매우 높음’으로 상향, 가을 랠리 가능성에 대비해야	3
3) 8월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회, 하지만 SKT 제외 시엔 하회	22
4) 9월 이후 SKT를 필두로 주가 반등 예상, 통신주 비중 공격적으로 늘려야	23
2. 12개월 Top Pick LGU+, 9월 투자매력도 SKT>LGU+>KT	25
1) 12개월 Top Pick은 LGU+로 선정	25
2) 하지만 9월 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT 순으로 평가	26
3) 9월에도 SKT Top Pick으로 선정, 자사주/배당/실적이 주가 견인할 것	27
4) LGU+ 외국인 동향에 주목하면서 화웨이 우려 떨쳐 버리고 매수해야	29
5) KT 재료 노출 부담 있지만 계단식 주가 상승 이어질 것	31
3. 경쟁환경 – 전략 폰 출시에도 시장 과열은 제한적일 듯	33
1) 갤럭시 노트 20 출시로 5G 가입자 순증 확대, MNO는 정체 양상	33
2) 3Q 마케팅비용 증가 예상, 하지만 대란 없어 실적 좋을 것	36

2020년 8월 26일 | Equity Research

통신서비스 9월 투자 전략

이젠 통신주 장기 랠리 가능성에 주목

9월 투자 매력도 '매우 높음'으로 상향, 이젠 적극 매수 추천

9월 통신서비스 업종 투자매력도를 기존의 '높음'에서 '매우 높음'으로 상향 조정한다. 그 이유는 1) 2분기 통신 3사가 어닝 서프라이즈를 기록한 데 이어 3분기부터는 장기 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 보여 곧 빅사이클이 나타날 전망이다, 2) 5G장비주의 급등이 통신주 상승으로 연결될 가능성이 높은 데다가 전세계 투자자들의 5G에 대한 관심이 높아지는 상황이며, 3) 통신 3사의 주주이익환원 정책이 강화되는 양상이어서 장기 주가 상승 기대감이 높아질 전망이다, 4) 디지털 뉴딜 정책이 본격화되고 있는 데다가 규제 상황이 어느 때보다 양호해 통신사 Multiple 확장이 예상되며, 5) 통신주 Valuation상 매력도가 여전히 높은 상황이기 때문이다.

9월 매력도는 SKT>LGU+>KT 순, SKT/LGU+ 아주 매력적

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 실적만 놓고 보면 장/단기적으로 가장 우수한 성과를 낼 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 9월 종목별 선호도는 SKT>LGU+>KT 순으로 다르게 제시하며 8월에 이어 9월에도 SKT를 Top Pick으로 제시한다. MSCI 비중 상향과 더불어 자사주 매입이 유력한 상황이라 수급 개선 예상되고 자회사 IPO가 본격 추진되면서 자회사 가치를 감안한 저평가 논란이 확산될 것이기 때문이다. LGU+는 여전히 화웨이 이슈가 주가 상승의 발목을 잡는 양상이지만 역사적으로 볼 때 실적대비 주가가 과도하게 낮게 형성된 상황이라 장기적인 안목으로 적극 매수에 나설 것을 권고한다. 결국 기다리면 의외로 높은 주가 상승을 기대할 수 있을 것으로 평가한다. 마지막으로 KT는 이미 호재가 다수 노출된 상황이라 주도주로 부상하기 어렵겠으나 실적을 확인하며 주가가 우상향 기조를 지속할 전망이다 보유 전략을 추천한다.

전략폰 출시에도 3Q 마케팅비용 급증 가능성 낮아

갤럭시 노트 20 출시 영향으로 8월 5G 가입자수가 70만명에 육박하는 수준으로 확대될 전망이다. 하지만 번호이동건수는 6~7월 수준에 그칠 것으로 보이며, SAC(인당획득비용)은 소폭 상승에 그칠 것으로 보인다. 투자자들의 우려와 달리 3Q에도 통신사 마케팅비용 급증은 없을 듯하며 실적은 우수할 전망이다. 3Q 통신사 마케팅비용이 2조 850억원으로 YoY 0%, QoQ +4% 증가에 그칠 전망이다. 자산화되는 가입자유치비용이 다시 증가하겠지만 8개 분기에 걸쳐 안분 처리될 것이고 일회성 마케팅비용은 상반기대비 소폭 증가, 작년 하반기대비 감소로 통제될 공산이 크기 때문이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(8월24일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	242,000원
KT(030200)	BUY	35,000원	23,900원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	12,000원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	52,060	54,468	55,580	59,284	61,971
영업이익	십억원	3,204	2,947	3,515	4,029	4,757
세전이익	십억원	5,725	2,716	3,637	4,839	5,571
순이익	십억원	4,298	1,948	2,662	3,673	4,244
EPS	원	6,090	2,760	3,771	5,204	6,013
증감률	%	18.62	(54.68)	36.63	38.00	15.55
PER	배	7.97	17.29	10.91	7.90	6.84
PBR	배	0.82	0.70	0.66	0.63	0.60
EV/EBITDA	배	4.35	4.04	3.71	3.51	3.30
ROE	%	10.11	4.46	6.03	7.88	8.58
BPS	원	64,235	65,497	66,106	69,613	73,622
DPS	원	1,631	1,631	1,659	1,857	2,056

자료: 하나금융투자



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

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

1. 9월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 상향

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한
투자의견을 비중확대로 유지,
가격 메리트 큰 데다가
2020년 하반기부터 2022년까지
장기 실적 호전 예상되며,
요금규제 완화와 더불어
진짜 5G로의 진화가 본격화되면서
통신주 Multiple 확장 국면이
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) 정부의 마케팅 규제 정책, 통신사 마케팅 전략 변화 기조를 감안 시 구조적으로 통신사 매출액 대비 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 요금 규제가 완화되고 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 (9월)	투자의견 (8월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	- 트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 추세 지속 전망 - 규제 감안 시 매출액 대비 마케팅비용 하향 추세 지속될 전망 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) 9월 매력도 ‘매우 높음’으로 상향, 가을 랠리 가능성에 대비해야

9월 통신서비스 투자 매력도를
‘매우 높음’으로 상향,
가격 메리트 여전히 큰 데다가
규제 환경 양호하고 3분기부터
본격적인 실적 호전 국면으로 진입
예상되기 때문

단기적으로 통신서비스 업종 투자 매력도는 8월 ‘높음’에서 9월엔 ‘매우 높음’으로 상향 조정한다. 7월 이후 5G 장비주들이 급등하고 8월부터 SKT가 상승 전환하면서 5G 관련주로의 수급 이동이 점차 나타나고 있는데다가 2분기 통신 3사가 모두 어닝 서프라이즈를 기록했고 3분기부터는 장기 이익 성장 국면으로 본격 진입할 전망이다. 여기에 규제 환경이 어느 때보다 양호한 상황이다. 물론 아직까지는 투자자들이 바뀐 규제에 대해 관심이 없다. 하지만 국내 통신 3사 실적이 본격 개선 양상을 나타낼 경우 사정은 달라질 것으로 보인다. 통신사 실적이 좋아지면 결국 규제 리스크를 우려하는 목소리가 높아질 수 있는 데 최근엔 요금 규제가 완화되고 5G 육성책이 강화되는 양상이라 이런 걱정이 없기 때문이다. 8년 전 LTE 도입 당시 ICT 육성론이 부각되면서 규제 리스크 완화로 통신 3사 Multiple이 크게 높아진 적이 있는데 이번에도 비슷한 상황 연출이 예상된다. 통신주 3~4월 1차 상승에 이어 8~12월 2차 상승이 나타날 것으로 판단되므로 이제 적극 매수로 대응할 것을 추천한다. 구체적인 매수 추천 사유를 언급하면 다음과 같다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (9월)	투자 매력도 (8월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	4	▲1	2분기 통신 3사 어닝 서프라이즈 기록, 내용상 실적도 양호 - 이제 장기 이익 성장 국면에 진입, 빅사이클 나타날 것 5G 장비주 급등이 통신주 상승으로 연결될 가능성 높아 - 전세계 투자자들의 5G에 대한 관심 높아지는 상황, 수급 개선 기대 - 디지털 뉴딜 정책 본격화, 5G 관련주 수혜 기대감 높아질 전망 - 규제 상황 어느 때보다 양호, 통신사 Multiple 확장 가능할 전망 - 통신 3사 주주이익환원 정책 강화되는 양상, 추가 레벨업 예상 - 통신주 Valuation상 매력도 여전히 높은 상황

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

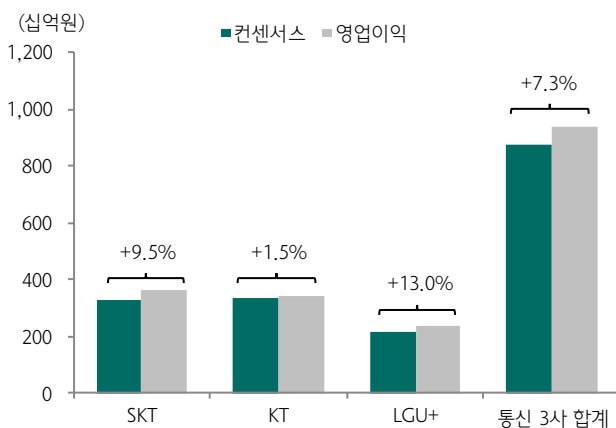
- (1) 2분기 통신사 실적 예상보다 양호, 내용상 실적도 좋아 하반기 이후 실적 기대감 높아질 것
- (1) 2분기 통신 3사가 어닝 서프라이즈를 기록하였으며, 내용상 실적도 양호하였다. 하반기 이후 장기 실적 개선 기대감 상승으로 통신주 랠리가 시작될 가능성이 높아 보인다.

8월 통신 3사 2분기 실적이 모두 발표되었다. 통신 3사 연결 영업이익 합계가 9,409억원 (+24% YoY, +4% QoQ)으로 코로나 19 영향을 감안하면 나름 선방한 실적이었다. 연결 영업이익 합계가 전년동기비 영업이익이 두자리수 증가하고 전분기비로도 성장을 나타내며 컨센서스(영업이익 8,526억원)를 크게 상회하는 실적을 기록했기 때문이다. 이동전화매출액 및 마케팅비용이 소폭씩 증가함에 따라 전분기비로는 영업이익 정체를 나타낼 것이란 당초 예상을 뛰어 넘는 우수한 실적이었다. 마케팅비용이 예상과 달리 전분기 수준에 그친 것이 가장 주효했다. 일부에선 불황형 실적 호전이라고 폄하할 수도 있겠지만 전년동기비 높은 이동전화서비스매출액 성장 속에 나타난 영업이익 성장이라 내용 측면에서도 분명히 양호한 실적이었다.

특히 이번 2분기엔 업종 대표주인 SKT 실적이 양호하게 나타나 향후 통신업종 실적 개선 기대감을 높여주었다. SKT는 2020년 2분기에 IFRS 15 기준 연결 영업이익 3,595억원 (+11% YoY, +19% QoQ)을 기록하여 오랜만에 컨센서스(영업이익 3,283억원)를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 실적 호전 사유는 1) 데이터 사용량 증가로 이동전화매출액이 전년동기비 3.5% 증가하였고, 2) 마케팅비용이 전분기비 0.3% 감소했으며, 3) 티브로드가 4월부터 연결로 편입되면서 SK브로드밴드 영업이익이 608억원으로 전분기비 234억원 증가해 자회사 영업이익 기여도가 2020년 1분기 440억원에서 2분기 890억원으로 크게 증가했기 때문이었다. 이동전화매출액이 전년동기비 큰 폭 성장하였고 마케팅비용이 감소해 3년만에 전분기비 및 전년동기비 모두 영업이익이 성장세를 나타냈다.

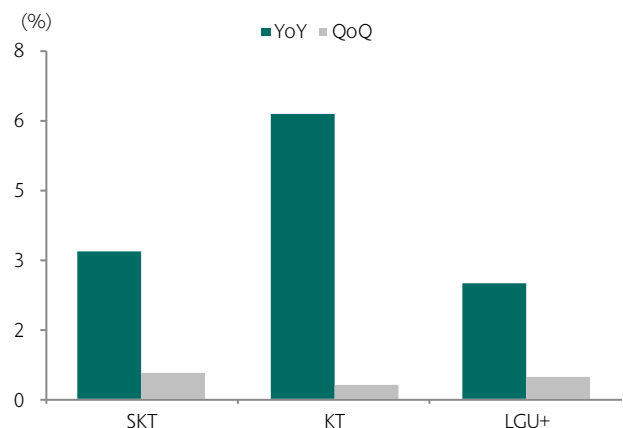
이에 따라 향후 국내 통신업종 전반적으로 실적 개선 기대감이 높아지는 양상이다. 최근의 이동전화매출액과 마케팅비용 흐름으로 볼 때 3분기부터는 전년동기비 영업이익 성장률이 높게 나타나는 가운데 본격적인 실적 호전 양상을 나타낼 것이 유력하기 때문이다. 2분기 실적 결과를 놓고 볼 때 이젠 SKT를 중심으로 통신주 랠리가 펼쳐질 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

그림 1. 2Q 통신 3사 영업이익 결과 및 컨센서스와의 차이



자료: 각사, Fnguide, 하나금융투자

그림 2. 2분기 통신 3사 이동전화매출액 증감율



자료: 각사, 하나금융투자

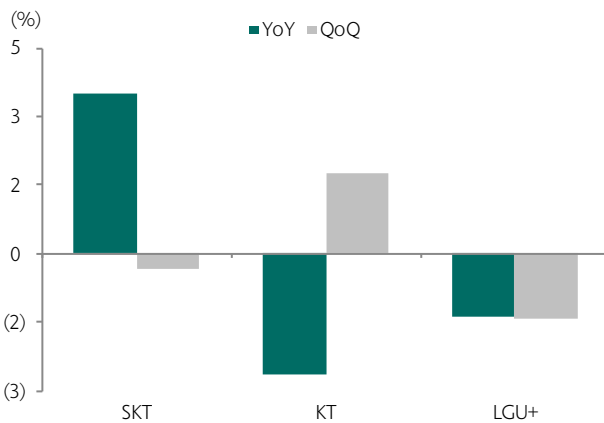
표 3. 통신서비스 2분기 연결 영업이익 집계 결과 및 향후 전망(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원)

구분	2Q19	1Q20	2Q20	YoY(%)	QoQ(%)	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F
영업이익합계	759.6	904.9	940.9	23.9	4.0	974.6	694.4	1,023.0	1,049.8
SKT	322.8	302.0	359.5	11.4	19.0	360.4	279.9	358.6	388.7
KT	288.3	383.1	341.8	18.6	(10.8)	369.4	221.6	419.6	399.1
LG유플러스	148.6	219.8	239.7	61.3	9.0	244.7	192.9	244.9	262.0

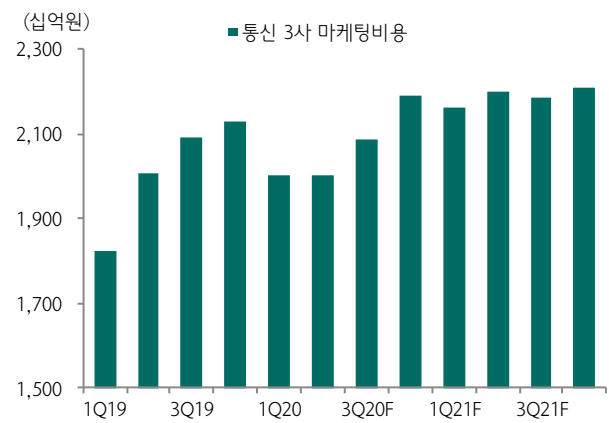
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 통신 3사 2분기 마케팅비용 증감률



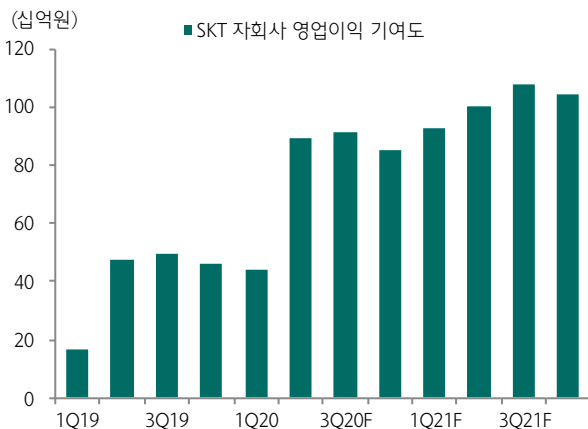
자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 통신 3사 분기별 마케팅비용 집계 전망



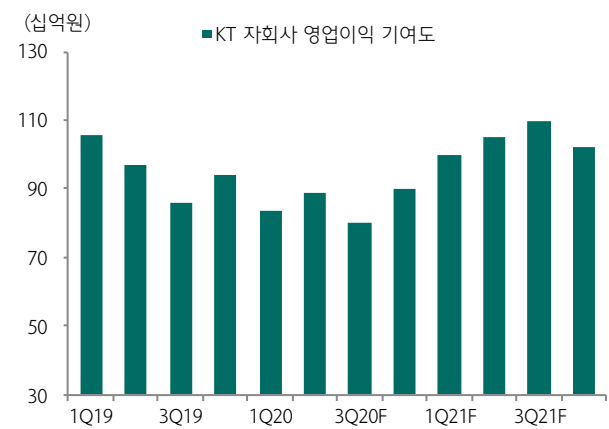
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 분기별 SKT 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 6. 분기별 KT 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: KT, 하나금융투자

(2) 3Q 이후 통신산업 대세 상승기로
진입할 것,
통신주 매수 서둘러야

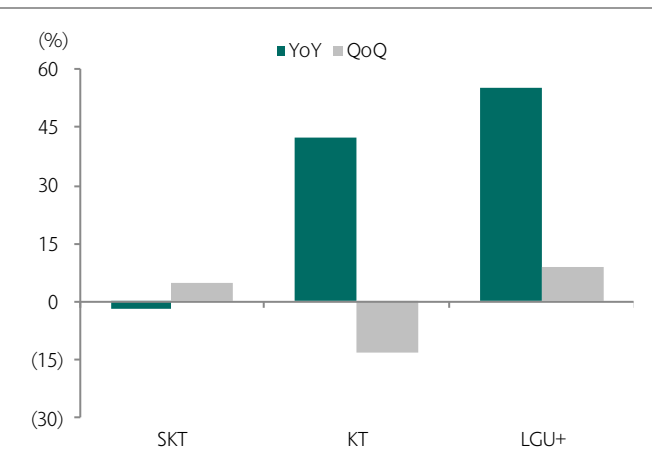
(2) 이제 통신산업이 장기 이익 성장 국면에 진입하고 있다. 빅사이클이 나타날 가능성이 높아 매수 강도를 높일 필요가 있다.

2분기 실적 결과를 놓고 볼 때 3분기 이후엔 국내 통신 3사 모두 의미 있는 실적 개선세를 나타낼 것으로 예상된다. 2분기엔 KT가 전분기비 연결 영업이익 감소를 나타내고 SKT 별도 영업이익이 전년동기비 수준에 그치는 다소 아쉬운 실적을 기록했지만 3분기엔 통신 3사 연결 및 별도 영업이익이 모두 YoY/QoQ 증가하는 완벽한 턴어라운드를 기록할 전망이다. 이미 2분기 실적 발표 이후 통신사 실적 호전 기대감이 올라오는 상황이지만 올해 3분기 실적 발표가 끝나고 나면 투자자들의 통신사 장기 실적 개선에 대한 확신이 팽배해질 것이라 판단이다.

일부 투자자들의 경우 아직까지도 통신사 장기 실적 개선을 의심한다. 마케팅비용/감가상각비 증가 요인이 많고 서비스매출액 증가 폭이 크지 않기 때문이다. 하지만 2분기에 전년동기비 큰 폭의 영업이익 증가를 기록한 데 이어 3분기엔 통신 3사 영업이익 합계가 전분기비 4% 증가하고 전년동기비 23% 증가할 것으로 예상된다. 또 앞서 언급한 것처럼 통신 3사가 모두 통신부문에서 YoY/QoQ 영업이익이 증가하는 모습을 나타낼 전망이다. 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.

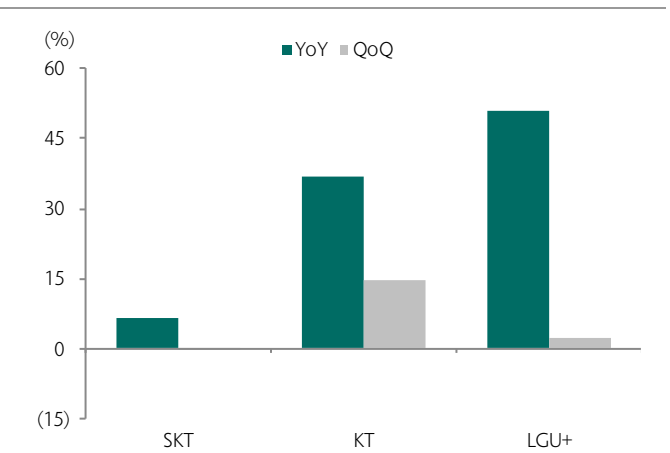
상반기 실적 결과를 바탕으로 보면 올해 통신 3사 연결 영업이익 합계는 전년대비 19% 증가가 예상된다. 통신 3사 별도(통신부문) 영업이익 합계는 전년대비 20% 성장이 예상된다. 코로나 19로 인해 5G 가입자 유치에 차질을 빚으면서 실적 우려가 커지는 상황이었지만 당초 올해 연초 예상보다는 훨씬 높은 영업이익 성장을 기대해도 좋을 것 같다. 서비스매출액이 증가 추세를 나타내고 있고 마케팅비용 증가 폭이 둔화된 것이 당초 예상보다 양호한 실적을 내게 하는 가장 큰 원인이 될 듯하다. 통신사 장기 실적 기대감이 높았던 2019년 가을에 예측했던 수준으로 통신사 2020년 실적이 달성될 가능성이 높아 주가 상승에 대한 기대감을 갖게 한다. 작년 가을 당시와 비교하면 현 통신 3사 주가가 70~80% 수준에 불과하기 때문이다. 장기 빅사이클 진입을 기대한 매수세 유입이 본격화되면서 통신 3사 주가가 예상보다 큰 폭의 상승을 나타낼 가능성을 고민해봐야 할 것 같다.

그림 7. 2020년 2분기 통신 3사 YoY/QoQ 별도 영업이익 증감률



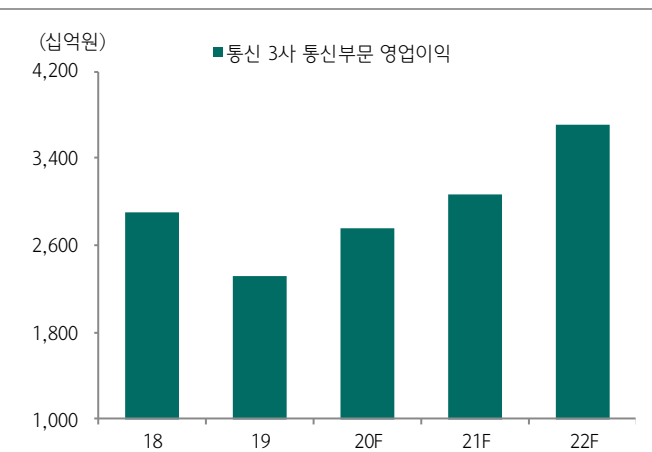
자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 2020년 3분기 통신 3사 YoY/QoQ 별도 영업이익 증감률



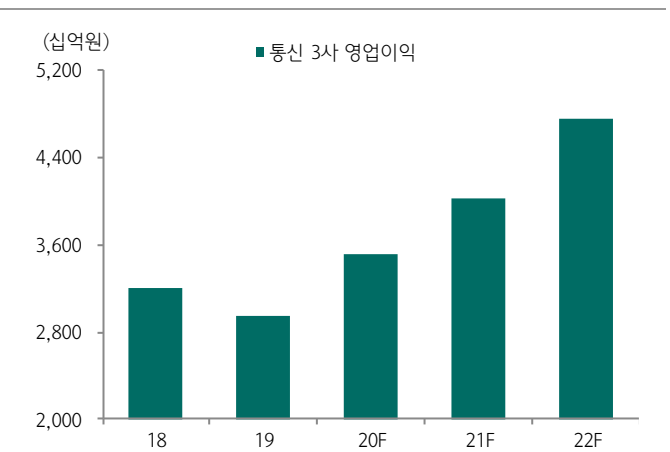
자료: 각사, 하나금융투자

그림 9. 통신 3사 연간 통신부문 영업이익 합계 추이 및 전망



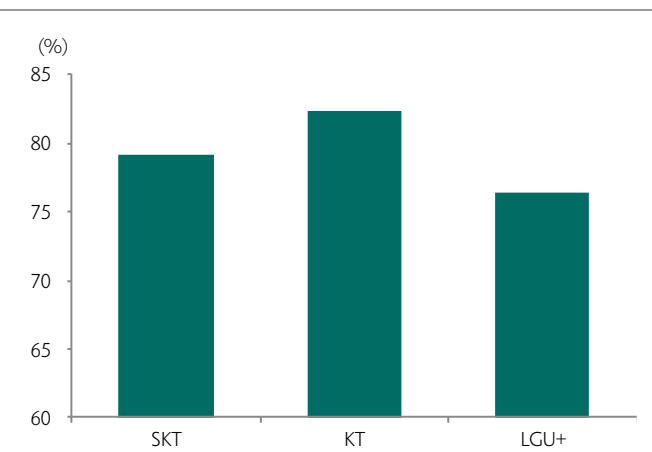
자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. 통신 3사 연간 영업이익 합계 추이 및 전망



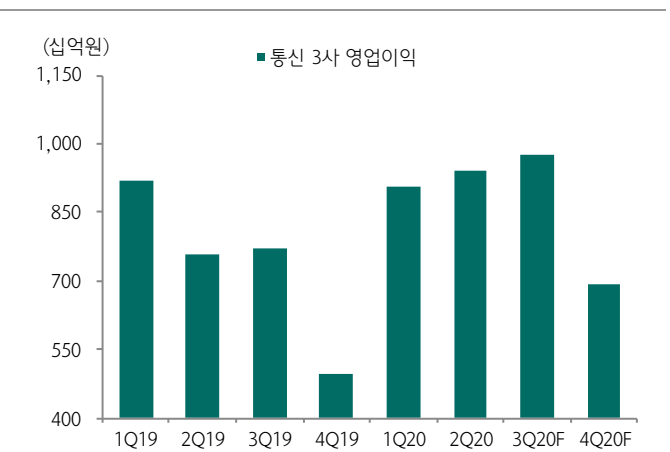
자료: 각사, 하나금융투자

그림 11. 통신 3사 2019년 8월 대비 2020년 8월 주가 수준



자료: 각사, 하나금융투자

그림 12. 통신 3사 분기별 영업이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(3) 5G 네트워크장비주 급등세 시현,
통신주 수혜 기대감으로
순환매 발생할 가능성에 유의해야

(3) 최근의 5G 네트워크장비주 급등이 통신주 상승으로 연결될 가능성이 높다. 전세계 주요 국가들의 5G 투자 본격화가 장비주 상승을 이끄는 양상인데 결국은 최종 수혜자는 통신사들이 될 것이기 때문이다.

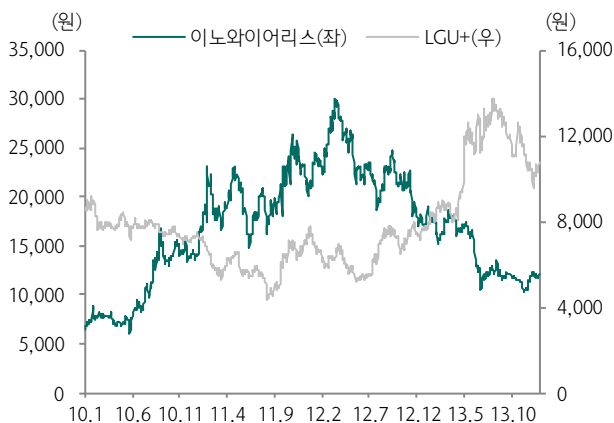
7~8월 들어 다시 국내 5G 네트워크장비주들이 급등세를 시현 중이다. 가장 큰 이유는 일본/미국에서 5G 투자가 본격화되는 모습을 나타내고 있으며 최근의 트래픽 추세를 감안할 때 전세계적으로 유/무선 네트워크 투자가 확산될 가능성이 높기 때문이다.

그런데 이러한 전세계적인 5G 투자 증가는 5G 장비주뿐만 아니라 국내 통신 3사 주가를 끌어 올릴 가능성이 높다. 특히 국내 통신 3사의 경우 5G 상용 서비스를 시작한 지 1년이 넘었고 가입자 보급률도 10%를 넘어선 상황이라 전세계 통신주를 주도해 나갈 가능성이 높아 관심을 높일 필요가 있다. 결국 5G 투자의 수혜를 국내 통신 3사가 가장 먼저 받을 것이기 때문이다.

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

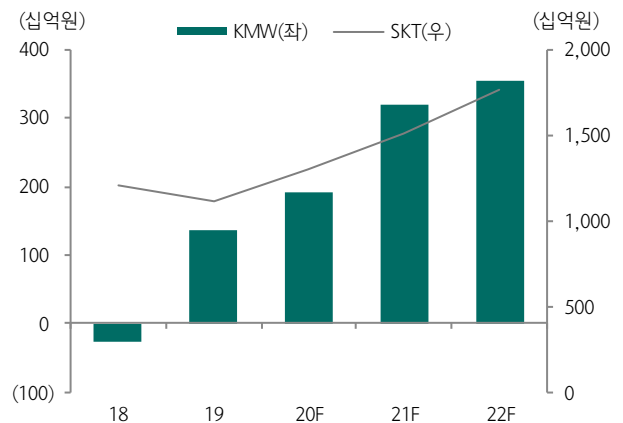
이러한 관점에서 보면 이제 국내 통신 3사 주가 반등이 임박했다는 판단이다. 이미 5G 기지국 투자가 늘면서 네트워크장비 회사들의 실적이 개선되고 있으며, 5G 가입자 증가와 더불어 요금제 업셀링이 나타나고 있기 때문이다. 항상 새로운 네트워크가 출현하면 기지국/시험장비 → 인빌딩 중계기 → 백홀/스위치 → 통신사 순서로 수혜를 받았으며 주가가 움직이는 패턴을 보였다. 앞에서 언급했듯이 하나금융투자에서는 3분기부터 국내 통신 3사가 연결뿐만 아니라 별도(통신부문) 기준으로도 의미 있는 이익 성장을 시현할 것이라고 예상하고 있다. 곧 통신사 이익이 장기 성장하는 패턴이 나타날 전망이다 이를 통신사 주가가 선반영할 것이라 판단이다.

그림 13. LTE 도입 당시 이노와이어리스와 LGU+ 주가 추이



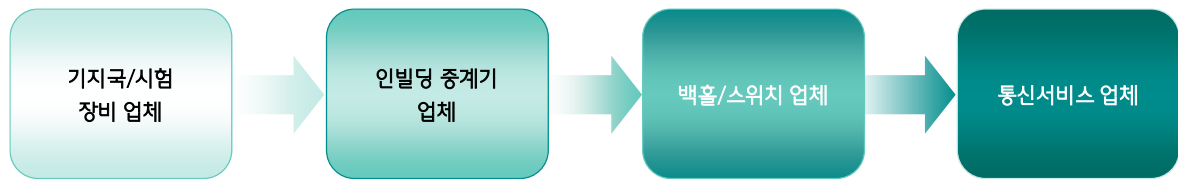
자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 14. KMW/SKT 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 15. 5G 관련주 순환매 패턴



자료: 하나금융투자

(4) 국내 뿐만 아니라 이젠 해외 주요 국가들도 실질적인 5G 투자에 나서는 상황, 전세계 투자자들의 5G에 대한 관심 높아질 것이라 점에 주목해야

(4) 전세계 투자자들의 5G에 대한 관심이 높아지는 상황이다. 점차 통신주도 5G 관련주로 부상하면서 수급 개선이 기대된다.

5G 가입자가 700만명이 넘어선 상황이지만 여전히 투자자들의 5G 성공에 대한 확신이 높지 않다. 아직은 LTE와 차별화된 5G 비즈니스 모델이 보이지 않는 상황이고 국내를 제외하면 5G 보급에 그리 적극적인 모습도 아니기 때문이다. 이에 따라 아직까지는 통신사 주가도 탄력적인 반등 양상이 나타나지 못하고 있다.

하지만 이젠 서서히 글로벌 투자자들의 5G에 대한 관심이 높아질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 중국에 이어 일본과 미국이 5G 투자에 나서고 가입자를 모집하면서 전세계적으로 5G 서비스가 통신업에 미칠 영향에 투자자들의 관심이 높아질 전망이다.

중국의 경우 3월 이후 5G 투자를 본격화하면서 5G 가입자 순증이 월 700만명 이상으로 확대되었고, 중국 통신 3사 5G 요금제 가입자 수가 1억명을 돌파한 상황이다. 일본은 7월 NTT Docomo를 시작으로 본격적인 5G 투자에 돌입할 것으로 보이며 라쿠텐 이동전화 시장 진입이 하반기 통신 4개사간 5G 가입자 유치 경쟁을 이끌 전망이다. 미국의 경우에도 선발사업자인 버라이즌의 3.5GHz 주파수 대역 확보 이후 본격적인 투자 집행 및 가입자 유치 가능성에 시장의 관심이 높아지는 상황이며 아마도 아이폰 5G 폰이 출시되는 10월부터는 5G 투자에 본격적으로 나설 가능성이 높다는 판단이다. 특히 T-Mobile이 스프린트와 합병 이후 2분기 실적 발표 컨퍼런스 콜을 통해 하반기 CAPEX 규모를 65억 달러로 밝히면서 상반기 40억달러 대비 1.5배 증가하고 특히 올해 4분기 CAPEX가 크게 증가할 것이라고 언급하여 관심을 끈다. 미국에서도 이제 사업자간 5G 우량 가입자 유치 경쟁이 본격화될 가능성이 높다.

결국 국내뿐만 아니라 미국/일본이 본격적인 5G 가입자 유치전에 나서고 일부 업체들의 서비스매출액이 증가하는 모습을 나타내면서 서서히 글로벌 투자자들의 통신주에 대한 관심이 높아질 것으로 보인다. 아직까지 매도가 지속되고 있는 외국인 수급 변화를 기대해볼 수 있을 것이라 판단이다.

그림 16. 전세계 주요 국가들의 5G 투자 및 가입자 유치 현황

중국	월 5G 순증 700만명으로 확대, 차이나모바일 5G 가입자 1억명 돌파
일본	NTT Docomo 5G 투자 본격화, 커버리지 확대로 5G 가입자 수 점차 확대될 전망
미국	T-Mobile 하반기 CAPEX 상반기 대비 1.5배 증가 발표, 버라이즌 3.5GHz 투자 본격화 전망, 5G 가입자 유치 경쟁 본격화

자료: 하나금융투자

(5) 문재인 정부 디지털 뉴딜 정책 발표, 결국 5G를 통해 스마트시티로 진화한다는 비전을 선포한 것, 통신주도 사실상 큰 수혜 예상

(5) 정부가 디지털 뉴딜 정책을 본격화하는 양상이다. 투자가들의 5G 관련주에 대한 수혜 기대감이 높아지는 가운데 점차 통신주에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다. 당장은 네트워크장비 업체들이 큰 수혜를 받겠지만 결국엔 통신사들로 큰 수혜를 받을 것이 자명하기 때문이다.

7/14일 정부가 한국판 뉴딜 정책을 발표하였다. 디지털 뉴딜, 그린 뉴딜, 고용사회안전망 강화 3개의 축으로 구성되며, 10대 과제로는 데이터 댐, 지능형(AI) 정부, 스마트 의료 인프라, 그린 스마트 스쿨, 디지털 트윈, 국민안전 SOC 디지털화, 스마트 그린 산단, 그린 리모델링, 그린 에너지, 친환경 미래 모빌리티를 제시했다.

그림 17. 한국판 뉴딜 10대 정책 과제

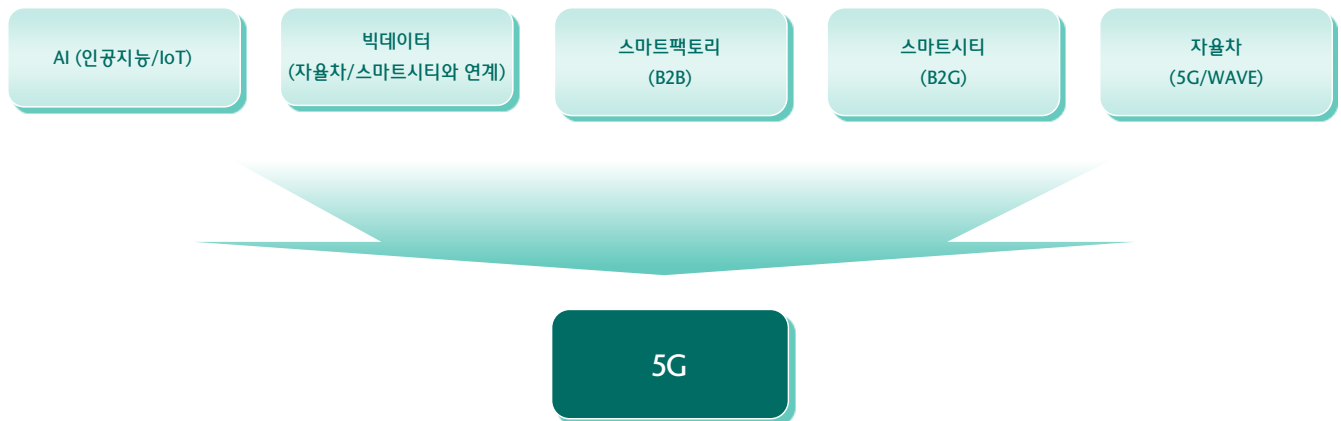
한국판 뉴딜 10대 정책 과제	
데이터 댐	국민안전 SOC 디지털화
지능형(AI) 정부	스마트 그린 산단
스마트 의료 인프라	그린 리모델링
그린 스마트 스쿨	그린 에너지
디지털 트윈	친환경 미래 모빌리티

자료: 언론보도, 하나금융투자

통신산업과 연관성이 높은 디지털 뉴딜에는 총 58조원을 투자해 일자리 90만개를 만들고, 데이터/네트워크/인공지능(AI) 연계 생태계를 강화하며, 디지털 비대면 산업 강화 및 사업간 접자본(SOC) 디지털화를 추진할 계획이다. 구체적으로 초/중/고교에 고성능 와이파이를 100% 구축하고, 18개 스마트병원에 질환별 인공지능(AI) 정밀 진단이 가능한 체계를 갖추 예정이다. 도로/항만 등 국가 SOC 인프라 관리시스템을 디지털화하고, 스마트시티/스마트 산단 등 도시와 산단공간을 디지털화할 것으로 보인다. 또 물류 체계를 지능형 시스템으로 전환해 자율주행차/드론 등 신산업 발전의 토대를 마련하며, 1차, 2차, 3차 산업을 가리지 않고 전 산업 분야에 5G와 AI를 융합할 계획이다.

물론 한국판 뉴딜 정책을 아직 체감하기에는 선부른 감이 없지 않다. 하지만 분명한 것은 디지털 뉴딜의 기반에 5G 인프라가 위치해 있다는 점이다. 또 이번 정부 정책은 5G가 AI와 연결하여 자율차/스마트팩토리/스마트시티로의 진화를 추구한다는 점에서 기존의 하나금융 투자의 예상과 거의 일치한다. 따라서 이제 정부의 글로벌 뉴딜 정책에 관심을 높일 필요가 있겠다.

그림 18. 5G 통신과 디지털 뉴딜 정책과의 연관 관계



자료: 하나금융투자

2021년 이후 통신사 B2B 비즈니스
점차 확장될 전망,
올해 하반기부터 점차 이슈로
부상할 듯

물론 한국판 디지털 뉴딜 정책의 최대 수혜주는 5G 네트워크장비주일 것이다. 통신 3사 5G 투자와 더불어 정부가 학내망 위주로 와이파이 투자에 본격적으로 나설 공산이 크기 때문이다. 하지만 통신주도 적지 않은 수혜가 예상된다. 5G 가입자수 증가에 따른 이동전화매출액 증가가 예상되는 데다가 5G가 IoT로 연결되면서 Q(디바이스/가입자) 증가와 더불어 새롭게 B2B/B2G 매출액 증가가 기대되기 때문이다. 스마트시티와 스마트팩토리가 대표적이다. 물론 통신주가 디지털 뉴딜의 수혜를 받으려면 적지 않은 시간이 필요할 전망이다. 하지만 이미 네트워크장비주를 중심으로 수혜 기대감이 커지고 있어 머지 않아 통신주로의 매수세 확산이 기대된다. 5G 성공 기대감으로 2019년 가을에 나타났던 5G 관련주들의 전체적인 강세 흐름이 2020년 가을에 디지털 뉴딜 기대감으로 재현될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 19. 통신주가 디지털 뉴딜 정책의 수혜주가 될 수 있는 이유

- 1 5G 초기 생태계 조성에 따른 Q(디바이스)의 증가, 이동전화 트래픽 증가에 따른 P(ARPU)의 상승
- 2 스마트팩토리, 자율차 산업 본격화에 따른 20년만의 B2B 시장 확장
- 3 스마트시티/스마트 에너지 사업 확대에 따른 B2G 사업 태동

자료: 하나금융투자

(6) 21대 국회 개시,
하반기 정부/국회 규제 정책
감안 시 통신사 향후 추가 전망
낙관적

(6) 규제 상황이 어느 때보다 양호하다. 실적 향상 기대감이 올라오면 통신사 Multiple 확장이 가능할 전망이다.

21대 국회가 개원하면서 과방위 소속 국회의원들이 확정되었다. 여당 의석수가 과반수를 넘으면서 민주당 의원들에게 관심이 쏠리는 양상인데 박광온/김상희/변재일/우상호 위원이 합류하면서 디지털 뉴딜 및 5G 육성 정책, 단통법 수정 또는 폐지론, 분리공시제 도입, 휴대폰 유통 시장 개편론 등의 이슈가 하반기 집중적으로 부상할 전망이다. 낮은 5G 커버리지와 더불어 높은 단말기 가격/실질 통신비 부담이 여전히 시장의 핫 이슈이기 때문이다. 특히 2013년 이후 소비지출대비 가계통신비 비중은 지속적인 하락세를 나타낸 반면 단말기 구입비는 지속적으로 증가하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 상반기 뜨거운 규제 이슈가 요금인가제 폐지와 넷플릭스 규제 법안이었다면 하반기엔 휴대폰 유통 구조 개편이 될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 20. 21대 국회 통신관련 주요 이슈 점검

1	디지털 뉴딜 및 5G 육성 정책
2	단통법 수정 또는 폐지론
3	분리공시제 도입 논의
4	휴대폰 유통 시장 개편론
5	2021년 주파수 할당 가격

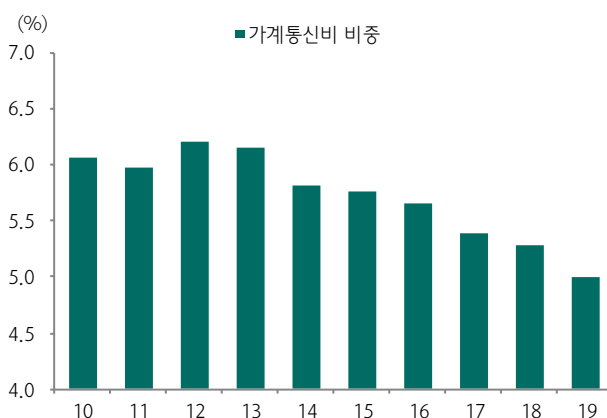
자료: 하나금융투자

그림 21. 민주당 과방위 소속 국회의원 명단

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

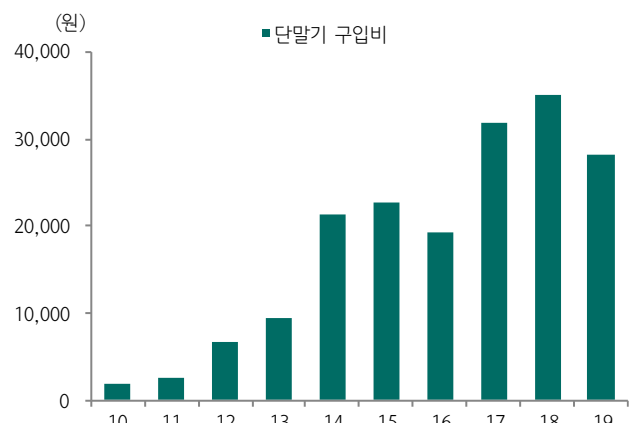
자료: 국회, 하나금융투자

그림 22. 소비지출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 23. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

5G 육성책/분리공시제 도입/주파수
재할당 가격 이슈로 부상할 것,
전반적으로 통신사엔 긍정적 영향
미칠 듯

전체적으로 볼 때 통신사엔 부정적 이슈보다는 긍정적 이슈가 훨씬 많아 보인다. 물론 최근 불거지는 단통법 수정 또는 폐지 논란은 투자 심리에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 하지만 내용을 살펴보면 설사 단통법이 폐지된다고 해도 크게 문제될 것은 전혀 없어 보인다. 6년간 학습 효과를 거친 통신 3사가 과거처럼 번호이동에 높은 지원금을 실을 가능성도 희박해져니와 선택약정요금할인 제도, 번호이동/기기변경 간 지원금 차별 금지, 공시제도/과징금 부여 등 핵심 조항은 전기통신사업법으로 이관해 유지할 계획이기 때문이다. 현 시점에서는 선택약정요금할인 제도가 없어지지 않는 한 단통법의 골조가 사라지기 어렵다는 점을 상기해 볼 필요가 있겠다.

흥미로운 점은 오히려 기존의 단통법보다 더 파괴력인 큰 분리공시제 도입 및 휴대폰 유통 구조 개편이 재차 이슈로 부상할 가능성이 높다는 것이다. 최근 한상혁 방통위원장이 분리공시제 재추진을 표명한 데다가 여당 국회의원들이 여전히 단말기완전자급제 추진 가능성을 언급하고 있기 때문이다. 삼성전자 등 제조업체들의 강한 반발이 예상되어 아직 장담하긴 어렵지만 분리공시제가 도입될 시엔 단말기 실질 가격 노출로 폰 가격 경쟁 심화에 따른 폰 출고가 하락, 통신사 마케팅비 감소가 나타날 수 있어 통신사엔 긍정적 효과가 기대된다. 6년 전 단통법 제정 시 제외됨에 따라 단통법의 당초 목적을 달성하는 데 실패했지만 이번에 분리공시제가 도입된다면 막강한 효과를 낼 수 있을 전망이다.

단말기완전자급제 역시 소비자뿐만 아니라 통신사에도 긍정적 영향이 예상된다. 일부에선 선택약정요금할인 제도 폐지 때문에 어렵다는 시각을 제시하는데 선택약정요금할인 제도가 전기통신사업법으로 이관된다면 도입 가능성은 높아질 수 있다. 단말기완전자급제로 전환해도 선택약정요금할인 혜택을 그대로 받을 수 있기 때문이다. 하나금융투자에선 과거 여러 리포트를 통해 결국 통신요금인하 논쟁의 종결점은 단말기완전자급제가 될 수 밖에 없다는 점을 거듭 밝힌 바 있다. 5G 투자 증대와 영업이익 감소로 통신사가 더 이상 요금인하를 추진할 여력이 없으니 이젠 정부와 유통이 그 부담을 떠안을 차례라는 것이다. 이미 정부는 주파수 할당 가격 인하에 나서겠다는 입장을 여러 번에 걸쳐 밝혔다. 이젠 마지막으로 유통이 바뀔 때이다. 단말기 유통 구조 개편은 단말기 가격을 포함한 통신요금에 예민한 한국에선 지속적으로 이슈가 될 수 밖에 없는 상황이라는 점을 인지할 필요가 있다.

더불어 5G 육성책은 앞서 언급한 디지털 뉴딜 정책의 일환으로 지속 발전시켜 나갈 공산이 커 기대를 갖게 한다. 투자 세액 공제 혜택 부여와 더불어 5G 조기 생태계 마련이 기대된다. 주파수 재할당 가격 역시 최근의 주파수 경매 경쟁 강도 약화 추세, 당초 추정보다 적게 나타난 통신 3사 이동전화매출액, 주파수 가격의 통신요금 전가 이슈로 볼 때 기존 주파수 할당 가격보다 낮아질 것이 유력해지는 상황이다. 규제 상황은 여전히 낙관적이라는 판단이다.

그림 24. 단통법 폐지 논란이 통신주에 부정적 영향을 미칠 가능성이 낮은 이유

1	단통법 핵심 조항 전기통신사업법으로 이관될 예정
2	선택약정요금할인 제도 현실적으로 없애기 어려운 상황
3	가입자 유형별(번호이동/기기변경)보조금 차별 규제 지속될 전망
4	지원금 공시/과징금 부과 제도 지속될 전망
5	분리공시제 도입 논의, 실제 현 단통법보다 파급력 더 큰 제도 제정할 듯
6	휴대폰 유통구조 개편 지속 추진 예상

자료: 하나금융투자

그림 25. 분리공시제도/단말기완전자금제 도입 시 각 주체 별 영향 점검

통신사	리베이트 감소, 수익성 개선 예상
휴대폰 제조사	폰 가격 경쟁 심화, 마진 감소 예상
유통상	리베이트 감소로 이익 급감 예상, 특히 중소 대리점 큰 타격 예상
소비자	폰 가격 하락, 통신비 감소로 수혜 예상

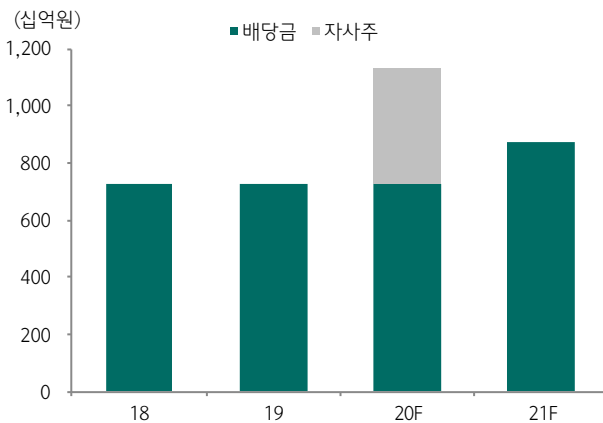
자료: 하나금융투자

(7) SKT/LGU+ 올해 주주이익환원 규모 증가할 전망,
통신사 장기 주가 상승 기대감
높아질 것

(7) 2분기 실적 발표 이후 통신 3사 주주이익환원 정책이 점차 더 강화되는 양상이다. 통신사 주가 한 단계 레벨업이 예상된다.

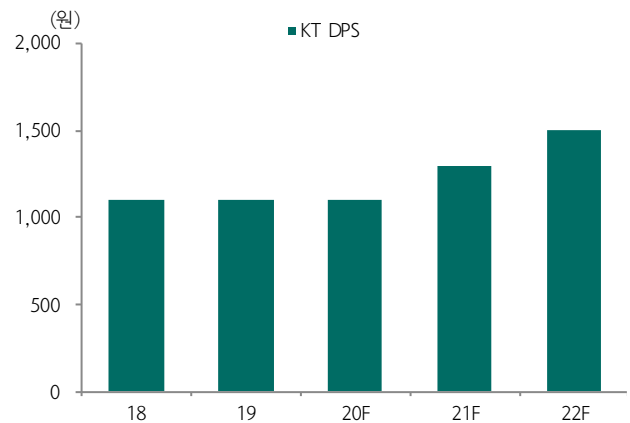
하나금융투자에서는 투자자들의 우려와 달리 5월부터 올해 통신사 주주이익환원 규모가 증가할 가능성이 높다는 의견을 지속 중이다. 그런데 실제로 올해 통신사 주주이익환원 규모가 지난해보다 증가할 가능성이 높아지고 있다. 올해 통신 3사 실적이 당초 예상과 달리 양호할 전망이다. 장기 실적 전망이 밝기 때문이다. 배당금 규모는 SKT/KT가 작년 수준, LGU+는 상향 조정될 것으로 보이고, SKT의 경우엔 연내 자사주 매입이 유력해지는 상황이다. 결국 3사 총 지급 배당금에 자사주 매입 규모를 합치면 올해 통신 3사의 총 주주이익환원 규모는 지난해 수준보다 높아질 공산이 커 보인다. KT는 5월 CEO 투자가 미팅에서 올해 최소한 작년 수준의 배당금 지급을 밝힌 바 있고, LGU+와 SKT는 2분기 실적 발표 컨퍼런스 콜을 통해 각각 지난해 대비 배당금 상향 조정과 배당금 동결 및 자사주 매입을 밝힌 바 있다.

그림 26. SKT 주주이익 환원금액(배당금+자사주) 전망



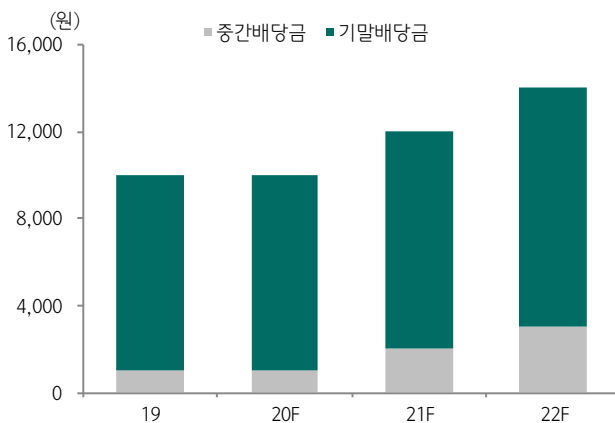
자료: SKT, 하나금융투자

그림 27. KT DPS 전망



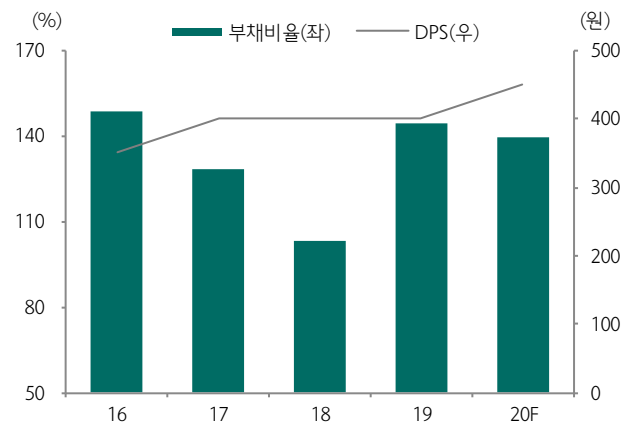
자료: KT, 하나금융투자

그림 28. SKT 중간 및 기말배당금 전망 (낙관적 시나리오)



자료: 하나금융투자

그림 29. LGU+ 부채비율 및 DPS 추이



자료: LGU+, 하나금융투자

통신사 배당 증가 정책 발표는
장기 실적에 대한 자신감의 표출,
과거 배당금 증가 시
주가 올랐다는 점에 유의해야

SKT는 올해 놀랍게도 주주이익환원 금액 증가가 예상된다. 통신부문에서 당초 우려와 달리 올해 지난해 수준의 영업이익을 기록할 전망이다. SK하이닉스를 비롯한 자회사 실적이 개선되고 있어 올해 배당을 동결할 가능성이 높으며, 추가로 자사주 매입 진행이 예상되기 때문이다. 주가 부양도 중요하지만 자사주 활용이 유용할 수 있는 상황이라 하반기 자사주 매입 진행이 예상된다. 이미 SKT 경영진은 2분기 실적 발표를 통해 올해 배당금 동결과 자사주 매입 추진을 언급한 바 있다. 하나금융투자에서는 올해 중간 배당금 주당 1천원과 더불어 기말 배당금 주당 9천원 지급을 예상하며 과거 사례를 감안할 때 자사주 매입 규모는 전체 주식의 2%(4천억원) 수준이 될 것으로 판단한다. 여기에 하이닉스가 1천원+현금흐름의 5% 배당정책을 설정했음을 감안 시 2021년 SKT 배당금은 최소 주당 11,000원 이상이 될 것으로 전망한다. 통신부문의 실적이 호조세를 나타낸다면 내년도 최대 주당 배당금이 12,000원까지도 상승할 수 있을 것으로 판단한다.

LGU+ 역시 올해 주주이익환원금액 증가가 예상된다. 당초 예상보다도 더 우수한 높은 이익 성장을 나타낼 것으로 보여 배당금 증가가 유력해지는 상황이기 때문이다. 이러한 이유로 이번 2분기 컨퍼런스 콜에서 LGU+ 경영진은 깜짝 배당금 증가를 발표한 바 있다. 장기적으로도 LGU+ 배당금 전망은 밝다. 장기 이익 전망이 밝은 데다가 배당 성향 상향 가능성도 높기 때문이다. 과거 회사 경영진은 M&A로 인한 부채비율 상향은 배당 성향 결정에 영향을 미치지 않는다고 언급한 바 있다. 이익 증가 흐름과 더불어 지속적인 배당 증대 정책을 표방할 가능성이 높다는 판단이다.

KT도 올해 최소한 배당금 동결이 예상된다. 이미 지난 5월 신임 구현모 CEO 취임 후 장기 경영 방침 및 배당 정책을 발표하였다. 2020년 지난해 수준 이상의 주주이익환원과 더불어 장기 배당 증가를 이미 공식화한 상황이라 변수는 없다. 올해 주당 1,100원 이상의 배당금 지급이 유력하며 2021년 이후 지속적인 배당금 증가가 예상된다. 2022년 통신 부문 영업이익이 1조원이라는 경영진 목표를 가정할 시 그렇다.

통신 3사가 장기 배당금 증가와 더불어 주주이익환원 규모 증가를 본격적으로 언급하고 나섰다. 이에 따라 통신사 주가 전망은 낙관적이라 판단이다. 과거 통신사 배당금이 증가했을 당시 대부분 주가가 좋았기 때문이다. 통신사 배당은 투자가 입장에서 사실상 큰 의미를 갖는다. 통신사 경영진들이 단기 실적을 바탕으로 배당을 결정하는 것이 아니라 장기적인 통신 부문 실적 전망 및 자회사 배당금 유입분을 감안하여 배당을 결정하기 때문이다. 여기에 자사주는 지배구조 개편 또는 합병, M&A 목적으로 자주 활용된다. 따라서 통신사 배당 및 자사주는 상당히 중요하다. 현재 통신사 경영진들은 장기적으로 통신사 실적 전망을 낙관적으로 판단하고 있으며 지배구조 개편을 염두에 두고 있는 상황이다. 통신주 매수에 적극 나설 필요가 있다는 판단이다.

그림 30. 통신주 투자에 배당금이 중요한 이유

1	배당금은 미래실적에 대한 자신감의 표현
2	통신주 바닥은 PER보단 기대배당수익률로 결정
3	DPS 변동이 주가 흐름을 결정하는 경우가 많았음

자료: 하나금융투자

그림 31. 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

(8) 기대배당수익률 및 자회사 가치
감안 시 통신주 절대 저평가 상황,
이익 기대감 올라오면 주가
급반등할 것

(8) 국내 통신 3사의 Valuation 매력도가 여전히 높은 상황이다. 역사적 Multiple로 볼 때
그렇고 해외 통신사와 비교해도 마찬가지이다.

8월 들어 다소 개선되고는 있지만 아직까지도 통신주의 지지부진한 흐름은 지속되는 양상이다. 수급적인 영향이 가장 크다. 특정 대형 외국인 기관에서의 SKT/LGU+ 매도세가 지속되면서 좀처럼 탄력적인 상승세를 나타내지 못하고 있다.

하지만 외국인 매도세가 일단락되는 양상인데다가 향후 실적 흐름이 좋아 통신주에 대한 수급 변화와 함께 통신주 상승 전환이 이루어질 가능성이 높아 보인다. 특히 높은 Valuation 매력도는 통신주로 투자자들을 유입시키기 충분하다.

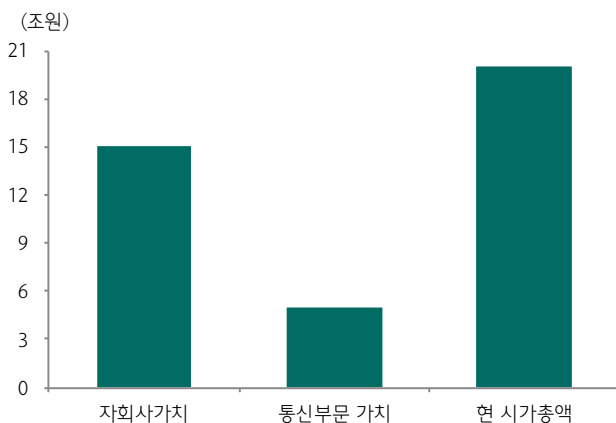
물론 최근 주식 시장 환경을 고려하면 단순히 싸다는 논리는 투자자들의 매수세를 유입시키기엔 한계가 있다. 하지만 통신주는 단순히 싼 것이 아니라 실적도 좋고 재료도 풍부한 상황이다. 3분기 이후의 본격적인 이익 증가, 규제 환경 개선 및 5G 테마 형성 가능성을 감안 시 그렇다.

향후 실적을 감안 시 현재 국내 국내 통신 업종은 어느 섹터보다도 저평가되어 있다. 적자 가능성이 제로에 가깝고 회선 및 부동산 가치가 장부가보다 월등히 높으며 가입자 가치가 장부가에 반영된 상태가 아니라는 점에서 평가할 때 그렇다. 막연히 장부가 대비 현 시가총액이 낮은 것이 아니라 장부가에 반영되지 않은 가치와 미래 이익 창출 능력을 감안해도 싸다는 얘기다.

자회사 가치를 감안할 경우엔 더 저렴해진다. SKT 자회사 가치는 하이닉스 12조원, SK브로드밴드 3조원, ADT 캡스 2조원, 11번가 3조원, 윈스토어 1조원으로 총 21조원이다. 할인율 30%를 적용해도 15조원이며 현재 SKT 시가총액을 고려하면 SKT 통신부문 이익이 5조원에 불과하다는 결론에 도달한다. 말도 안되는 저평가 상황이다.

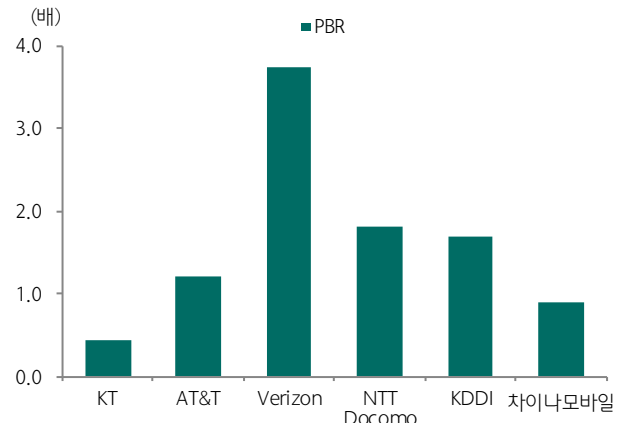
글로벌 통신사들과 비교해도 국내 통신사 저평가 상황이 두드러진다. 배당수익률도 높은 편이지만 특히 PBR로 보면 말도 안 되는 주가를 형성 중이다. 일부 회계법인에서 숨겨진 부실을 의심할 정도이다. 해외 통신사 기준으로 보면 말이 되지 않는 수준에서 주가가 형성 중이기 때문이다. 가입자 가치를 가지는 업종 특성을 감안할 때 그렇다.

그림 32. 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 33. KT와 글로벌 통신사 PBR 비교



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

실적 리스크 해소될 시 통신주
오를 수 밖에 없다는 판단,
특히 SKT 매력적으로 평가

기대배당수익률로 볼 때 현재 통신주가 락바탐 수준에 위치해 있다. 따라서 전략상 기계적인
매수로 대응할 필요가 있겠다.

과거 20년간 통신주 주가 바닥의 확실한 지표는 기대배당수익률이었다. 장기 금리 하락 기
조로 국내 통신주들의 높은 배당수익률은 대표적인 추천 사유였다. 그런데 현재 잘못된 통신
사 배당금 지급에 대한 불신이 현재 다소 이해가 가지 않는 수준의 통신사 기대배당수익률
을 형성시키는 상황이다. 현 주가 기준으로 SKT의 기대배당수익률이 4.6%에 달하기 때문
이다.

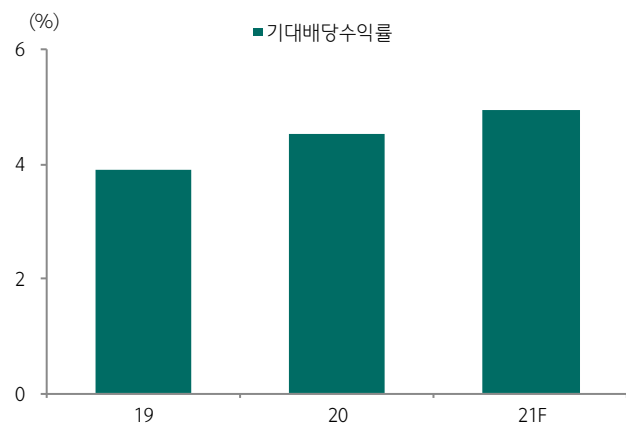
현재 국내 금리 수준을 감안 시에도 당연히 매력적일 수 있지만 전략상 과거 배당수익률 밴
드 추이를 살펴볼 필요가 있다. 현 주가 수준에서는 극단적으로 단기 업황과 상관없이 배당
금만 지켜진다고 해도 반드시 매수해야 할 구간이다. 더구나 3분기 이후 통신산업 이익이
증가세를 나타낼 것이 유력한 현 상황에서는 더 이상 고민할 필요가 없다. 하반기 이후의 실
적 전망과 주주이익환원 규모만 보고도 현 시점에서는 SKT를 포함한 통신주를 적극 매수해야 할
것으로 판단된다.

그림 34. 국내 3년 만기 회사채 수익률 추이



자료: 금융투자협회, 하나금융투자

그림 35. SKT 기대배당수익률 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 36. SKT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 37. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

8월 통신서비스 업종 수익률은 KOSPI 수익률을 상회, 하지만 SKT만 상대적으로 선전했으며 KT와 LGU+는 크게 부진

3) 8월 통신업종 수익률 KOSPI 수익률을 상회, 하지만 SKT 제외 시엔 하회

최근 1개월간 통신서비스업종 수익률은 KOSPI 수익률을 상회하였다. 하지만 SKT를 제외하면 사실상 KOSPI대비 부진한 상황을 연출하였다. 가장 큰 이유는 어닝 시즌에 양호한 실적을 기록했음에도 미국의 LGU+ 화웨이 장비 사용 제재 및 코로나 19로 인한 5G 가입자 부진 우려가 동시에 겹치면서 매수세가 위축되었기 때문이었다. 2분기 컨퍼런스 콜을 통해 SKT 자사주 매입, KT 하반기 실적 호전, LGU+ 배당금 증가 가능성이 부각되었지만 의외로 주가 상승 폭은 크지 않았다.

종목별로는 그나마 호재가 집중된 SKT가 통신 3사 중 유일하게 KOSPI를 상회하는 주가 상승을 나타냈으며, KT 주가가 다소 부진하였고 LGU+는 8월에도 상대적 주가 부진 양상이 지속되었다. SKT는 MSCI 비중 상향 조정 및 자사주 매입 언급으로 수급개선 기대감 속에 상대적인 주가 강세를 이어갔다. 반면 LGU+는 미국 국무부에서 LGU+에 중국 화웨이와의 거래 중단을 촉구하면서 파장이 확산되는 양상을 보였다. LGU+가 규제 또는 미국업체와의 거래상 불리함을 받거나 장비 거래선 변경으로 비용이 증가할 가능성에 대한 우려 때문이었다. KT는 기대하던 이익 목표 및 배당 정책이 5월 말 공개되면서 재료 노출의 성격을 나타내는 가운데 6월 중순부터 8월까지 다소 긴 기간 조정 양상을 나타냈다.

표 4. 2020년 8월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	7.2	5.1	3.2	(11.9)

주: 8/21 종가 기준
자료: WISEFN, 하나금융투자

표 5. 2020년 8월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	11.3	12.9	7.4	(4.0)
KT	0.2	(1.0)	(3.8)	(18.0)
LG유플러스	2.2	(9.9)	(1.8)	(26.9)

주: 8/21 종가 기준
자료: WISEFN, 하나금융투자

4) 9월 이후 SKT를 필두로 주가 반등 예상, 통신주 비중 공격적으로 늘려야

2분기 실적 발표 이후 통신주 반등
서서히 나타나는 양상,
실적 개선 본격화에 주가 상승을
위한 재료도 많아
비중 크게 늘려야할 시점이라고 판단

2분기 실적 발표 이후 통신주 반등이 서서히 나타나고 있다. 2분기 실적이 당초 투자자들의 우려와 달리 양호하게 나타난 데다가 2분기 실적 발표 컨퍼런스콜을 통해 통신사 경영진들이 하반기 낙관적인 실적 전망, 배당 증가 또는 자사주 매입 가능성을 언급했기 때문이다. 여기에 SKT가 당초 예상대로 MSCI 비중이 0.064%에서 0.124%로 2배 상향 조정되면서 수급 개선 기대감이 높아지고 있다. 8월말 4~5천억원 수준의 패시브 자금이 유입될 전망인데 하반기 자사주 매입까지 예정되어 있어 수급 호전 기대감이 높아지는 양상이다.

8월엔 당초 하나금융투자 예상대로 2분기 실적 발표를 계기로 통신사의 주가 반등이 나타났다. 하지만 SKT를 제외하면 반등 폭이 그리 크지는 않았는데, 9월에는 SKT를 중심으로 통신 3사의 본격적인 주가 상승이 예상된다. 단기 큰 폭의 주가 상승을 기대하긴 어렵겠지만 꾸준한 계단식 상승이 기대된다. 실적 흐름, 재료, 수급을 감안할 때 그렇다. 3분기 이후 본격적인 이익 성장과 5G 가입자 순증 폭 확대를 나타내는 가운데 5G 육성 정책과 더불어 휴대폰 유통 규제 강화 논의가 본격화될 것이고 SKT 자사주 매입이 예정되어 있기 때문이다.

9월 부각될 통신산업 이슈는 많다. 1) 삼성 갤럭시 노트 20/Z플립 5G 출시 이후 5G 순증 가입자 추이 및 통신사 마케팅비용 동향, 2) SKT MSCI 비중 확대 이후 외국인 액티브 펀드 동향, 3) SKT 자사주 매입 발표 및 지배구조 개편 가능성 부각, 4) SKT 원스토어 및 ADT 캡스 IPO 세부 일정 발표, 5) 통신 3사 배당금 전망, 6) 단통법 수정 또는 폐지론, 7) 분리공시제 및 단말기 완전 자급제 도입, 8) 3분기 통신사 실적 전망, 9) 디지털 뉴딜 정책 발표 이후 CAPEX 전망 및 5G 로드맵 등이 대표적이다.

이렇다고 볼 때 9월 통신주 전망은 낙관적이다. 하반기 전략 폰이 대거 출시되면서 비용 증가 우려가 생겨날 수 있지만 현재 통신산업 환경을 감안 시 5G 가입자 순증 폭 증가에 투자자들이 환호할 가능성이 더 높고, SKT 수급 개선 및 지배구조 개편 가능성, 자회사 가치 부각에 투자자들이 환호할 것이기 때문이다. 여기에 SKT와 더불어 LGU+도 올해 주주이익환원 규모 증가가 예상되고 KT도 장기적으로 주주이익환원 규모 증가가 지속될 것으로 보여 긍정적인 시장 반응이 예상된다. 앞서 언급한 것처럼 5G 가입자 증가 폭 확대와 더불어 3분기 이후 통신 3사의 본격적인 이익 성장 국면 돌입 기대감도 통신주를 위로 밀어 올릴 가능성이 높다.

일부에선 단통법 수정 및 폐지 논의를 걱정하는 데 이슈가 부각될 시 잠깐 투자 심리가 위축될 수는 있겠지만 우려가 오래갈 상황은 아니며 장기적으로는 통신시장 안정화 기대감이 높아질 것으로 예상된다. 선택약정요금할인 제도 존속 필요성이 워낙 커 단통법의 골자는 대부분 전기통신사업법으로 이관되어 유지될 전망이고, 오히려 새롭게 보완책으로 분리공시제 및 단말기완전자급제 도입이 더 부각될 것으로 예상되기 때문이다.

여기에 디지털 뉴딜 기대감이 통신서비스 산업에도 점차 커질 것으로 예상되어 기대를 갖게 한다. 결국 디지털 뉴딜 정책은 5G를 기반으로 한 4차산업 육성, IoT로의 진화를 이끌 전망이고 기대감이 없었던 B2B/B2G 시장의 본격 성장 기대감을 높여줄 것이기 때문이다.

9월엔 통신주 보다 탄력적인
반등세 보일 것,
실적 개선 기대감에
각종 재료 부각되면서
계단식 주가 반등 예상

표 6. 9월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	- 갤럭시 노트 20, 갤럭시 Z폴드2, 아이폰 12 5G 등 출시 예정, 5G 가입자 순증 폭 확대 전망 8월 SKT MSCI 비중 확대 이후 9월 외국인 액티브 펀드 매수세 유입될 가능성 높아 - SKT 자사주 매입 발표 임박, 지배구조 개편 가능성 부각되며 주가 강세 나타날 전망 - SKT 원스토어 및 ADT 캡스 IPO 세부 일정 곧 발표할 전망, 자회사 가치 부각 예상 - LGU+ 올해 배당금 증가 가능성 높아지는 상황, 내년엔 SKT 중간 배당/KT 배당 증가 유력 - 국회 분리공시제 및 단말기 완전 자급제 도입 논의, 도입 시엔 통신사에 큰 호재 될 전망 - 한상혁 방통위원장 분리공시제 재추진 표명, 도입 시 단통법 보다 더 파급력 클 듯 3분기 통신 3사 별도/연결 영업이익 모두 YoY/QoQ 영업이익 증가 전환 예상 - 정부 디지털 뉴딜 정책 발표, 5G 로드맵 구체화되면서 통신사 수혜 기대감 높아질 전망 - BC카드 케이뱅크 대주주 적격성 심사 통과, 케이뱅크 성장에 따른 BC 카드 가치 부각될 전망 - 제주도에서 C-ITS 기반의 자율차 선보일 예정, 5G 기반의 뉴비즈 성장 기대감 커질 전망 8/5일 데이터 3법 시행, 유동인구/소비/상권 데이터 상품 출시, 통신사 B2B 사업 확대에 긍정적 - 정부/통신사 주파수 재할당 대가 협상 본격화, 과거보다는 할당 대가 낮아질 전망 - 요금인가제 폐지, 넷플릭스 규제 법안 통과로 통신산업 규제 개선 기대감 높아질 전망 - 국내외 데이터 트래픽 폭증 양상, 장기 이동전화매출액 증가 기대감 높아질 전망 - 정부 5G 투자세액공제 확대 유력, 최대 3+1% 적용 예정, 통신사 순이익 증가 예상 - 유선 및 미디어 사업 통신 3사 위주로 재편, 사업 정상화에 따른 수익성 개선 전망 - 정부/통신사 2021년 28GHz 5G 상용화 예정, 진짜 5G로의 진화 이슈 본격화될 전망 - 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
부정적 요소	- 하반기 전략 폰 다수 출시됨에 따라 통신사 마케팅비용 증가 기대감 높아질 전망 - 단통법 수정 또는 폐지론 부상할 듯, 실제 영향 없지만 단기 투자 심리에는 부담 5G 커버리지 및 킬러 콘텐츠 부족으로 5G 순증 가입자 예상보다 더딘 상황 - 스카이라이프 6천억원에 현대HCN 인수 유력 가능성 보도, 인수 가격 너무 높아 부정적으로 평가 - 올해 국내 5G 가입자 유치 부진, 통신사 2020년 국내 5G 보급률/매출액 하향 조정 불가피 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 - IoT 기반의 5G 서비스 빨라야 2021년 이후에나 본격화될 전망 - 차세대미디어/게임 등을 제외하곤 아직은 5G 킬러앱 명확하지 않은 상황 - 통신사 CAPEX 증가, M&A 본격화로 차입금 증가 예상, 통신사 단기 재무구조 악화 예상
종합 평가	본격적인 실적 개선 예상되는 반면 가격 메리트 커 9월엔 통신주 적극 매수로 전환할 것을 추천

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick LGU+, 9월 투자매력도 SKT>LGU+>KT

1) 12개월 Top Pick은 LGU+로 선정

12개월 Top Pick은 LGU+로 제시,
장/단기 실적 흐름 가장 양호할
전망이고 가격 매력도 크기 때문

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 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, 기대배당수익률, 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 높은 이익 증가세를 나타낼 것이며 2021년엔 더 높은 이익 성장을 나타낼 것이란 점을 높게 평가한다. 올해 상반기에만 대략 작년 상반기대비 1,120억원, 32%에 달하는 영업이익의 성장을 나타내 시간이 지날수록 실적 향상 기대감 상승이 예상되며 장기 계단식 주가 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 영업이익의 증가 폭이 상대적으로 높게 나타날 수 있어 투자가들로부터 긍정적 평가가 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 긍정적이다. 특히 장기 이익 증가 반전이 예상되는 현 시점에서 막연히 화웨이 장비 철수 우려로 역사적으로 볼 때 Multiple 수준이 과도하게 낮은 상황이라 투자 매력도가 높다는 판단이다.

표 7. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	- 장기 5G 도입으로 인한 매출 성장으로 큰 폭의 수혜 예상 - 자회사 실적 개선 본격화되는 양상, 장기 주주이익환원 중대 지속 전망 - 원스토어/캡스 내년도 IPO 목표, 자회사 가치 감안 시 절대 저평가 5월 요금인가제 폐지, 가을 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적	- 정부/정치권/언론 눈치보기로 지배구조개편 추진 지연 상황 - 미미하지만 이동전화 M/S 하락 지속되는 양상 - 통신부문만 보면 2020년에도 영업 실적 부진 지속 - 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 - 실질 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황 - 올해 배당금 최소한 작년 수준 유지 후 향후 증가 패턴 기대	- 본사 실적 개선되나 자회사 실적 부진 양상 - 스카이라이프 CATV 인수 추진 부담 - 낮은 ROE로 높은 자산가치 크게 부각되기엔 역부족 - 신임 CEO 성과 나타내려면 다소 시간 걸릴 듯
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	- 미국 화웨이 거래 중단 권고에 따른 부담 큰 상황 - 마케팅비용 통제 한계, 감가상각비 증가 불가피한 상황 - 비용 증가로 부채비율 상승 전망, 단기 재무구조 악화 불가피 - 자금 소요 많은 상황, 배당성향 상향 조정엔 시간 걸릴 듯
종합평가	장/단기 이익 성장률, 통신부문 이익 전망 감안 시 LGU+ 가장 투자 유망한 것으로 평가, 화웨이 리스크 감안해도 너무 싸	

자료: 하나금융투자

2) 하지만 9월 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT 순으로 평가

9월 투자 매력도는 SKT>LGU+>KT
순으로 평가,
단기적으로는 재료 많은
SKT 가장 선호

하지만 9월 한 달만 보면 통신 3사 중 SKT 투자 매력도가 가장 높다고 판단하며, 9월 통신 서비스 종목별 투자 매력도를 SKT>LGU+>KT로 평가한다. 3Q 이후 국내 통신사들이 본격적인 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 예상되는데 무엇보다 SKT의 통신부문 이익 턴어라운드 시장의 화두가 될 전망이다. 여기에 SKT 경영진이 자사주 매입과 자회사 IPO 계획을 발표하면서 지배구조개편 기대감과 더불어 자회사 가치 부각이 예상된다. 8월에도 그랬지만 9월에도 경쟁사대비 SKT 재료가 압도적으로 더 많고 수급상 강점도 많아 투자 유망하다는 판단이다.

표 8. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SKT	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. 9월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(8/24)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SKT	242,000원	220,000~300,000원	14.4	0.8	• 중간배당 증가/자사주 매입/자회사 IPO 기대감 상승 중
2	LGU+	12,000원	11,000~18,000원	8.7	0.7	• 화웨이 이슈 감안해도 실적대비 주가 너무 낮은 상황
3	KT	23,900원	22,000~30,000원	8.9	0.4	• 신임 CEO 경영 정책 방향 긍정적, 단 자회사는 부담 요인

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

표 10. 9월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(9월)	순위(8월)	순위 변화	사유
SKT	1	1	-	• 기대배당수익률 감안 시 주가 하방 경직성 강할 것, 향후 발생될 호재에 대한 주가 반영 미미한 상황
LGU+	2	2	-	• 업황 개선 기대감으로 계단식 주가 상승 전망, 실적대비 주가 너무 낮은 상황
KT	3	2	▼1	• CEO 교체 이후 2021년까지 장기 실적 전망 낙관적, 하지만 단기 재료 노출 양상이라 다소 부담

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

9월에도 SKT가 가장 투자 유망,
주가 하방 경직성 강할 것이며
향후 발생될 호재에 대한
주가 반영이 미미한 상황이라
투자 유망하다는 판단

3) 9월에도 SKT Top Pick으로 선정, 자사주/배당/실적이 주가 견인할 것

9월 Top Pick은 SKT로 선정한다. 아직도 장/단기적으로 매수 강도를 적극 높일 필요가 있다고 판단하는 데 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

- 1) 장기 실적 호전에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상된다. 이번 2분기에 3년 만에 연결 영업이익이 YoY/QoQ 모두 증가 전환한 데다가 3분기엔 통신부문 영업이익이 YoY/QoQ 모두 증가 전환할 것으로 판단되기 때문이다. 최근 전년동기비 이동전화매출액 성장 폭이 커지는 양상이 고 마케팅비용 증가 폭이 둔화되고 있어 3분기 이후 실적 전망을 밝게 하고 있다.
- 2) 올해 주주이익환원(배당금+자사주) 규모 증가가 유력해졌다. 자사주 취득 가능성이 높기 때문이다. 기존 배당금이 유지될 공산이 크며, 자사주는 4천억원 수준에서 매입할 가능성이 높다. 내년엔 중간 배당 증가가 예상된다. 하이닉스가 1,000원+현금흐름의 5%를 배당금으로 지불하기로 배당 정책을 정했는데 이 경우 내년엔 중간 배당이 2천원으로 증가할 수 있기 때문이다. SKT 자사주 매입 시 지배구조개편 기대감이 높아질 전망이다. 중간배당 증가 시 자회사 가치가 재부각되는 계기가 될 수 있어 SKT 주가에 긍정적이라는 판단이다.
- 3) 2021년 원스토어 및 ADT캡스, 2022년엔 11번가와 SK브로드밴드에 대한 IPO가 진행될 예정이다. 올해 하반기부터 원스토어 및 ADT캡스 IPO에 대한 작업이 이루어질 것이며 11번가와 SK브로드밴드는 실적 성과를 좀 더 쌓은 후 IPO 진입이 예상된다. 이미 자회사 실적 개선이 나타나고 있는 데다가 IPO를 통해 자회사 시장 가치가 곧 드러날 것으로 보여 SKT의 저평가 논란이 다시 확산될 전망이다. 특히 앞서 언급한 자사주와 맞물리면서 SKT 지배구조개편 이슈가 크게 부상할 경우 SKT 주가는 폭등각으로 변화할 가능성도 존재한다.
- 4) 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.

SKT는 투자 전략상 장/단기 적극 매수에 나설 것을 권고한다. 하루라도 빨리 SKT 매수를 추천한다. 당장의 가격/재료/수급으로 볼 때 주가가 나쁠 이유가 없고, 특히 장기적으로는 5G 수혜/규제 완화로 높은 주가 상승이 기대되기 때문이다. 3개월 예상 주가 밴드를 220,000원~300,000원으로 제시하며, 12개월 목표주가를 33만원으로 유지한다.

표 11. SKT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	17,743.6	18,298.7	19,201.7
영업이익	1,110.0	1,301.8	1,506.0
(영업이익률)	6.3	7.1	7.8
세전이익	1,162.6	1,722.4	2,630.2
순이익	889.9	1,359.2	2,030.7
(순이익률)	5.0	7.4	10.6

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: SKT, 하나금융투자

표 12. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

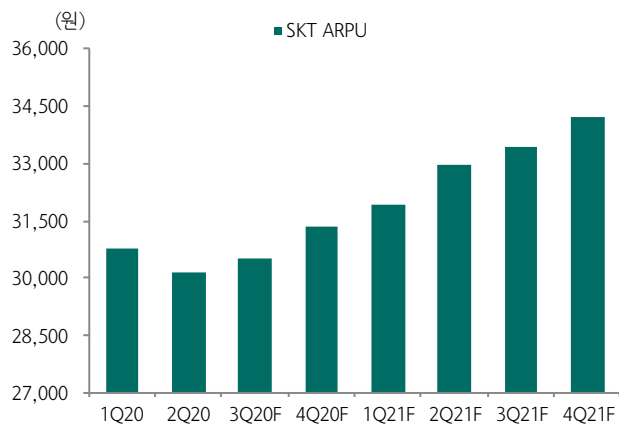
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,611.6	4,633.8	4,660.9	4,776.6	4,836.9	4,927.3
영업이익	302.0	359.5	360.4	279.9	358.6	388.7	419.6	339.1
(영업이익률)	6.8	7.8	7.8	6.0	7.7	8.1	8.7	6.9
세전이익	370.0	548.3	475.6	328.5	452.7	599.6	785.4	792.4
순이익	309.4	427.2	367.7	254.9	349.6	462.7	606.3	612.2
(순이익률)	7.0	9.3	8.0	5.5	7.5	9.7	12.5	12.4

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

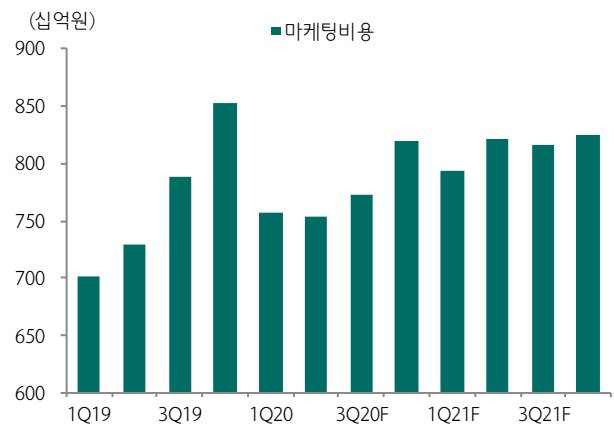
자료: SKT, 하나금융투자

그림 38. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



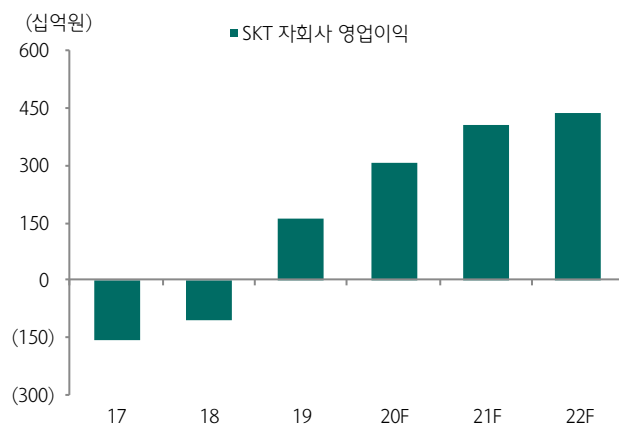
자료: SKT, 하나금융투자

그림 39. SKT 분기별 마케팅비용 전망



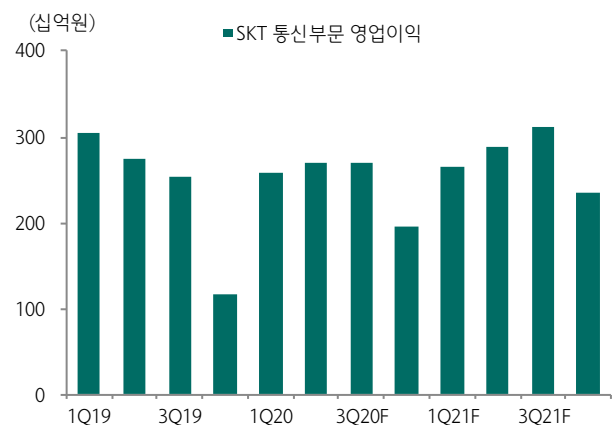
자료: SKT, 하나금융투자

그림 40. SKT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 41. SKT 분기별 별도(통신부문) 영업이익 전망



자료: SKT, 하나금융투자

LGU+ 화웨이 리스크로 과도한
주가 하락 나타낸 지금이 매수 시점,
실적 흐름 대비 현 주가 수준에
주목해야

4) LGU+ 외국인 동향에 주목하면서 화웨이 우려 떨쳐 버리고 매수해야

LGU+의 경우엔 최근 미국의 화웨이 장비 사용 중단 촉구로 투자 심리가 급격히 위축되는 양상이지만 투자 전략상 외국인 매매 동향에 주목하되 매도세가 약화될 경우엔 적극 매수로 대응할 것을 권한다. 만약 중/장기 투자 목적이라면 수급에 상관없이 매수에 임해도 좋을 것 같다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

1) 미국 국무부의 LGU+ 화웨이 장비 사용 중단 권고로 LGU+가 큰 피해를 입을 가능성은 희박하다. 첫째 미국 측 요구 사항이 점진적 화웨이 장비 사용 배제이지 당장 철수가 아니고, 둘째 LGU+가 2021년부터 점진적으로 화웨이 장비 구입 중단 및 타 업체로의 장비 전환, 장비 상호 연동 조치를 취할 수 있는 데다가 그렇게 한다면 모든 문제가 해결될 수 있으며, 셋째 화웨이 장비의 경우 초기 구매 비용이 낮은 반면 유지보수비용이 비싸 벤더 교체에 따른 총 장비 구매 비용 증가분이 크다고 보기 어렵고, 넷째 화웨이 장비를 서서히 타 업체 장비로 교체하고 새로운 장비를 삼성/노키아 등으로부터 구매함에 따른 2021년 이후 연간 LGU+ 영업이익에 미치는 효과가 3~4% 수준으로 크다고 판단하기 어렵기 때문이다.

화웨이 장비 사용 중단에 따른 EPS 감소 효과가 이미 현 주가에 충분히 기반영되어 있다는 판단이며 추가 하락 시마다 매수로 대응할 것을 권고한다.

2) 2분기 영업이익이 예상보다 양호하고 상반기 어닝 서프라이즈를 기록함에 따라 향후 실적 기대감이 높아질 전망이다. 특히 이동전화매출액 성장 폭이 크게 나타나고 있고 마케팅비용 절제가 잘 이루어지고 있어 2020년 연간뿐만 아니라 2021년 실적 전망까지도 밝게 해주는 상황이다. 당초 올해 연결 영업이익을 8천억원 이상으로 예상했지만 9천억원에 달하는 연결 영업이익 달성이 유력해지는 가운데 높은 영업이익 성장이 유력해 주가 저평가 논란이 커질 것이라 판단이다.

3) 경영진 성향을 감안하면 2020년에 이어 2021년에도 성장과 수익의 밸런스를 맞추는 경영 전략이 펼쳐질 가능성이 높고 장기 배당금 증가가 예상된다. 상반기에 이미 나타났지만 LGU+ 경영진들은 무리한 마케팅 전략을 펼치기보다 수익성을 챙기는 가운데 5G를 통한 성장 전략을 구사할 공산이 크다. 여기에 예상외 올해 배당금 증가가 예상된다. 앞서 언급했듯이 올해 실적이 예상보다 양호할 전망이다. 이미 LGU+ 경영진들은 2분기 컨퍼런스콜에서 2020년 하반기에도 재차 서비스매출액 성장을 기반으로 더 높은 이익 성장을 지속할 것이며 올해 예상보다 높은 영업이익 성장을 지속함에 따라 배당금 증가를 기대할 수 있을 것 같다고 언급한 바 있다. 이익 및 배당금 증가가 동반될 것으로 보여 주가 상승 기대감이 높아질 전망이다.

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

표 13. LGU+의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	12,382.0	13,399.6	14,447.4
영업이익	686.2	897.1	1,043.8
(영업이익률)	5.5	6.7	7.2
세전이익	573.9	781.1	947.1
순이익	438.9	604.9	757.6
(순이익률)	3.5	4.5	5.2

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: LGU+, 하나금융투자

표 14. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

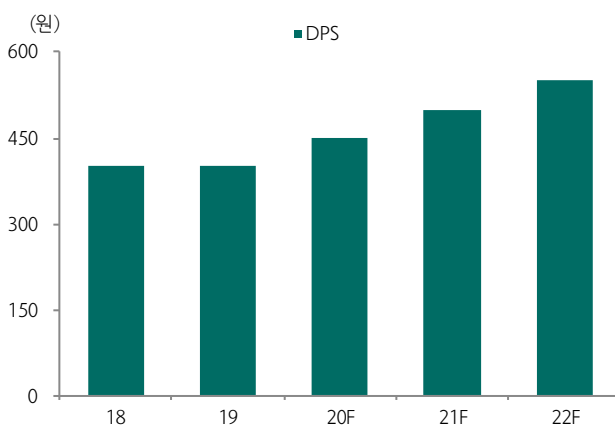
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,286.6	3,272.6	3,377.5	3,462.8	3,514.1	3,576.9	3,633.4	3,723.0
영업이익	219.8	239.7	244.7	192.9	244.9	262.0	286.0	250.9
(영업이익률)	6.7	7.3	7.2	5.6	7.0	7.3	7.9	6.7
세전이익	193.5	205.7	218.2	163.7	219.1	235.6	264.6	227.7
순이익	148.8	150.6	174.6	131.0	175.3	188.5	211.7	182.2
(순이익률)	4.5	4.6	5.2	3.8	5.0	5.3	5.8	4.9

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

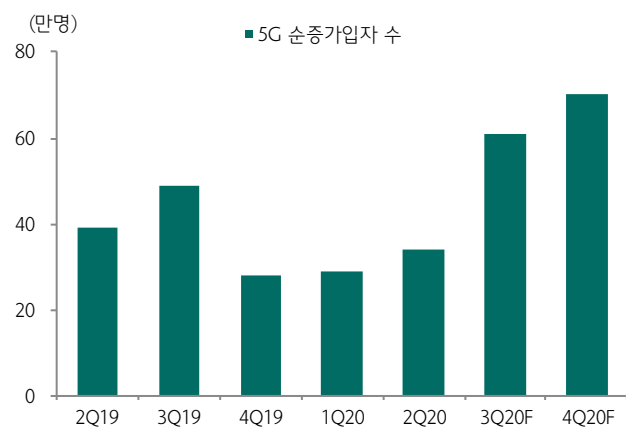
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 42. LGU+ DPS 전망



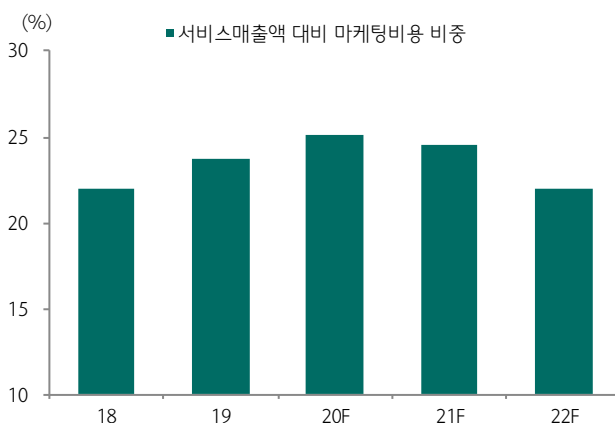
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 43. LGU+ 분기별 5G 순증가입자 수 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 44. LGU+ 연간 서비스매출액대비 마케팅비용 비중 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 45. LGU+ 화웨이 장비 사용 중단 권고 영향 점검

- 1 화웨이 장비 수 년간 점진적 교체 전망
- 2 화웨이 장비 타사 장비와 연동 가능할 듯
- 3 타사 장비 사용에 따른 비용 증가분 크지 않음
- 4 LGU+ 영업이익 감소분 연간 2~3%에 불과

자료: 하나금융투자

KT의 경우엔 호재
다수 노출된 상황이라 주도주로
부상하긴 어려울 듯,
하지만 실적 확인하며
주가 우상향 지속 전망

5) KT 재료 노출 부담 있지만 계단식 주가 상승 이어질 것

KT의 경우엔 당분간 통신 3사 중 주도주 역할보다는 장기 업황 개선과 배당 증가에 따른 경쟁사와의 동반 상승, 계단식 주가 상승이 나타날 것으로 예상된다. 5월 CEO 투자가 미팅에서 언급된 내용들을 체크하면서 장기 주가가 지속 상승할 것이란 판단이다. KT에 대한 구체적 추천 사유를 언급하면 다음과 같다.

- 1) 상반기 실적이 예상보다 좋았고 당초 우려와는 달리 올해 통신부문 및 연결 영업이익이 전년대비 의미 있는 성장을 나타낼 전망이다. 이동전화매출액 증가 폭이 커지는 가운데 마케팅비용 증가 폭이 줄어드는 양상이기 때문이다. 여기에 코로나 19 여파에도 불구하고 자회사 영업이익 기여도가 올해 1분기를 저점으로 회복되는 양상이라는 점도 긍정적이다. 부동산 자회사 영업이익 기여도가 더 이상 감소하는 모습을 보이지 않는다면 내년 부터 점진적 증가세를 나타낼 것이란 판단이다.
- 2) 경영진 성향을 감안 시 2021~2022년간 장기 실적 전망이 낙관적이다. 이미 본사 영업이익을 2022년 1조원까지 늘리겠다고 공언한 바 있지만 무엇보다 인건비가 향후 정채 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 정채 양상을 보일 전망이다라는 점을 감안하면 사실상 향후 2년간 KT 영업이익 증가는 필연적이다. 단기적으로도 2020년 2분기엔 전분기비 이익 증가에 실패했지만 2020년 3분기엔 YoY/QoQ 모두 연결/별도 영업이익 증가 전환이 예상되어 주가 상승에 대한 기대를 갖게 한다.
- 3) 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.
- 4) 스카이라이프의 현대HCN 인수가 확정적이지만 KT에 미치는 피해는 크지 않을 것으로 보인다. 6천억원에 인수한다고 가정 시 기회비용이 연간 150억원 정도일 것인데 극단적으로 인수 후 이익 창출이 없다고 하더라도 KT 연결 영업이익에 미치는 영향은 1% 수준으로 미미할 전망이다기 때문이다.

투자 전략상 장기적 관점, 절대 수익 추구 관점 하에 KT 매수에 나설 것을 권고한다. KT 3개월 예상 주가 밴드를 22,000원~30,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 15. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	24,342.2	23,881.3	25,634.8
영업이익	1,151.0	1,315.9	1,478.7
(영업이익률)	4.7	5.5	5.8
세전이익	979.7	1,133.2	1,262.0
순이익	619.1	697.7	884.7
(순이익률)	2.5	2.9	3.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KT, 하나금융투자

표 16. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

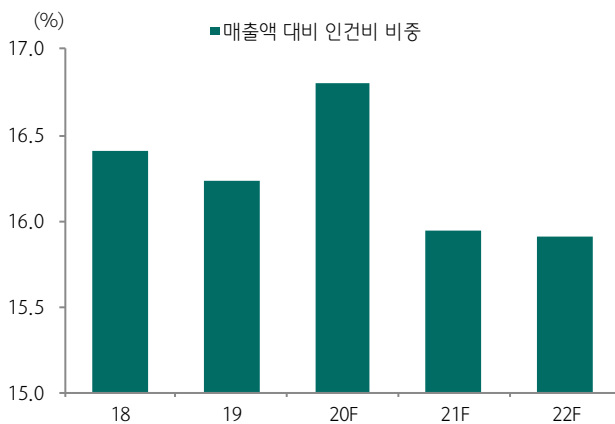
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	5,831.7	5,876.5	5,965.2	6,208.0	6,284.8	6,347.4	6,373.5	6,629.2
영업이익	383.1	341.8	369.4	221.6	419.6	399.1	412.7	247.4
(영업이익률)	6.6	5.8	6.2	3.6	6.7	6.3	6.5	3.7
세전이익	367.2	307.9	321.9	136.2	370.5	352.5	368.2	170.9
순이익	208.3	176.6	227.9	84.9	263.3	249.4	261.5	110.6
(순이익률)	3.6	3.0	3.8	1.4	4.2	3.9	4.1	1.7

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

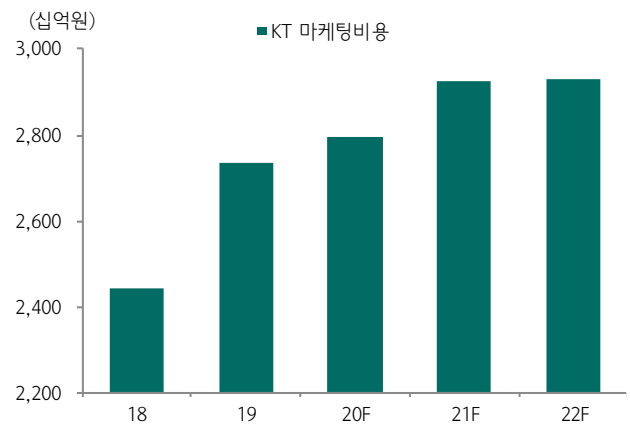
자료: KT, 하나금융투자

그림 46. KT 매출액대비 인건비 비중 전망



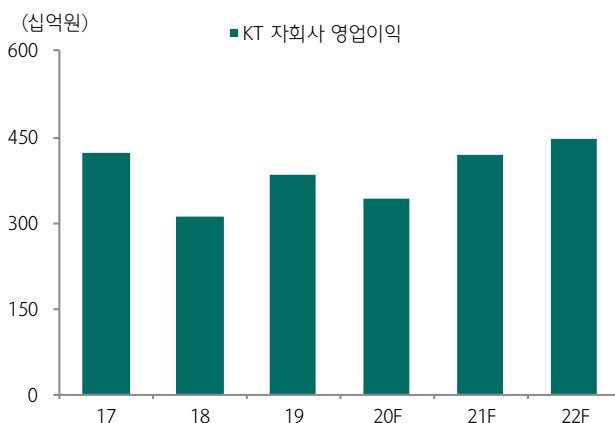
자료: KT, 하나금융투자

그림 47. KT IFRS 15 기준 연간 마케팅비용 전망



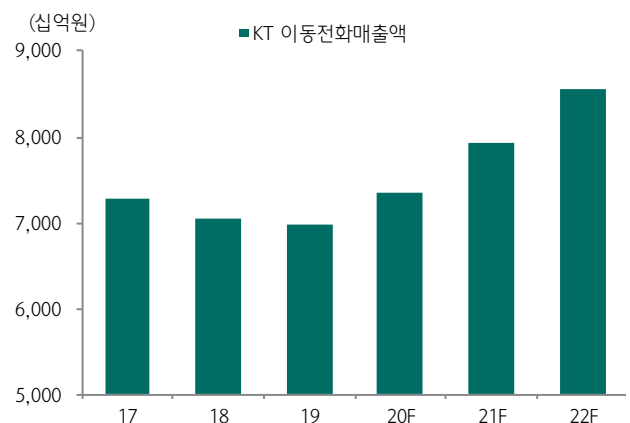
자료: KT, 하나금융투자

그림 48. KT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 49. KT IFRS 15 기준 연간 이동전화매출액 전망



자료: KT, 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 전략 폰 출시에도 시장 과열은 제한적일 듯

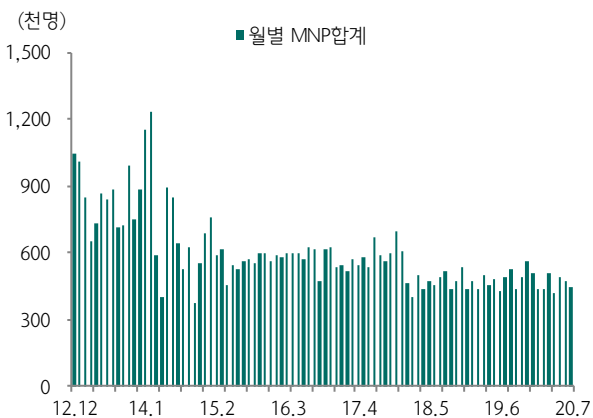
1) 갤럭시 노트 20 출시로 5G 가입자 순증 확대, MNO는 정체 양상

갤럭시 노트 20 출시 영향으로
8월 5G 가입자수 확대될 전망,
하지만 번호이동건수는 6~7월 수준,
SAC은 소폭 상승에 그칠 전망

최근 통신사 지원금이 높아졌다는 뉴스가 다수 보도되는 상황이다. 실제로 통신사 가입자당 획득비용(SAC)은 높아진 것으로 확인되고 있다. 하지만 번호이동시장은 대체로 잠잠한 편이다. 월간 번호이동건수가 4월 42만건, 5월 49만건, 6월 47만건, 7월 45만건으로 큰 변화가 없는 상황이며 낮은 수준을 유지하고 있다. 기변 위주의 우량 가입자 유치전을 전개 중이기 때문이다.

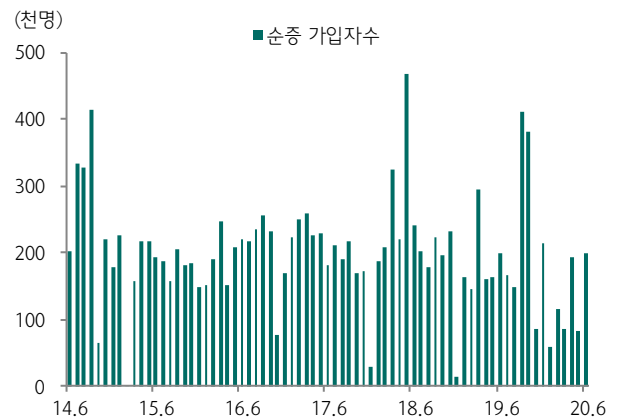
단 5G 가입자는 크게 확대될 전망이다. 6~7월 50만명 수준에서 8월엔 70만명에 육박하는 수준의 5G 순증가입자 유치가 예상된다. 가장 큰 이유는 하반기 전략 폰인 갤럭시 노트 20 출시 때문이다. 8월 통신 3사 갤럭시 노트 20 판매량이 50만대 이상으로 예상됨에 따라 8월 5G 가입자 순증 폭은 오랜만에 의미 있는 성장세가 예상된다.

그림 50. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



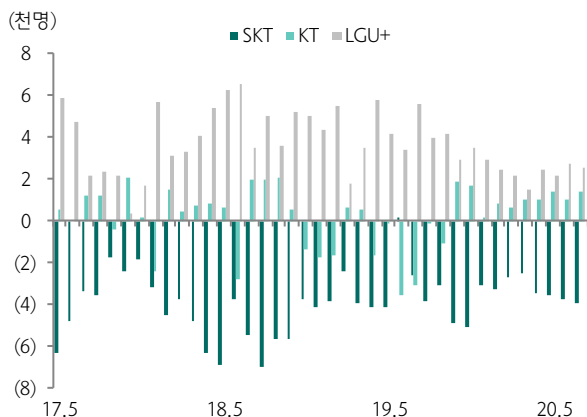
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 51. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



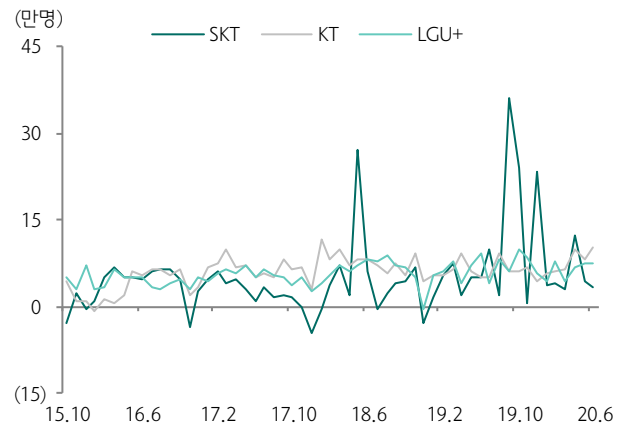
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 52. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



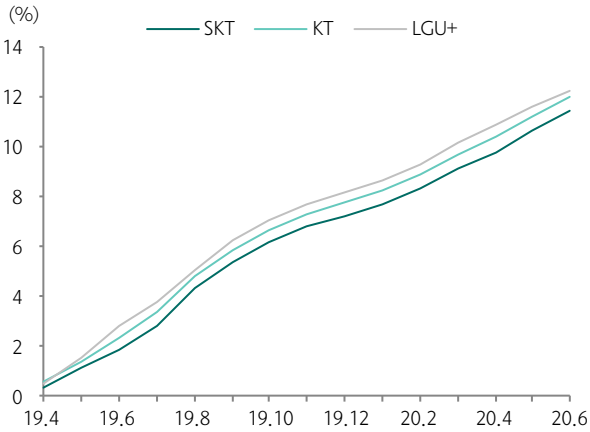
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 53. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



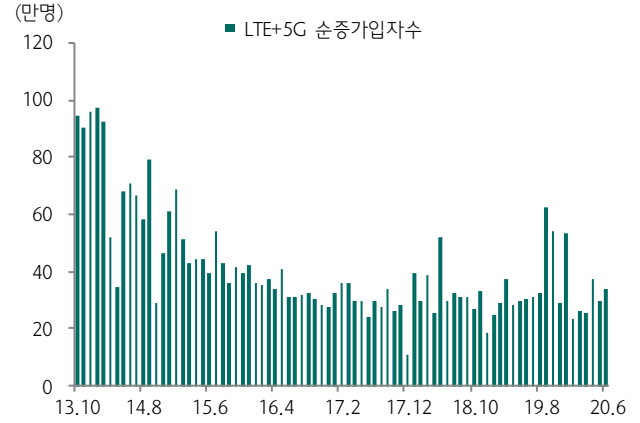
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 54. 통신 3사 5G 보급률 추이



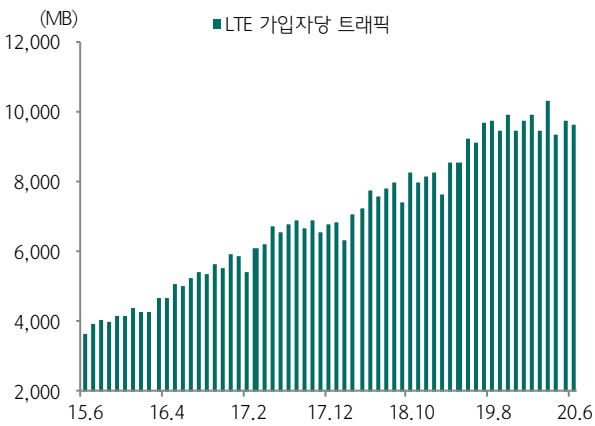
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 55. LTE+5G 순증가입자 동향



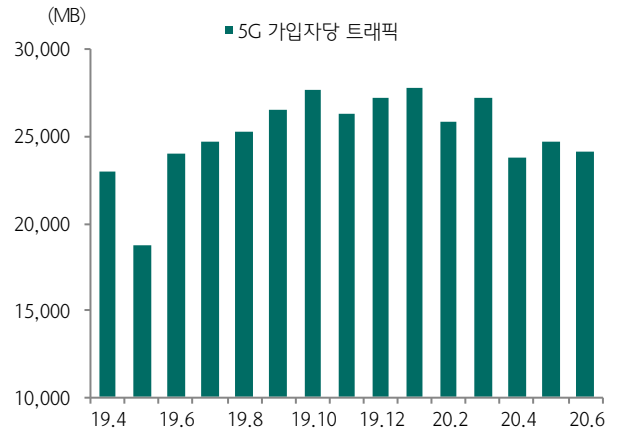
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 56. LTE 가입자당 트래픽 추이



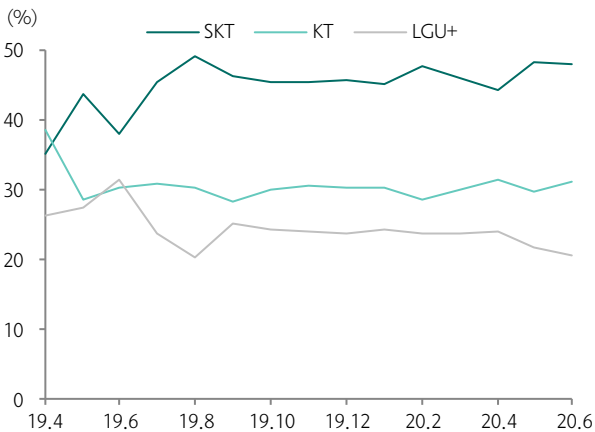
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 57. 5G 가입자당 트래픽 추이



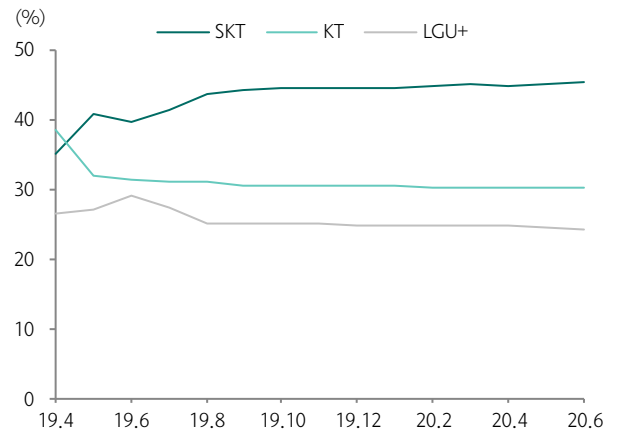
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 58. 5G 순증 가입자 M/S 동향



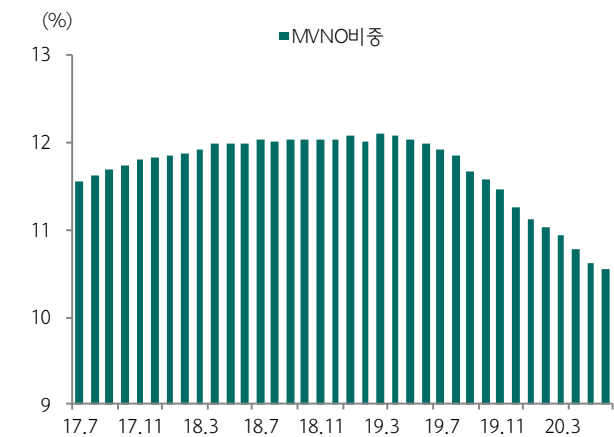
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 59. 5G 누적 가입자 M/S 동향



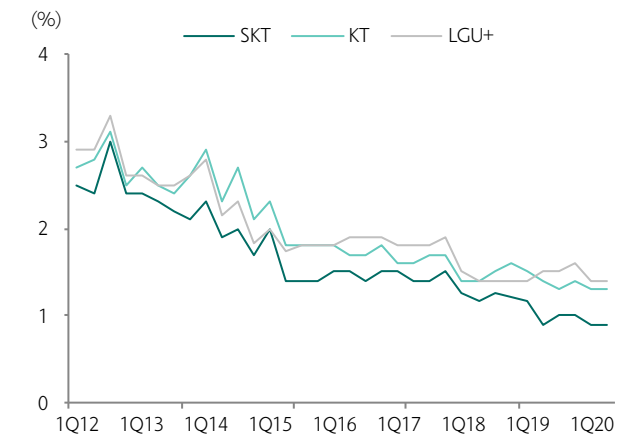
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 60. MVNO(재판매) 비중 추이



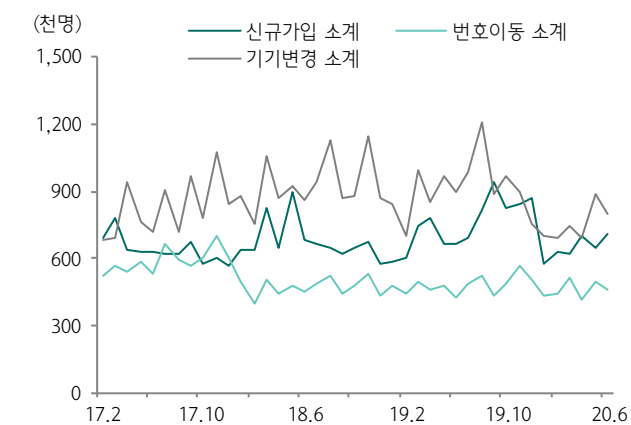
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 61. 통신 3사 분기별 해지율 추이



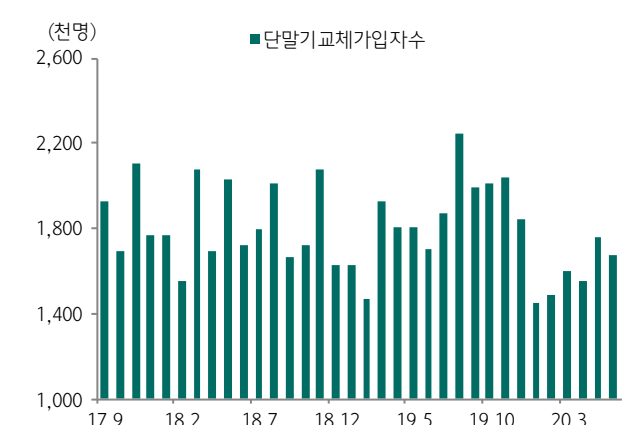
자료: 각사, 하나금융투자

그림 62. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 63. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

3Q 통신사 마케팅비용 YoY 0%,
QoQ +4% 증가에 그칠 전망,
전략폰 출시에도 대란은 없을 듯

2) 3Q 마케팅비용 증가 예상, 하지만 대란 없어 실적 좋을 것

8월 이후 통신사 마케팅 경쟁 강도가 높아지는 양상이다. 어찌 보면 당연한 것이 갤럭시 노트 20 판매량 증가로 5G 가입자가 증가하는 양상인데 대부분의 가입자들이 높은 요금제를 선택하고 있기 때문이다. 이에 따라 우량 가입자에 따른 인당획득비용 증가가 나타나고 있다.

하지만 보조금 대란은 없을 전망이다. 1) 우량 가입자 유치를 위해 통신사들이 재차 5G 가입자 모집에 적극적으로 나서는 상황이지만 통신사 경영진들이 임기 2년 차인 2021년 실적을 의식하여 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 크고, 2) 코로나 19 여파가 악화되었을 뿐이지 제거된 상황은 아니라 대면에 부담이 여전히 존재하며, 3) 여전히 커버리지가 부족한 상황이라 신규 가입자 중 5G 비중이 절반을 넘어가긴 쉽지 않을 것으로 판단되기 때문이다.

5G 우량 가입자 유치전 전개로 최근 다시 하반기 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려가 커지는 양상이다. 하지만 3분기 통신사 마케팅비용은 전분기 4% 증가, 전년동기비 수준에 그칠 것으로 예상된다. 자산화되는 가입자유치비용 증가가 다시 나타나겠지만 8개 분기에 안분 처리될 것이고 일회성 마케팅비용의 경우엔 상반기대비 소폭 증가, 작년 하반기대비 감소로 통제될 공산이 크기 때문이다. 광고비가 크게 증가하기 어렵고 가입자유치비용 증가가 미치는 회계적 효과가 크지 않아 3분기 마케팅비용의 큰 폭 증가를 우려할 필요는 없어 보인다.

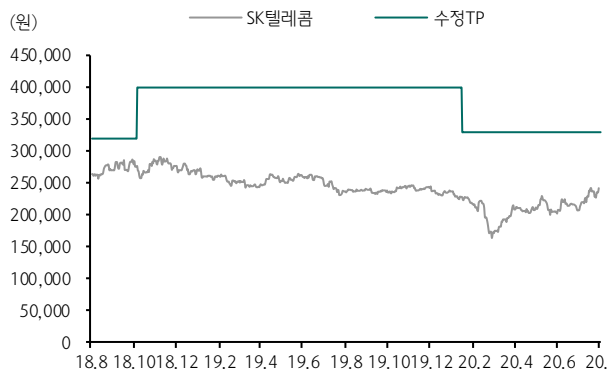
그림 64. 하반기 전략 폰 출시에도 불구하고 마케팅 대란 발생 가능성이 낮은 이유

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

자료: 하나금융투자

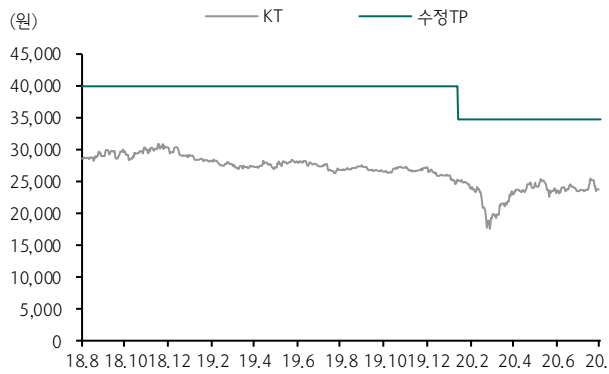
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



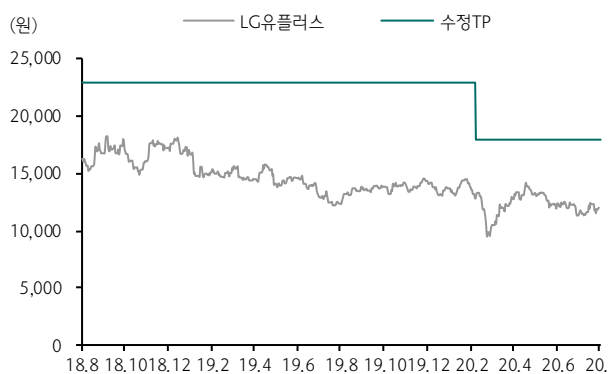
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000		
18.10.30	BUY	400,000	-37.04%	-27.63%
18.8.27	BUY	320,000	-14.90%	-10.63%

KT



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000		
18.8.27	BUY	40,000	-29.80%	-22.13%

LG유플러스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000		
18.8.27	BUY	23,000	-35.51%	-20.43%
18.8.16	BUY	20,000	-19.50%	-18.50%

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	92.2%	7.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 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 8월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 8월 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.