



2020년 10월 27일 | Equity Research



통신서비스 11월 투자 전략

통신사 본격 실적 호전 가능성에 주목할 시점

- | 11월 투자 매력도 '매우 높음'으로 유지, 실적 추이에 주목
- | 11월 매력도는 SKT>LGU+>KT순, SKT/LGU+ 적극 매수 추천
- | 3Q에 이어 4Q에도 통신사 마케팅비용 급증은 없을 것

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(10월23일) 238,500원
KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(10월23일) 23,150원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(10월23일) 11,750원



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

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



CONTENTS

1. 11월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 11월 매력도 ‘매우 높음’ 유지, 장기 실적 호전 기대감 높아지며 주가 오를 것	3
3) 10월 통신업종 수익률 KOSPI를 소폭 상회, 3사 모두 소폭 올라	23
4) 11월 3Q 실적 시즌 이후 통신주 상승 본격화 전망, 이젠 비중 늘려야	24
2. 12개월 Top Pick SKT, 11월 투자매력도 SKT>LGU+>KT	26
1) 12개월 Top Pick을 SKT로 유지	26
2) 11월 투자 매력도 역시 SKT>LGU+>KT 순으로 평가	27
3) 11월에도 SKT Top Pick으로 선정, 실적 호전 이후 호재 부각될 것	28
4) LGU+ 과도한 주가 눌림 상황, 3분기 베풀할 만한 상황	30
5) KT 3Q 내용상 실적에 주목, 하방 경직성 갖춘 가운데 주가 오를 것	32
3. 경쟁환경 – 마케팅비용 이슈 부상하긴 어려울 듯	34
1) 5G 순증 가입자 폭증에도 보조금 대란은 발생하지 않는 상황	34
2) 5G 순증 폭 확대에도 불구하고 마케팅비용은 미미한 증가에 그칠 전망	37

2020년 10월 27일 | Equity Research

통신서비스 11월 투자 전략

통신사 본격 실적 호전 가능성에 주목할 시점

11월 투자 매력도 '매우 높음'으로 유지, 실적 추이에 주목

통신서비스 업종 11월 투자매력도를 '매우 높음'으로 유지한다. 1) 2020년 3분기를 기점으로 국내 통신산업이 장기 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 예상되고, 2) 시장 우려와 달리 5G 저가 요금제 출시는 3G/4G 가입자들의 5G로의 이동 가속화와 더불어 이동전화 ARPU 상승을 이끌 전망이며, 3) 12월 유보신고제 도입으로 통신 요금 규제 강도가 낮아질 전망이고, 4) 11월 3G/4G 주파수 재할당 가격 인하가 유력해 2021년 하반기 이후 통신사 감가상각비 증가 우려를 낮춰줄 것으로 보이며, 5) 정부의 디지털 뉴딜 정책은 진짜 5G 조기 도입을 이끌 것이고, 6) 본격 실적 개선 및 규제 완화로 통신사 리레이팅이 기대되기 때문이다.

11월 매력도는 SKT>LGU+>KT순, SKT/LGU+ 적극 매수 추천

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 SKT로 유지한다. 수급 개선이 예상되는 데다가 본격적인 실적 개선과 더불어 다양한 호재를 겸비한 것으로 판단되기 때문이다. 11월 통신서비스 업종 종목별 선호도 역시 SKT>LGU+>KT 순으로 11월에도 SKT를 Top Pick으로 제시한다. 3Q 이후 국내 통신사들이 본격적인 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 예상되는데 SKT의 통신부문 이익 턴어라운드/이동전화 ARPU 상승이 가장 큰 시장의 화두가 될 전망이다. 다소간의 잘못된 해석/투자 심리 악화로 주가가 예상보다 낮은 수준에 머물러 있다는 점도 기회 요인이 될 것으로 보인다. 11월에도 경쟁사대비 SKT는 재료가 많고 수급상 강점도 있어 투자 유망하다는 판단이다. LGU+는 비록 Top Pick으로 제시하지는 않지만 3분기 실적 시즌에 한번쯤 베팅에 나설 필요가 있다고 판단한다. 현 주가 수준에선 추가적인 하락 폭이 크게 나타나기 어렵고, 외국인들을 중심으로 이번 3분기 실적 발표를 계기로 화웨이 리스크에서 벗어나 실적에 주목한다면 의외로 높은 주가 상승을 기록할 가능성이 높기 때문이다.

3Q에 이어 4Q에도 통신사 마케팅비용 급증은 없을 것

투자자들의 우려가 큰 상황이지만 3분기에 이어 4분기에도 통신사 마케팅비용 급증은 없을 전망이다. 5G 전략 폰 출시로 5G 가입자 순증 폭이 월 평균 100만명 수준으로 크게 확대될 전망이지만 휴대폰 판매량만 늘었을 뿐 인당획득비용에는 큰 변화가 없는 상황이고 광고비도 여전히 낮은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 통신사 경영진들이 임기 2년 차인 2021년 실적을 의식하여 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 크고, 5G 커버리지를 감안 시 신규 가입자 중 5G 비중이 절반을 넘어가긴 쉽지 않을 것으로 보여 4Q 통신사 마케팅비용은 전년동기비 미미한 증가를 기록할 것으로 판단된다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(10월23일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	238,500원
KT(030200)	BUY	35,000원	23,150원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	11,750원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	52,060	54,468	55,638	59,261	61,926
영업이익	십억원	3,204	2,947	3,495	3,939	4,616
세전이익	십억원	5,725	2,716	3,554	4,642	5,430
순이익	십억원	4,298	1,948	2,598	3,519	4,133
EPS	원	6,090	2,760	3,681	4,987	5,855
증감률	%	18.6	(54.7)	33.4	35.5	17.4
PER	배	8.0	17.3	11.0	7.9	6.8
PBR	배	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	4.4	4.0	3.7	3.5	3.3
ROE	%	10.1	4.5	5.7	7.4	8.2
BPS	원	64,235	65,497	68,209	71,404	75,264
DPS	원	1,631	1,631	1,659	1,961	2,056

자료: 하나금융투자



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

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

1. 11월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한
투자의견을 비중확대로 유지,
2020년 3분기부터 2022년까지
장기 이익 성장 예상되며,
요금규제 완화와 더불어
진짜 5G로의 진화가 본격화되면서
통신주 Multiple 확장이
기대되기 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 (11월)	투자의견 (10월)	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) 11월 매력도 ‘매우 높음’ 유지, 장기 실적 호전 기대감 높아지며 주가 오를 것

11월 통신서비스 투자 매력도를
‘매우 높음’으로 유지,
3분기부터 장기이익
성장 국면으로의 진입
예상되는 데다가
규제 환경 양호하기 때문

단기적으로 통신서비스 업종 투자 매력도는 10월에 이어 11월에도 ‘매우 높음’을 유지한다. 지속적으로 언급한 바 있지만 2020년 3분기부터 2022년까지 장기 이익 성장 국면이 펼쳐질 것으로 예상되며 어느 때보다도 규제 환경이 양호한 상황이기 때문이다. 아직은 통신사 실적 호전이 본격화되고 있지 않아 양호한 규제 환경이 통신사 주가에 반영되지 못하고 있지만 3분기 실적 발표 이후 실적 개선과 더불어 달라진 규제 환경이 통신사 주가에 반영될 것이라 판단이다. 특히 정부 디지털 뉴딜 정책 추진으로 IoT로 진화하는 진짜 5G가 조기에 도래할 것이라 점은 긍정적이다. 이동전화 매출액 증가에 기인한 실적 개선과 더불어 진짜 5G시대로의 진입이 통신사 PBR 확장을 일으킬 것으로 판단된다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (11월)	투자 매력도 (10월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	5	-	3분기부터 국내 통신산업 장기 이익 성장 국면으로 진입할 것 5G 저가 요금제 출시는 5G 보급률 확산/ARPU 상승을 이끌 전망 12월 유보신고제 도입, 요금 규제 강도 낮아질 전망 - 빠르면 연내 분리공시제 도입 예상, 비용 증가 우려 줄어들 전망 3G/4G 주파수 재할당 가격 인하 유력, 장기 실적 전망 낙관적 - 정부 디지털 뉴딜 정책은 진짜 5G 조기 도입을 이끌 것 - 통신사 장/단기 배당금 전망 낙관적, 현 주가도 바닥권으로 평가 - 실적 개선/규제 완화로 통신사 리레이팅 나타날 것

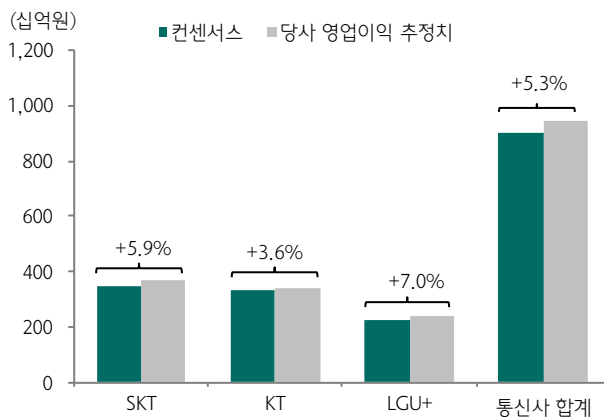
주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준으로 5. 매우 높음, 4. 높음, 3. 보통, 2. 낮음, 1. 매우 낮음으로 평가
 자료: 하나금융투자

(1) 3분기부터 통신사 장기
이익 성장 국면으로
진입할 것으로 예상

(1) 3분기부터 국내 통신산업이 장기 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 예상된다. 특히 이
동전화매출액 성장이 본격화되고 있어 2022년까지 빅사이클 발생 가능성이 높다는 판
단이다.

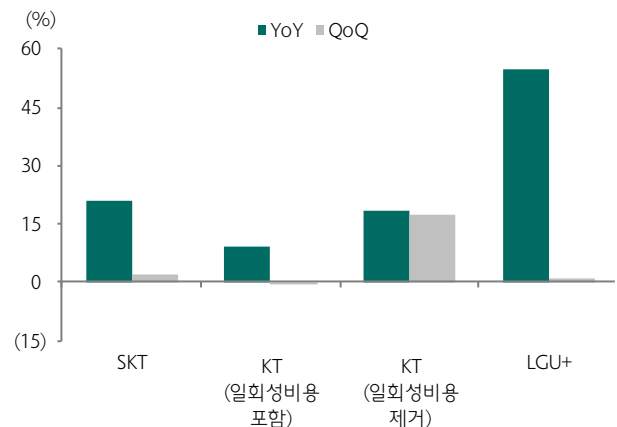
국내 통신 3사는 SKT가 11월 5일(목), KT가 11월 6일(금), LGU+가 11월 5일(목)에
2020년 3분기 실적을 발표할 예정이다. 2020년 3분기 통신 3사 연결 영업이익의 합계가
9,477억원(+23% YoY, +1% QoQ)으로 연결, 본사(통신부문) 모두 완벽한 턴어라운드 예
상된다. 전년동기비/전분기비 연결뿐만 아니라 통신부문도 영업이익이 증가 전환할 것으로
보이며 컨센서스(3사 영업이익 합계 8,996억원)를 상회할 것으로 예상되어 투자자들의 긍정
적인 평가가 예상된다. 특히 실적 시즌 5G 가입자 동향에 투자자들의 관심이 집중될 것인데
하반기 전략 폰 출시로 8~10월 5G 가입자 순증 폭이 급증하는 패턴을 나타낼 것으로 보여
긍정적이다.

그림 1. 3Q 당사 영업이익 예상치 및 컨센서스와의 차이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 2. 통신 3사 3분기 영업이익 증감률 전망 비교



자료: 각사, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	YoY(%)	QoQ(%)	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F
영업이익합계	904.8	940.9	947.7	23.0	0.7	702.0	999.4	1,033.6	1,089.6
SKT	302.0	359.5	365.9	21.1	1.8	276.7	355.2	384.9	415.6
KT	383.1	341.8	340.5	9.0	(0.4)	232.3	412.5	392.1	405.6
LG유플러스	219.8	239.7	241.4	54.8	0.7	193.0	231.7	256.6	268.4

자료: 각사, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	YoY(%)	QoQ(%)	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F
순이익합계	666.5	754.4	714.6	25.7	(5.3)	462.3	754.8	868.5	1,034.2
SKT	309.4	427.2	337.1	22.9	(21.1)	238.1	332.3	440.3	580.5
KT	208.3	176.6	205.6	8.4	16.4	93.1	257.9	244.0	256.0
LG유플러스	148.8	150.6	171.9	64.5	14.2	131.0	164.7	184.2	197.6

주: 순이익은 지배주주귀속분

자료: 각사, 하나금융투자

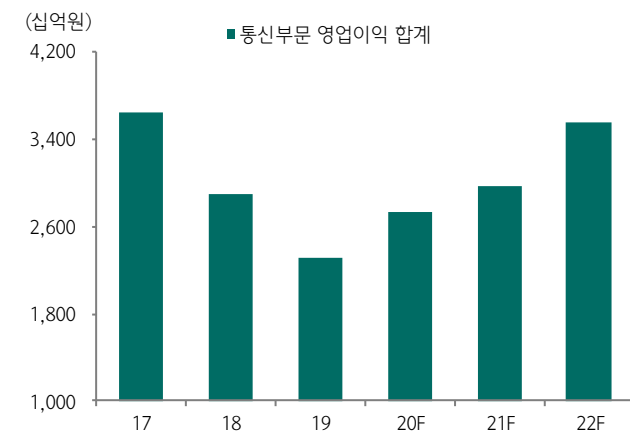
이동전화매출액 추이 감안 시
통신산업 빅사이클 진입 가능성 높음,
매수 강도 높일 시점

3분기 추정 실적을 감안할 때 이젠 통신산업이 장기 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 예상된다. 특히 이동전화매출액 성장이 본격화되고 있어 2022년까지 장기 이익 성장 추세가 기대된다.

올해 연초만 해도 금년도 통신산업의 높은 이익 성장을 예상하는 투자자들은 많지 않았다. 통신사 경영진도 별반 다르지 않았다. 하지만 3분기까지 예상 실적을 감안할 때 올해 통신산업 영업실적은 당초 예상치를 크게 상회할 전망이다며 내년도에도 두 자릿수 이상의 높은 영업이익 성장이 예상된다. 2020년 통신 3사 연결 영업이익 합계는 전년대비 19% 성장하여 당초 예상치를 크게 상회할 전망이다, 2021년엔 13% 성장이 예상된다. 통신 3사 별도(통신 부문) 영업이익 합계도 2020년 20%, 2021년 9% 성장이 예상된다.

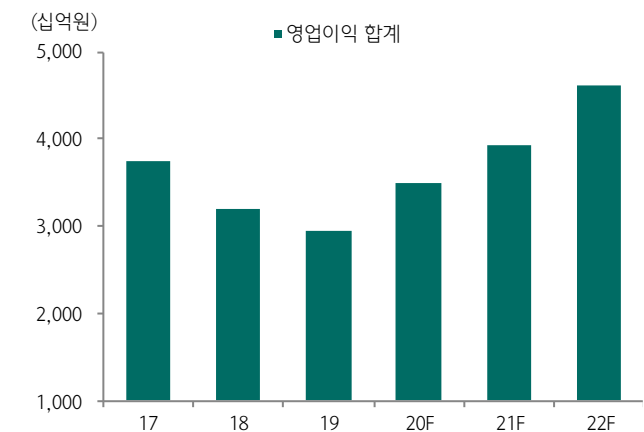
코로나 19로 인해 5G 가입자 유치에 차질을 빚으면서 통신사 실적 우려가 커졌지만 상반기 실적이 당초 예상보다 양호하게 나타났으며 하반기 실적은 기존의 기대치를 충족하는 양호한 수준으로 발표될 전망이다. 5G 가입자 순증 폭 및 이동전화 가입자 성장률, 단말기 교체 가입자수 및 인당획득비용, CAPEX 추이 등을 감안할 때 그렇다. 2021~22년 장기 실적 전망 역시 마찬가지이다. 서비스매출액과 마케팅비용 흐름이 현 추세를 유지할 공산이 크기 때문이다. 특별한 변수가 도출될 가능성이 낮은 상황임을 감안할 때 장기 빅사이클 도래 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다. 금년도 10~12월 통신 3사 주가가 예상보다 큰 폭의 상승을 나타낼 가능성이 높아지고 있다.

그림 3. 통신 3사 연간 통신부문 영업이익 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 통신 3사 연간 영업이익 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(2) 5G 저가 요금제 출시로 인한
통신사 ARPU 하락 가능성 낮음,
3G/4G 가입자들의 5G로의
이동 가속화되며
오히려 통신사 매출 늘 것

(2) KT 5G 저가 요금제 출시를 규제 영향이라고 해석하긴 어렵다. 일부 투자자들의 우려와 달리 국내 통신사들의 5G 저가 요금제 출시는 5G 보급 확산/ARPU 상승을 이끌 것으로 판단된다.

10월 KT가 월 4만원대 5G 요금제를 선보이자 통신 요금 인하 권고에 의한 것이라는 시장 반응이 적지 않았다. 아무래도 국감에서 높은 5G 요금제에 대한 비판이 있었고 5G 품질과 함께 높은 서비스 상품 가격이 논란이 되었기 때문이다.

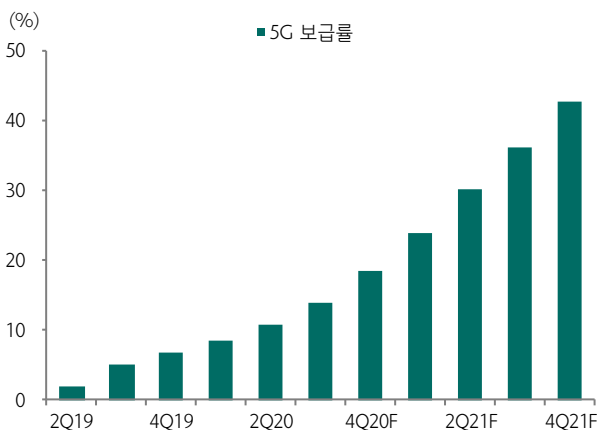
하지만 이번 KT 5G 중저가 요금제 출시를 요금인하 권고에 의한 것으로 보긴 어려울 듯하다. 국내 통신사들의 중저가 5G 요금제 출시에 대한 고민은 올해 들어 지속적으로 있었고 하나금융투자에서는 지난해 가을부터 2020년 2분기에 국내 통신 3사가 중저가 5G 요금제를 출시할 것이라고 언급한 바 있기 때문이다. 하나금융투자에서 국내 통신사가 올해 5G 중저가 요금제를 출시할 것이라고 예상했던 가장 큰 이유는 7~9만원대 5G 요금제로는 3G 및 LTE 저가 요금제 가입자를 이동시키기 어려워 5G 보급률 향상에 한계가 있을 것이라고 판단했기 때문이었다. 중저가 5G 폰이 출시되는 상황이라 이에 걸맞는 5G 중저가 요금제가 필요하다고도 생각하였다. 이러한 측면에서 보면 당초 예상보다 오히려 5G 중저가 요금제가 다소 늦게 출시되었다는 판단이다.

표 5. KT 5G 저가 요금제 현황

요금제	월정액	데이터	음성	문자
5G 세이브	45,000원	5GB	집/이동전화 무제한 (+영상/부가통화 300분)	기본 제공
5G 슬림	55,000원	10GB	집/이동전화 무제한 (+영상/부가통화 300분)	기본 제공

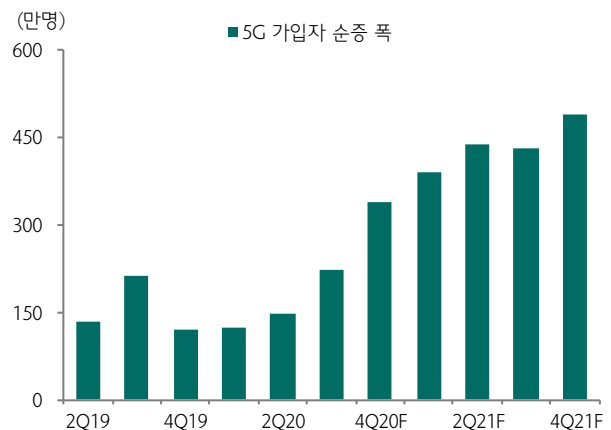
자료: KT, 하나금융투자

그림 5. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 분기별 국내 5G 가입자 순증 폭 전망

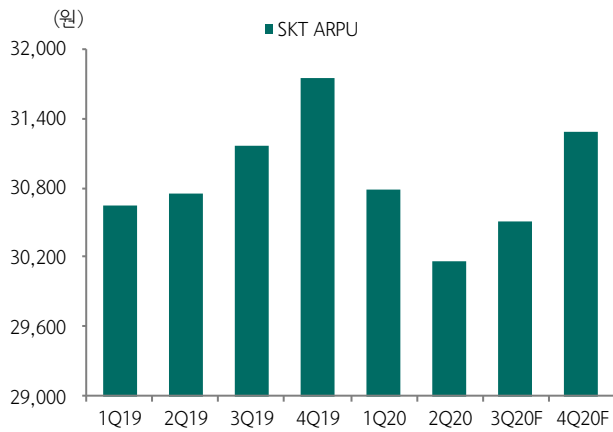


자료: 각사, 하나금융투자

**현재 3G/4G 가입자 ARPU 수준 및
5G 저가 요금제 무료 데이터 제공량에
주목할 시점**

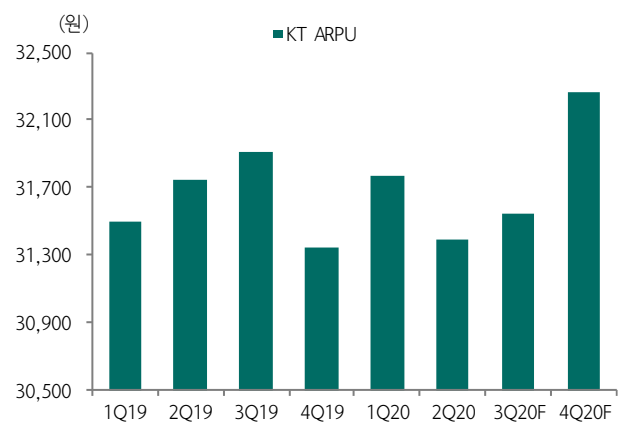
일부 투자자들이 5G 중저가 요금제 출시로 통신사 매출액에 부정적 영향을 미치지 않을까 우려하는데 현실적으론 오히려 3G/4G 저가 요금제 가입자들의 5G로의 이동이 촉진되며 통신사 매출액이 증가할 가능성이 높아 보인다. 데이터 기본 제공 용량으로 볼 때 5G 고가 요금제 가입자들의 요금제 다운셀링이 발생할 가능성이 낮은 반면 5G로의 이동을 고민하고 있는 3G/4G 저가 요금제 가입자들의 5G로의 전환이 기대되기 때문이다. 현재 LTE 무제한을 제외하면 국내 3G/LTE 가입자들이 2~4만원대 요금제를 주로 사용하고 있음을 감안할 때 이번 5G 중저가 요금제 출시는 5G로의 이동에 따른 요금제 업셀링 및 통신사 이동전화 ARPU 상승의 또 하나의 계기가 될 것이란 판단이다.

그림 7. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 8. KT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

(3) 요금인가제 폐지에 이어
12월엔 유보신고제 도입 예정,
요금 규제 완화될 듯

(3) 12월 유보신고제가 도입될 예정이다. 통신 요금 규제 강도가 낮아질 전망이어서 통신사
에 긍정적 영향이 예상된다.

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

결국 우여곡절 끝에 시민 단체의 반대에도 불구하고 요금인가제가 폐지되었다. 사업자간 자
율적 경쟁을 막고 담합을 유도한다는 논란이 끊임없이 일어났고, 4차산업 혁명 시대를 맞이
하여 연관 사업 발전에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 서비스 불편을 겪는 것보다는 합리
적 비용을 지불하는 것이 낫다는 의견이 지배적이었기 때문이었다.

요금인가제 폐지는 적지 않은 파장을 몰고 올 전망이다. 과거 새 정권이 들어서면 통신요금
인하가 관행적으로 이루어진 경우가 많았다. 인수위에서 추진하거나 정권 1~2년차에 요금
인하 권고가 이루어졌다. 대선 공약으로 항상 통신요금 인하가 들어가고 공약 이행 차원에서
통신요금 인하 권고가 이루어졌으며 통신사들이 어쩔 수 없이 정부 권고를 수행하는 형태로
요금인하가 진행되었다. 하지만 이제는 상황이 달라졌다. 요금인가제 폐지로 정부의 인위적
인 요금인하 권고가 어려워질 것이 자명하기 때문이다.

2020년 12월부터는 유보신고제가 적용된다. 통신사 요금제 출시 이후 문제가 발생하면 시
정 조치를 요구할 수 있는 제도인데 현실적으로 통신요금인하의 수단으로 사용될 가능성은
낮다. 통신사들이 요금을 크게 올리는 등 특별한 문제가 발생하지 않는다면 정부가 사후 규
제할 명분이 없기 때문이다. 정부 주도로 통신 요금을 인하하긴 쉽지 않아 보인다. 통신사간
자율 요금 경쟁 시대로 진입하면서 규제 리스크가 감소할 전망이며 통신사 Multiple 상승이
나타날 것으로 예상된다.

그림 9. 요금인가제 폐지가 통신산업에 미칠 영향

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

자료: 하나금융투자

(4) 분리공시제 도입 가능성
높아지는 상황,
통신사 마케팅
효율성 증대/비용 통제 기대

(4) 빠르면 연내 분리공시제 도입이 예상된다. 마케팅비용 증가 우려가 줄어들 전망이어서
통신사 주가 전망을 밝게 한다.

최근 단통법 폐지 논란이 뜨겁다. 2014년 분리공시제라는 알맹이가 빠진 제도로 단통법이 시작되는 바람에 사실상 큰 효과를 거두지 못했는데 소비자들의 많은 불만을 남긴 채 현재 폐지 논의까지 이루어지고 있는 상황이다.

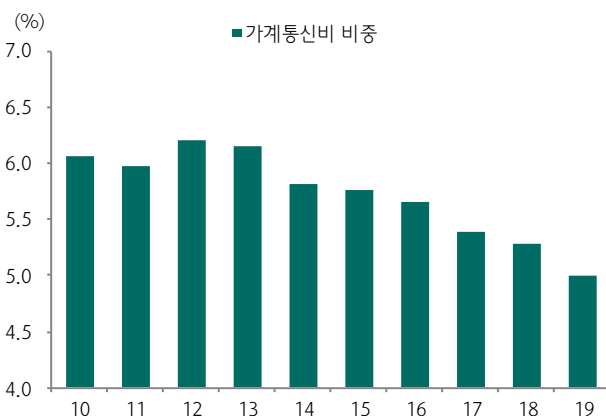
많은 투자자들이 단통법이 폐지되면 통신사에 부정적일 수 있다고 걱정하는데 실상은 그렇지 않다. 단통법의 핵심 조항인 선택약정요금할인 제도, 공시제도 및 과징금 부여 등은 전기통신사업법으로 이관해 유지할 계획이기 때문이다.

과거 많은 투자자들이 지원금 상한액을 폐지하면 통신사 마케팅비용이 급증할 수 있다고 걱정했지만 결과는 하나금융투자 예상대로 통신사 마케팅비용에 전혀 영향을 주지 못했다. 선택약정요금할인 폭이 25%나 되다 보니 이미 신행 프리미엄 폰 가입자들에게 너무 많은 보조금 투입이 이루어져 보조금을 선호하는 일반 가입자들에게 높은 지원금을 실을 여력이 없기 때문이었다. 한마디로 보조금 조절을 통한 가입자 유치가 쉽지 않았던 셈이다. 따라서 선택약정요금할인 제도가 없어지지 않는 한 단통법이 사라진다고 해도 통신사 마케팅 구조가 달라질 것은 없다. 이미 통신사들은 6년간 학습 효과를 거뒀다. 현 시점에서는 선택약정요금할인 제도가 없어지지 않는 한 단통법의 골조가 사라지기 어렵다는 점을 상기해볼 필요가 있겠다.

이러한 가운데 21대 국회 개원 이후 분리공시제 도입 및 휴대폰 유통 시장 개편문이 급부상 중이다. 단통법 폐지 주장이 국회에서 나오는 가운데 정부/국회에서 분리공시제도와 더불어 단말기완전자급제 도입 논의가 동시에 본격화되고 있어 흥미롭다.

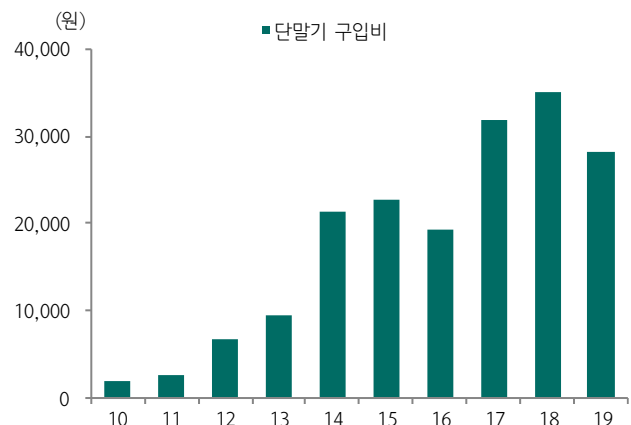
최근 다시 분리공시제/단말기완전자급제 도입이 논의되는 이유는 높은 단말기 가격/실질 통신비 부담이 여전히 시장의 핫 이슈이기 때문이다. 특히 2013년 이후 소비자출대비 가계통신비 비중은 지속적인 하락세를 나타낸 반면 단말기 구입비는 지속적으로 증가하고 있어 논란이 되고 있다. 올해 상반기 요금인가제 폐지와 넷플릭스 규제 법안이 뜨거운 이슈였다면 하반기엔 휴대폰 유통 구조 개편이 될 가능성이 높다.

그림 10. 소비자출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 11. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

국내 규제 현실/정서 감안 시
단말기 유통 구조 개편은 필연적,
단말기완전자급제 도입까진 몰라도
분리공시제도 도입 가능성 높다는 판단

관심을 끄는 부분은 기존의 단통법보다 더 파괴력인 큰 분리공시제 도입 및 휴대폰 유통구조 개편이 이슈로 부상하고 있다는 점이다. 최근 한상혁 방통위원장이 분리공시제 재추진을 표명한 데다가 여당 국회의원들이 여전히 단말기완전자급제 추진 가능성을 언급하고 있어 관심을 높일 필요가 있다.

물론 분리공시제도는 삼성전자 등 제조업체들의 반발이 예상되고 단말기완전자급제 도입은 전국 휴대폰 유통 상인들의 강한 반발을 불러일으킬 공산이 크다. 하지만 그럼에도 불구하고 국회/정부가 도입을 추진하는 이유는 단말기 가격이 하락할 수 있다고 판단하기 때문이다.

현재 단말기완전자급제까지는 몰라도 분리공시제도가 도입될 가능성이 낮지 않은 상황인데 도입 시 큰 파장이 예상된다. 과거 단통법 도입 시 사실상 핵심 조항이었기 때문이다. 결국 제조사 판매장려금을 공시한다는 것이 핵심인데 이 경우 추세적인 단말기 가격 하락을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 제조사 장려금이 폰 출시 후 확대되면 되었지 축소될 가능성이 낮고 휴대폰 실질 가격이 시장에 노출될 것이기 때문이다. 통신사 입장에선 분리공시제 도입 시 오픈 마켓 활성화와 더불어 폰 가격의 추세적인 하락을 기대할 수 있고 통신사 마케팅 효율성 향상이 기대되어 단통법 도입 이상의 큰 수혜를 입을 수 있을 것이란 판단이다.

그림 12. 단말기 판매(할부) 원가



자료: 하나금융투자

결국 통신요금인하의 종결점은 단말기 유통구조 개편이 될 것, 이제 관련 제도 변경 가능성에 주목해야 할 듯

하나금융투자에선 과거 여러 리포트를 통해 결국 통신요금인하 논쟁의 종결점은 단말기 유통 구조의 개편이 될 수 밖에 없다는 점을 거듭 밝힌 바 있다. 5G 투자 증대와 영업이익 감소로 통신사가 더 이상 요금인하를 추진할 여력이 없으니 이제 정부와 유통이 그 부담을 떠안을 차례라는 것이다. 이미 정부는 주파수 할당 가격 인하에 나서고 있고 통신사에 5G 투자 세금 감면 혜택까지 부여 중이다. 이제 마지막으로 유통이 바뀔 때이다. 단말기 유통 구조의 개편은 단말기 가격을 포함한 통신 요금에 예민한 한국에선 지속적으로 이슈가 될 수 밖에 없는 상황이라는 점을 인지할 필요가 있겠다.

그림 13. 분리공시제도 도입이 통신산업에 미칠 영향 점검

1	실질 폰 가격 시장에 노출, 오픈마켓 활성화 예상
2	장려금 추세적 증가로 폰 가격의 추세적 하락 전망
3	통신사 불필요한 마케팅비 지출 축소, 마케팅 효율성 향상 기대

자료: 하나금융투자

(5) 11월 3G/4G 주파수 재할당 가격
정해질 듯,
현재로선 과거 사용 가격대비
낮아질 공산 커

(5) 3G/4G 주파수 재할당 가격 인하가 유력해지는 상황이다. 2022년 이후에도 통신사 비
용 급증 이슈가 없어 장기 실적 전망을 밝게 한다.

최근 통신사 주파수 재할당 이슈가 뜨겁다. SKT 95MHz, KT 95MHz, LGU+ 100MHz에
달하는 3G/4G 주파수가 2021년 6월 이용 기간이 만료됨에 따라 정부가 재할당할 예정인데
이에 대한 정부와 통신사간 이견이 크기 때문이다. 언론 매체에 따르면 3G/4G 재할당 대가
로 정부는 3.5조원을 주장하는 반면 통신 3사는 1.5조원 수준을 요구하고 있는 것으로 알려
져 있다. SKT와 LGU+가 2G 주파수는 재할당 받지 않고 서비스를 종료할 것임을 감안 시
그렇다.

이번 3G/4G 주파수 재할당은 2022년 이후 실적에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 10년 상각
임을 가정할 때 재할당 가격이 1조원 차이 나면 연간 1천억원에 달하는 주파수관련비용 증
감이 나타날 수 있기 때문이다. 주파수 할당 가격이 2조원 낮아지면 통신산업 영업비용이
연간 2천억원 줄어 들 수 있는 셈이다.

현재 트래픽 추이를 감안할 때 2021년 말 국내 3.5GHz 대역 주파수 추가 할당 가능성이
높은 것이 사실이다. 따라서 2022년엔 또 다시 통신사 감가상각비 부담이 커질 수 있다. 통
신 3사 5G 총 주파수 할당 가격(경매 낙찰가)이 3조원만 되어도 연간 3천억원에 달하는 감
가시 상승이 나타날 수 있기 때문이다.

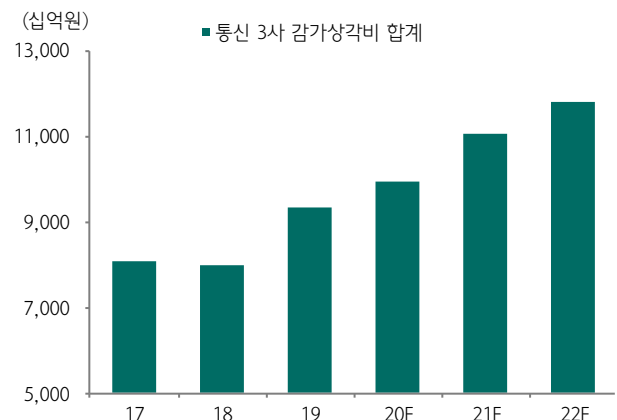
하지만 다행히도 현재 논의되고 있는 3G/4G 주파수 재할당 예상 가격을 감안하면 2022년
이후 통신사 감가비 걱정을 할 필요는 없어 보인다. 총 경매가 5.2조원에 달했던 3G/4G 주
파수 재할당 대가가 최대 3.5조원/최소 1.5조원에서 결정날 것으로 보이고 현실적으로 볼
때 대략 2조원 초반에서 정해질 전망이다.

그림 14. 2020년 11월 사업자당 3G/4G 주파수 재할당 폭

	3G	4G	합계
SKT	20MHz	75MHz	95MHz
KT	20MHz	75MHz	95MHz
LGU+	x	100MHz	100MHz

자료: 각사, 하나금융투자

그림 15. 통신 3사 연간 감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

기존 주파수 할당 가격대비
크게 낮아질 가능성 있어
통신사 감가상각비 부담 완화 예상

이러한 판단을 하는 이유는 1) 매출액 기준으로 볼 때 3조원 수준은 너무 높다는 의견이 지배적이고, 2) 만약 통신사들이 일부 주파수 재할당을 포기할 경우 소비자 불편 및 불만이 증폭될 수 있으며, 3) 3G/4G 주파수 재할당 가격이 높게 산정될 경우 통신사들의 3G/4G 통신 요금 인하를 기대하기 어려워질 수 있고, 4) 과거 경매가를 주파수 가격 산정에 반영되는 방식에 대한 법적 근거가 부족하다는 의견을 무시할 수 없기 때문이다. 특히 과방위 소속 국회의원들이 최근 주파수 재할당 대가에 미래가치를 반영해야한다는 전파법 개정안을 발의한 상태여서 관심을 끈다. 3G/4G 재할당 가격을 높게 보기 어렵다는 의견이 국회에서 주를 이룰 공산이 크다.

이렇게 되면 2021년 5G 신규 주파수 취득을 가정해도 총 통신 3사 주파수상각비용이 2022년 이후 크게 증가할 가능성은 낮다는 판단이다. 5G 신규 주파수 할당 가격(총 경매가격)이 총 2조원에 달한다고 가정해도 2022년 통신 3사 총 주파수관련 상각비용은 2020년 수준에 그칠 것이며 3조원 수준이 되어도 2022년 이후 연간 1천억원 증가로 제한될 것이기 때문이다.

그림 16. 2021년 하반기 이후 감가상각비 급증 가능성이 낮은 이유

1	매출액 기준으로 볼 때 3조원 수준은 너무 높다는 의견이 지배적임
2	만약 통신사들이 일부 주파수 재할당을 포기할 경우 소비자 불편 및 불만이 증폭될 수 있음
3	3G/4G 주파수 재할당 가격이 높게 산정될 경우 통신사들의 3G/4G 통신 요금 인하를 기대하기 어려워짐
4	과거 경매가를 주파수 가격 산정에 반영되는 방식에 대한 법적 근거가 부족하다는 의견을 무시할 수 없는 상황임

자료: 하나금융투자

(6) 정부 디지털 뉴딜 정책 추진으로
진짜 5G 도입 빨라질 것,
통신사 장기 실적/Multiple에
긍정적 영향 기대

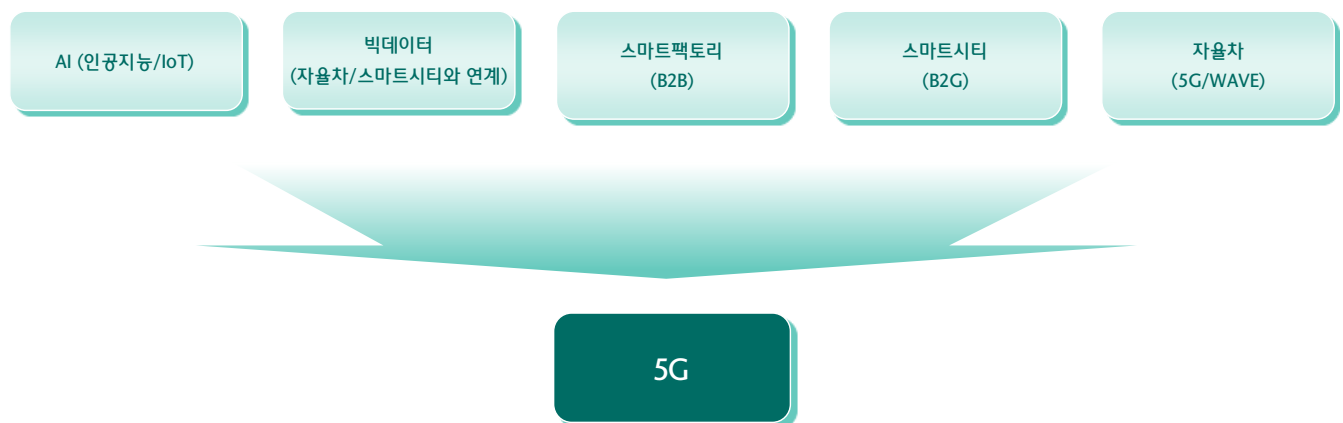
(6) 정부 디지털 뉴딜 정책은 국내 진짜 5G의 조기 도입을 이끌 것으로 보인다. IoT 시대가
당초 예상보다 빨리 2021년부터 열릴 전망이어서 통신사 주가 상승에 대한 기대를 갖게
한다.

7/14일 정부가 한국판 뉴딜 정책을 발표하였다. 통신산업과 연관성이 높은 디지털 뉴딜에는
총 58조원을 투자해 일자리 90만개를 만들고, 데이터/네트워크/인공지능(AI) 연계 생태계를
강화하며, 디지털 비대면 산업 강화 및 사업간접자본(SOC) 디지털화를 추진할 계획이다.

구체적으로 초/중/고교에 고성능 와이파이를 100% 구축하고, 18개 스마트병원에 질한별 인
공지능(AI) 정밀 진단이 가능한 체계를 갖추 예정이다. 도로/항만 등 국가 SOC 인프라 관리
시스템을 디지털화하고, 스마트시티/스마트산단 등 도시와 산단공간을 디지털화할 것으로
보인다. 또 물류 체계를 지능형 시스템으로 전환해 자율주행차/드론 등 신산업 발전의 토대
를 마련하며, 1차, 2차, 3차 산업을 가리지 않고 전 산업 분야에 5G와 AI를 융합할 계획이
다.

물론 한국판 뉴딜 정책을 아직 체감하기에는 선부른 감이 없지 않다. 하지만 분명한 것은 디
지탈 뉴딜의 기반에 5G 인프라가 위치해 있으며 데이터센터/인공지능과 연계되어 4차산업
을 진흥하는 메커니즘으로 연결되어 있다는 점이다. 또 이번 정부 정책은 5G가 AI와 연결하
여 자율차/스마트팩토리/스마트시티로의 진화를 추구한다는 점에서 기존의 하나금융투자의
예상과 거의 일치한다. 따라서 이제 정부의 디지털 뉴딜 정책에 관심을 높일 필요가 있겠다.

그림 17. 5G 통신과 디지털 뉴딜 정책과의 연관 관계



자료: 하나금융투자

2021년부터 5G가 IoT로 진화할 것이란 것에 주목해야할 시점

정부의 디지털뉴딜 정책은 결국 조기 스마트시티로의 진화를 통해 4차산업을 육성하고 국가 성장의 근간을 제공하겠다는 것이라고 볼 수 있다. 그렇다고 볼 때 가장 대표적인 수혜주는 5G 네트워크장비주라고 볼 수 있다. 정부가 5G 투자를 독려하여 AI/빅데이터/스마트팩토리/스마트시티/자율차로 이어지는 4차산업을 육성하고자 하는 목표를 갖고 있기 때문이다. 하지만 결국엔 통신사 역시 한국판 디지털 뉴딜 정책의 큰 수혜가 예상되므로 관심을 높일 필요가 있다. 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 2018년 가을에 나타났던 5G 관련주들의 전체적인 강세 흐름이 2020년 가을에 디지털 뉴딜 기대감으로 재현될 가능성이 높다는 판단이다.

5G SA 네트워크부터는 사실상 휴대폰을 위한 네트워크라고 보기는 어렵다. 모든 사물을 네트워크에 연결하는 초연결이 가능하고 혁신적인 응답속도를 자랑하는 초저지연 기술이 적용되기 때문이다. 한마디로 휴대폰만을 지원하기엔 아까운 네트워크이며 IoT를 적용하기에 최적화된 네트워크라고 볼 수 있다. 결국 자율차/스마트팩토리/스마트시티에 적용이 가능하고 서비스 측면에서는 인공지능/빅데이터와 연결되는 네트워크라고 볼 수 있다.

하나금융투자에서는 2년 전부터 5G는 결국 진보된 IoT를 실현하기 위한 네트워크라고 언급하고 있다. Short TTI 등 IoT를 위한 네트워크라고 판단할 수 있는 핵심 기술들이 다수 5G에 포진되어 있어서다. 빠른 전송 속도는 기본이고 5G는 IoT에 필수인 초연결, 초저지연, 저전력을 가능하게 한다. 따라서 진화된 IoT 서비스를 완벽하게 실현해줄 수 있는 최초의 네트워크라고 볼 수 있다.

그림 18. 5G가 IoT를 위한 네트워크라고 판단할 수 있는 핵심 기술 정리

mmWave 광대역 통신
차량간 직접 통신
빔간 고속 핸드오버
Short TTI(Time To Interact)
Ultra Dense Network

자료: 하나금융투자

20년만의 Q(디바이스)의 확대,
ARPU 성장, B2B/B2G 시장 개화
가능성에 주목

이러한 측면에서 볼 때 5G 서비스가 창출할 매출 영역은 무궁무진할 것으로 보인다. 당장은 HD, VR 정도가 5G시대 통신사의 핵심 서비스로 보이겠지만 2년 후에는 초기 단계의 자율차/웨어러블/스마트팩토리/원격진료/스마트시티가 시장에 선보여지며 통신사 매출에 기여할 것으로 판단되기 때문이다. 전용회선 시장 성장 이후 뚜렷한 비즈니스 모델을 선보이지 못했던 B2B 시장이 17년 만에 재차 성장의 계기를 마련할 것이며, B2C 시장에서도 홀로그램/스마트워치/스마트글래스/스마트이어폰 등 차세대 디바이스가 휴대폰 중심의 이동전화 시장을 크게 변화시킬 공산이 크다. 3G/4G와는 비교 불가이며 2G 수준의 신규 매출 창출이 나타날 수 있을 전망이다.

2021년 이후 5G가 SA 시대로 접어들게 되면 사실상 신규 비즈니스를 통해 통신사들의 막대한 매출 창출이 가능할 것으로 보인다. B2C는 물론이고 B2B와 B2G 영역에서 5G 신규 매출이 급증할 전망이다. B2C에서는 자율차와 더불어 홀로그램/스마트워치/스마트글래스/스마트이어폰 등 웨어러블이 향후 신규 매출 창출원이 될 것으로 보이며 B2B에서는 스마트팩토리/드론/원격진료/스마트에너지가 오랜만에 통신사 매출 증대에 큰 기여를 할 것으로 기대된다. 5G 시대에는 정부를 대상으로 하는 B2G 비즈니스 모델까지 등장할 전망이다. 대표적으로는 스마트시티를 들 수 있다. 정부 주도의 인공지능형 도시에 5G 네트워크가 연동해 새로운 매출을 창출할 수 있을 것이란 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

(7) 현재 기대배당수익을 감안 시
통신사 주가 확실한 바닥권,
투자 리스크 낮고
안정적 수익 달성 전망

(7) 통신사 장/단기 배당금 전망이 낙관적이다. 올해 기대배당수익률로 볼 때 현 주가 바닥권으로 평가되며 장기 배당금 전망으로 볼 때 장기 실적 호전 기대감이 높아질 것이란 판단이다.

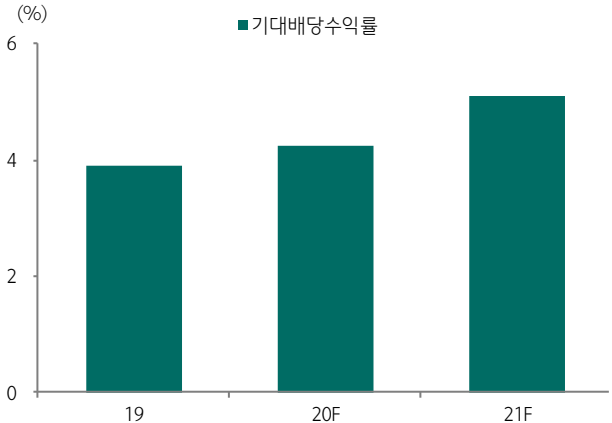
바야흐로 배당 시즌이다. 국내 대표 상장사들의 기대배당수익률이 예전 대비 크게 높아진 상황이지만 여전히 통신사의 기대배당수익률은 매력적이다. 현 주가 기준으로 KT의 기대배당수익률이 4.7%, SKT는 4.2%에 달한다. 현재 국내 금리 수준을 감안 시에도 당연히 매력적일 수 있지만 과거 배당수익률 밴드 추이를 살펴볼 필요가 있다. 현 주가 수준에서는 극단적으로 업황/실적과 상관없이 배당금만 지켜진다고 해도 강한 주가 하방 경직성 확보가 예상되기 때문이다. 배당수익률 밴드로 볼 때 확실한 락바텀이라 최소한 투자 시 손해 볼 가능성은 낮다는 판단이다.

그림 20. 국내 3년 만기 회사채 수익률 추이



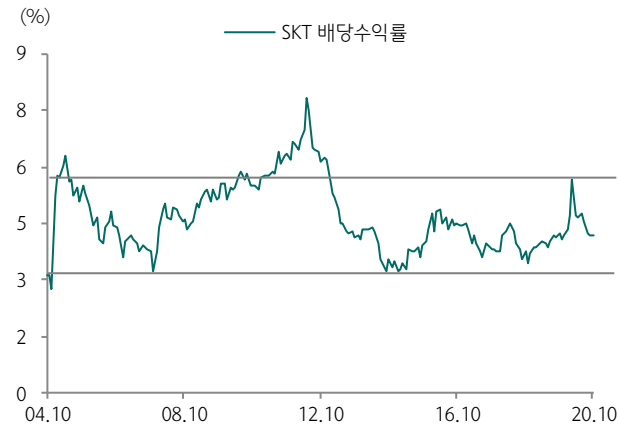
자료: 금융투자협회, 하나금융투자

그림 21. SKT 기대배당수익률 전망



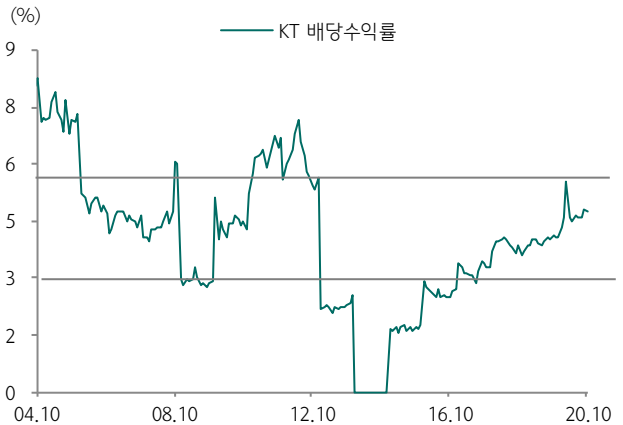
자료: SKT, 하나금융투자

그림 22. SKT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 23. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

올해 LGU+ 배당금 증가 유력,
내년엔 3사 모두 배당금 증가 예상,
특히 SKT 중간 배당 증가 가능성에
주목

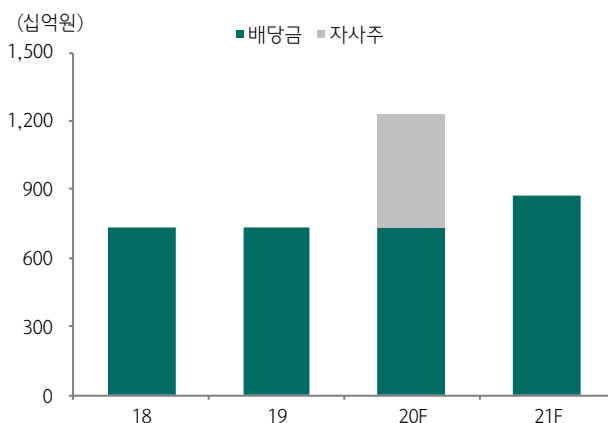
통신 3사의 배당금 전망 또한 낙관적이다. 올해는 LGU+만 배당금 증가가 예상되지만 내년 도엔 통신 3사 모두 배당금이 증가할 공산이 크다. 올해 통신 3사 실적이 당초 예상과 달리 양호할 전망이다가 장기 실적 전망이 밝기 때문이다. 배당금 규모는 SKT/KT가 작년 수준, LGU+는 상향 조정이 예상된다.

SKT는 2020년 주주이익환원 금액 증가가 예상된다. 통신부문에서 당초 우려와 달리 올해에 지난해 수준의 영업이익을 기록할 전망이다가 SK하이닉스를 비롯한 자회사 실적이 개선되고 있어 올해 배당을 동결할 가능성이 높으며, 추가로 5천억원 규모의 자사주 매입을 진행 중이기 때문이다. 이미 SKT 경영진은 2분기 실적 발표를 통해 올해 배당금 동결을 언급한 바 있다. 하나금융투자에서는 올해 중간 배당금 주당 1천원과 더불어 기말 배당금 주당 9천원 지급을 예상하고 있다. 여기에 하이닉스가 1천원+현금흐름의 5% 배당정책을 설정했음을 감안 시 2021년 SKT 배당금은 12,000원까지 올라갈 전망이다. 내년엔 통신부문의 실적이 호조세를 나타낼 것이 유력하기 때문이다.

LGU+ 역시 올해 주주이익환원금액 증가가 예상된다. 당초 예상보다도 더 높은 이익 성장을 나타낼 것으로 보여 배당금 증가가 유력해지는 상황이기 때문이다. 이러한 이유로 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.

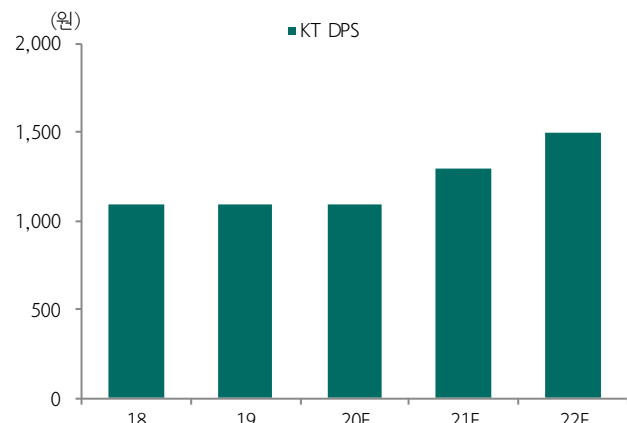
KT도 올해 최소한 배당금 동결이 예상된다. 이미 지난 5월 신임 구현모 CEO 취임 후 장기 경영 방침 및 배당 정책을 발표하였다. 2020년에 지난해 수준 이상의 주주이익환원과 더불어 장기 배당 증가를 이미 공식화한 상황이라 변수는 없다. 올해 주당 1,100원 이상의 배당금 지급이 유력하며 2021년 이후 지속적인 배당금 증가가 예상된다. 2022년 통신 부문 영업이익이 1조원이라는 경영진 목표를 가정할 시 그렇다.

그림 24. SKT 주주이익 환원금액(배당금+자사주) 전망



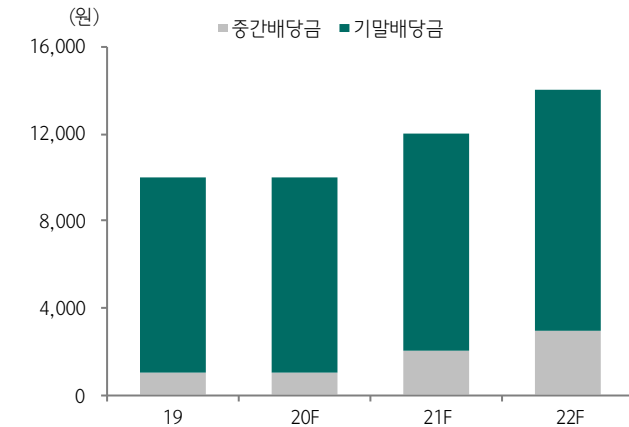
자료: SKT, 하나금융투자

그림 25. KT DPS 전망



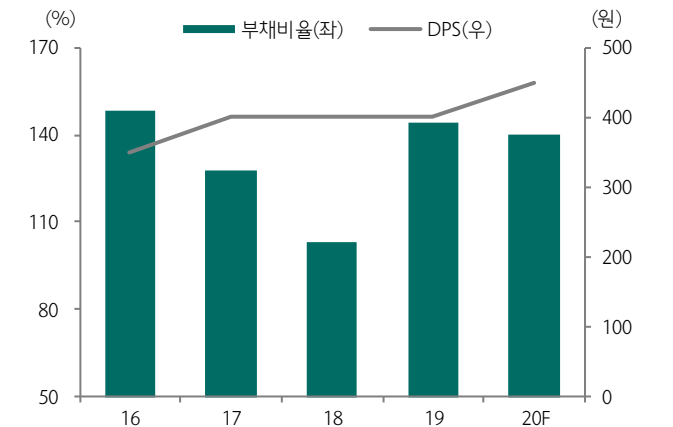
자료: KT, 하나금융투자

그림 26. SKT 중간 및 기말배당금 전망(낙관적 시나리오)



자료: SKT, 하나금융투자

그림 27. 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

통신 3사가 장기 배당금 증가와 더불어 주주이익환원 규모 증가를 본격적으로 언급하고 나섰다. 이에 따라 통신사 주가 전망은 낙관적이란 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 통신부문 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 있겠다.

그림 28. 통신주 투자에 배당금이 중요한 이유

- 1 배당금은 미래 실적에 대한 자신감의 표현
- 2 통신주 바닥은 PER 보단 기대배당수익률로 결정
- 3 DPS 변동이 주가 흐름을 결정하는 경우가 많았음

자료: 하나금융투자

(8) 3분기 이후 통신사 본격
실적 개선 시 규제 환경 개선에
따른 리레이팅 과정 나타날 것

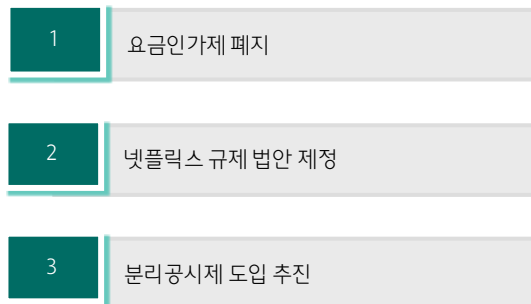
(8) 통신사 리레이팅이 나타날 전망이다. 실적 개선과 더불어 규제 양상이 어느 때보다 양호
하기 때문이다. 통신사 실적 개선이 본격화된 이후 규제 개선에 따른 주가 반영이 나타
날 것으로 판단된다.

2020년 2분기 이후 요금인가제가 폐지되고 넷플릭스 규제 법안이 제정되는 등 통신사에 파
격적인 규제 개선 방안이 마련되고 있지만 정작 통신주의 의미 있는 상승은 나타나지 않았
다. 가장 큰 이유는 아직까지 통신사들의 실적 향상이 본격적으로 나타나지 않고 있기 때문
이다.

하지만 통신사 실적 개선이 이제 본격화될 전망이어서 사정이 달라질 것으로 보인다. 통신사
실적이 좋아지고 성장 기대감이 높아질 때 항상 등장할 수 있는 악재가 인위적인 통신 요금
인하 권고와 망패권 문제인데 올해 이와 관련된 2가지 규제가 모두 제거되었기 때문이다.
여기에 연말엔 분리공시제 시행까지 이루어질 가능성이 높다. 폰 가격의 구조적인 하락과 더
불어 통신사의 불필요한 마케팅비용 지출을 막아줄 것이어서 긍정적이다.

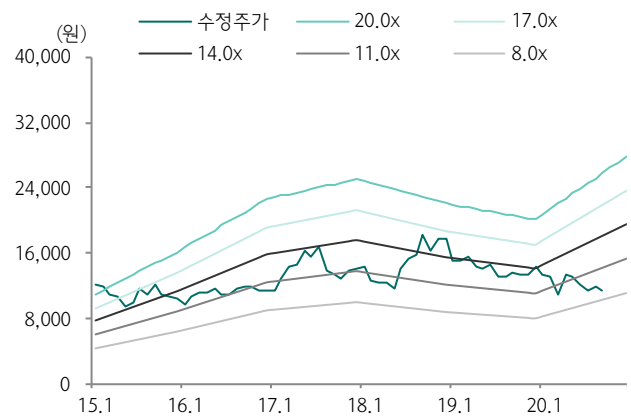
과거에도 규제 개선은 당장 통신사 주가에 반영되기 보다는 실적 향상이 본격화될 시
Multiple 향상으로 차후에 주가에 반영되는 경우가 많았다. 2020년 3분기부터 통신사 실적
이 본격 개선됨을 감안 시 금년 연말 이후 통신주 리레이팅이 나타날 가능성이 높다는 판단
이다.

그림 29. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 30. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

진짜 5G의 조기 도입은 통신사
한 단계 높은 Multiple 적용을
가능하게 할 것으로 판단

2021년부터 진짜 5G 시대로의 진입이 예상된다는 점도 통신주 리레이팅 가능성을 높여주고 있다. 10월 5G 가입자 1,000만명 돌파가 예상되긴 하지만 아직까진 LTE와의 차별성이 높지 않은데 내년부터는 5G가 IoT로 진화하는 모습을 나타내면서 Q(디바이스)의 성장 기대감, B2B/B2G 비즈니스 확대 기대감이 커질 수 있기 때문이다.

특히 최근 정부가 디지털 뉴딜 정책 강화에 나서면서 5G 생태계 조성이 본격적으로 이루어질 가능성이 높아지고 있어 긍정적이다. C-ITS(차세대 지능형 교통 시스템) 구축, 자율자동차 보험의 등장, 스마트팩토리 협력 강화, AI 사업 협력, 5G 급행차선 도입 논의 본격화, 빅데이터 3법 처리, 5G 투자 세액 공제 혜택 부여, 2021년 28GHz 투자 본격 돌입 등이 대표적이다.

과거 많은 투자자들은 매출 성장 기대감이 높아질 시 통신주 Multiple이 크게 확장된 경험을 갖고 있다. 서서히 통신주 High multiple 적용을 고민해야 할 시점이라는 판단이다.

그림 31. 진짜 5G 도입 임박 징후

C-ITS(차세대 지능형 교통 시스템) 구축	5G 급행차선 도입 논의 본격화
자율자동차 보험의 등장	빅데이터 3법 처리
스마트팩토리 협력 강화	5G 투자 세액 공제 혜택 부여
AI 사업 협력	2021년 28GHz 투자 본격 돌입

자료: 하나금융투자

10월 통신서비스 업종 수익률은
KOSPI 수익률을 상회,
소폭 반등세 시현

3) 10월 통신업종 수익률 KOSPI를 소폭 상회, 3사 모두 소폭 올라

10월에도 국내 통신 3사 주가가 탄력적인 반등세를 시현하지는 못했지만 KOSPI대비로는 나쁘지 않은 모습을 보였다. 아무래도 KOSPI가 지지부진한 양상을 나타내는 가운데 3분기 실적 시즌을 맞이하여 통신 3사 실적이 나쁘지 않을 것이라는 기대감도 작용한 것으로 보인다.

SKT가 나노스 투자 파문, 티맵 모빌리티 분사 우려 등 다소 어이없는 악재에 휘말리는 모습이었지만 곧 정상화되는 모습을 보였고 LGU+에 대한 화웨이 우려가 지속되었고 KT의 수급 불안 양상이 나타났지만 양사 모두 강한 하방경직성을 나타내며 완만하지만 주가 상승 양상을 보였다.

표 6. 2020년 10월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	4.1	9.1	0.5	1.8

주: 지수는 10/23 종가 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 7. 2020년 10월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	3.2	14.7	(0.4)	7.4
KT	3.3	(2.1)	(0.3)	(9.4)
LG유플러스	8.8	4.0	5.2	(3.3)

주: 주가는 10/23 종가 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

3분기 실적 시즌 통신주 본격 상승
전망, 실적 흐름/제반 이슈 감안 시
통신주 오를 가능성 높아

4) 11월 3Q 실적 시즌 이후 통신주 상승 본격화 전망, 이젠 비중 늘려야

제반 상황을 감안 시 11월엔 통신주가 KOSPI 수익률을 상회할 가능성이 높아 보인다. 3분기 영업이익 증감률도 중요하지만 KT 일회성손익을 제거 시 통신 3사 합산 연결 영업이익이 1조원에 육박해 호황기에 버금가는 이익 레벨을 보여줄 것으로 기대되고 규제 상황도 양호하기 때문이다. 여기에 진짜 5G로 진화하는 여러 징후들도 서서히 포착될 것으로 보여 긍정적 주가 반응이 예상된다.

10월 국감에서 5G 품질 논란 및 요금 인하가 크게 이슈화 되었지만 당초 하나금융투자 예상대로 5G 통신 요금 인하 권고가 나오진 않았고 분리공시제도 도입이 크게 이슈화 되었다. KT가 당초 상반기에 출시할 것으로 예상했던 5G 4~5만원대 요금제를 국감 시즌에 출시했을 뿐인데 사실상 국감을 의식한 조치로 판단하긴 어렵다. 그보다 5G 가입자 유치 전략상 계산이 깔려 있었다고 볼 수 있겠다.

물론 이번 국감에서 5G 커버리지 조기 확충 및 소비자 불편 개선, 일부 피해자 보상 등이 이슈화된 것은 맞다. 따라서 5G 품질 논란이 지속될 경우 향후 정부의 규제가 강화될 가능성이 있다. 하지만 현재 통신사들이 이러한 분위기를 충분히 인지하고 있고 올해 연말부터는 5G 커버리지 확충에 본격적으로 나설 공산이 커 5G 커버리지 문제가 통신사에 부정적 영향을 줄 정도로 파장이 확산될 가능성은 낮다는 판단이다.

11월에 부각될 통신산업 이슈는 많다. 1) 3분기 통신 3사 실적 발표, 2) 애플 아이폰 5G 출시 이후 5G 순증 가입자 동향, 3) 대리점 리베이트 및 통신사 SAC(인당 획득 비용) 동향, 4) 3G/4G 주파수 재할당 가격 논의 및 결정, 5) 분리공시제 도입 논의, 6) 단통법 수정 및 폐지 논의 등이 대표적이다.

이렇다고 볼 때 11월 통신주 전망은 밝다. 단통법 폐지 논의가 다소 부담되지만 이와 동시에 분리공시제 도입 논의가 시작되고 있어 투자 심리가 악화될 가능성은 낮아 보인다. 더 쎄 마케팅 규제가 논의되고 있기 때문이다. 무엇보다 11월 말 3G/4G 주파수 재할당 가격 논의가 본격화될 것인데 어쨌든 과거 할당 가격대비 대폭 낮아진 가격으로 정해질 가능성이 높아 2022년까지 장기 실적 전망을 밝게 한다.

3분기 실적 시즌을 맞이하여 통신 3사가 완벽한 이익 턴어라운드를 달성할 전망이고 5G 순증 가입자 증가로 장기 매출 성장 기대감을 높여줄 것이란 점도 빼놓을 수 없는 호재이다. 5G 순증 가입자수 증가까지 나타나면서 통신산업 장기 이동전화 ARPU 상승과 영업이익 증가 기대감 팽창이 예상된다.

11월 3분기 실적 시즌엔
통신주 공격적 매수 추천,
실적 개선 기대감 향상에
각종 재료 부각되면서 주가 반등 예상

표 8. 11월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	3분기 통신 3사 영업이익합계 9,477억원(+23% YoY, +1% QoQ)으로 컨센서스 크게 상회할 전망 5G 월별 순증 가입자수 큰 폭 확대 전망, 10월 이후 ARPU 성장 기대감 높여줄 듯 - SKT 올해 성과급 자사주로 지급, LGU+ 경영진 KPI에 추가 포함시킬 듯, 주주 친화적 정책 기대 12월 유보신고제 시행, 통신상품 사전 신고 아닌 사후 규제 받게 되어 요금 규제 크게 완화 전망 - KT 5G 중저가 요금제 출시, 3G/4G 저가 요금제 가입자들의 5G로의 이동 촉진되며 매출 증가 전망 - SKT 모빌리티 사업 분사, 장기적으로는 자율주행/공유경제 주력 자회사로 성장 예상되어 긍정적 11월 3G/4G 주파수 재할당 가격 논의, 총 주파수 할당 가격 크게 낮아질 것으로 보여 긍정적 - SKT 원스토어 및 ADT 캡스 IPO 추진, SKT 저평가 논란 커질 전망 - 디지털 뉴딜 정책 본격화, 진짜 5G로의 진화 본격화로 통신사 장기 시가총액 증가 기대감 커질 듯 - LGU+ 올해 배당금 증가 가능성 높아지는 상황, 내년엔 SKT 중간 배당/KT 배당 증가 유력 - C-ITS 구축에 이어 자율주행차 보험 곧 출시될 예정, 5G 기반의 뉴비즈 성장 기대감 커질 전망 - 데이터 3법 시행, 유동인구/소비/상권 데이터 상품 출시, 통신사 B2B 사업 확대에 긍정적 - 국내외 데이터 트래픽 폭증 양상, 장기 이동전화매출액 증가 기대감 높아질 전망 - 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 우려 커질 전망 - 국감에서 5G 지역별 커버리지 공개 요구 커지는 상황, 통신사 4분기 5G CAPEX 큰 폭 증가 예상 2021년까지 통신 3사 CAPEX 8조원 이상으로 유지될 전망, 2020년 이후 감가비 부담 커지는 상황 - 단통법 수정 또는 폐지론 부상할 듯, 실제 영향 없지만 단기 투자 심리에는 부담 - LGU+ 화웨이 우려로 실적 개선에도 불구하고 좀처럼 수급 개선 이루어지지 못하는 양상 - 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	3Q부터 본격적인 실적 향상 전망/규제 상황 양호함에 따라 11월엔 통신주 적극 매수 추천

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick SKT, 11월 투자매력도 SKT>LGU+>KT

1) 12개월 Top Pick을 SKT로 유지

12개월 Top Pick을 SKT로 유지,
본격적인 실적 개선과 더불어
다양한 재료 보유하고 있기 때문

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 SKT로 유지한다. 하나금융투자에서는 1) 장/단기 이익 흐름 및 성장률, 2) 5G 도입에 따른 수혜 정도, 3) 이동전화/초고속인터넷/IPTV 매출액 전망, 4) 마케팅비용/감가상각비 등 비용 전망, 5) 정부 규제 및 유통 구조 변화 예측, 6) 신사업 및 M&A가 실적 및 주가에 미치는 영향, 7) 자회사 실적 전망, 8) 단말기/네트워크/유통 등 본원적 가입자 유치 경쟁력, 10) Valuation 매력도, 11) 기대배당수익률, 12) 지배구조 개편 가능성 및 영향 등을 종합적으로 고려하여 통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 선정하고 있다. 그런데 이러한 기준 하에 향후 12개월간 투자 매력도를 평가하면 통신 3사 중 SKT가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

SKT는 3분기 통신/비통신 부문에서 모두 개선된 실적을 나타낼 것으로 예상되는 가운데 최근 높은 5G 순증 가입자 M/S를 보여주고 있어 향후 상대적으로 이동전화 APRU 측면에서 우수한 면모를 드러낼 전망이다. 여기에 성장성이 높은 자회사 IPO에 나서 시장 가치를 드러냄과 동시에 2021년 하반기 지배구조개편을 통해 시가총액 증대를 모색할 것으로 보여 긍정적이다. 2021년 중간/기말 배당 증가가 예상된다는 점을 감안 시 안정적인 계단식 주가 상승세가 향후 2년간 펼쳐질 가능성이 높다는 판단이다.

표 9. 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 증대 지속 전망 - 원스토어/캡스 2021년도 IPO 예정, 자회사 가치 감안 시 절대 저평가 - 요금인가제 폐지, 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적	- 정부/정치권/언론 눈치보기로 지배구조개편 추진 지연 상황 5G 킬러 서비스 부재, 5G 기대감 저하 5G 커버리지 낮아 보급률 급격히 증가하기 어려운 상황 - 하이닉스 이익 높지 않아 올해/내년 기준 PER 낮지 않은 편
KT	- 이동전화/초고속/미디어 등 기존 사업 ARPU 성장 통한 실적 향상 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+	- 통신 3사 중 통신부문에서 가장 높은 이익 성장 기록할 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 - 자금 소요 여전히 많은 상황, 단기 재무구조 악화 불가피 - 매출액 성장률 저하, 낮은 5G 순증 가입자 M/S
종합평가	실적 좋아지고 있고 장/단기 호재 풍부하며 수급 개선 예상되는 SKT가 3사 중 가장 투자 유망한 것으로 평가	

자료: 하나금융투자

2) 11월 투자 매력도 역시 SKT>LGU+>KT 순으로 평가

11월 투자 매력도 역시 SKT>LGU+>KT 순으로 평가, 장/단기 호재 풍부한 SKT를 가장 선호

3분기 어닝 시즌엔 통신 3사 중 SKT 투자 매력도가 가장 높다고 판단하고, 11월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 SKT>LGU+>KT로 평가한다.

SKT를 11월 Top Pick으로 선정하는 이유는 3Q 이후 국내 통신사들이 본격적인 이익 성장 국면으로 진입할 것으로 예상되는데 SKT의 통신부문 이익 턴어라운드/이동전화 ARPU 상승이 가장 큰 시장의 화두가 될 전망이다. 다소간의 잘못된 해석/투자 심리 악화로 주가가 예상보다 낮은 수준에 머물러 있다는 점도 기회요인이 될 것으로 보인다. 11월에도 경쟁사대비 SKT 재료가 압도적으로 더 많고 수급상 강점도 있어 투자 유망하다는 판단이다.

통신 3사에 대한 구체적인 11월 투자 전략을 언급하면 다음과 같다.

표 10. 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 11. 11월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(10/23)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	SKT	236,000원	220,000~300,000원	14.7	0.7	• 주주이익환원 규모 증가/자회사 IPO 기대감 상승 중
2	LGU+	11,700원	11,000~18,000원	8.5	0.7	• 화웨이 이슈 감안해도 실적대비 주가 너무 낮은 상황
3	KT	23,150원	22,000~30,000원	8.8	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 12. 11월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(11월)	순위(10월)	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	3	-	• CEO 교체 이후 2021년까지 장기 실적 전망 낙관적, 하지만 단기 재료 노출 양상이라 다소 부담

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

3) 11월에도 SKT Top Pick으로 선정, 실적 호전 이후 호재 부각될 것

11월에도 SKT를 가장 선호,
3분기 실적 양호할 전망이어서
규제 개선/자회사 가치 부각이
이슈로 부상할 것으로 예상되기 때문

11월 Top Pick은 SKT로 선정한다. 3분기 실적 시즌 매수 강도를 높일 필요가 있다는 판단이다. 구체적인 추천 사유를 들자면 다음과 같다.

- 1) 3분기 어닝 시즌을 맞이하여 장기 실적 호전에 대한 기대감이 높아질 것으로 보인다. 3분기엔 통신부문 영업이익이 YoY/QoQ 모두 증가 전환할 것으로 판단되고, 최근 5G 순증가입자수가 큰 폭으로 증가하는 모습이기 때문이다. 마케팅비용이 전년동기비로는 감소하면서 비용 증가에 대한 우려가 줄어드는 동시에 이동전화 ARPU 상승 기대감이 높아질 것으로 보여 긍정적이다.
- 2) 다소 어이없는 이유로 단기 주가가 하락하였다. 투자 회사인 미국 상장사 나눅스 주가 하락과 티맵 모빌리티 분사가 이상한 방향으로 이슈화되었기 때문이다. 투자 금액과 평가 차익을 감안할 때 나눅스 주가 하락이 SKT에 미칠 영향이 미미하고 티맵 모빌리티 분사가 악재라고 볼 수 없는데 LG화학 물적 분할 사례와 비교되면서 주가 하락이 나타났다. 주가 정상화 시 주가 상승 폭을 키울 수 있을 것으로 판단된다.
- 3) 자회사 기업 가치가 급증하는 양상이다. SK하이닉스 주가 전망이 밝은 데다가 11번가, SK브로드밴드, ADT캡스, 원스토어가 높은 가격으로 IPO를 추진 중이며, 이번에 분사한 티맵 모빌리티 역시 2025년을 목표로 IPO를 추진할 것으로 알려지고 있기 때문이다. 티맵 모빌리티 IPO 추진 가격은 5조원 수준이 될 전망이다.
- 4) 올해에 이어 내년 이후에도 높은 규모의 주주이익환원(배당금+자사주)이 예상된다. 금년엔 기존 배당금 유지가 유력한 데다가 자사주 5천억원을 취득할 예정임에 따라 총 1.2조원의 주주이익환원이 예상된다. 내년엔 주당배당금이 현재 10,000원에서 12,000원으로 증가할 가능성이 높다. 하이닉스가 1,000원+현금흐름의 5%를 배당금으로 지불하기로 배당 정책을 정했는데 이 경우 내년엔 중간 배당이 2천원으로 증가할 수 있고 통신부문 이익 증가로 기말 배당 역시 10,000원으로 높아질 것으로 기대되기 때문이다.

SKT는 투자 전략상 이제부터 2021년 말 40만원 주가 달성을 기대한 장기 적극 매수에 나설 것을 권고한다. 하루라도 빨리 SKT 주식 매수에 나설 것을 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 13. SKT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	17,743.6	18,290.7	19,186.2
영업이익	1,110.0	1,304.1	1,490.5
(영업이익률)	6.3	7.1	7.8
세전이익	1,162.6	1,660.8	2,506.6
순이익	889.9	1,311.8	1,935.6
(순이익률)	5.0	7.2	10.1

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

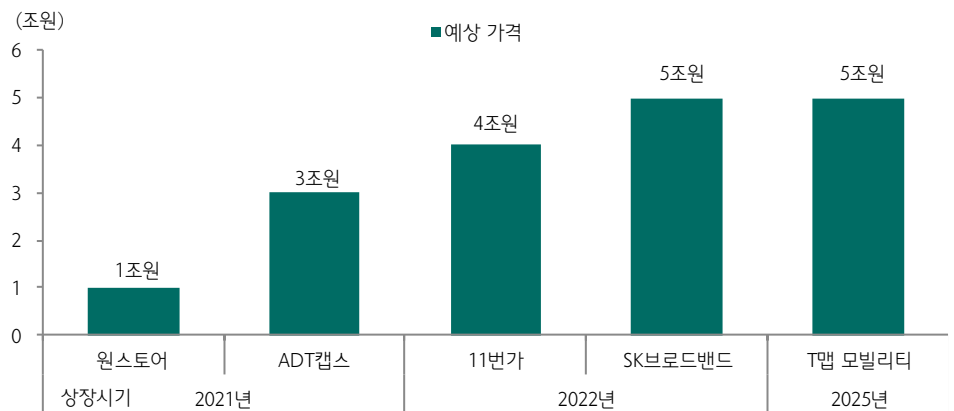
표 14. SKT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,606.8	4,630.7	4,657.6	4,772.8	4,832.9	4,923.0
영업이익	302.0	359.5	365.9	276.7	355.2	384.9	415.6	334.8
(영업이익률)	6.8	7.8	7.9	6.0	7.6	8.1	8.6	6.8
세전이익	370.0	548.3	435.9	306.6	430.2	570.6	752.0	753.9
순이익	309.4	427.2	337.1	238.1	332.3	440.3	580.5	582.5
(순이익률)	7.0	9.3	7.3	5.1	7.1	9.2	12.0	11.8

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

그림 32. SKT 자회사 상장 시기 및 가격 전망



자료: SKT, 하나금융투자

LGU+ 화웨이 우려로
주가 오르지 못했다는 점에
주목할 시점,
실적으로 관심 이동할 시
의외로 높은 주가 상승도
가능할 전망

4) LGU+ 과도한 주가 눌림 상황, 3분기 베풀할 만한 상황

LGU+의 경우엔 3분기 실적 시즌엔 LGU+에 한번쯤 베풀해 볼 것을 권한다. 물론 아직까진 화웨이 장비 수급 이슈에 대한 지나친 투자자들의 우려가 부담스러운 것은 사실이다. 하나금융투자에선 실제 화웨이 리스크가 크지 않으며 해결 방안이 충분히 존재하고 주가 반영이 과도한 상황이라고 지속적으로 언급하고 있지만 여전히 투자 심리는 좋지 않은 편이다. 하지만 현 시점/주가 수준에선 LGU+에 다소 공격적으로 접근할 필요가 있다. 왜냐하면 현 주가 수준에선 추가적인 하락 폭이 크게 나타나기 어렵고, 외국인들을 중심으로 이번 3분기 실적 발표를 계기로 화웨이 리스크에서 벗어나 실적에 주목한다면 의외로 높은 주가 상승을 기록할 가능성이 높기 때문이다. 추가적인 추천 사유를 들면 다음과 같다.

- 1) 1Q/2Q에 이어 3Q에도 어닝 서프라이즈가 예상된다. 3분기 이동전화 가입자/ARPU 모두 양호한 성장세를 나타내는 가운데 마케팅비용 안정세가 지속될 전망이다. 최근 5G 순증 가입자 M/S가 20% 수준으로 부진한 것이 살짝 아쉽긴 하지만 흠잡을 데 없는 실적을 기록할 것으로 보여 장기 실적 개선 기대감을 높여줄 것으로 예상된다. 무엇보다 성장과 더불어 수익성을 챙기는 LGU+ 경영진 스타일이 이번 실적에서도 잘 드러날 것으로 보여 긍정적이다.
- 2) 실적대비 현 주가가 낮은 수준에 머물러 있다. 아마도 과거 LGU+가 이동전화 매출액/영업이익이 증가하는 흐름 속에 분기별 영업이익이 2,400억원 수준을 기록했다면 주가가 16,000원~18,000원 수준에서 형성되었을 가능성이 높다. 그런데 최근 LGU+ 주가는 11,000원~12,000원 수준에 머물러 있다. 사실상 최근 실적만 본다면 국내 통신 3사 중 단기 투자 매력도가 가장 매력도가 높은 상황이다. 3분기 어닝 시즌 LGU+에 집중해야 하는 이유다.
- 3) 올해에 이어 내년 이후에도 장기 배당금 증가가 예상된다. 작년 하반기만해도 우려가 컸지만 올해 상반기 들어 보여주었듯이 LGU+ 경영진들은 무리한 마케팅 전략을 펼치기보다 수익성을 챙기는 가운데 5G를 통한 성장 전략을 추진 중이다. 이러한 경영 전략 덕분에 올해에 이어 내년에도 배당금은 증가할 공산이 크다. 이는 LG(주) 방침과도 부합한다. 이미 LGU+ 경영진들은 2분기 컨퍼런스 콜에서 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 15. LGU+의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	12,382.0	13,394.4	14,381.3
영업이익	686.2	893.8	988.0
(영업이익률)	5.5	6.7	6.9
세전이익	573.9	777.9	891.2
순이익	438.9	602.3	713.0
(순이익률)	3.5	4.5	5.0

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: LGU+, 하나금융투자

표 16. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

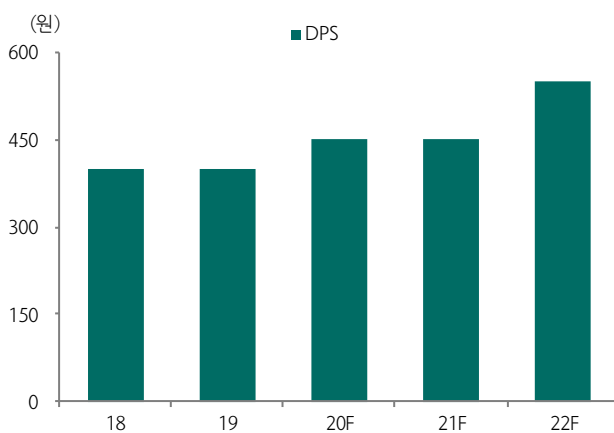
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,286.6	3,272.6	3,372.3	3,462.8	3,500.8	3,561.4	3,615.7	3,703.3
영업이익	219.8	239.7	241.4	193.0	231.7	256.6	268.4	231.3
(영업이익률)	6.7	7.3	7.2	5.6	6.6	7.2	7.4	6.2
세전이익	193.5	205.7	214.9	163.8	205.9	230.2	247.0	208.1
순이익	148.8	150.6	171.9	131.0	164.7	184.2	197.6	166.5
(순이익률)	4.5	4.6	5.1	3.8	4.7	5.2	5.5	4.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

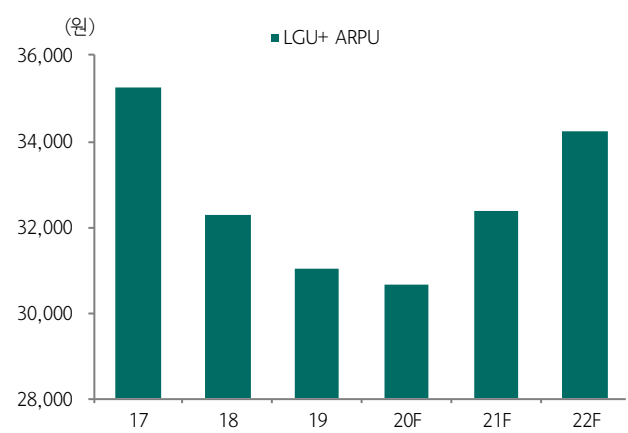
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 33. LGU+ DPS 전망



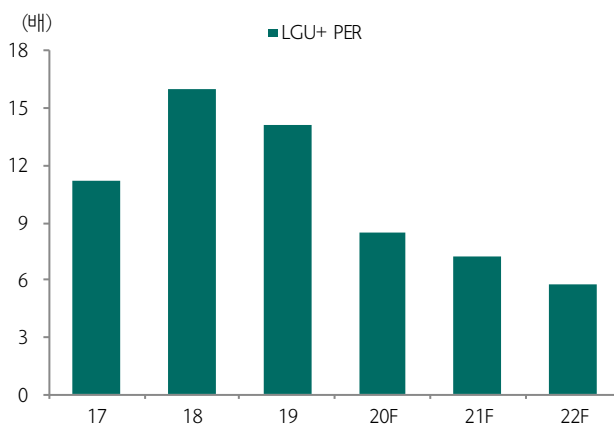
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 34. LGU+ 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 35. LGU+ PER 추이 및 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 36. 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

5) KT 3Q 내용상 실적에 주목, 하방 경직성 갖춘 가운데 주가 오를 것

KT 3Q 외견상 실적 살짝 아쉬울 듯,
하지만 내용상 실적 양호해
장기 실적 기대감으로
주가 상승할 것

KT 주가가 지지부진한 양상을 지속하고 있다. 2분기에 이어 3분기 실적도 그리 좋지 않을 것이고 특별히 부각될 호재가 없는 것이 가장 큰 문제이다. 하지만 강한 하방 경직성을 확보한 가운데 점진적 주가 상승을 나타낼 것으로 예상되므로 절대 수익을 추구하는 투자자라면 이번 3분기 실적 시즌 매수에 임할 것을 권한다. 금년도 5월 CEO 투자가 미팅에서 언급된 내용들을 체크하면서 장기 주가가 지속 상승할 것이란 판단인데 구체적 추천 사유를 언급하면 다음과 같다.

- 1) 3분기 실적이 내용상 우수할 것으로 보여 서서히 장기 실적 호전 기대감이 높아질 전망이다. 일회성비용을 제거하면 YoY/QoQ 모두 의미 있는 이익 성장을 나타낼 것이고 이 동전화 ARPU, 가입자 성장이 나타나는 가운데 마케팅비용이 전년동기뿐만 아니라 전분기 대비로도 정제 양상을 나타낼 전망이다. KT의 경우 어찌 보면 전분기로는 임금 인상 소급분 외에 방송통신발전기금도 일회성 항목이라고 평가할 수 있다. 따라서 전분기 대비로는 월등히 개선된 실적을 기록할 것이란 판단이다.
- 2) 최소한 현 주가 수준에서는 주가 하락 리스크는 없다. 역사적 배당 수익률 밴드 및 현 기대배당수익률로 볼 때 그렇다. 이미 올해 배당 감소 리스크가 없음이 CEO 투자가 미팅을 통해 확인된 상황이므로 뚜렷한 주가 하방 경직성 확보가 예상된다.
- 3) 코로나 19 여파에도 불구하고 자회사 영업이익 기여도가 올해 1분기를 저점으로 회복되는 양상이다. 무엇보다 스카이라이프와 BC카드 실적이 저점을 형성중이어서 긍정적이다. 부동산 자회사 영업이익 기여도가 더 이상 감소하는 모습을 보이지 않는다면 내년부터 통신부문뿐만 아니라 자회사 영업이익 기여도 역시 점진적 증가세를 나타낼 것으로 판단된다.
- 4) DPS가 2019년 1,100원에서 2022년 1,500원까지 확대될 수 있다. 지지부진한 주가 흐름이 좀 더 나타날 수 있지만 향후 배당금 증가에 따른 주가 1~2 단계 레벨업이 예상된다. 과거 경험을 되새겨보면 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.

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 17. KT의 연간 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	19	20F	21F
매출액	24,342.2	23,952.6	25,693.5
영업이익	1,151.0	1,297.6	1,460.8
(영업이익률)	4.7	5.4	5.7
세전이익	979.7	1,114.9	1,244.1
순이익	619.1	683.6	870.9
(순이익률)	2.5	2.9	3.4

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KT, 하나금융투자

표 18. KT의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

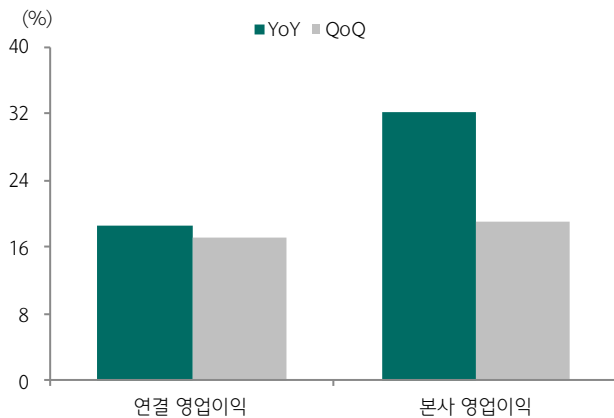
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	5,831.7	5,876.5	6,024.4	6,220.0	6,299.4	6,362.0	6,388.0	6,644.0
영업이익	383.1	341.8	340.5	232.3	412.5	392.1	405.6	250.5
(영업이익률)	6.6	5.8	5.7	3.7	6.5	6.2	6.3	3.8
세전이익	367.2	307.9	293.0	146.9	363.4	345.5	361.1	174.0
순이익	208.3	176.6	205.6	93.1	257.9	244.0	256.0	113.0
(순이익률)	3.6	3.0	3.4	1.5	4.1	3.8	4.0	1.7

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

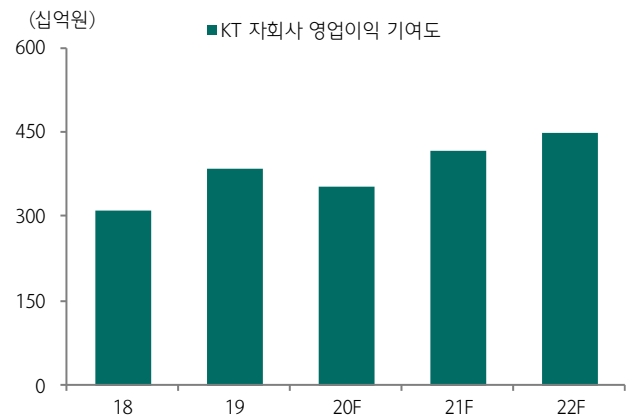
자료: KT, 하나금융투자

그림 37. 일회성비용 제거 시 3Q 영업이익 증감률 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 38. KT 연간 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: KT, 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 마케팅비용 이슈 부상하긴 어려울 듯

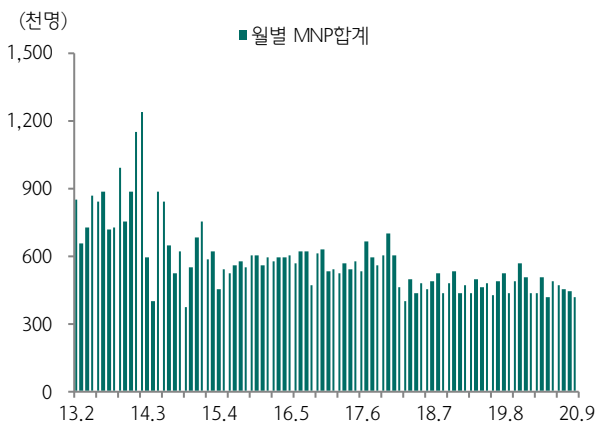
1) 5G 순증 가입자 폭증에도 보조금 대란은 발생하지 않는 상황

월간 5G 순증 가입자 폭은 크게 확대되는 양상, 하지만 인당보조금/번호이동건수/광고비는 정체 양상 지속

9월 이후 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려가 커지는 양상이다. 아무래도 전략 폰이 다수 출시되고 5G 순증 가입자가 크게 확대되는 양상이기 때문이다. 8월 5G 순증 가입자수가 80만명을 기록한 가운데 국내 5G 순증가입자수 확대 양상이 지속되는 상황이며 현 추세라면 10~11월 국내 5G 순증 가입자 수는 월 평균 100만명에 달할 전망이다.

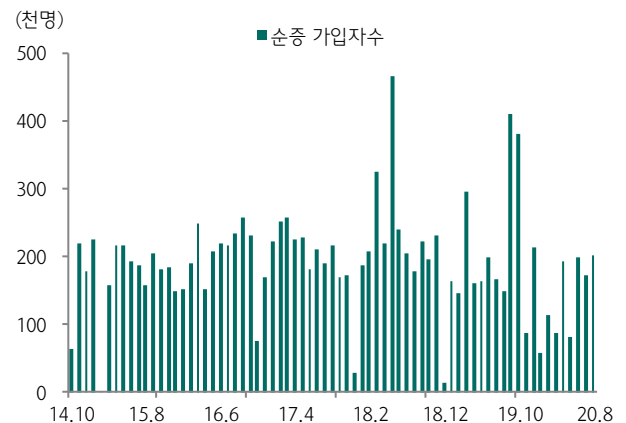
그럼에도 불구하고 번호이동, 통신사 SAC(인당 획득 비용), 광고비는 큰 변화가 없는 양상이다. 인당 획득비용은 미미한 수준의 증가에 그친 것으로 확인되고 있으며 번호이동건수도 9월 42만건으로 8월대비 2만명 감소, 50만명 이하 수준을 유지 중이다. 광고비 역시 큰 변화가 없는데 아무래도 코로나 19에 따른 행동 제약 원인이 가장 크다. 사실상 5G 순증 가입자수 증가에 따른 휴대폰 판매량 증가를 제외하면 통신사 마케팅비용 측면에서 큰 변수는 포착되고 있지 않다.

그림 39. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



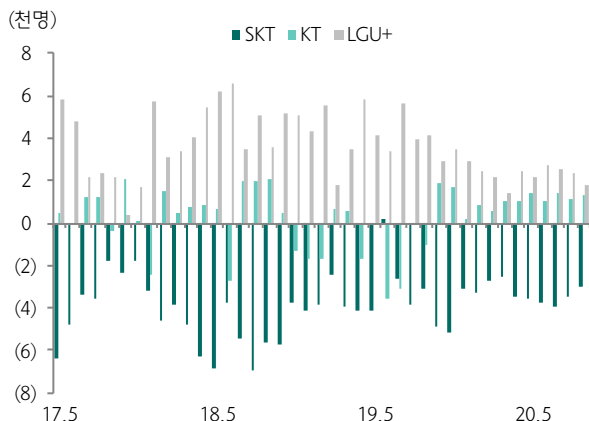
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 40. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



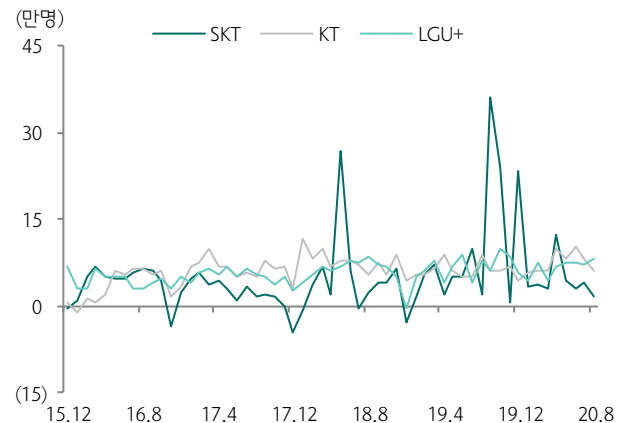
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 41. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



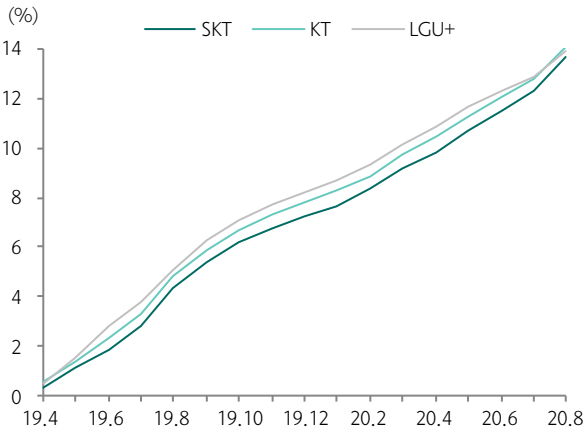
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 42. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



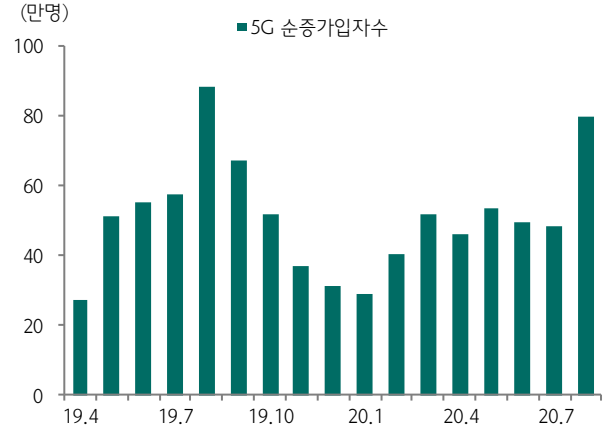
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 43. 통신 3사 5G 보급률 추이



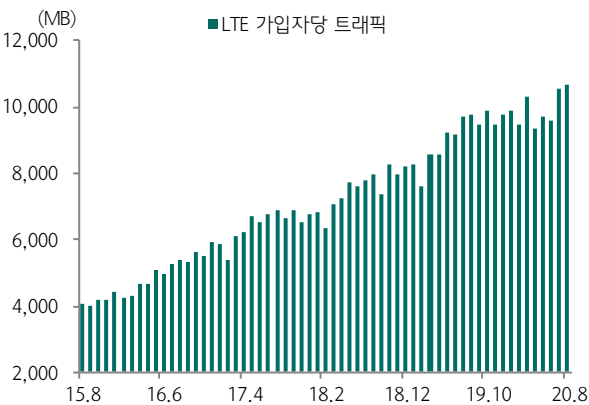
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 44. 5G 순증가입자 동향



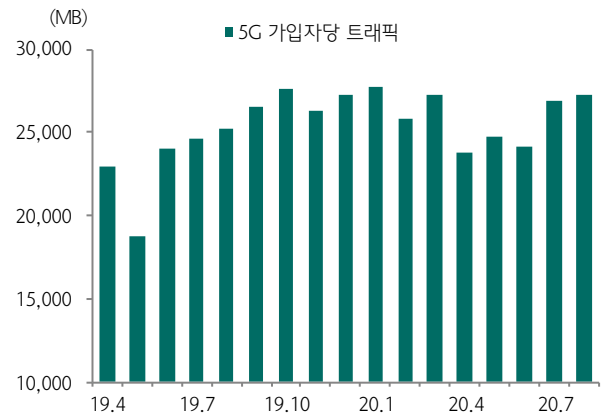
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 45. LTE 가입자당 트래픽 추이



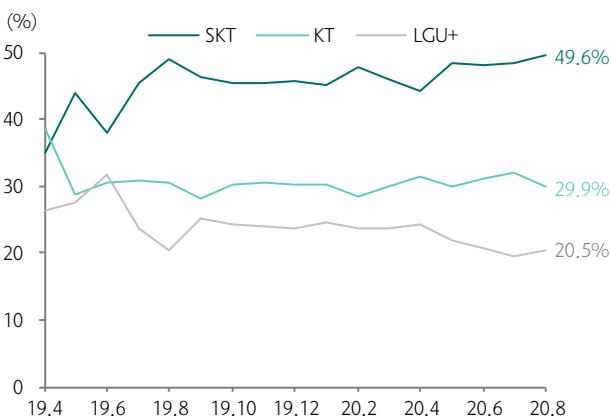
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 5G 가입자당 트래픽 추이



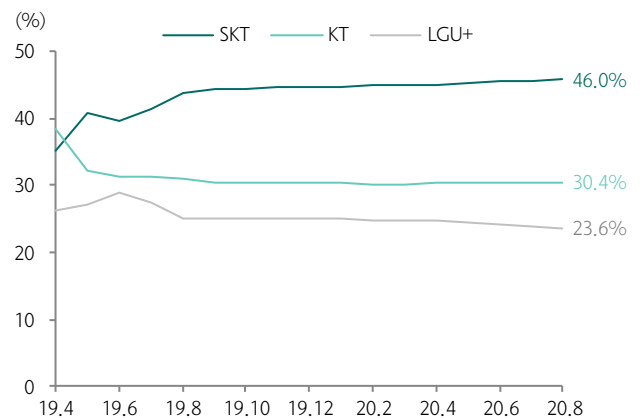
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. 5G 순증 가입자 M/S 동향



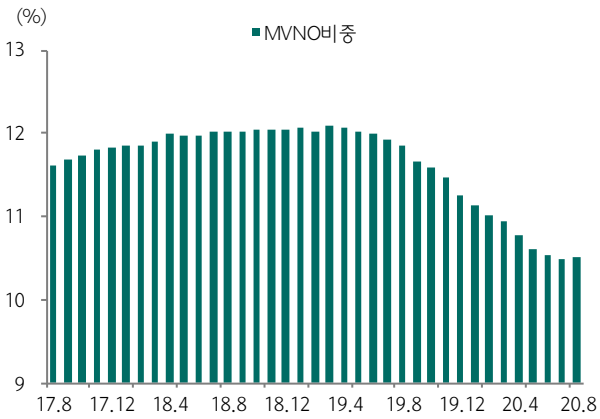
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. 5G 누적 가입자 M/S 동향



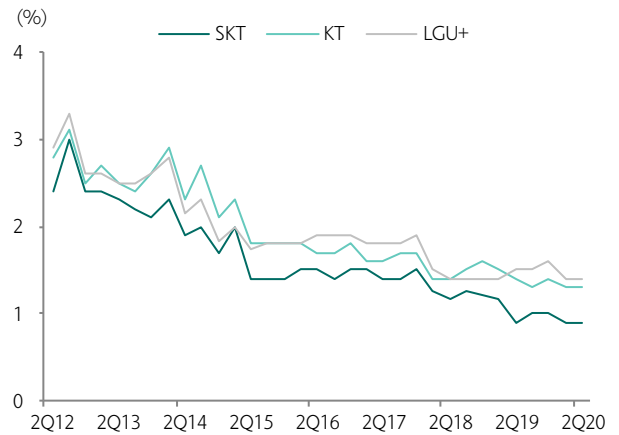
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 49. MVNO(재판매) 비중 추이



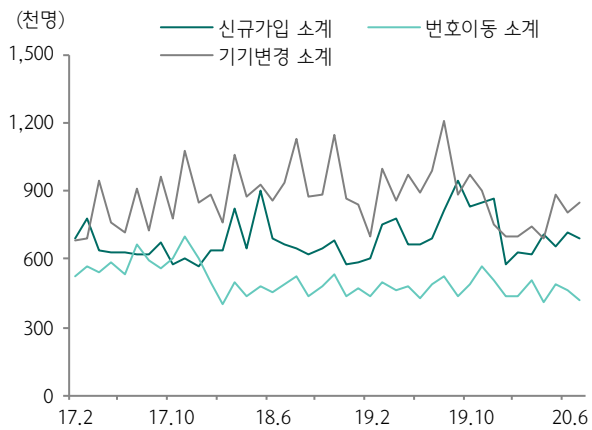
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. 통신 3사 분기별 해지율 추이



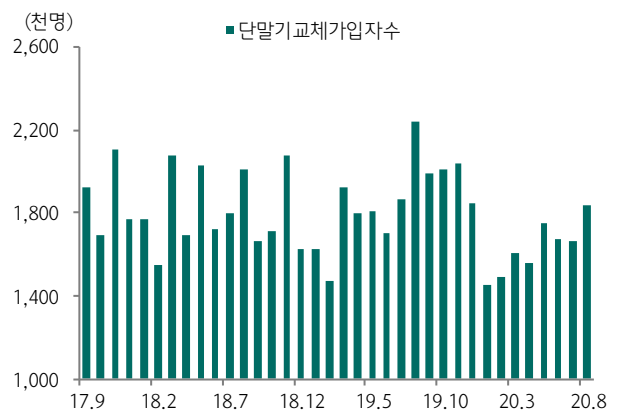
자료: 각사, 하나금융투자

그림 51. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

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



자료: 과기부, 하나금융투자

3Q 통신사 마케팅비용
전분기비 2% 증가에 그칠 것,
전년동기비로는 2% 감소 예상,
4분기에도 전년동기비로는
마케팅비용 증가 폭 미미할 전망

2) 5G 순증 폭 확대에도 불구하고 마케팅비용은 미미한 증가에 그칠 전망

5G 전략 폰 출시로 5G 가입자 순증 폭이 월 평균 100만명 수준으로 크게 확대될 전망이지만 통신사 마케팅비용은 크게 증가하지 않을 것 같다. 3분기 통신 3사 마케팅비용 합계가 전년동기비 감소가 유력한 가운데 4분기에도 전년동기비 1~2% 미미한 증가에 그칠 전망이다. 아이폰 5G 출시에도 그렇다.

이러한 판단을 하는 이유는 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 약화되었을 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.

IFRS 회계적 효과도 고려해야 한다. 가입자유치비용 증가가 다시 나타나겠지만 8개 분기에 안분 처리될 것이고, 코로나 19 영향을 감안 시 일회성 마케팅비용의 경우엔 상반기대비 소폭 증가, 작년 하반기대비 감소로 통제될 공산이 크기 때문이다. 코로나 19 종식 전까지는 현실적으로 광고비가 크게 증가하기 어렵고 가입자유치비용 증가가 미치는 회계적 효과가 크지 않아 마케팅비용 급증을 걱정할 필요는 없다는 판단이다.

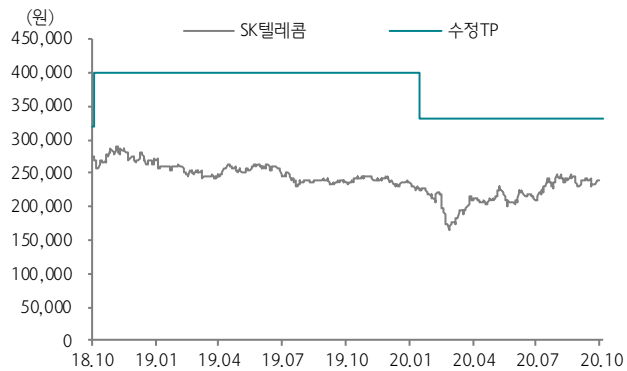
그림 53. 하반기 전략 폰 출시에도 불구하고 4분기 마케팅 대란 발생 가능성이 낮은 이유

- 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

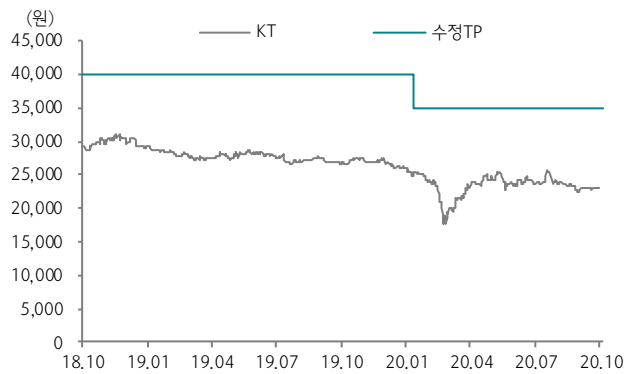
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



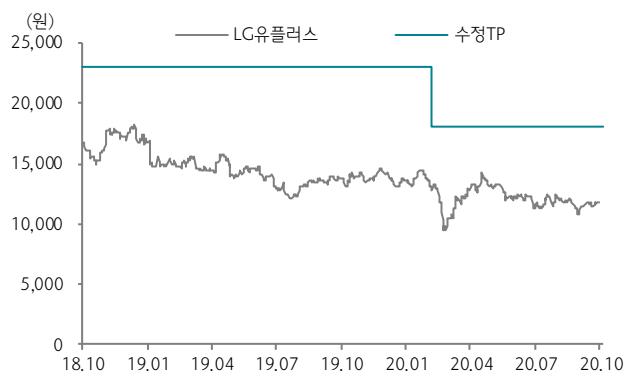
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000	-	-
19.10.30	1년 경과		-	-
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%
18.9.22	1년 경과		-	-
17.9.22	BUY	320,000	-22.18%	-12.50%

KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000	-	-
18.9.25	1년 경과		-	-
17.9.25	BUY	40,000	-28.43%	-21.75%

LG유플러스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000	-	-
19.8.20	1년 경과		-	-
18.8.20	BUY	23,000	-32.71%	-20.43%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

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

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.88%	8.12%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 27일

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
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 10월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법

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