



2021년 4월 27일 | Equity Research



통신서비스 5월 투자 전략

이젠 통신주 본격 상승 국면 진입 가능성에 유의해야

- 5월 투자 매력도 '매우 높음' 유지, 통신주 재료 많아지는 국면
- 5월 1Q 실적 시즌 통신주 탄력적 반등 가능성 높아
- 5월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT, 단기로는 모두 투자 유망



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(4월26일) 316,500원
KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(4월26일) 29,400원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(4월26일) 13,500원



CONTENTS

1. 5월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 5월 매력도 ‘매우 높음’, 실적 시즌 주가 한 단계 높아질 것	3
3) 4월에도 통신업종 수익률 시장수익률을 상회	22
4) 1Q 실적 시즌 거치며 주가 한단계 높아질 듯, 통신주 적극 매수할 시점	23
2. 12개월 Top Pick LGU+, 5월 투자매력도 KT=LGU+>SKT	25
1) 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지	25
2) 5월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Picks는 KT/LGU+	26
3) KT는 1분기 통신부문 이익이 주가 상승 이끌 것	27
4) LGU+ 1Q 어닝서프라이즈 달성, 수급 개선 전망	29
5) SKT는 9월 주총 의식한 단기 주가 관리 가능성에 주목해야	31
3. 경쟁환경 – 1Q 통신사 마케팅비용 QoQ 감소할 전망	33
1) 5G 순증 가입자수 높게 유지 중이나 시장 과열은 나타나지 않는 상황	33
2) 1Q 통신사 마케팅비용 QoQ 감소할 전망, 향후 마케팅비 정체 예상	36

2020년 4월 27일 | Equity Research

통신서비스 5월 투자 전략

이젠 통신주 본격 상승 국면 진입 가능성에 유의해야

5월 투자 매력도 ‘매우 높음’ 유지, 통신주 재료 많아지는 국면

통신서비스 업종 5월 투자매력도를 ‘매우 높음’으로 유지한다. 이러한 평가를 하는 이유는 1) 1분기 어닝 시즌을 맞이하여 오랜만에 통신 3사가 모두 양호한 실적을 발표할 전망이다, 2) 금년 2Q부터 통신사 ARPU 상승이 본격화되면서 장기 실적 개선 기대감을 높여줄 것이며, 3) 배당 재원인 통신부문 이익 성장이 본격화되고 있어 DPS 및 주가 상승 기대감이 커질 것이고, 4) SKT 지배구조개편안이 공개되면서 단기 SK(주)/중간지주사간 합병 우려가 제거되었으며, 5) 올해 3Q mmWAVE 장비 출시가 유력해 진짜 5G 도입 기대감이 높아질 것으로 예상되고, 6) 5G 진화 기대감으로 통신주 리레이팅 가능성이 높기 때문이다.

5월 1Q 실적 시즌 통신주 탄력적 반등 가능성 높아

5월엔 통신주 비중을 크게 늘릴 것을 권고한다. 1분기 통신사 실적 발표를 통해 올해 의미 있는 이동전화매출액 증가 및 높은 영업이익 성장 가능성을 투자자들이 가늠할 수 있을 것이기 때문이다. 투자자들이 기대배당수익률이 이익 흐름 대비 너무 높게 형성되어 있다는 판단을 할 가능성이 높다. KOSPI 대비 높은 주가 상승이 예상된다. 더불어 Multiple도 높아지는 국면을 나타낼 가능성이 높다. 5G 수혜 기대감도 높아질 전망이다. 이미 28GHz 대역 5G 장비 출시가 임박한 것으로 알려지고 있어 하반기 진짜 5G로 진입할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 낮은 PBR과 높은 기대배당수익률을 나타내고 있어 이번 실적 시즌엔 통신사 Valuation 매력도가 부각될 공산이 크다.

5월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT, 단기로는 모두 투자 유망

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 하지만 단기적으로는 3월과 4월에 이어 5월에도 LGU+와 더불어 KT를 월간 Top Picks로 제시한다. 5월 통신서비스 업종 내 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순으로 평가한다. KT는 과거 배당수익률 밴드를 감안할 때 단기 주가 반등이 좀 더 이어질 전망이다. 이번 1분기부터 의미 있는 이동전화 ARPU 및 통신부문 영업이익 성장을 기록할 것으로 보여 투자 유망하다고 평가한다. LGU+는 화웨이 우려로 장기간 주가가 오르지 못해 주목할 필요가 있다. 수급 부진이 이어졌지만 1분기 실적 시즌 재차 어닝 서프라이즈를 기록할 것이고 외국인/기관 매수세가 유입될 수 있을 것으로 보여 5월 투자 유망하다고 판단한다. SKT 역시 단기적으로는 주가 상승을 염두에 둔 투자 전략 설정을 추천한다. 물론 길게 볼 때 SKT 인적분할 이슈는 소액주주들이 환영할만한 일이 못된다. 하지만 임시주주총회를 앞두고 SKT 측이 다수의 호재를 발표할 공산이 커 단기적으로 주가 상승 가능성이 높다는 판단이다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(4월26일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	316,500원
KT(030200)	BUY	35,000원	29,400원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	13,500원

Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	54,465	55,959	57,296	59,426	61,780
영업이익	십억원	2,954	3,420	3,853	4,395	4,957
세전이익	십억원	2,711	3,225	4,872	5,492	6,006
순이익	십억원	1,943	2,629	3,697	4,174	4,566
EPS	원	2,753	3,725	5,238	5,913	6,469
증감률	%	(54.8)	35.3	40.6	12.9	9.4
PER	배	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	배	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	배	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
ROE	%	4.4	5.8	7.8	8.3	8.6
BPS	원	65,482	68,201	71,688	75,551	79,872
DPS	원	1,631	1,742	1,958	2,157	2,339

자료: 하나금융투자



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

1. 5월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지

1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한
투자의견을 비중확대로 유지,
2023년까지 장기 이익 성장
예상되는 데다가 규제 환경
어느 때보다 양호하며
진짜 5G로의 진화가 본격화되면서
Multiple 확장 국면이 나타날 것으로
예상되기 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 (5월)	투자의견 (4월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	- 트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 추세 지속 전망 - 규제 감안 시 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) 5월 매력도 ‘매우 높음’, 실적 시즌 주가 한 단계 높아질 것

5월 통신서비스 투자 매력도를
‘매우 높음’으로 유지,
양호한 실적 확인하면서
주가 지속 상승 전망

5월 통신서비스 업종 투자 매력도는 ‘매우 높음’으로 제시한다. 1분기 통신사 실적 발표를 통해 올해 의미 있는 이동전화매출액 증가 및 높은 영업이익 성장 가능성을 투자자들이 가늠할 수 있을 것이고, 기대배당수익률이 이익 흐름 대비 너무 높게 형성되어 있다는 판단을 할 가능성이 높기 때문이다.

현재 5G 가입자 추이로 볼 때 2021~2022년 이동전화 ARPU 상승 및 높은 영업이익 성장은 유력하다. 그럼에도 불구하고 기대배당수익률은 높게 형성되어 있다. 주식 시장에서 통신사 실적 회복 및 배당금 증가에 대한 투자자들의 믿음이 낮다는 방증이다. 결국 국내 통신사 실적 개선이 본격화되면서 현재의 과도한 통신사 주가 저평가 현상이 정상화될 것이란 판단이다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (5월)	투자 매력도 (4월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	5	-	1분기 어닝 시즌 통신사 양호한 실적 발표 예상 2Q부터 통신사 ARPU 상승 본격화되며 실적 기대감 높아질 것 - SKT 지배구조개편 공개, 인적분할 우려 해소될 전망 - 통신부문 이익 성장으로 배당 증가 및 주가 상승 기대감 커질 것 - 통신주 리레이팅 가능성 높아지는 상황 3Q mmWAVE 장비 출시 유력, 진짜 5G 도입 기대감 증폭 예상 - LG전자 폰 사업 중단/유통구조 개편, 통신 시장 안정화 전망 - 미국/일본 통신주 상승 전환, 국내 통신주도 오를 것 - 비용 증가 우려 해소, 매출 증가 확인하며 통신주 오를 듯

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

자료: 하나금융투자

(1) 2021년 1분기 통신 3사 연결
영업이익 합계 1조 134억원
(+13% YoY, +41% QoQ)으로
컨센서스에 부합할 듯,
내용면에서 완벽한 실적 달성
전망

(1) 이번 1분기 어닝 시즌에 국내 통신사들이 양호한 실적을 발표할 것으로 예상된다. 실적
시즌 높은 주가 상승이 예상된다.

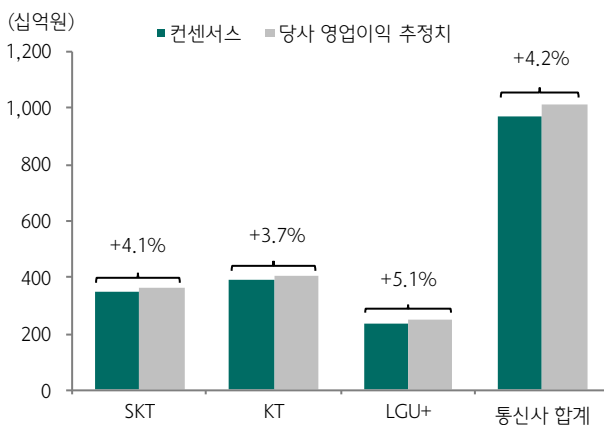
국내 통신 3사는 5/6(목) SKT, 5/11(화) KT, 5/12(수) LGU+가 2021년 1분기 실적을 발
표할 예정이다. 2021년 1분기 통신 3사 연결 영업이익 합계가 1조 134억원(+13% YoY,
+41% QoQ), 본사(통신부문) 영업이익 합계가 8,454억원(+13% YoY, +72% QoQ)으로 연
결, 본사(통신부문) 모두 실적 개선이 예상된다. 오랜만에 완벽한 실적을 보여줄 전망이다.

서비스매출액과 영업비용 모두 안정적인 모습을 나타내는 가운데 영업이익 성장과 더불어
호황기 수준의 영업이익 레벨을 보여줄 것으로 기대된다. 시장 컨센서스(국내 통신 3사 영업
이익 합계 9,727억원)을 상회할 것으로 보여 투자자들의 기대에 부응하는 실적 발표가 예상
된다.

1분기 실적 시즌이 임박할수록 투자자들의 통신사 실적 기대감이 높아질 것으로 판단된다.
5G 가입자 추이 때문이다. 5G 중저가 요금제 출시에 이어 5G 중저가 단말기가 본격 판매
에 돌입하면서 5G 가입자 순증 폭은 더욱 확대될 전망이다. 특히 요금제 부담이 낮아지면서
3G 스마트폰/LTE 요금제 가입자들의 5G로의 이동이 가속화되는 양상을 보일 것인데 5G
ARPU 하락 우려보다는 3G/4G 가입자들의 요금제 업셀링 기대감이 높아질 전망이다. 통신
사 이동전화 ARPU 상승 및 영업이익 성장 기대감이 높아질 것으로 보여 긍정적 주가 반응
이 예상된다.

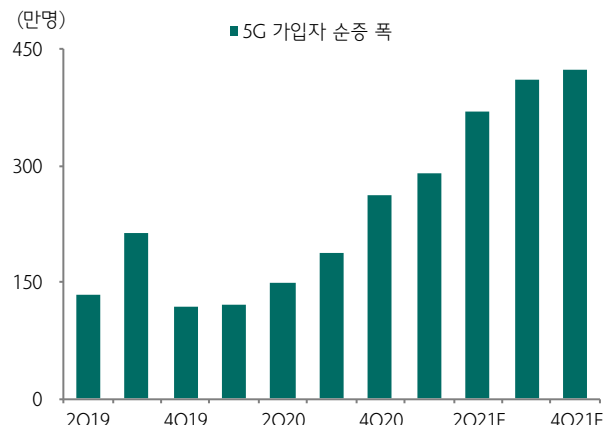
업체별로 보면 이번 2021년 1분기엔 통신 3사 모두 양호한 실적을 기록할 것으로 보인다.
3사 모두 이동전화매출액이 성장을 기록하는 가운데 마케팅비용/감가상각비 증가 폭이 크지
않을 것이기 때문이다. 특히 KT의 경우 지난해 일회성비용 반영에 따른 실적 부진 영향이
커 통신 부분만 보면 올해 1분기엔 실적 개선 추세가 확연해질 전망이다. LGU+의 경우엔
이동전화 ARPU 하락이 예상된다는 점이 아쉽기는 하나 전년도에 이어 올해 1분기도 시장
기대치에 충분히 부합하는 우수한 영업이익 달성이 예상된다.

그림 1. 1Q 당사 영업이익 예상치 및 컨센서스와의 차이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 2. 분기별 국내 5G 가입자 순증 폭 전망



자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 통신 서비스 산업 분기별 연결 영업이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q20	4Q20	1Q21F	YoY(%)	QoQ(%)	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F
영업이익합계	904.8	673.4	1,013.4	12.0	50.5	1,023.4	1,041.8	774.6	1,134.2
SKT	302.0	331.1	363.1	20.2	9.7	376.9	391.3	344.6	409.4
KT	383.1	166.8	402.8	5.2	141.5	396.9	382.1	206.5	430.4
LG유플러스	219.8	175.5	247.6	12.6	41.0	249.6	268.5	223.5	294.4

자료: 각사, 하나금융투자

표 4. 통신 서비스 산업 분기별 연결 순이익 합계 전망

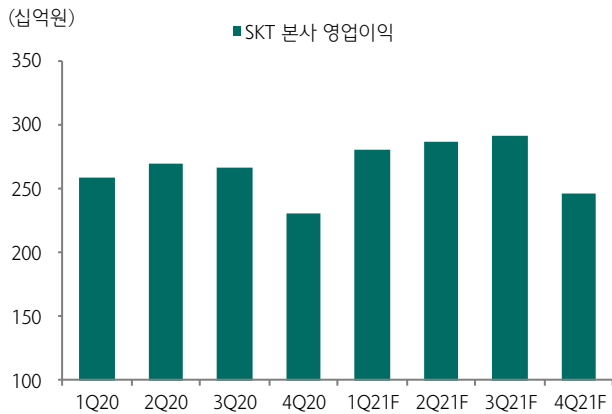
(단위: 십억원)

구분	1Q20	4Q20	1Q21F	YoY(%)	QoQ(%)	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F
순이익합계	666.5	231.0	825.0	23.8	257.2	924.3	1,082.1	865.6	1,043.5
SKT	309.4	386.0	397.2	28.4	2.9	498.0	646.6	626.2	556.0
KT	208.3	69.7	250.3	20.2	259.2	247.7	237.9	79.1	271.8
LG유플러스	148.8	(224.7)	177.4	19.2	흑자전환	178.5	197.7	160.3	215.7

주: 순이익은 지배주주귀속분

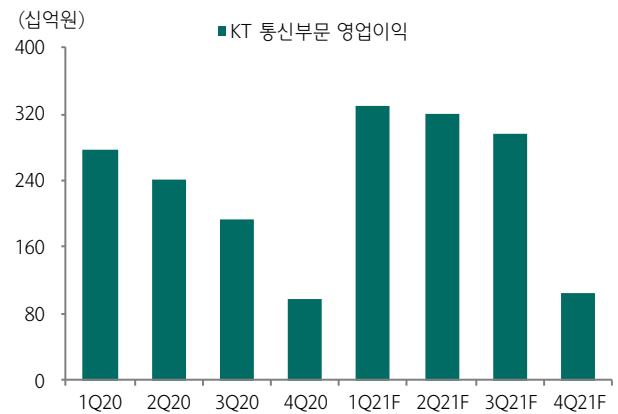
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. SKT 분기별 본사 영업이익 추이 및 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. KT 분기별 통신부문 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 하나금융투자

표 5. 통신 서비스 산업 연간 연결 영업이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	20	21F	22F
영업이익합계	3,424.4	3,853.2	4,395.0
SKT	1,354.1	1,475.8	1,635.7
KT	1,184.1	1,388.3	1,590.4
LG유플러스	886.2	989.1	1,168.9

자료: 각사, 하나금융투자

표 6. 통신 서비스 산업 연간 연결 순이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	20	21F	22F
순이익합계	2,645.6	2,963.4	3,284.6
SKT	1,509.5	2,168.0	2,325.7
KT	658.0	81.5	98.8
LG유플러스	478.1	713.9	860.1

주: 순이익은 지배주주귀속분

자료: 각사, 하나금융투자

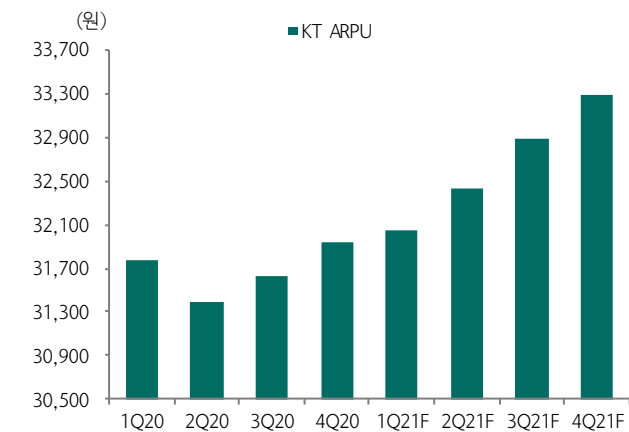
(2) 1Q KT에 이어 2Q부터는
통신 3사 모두 이동전화
ARPU YoY 상승 전환 예상,
주가 상승 본격화될 것

(2) 2Q부터 통신사 ARPU 상승이 본격화되며 실적 개선 및 주가 상승 기대감을 높여줄 것으로 예상된다. 과거 경험을 바탕으로 볼 때 그렇다.

당장 이번 1분기 통신 3사 서비스매출액이 전년동기비 큰 폭 증가, 전분기비 증가가 예상되는데 불구하고 이동전화 ARPU의 경우엔 KT를 제외하면 이번 1분기에도 전년동기비 성장은 어려울 것으로 보인다. 작년 3분기 이후 KT가 가장 빠른 이동전화 ARPU 반등 양상을 나타냈고 SKT의 경우엔 4분기 이후 이동전화 ARPU가 상승 반전에 성공한 탓이다.

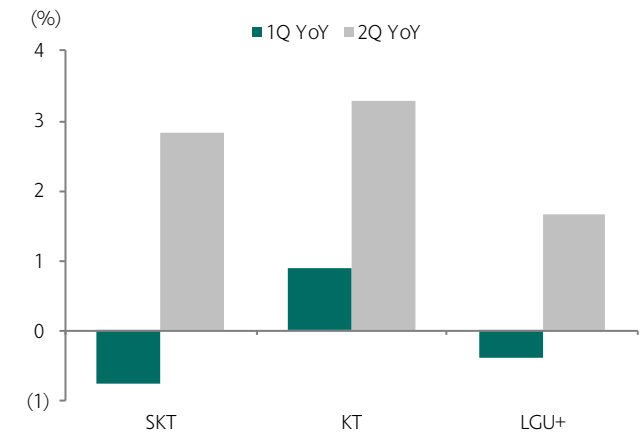
하지만 올해 2분기부터는 통신 3사 모두 비슷한 양상을 나타낼 것이며 전년동기비 높은 이동전화 ARPU 상승이 예상된다. 각 업체별 ARPU 산정 및 직권 해지 영향이 제거되고 5G 가입자 순증 폭이 확대되면서 통신 3사 모두 전년동기비 2~3%에 달하는 높은 ARPU 상승이 기대된다. 따라서 2021년엔 당초 예상대로 통신 3사 모두 의미 있는 이동전화 ARPU 상승을 나타낼 공산이 크다.

그림 5. KT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 6. 통신 3사 1Q/2Q YoY 이동전화 ARPU 증감률 전망



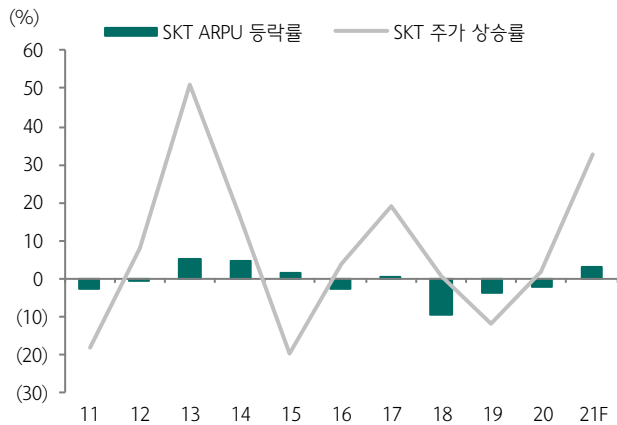
자료: 각사, 하나금융투자

과거 통신사 이동전화 ARPU와
주간 상관관계 높았다는 점에 주목

과거 20년간 통신사 주가와 이동전화 ARPU 등락 사이엔 뚜렷한 연관성을 나타냈다. 이동전화 ARPU가 상승하면 주가가 오르고 ARPU가 하락하면 주가가 내리거나 지지부진한 양상을 보였다. 이는 국내 통신 3사에만 한정된 것이 아니라 미국/일본 통신사들도 비슷한 흐름이었다. 영업이익보다도 이동전화 ARPU에 철저히 연동하는 모습이었는데 가장 큰 이유는 이동전화매출액이 증가하면 결국 이익이 증가한다는 투자자들의 신뢰가 높기 때문이었다. 영업비용은 통신사 경영진이 컨트롤 할 수 있는 변수인 반면 이동전화 ARPU는 쉽게 올릴 수 있는 환경이 조성되지 않기 때문이다. 이러한 이유로 새로운 네트워크를 선보이면 투자자들이 통신주에 거는 기대가 높아지기도 한다.

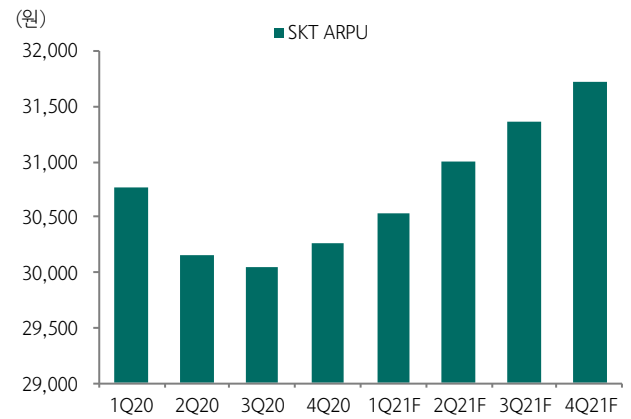
이러한 잣대로 보면 금년엔 통신주 상승 가능성이 높다. 2019년 평균 3%에 달하는 이동전화 ARPU 하락을 나타냈던 국내 통신 3사는 2020년 1%대로 ARPU 하락 폭을 줄였으며 2021년엔 통신 3사 평균 3% ARPU 성장이 예상되기 때문이다. 5G 가입자 질 저하로 5G 가입자들의 평균 ARPU가 현재 5만원 수준에서 4.6만원 수준으로 8% 하락할 것임을 가정해도 그렇다. 5G 보급률이 2020년 말 17%에서 2021년 말 37%로 크게 확산될 것이기 때문이다.

그림 7. SKT 이동전화 ARPU 등락률 및 주가 상승률



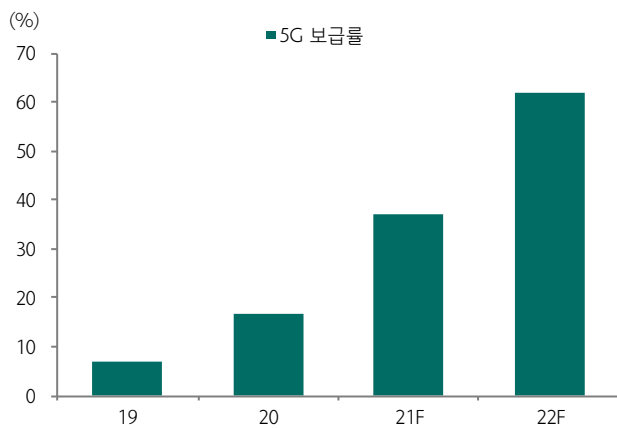
자료: SKT, 하나금융투자

그림 8. SKT 연간 이동전화 ARPU 전망



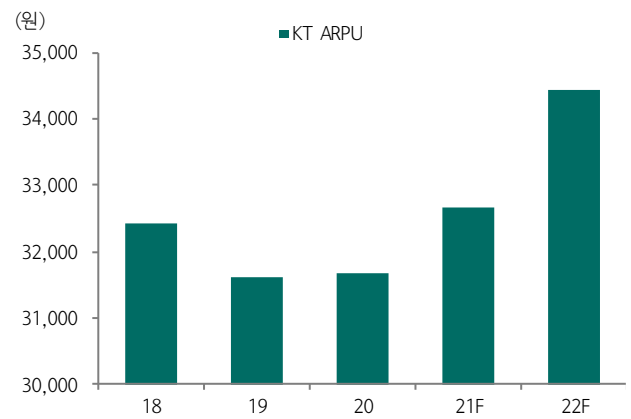
자료: SKT, 하나금융투자

그림 9. 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. KT 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

(3) SKT 박정호 CEO SK(주)와 중간지주사간 합병하지 않는다고 선언, 현 경영진 하에서는 합병 어려워 업종 대표주인 SKT 투자 심리 개선 전망

(3) SKT 지배구조개편 방안이 공개되었다. 박정호 CEO 체제 하에서는 SK(주)와 중간지주사간 합병이 현실적으로 어려워 투자자들의 인적분할 관련 우려가 줄어들 전망이다. 업종대표주에 대한 인식이 다소 개선될 것으로 보여 통신주 전반적으로 긍정적 영향이 예상된다.

최근 통신서비스 업종 투자에 있어 가장 큰 고민 중 하나는 SKT 인적분할 가능성이었다. 궁극적으로 SK(주)와의 합병을 가정하여 탄생하는 중간지주사가 제대로 된 평가를 받을 수 있겠냐는 지적이 많았고, 이에 따라 업종대표주인 SKT 투자에 대한 회의적인 시각이 많았던 것이 사실이다. 이에 따라 통신주 전반적인 상승에도 다소 부정적 영향을 미쳤다. 그런데 최근 다행히도 SKT 주가가 추가 상승할 수 있는 제반 환경이 갖춰지고 있어 긍정적이다. SKT 박정호 CEO가 당분간 SK(주)와 합병이 없을 것이라고 선언했기 때문이다.

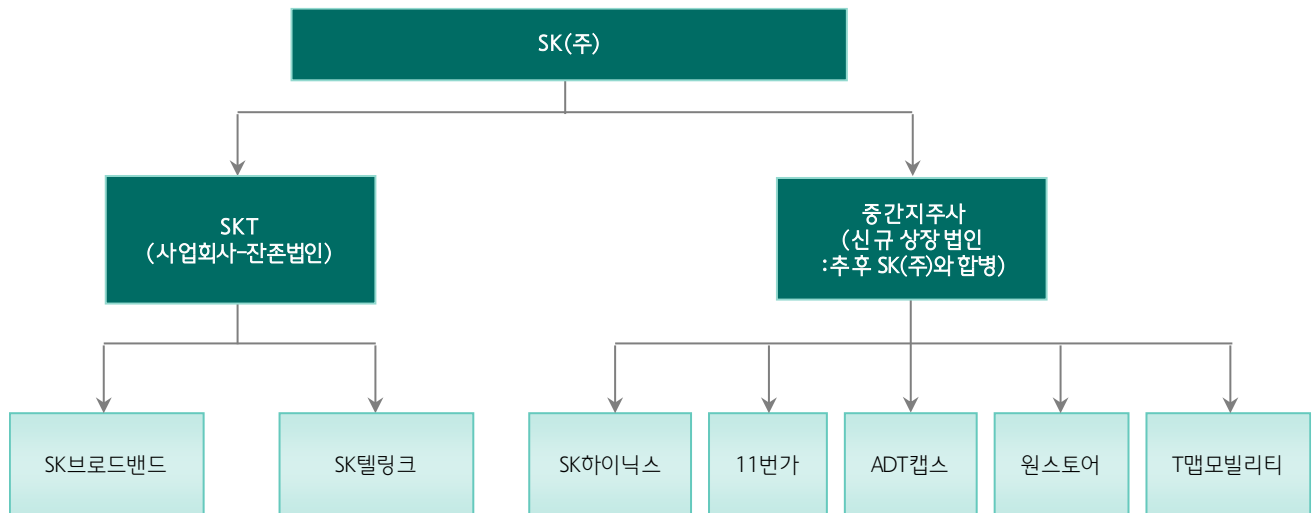
이번 SKT 인적분할 이슈에서 가장 뜨거운 논점은 아마도 SK(주)와 중간지주사간 합병 시점일 것이다. 당장 합병하면 최상이겠지만 최대원회장 SK(주) 지분을 희석 때문에 어려울 것이고 구체적인 시점을 언급하지 않는다면 합병 불확실성으로 인해 중간지주사의 과도한 저평가 현상이 지속될 게 뻔하기 때문이다. 그런데 다행히도 SKT 경영진이 합병 시기를 명시함에 따라 단기 리스크는 제거되었다는 판단이다. 물론 초장기적인 관점에서 본다면 여전히 합병 리스크는 존재한다. 하지만 우량 자회사 IPO 진행이 예정된 투자가 입장에서 가장 중요한 시기인 2022~2023년 합병에서 자유로울 수 있다는 측면에서 단기 중간지주사 시가총액 증대는 제한적으로 일어날 수 있다는 판단이다.

여기에 SK브로드밴드 등 통신부문 자회사들이 SKT에 존속하게 된 점도 긍정적이다. 향후 SK브로드밴드가 시가총액 5조원을 목표로 IPO를 추진할 예정인데 SKT에 남아있게 되었고 SK텔레콤도 존속하기 때문이다. SKT 사업회사 기업가치가 당초 우려보단 높게 형성될 것으로 판단된다. 현재 SKT:중간지주사 분할비율은 대략 62:38 수준이 될 것으로 보이는데 SKT 사업 가치가 높아질수록 SK(주)의 중간지주사 보유 지분율이 상승하고 향후 SK(주)와의 합병 리스크가 낮아질 수 있어 긍정적이라는 판단이다.

추가로 12%에 달하는 대규모 자사주 소각이 예상된다. SKT의 경우엔 다소 특이하게 정부 규제를 피하기 위해 신설회사가 SKT 사업회사가 아닌 중간지주사로 결정되었고 신설 지주사 상장사 30% 지분 보유 조건 때문에 연내 인적분할을 완료할 예정이다. 자사주는 자연스럽게 존속 회사인 SKT에 남게 되는데 상호지분 보유 문제/주주 달래기 차원으로 주총 전 소각을 발표할 것이 사실상 유력하다. 이에 따라 SKT 가치가 27조원 수준이라고 평가되지만 주가는 향후 20% 추가 상승한 36만원까지도 올라갈 수 있을 것이라 판단이다.

아직 SKT는 6월 이사회, 9월 주총, 12월 분할 상장 일정을 남겨두고 있다. 최소한 주총이 예정된 9월까지의 주가 관리에 나설 가능성이 높아 통신주 전반적인 강세 기조에 일조할 것으로 판단된다.

그림 11. SKT 지배구조개편(인적분할) 방안



자료: SKT, 하나금융투자

그림 12. SKT 자사주 소각 가능성이 높은 이유

- 1 자사주를 잔존 사업 회사인 SKT가 보유, 상호지분보유 불가해 자사주 처분 불가피
- 2 SKT 기존 주주 달래기 차원에서 주총 전 자사주 소각을 당근책으로 제시할 가능성 높음
- 3 자사주 소각 시 사업회사인 SKT 주가 부양에 긍정적 영향을 미칠 수 있음

자료: 하나금융투자

그림 13. SK(주)가 당분간 중간지주사와 합병을 추진 하기가 어려운 이유

- 1 SK(주) 시가총액이 아직 너무 낮아 현 시점 합병 시 최태원 회장 지분을 희석 크게 나타남
- 2 SKT 주주 반발 크게 일어날 수 있어 주총 통과 장담 못함
- 3 언론의 질타에 시달릴 수 있고 정치적 위험이 존재함

자료: 하나금융투자

- (4) 통신부문 이익 증가 본격화 양상, 배당 증가로 인한 주가 상승 기대감 커질 듯
(4) 1분기 통신부문 이익 성장으로 인해 통신사 배당 증가 및 주가 상승 기대감이 커질 것으로 판단된다.

통신사 배당금은 다른 섹터와 달리 중요한 의미를 지닌다. 배당 투자자들이 많은 탓도 있지만 기대배당수익률이 주가 바닥을 설명하는 경우가 많았고 배당의 흐름은 향후 실적에 대한 자신감의 표현이라 대부분 장기 주가 흐름으로 나타났기 때문이다.

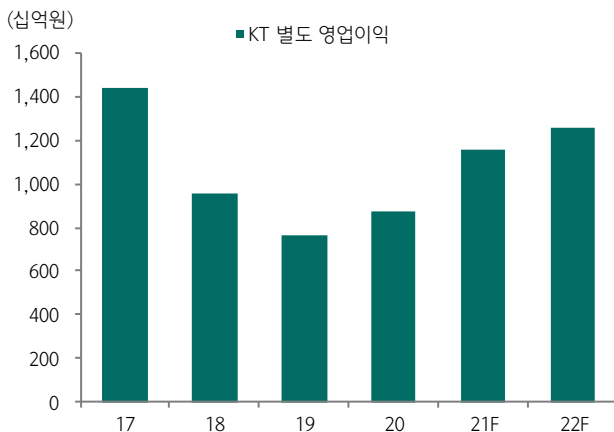
그런데 최근 통신사 배당금 전망이 밝아지고 있어 주가 상승 기대감을 높여주고 있다. 배당의 재원인 통신부문 실적이 본격 개선되고 있기 때문이다. 아마도 이번 1분기 실적 발표를 통해 통신부문 영업이익 증가 및 금년도 통신사 배당 증가 기대감이 높아질 것이라 판단이다.

2021년 1분기 KT 통신부문 영업이익은 전년동기비 20%, LGU+ 별도 영업이익은 전년동기비 7% 성장이 예상된다. 마케팅비용/감가상각비 증가 폭이 둔화되는 가운데 이동전화 서비스 매출액 증가 폭이 커지는 상황이기 때문이다. 현 추세라면 당연히 2분기 이후엔 통신부문 영업이익 증가 속도가 더 가파르게 나타날 수 있어 배당금 증가 기대감이 높아질 전망이다.

지난해 KT와 LGU+는 배당금을 각각 전년대비 13%, 22%씩 늘렸다. LGU+는 어느 정도 예상했던 바였지만 KT는 놀라운 수준이었다. 통신부문 실적으로 볼 때 올해는 당연히 배당금이 오를 것인데 LGU+는 2019년 400원 → 2020년 450원 → 2021년(F) 500원으로 증가할 가능성이 높고, KT는 2019년 1,100원 → 2020년 1,350원 → 2021년(F) 1,600원이 예상된다. 올해 기대배당수익률이 LGU+가 3.8%, KT는 무려 5.5%에 달한다.

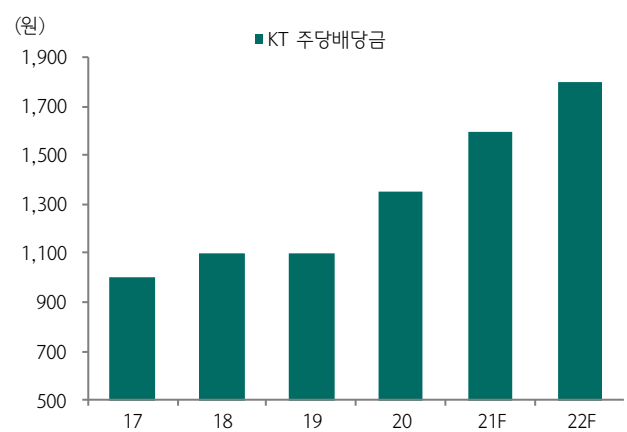
현재 통신사 기대배당수익률과 주당배당금을 감안하면 KT와 LGU+ 주가는 크게 오를 가능성이 높다. 역사적 저점 수준인데다가 시장 금리와의 차이가 너무 벌어진 상황이며 통신사 배당금 추세는 향후 통신사 장기 실적 전망을 가늠하게 하는 역할을 해왔기 때문이다.

그림 14. KT 별도 영업이익 전망



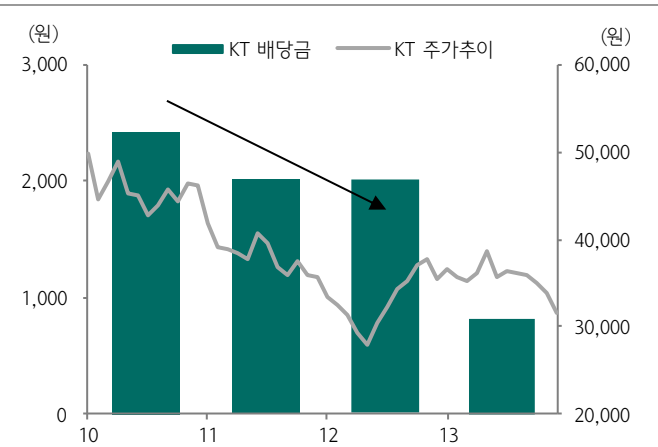
자료: KT, 하나금융투자

그림 15. KT 주당배당금 전망



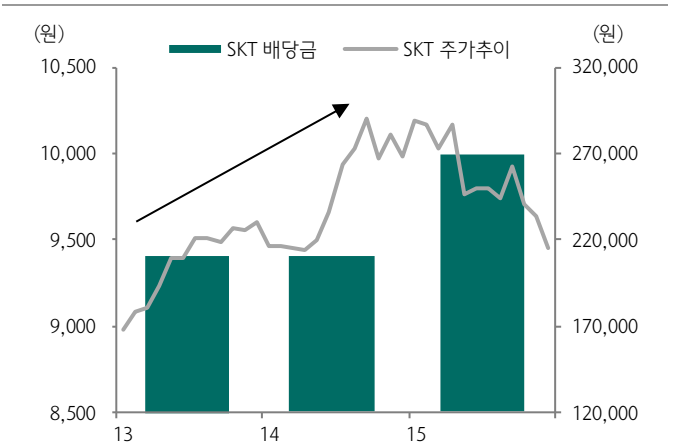
자료: KT, 하나금융투자

그림 16. 2010~2013년 KT 주당 배당금 변화에 따른 주가 흐름



자료: KT, 하나금융투자

그림 17. 2013~2015년 SKT DPS 변화 및 주가 흐름



자료: SKT, 하나금융투자

(5) 통신 규제 개선 양상 뚜렷하고
5G 진화 기대감 높아지는 상황,
통신주 리레이팅 예상

(5) 통신주 리레이팅 가능성이 높아지는 상황이다. 규제 개선 양상이 뚜렷함에도 불구하고
실적 우려로 주가 상승으로 이어지지 못했고 올해 하반기 이후 진정한 5G 시대로 진
입할 것이기 때문이다.

2020년 요금인가제가 폐지되고 넷플릭스 규제 법안이 제정되는 등 통신사에 파격적인 규제
개선 방안이 마련되었지만 정작 정부 규제 환경 변화가 통신주 상승으로 이어지지 않는 못했다.
통신사 실적 개선이 본격화되지 않았고 장기 실적 개선에 대한 투자자들의 확신이 부족했기
때문이다.

하지만 이젠 주가 측면에서 다른 상황이 펼쳐질 가능성이 높다. 통신사 실적이 개선되고 성
장 기대감이 높아질 때 항상 등장할 수 있는 악재가 인위적인 통신 요금인하 권고와 망패권
문제인데 이와 관련된 2가지 규제가 모두 제거되었기 때문이다. 여기에 5G 급행차선이 허용
된 데 이어 휴대폰 유통구조 개편 작업이 본격화될 것으로 보여 통신주 리레이팅 가능성은
어느 때보다 높다.

과거에도 규제 환경 개선은 통신사 주가에 즉각 반영되기보다는 실적 향상이 본격화되고 이
를 확인하면서 뒤늦게 주가에 반영되고 Multiple이 높아진 경우가 많았다. 통신사 실적 개선
이 나타나고 있고 2022년까지 장기 실적 호전이 지속될 것임을 감안 시 2021년부터 서서히
통신주 리레이팅이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

2021년부터 진짜 5G 시대로의 진입이 예상된다는 점도 통신주 리레이팅 가능성을 높여주고
있다. 5G가 아직까진 LTE와의 차별성이 높지 않은데, 2021년 하반기부터는 5G가 IoT로
진화하는 모습을 나타내면서 Q(디바이스)의 성장 기대감, B2B/B2G 비즈니스 확대 기대감
이 커질 수 있기 때문이다.

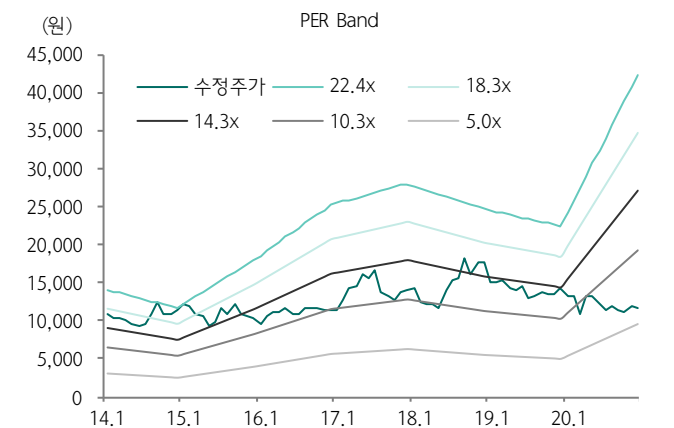
과거 많은 투자자들은 매출 성장 기대감이 높아질 시 통신주 Multiple이 크게 확장된 경험
을 갖고 있다. 서서히 통신주 High multiple 적용을 고민해야 할 시점이라는 판단이다.

그림 18. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 19. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

(6) 금년 3분기 28GHz 지원 인빌딩 장비 출시 유력, 진짜 5G 도입 기대감 높아지며 통신주 오를 것

(6) 올해 3분기 mmWAVE 장비 출시가 유력한 상황이다. 진짜 5G 도입 기대감이 증폭될 것으로 보여 통신 관련주 전반적으로 긍정적 영향이 예상된다.

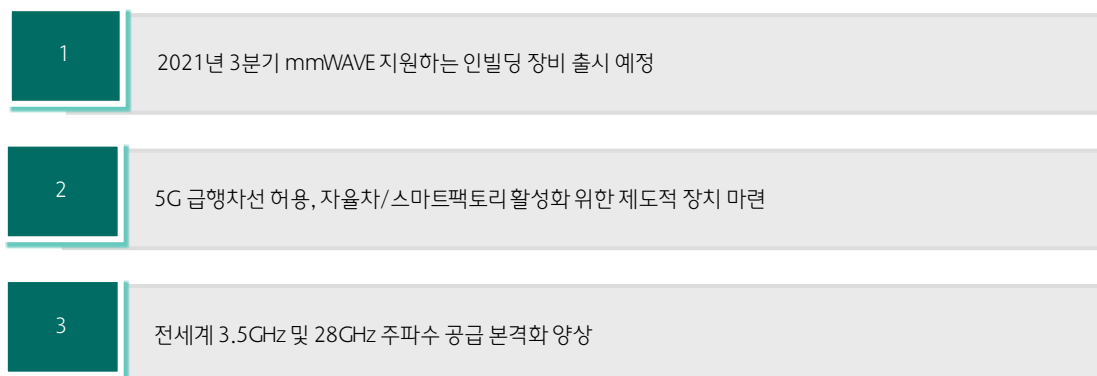
현재 주식 시장에서는 진짜 5G 도입 시점에 대한 기대감이 큰 반면 실망감도 적지 않다. 28GHz 상용화 지연으로 인해 IoT로의 진화가 본격화되고 있지 못하기 때문이다. 사용 가능 주파수를 감안하면 6GHz 미만의 주파수만 가지고는 5G IoT 서비스를 선보이는데 분명히 한계가 있다. IoT 서비스 본격화를 위해선 28GHz 상용화는 사실상 필수이다.

그런데 최근 국내 5G 장비업체들이 28GHz 대역을 지원하는 인빌딩 장비 출시를 예고하고 있어 큰 기대를 갖게 한다. 올해 3분기 국내와 미국에서 버라이즌 및 KT형 mmWAVE 인빌딩 장비가 공급될 예정이기 때문이다.

투자자들의 우려가 여전히 큰 상황이지만 28GHz 상용화 준비는 올해 들어 본격화되는 양상이다. 과기부와 통신 3사가 28GHz 대역 5G 공동망 협의체를 3월 공식 출범한 데 이어 삼성전자가 5G 28GHz 대역과 LTE 기지국을 동시에 활용하는 Dual Connectivity 기술을 구현하였고, 이제 국내 5G 장비업체들의 mmWAVE 지원 인빌딩 장비 출시가 임박한 상황이다. 2022년까지는 LTE와 5G 3.5GHz/28GHz 대역이 모두 연동하는 기술적 지원이 필요한데 반가운 소식이 아닐 수 없다.

최근 GSMA(세계이동통신사업자연합)는 주파수 자원이 많은 28GHz와 3.5GHz 병행 투자가 비용 측면에서 훨씬 유리할 것으로 예상하고 있으며, 특히 GSMA는 인빌딩 측면에서 28GHz대역 주파수 활용도가 클 수 있음을 언급하고 있다. 통신사들의 28GHz 활용 의지가 높아지는 상황에서 28GHz 장비 출시 준비가 본격화되고 있어 금년도 하반기엔 28GHz 투자가 본격화될 것으로 판단된다. 28GHz 활성화 시 5G가 IoT로 한 단계 진화하는 양상이 나타날 수 있는데 5G 장비업체와 더불어 통신사에게도 큰 호재가 될 전망이다.

그림 20. 진짜 5G 도입이 임박했다고 판단하는 이유



자료: 하나금융투자

5G 급행차선 허용에 이어 mmWAVE 지원 장비 출시되면 IoT로 진화하는 진짜 5G 도입 본격화될 듯

필자는 2017년부터 5G 핵심 서비스를 IoT로 주목하고 있지만 아직까지도 5G가 IoT로 진화할 것이란 투자가들의 믿음은 크지 않다. 그런데 금년도 CES를 통해 5G를 이끌 핵심 서비스로 IoT를 지목하는 시장 참여자 및 투자가들이 크게 늘고 있다. 특히 6G에 대한 준비에 착수하면서 결국 5G가 IoT로 진화할 것이란 믿음이 더욱 커지는 양상이다. 사실상 6G는 IoT가 확장된 IoE(만물인터넷)를 지향하고 있기 때문이다. 어찌 보면 현재 진행중인 IoT로의 5G 진화를 완성해나가는 기술이 6G라고 볼 수 있을 것 같다. 초고속/초저지연/초연결 사회라 불리는 5G의 이상을 완벽히 구현시켜주는 것이 6G인셈이다. 가장 큰 과제는 역시 초고주파수의 제어와 네트워크의 안정성 확보라고 볼 수 있겠다.

이미 5G는 IoT의 핵심 인프라로 부상 중이다. IT 업체들이 mmWAVE 기술 개발에서 많은 성과를 내기 시작했고 정부가 5G 급행차선을 사실상 허용하는 등 제도적 장치가 마련되고 있기 때문이다. 아직 회의적인 시각이 팽배한 상황이지만 진짜 5G로 가는 세상은 곧 우리 생활로 들어오게 될 것이다. 통신사뿐만 아니라 네트워크장비 업체, 단말 및 IT 부품업체, 심지어 자동차/공장기계 업체들까지도 IoT로 진화하는 5G SA 도입에 나서고 있기 때문이다. 아직까진 5G 킬러서비스가 잘 안 보이는 상황이지만 진짜 5G 시대로 진입하면 통신사가 새롭게 창출할 수 있는 매출은 무궁무진하다. 특히 B2B 시장의 확대를 기대할 만하다. 진짜 5G 시대로의 진입 기대감이 높아지면서 통신주들이 주식 시장에서 주도주로 부상할 날이 멀지 않았다.

그림 21. 5G 네트워크슬라이싱 및 망중립성 예외 적용 원칙



자료: 과기부, 하나금융투자

(7) LG전자 폰 사업 중단으로
분리공시제도 연기 불가피할 듯,
하지만 통신시장 안정화 기조
뚜렷할 것

(7) LG전자가 폰 사업을 중단하였다. 국내 단말기 유통구조가 크게 개편될 전망이다. 전반적으로 통신 시장 안정화가 예상된다.

2021년 4월 LG전자가 폰 사업 중단을 선언하였다. 이에 따라 급물살을 타던 분리공시제도도 도입이 지연될 공산이 커졌다. 국내 단말기 유통 시장에서 삼성의 독주가 불가피한 상황에서 제도적 효과를 거두기 어려워졌기 때문이다.

당초 분리공시제도는 폰 제조사간 가격 경쟁을 부추겨 단말기 가격의 하향 안정화를 유도하고 출고가를 낮추려는 목적에서 도입이 논의되었다. 이로 인해 실질적으로 체감적인 통신비 인하 효과를 얻자는 목적이 컸었다. 그런데 경쟁할 제조사가 없어졌으니 이제 도입이 무의미해 졌다고 볼 수 있겠다.

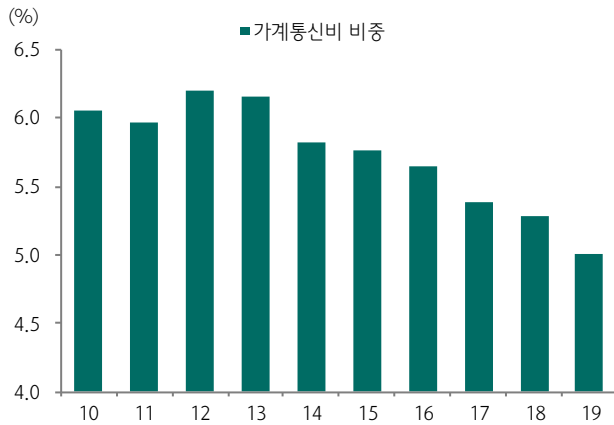
하지만 분리공시제도는 언제든지 다시 도입이 논의될 수 있다. 외산폰 도입이 활성화될 경우 그 가능성은 높아진다. 아직은 미중 무역분쟁의 영향으로 중국폰이 국내에 진입하기 어려운 상황이지만 향후 단말기 라인업 강화, 경쟁 활성화를 목적으로 재차 도입이 논의될 가능성이 높기 때문이다. 단 화웨이 무역제재가 풀려야 가능한 일이므로 올해까지는 가능성이 낮다고 보여진다.

비록 분리공시제도 도입이 지연될 가능성이 높아졌지만 LG전자가 사라진 국내 단말기 유통 시장은 과거 대비 안정화될 공산이 크다. 삼성전자 독주 체제가 형성됨으로써 M/S 중대 욕구가 크지 않은 상황에서 통신사/제조사간 마케팅 공조를 통한 시장 과열이 나타나기 쉽지 않은 상황이고 대리점 리베이트 역시 평균적으로 보면 크게 증가하기 어려운 국면이기 때문이다. 여기에 코로나19 사태 이후 대세로 굳어진 온라인 마케팅 확대 양상도 리베이트 감축을 통한 통신시장 안정화 양상에 기여할 것으로 보인다.

또 장기적으로는 분리공시제도 등 휴대폰 유통 구조 개편이 지속 추진될 가능성이 높다. 필자는 과거 여러 리포트를 통해 결국 통신요금인하 논쟁의 종결점은 단말기 유통 구조의 개편이 될 수 밖에 없다는 점을 거듭 밝힌 바 있다. 5G 투자 중대와 영업이익 감소로 통신사가 더 이상 요금인하를 추진할 여력이 없으니 정부와 유통이 그 부담을 떠안을 차례라는 것이다. 2013년 이후 소비자출대비 가계통신비 비중은 지속적인 하락세를 나타낸 반면 단말기 구입비는 지속적으로 증가하고 있어 논란이 되고 있다.

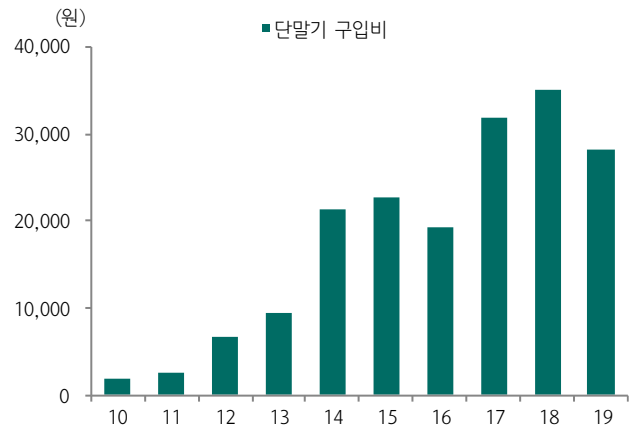
휴대폰 유통구조 개편은 필연적으로 나타날 수 밖에 없다. 휴대폰 유통구조 개편은 통신업계에 큰 파장과 더불어 통신주 상승으로 나타날 전망이다. 통신사 입장에선 마케팅비용 부담 완화/효율적 마케팅비용 지출을 기대할 수 있기 때문이다. 과거 단통법 도입 후 통신주는 높은 주가 상승을 기록한 바 있다. 이제 5G와 더불어 휴대폰 유통구조 개편이 2022년까지 통신주 상승을 이끌 것이란 판단이다.

그림 22. 소비자출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 23. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 24. 휴대폰 유통 구조 개편이 통신산업에 미칠 영향

- 1 실질 폰 가격 노출 본격화, 오픈마켓 활성화 예상
- 2 온라인 마켓 활성화, 대리점 리베이트 축소 양상
- 3 제조사/통신사/대리점 간 마케팅 공조 감소 불가피
- 4 통신사 불필요한 마케팅비 지출 축소, 마케팅 효율성 향상

자료: 하나금융투자

(8) 미국/일본 통신주 서서히
상승 반전하고 국내 통신주도
반등세 나타내는 양상,
선진국 중심으로
글로벌 통신주 동반
상승 가능성 높아

(8) 미국/일본 통신주가 상승 전환을 시도 중이며 국내 통신주도 상승 추세를 나타내고 있다. 선진국을 중심으로 글로벌 통신주 들의 동반 상승이 예상된다.

국내뿐만 아니라 일본/미국이 5G 상용화에 나선 상황이지만 투자자들의 통신주에 대한 반응은 아직도 뜨겁지 않다. LTE와 차별화된 5G 비즈니스 모델이 보이지 않는 상황이기 때문이다. 이에 따라 통신사 주가도 탄력적인 반등 양상을 나타내지는 못하고 있다.

하지만 이젠 서서히 글로벌 투자자들의 5G에 대한 관심이 높아질 수 있어 주의가 필요해 보인다. 커버리지, 단말기 측면에서 5G 서비스를 도입했다고 얘기하기 민망한 수준이었던 미국에서 3.5/3.7GHz 주파수 경매 이후 5G 투자에 나서고 본격적인 5G 가입자 모집을 개시한 이후 버라이즌, T-Mobile 주가가 반등하는 양상을 나타내고 있기 때문이다. 특히 파격적인 5G 단말기 교체 프로그램 및 요금제를 선보이고 있는 T-Mobile 행보에 주목할 필요가 있다. 미국 통신 4개사간 5G 가입자 유치 경쟁이 본격화될 수 있기 때문이다. 일본도 통신 4개사 중 최근 가장 우수한 실적을 나타내고 있는 KDDI를 중심으로 작년 연말 이후 주가가 상승 전환하는 모습을 보이고 있어 관심을 끈다. 이동전화 ARPU 상승 기대감이 작동하면서 주가가 최근 반등세이기 때문이다.

국내뿐만 아니라 미국/일본이 본격적인 5G 가입자 유치전에 나서고 일부 업체들의 서비스 매출액이 증가하는 모습을 나타내면서 서서히 글로벌 투자자들의 5G 서비스에 대한 관심이 높아질 것으로 보인다. 물론 비용 증가 요인이 적지 않지만 그보다는 서비스 매출액 증가 기대감이 훨씬 더 클 전망이다. 최근의 미국/일본 통신사 주가 반등은 국내 통신사에도 긍정적인 영향을 미칠 공산이 커 보인다. 당연한 얘기지만 전세계에서 가장 빠른 5G 보급률을 나타내고 있는 국내 통신주에 대한 글로벌 투자자들의 관심이 높아질 것이기 때문이다. 이미 외국인 투자자들이 순매수로 전환하고 있는 상황이지만 특히 외국인 매매 패턴 변화에 따른 국내 통신주 상승이 기대된다.

그림 25. 최근 3개월간 국내 통신 3사 외국인 순매수 합계 추이

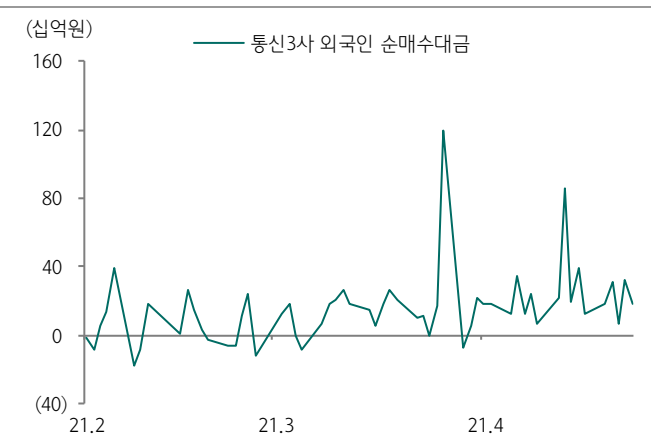
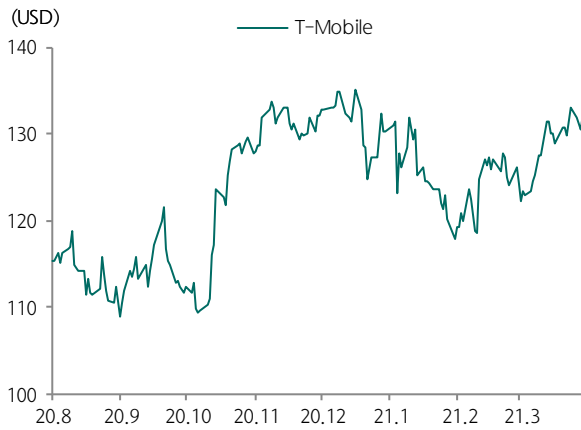


표 7. T-Mobile 5G 가입자 유치 전략

	5G 단말기 무료 교환	무제한 요금제 업그레이드
기간	21년 4/18 ~ 21년 연말	
조건	24개월 약정 - T모바일 후불요금제 고객	이전 스프린트 고객 및 T모바일 후불요금제 고객
혜택	- 기존 단말기 반납 고객 대상 - 갤럭시 A32 5G 무료 제공 - 아이폰11 이용자 대상, 단말기 반납 시 아이폰12 무료 교환 - 아이폰 구형 모델 이용자 대상, 단말기 반납 시 아이폰12 반값 할인 (단 아이폰 교환 서비스의 경우 5/1까지 행사 진행)	추가 요금 부담 없이 무제한 요금제로 업그레이드

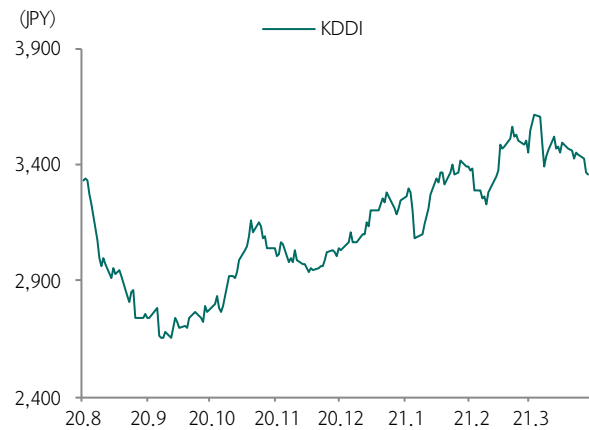
자료: T-Mobile, 하나금융투자

그림 26. 최근 6개월간 T-Mobile 주가 추이



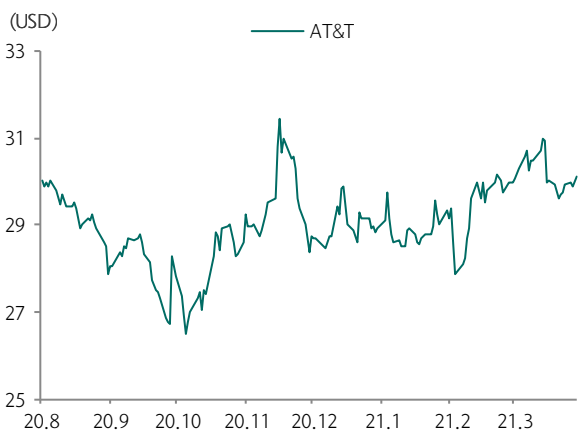
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 27. 최근 6개월간 KDDI 주가 추이



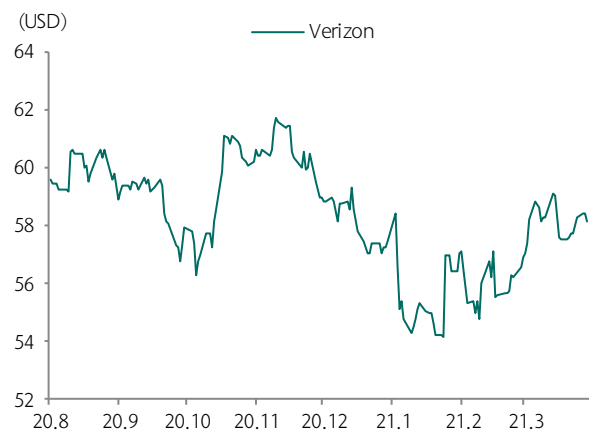
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 28. 최근 6개월간 AT&T 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 29. 최근 6개월간 버라이즌 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(9) 통신사 영업비용 증가 우려
줄어들 전망,
특히 주파수관련비용 감소가
투자 심리를 개선시킬 것

(9) 국내 통신사 비용 증가 우려가 낮아지고 있다. 매출액 증가를 확인하면서 통신주가 오를
듯하다. 특히 감가상각비 부담이 없어졌다는 점은 큰 호재로 받아들여진다.

2020년 11월 30일 과기부는 3G/LTE 주파수 할당 대가를 5년 사용 기준 3.17~3.77조원
으로 결정하였다. 특이한 점은 5G 투자 규모에 따라 주파수 가격을 달리 적용하겠다는 방침
인데 3.17조원으로 할당 가격을 낮추려면 2022년까지 각 통신사가 12만국 이상의 기지국을
구축해야 한다. 현재 각 사별로 4~5만국 수준의 5G 기지국을 구축한 상황임을 감안 시 결
코 적지 않은 수준이다.

표 8. 주파수 재할당 정책표

3G/LTE 재할당 주파수 이용 기간	
5G 광대역화 회수 대역(2.6GHz)	5년으로 고정
그 외 대역	5년~7년 사이에서 사업자가 선택
이용기간 단축 허용	5G 초기 전환시 이용기간 단축(3년 이후) 허용 2.1GHz/2.6GHz 대역 중 사업자별 1개 대역
3G/LTE 재할당 주파수 대가 (5년 기준)	
경매 참조 가격에 과거 주파수 경매대가 100% 포함. 단 5G 도입 이후 대역별 가치 하락 요인(27%) 반영	
조정 가격은 2022년까지 5G 기지국 투자에 따라 조정	
기지국 6만국~8만국	3.77조원
기지국 8만국~10만국(당사 주파수할당가격 산정 기준)	3.57조원
기지국 10만국~12만국	3.37조원
기지국 12만국 이상	3.17조원

자료: 과기부, 하나금융투자

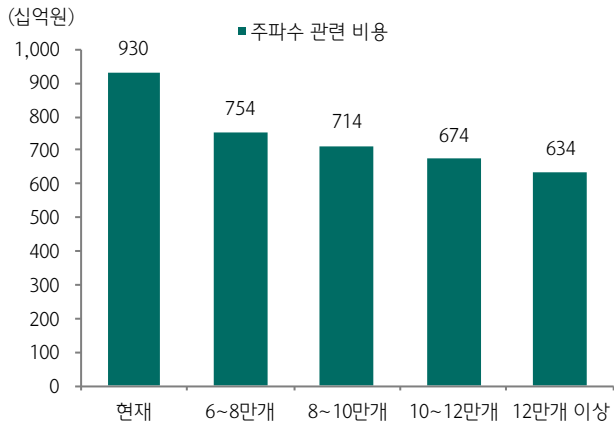
3G/4G 주파수 재할당 가격 인하,
28GHz 손상차손 처리로
2021년 주파수상각비용 감소,
2022년 소폭 증가 전망,
장기 주파수관련비용 정체 예상

2021년 7월부터 새로운 3G/4G 주파수재할당 대가가 적용되는데 통신 3사 합산 기준 연간
2,160억원에 달하는 영업비용 감소 효과가 예상된다. 최근 5G 투자 현황을 감안할 때 향후
2년간 5G 기지국 8만국 수준의 투자가 가장 유력한 상황이라는 점에서 그렇다. 이에 따라
장기 주파수 비용 증가를 우려할 필요는 없어 보인다. 2021년 말 6GHz 미만 5G 주파수 경
매가 예정되어 있어 신규 주파수 상각비용 증가분이 2천억원 이상에 달할 전망이지만
3G/4G 주파수재할당비용 감소로 이를 대부분 상쇄할 것으로 판단되기 때문이다.

당초 2021년부터 상각에 들어갈 것으로 예상되었던 28GHz 주파수 상각도 이슈가 되지 않
을 전망이다. 회계 법인들이 여태까지 사용하지 않은 28GHz대역 주파수에 대해 손상차손을
적용하라고 권유하였고 통신 3사 모두 2020년 4분기 모두 영업외비용으로 처리하였기 때문
이다.

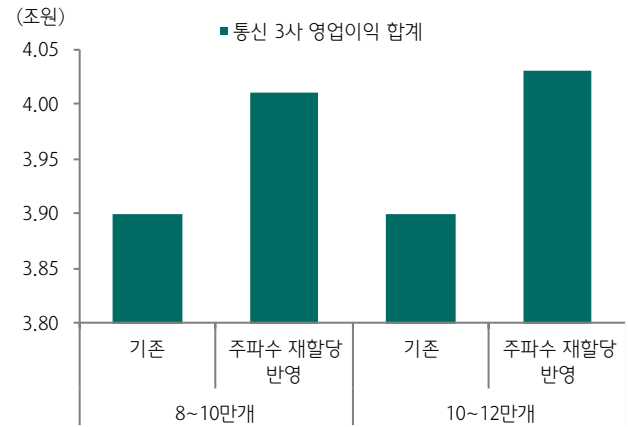
3사 합산 기준 6천억원 가량이 영업외비용으로 손실 처리됨에 따라 2021년 이후 통신사 주
파수관련비용은 하향 안정화가 예상된다. 2021년 말 6GHz 미만 5G 주파수 경매로 연간 신
규 주파수관련비용 순증분이 2천억원 이상이 될 것임을 감안해도 그렇다. 통신 3사 주파수
관련비용은 2021년 전년대비 1,000억원 감소할 전망이며, 2022년에 다시 올해 대비 1,000
억원이 증가해 2020년 수준이 장기적으로 유지될 공산이 커 보인다. 연간 3G/4G 재할당비
용이 7,140억원(2년간 5G 기지국 8만국~10만국 설치 가정) 수준으로 지난해 대비 2021년
1,080억원, 2022년 2,160억원 감소할 것이고, 올해 말 5G 신규 주파수 할당 가격이 2조원
수준일 것임을 가정할 때 그렇다.

그림 30. 기지국 수에 따른 연간 통신 3사 3G/4G 주파수관련비용 추정



주: 주파수 할당 가격은 3사 합산, 기지국 구축수는 2022년까지 각사 기준
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 31. 주파수 재할당에 따른 2021년 3사 영업이익의 합계 추정치 변동



주: 기지국 구축수는 2022년까지 각사 기준
자료: 각사, 하나금융투자

4월 통신서비스 업종 수익률은
KOSPI 수익률을 상회,
실적 기대감 높아지면서
저평가 매력 부각되었기 때문

3) 4월에도 통신업종 수익률 시장수익률을 상회

통신서비스 업종은 2월 및 3월에 이어 4월에도 시장수익률을 상회하는 성과를 나타냈다. KOSPI 상승률이 둔화된 영향도 있었지만 1분기부터 통신사들이 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록할 것이란 점이 통신주 상승을 이끌었다. 특히 통신사 ARPU 및 영업이익 증가 전환 기대감이 높아진 점, 통신부문 이익 성장으로 배당 증가 가능성이 높아진 점, SK(주)와 중간지주사간 합병 가능성이 낮아진 점이 투자 심리를 회복시켰다.

이러한 이유로 4월엔 통신 3사 주가가 모두 반등하는 양상을 보였다. SKT가 인적분할에 따른 우려 감소와 더불어 대규모 자사주 소각 가능성이 높아지면서 탄력적인 주가 반등을 나타냈고, KT 역시 실적 호전 및 배당 증가 기대감으로 꾸준한 주가 상승을 나타냈다. LGU+는 주가 상승에 가장 늦게 합류하긴 했지만 1분기 실적이 우수할 것으로 전망되는 가운데 과도한 주가 저평가 논란이 벌어지면서 오랜만에 의미 있는 주가 상승을 나타냈다.

표 9. 2021년 4월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	17.2	17.3	11.3	18.0

주: 지수는 4/23 종가 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 10. 2021년 4월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	24.1	19.6	18.2	20.3
KT	5.7	19.0	(0.2)	19.7
LG유플러스	9.5	6.0	3.6	6.7

주: 주가는 4/23 종가 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

1분기 실적 시즌 통신주
본격 상승 가능성 높은 상황,
실적 향상 및 배당 증가 기대감
높아지면서 주가
한단계 레벨업 될 전망

4) 1Q 실적 시즌 거치며 주가 한단계 높아질 듯, 통신주 적극 매수할 시점

5월엔 통신주 비중을 크게 늘릴 것을 권한다. 1분기 실적 시즌을 맞이하여 통신사들이 양호한 실적을 발표할 전망이다. 주가가 너무 오르지 못했다는 투자자들의 공감대가 형성될 가능성이 높기 때문이다. 특히 이번 1분기엔 이동전화 매출액 증가와 더불어 통신부문 이익 성장이 본격화되면서 배당 증가와 더불어 주가 상승 기대감이 높아질 것으로 판단된다.

5G 수혜 기대감도 높아질 전망이다. 이미 28GHz 대역 5G 장비 출시가 임박한 것으로 알려지고 있어 하반기 진짜 5G로 진입할 것으로 예상되기 때문이다. 그럼에도 불구하고 낮은 PBR과 높은 기대배당수익률을 나타내고 있어 이번 실적 시즌엔 통신사 Valuation 매력도가 부각될 공산이 크다. 여기에 SKT 경영진이 당분간 중간지주사와 SK(주)간 합병이 없을 것이라고 언급한 점도 국내 통신주 상승이 도움이 될 것으로 보인다. 합병 리스크가 부각될 경우 SKT 주가가 답답한 흐름을 보여 KG/LGU+에 까지 부정적인 영향을 줄 가능성이 높는데 다행히 당분간은 SKT 주가의 추가적인 상승을 기대할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

제반 이슈로 봐도 5월 통신주 반등 가능성은 높다. 1) 1분기 통신사 실적, 2) 28GHz 상용화, 3) SKT 인적분할관련 이사회 결의, 4) 단통법 수정, 5) 통신사 미디어 사업 제휴, 6) 자사주 매입, 7) 삼성전자 5G 중저가 폰 국내 출시 등이 이슈로 부상할 가능성이 높는데 대부분 주가에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다.

물론 단통법 수정론이 불거지면서 대리점 리베이트 차등이 커지는 반면 LG전자 폰 사업 철수로 분리공시제 도입이 지연될 것으로 예상된다는 점은 부정적이다. 하지만 제조사/통신사/유통상 결탁에 따른 리베이트 증대 가능성은 오히려 낮아진 상황이다. 통신시장 과열이 나타나기 어렵고, 결국 외산폰 도입 비중 증대와 더불어 분리공시제 도입이 장기적으로는 이루어질 가능성이 높아 단말기 유통 이슈는 통신주에 긍정적 영향을 미칠 공산이 크다.

여기에 통신사 1분기 실적 호전, 5G 보급률 확대 및 진짜 5G 도입 등은 통신주 상승에 결정적 영향이 될 것으로 보인다. 1분기 실적이 발표되고 나면 장기 통신사 이동전화 ARPU 상승 및 영업이익 성장에 대한 확신이 커질 것이고, 6~7월 mmWAVE 5G 장비 출시를 통해 진짜 5G 도입으로 인해 통신사 높은 매출 성장 기대감이 형성될 전망이다. 이번 1분기 실적 시즌이 지나고 나면 국내 통신사 주가 레벨은 한 단계 높아져 있을 가능성이 높다는 판단이다.

5월 통신주 본격

상승 가능성 높은 상황,
특히 최근 통신사 이동전화
ARPU 및 DPS 전망에
관심 높일 필요 있어

표 11. 5월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	• SKT 인적분할 결정, CEO가 SK(주)와의 합병 없을 것이라 언급함에 따라 투자 심리 개선 전망 • LGU+ 상반기 내 자사주 매입 결정할 듯, 헬로비전 합병 대비 차원, 주가에 긍정적 영향 미칠 전망 • KT 스튜디오지니를 중심으로 미디어사업 육성 전망, 케이뱅크 IPO 추진, 기업가치 증대 예상 • 통신 3사 1Q 실적 예상보다도 더 양호할 전망, 3사 합산 연결 영업이익 기준 1조원 예상 • LG전자 휴대폰 사업 철수는 통신시장 안정화로 이어질 듯, 리베이트 증대 가능성이 낮기 때문 • 통신사 온라인 및 무인 점포 확산 추세, 통신사 마케팅 효율성 향상 전망 • 삼성전자 5G 28GHz 대역과 LTE 기지국을 동시에 활용하는 Dual Connectivity 기술 구현 • 과기부/이통 3사 '280㎐ 대역 5G 공동망 협의체 3월 출범, 하반기 28GHz 투자 활성화 전망 • 28GHz 상용화 준비 본격화, 당초 우려보다 전파 투과율/전송 속도/커버리지 양호 • 통신 3사 올해 상반기 내 5G SA 상용화 방침 과기부에 전달, 하반기부터 진짜 5G 시대 열릴 듯 • 자율주행차 등 5G 기술에 특수 서비스 개념 도입, 2021년 1월부터 망중립성 예외 적용 • 5G 급행차선 허용으로 5G 조기 생태계 조성 전망, 통신사 B2B/B2C 매출 전망 긍정적 • 최근 미국/일본 주요 통신사 5G 가입자 증가하면서 서서히 추가 상승 전환하는 양상 • 국내 5G 가입자수 월 순증 100만명 수준으로 안착하는 양상, 올해 ARPU 2~3% 상승 전망 • 올해 이동전화 ARPU 및 DPS 상승 유력함에도 통신사 기대배당수익률 4~5%로 높은 상황 • 28GHz 손상차손 처리로 주파수비용 부담 완화, 올해 주파수관련비용 1천억원 감소할 전망 • 넷플릭스 규제법 개개위 통과, 구글/넷플릭스/페이스북 망 관리 의무 부과 • 유보신고제 시행, 통신상품 사전 신고 아닌 사후 규제 받게 되어 요금 규제 크게 완화 전망 • 통신 부문 실적 개선 본격화, 2021년에도 KT/LGU+는 배당금 증가 유력 • 데이터 3법 시행, 유동인구/소비/상권 데이터 상품 출시, 통신사 B2B 사업 확대에 긍정적 • 유선 및 미디어 사업 통신 3사 위주로 재편, 사업 정상화에 따른 수익성 개선 전망
부정적 요소	• 1분기까지는 통신사 전년동기비 높은 이동전화 ARPU 성장을 기록하기 어려울 전망 • 5G 전략 폰 다수 출시됨에 따라 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려 존재 • 5G 커버리지 크게 부족한 상황, 정부/소비자 단체 5G 투자 압박 커지는 상황 • 2022년까지 통신 3사 CAPEX 8조원 이상으로 유지될 전망, 감가비 증가 부담 여전 • 차세대미디어/게임 등을 제외하곤 아직은 5G 킬러앱 명확하지 않은 상황 • 통신사 CAPEX 증가, M&A 본격화로 차입금 증가 예상, 통신사 단기 재무구조 악화 예상 • 통신사 CATV 및 신성장사업 M&A 예상보다 높은 가격으로 이루어지는 상황, 인수 매력 떨어져
종합 평가	• 통신사 본격적인 실적 향상 구간 진입, 규제 상황 극히 양호, 점진적 추가 상승 전망

자료: 하나금융투자

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

1) 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지

12개월 Top Pick을 LGU+로 유지,
높은 이동전화매출액 및
영업이익 성장이 유력한
상황인데도 불구하고,
과도한 화웨이 우려로 주가가
오르지 못했기 때문

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 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 선정한 결과다. 이러한 기준 하에 향후 12개월간 투자 매력도를 평가하면 통신 3사 중 LGU+가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

LGU+는 2020년 어닝 서프라이즈에 이어 2021년에도 높은 이익 성장이 유력함에 불구하고 과도한 화웨이 리스크 우려로 주가가 상승하지 못한 상황이라 투자 유망하다는 판단이다. 특히 2021년에는 5G로 보급률 확대에 인한 수혜 정도가 중목 선정에 있어서 가장 중요할 수 있는데 LGU+의 경우 순수 통신사로서 무선 통신 매출 비중이 절대적이라 Top Pick으로서 손색이 없다는 판단이다.

표 12. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	2021년 이후 통신부문 실적 개선 본격화될 전망 - 박정호 현 SKT CEO SK(주)와의 합병 없을 것이라고 공식 발표 - 인적분할 관련 주총 앞두고 12%에 달하는 자사주 소각 가능성 고조 - 요금인가제 폐지, 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적	- 인적 분할 결정, 초장기적으로는 SK(주)로의 합병 가능성 높음 - SK(주) 합병 이슈로 중간지주사 제대로 평가 받기 어려운 상황 - 기업 분할 이슈로 인해 총 배당금 증가 기대하기 어려워진 상황 - 최근 3년간 통신부문 이익 성장 가장 낮고 기업가치 높게 형성
KT	- 올해 통신 3사 중 가장 높은 이동전화 ARPU 상승 전망 - 자회사 구조조정 및 육성 본격화되는 양상 - 미디어 컨트롤 타워 설립, 케이뱅크 IPO 추진 중 - 배당금 증가 지속될 전망, 실질 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황	- 본사 실적 개선 본격화, 단 자회사 실적 부진 지속 중 - 높은 가격으로 CATV 인수, PSTN 매출 감소 지속 - 낮은 ROE로 높은 자산가치 크게 부각되기에 역부족 - 경쟁사대비 과도한 영업비용, 방대한 자산 규모
LGU+	- 통신 3사 중 통신부문에서 가장 높은 매출액/이익 성장 기록 중 - 통신부문 영업이익 SKT 80% 수준, 시가총액 너무 낮은 편 - 비용 집행 보수적으로 진행 중, 성장성/수익성 조화에 탁월 - 배당금 증가와 더불어 헬로비전 합병 감안한 자사주 매입 추진 전망	- 화웨이 리스크 없음에도 투자 심리 너무 위축된 상황 - 자금 소요 많음, 부채비율 하락 어려운 상황 - 과거 대비 낮은 5G 순증 가입자 M/S 기록 중 - 상대적으로 자회사 가치 부각 어려움
종합평가	높은 매출/이익 성장 지속되고 있음에도 과도한 화웨이 우려로 실적 대비 주가 지나치게 싼 LGU+ 최선호주로 선정	

자료: 하나금융투자

2) 5월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Picks는 KT/LGU+

5월 종목별 투자 매력도는
KT=LGU+>SKT 순으로 평가,
통신부문 실적 호전 두드러질 KT와
올해 추정 실적 대비 시가총액
너무 낮게 형성된
LGU+를 5월 Top Picks로 제시

5월 실적 시즌엔 KT와 더불어 LGU+를 월간 Top Picks로 제시한다. KT는 과거 배당수익률 밴드를 감안할 때 단기 주가 반등이 좀 더 이어질 것으로 판단되고 이번 1분기부터 의미 있는 이동전화 ARPU 및 통신부문 영업이익의 성장을 기록할 것으로 보여 투자 유망하다고 평가한다. LGU+는 화웨이 우려로 장기간 주가가 오르지 못했고 수급 부진이 이어졌지만 1분기 실적 시즌 재차 어닝 서프라이즈를 기록할 것이고 외국인/기관 매수세가 유입될 수 있을 것으로 보여 5월 투자 유망하다고 판단한다. 5월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 KT=LGU+>SKT 순으로 평가하며, 통신 3사에 대한 구체적인 5월 투자 전략을 언급하면 다음과 같다.

표 13. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SKT	매수	330,000원	• 통신/비통신 실적 개선, 인적분할 후 당분간 SK(주)와 합병 없을 것이고 자사주 전량 소각 전망
KT	매수	35,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가, 통신부문 영업이익 본격 증가세 돌입, 기대배당수익률 매력적
LGU+	매수	18,000원	• 화웨이 리스크 소멸 국면, 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 실적대비 과도한 저평가 상황

주: 1) 종목 투자 등급은 1. 매수, 2. 중립, 3. 비중축소, 2) 투자의견은 향후 12개월 기준
자료: 하나금융투자

표 14. 5월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(4/23)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	KT	29,450원	28,000~35,000원	9.4	0.5	• 통신부문 이익/기대배당수익률로 볼 때 단기 탄력적 주가 반등 예상
1	LGU+	13,250원	12,500~18,000원	8.1	0.7	• 화웨이 리스크 소멸 중, 올해 추정 실적대비 주가 너무 낮은 상황
3	SKT	314,500원	290,000~360,000원	11.7	0.9	• 인적분할 확정, 주가 오르겠지만 상승 폭은 제한적일 듯

주: 2021년 예상 실적 기준, 단 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

표 15. 5월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(5월)	순위(4월)	순위 변화	사유
KT	1	1	-	• 배당금 증가에 대한 주가 반영 미미, 2022년까지 장기 실적 전망 낙관적이며 배당 증가 동반 예상
LGU+	1	1	-	• 실적대비 주가 너무 낮은 상황, 1Q 어닝서프라이즈/화웨이 리스크 소멸 시 주가 급반등 예상
SKT	3	3	-	• 장기적으로 SK(주)와의 합병 우려 여전히 상존, 자회사 가치 부각되긴 어려울 전망

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

KT 1분기 어닝 시즌 통신부문
실적/배당/IPO 추진
이슈로 부상할 듯,
실적 시즌 주가
한 단계 레벨 업 될 것

3) KT는 1분기 통신부문 이익이 주가 상승 이끌 것

KT의 경우엔 금년 1분기 실적 시즌을 맞이해서 실적 호전주임과 동시에 절대 저평가 주식이라는 인식이 확산되면서 강한 주가 상승이 나타날 수 있을 것으로 판단한다. 특히 외국인 투자자들의 시각 전환을 기대할 만하다. 외국인 투자자들의 경우 실적을 확인하고 후행적으로 투자 판단을 하는 경우가 많았기 때문이다.

2021년 1분기 KT 실적은 양호할 전망이다. 서비스매출액 증가 속에 마케팅비용/감가상각비 정체가 예상되기 때문이다. 특히 본사(통신부문) 실적 호전이 예상된다. KT 1Q 본사영업이익은 전년동기비 18% 증가한 3,528억원에 달할 전망이다. 이에 따라 지난해에 이어 올해도 DPS 증가가 예상되며 아마도 5월 11일(화) 1분기 실적 발표를 계기로 배당금 증가 기대감이 커질 것으로 보인다. 통신부문의 실적이 배당의 재원이 되는 KT 구조를 감안 시 그렇다. 지난해 1,350원에 이어 올해 DPS 1,600원에 대한 투자자들의 믿음이 커질 것이라 판단이다.

1분기 KT 이동전화 ARPU가 높게 나타날 것이라 점도 어닝 시즌 KT 주가 강세에 대한 기대를 갖게 한다. 통신업종 특성상 이동전화 ARPU가 상승하면 마케팅비용/감가상각비 증가폭을 상쇄하고도 대부분 영업이익이 증가하였고 이를 선반영하여 예외없이 주가가 상승한 바 있기 때문이다.

5월엔 스튜디오지니 및 케이뱅크 IPO 기대감도 높아질 전망이다. 특히 5월 21일(금) 투자가 미팅에서 KT 경영진이 자회사 IPO 추진 상황에 대해 구체적으로 언급할 가능성이 높아 관심을 끈다. KT는 미디어와 금융 사업을 강화 중이다. 스튜디오지니는 향후 디즈니와 협력하여 콘텐츠를 강화하는 가운데 IPO 추진이 예상된다. 케이뱅크 역시 당분간 여신 성장에 주력하면서 BEP 조기 달성과 더불어 IPO를 추진할 것으로 예상된다. 카카오뱅크가 IPO를 추진하는 가운데 최근 케이뱅크가 투자가 미팅을 진행하고 있어 관심을 끈다. 스튜디오지니와 케이뱅크가 각각 2조원과 4조원에 IPO를 추진한다고만 가정해도 KT 시가총액 중대에는 큰 도움이 될 것 같다.

KT에 대해 장/단기 적극 매수를 추천하며, 역사적 배당 수익률 밴드를 고려할 때 35,000원 수준까지는 기계적으로 매수할 것을 권한다. 향후 이동전화 ARPU 흐름을 감안할 때 최소한 기대배당수익률 4.5% 수준까지는 KT 주가 반등이 나타날 것으로 판단되기 때문이다. KT 3개월 예상 주가 밴드를 28,000원~35,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 16. KT의 연간 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	19	20	21F
매출액	24,342.2	23,916.7	24,710.0
영업이익 (영업이익률)	1,151.0 4.7	1,184.1 5.0	1,388.3 5.6
세전이익	979.7	975.1	1,171.6
순이익 (순이익률)	619.1 2.5	658.0 2.8	815.1 3.3

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

표 17. KT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	5,831.7	5,876.5	6,001.2	6,207.3	6,082.0	6,122.0	6,145.5	6,360.5
영업이익	383.1	341.8	292.4	166.8	402.8	396.9	382.1	206.5
(영업이익률)	6.6	5.8	4.9	2.7	6.6	6.5	6.2	3.2
세전이익	367.2	307.9	314.3	(14.3)	353.7	350.3	337.6	130.0
순이익	208.3	176.6	203.4	69.7	250.3	247.7	237.9	79.1
(순이익률)	3.6	3.0	3.4	1.1	4.1	4.0	3.9	1.2

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

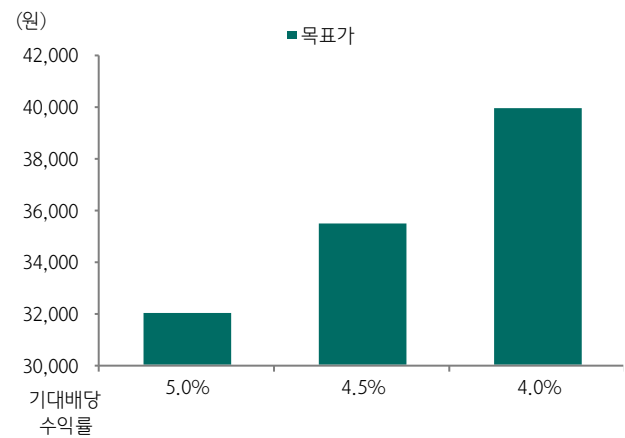
자료: KT, 하나금융투자

그림 32. KT CEO 애널리스트 간담회 이슈 사항



자료: KT, 하나금융투자

그림 33. KT 올해 기대배당수익률 감소한 목표가 산정



주: 금년 KT DPS 1,600원 가정

자료: KT, 하나금융투자

LGU+ 1Q 실적 시즌 주가 반등
계기될 것, 재차 높은 이익 성장
기대감이 살아나는 가운데
수급 개선 양상이 나타날 전망

4) LGU+ 1Q 어닝서프라이즈 달성, 수급 개선 전망

LGU+의 경우엔 5월 12일 2021년 1분기 실적 발표 전후 본격적인 주가 상승이 나타날 것으로 보여 5월 단기 투자 매력도가 높다고 평가한다. 1분기 실적 발표 이후 재차 높은 이익 성장에 대한 신뢰 회복, 자사주 매입에 따른 수급 개선, 화웨이 부품 수급 우려 해소로 주가가 정상화될 가능성이 높기 때문이다.

이번 1분기엔 재차 LGU+의 호실적이 예상된다. 컨센서스를 상회하는 영업이익을 발표할 것이란 점도 긍정적이지만 1분기 추정 영업이익이 2,476억원(+13% YoY, +41% QoQ)으로 높게 나타날 것이란 점이 큰 기대를 갖게 한다. 이번 어닝 시즌을 거치면서 올해 연간 영업이익 1조원 돌파 가능성을 투자자들이 높게 볼 것으로 판단된다.

그렇다고 보면 LGU+ 주가가 너무 낮다는 투자자들의 공감대가 형성될 가능성이 높다. SKT 대비 통신부문 영업이익의 수준은 80% 수준인데 반해 현재 LGU+ 시가총액은 5.8조원에 불과하기 때문이다. SKT 기업분할 비율이 통신 62대 중간지수 38로 추정되고 SKT 통신부문이 대략 15조원의 가치를 지닌 것으로 파악된다는 점을 고려하면 더욱 그렇다. 결국 배당금의 차이와 화웨이 이슈가 시가총액의 과도한 차이를 만든 셈인데 LGU+가 재차 이번 1분기에 4% 이상의 높은 이동전화매출액 성장과 꾸준한 DPS 성장 가능성을 높여주면서 SKT와의 시가총액 차이를 메꿀 가능성이 높다. 즉 7천억원에 달하는 SKT의 배당금과 2천억원에 불과한 LGU+의 배당금엔 여전히 큰 차이가 있지만 매출/이익 성장률과 배당의 흐름이 양사간 시가총액 차이를 좁힐 가능성이 높다는 판단이다.

여기에 점진적 수급 개선이 기대된다. LG(주)와의 협의를 끝내고 빠르면 상반기 자사주 매입을 결의할 가능성이 높기 때문이다. 헬로비전과의 합병을 염두에 둔 자사주 매입이라면 전체 지분의 3~5%, 2~3천억원 수준의 자사주 매입 추진이 예상된다. 여기에 외국인 지분율이 29%를 바닥으로 상승 추세를 나타내고 있어 긍정적이다. 1분기 호실적을 바탕으로 기관 매수까지 가세한다면 아마도 LGU+ 주가는 급반등 양상을 시도할 가능성이 높다. Valuation 상 잣대로 평가한다면 LGU+ 주가가 단기 15,000원까지 상승해도 어떠한 반론을 제기하기 어려워 탄력적 주가 반등이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

화웨이 리스크는 시간이 소요되면서 자연스럽게 소멸될 가능성이 높다. 부품 조달에 큰 문제를 겪고 있는 화웨이가 어떤 방식으로든 미국과 답판을 시도할 가능성이 높고, 설사 그렇지 않더라도 5G SA로 진화하면서 화웨이 장비 이슈가 자동적으로 소멸될 것이기 때문이다. 5G SA에서는 LTE 지원없이 독자적으로 망이 운용된다. 이미 LGU+는 5G SA로의 진화를 준비 중이다. 2022년이면 LTE와 상관없이 5G 네트워크가 가동된다. 반면 투자자들의 우려와는 달리 아직도 미국이 화웨이 장비 철거 명령을 하고 있지 않다. 향후 LGU+가 화웨이 장비를 추가 구매하지 않음으로써 이슈는 자동 소멸될 공산이 크다.

LGU+ 3개월 예상 주가 밴드를 12,500원~18,000원으로 예상하며, 12개월 목표주가를 18,000원으로 유지한다.

표 18. LGU+의 연간 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	19	20	21F
매출액	12,757.9	13,417.5	13,711.7
영업이익	684.0	886.2	989.1
(영업이익률)	5.4	6.6	7.2
세전이익	571.8	373.4	892.3
순이익	438.9	478.1	713.9
(순이익률)	3.4	3.6	5.2

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

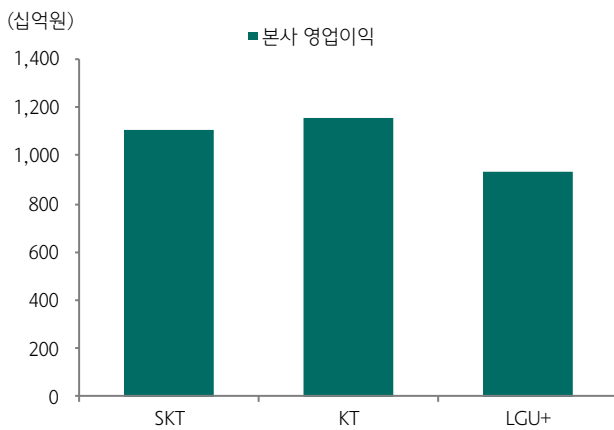
표 19. LGU+의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,286.6	3,272.6	3,341.0	3,517.3	3,363.2	3,399.2	3,440.5	3,508.8
영업이익	219.8	239.7	251.2	175.5	247.6	249.6	268.5	223.5
(영업이익률)	6.7	7.3	7.5	5.0	7.4	7.3	7.8	6.4
세전이익	193.5	205.7	226.1	(251.9)	221.8	223.2	247.1	200.3
순이익	148.8	150.6	403.4	(224.7)	177.4	178.5	197.7	160.3
(순이익률)	4.5	4.6	12.1	(6.4)	5.3	5.3	5.7	4.6

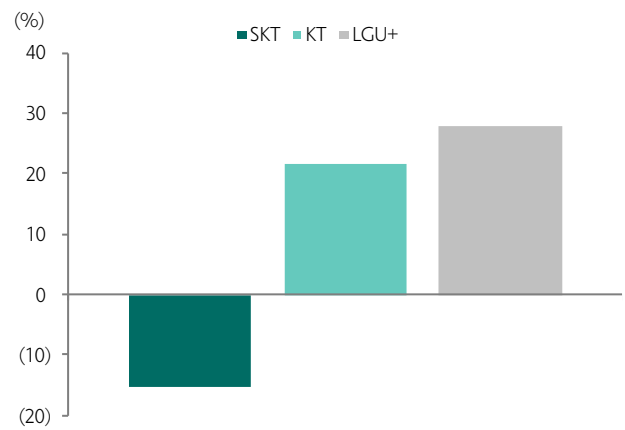
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 34. 국내 통신 3사 본사 영업이익 비교(2021년 추정치 기준)



자료: 하나금융투자

그림 35. 2019~2021년 누적 국내 통신 3사 본사 영업이익 성장률 비교



주: 2021년 실적은 당사 추정치 기준
자료: 각사, 하나금융투자

SKT 임시 주총 통과 위해
호재 다수 발표할 것으로 판단,
단기 주가 상승 가능성 염두에 둔
투자 전략 설정 추천

5) SKT는 9월 주총 의식한 단기 주가 관리 가능성에 주목해야

SKT의 경우엔 당분간 인적분할 및 주주총회 일정을 의식한 매매 전략을 취할 것을 권한다. 12개월 TP를 33만원으로 유지하지만 단기 향후 3개월간 SKT 예상 주가 밴드를 29~36만원으로 높게 예상한다. 물론 궁극적인 SKT 인적분할 목적을 감안하면 SKT 인적분할 이슈는 소액주주들이 환영할만한 일이 못된다. 하지만 임시주주총회를 앞두고 SKT 측이 다수의 호재를 발표할 공산이 커 단기적으론 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다.

이미 SKT는 주주 달래기 차원에서 박정호 CEO까지 나서 SK(주)와의 합병이 없을 것이라고 공식 발표한 상태다. 추가로 임시 주총 전 12%에 달하는 자사주 소각을 발표할 가능성이 높고, 올해 상반기 SKT 경영진이 실적 관리에 나설 공산이 크다. 5월과 8월로 예정된 1Q 및 2Q SKT 실적은 양호하게 발표될 가능성이 높다. 여기에 SKT 배당금은 연간 7천억원 수준을 유지할 공산이 크다.

우여곡절 속에 SKT 경영진은 4월 14일 인적분할을 공식 선언하면서 SK(주)와 합병하지 않을 것이라고 밝혔다. SKT 주주 반발로 임시주총에서 인적분할 안건이 통과되지 못할 것을 우려한 사전 조치였다. 단기적으로 SKT 경영진은 주총 전 3개 정도의 호재를 더 발표할 가능성이 높는데, 그것은 1) 자사주 소각, 2) 우수한 상반기 실적, 3) 7천억원에 달하는 SKT 사업회사 배당금 유지이다.

이미 SKT 인적분할은 대략적으로 세부안이 결정되었다. 존속회사가 SKT, 신설법인이 중간지주사로 정해진 상태이며, 자사주는 SKT에 남게 되었다. 하이닉스, 11번가, ADT캡스, 원스토어가 중간지주사로 넘어갔지만, SK브로드밴드와 SK텔레콤이 SKT에 잔존하고 자사주가 SKT에 남게 됨에 따라 SKT 분할비율은 SKT 사업회사 62: 중간지주사 38 수준이 유력해진 상황이다. 이에 따라 자사주는 소각될 것이 유력하다. SKT 사업회사에 자사주가 남게 되면서 사업회사인 SKT가 중간지주사 지분을 보유하게 되는데 지배구조상 문제가 발생할 수 있어 소각하는 것이 깔끔하기 때문이다. SKT 사업회사로 전환하는 자사주의 경우엔 보유해도 되지만 이는 주총 통과를 위해 소각할 가능성이 높다.

4월 SKT가 인적 분할을 사내 및 언론/주주들에게 알린데 이어 6월 이사회를 거쳐 공식 발표할 전망이다. 9월 임시주총, 12월 분할 기업(SK(주)/중간지주사) 상장이 예상된다. 이후엔 SK(주)가 유상증자를 통해 중간지주사에 SKT 현물출자를 진행할 것으로 예상되지만 SKT 경영진이 SK(주)와 중간지주사간 합병은 없다고 언급 했으므로 다소 시간이 걸릴 전망이다. 최소한 박정호 CEO 재임 중엔 SK(주)와 중간지주사간 합병이 없을 것으로 보여지고 이를 감안하면 SK(주)의 지분 스왑 역시 천천히 진행될 전망이다.

종합적으로 볼 때 이번 SKT 인적분할 이슈는 장기적으로 보면 불확실성이 큰 상황이지만 단기적으로는 SKT 주가 상승을 이끌 가능성이 높다. 물론 SKT 시가총액이 현재보다 30~40% 증가한다고 기대하긴 어렵다. 중간지주사가 여전히 높은 가치를 부여 받을 수 있을지 논란이 크기 때문이다. 하지만 다행히 최소한 향후 3년간은 SK(주)와 중간지주사간 합병은 없을 것이라고 언급함에 따라 중간지주가 주가 눌림 현상이 심하지는 않을 것이고 SKT 사업회사 주가는 SKT 및 SK브로드밴드 배당 가치로 높게 형성될 전망이다. 따라서 단기적으로 주총 전 36만원까지는 SKT 주가가 상승할 수 있을 것이라 판단이다.

표 20. SKT의 연간 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	19	20	21F
매출액	17,743.6	18,623.3	18,874.0
영업이익	1,110.0	1,354.1	1,475.8
(영업이익률)	6.3	7.3	7.8
세전이익	1,162.6	1,882.2	2,808.5
순이익	889.9	1,509.5	2,168.0
(순이익률)	5.0	8.1	11.5

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

표 21. SKT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,839.3	4,628.2	4,693.7	4,749.3	4,802.8
영업이익	302.0	359.5	361.5	331.1	363.1	376.9	391.3	344.6
(영업이익률)	6.8	7.8	7.6	6.8	7.8	8.0	8.2	7.2
세전이익	370.0	548.3	521.8	442.1	514.6	645.5	837.7	810.7
순이익	309.4	427.2	386.9	386.0	397.2	498.0	646.6	626.2
(순이익률)	7.0	9.3	8.2	8.0	8.6	10.6	13.6	13.0

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

그림 36. SKT가 임시주총 통과를 위해 발표할 것으로 예상되는 화재 예측

1	SKT 사업 회사에 남게 될 12%에 달하는 대규모 자사주 소각
2	수익성 관리를 통한 우수한 상반기 실적 발표
3	7천억원에 달하는 SKT 사업 회사 배당금 유지
4	경영진 SK(주)와 중간지주사 간 합병 없을 것으로 선언

자료: 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 1Q 통신사 마케팅비용 QoQ 감소할 전망

1) 5G 순증 가입자수 높게 유지 중이나 시장 과열은 나타나지 않는 상황

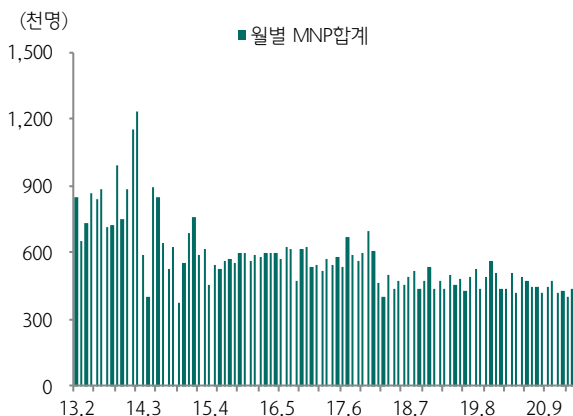
월 5G 순증 가입자
100만명 이상으로 유지 중,
하지만 통신 시장 과열 양상은
포착되지 않는 상황

5G 월간 순증가입자수가 100만명 수준을 유지 중이다. 2월 5G 누적 가입자수가 1,366만 명으로 가입자 순증 폭이 79만명으로 축소되었지만 설연휴 및 영업일수 감소 영향으로 평가되며 최근엔 재차 5G 가입자 순증 폭이 커지는 양상이다. 아마도 상반기 국내 5G 가입자 월 평균 순증 폭은 100만명을 상회할 듯하며 올해 연간으로는 월 평균 5G 가입자 순증이 120만명에 달할 것으로 보인다.

5G 가입자의 급증은 매출 측면에서는 환영할만한 일이지만 비용 측면에선 부담 요인이다. 아무래도 고가 요금제 가입자가 증가하면 통신사 인당획득비용(SAC)도 상승하기 때문이다. 프리미엄 단말기 사용자들이 고가 요금제를 주로 사용하고 고가 요금제에 많은 지원금과 리베이트가 투입된다고 보면 당연한 결과일 수도 있다.

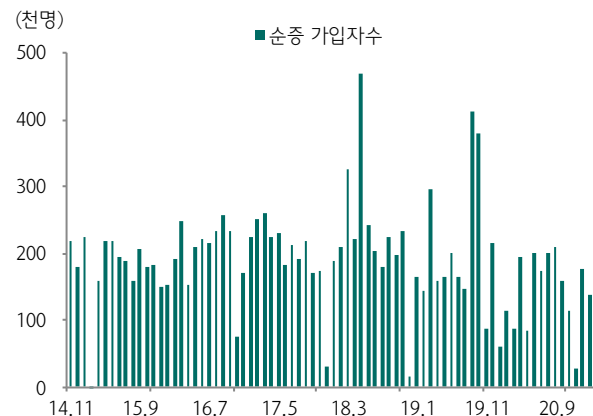
과거 이러한 우량 가입자 유치 경쟁 상황이 발생했으면 인당보조금과 대리점 리베이트가 증가하여 통신사 마케팅비용은 급증하는 양상을 보였을 것이다. 하지만 최근엔 5G 순증가입자 수 급증에도 불구하고 보조금 대란과 같은 비이성적인 시장 과열 현상은 발생하지 않고 있다. 아무래도 통신 3사간 가입자 M/S 경쟁 전략 변화, 오프라인 및 대형 유통상 운용 구조 변화, 가입자 평준화, 온라인 전략 강화 등이 국내 통신 시장을 변화시킨 데 따른 결과로 보여진다. 5G 순증 가입자수 증가에 따른 휴대폰 판매량 증가와 이에 따른 소폭의 인당획득비용 증가를 제외하면 아직까지 통신사 마케팅비용 측면에서 대란 조짐은 포착되지 않는다.

그림 37. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



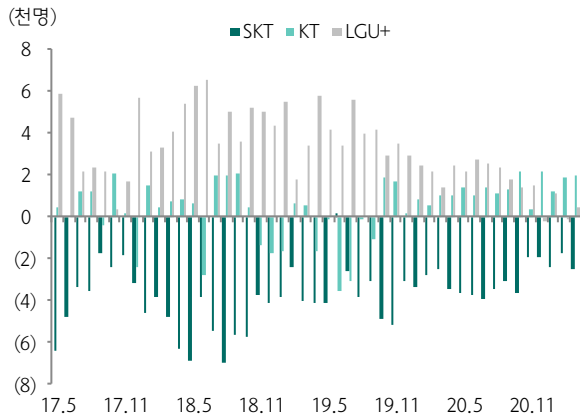
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 38. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



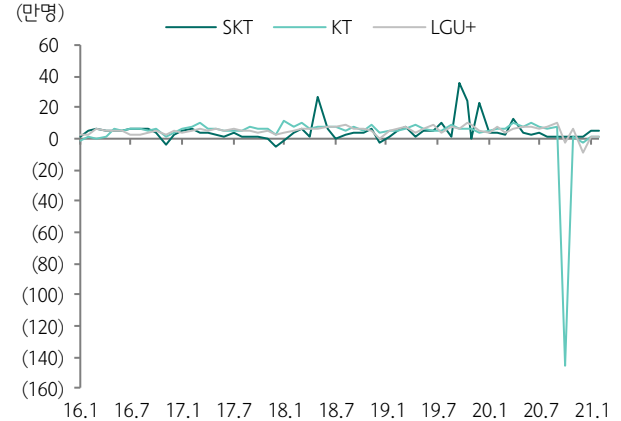
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 39. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



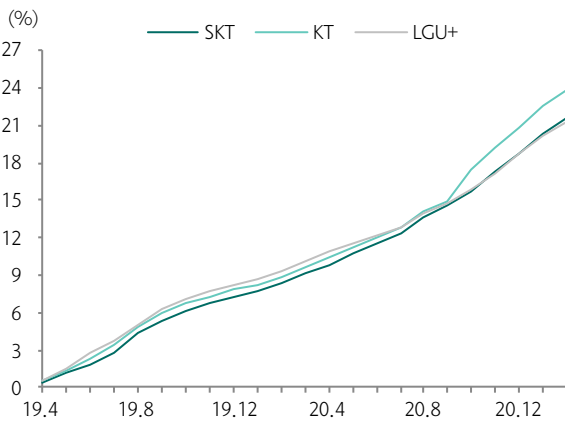
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 40. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



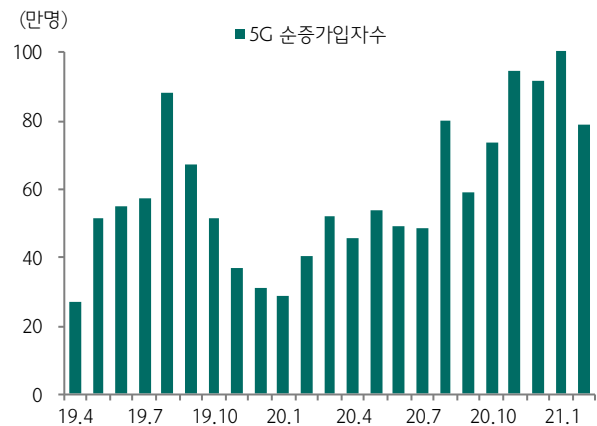
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 41. 통신 3사 5G 보급률 추이



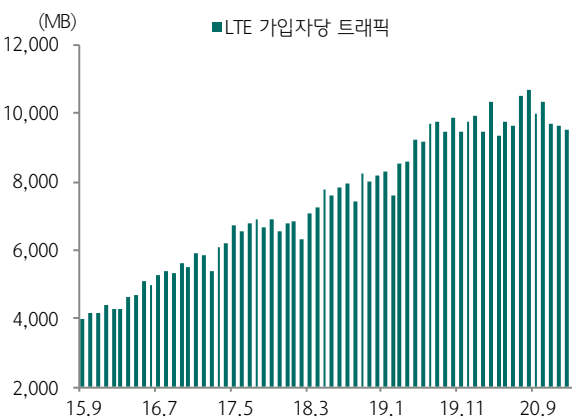
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 42. 5G 순증가입자 동향



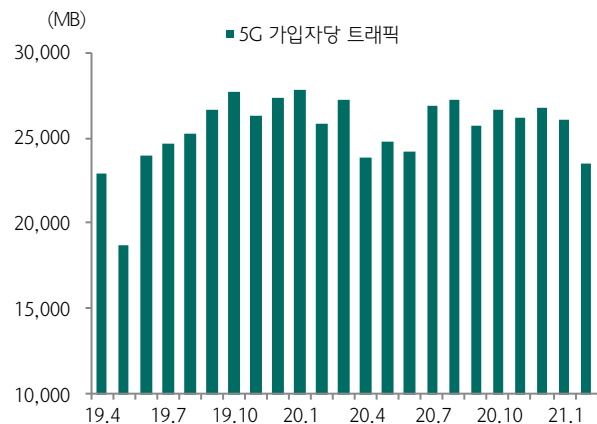
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 43. LTE 가입자당 트래픽 추이



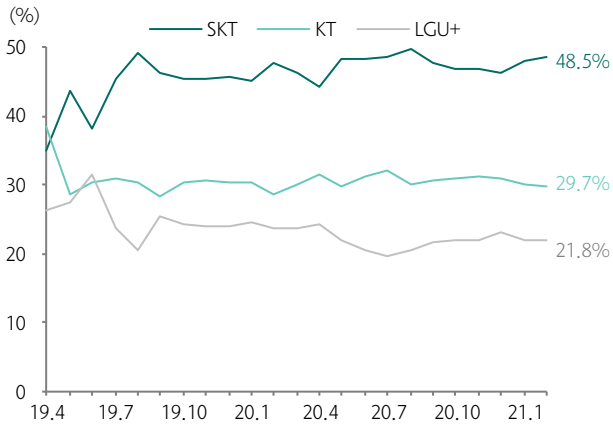
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 44. 5G 가입자당 트래픽 추이



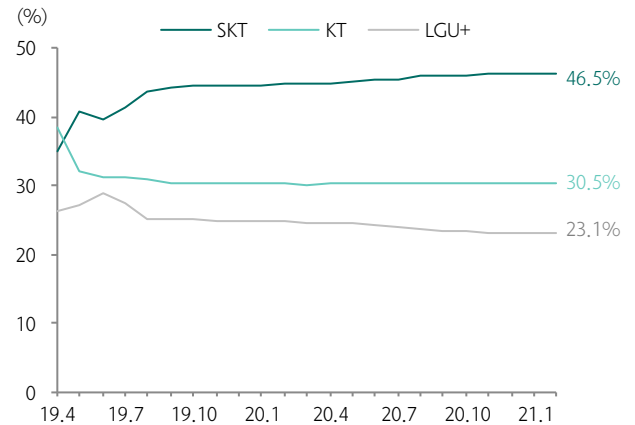
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 45. 5G 순증 가입자 M/S 동향



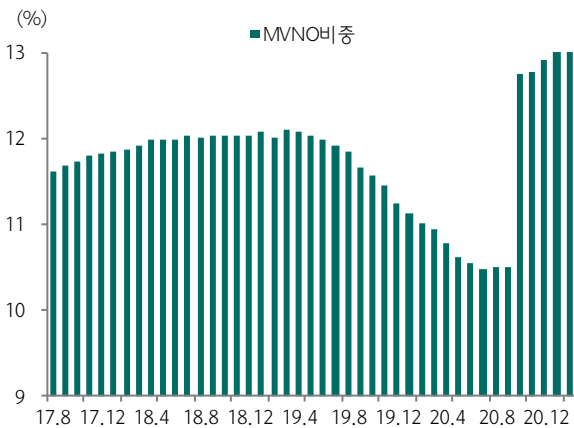
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 5G 누적 가입자 M/S 동향



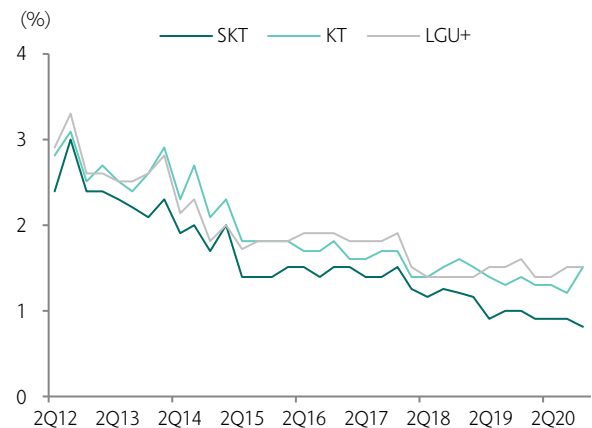
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. MVNO(재판매) 비중 추이



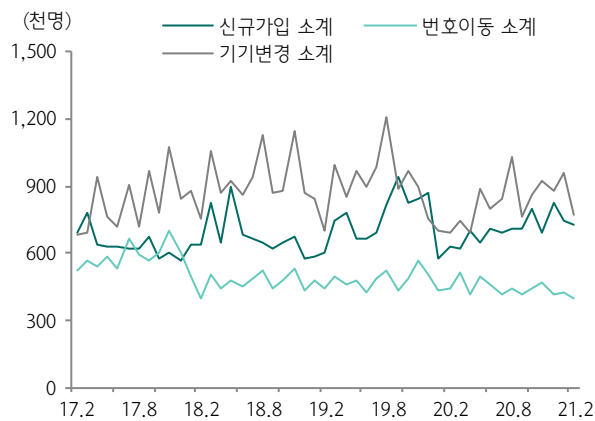
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. 통신 3사 분기별 해지율 추이



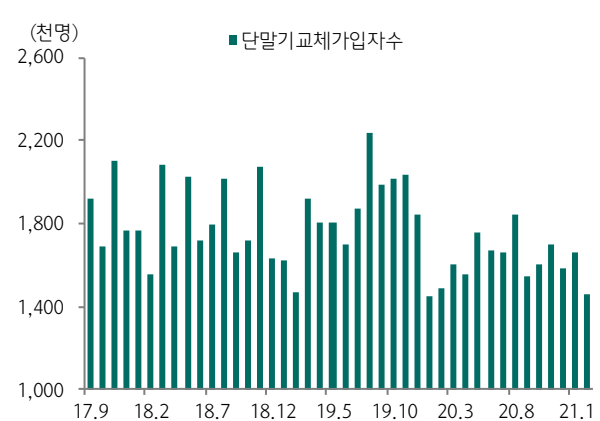
자료: 각사, 하나금융투자

그림 49. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

2) 1Q 통신사 마케팅비용 QoQ 감소할 전망, 향후 마케팅비 정체 예상

1분기 통신 3사 마케팅비용 합계
전분기비 감소 예상,
2분기 이후 전분기대비로는
정체 양상 나타낼 전망

5G 가입자 순증 폭이 커지면서 통신사 마케팅비용 급증에 대한 투자자들의 우려가 크다. 하지만 놀랍게도 통신 3사 마케팅비용은 전분기비 감소가 예상된다. 가장 큰 이유는 단말기 판매 마진 개선 때문이다. 작년 4분기엔 재고 단말기 밀어내기 및 재고 떨이에 나서면서 제 조사뿐만 아니라 통신사들도 단말기 판매 마진이 크게 악화되는 양상을 보였다. 하지만 이번 1분기엔 단말기 판매 마진이 개선되면서 마케팅비용이 전분기비 감소할 전망이다. 지난 4분기 600억원에 달하는 단말기 재고 판매 손실이 이번 1분기엔 반영되지 않기 때문이다. 판매량, 지원금, 광고비에 큰 변화도 없어 금년 1분기 통신 3사 마케팅비용은 전분기비 감소가 사실상 유력한 상황이다.

2분기 이후에도 통신 3사 마케팅비용 합계는 1분기 수준을 유지할 공산이 크다. LG전자가 휴대폰 사업을 접으면서 사업자간 경쟁이 약화되고 통신사/제조사간 마케팅 공조가 약화되는 것도 이유겠지만 온라인 마케팅이 강화되고 통신사 경영진이 실적 관리에 나서고 있기 때문이다. 여기에 가입자 M/S 경쟁뿐만 아니라 5G M/S 경쟁 역시 자제되고 있어 현재의 흐름은 최소한 올해 연말까지는 이어질 공산이 커 보인다.

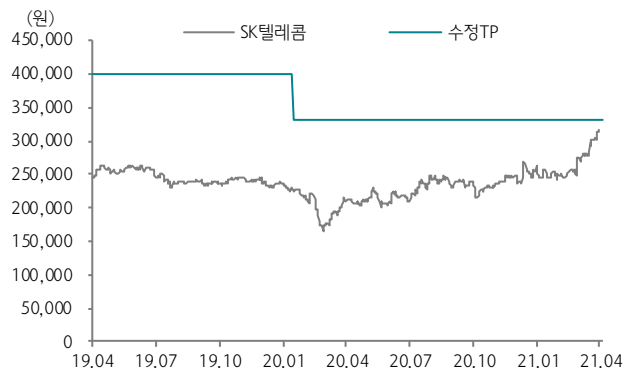
그림 51. 당분간 통신사 마케팅비용 정체가 예상되는 이유

1	단말기 판매량 증가 폭 크지 않음
2	대리점 리베이트 과거 활황 시 대비 감소
3	가입자 유치비용 증가의 회계적 분산 효과
4	광고비 등 일회성 마케팅비용 정체 양상
5	온라인 폰 마케팅 활성화
6	통신사 경영진 2년차인 2021년 실적 중요
7	LG전자 폰 사업 철수

자료: 하나금융투자

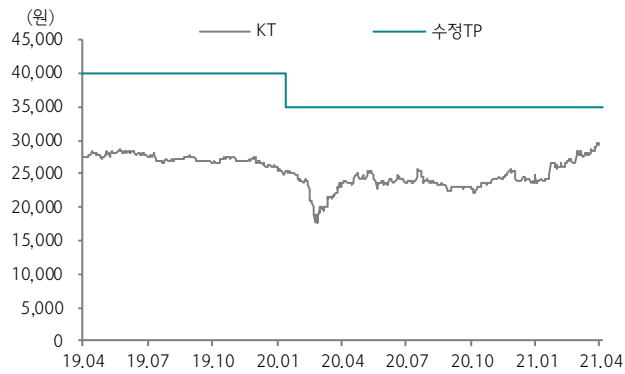
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



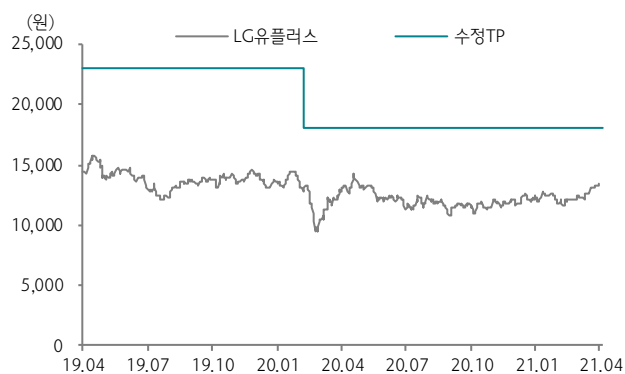
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000	-	-
19.10.30	1년 경과			
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%

KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000	-	-
19.4.26	1년 경과			
18.4.26	BUY	40,000	-28.36%	-22.13%

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	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 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
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 4월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 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.