



2021년 6월 2일 | Equity Research



# 통신서비스 6월 투자 전략

## 호재가 악재를 압도하는 국면, 주가 지속 상승할 것

- | 6월 투자 매력도 '매우 높음' 유지, 투자가 기대감 상승 국면
- | 6월 통신주 투자 환경 양호, 실적/수급이 주가 상승 이끌 것
- | 6월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT, K뱅크/자사주에 주목

Industry In-depth

Top picks

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 350,000원 | CP(5월31일) 317,000원  
 KT(030200) | BUY | TP 45,000원(상향) | CP(5월31일) 34,200원  
 LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(5월31일) 15,100원



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

RA 최수지  
 02-3771-3124  
 suuji@hanafn.com



# CONTENTS

<b>1. 6월 통신서비스 업종 투자 매력도 '매우 높음'으로 유지</b>	<b>3</b>
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 6월 매력도 '매우 높음', 실적/수급 개선 양상 속에 호재 다수 등장 예상	3
3) 5월에도 통신업종 수익률 시장수익률을 상회	21
4) 이젠 통신산업 빅사이클 출현 가능성 염두에 두어야, 통신주 적극 매수할 시점	22
<b>2. 경쟁환경 - 2Q 통신사 마케팅비용 정체 지속될 전망</b>	<b>24</b>
1) 6월 초까진 현재의 마케팅비용 정체 양상 지속될 듯	24
2) 당분간 변수 없음, 2Q 통신 3사 마케팅비용 합계 YoY 5% 증가에 그칠 듯	27
<b>3. 12개월 Top Pick LGU+, 6월 투자매력도 KT=LGU+&gt;SKT</b>	<b>28</b>
1) 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지	28
2) 6월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Picks는 KT/LGU+	29
<b>Top Picks</b>	<b>30</b>
SKT (017670)	31
KT (030200)	33
LGU+ (032640)	35

2021년 6월 2일 | Equity Research

# 통신서비스 6월 투자 전략

## 호재가 악재를 압도하는 국면, 주가 지속 상승할 것

### 6월 투자 매력도 '매우 높음' 유지, 투자가 기대감 상승 국면

통신서비스 업종 6월 투자매력도를 '매우 높음'으로 유지한다. 이러한 평가를 하는 이유는 1) 1분기 실적 결과, 2분기 실적 전망을 바탕으로 볼 때 올해 분사/연결 영업이익 성장 폭이 예상보다 크게 나타날 전망이고, 2) 높은 통신부문 이익 성장을 바탕으로 배당금 증가 기대감이 높아질 것이며, 3) 과거 이동전화 ARPU와 통신사 주가와 높은 상관관계를 나타낸 바 있는데 올해 2분기를 기점으로 통신사 이동전화 ARPU가 높은 상승세를 나타낼 전망이고, 4) 국가간 4차산업 패권경쟁 본격화, 국내 5G 투자 부진 양상을 감안할 때 2022년 3월 대선 전 통신요금인하 권고 가능성이 사실상 희박하며, 5) LG전자 폰 사업 중단/유통구조 개편 양상 임을 감안할 때 대리점 30% 지원금 차등 허용 조치에도 불구하고 통신 시장 안정 추세가 지속될 전망이고, 6) 28GHz 장비 출시가 임박한 상황이어서 IoT/메타버스 활성화 기대감과 더불어 통신주 Multiple 확장 국면이 나타날 공산이 크기 때문이다.

### 6월 통신주 투자 환경 양호, 실적/수급이 주가 상승 이끌 것

최근 통신주 상승 폭이 적지 않은 상황이지만 6월에도 통신주 비중을 크게 늘릴 것을 권고한다. 6월엔 28GHz 인빌딩 장비 출시, LGU+ ESG 회의 개최, 디즈니 국내 제휴 사업자 발표, 통신사 AI/로봇 사업 육성 본격화, 메타버스 관련 AR/VR 산업 육성 등이 주식 시장에서 부상할 것이다. 1분기에 이어 2분기 실적 호전이 유력한 가운데 배당 증가, 자사주 매입, 신성장산업 육성, 규제 개선, 5G 진화 기대감이 높아질 것으로 보인다. 현재 국내 통신주 매출 흐름 및 5G 진화 방향으로 판단하면 9년 전 LTE 도입 당시와 비슷한 주가 흐름이 나타날 가능성이 높다. 2021년은 당초 예상대로 통신주 상승의 원년이 될 것이고, 이번 랠리는 2023년까지 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

### 6월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT, K뱅크/자사주에 주목

3~5월에 이어 6월에도 LGU+와 더불어 KT를 월간 Top Picks로 제시한다. 6월 통신서비스 업종 내 종목별 투자 매력도 순서는 KT=LGU+>SKT 순으로 평가한다. KT는 단기 주가 상승폭이 큰 상황이지만 예상 배당금/기대배당수익률로 볼 때 올해 4만원 돌파 가능성이 높은 상황이므로 적극 매수할 것을 권고한다. 12개월 목표가를 45,000원으로 상향 조정한다. 단기 케이뱅크 이벤트에 주목할 필요가 있겠다. LGU+의 경우엔 가파른 이익 성장이 지속되는 가운데 상대적 주가 상승 폭이 낮은 상황에서 6월 ESG 회의에서 자사주 매입을 결의할 것으로 보여 관심을 높일 필요가 있겠다. 수급상 대 반전이 예상된다. 반면 SKT는 분할 절차를 감안할 때 단기 29~35만원 박스권 매매로 치중하고, 9월 주총 이후 10월 거래 정지 전 비중 축소, 11월 MNO 상장 이후 재매수를 권고한다. MNO가 18조원 이상의 가치를 부여 받을 것이기 때문이다.

### Industry In-depth

## Overweight

#### Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월31일)
SK텔레콤(017670)	BUY	350,000원	317,000원
KT(030200)	BUY	45,000원(상향)	34,200원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	15,100원

#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	54,465	55,959	57,476	59,207	61,349
영업이익	십억원	2,954	3,420	4,062	4,455	4,984
세전이익	십억원	2,711	3,225	5,105	5,552	6,033
순이익	십억원	1,943	2,629	3,869	4,221	4,587
EPS	원	2,753	3,725	5,481	5,980	6,500
증감률	%	(54.8)	35.3	47.1	9.1	8.7
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	8.1	8.4	8.6
BPS	원	65,482	68,201	71,931	75,861	80,213
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. 6월 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 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 (6월)	투자의견 (5월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 추세 지속 전망</li> <li>규제 감안 시 매출액 대비 마케팅비용 하향 추세 지속될 전망</li> <li>5G 매출액 성장 감안 시 감가비 증가 부담 크지 않은 상황</li> <li>전세계 각국 4차 산업 육성 경쟁 심화로 규제 환경 양호</li> <li>진짜 5G로 곧 진화, IoT로 연결되면서 Multiple 할증 예상</li> </ul>

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

### 2) 6월 매력도 ‘매우 높음’, 실적/수급 개선 양상 속에 호재 다수 등장 예상

6월 통신서비스 투자 매력도를 ‘매우 높음’으로 유지, 실적 개선 기대감 높아지는 가운데 호재 많아지는 국면이기 때문

6월 통신서비스 업종 투자 매력도는 ‘매우 높음’으로 제시한다. 1분기에 이어 2분기 실적 호전이 유력해지면서 올해 높은 영업이익 성장에 대한 기대감이 높아지는 가운데 배당 증가, 규제 개선, 5G 진화 기대감이 복합적으로 작용하면서 통신주 상승을 이끌 공산이 크기 때문이다.

특히 현 시점에서는 3월 이후 통신주가 KOSPI를 압도하는 성과를 보여주고 있음에도 불구하고 여전히 기대배당수익률이 높게 형성되어 있으며 등장할 호재가 많다는 점에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 단기 주가 상승에 대한 부담을 호소하는 투자자들이 생겨나고 있지만 현재 국내 통신주 매출 흐름 및 5G 진화 방향으로 볼 때 9년 전 LTE 도입 당시와 비슷한 주가 흐름이 나타날 가능성이 높다. 2021년은 당초 예상대로 통신주 상승의 원년이 될 것이고 이번 랠리는 2023년까지 이어질 가능성이 높아 보인다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (6월)	투자 매력도 (5월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	5	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1분기 실적 우수, 장기 실적 개선 기대감 높아지는 상황</li> <li>• 올해 분사/연결 영업이익 성장 폭 예상보다 크게 나타날 것</li> <li>• 이동전화 ARPU 상승은 올해가 원년, 점차 상승 폭 커질 전망</li> <li>• 통신부문 높은 이익 성장 달성, 장기 배당 증가 유력</li> <li>• 5G 투자 부진, 대선 전 통신요금인하 권고 가능성 희박</li> <li>• 진짜 5G 시대 도래 임박, 통신사 주가 상승 기대감 커질 것</li> <li>• LG전자 폰 사업 중단/유통구조 개편, 통신 시장 안정화 전망</li> <li>• 마케팅비용/감가상각비 통제 원활, 향후 변수도 없는 상황</li> <li>• 실적 향상/규제 완화, 통신주 본격 리레이팅 예상</li> </ul>

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 외견상/내용상 완벽한 실적 달성, 투자자들의 장기 실적 호전 기대감 높아지는 상황

(1) 2021년 1분기에 통신 3사가 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 장기 실적 개선 기대감이 높아질 전망이다.

2021년 1분기 국내 통신 3사 연결 영업이익의 합계는 11,086억원(+23% YoY, +65% QoQ) 억원을 기록하였다. 당초 오랜만에 1분기 통신 3사 호실적을 전망했지만 국내 통신 3사 실적은 예상보다도 더 우수했다.

KT와 더불어 LGU+ 이동전화 APRU가 전년동기비 상승 전환한 것도 놀라웠지만 통신 3사 마케팅비용 절제 양상은 당초 기대치를 크게 넘어서는 수준이었다. SKT는 올 가을 기업분할관련 주춤을 앞두고 있어 실적 관리에 나섰다고 보면 약간은 이해가 가는 상황이었지만 KT와 LGU+는 모든 면에서 서프라이즈였다. 영업이익 레벨 자체도 높았지만 매출액/영업비용 흐름이 예상보다도 더 양호하게 나타났다.

이에 따라 투자자들의 국내 통신 3사 장기 실적 개선 기대감이 크게 높아질 것으로 보인다. 마케팅비용/감가상각비/인건비 등 주요 영업비용이 완벽히 통제된 상황에서 이동전화매출액 성장이 본격화되는 양상이기 때문이다. 이번 1분기 실적 발표를 계기로 장기 실적 개선 기대감이 높아질 것으로 판단된다.

표 3. 통신 서비스 산업 분기별 연결 영업이익의 합계

(단위: 십억원)

구분	1Q20	4Q20	1Q21	YoY(%)	QoQ(%)	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F
영업이익합계	904.8	673.4	1,108.6	22.5	64.6	1,104.9	1,072.2	775.9	1,150.4
SKT	302.0	331.1	388.8	28.7	17.4	407.2	401.3	344.6	419.4
KT	383.1	166.8	444.2	16.0	166.3	414.5	382.2	206.6	430.5
LG유플러스	219.8	175.5	275.6	25.4	57.0	283.2	288.7	224.7	300.6

자료: 각사, 하나금융투자

표 4. 통신 서비스 산업 분기별 연결 순이익의 합계

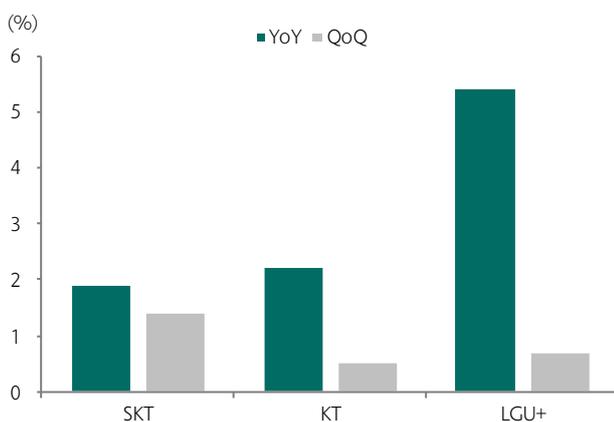
(단위: 십억원)

구분	1Q20	4Q20	1Q21	YoY(%)	QoQ(%)	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F
순이익합계	666.5	231.0	1,061.9	59.3	359.7	988.1	1,029.1	789.7	1,056.2
SKT	309.4	386.0	558.3	80.5	44.7	521.4	577.3	549.2	563.7
KT	208.3	69.7	302.6	45.3	334.2	261.2	238.1	79.2	271.9
LG유플러스	148.8	-224.7	200.9	35.0	흑자전환	205.5	213.8	161.2	220.6

주: 순이익은 지배주주귀속분

자료: 각사, 하나금융투자

그림 1. 통신 3사 1분기 이동전화매출액 성장률



자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 통신 3사 1분기 마케팅비용 증감률



자료: 각사, 하나금융투자

(2) 2021년 통신사 실적 예상보다도 더 우수할 전망, 3사 합계 본사 영업이익의 성장을 22%에 달할 듯

(2) 올해 국내 통신 3사 본사/연결 영업이익의 성장 폭이 당초 예상보다 크게 나타날 것으로 예상된다. 3사 합산 기준 연결 영업이익의 합계가 19%, 본사 영업이익의 합계가 22% 성장할 전망이다. 연간으로 봐도 어닝 서프라이즈가 예상된다.

최근 실적 흐름을 감안할 때 올해 국내 통신 3사 실적은 크게 호전될 가능성이 높다. 매출액 성장 폭이 커지는 가운데 타이트한 영업비용 관리가 이루어지고 있기 때문이다. 지난해 연말 이후 올해 상반기까지 5G 가입자 순증 폭이 확대되는 양상을 나타내고 있어 더욱 그렇다. 통신 부문/연결 실적 모두 급격한 호전 양상이 예상된다.

당초 본사(통신부문)/연결 모두 두 자리수 대의 영업이익의 증가가 유력하다고 판단했지만 최근 흐름을 감안하면 본사 영업이익은 20% 이상 성장도 충분히 가능해 보인다. 5G 가입자 순증 폭 및 이동전화 ARPU 성장률, 단말기 교체 가입자수/인당획득비용 및 마케팅비용, CAPEX/주파수 관련비용을 감안한 감가상각비 전망을 감안할 때 그렇다. 특별한 변수가 도출될 가능성이 낮은 상황임을 감안할 때 통신산업 장기 빅사이클 도래 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

이에 따라 당초 예상보다도 국내 통신사 주가가 올해 탄력적인 상승을 나타낼 가능성이 높다. 특히 컨센서스가 상향되고 있고 아직까지 컨센서스가 당사 추정치보다 낮게 형성되고 있어 주가 상승 기대감은 더 커질 것으로 보인다.

3월 이후 국내 통신주가 탄력적인 상승세를 나타내고 있지만 여전히 주가는 너무 싼 상황이다. 향후 실적 전망을 기준으로 보면 국내 통신사 주가는 너무 못 올랐다. 최근 투자 심리 개선 추세가 뚜렷하지만 아직도 투자자들의 통신사 실적 개선 및 배당 증가에 대한 신뢰가 높지 않기 때문이다. 하지만 1분기에 이어 2분기에 뚜렷한 매출액 및 영업이익 성장세가 나타나면서 투자자들의 신뢰도 향상이 예상된다. 점차 시각을 전환하는 투자자들이 나타날 것이란 판단이며, 결국 통신주도 5G 도입으로 인해 수혜를 받을 것이란 기대감이 점차 커지면서 탄력적인 주가 상승이 나타날 것으로 판단된다.

표 5. 통신 서비스 산업 연간 연결 영업이익의 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	20	21F	22F
영업이익합계	3,424.4	4,061.7	4,455.1
SKT	1,354.1	1,541.9	1,665.6
KT	1,184.1	1,447.6	1,590.9
LG유플러스	886.2	1,072.2	1,198.6

자료: 각사, 하나금융투자

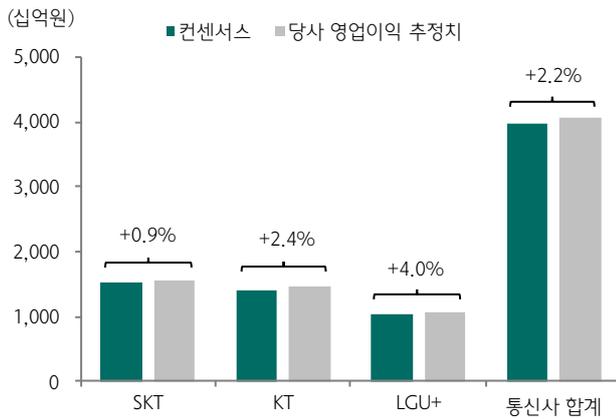
표 6. 통신 서비스 산업 연간 연결 순이익의 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	20	21F	22F
순이익합계	2,645.6	3,868.8	4,220.8
SKT	1,509.5	2,206.2	2,348.7
KT	658.0	881.1	988.2
LG유플러스	478.1	781.5	883.9

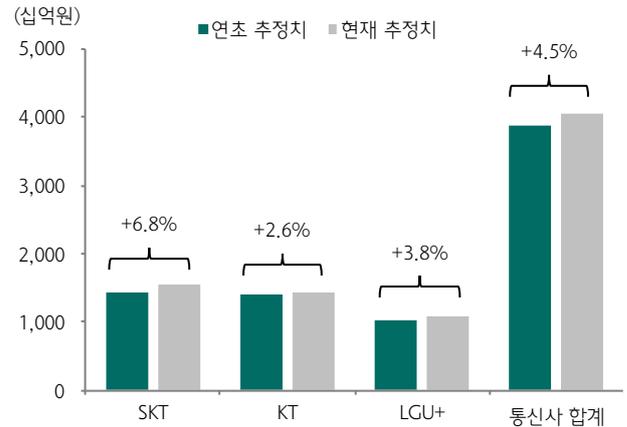
주: 순이익은 지배주주귀속분  
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 통신 3사 2021년 영업이익의 컨센서스와 당사 예상치 비교



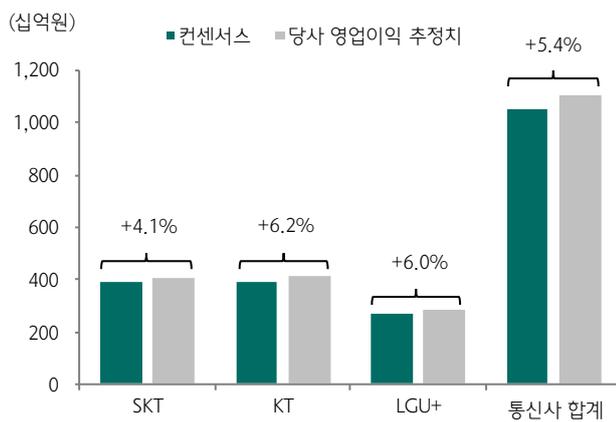
자료 Fnguide, 하나금융투자

그림 4. 당사 통신 3사 영업이익의 추정치 연초대비 변동 폭



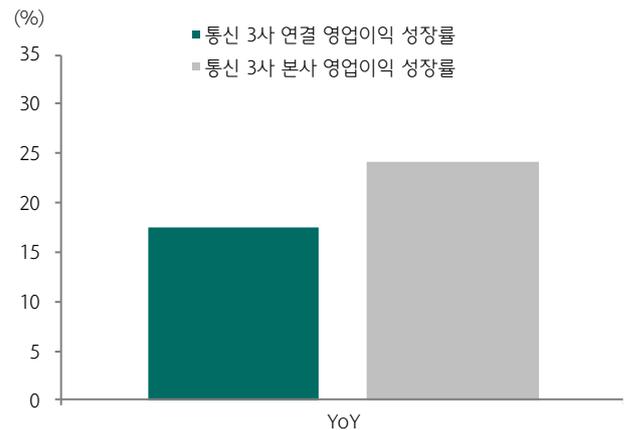
자료: 하나금융투자

그림 5. 통신 3사 2분기 영업이익의 컨센서스와 당사 예상치 비교



자료 Fnguide, 하나금융투자

그림 6. 2분기 통신 3사 본사/연결 영업이익의 성장률 전망(YoY)



자료: 각사, 하나금융투자

(3) 통신 3사 이동전화 ARPU 올해 2%, 내년 5% 성장 전망, 매출 성장 기대감으로 통신주 오를 것

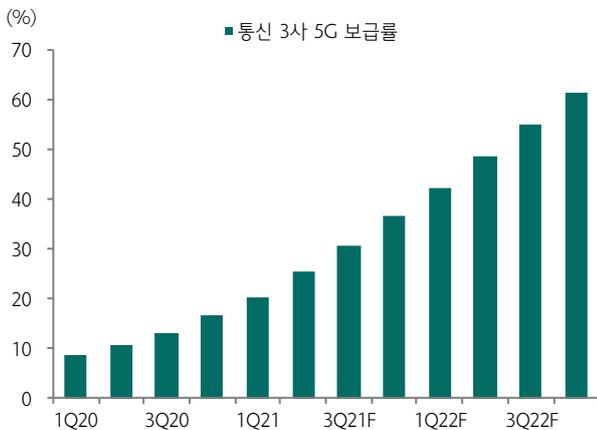
(3) 이동전화 ARPU 상승은 올해가 원년이 될 것이고 점차 상승 폭이 커질 전망이다. 매출 성장 기대감이 커지면서 통신주 상승이 예상된다.

5G 서비스가 도입된 지 2년이 지났지만 지난해까지도 국내 통신 3사 이동전화 ARPU는 하락세를 면치 못했다. 5G 보급률이 더디게 나타난 반면 LTE 가입자들의 이동전화 APRU 하락이 지속되었기 때문이었다.

하지만 2021년엔 국내 통신 3사의 이동전화 ARPU 상승이 본격화될 전망이다. 가파른 5G 보급률 때문이다. 지난해 17%에 불과했던 5G 보급률은 올해 37%까지 확대될 것으로 보이며 휴대폰 가입자 기준으로는 45%까지 5G 보급률이 확산될 전망이다.

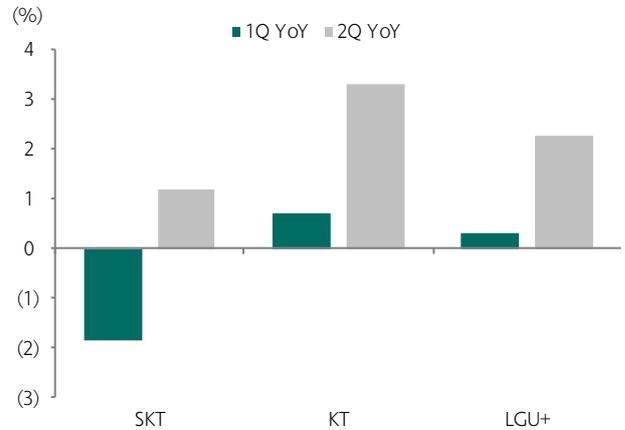
이번 1분기에도 당초 예상보다도 더 양호한 이동전화 ARPU 흐름이 나타났다. KT와 더불어 LGU+도 전년동기비 이동전화 ARPU가 상승 전환하는 모습을 나타냈기 때문이다. 2분기부터는 더 가파른 이동전화 ARPU 상승이 예상된다. 통신 3사 구분 없이 모두 비슷한 ARPU 상승 양상을 나타낼 것이며 전년동기비 높은 이동전화 ARPU 상승이 예상된다. 각 업체별 ARPU 산정 및 직권 해지 영향이 제거되고 5G 가입자 순증 폭이 확대되면서 통신 3사 모두 전년동기비 2~3%에 달하는 높은 ARPU 상승이 기대된다. 따라서 2021년엔 당초 예상대로 통신 3사 모두 의미 있는 이동전화 ARPU 상승을 나타낼 공산이 크다.

그림 7. 분기별 국내 5G 보급률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 통신 3사 1Q/2Q YoY 이동전화 ARPU 증감률 전망

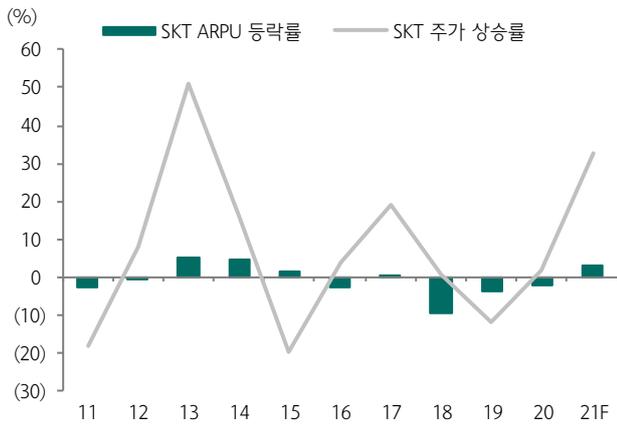


자료: 각사, 하나금융투자

과거 통신사 이동전화 ARPU와 주가간 상관관계 높았다는 점에 주목

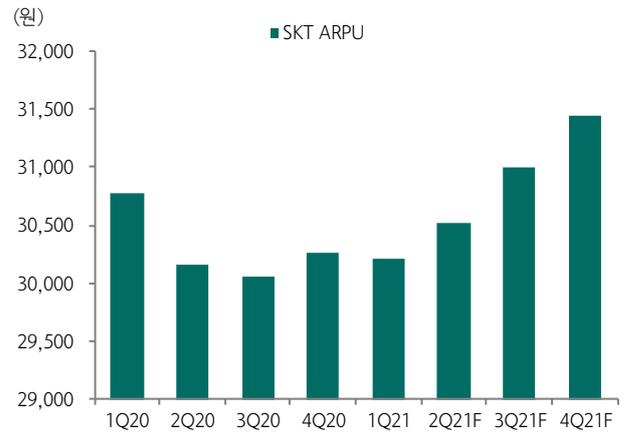
과거 20년간 통신사 주가와 이동전화 ARPU 등락 사이엔 뚜렷한 연관성을 나타냈다. 이동전화 ARPU가 상승하면 주가가 오르고 ARPU가 하락하면 주가가 내리거나 지지부진한 양상을 보였다. 이는 국내 통신 3사에만 한정된 것이 아니라 미국/일본 통신사들도 비슷한 흐름이었다. 이동전화 ARPU에 철저히 연동하는 모습이었는데 가장 큰 이유는 이동전화매출액이 증가하면 결국 이익이 증가한다는 투자자들의 신뢰가 높기 때문이었다. 영업비용은 통신사 경영진이 컨트롤 할 수 있는 변수인 반면 이동전화 ARPU는 쉽게 올릴 수 있는 환경이 조성되지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

그림 9. SKT 이동전화 ARPU 등락률 및 주가 상승률



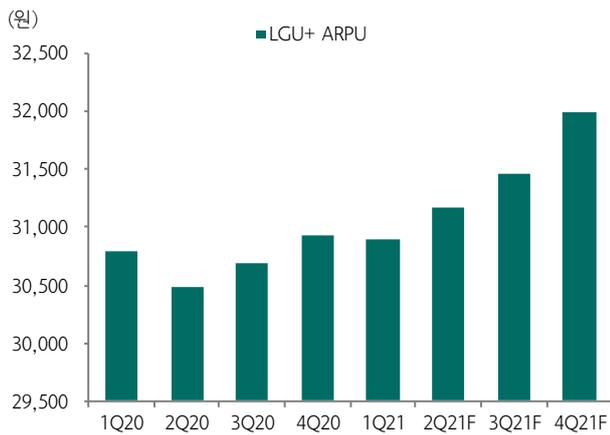
자료: SKT, 하나금융투자

그림 10. SKT 분기별 이동전화 ARPU 전망



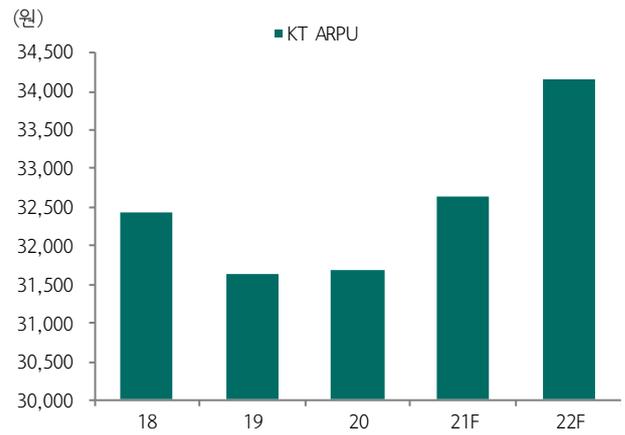
자료: SKT, 하나금융투자

그림 11. LGU+ 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 12. KT 연간 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

- (4) 1분기부터 통신부문 영업이익 증가 본격화되는 양상, 장기 배당금 증가 기대감 커질 것 (4) 통신사들이 2021~2022년 통신 부문에서 높은 이익 성장을 기록할 것으로 보인다. 장기 배당금 증가가 유력해 보인다.

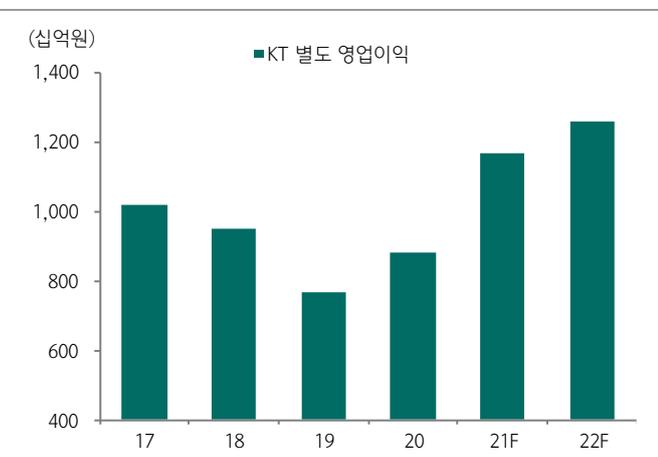
2021년 1분기 KT 본사 영업이익은 전년동기비 21%, LGU+ 별도 영업이익은 전년동기비 26% 증가하였다. 마케팅비용/감가상각비 증가 폭이 둔화되는 가운데 이동전화 서비스 매출액 증가 폭이 커졌기 때문이었다. 당연히 현 추세라면 2분기 이후엔 통신부문(별도) 영업이익 증가 속도가 더 가파르게 나타날 전망이다. 5G 가입자 증가 폭을 감안할 때 이동전화 매출액 증가 폭이 커질 것이 자명하기 때문이다.

이에 따라 통신사 배당금 증가에 대한 기대감이 높아질 전망이다. 배당의 재원이 되는 통신사 통신부문(별도) 영업이익이 급증 양상이기 때문이다. 지난해 KT와 LGU+는 배당금을 각각 전년대비 13%, 22%씩 늘렸다. LGU+는 어느 정도 예상했던 바였지만 KT는 놀라운 수준이었는데 별도 순이익 증가가 DPS 상승의 결정적 원인이 되었다.

통신부문 실적으로 볼 때 올해는 당연히 배당금이 오를 것으로 예상된다. 보수적으로 봐도 LGU+는 2019년 400원 → 2020년 450원 → 2021년(F) 500원으로 증가할 가능성이 높고, KT는 2019년 1,100원 → 2020년 1,350원 → 2021년(F) 1,600원이 예상된다. LGU+의 경우엔 배당성향을 감안 시 올해 주당배당금이 550원까지도 증가할 가능성이 존재한다. 현 주가 수준으로 보면 올해 기대배당수익률이 LGU+가 3.8~4.2%, KT는 무려 5.0%에 달한다.

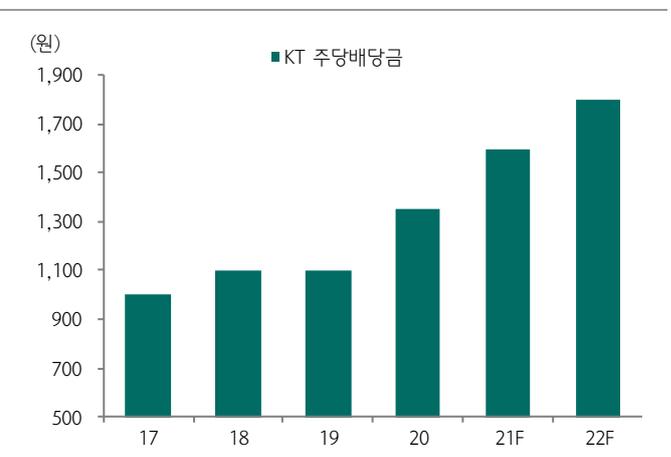
통신사 배당금은 다른 섹터와 달리 중요한 의미를 지닌다. 배당 투자자들이 많은 탓도 있지만 기대배당수익률이 주가 바닥을 설명하는 경우가 많았고, 배당의 흐름은 경영진의 향후 실적에 대한 자신감의 표현으로 인식되었기 때문이었다. 이런 측면으로 볼 때 향후 통신사 주가 전망은 낙관적이다. 최근 통신부문 실적 개선으로 배당금 전망이 밝아지고 있기 때문이다. 현재 통신사 기대배당수익률과 주당배당금 흐름을 감안하면 KT와 LGU+ 주가는 크게 오를 가능성이 높다. 역사적 저점 수준인데다가 시장 금리와의 차이가 너무 벌어진 상황이기 때문이다. 시장 자금이 통신주에 유입될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 13. KT 연간 본사 영업이익 전망



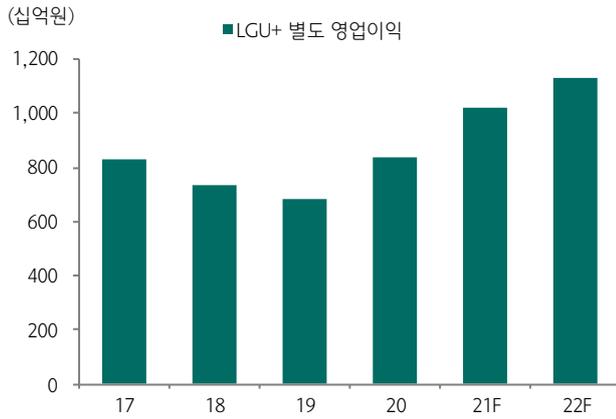
자료: KT, 하나금융투자

그림 14. KT 주당배당금 전망



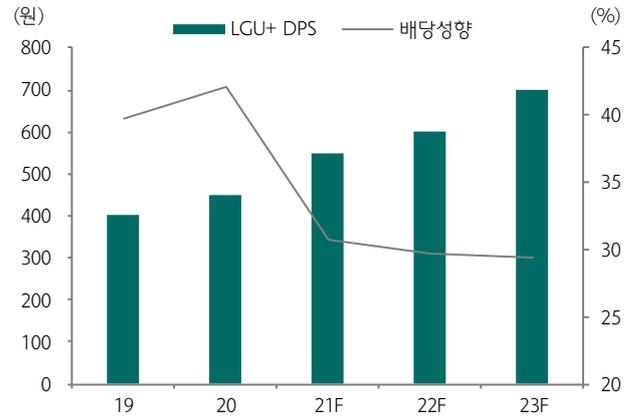
자료: KT, 하나금융투자

그림 15. LGU+ 연간 별도 영업이익 추이 및 전망



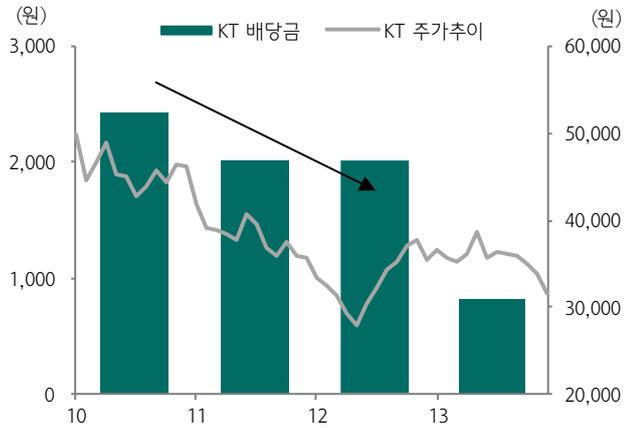
자료 LGU+, 하나금융투자

그림 16. LGU+ DPS 및 배당성향 전망(보수적 시나리오)



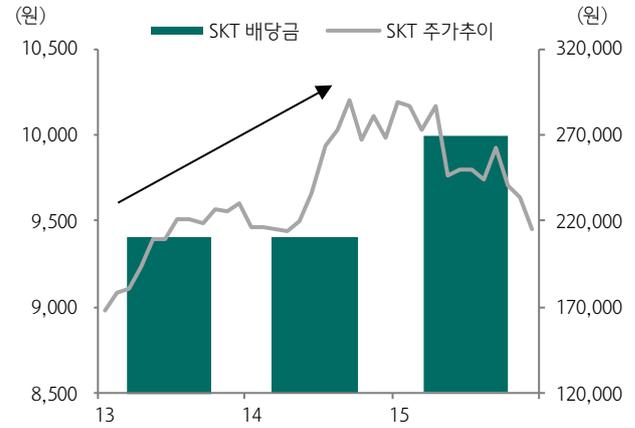
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 17. 2010~2013년 KT 주당 배당금 변화에 따른 주가 흐름



자료: KT, 하나금융투자

그림 18. 2013~2015년 SKT DPS 변화 및 주가 흐름



자료: SKT, 하나금융투자

(5) 2022년 3월 대선 앞두고 통신요금 인하 권고 가능성 희박, 5G 육성책이 중요한 과제로 부상하고 있기 때문

(5) 전세계 국가들의 4차 산업 패권 경쟁이 본격화되는 상황에서 최근 국내 통신 3사 5G 투자가 상당히 부진한 상황이다. 대선 전 통신요금인하 권고 가능성이 희박해 보인다.

2022년 3월 9일 제 20대 대통령 선거가 9개월 앞으로 다가옴에 따라 인위적 통신 요금 인하 권고 가능성에 대한 투자자들의 우려가 커지고 있다. 특히 2021년 통신사 실적이 크게 호전될 것으로 보여 정부/정치권에서 통신 요금 인하를 추진하지 않겠냐는 합리적 의심이 증폭되는 양상이다.

하지만 2022년 20대 대선에선 과거와 달리 통신요금인하 이슈가 부상할 가능성은 낮다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 요금 인가제 폐지로 정부가 통신요금인하를 강제로 권고할 만한 뾰족한 방법이 없는 상황이고, 2) 5G 육성책이 단순히 국내 이슈가 아닌 글로벌 쟁점으로 부상하고 있어 정부가 요금인하를 강요하기에 부담이 크며, 3) 전세계 각국 규제 기관들의 통신요금 규제와 관련해 상당히 변화된 스탠스를 보여주고 있고, 4) 통신요금인하를 강요할 경우 통신사 5G 투자에 부정적 영향을 줄 가능성이 높기 때문이다.

통신 요금 인가제가 2020년 5월 20일 30년만에 폐지되었다. 막강한 요금 규제 역할을 수행하고 있었는데 드디어 규제가 철폐된 것이다. 요금인가제 폐지 배경에는 전세계 국가 중 유일하게 한국만이 요금인가제를 채택하고 있으며 사업자간 자율적 경쟁을 막고 담합을 유도한다는 의견이 끊임없이 일어났기 때문이었다. 정부의 가장 효율적인 인위적 통신 요금 인하 수단이 되는 것은 사실이나 4차산업 혁명 시대를 맞이하여 연관 사업 발전에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점도 결정적 폐지 사유가 되었다. 어쨌든 요금 인가제 폐지로 현실적으로 정부가 통신요금인하를 권고할 방법은 없어졌다.

정부 입장에서는 전세계적으로 5G가 4차산업의 핵심 인프라로 부상하면서 국가간 패권 경쟁이 심화되고 있다는 점이 분명 큰 부담 요인이다. 인위적 통신 요금 인하를 추진할 경우 5G 육성에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높기 때문이다. 최근 정부 및 정치권에서는 전세계 국가간 4차 산업 패권 경쟁 하에 5G 경쟁력을 바탕으로 국내 4차산업 육성을 꾀한다는 정책을 표방하고 있다. 현 정부의 디지털 뉴딜 정책이 대표적으로 이에 해당하며 여야가 크게 다르지 않다. 그런데 최근 국내 통신 3사 5G 투자가 부진한 상황이며 진짜 5G 도입이 지연되는 등 5G가 제대로 된 성과를 내지 못하고 있다. 이러한 상황에서 과연 정부/정치권에서 통신요금인하를 밀어 부칠 수 있을까? 그러기엔 현실적인 부담이 너무 크다.

그림 19. 20대 대선에서 통신요금인하 권고가 이루어지기 어려운 이유

- 1 요금 인가제 폐지
- 2 5G 투자 미비, 활성화 지연
- 3 전세계 주요 국가들의 4차 산업 패권 경쟁 강화
- 4 해외 주요 국가 규제 기관들의 요금 규제에 대한 달라진 스탠스

자료: 하나금융투자

인위적 통신요금인하 권고보다는 단말기 가격 인하, 데이터 비용 절감 등의 정책이 본격 추진될 것

정부/정치권에서는 IT/플랫폼 산업 붕괴라는 뼈저린 정책 실패를 겪은 유럽의 실패 사례를 자주 지적하고 있다. 질 좋은 서비스를 합리적인 비용을 지불하고 사용하는 것이 서비스 불평을 겪는 것보다는 낫다는 의견이 지배적으로 작용하면서 이미 규제 타파에 나선지 오래다. 이런 상황에서 정치권에서 과거처럼 통신 요금 인하를 빅 이슈로 삼기는 어려울 것으로 보인다. 자칫하면 4차산업 육성 실패의 멍에를 뒤집어 쓸 가능성이 높기 때문이다. 제도상으로나 정책적/전략적 측면에서나 내년 대선에서 통신요금인하 이슈가 뜨거운 감자로 떠오를 가능성은 낮다.

물론 20대 대통령 선거에선 일부 정치인들이 통신요금인하를 공약으로 내세울 가능성은 충분히 존재한다. 하지만 실제 큰 이슈로 부상하기는 쉽지 않을 전망이다. 과거와 달리 통신요금인하 이슈 이상으로 전세계적인 4차산업 패권 경쟁이 사회적인 빅 이슈로 자리잡고 있기 때문이다. 이미 통신요금인하 이슈는 통신사에 국한된 이슈가 아닌 정부/유통상/제조사의 역할 분담 문제로 발전한 지 오래다. 인위적 통신 요금 인하 권고보다는 주파수 할당 가격 인하, 단말기 완전 자급제 도입, 분리 공시 제도 시행, 제로레이팅 활성화 등이 대안으로 부상할 가능성이 높다.

그림 20. 세계 각국의 통신 규제 정책 원칙 및 개선 방향

- 1 시장 경쟁 활성화를 통한 소비자 혜택 증진
- 2 인프라 투자를 독려할 수 있는 시장환경 조성
- 3 과도한 경쟁 방지를 통한 서비스 품질 저하를 방지
- 4 사업자 간 자율적 합의 독려 및 실패 시 정부 개입
- 5 합리적 예측 가능성을 기반으로 한 규제 정책

자료: 하나금융투자

그림 21. 새로운 통신요금인하 추진 방안

- 1 주파수 할당 가격 인하
- 2 단말기 완전 자급제 도입
- 3 분리 공시 제도 시행
- 4 제로레이팅 제도 도입

자료: 하나금융투자

(6) 2021년 하반기 진짜 5G 서비스 도입 전망, 28GHz 장비 등장 가능성에 주목할 시점, 통신 3사 추가에도 긍정적 영향 미칠 것

(6) 진짜 5G 시대 도래가 임박한 상황이다. 국내 통신 3사 추가에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 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. 2021년 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 협의회를 2021년 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 22. 진짜 5G 도입이 임박했다고 판단하는 이유

- 1 2021년 3분기 mmWAVE 지원하는 인빌딩 장비 출시 예정
- 2 5G 급행차선 허용, 자율차/스마트팩토리 활성화 위한 제도적 장치 마련
- 3 전세계 3.5GHz 및 28GHz 주파수 공급 본격화 양상

자료: 하나금융투자

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

결국 5G는 IoT로 진화할 것이다. 그런데 이미 정부가 5G 급행차선을 사실상 허용하는 등 제도적 장치가 마련되고 있고 IT 업체들이 mmWAVE 기술 개발에서 많은 성과를 내기 시작하고 있어 기대를 갖게 한다.

5G를 이끌 핵심 서비스로 이미 IoT를 지목하는 시장 참여자 및 투자자들이 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.

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 23. 5G 네트워크슬라이싱 및 망중립성 예외 적용 원칙



자료: 과기부, 하나금융투자

(7) LG전자 휴대폰 사업 철수는 국내 통신 유통시장 안정화 양상을 더 부추길 것, 제조사/통신사간 마케팅 공조 약화 전망

(7) LG전자가 휴대폰 사업을 중단하였고 국내 유통구조 개편이 본격화되는 양상이다. 전반적으로 국내 통신 시장 안정화가 전망된다.

최근 들어 국내 휴대폰 유통구조 변화가 다시 이슈로 부상하고 있다. 온라인 시장의 성장도 큰 변화이지만 LG전자 폰 사업 중단, 분리공시제 도입이 관심사로 부각되는 양상이다. 결론적으로 통신사 마케팅비용은 하향 안정화 기조가 유지될 공산이 커 보인다.

2021년 4월 LG전자가 폰 사업 중단을 선언하였다. 이에 따라 급물살을 타던 분리공시제도는 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.

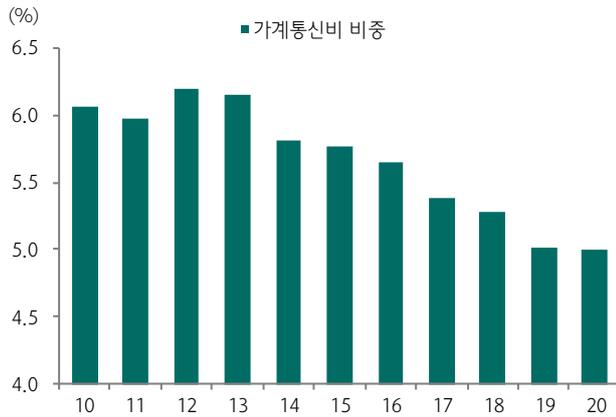
하지만 분리공시제도는 언제든지 다시 도입이 논의될 수 있다. 외산폰 도입이 활성화될 경우 그 가능성은 높아진다. 아직은 미중 무역분쟁의 영향으로 중국폰이 국내에 진입하기 어려운 상황이지만 향후 단말기 라인업 강화, 경쟁 활성화를 목적으로 재차 도입이 논의될 가능성이 높기 때문이다. 단 화웨이 무역제재가 풀려야 가능한 일이므로 올해까지는 가능성이 낮다고 보여진다.

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 증대와 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.

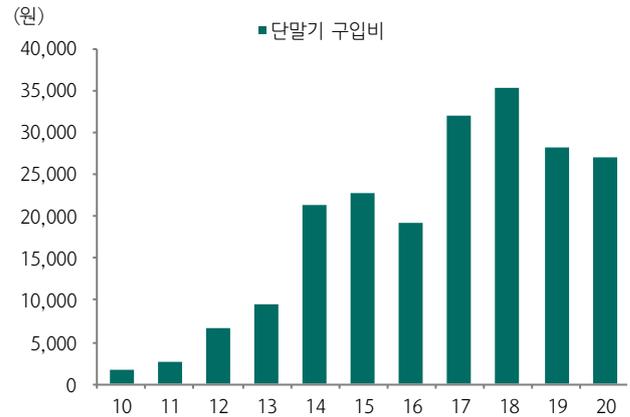
휴대폰 유통구조 개편은 필연적으로 나타날 수 밖에 없다. 휴대폰 유통구조 개편은 통신업계에 큰 파장과 더불어 통신주 상승으로 나타날 전망이다. 통신사 입장에선 마케팅비용 부담 완화/효율적 마케팅비용 지출을 기대할 수 있기 때문이다. 과거 단통법 도입 후 통신주는 높은 주가 상승을 기록한 바 있다. 이제 5G와 더불어 휴대폰 유통구조 개편이 2022년까지 통신주 상승을 이끌 것이라 판단이다.

그림 24. 소비자출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 25. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 26. 최근 휴대폰 유통 구조 개편 양상이 국내 통신산업에 미칠 영향

- 1 실질 폰 가격 노출 본격화, 오픈 마켓 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

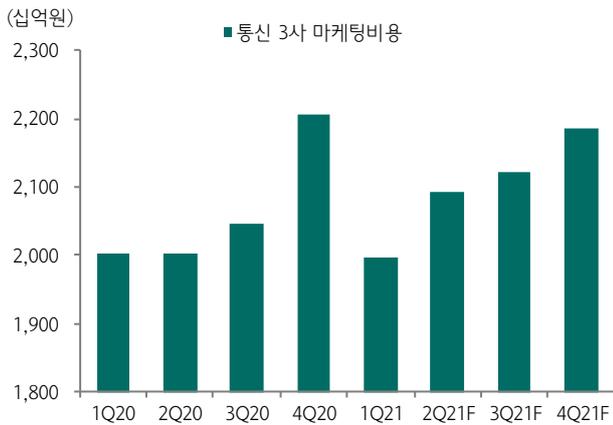
(8) 통신사 영업비용 통제 뚜렷한 상황 포착, 비용 증가 우려 감소로 실적 개선 기대감 더 커질 것

(8) 통신사 마케팅비용/감가상각비 통제가 원활히 이루어지고 있다. 향후 변수도 없는 상황 이어서 실적 개선에 대한 투자자들의 확신이 커질 전망이다.

이번 1분기에 나타난 통신사 영업비용 통제 양상도 투자 심리 개선에 일조할 것으로 보인다. 특히 통신사 이동전화매출액 증가 폭이 커지는 동시에 영업비용 통제가 원활하게 잘 이루어지고 있어 통신산업 장기 실적 개선 기대감이 높아질 전망이다.

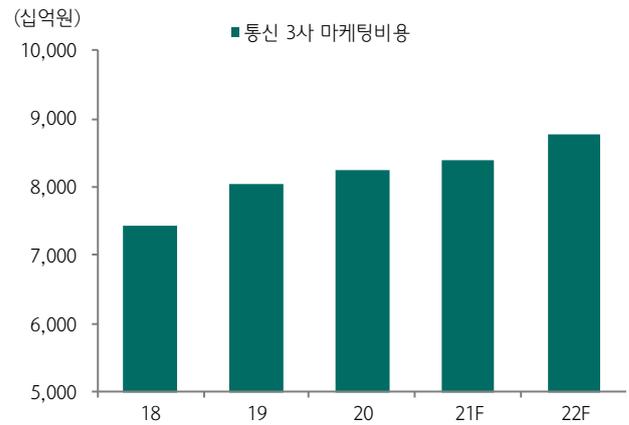
아마도 예전에 5G와 같은 통신시간 우량 가입자 유치 경쟁 상황이 발생했으면 인당보조금과 대리점 리베이트가 증가하고 마케팅비용은 급증하는 양상을 보였을 것이다. 하지만 최근엔 5G 순증가입자수 급증에도 불구하고 보조금 대란과 같은 비이성적인 시장 과열 현상은 발생하지 않고 있다. 아무래도 통신 3사간 가입자 M/S 경쟁 전략 변화, 오프라인 및 대형 유통 상 운용 구조 변화, 가입자 평준화, 온라인 전략 강화 등이 국내 통신 시장을 변화시킨 데 따른 결과로 보여진다. 5G 순증 가입자수 증가에 따른 휴대폰 판매량 증가와 이에 따른 소폭의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

그림 27. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 28. 통신 3사 연간 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

특히 올해 무형자산 감가상각비 감소, 내년 감가상각비 소폭 증가가 사실상 유력하다는 점은 긍정적으로 평가

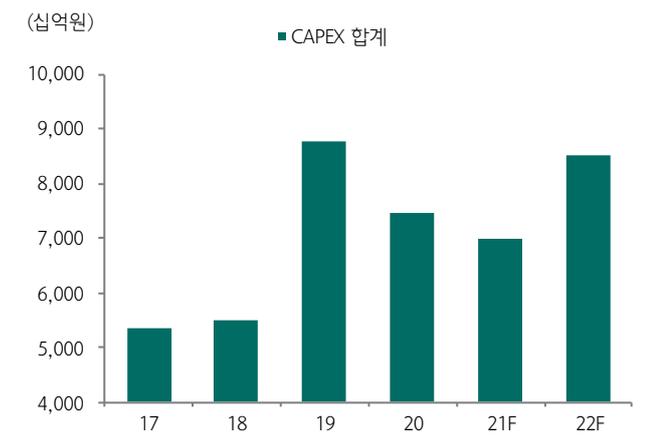
여기에 과거와 달리 감가상각비 부담도 크지 않다. 주파수관련비용이 정체 양상을 나타낼 것이기 때문이다. 5G CAPEX가 하반기 이후 증가세를 나타낼 것임을 감안해도 유무형자산 감가상각비는 소폭 증가하는데 그칠 전망이다.

2020년 11월 30일 과기부는 3G/LTE 주파수 할당 대가를 5년 사용 기준 3.17~3.77조원으로 결정하였다. 특이한 점은 5G 투자 규모에 따라 주파수 가격을 달리 적용하겠다는 방침이었는데 3G/LTE 주파수 가격 인하로 올해는 통신 3사 모두 주파수관련비용 감소가 예상된다. 현실적으로 볼 때 향후 2년간 5G 기지국 8만국 수준의 투자가 가장 유력한 상황이고 5G 신규 주파수 경매가 올해 말 이루어질 것이라 점을 감안할 때 그렇다.

2021년 말 6GHz 미만 5G 주파수 경매가 이루어지고 주파수경매가격이 2조원 대일 것임을 가정하면 2022년엔 다시 주파수관련비용이 늘어날 전망이지만 올해 대비 1천억원 수준 증가에 그칠 것으로 보인다. 2021년 7월부터 새로운 3G/4G 주파수재할당 대가가 적용되는데 통신 3사 합산 기준 연간 2,160억원에 달하는 영업비용 감소 효과가 예상된다는 점에서 그렇다. 결국 3G/LTE 주파수관련비용이 올해는 1,080억원 감소, 내년엔 2,160억원 감소할 것이기 때문이다.

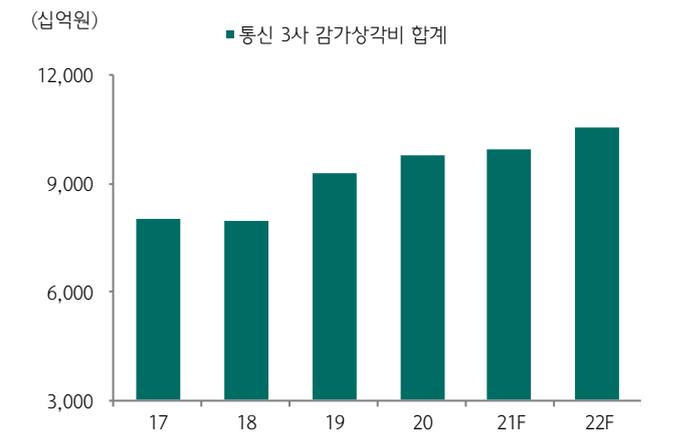
당초 2021년부터 상각에 들어갈 것으로 예상되었던 28GHz 주파수 상각도 이슈가 되지 않을 전망이다. 회계 법인들이 여태까지 사용하지 않은 28GHz대역 주파수에 대해 손상차손을 적용하라고 권유하였고 통신 3사 모두 2020년 4분기 모두 영업외비용으로 처리하였기 때문이다. 3사 합산 기준 6천억원 가량이 영업외비용으로 손실 처리됨에 따라 2021년 이후 통신사 주파수관련비용은 하향 안정화가 예상된다.

그림 29. 통신 3사 연간 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 30. 통신 3사 연간 감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

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

(9) 통신사 실적 향상/정부 규제 완화가 본격적으로 이루어지고 있다. 여기에 5G 진화 기대감도 높아지는 양상이다. 실적 개선 추세가 뚜렷해지면서 후행적으로 통신주 리레이팅이 예상된다.

2020년 요금인가제가 폐지되고 넷플릭스 규제 법안이 제정되는 등 통신사에 파격적인 규제 개선 방안이 마련되었지만 정작 정부 규제 환경 변화가 통신주 상승으로 이어지지는 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 성장 기대감이 높아질 때 항상 등장할 수 있는 악재가 인위적인 통신 요금인하 권고와 망패권 문제인데 이와 관련된 2가지 규제가 모두 제거되었기 때문이다. 여기에 5G 급행차선이 허용된 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 이를 확인하면서 뒤늦게 주가에 반영되고 Multiple이 높아진 경우가 많았다. 통신사 실적 개선이 나타나고 있고 2022년까지 장기 실적 호전이 지속될 것임을 감안 시 2021년부터 서서히 통신주 리레이팅이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

2021년부터 진짜 5G 시대로의 진입이 예상된다라는 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 기대감이 커질 수 있기 때문이다.

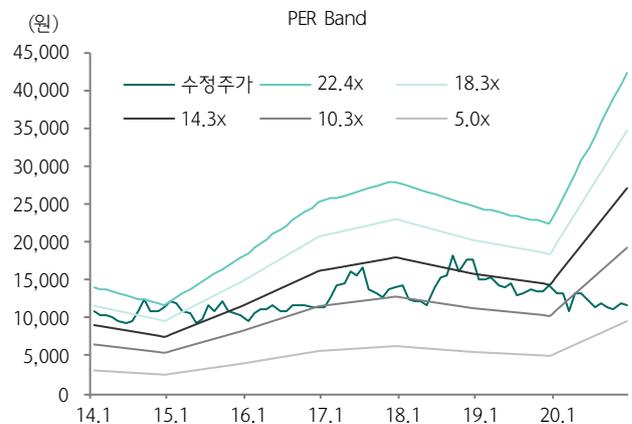
과거 많은 투자자들은 매출 성장 기대감이 높아질 시 통신주 Multiple이 크게 확장된 경험을 갖고 있다. 서서히 통신주 High multiple 적용을 고민해야 할 시점이라는 판단이다.

그림 31. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 32. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

5월 통신서비스 업종 수익률  
KOSPI 수익률을 상회하면서 4개월째  
통신주 아웃퍼폼, KT와 LGU+의  
상대적 강세 두드러지는 양상

### 3) 5월에도 통신업종 수익률 시장수익률을 상회

통신서비스 업종은 2~4월에 이어 5월에도 KOSPI 수익률을 상회하였다. 특히 5월엔 후발 사업자들을 중심으로 높은 주가 상승률을 기록하였는데 가장 큰 이유는 역시 놀라운 1분기 실적 결과 때문이었다. 통신사 실적이 우수할 것으로 당초 예상은 되었지만 그 수준을 뛰어넘는 영업이익을 달성하였고, 특히 통신부문 실적이 우수함에 따라 빅사이클 출현 기대감이 팽창되었다. 여기에 이동전화 매출액도 양호했지만 무엇보다 기대치를 넘어서는 강력한 비용 통제가 이루어졌다는 점도 투자 심리를 개선시켰다. KT의 케이뱅크 상장 예정, LGU+의 자사주 매입 추진 등도 매수세를 불러 일으켰다.

종목별로는 KT와 LGU+의 상대적 강세가 두드러졌다. 3사 모두 1분기 실적은 어닝 서프라이즈를 기록했지만 SKT의 경우엔 대규모 자사주 소각이라는 재료 노출로 추가적인 재료를 만들어내지 못하는 가운데 기관 매도세가 이어지면서 담보 국면을 나타냈다. 반면 KT와 LGU+의 반등세가 강하게 나타났다. KT는 통신부문 실적 호전으로 배당 증가 기대감이 높아진 가운데 CEO 투자가 미팅에서 장기 실적 및 케이뱅크 상장 목표가 발표될 것이란 기대감이 주가 상승을 이끌었다. LGU+의 경우엔 1분기 어닝서프라이즈로 외국인이 매수세로 전환한 가운데 자사주 매입 발표가 임박했다는 기대감이 주가 상승을 견인하였다.

표 7. 2021년 5월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	9.2	28.7	7.4	22.4

주: 지수는 5/31 종가 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 8. 2021년 5월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	4.4	28.1	2.7	21.7
KT	20.6	31.5	18.9	25.2
LG유플러스	14.4	28.0	12.6	21.6

주: 주가는 5/31 종가 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

1~2분기 어닝 시즌 거치면서  
통신산업 빅사이클 진입 기대감  
폭증할 것, 통신주 매수 서둘러야

#### 4) 이젠 통신산업 빅사이클 출현 가능성 염두에 두어야, 통신주 적극 매수할 시점

최근 통신주가 적지 않게 상승한 상황이지만 6월에도 통신주 적극 매수에 나설 것을 권한다. 이동전화 ARPU 상승 폭이 커지고 있음을 감안할 때 2분기에도 통신 3사가 전년동기비 높은 영업이익 성장을 나타낼 것으로 보여 국내 통신 산업이 향후 3년간 호황기를 맞이하는 빅사이클로 진입할 것이라 투자자들의 믿음이 확산될 것이기 때문이다.

5G 이벤트가 다수 출현할 가능성이 높다는 점도 통신주 투자 매력도를 높여주는 요인이다. 특히 빠르면 6~7월 28GHz 지원 인빌딩 장비가 등장할 전망이다. 이 경우 진짜 5G 시대로의 진입 기대감이 높아질 것이라 점에 주목할 필요가 있다. B2B/B2G 부문 성장 기대감이 높아짐과 더불어 통신주 Multiple이 크게 높아질 수 있어서다.

6월에 부각될 통신산업 이슈는 상대적으로 많지 않다. 1) SKT 인적분할관련 이사회 개최, 2) 28GHz 인빌딩 장비 출시, 3) LGU+ ESG 회의 개최, 4) 디즈니 국내 제휴 사업자 발표, 5) 통신사 AI/로봇 사업 육성 본격화, 6) 메타버스 관련 AR/VR 산업 육성 등이 주식 시장에서 부상할 가능성이 높다.

이렇다고 볼 때 국내 통신주엔 긍정적인 영향을 미칠 공산이 크다. SKT 인적분할 이사회를 통해 SKT 분할 비율, 분할 재상장 시점이 공개될 가능성이 높지만 이미 충분히 시장에 알려진 상황이라 추가적으로 주가에 미칠 영향이 크지 않을 것으로 보이며 나머지 이슈는 긍정적 이벤트이기 때문이다. 28GHz 인빌딩 장비 출시는 IoT로의 진화 기대감을 높여줄 것으로 보이며, 통신사 AI/로봇 사업 진출 본격화, AR/VR 시장 확대는 통신사 5G 활성화 및 트래픽 증가 가능성을 증대시켜 줄 것이다. 여기에 LGU+가 ESG 회의를 통해 자사주 매입을 발표할 경우 수급 개선과 더불어 통신주 전반적인 상승세로의 진입을 가속화시킬 것으로 보인다. KT/LGU+의 디즈니사 제휴 역시 긍정적 이벤트 역할을 수행할 가능성이 높다. 6월 이후에도 통신주는 계단식 상승 구도를 지속할 가능성이 높다. 적극 매수로 대응할 필요가 있다.

6월에도 통신주 우상향 기조 유지될 것, 실적과 더불어 5G 이벤트가 재차 이슈로 부상할 전망, KT/LGU+위주로 적극 매수 추천

표 9. 6월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>1Q 통신 3사 영업이익합계 11,086억원(+23% YoY, +65% QoQ)으로 컨센서스를 10% 이상 상회</li> <li>1Q 통신부문 영업이익 크게 증가, KT와 LGU+ 배당금 증가 기대감 높아질 전망</li> <li>KT와 더불어 LGU+도 이동전화 ARPU 상승 반전에 성공, 장기 매출 증가 기대감 커지는 상황</li> <li>금년도 휴대폰 가입자 5G 보급률 40% 달성 무난할 듯, 2021년 이동전화 ARPU 2% 성장 전망</li> <li>KT 2023년 케이뱅크 상장 예정, 수신 규모 카카오프크의 40% 수준이라는 점에 주목</li> <li>LGU+ ESG 컨트롤타워 설립, 주주이익환원정책 강화 예상, 빠르면 6월 중 자사주 매입 추진 전망</li> <li>KT 스튜디오지니/BC카드 중심으로 자회사 육성 전망, 장기 지주사 체제로 전환 예상</li> <li>LG전자 휴대폰 사업 철수는 통신시장 안정화로 이어질 듯, 리베이트 증대 가능성이 낮기 때문</li> <li>통신사 온라인 및 무인 점포 확산 추세, 통신사 마케팅 효율성 향상 전망</li> <li>삼성전자 5G 28GHz 대역과 LTE 기지국을 동시에 활용하는 Dual Connectivity 기술 구현</li> <li>28GHz 상용화 준비 본격화, 당초 우려보다 전파 투과율/전송 속도/커버리지 양호</li> <li>통신 3사 올해 상반기 내 5G SA 상용화 방침 과기부에 전달, 하반기부터 진짜 5G 시대 열릴 듯</li> <li>자율주행차 등 5G 기술에 특수 서비스 개념 도입, 2021년 1월부터 맞춤형 서비스 적용</li> <li>5G 급행차선 허용으로 5G 조기 생태계 조성 전망, 통신사 B2B/B2C 매출 전망 긍정적</li> <li>올해 이동전화 ARPU 및 DPS 상승 유력함에도 역사적 통신사 기대배당수익률 높은 상황</li> <li>28GHz 손상차선 처리로 주파수비용 부담 완화, 올해 주파수관련비용 1천억원 감소할 전망</li> <li>넷플릭스 규제법 규제위 통과, 구글/넷플릭스/페이스북 망 관리 의무 부과, 통신사 망 패권 강화</li> <li>유보신고제 시행, 통신상품 사전 신고 아닌 사후 규제 받게 되어 요금 규제 크게 완화 전망</li> <li>통신 부문 실적 개선 본격화, 2021년에도 KT/LGU+는 배당금 증가 유력</li> <li>데이터 3법 시행, 유동인구/소비/상권 데이터 상품 출시, 통신사 B2B 사업 확대에 긍정적</li> <li>유선 및 미디어 사업 통신 3사 위주로 재편, 사업 정상화에 따른 수익성 개선 전망</li> </ul>
부정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>SKT 인적분할 결정, 11월 분할 재상장 예정이라 수급상 불리함 불가피할 듯</li> <li>5G 전략 폰 다수 출시됨에 따라 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려 존재</li> <li>5G 커버리지 크게 부족한 상황, 정부/소비자 단체 5G 투자 압박 커지는 상황</li> <li>2022년까지 통신 3사 CAPEX 8조원 이상으로 유지될 전망, 감가비 증가 부담 여전</li> <li>차세대미디어/게임 등을 제외하곤 아직은 5G 킬러앱 명확하지 않은 상황</li> <li>자회사 실적 예상보다 부진, 자회사 가치 부상 및 본사 대비 높은 영업이익 증가 어려울 듯</li> <li>통신사 CAPEX 증가, M&amp;A 본격화로 차입금 증가 예상, 통신사 단기 재무구조 악화 예상</li> <li>통신사 CATV 및 신성장사업 M&amp;A 예상보다 높은 가격으로 이루어지는 상황, 인수 매력 떨어져</li> </ul>
종합 평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>통신사 본격적인 실적 향상/배당 증가 구간 진입, 규제 상황 양호, 계단식 주가 상승 전망</li> </ul>

자료: 하나금융투자

## 2. 경쟁환경 – 2Q 통신사 마케팅비용 정체 지속될 전망

### 1) 6월 초까진 현재의 마케팅비용 정체 양상 지속될 듯

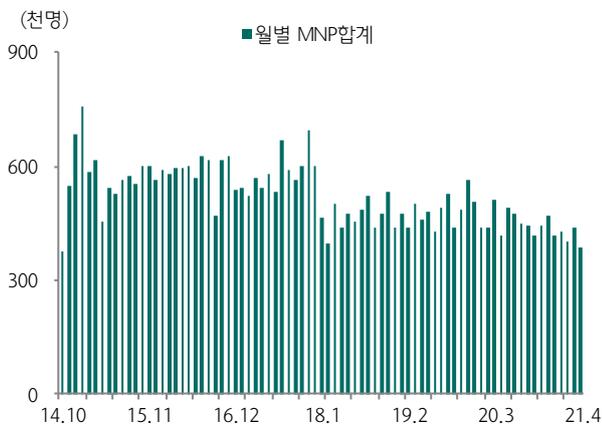
마케팅비용 정체 양상 지속 중,  
당분간 시장 과열 가능성 낮아

5G 월간 순증가입자수가 100만명에 육박하게 나타나고 있지만 번호이동가입자수는 4월 39만명을 기록하는 등 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다. 다만 단말기 교체 가입자(신규+기변+번호이동) 중 5G 비중은 65% 수준으로 높게 나타나고 있다. 5G 단말기 라인업 확대가 가장 큰 원인이다. 단 5G 가입자 증가가 시장 과열로 연결되지는 않는 모습이다.

신규 5G 전략 폰 출시가 7~8월 중에 있을 것임을 감안할 때 최소한 6월 중순까지는 현 시장 경쟁 강도가 유지될 것으로 보인다. 재고 폰 밀어내기가 없다고 보면 큰 변수가 발생할 가능성이 낮기 때문이다.

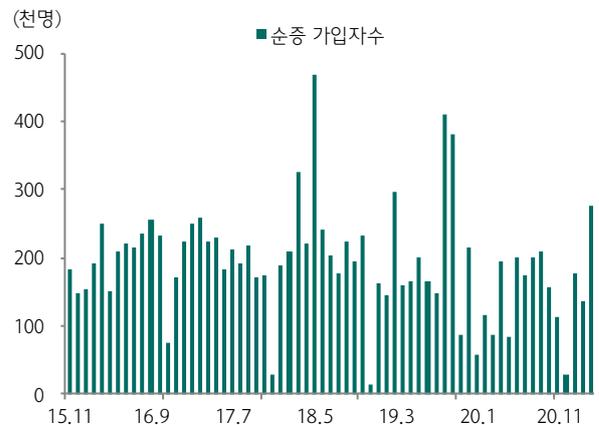
최근 국내 통신시장은 적지 않은 휴대폰 유통 구조의 변화가 나타나고 있다. 통신 3사간 가입자 M/S 경쟁 전략 변화도 이슈이지만 오프라인 및 대형 유통상 운용 구조 변화, 제조사/통신사간 마케팅 공조 체제 변화, 온라인 전략 강화 등이 국내 통신 시장 변화를 이끄는 양상이다. 5G 저가폰 출시로 인한 5G 순증 가입자수 증가 및 휴대폰 판매량 증가, 소폭의 인당획득비용 증가가 나타날 수 있겠지만 통신사 마케팅비용 측면에서 큰 변화의 조짐은 나타나지 않고 있다.

그림 33. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



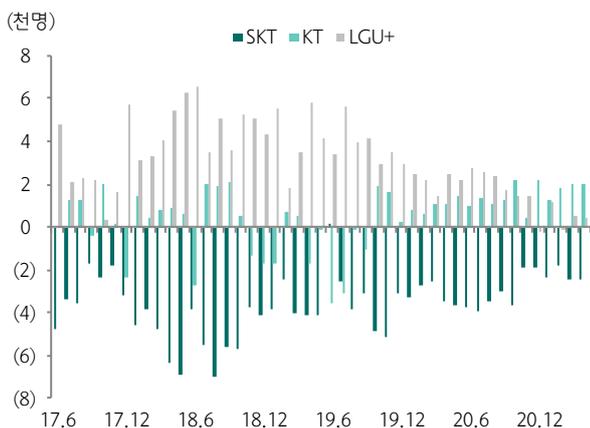
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 34. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



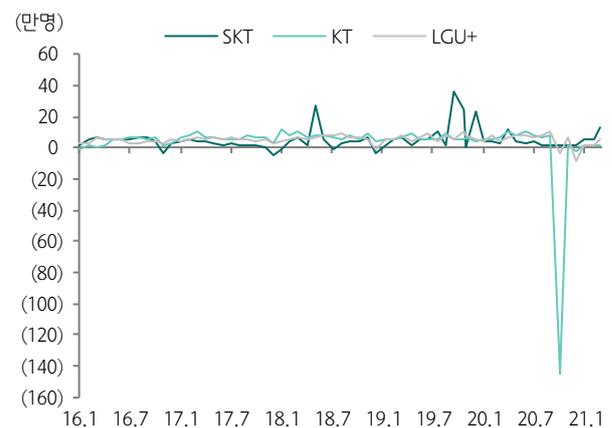
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 35. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



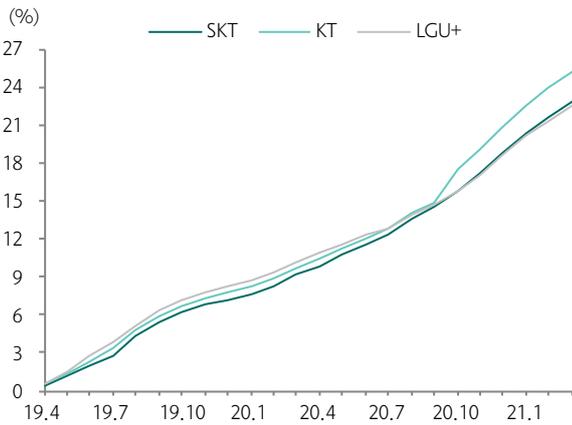
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 36. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



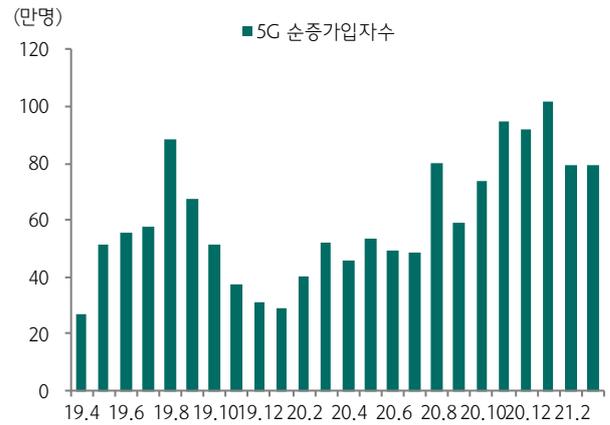
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 37. 통신 3사 5G 보급률 추이



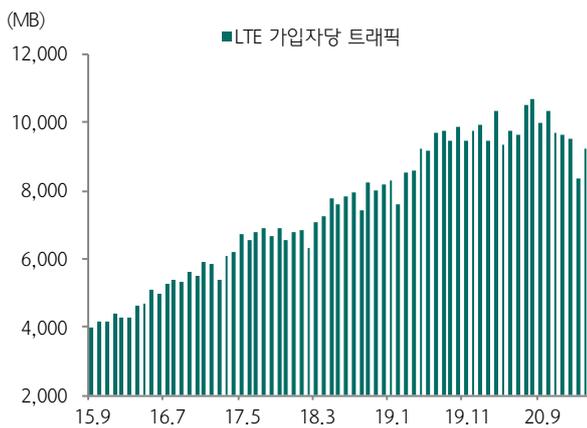
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 38. 5G 순증가입자 동향



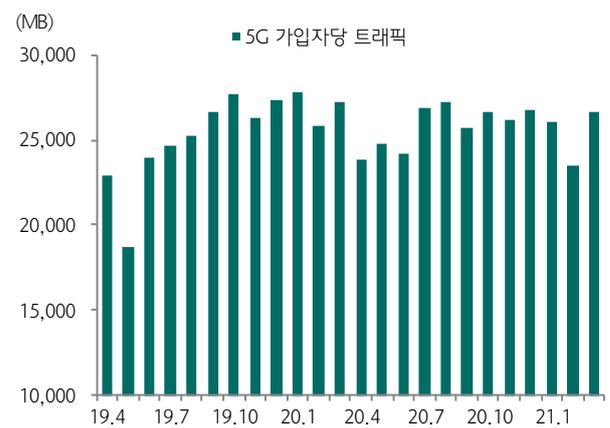
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 39. LTE 가입자당 트래픽 추이



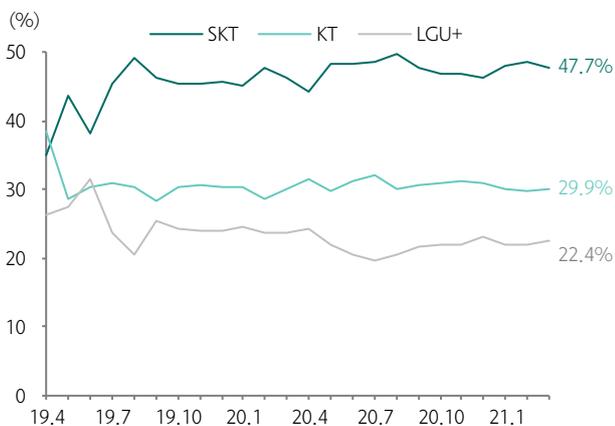
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 40. 5G 가입자당 트래픽 추이



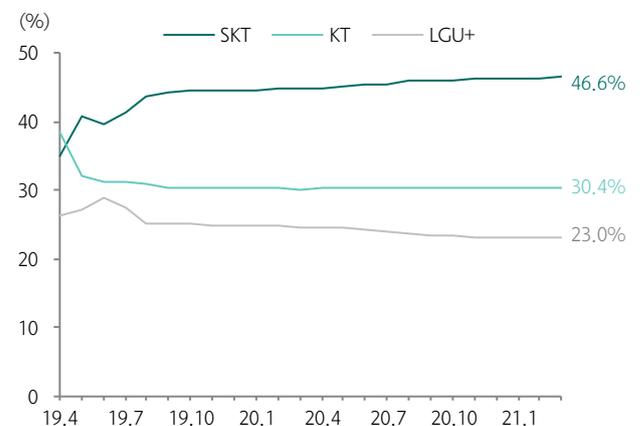
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 41. 5G 순증 가입자 M/S 동향



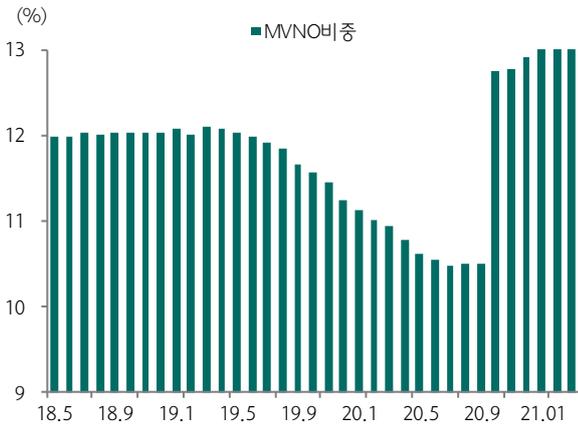
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 42. 5G 누적 가입자 M/S 동향



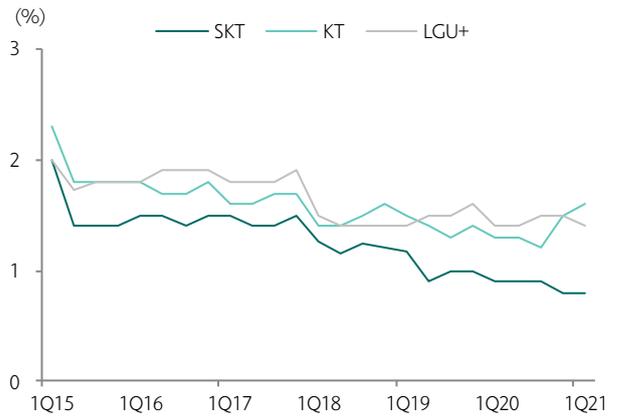
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 43. MVNO(재판매) 비중 추이



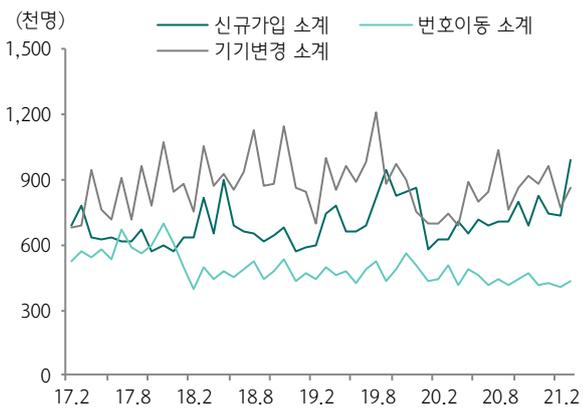
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 44. 통신 3사 분기별 해지율 추이



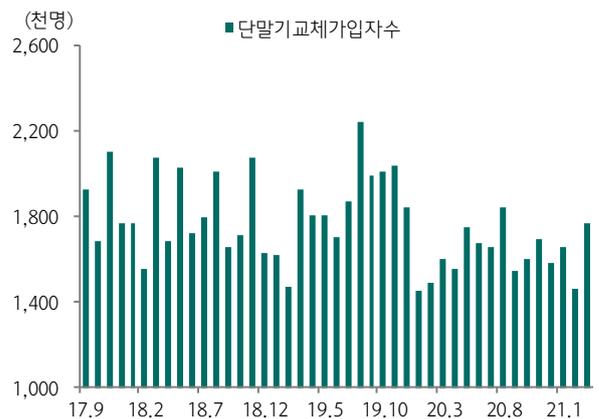
자료: 각사, 하나금융투자

그림 45. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

## 2) 당분간 변수 없음, 2Q 통신 3사 마케팅비용 합계 YoY 5% 증가에 그칠 듯

6월 말 이후에나 마케팅비용 증가  
양상 나타날 듯, 2Q 통신사  
마케팅비용 전년동기비 4% 증가에  
그칠 전망

1분기 통신사 마케팅비용이 신기할 정도로 적게 나타났지만 어느 정도는 예견된 결과였다. 인당획득비용에 큰 변화가 없었고 광고비 정체가 지속되었기 때문이었다. 단말기 재고 손실 감소 영향도 컸다.

제반 상황을 감안할 때 2분기 이후에도 통신 3사 마케팅비용 합계는 전년동기비 및 전년대 비 소폭 증가에 그칠 것으로 보인다. 6월 말 일부 5G 재고폰 밀어내기가 발생할 수 있음과 신형 5G 저가폰 출시로 5G 가입자 순증 폭이 커질 수 있음을 감안해도 그렇다.

LG전자가 휴대폰 사업을 접으면서 통신사/제조사간 리베이트 공조 현상이 약화되는 양상이며 온라인 마케팅이 강화되고 있다. 아무래도 리베이트는 적게 지출될 것이다. 여기에 통신사 경영진이 실적 관리에 나서고 있다. 통신 3사간 MNO 가입자 경쟁 상황에서 잘 드러난다. 가입자 M/S 경쟁뿐만 아니라 5G M/S 경쟁 역시 자제되고 있어 현재의 흐름은 최소한 올해 연말까지는 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

그림 47. 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

### 3. 12개월 Top Pick LGU+, 6월 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 따른 수혜 정도가 종목 선정에 있어서 가장 중요할 수 있는데 LGU+의 경우 순수 통신사로서 무선 통신 매출 비중이 절대적이라 Top Pick으로서 손색이 없다는 판단이다.

표 10. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021년 이후 통신부문 실적 개선 본격화될 전망</li> <li>박정호 현 SKT CEO SK(주)와의 합병 없을 것이라고 공식 발표</li> <li>11%에 달하는 자사주 소각 단행, 시가총액 부담 감소</li> <li>요금인가제 폐지, 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인적 분할 결정, 초장기적으로는 SK(주)로의 합병 가능성 높음</li> <li>SK(주) 합병 이슈로 중간지주사 제대로 평가 받기 어려운 상황</li> <li>기업 분할로 인해 총 배당금 증가 불확실해진 상황</li> <li>최근 3년간 통신부문 이익 성장 가장 낮고 기업가치 높게 형성</li> </ul>
KT	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 통신 3사 중 가장 높은 이동전화 ARPU 상승 전망</li> <li>자회사 구조조정 및 육성 본격화되는 양상</li> <li>미디어 컨트롤 타워 설립, 케이뱅크 2023년 IPO 추진 예상</li> <li>배당금 증가 지속될 전망, 실질 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>본사 실적 개선 본격화, 단 자회사 실적 부진 지속 중</li> <li>높은 가격으로 CATV 인수, PSTN 매출 감소 지속</li> <li>낮은 ROE로 높은 자산가치 크게 부각되기에 역부족</li> <li>경쟁사대비 과도한 영업비용, 방대한 자산 규모</li> </ul>
LGU+	<ul style="list-style-type: none"> <li>통신 3사 중 통신부문에서 가장 높은 매출액/이익 성장 기록 중</li> <li>통신부문 영업이익 SKT 80% 수준, 시가총액 너무 낮은 편</li> <li>비용 집행 보수적으로 진행 중, 성장성/수익성 조화에 탁월</li> <li>배당금 증가와 더불어 헬로비전 합병 감안한 자사주 매입 추진 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>화웨이 리스크 없음에도 투자 심리 너무 위축된 상황</li> <li>자금 소요 많음, 부채비율 하락 어려운 상황</li> <li>과거 대비 낮은 5G 순증 가입자 M/S 기록 중</li> <li>상대적으로 자회사 가치 부각 어려움</li> </ul>
종합평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>높은 매출/이익 성장 지속되고 있음에도 실적 대비 주가 지나치게 낮은 LGU+를 최선호주로 선정</li> </ul>	

자료: 하나금융투자

## 2) 6월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Picks는 KT/LGU+

6월 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, K뱅크 상장 가격 이슈로 부각될 KT와 자사주 이슈 급부상할 LGU+를 6월 Top Picks로 제시

6월엔 KT와 더불어 LGU+를 월간 Top Picks로 제시한다. KT는 1분기 실적 발표를 계기로 배당금 증가에 대한 투자자들의 신뢰가 높아지는 상황이라 역사적 배당수익률 밴드를 감안할 때 4만원까지 주가 반등이 예상되어 투자 매력도가 높다는 판단이다. 여기에 5월 케이뱅크 펀딩 가격에 높게 책정된 데다가 카카오뱅크 IPO가 임박한 상황이라 케이뱅크 기업 가치 상승 기대감이 높아질 것으로 예상된다. LGU+는 1분기 어닝서프라이즈를 기록한 가운데 외국인 순매수로 전환한 상황에서 자사주 매입 발표가 임박한 상황이라 수급상 유리한 구도가 예상된다. 특히 LGU+ 유동물량이 적다는 점을 감안하면 그렇다. 6월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 KT=LGU+>SKT 순으로 평가하며, 통신 3사에 대한 구체적인 투자 전략을 언급하면 다음과 같다.

표 11. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SKT	매수	330,000원	• 통신/비통신 실적 개선 중, 인적분할 후 당분간 SK(주)와 합병 없을 것이라 단기 주가 상승 전망
KT	매수	45,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가, 통신부문 영업이익의 본격 증가세 돌입, 기대배당수익률 매력적
LGU+	매수	18,000원	• 화웨이 리스크 소멸 중, 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 실적대비 과도한 저평가

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

표 12. 6월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(5/31)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	KT	34,200원	32,000~40,000원	10.1	0.6	• 통신부문 이익/기대배당수익률로 볼 때 단기 탄력적 주가 반등 예상
1	LGU+	15,100원	14,000~20,000원	8.4	0.8	• 화웨이 리스크 소멸 중, 실적대비 주가 너무 낮고 수급 개선 전망
3	SKT	317,000원	290,000~350,000원	11.6	0.9	• 인적분할 확정, 주가 오르겠지만 상승 폭은 제한적일 듯

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

표 13. 6월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(6월)	순위(5월)	순위 변화	사유
KT	1	1	-	• 배당금 증가에 대한 주가 반영 중, 2022년까지 장기 실적 전망 낙관적이라 계단식 주가 상승 전망
LGU+	1	1	-	• 실적대비 주가 너무 낮은 상황, 수급 상황 감안할 때 자사주 매입 발표 시 주가 급반등 예상
SKT	3	3	-	• 장기적으로는 SK(주)와의 합병 우려 여전히 상존, 자회사 가치 부각되긴 어려울 전망

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준  
자료: 하나금융투자

## Top Picks

---

SKT (017670)	31
KT (030200)	33
LGU+ (032640)	35

2021년 6월 2일

# SK텔레콤(017670)

## 이젠 주총 일정 감안한 투자 전략 설정 필요

### 단기 주가 상승 가능할 전망, 매수/TP 35만원 유지

SKT에 대한 투자 의견 매수, 목표가 35만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 인적분할 관련 주총을 앞두고 있어 2분기까지는 실적 및 주가 관리에 나설 공산이 크고, 2) 이동전화매출액 증가 추세를 감안할 때 2021~2023년간은 MNO 부문에서 높은 영업이익 증가 추세가 이어질 전망이다, 3) 분할 이후에도 높은 MNO 시가총액 유지를 위해 연간 배당금을 1만원으로 유지할 공산이 크기 때문이다.

### 6월 이사회, 9월 주총, 거래정지 후 11월 MNO 재상장 예정

4월 SKT가 인적 분할을 임직원 및 언론/주주들에게 알린데 이어 6월엔 이사회를 거쳐 공식 발표할 전망이다. 분할비용은 SKT 사업회사 62: 중간지주사 38 수준이 유력하며, 하이닉스, 11번가, ADT캡스, 원스토어가 중간지주사로 넘어가고 SK 브로드밴드와 SK텔레콤이 SKT에 잔존할 것으로 보인다. 이후 남은 절차로는 9월 임시주총 개최가 예상되며, 대략 1개월의 거래정지 기간을 거쳐 11월엔 분할 기업(SKT/중간지주사) 상장 예정된다. 그 이후엔 SK(주)가 유상증자를 통해 중간지주사에 SKT 현물출자를 진행할 것으로 예상되지만 SKT 경영진이 SK(주)와 중간지주사간 합병은 없다고 이미 언급 했으므로 이 절차가 진행되기까지 다소 시간이 소요될 전망이다.

### 8월까지 보유, 거래 정지 전 매도, 11월 MNO 재매수 추천

이러한 분할 절차를 감안할 때 SKT의 경우엔 투자 전략상 단기 29~35만원 박스권 매대로 치중하고, 9월 주총 이후엔 서서히 비중을 축소해 나갈 것을 권고한다. 2분기 실적 발표 및 인적분할관련 주주 총회가 종료되고 나면 추가적인 호재를 기대하기 어렵고, 10월 거래정지를 앞두고 매도세가 집중될 공산이 큰데 외국인 추가 매수 여력이 3%에 불과해 수급상 불리함이 예상되기 때문이다. 하지만 11월 MNO(이동전화사업자, 현 SKT 사업 잔존회사) 분할 재상장 후엔 MNO 위주로 재차 적극 매수할 것을 추천한다. 분할 비율로 볼 때 13조원 수준으로 MNO 상장 가격이 정해질 전망인데 분할 이후 7천억원 수준의 배당금이 유지될 것임을 감안할 때 분할 이후 SKT MNO 시가총액이 18~20조원에 달할 전망이다기 때문이다. 현재 이동전화 ARPU 흐름과 5G 진화 스토리를 감안할 때 3.5~4.0% 수준으로 기대배당수익률이 낮아질 수 있기 때문이다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 350,000원 | CP(5월31일): 317,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,203.92
52주 최고/최저(원)	320,000/201,000
시가총액(십억원)	22,843.1
시가총액비중(%)	1.02
발행주식수(천주)	72,060.1
60일 평균 거래량(천주)	313.5
60일 평균 거래대금(십억원)	90.7
21년 배당금(예상, 원)	11,000
21년 배당수익률(예상, %)	4.30
외국인지분율(%)	45.31
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4인	30.02
국민연금공단	10.78
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.4 33.5 46.8
상대	2.6 8.0 (7.0)

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	19,588.6	20,328.2
영업이익(십억원)	1,528.9	1,653.3
순이익(십억원)	2,247.5	2,630.7
EPS(원)	30,062	36,079
BPS(원)	354,205	381,984

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	17,740.7	18,624.7	19,006.8	19,711.7	20,565.2
영업이익	십억원	1,108.2	1,349.3	1,541.9	1,665.6	1,818.5
세전이익	십억원	1,161.0	1,877.0	2,818.2	3,043.7	3,101.2
순이익	십억원	888.7	1,504.4	2,206.1	2,348.7	2,393.4
EPS	원	11,006	18,631	27,322	29,087	29,641
증감율	%	(71.59)	69.28	46.65	6.46	1.90
PER	배	21.62	12.77	11.60	10.90	10.69
PBR	배	0.78	0.74	0.94	0.89	0.84
EV/EBITDA	배	5.60	5.39	5.11	4.88	4.69
ROE	%	3.91	6.44	9.01	9.04	8.70
BPS	원	305,245	320,358	338,848	357,360	376,426
DPS	원	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000



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

RA 최수지  
02-3771-3124  
suuji@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,740.7	18,624.7	19,006.8	19,711.7	20,565.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,740.7	18,624.7	19,006.8	19,711.7	20,565.2
판매비	16,632.5	17,275.3	17,464.9	18,046.1	18,746.6
영업이익	1,108.2	1,349.3	1,541.9	1,665.6	1,818.5
금융손익	(295.8)	(256.0)	(107.6)	(107.7)	(68.8)
종속/관계기업손익	449.5	1,028.4	1,515.9	1,654.4	1,520.4
기타영업외손익	(100.9)	(244.7)	(132.1)	(168.6)	(169.0)
세전이익	1,161.0	1,877.0	2,818.2	3,043.7	3,101.2
법인세	300.3	376.5	602.9	700.1	713.3
계속사업이익	860.7	1,500.5	2,215.3	2,343.7	2,387.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	860.7	1,500.5	2,215.3	2,343.7	2,387.9
비배주주지분 순이익	(28.0)	(3.8)	9.2	(5.0)	(5.5)
지배주주순이익	888.7	1,504.4	2,206.1	2,348.7	2,393.4
지배주주지분포괄이익	891.1	1,869.1	1,830.6	1,936.7	1,973.3
NOPAT	821.6	1,078.7	1,212.0	1,282.5	1,400.3
EBITDA	5,129.2	5,519.3	5,880.6	6,004.3	6,157.3
성장성(%)					
매출액증가율	5.14	4.98	2.05	3.71	4.33
NOPAT증가율	(13.21)	31.29	12.36	5.82	9.19
EBITDA증가율	14.34	7.61	6.55	2.10	2.55
영업이익증가율	(7.79)	21.76	14.27	8.02	9.18
(지배주주)순이익증가율	(71.59)	69.28	46.64	6.46	1.90
EPS증가율	(71.59)	69.28	46.65	6.46	1.90
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	28.91	29.63	30.94	30.46	29.94
영업이익률	6.25	7.24	8.11	8.45	8.84
계속사업이익률	4.85	8.06	11.66	11.89	11.61

투자지표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	11,006	18,631	27,322	29,087	29,641
BPS	305,245	320,358	338,848	357,360	376,426
CFPS	65,586	71,300	89,972	92,770	93,000
EBITDAPS	63,523	68,354	72,829	74,361	76,255
SPS	219,711	230,658	235,391	244,121	254,690
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	21.62	12.77	11.60	10.90	10.69
PBR	0.78	0.74	0.94	0.89	0.84
PCFR	3.63	3.34	3.52	3.42	3.41
EV/EBITDA	5.60	5.39	5.11	4.88	4.69
PSR	1.08	1.03	1.35	1.30	1.24
재무비율(%)					
ROE	3.91	6.44	9.01	9.04	8.70
ROA	2.03	3.23	4.62	4.84	4.78
ROIC	4.14	5.23	5.74	5.95	6.47
부채비율	98.11	96.37	84.22	80.95	75.77
순부채비율	42.16	40.59	33.80	29.34	26.38
이자보상배율(배)	2.73	3.38	10.43	11.23	16.62

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	8,088.5	8,775.1	9,070.7	9,972.2	10,510.6
금융자산	2,360.5	3,053.2	3,192.2	3,961.7	4,372.5
현금성자산	1,270.8	1,369.7	2,039.6	2,782.5	3,182.0
매출채권	2,231.0	2,188.9	2,313.9	2,412.4	2,492.1
재고자산	162.9	171.4	207.4	219.3	226.5
기타유동자산	3,334.1	3,361.6	3,357.2	3,378.8	3,419.5
비유동자산	37,113.9	39,131.9	38,598.0	39,502.6	40,203.5
투자자산	14,401.9	16,200.1	15,529.9	16,313.3	16,753.0
금융자산	1,016.7	1,846.0	1,297.9	1,356.4	1,343.0
유형자산	12,933.5	13,377.1	13,488.3	13,599.6	13,860.8
무형자산	7,815.6	7,793.7	7,788.7	7,773.7	7,773.7
기타비유동자산	1,962.9	1,761.0	1,791.1	1,816.0	1,816.0
자산총계	45,202.4	47,907.0	47,668.7	49,474.8	50,714.1
유동부채	7,851.7	8,178.0	7,477.1	7,630.0	7,780.5
금융부채	1,833.5	1,833.8	1,813.1	1,816.0	1,815.3
매입채무	438.3	372.9	409.6	419.8	435.0
기타유동부채	5,579.9	5,971.3	5,254.4	5,394.2	5,530.2
비유동부채	14,533.8	15,332.7	14,316.2	14,502.8	14,080.7
금융부채	10,146.4	11,121.4	10,124.4	10,167.4	10,167.4
기타비유동부채	4,387.4	4,211.3	4,191.8	4,335.4	3,913.3
부채총계	22,385.4	23,510.7	21,793.3	22,132.8	21,861.2
지배주주지분	22,950.2	23,743.9	25,236.9	26,731.6	28,271.1
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(1,909.4)	(2,238.7)	(2,238.7)	(2,238.7)	(2,238.7)
기타포괄이익누계액	(329.6)	40.1	40.1	40.1	40.1
이익잉여금	22,228.7	22,981.9	24,474.9	25,969.6	27,509.1
비지배주주지분	(133.3)	652.3	638.5	610.4	581.8
자본총계	22,816.9	24,396.2	25,875.4	27,342.0	28,852.9
순금융부채	9,619.3	9,902.0	8,745.3	8,021.8	7,610.3

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,035.0	5,821.9	5,789.5	6,935.4	6,395.3
당기순이익	860.7	1,500.5	2,215.3	2,343.7	2,387.9
조정	403	402	434	434	434
감가상각비	4,021.0	4,170.0	4,338.8	4,338.8	4,338.8
외환거래손익	0.4	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(449.5)	(1,028.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,168.9)	(2,743.4)	(3,904.8)	(3,904.8)	(3,904.8)
영업활동 자산부채변동	(856.1)	302.5	(767.9)	249.7	(333.9)
투자활동 현금흐름	(3,581.6)	(4,250.4)	(3,297.1)	(5,292.9)	(5,074.1)
투자자산감소(증가)	(839.7)	(1,798.1)	670.1	(783.3)	(439.7)
자본증가(감소)	(3,357.4)	(3,455.3)	(4,450.0)	(4,450.0)	(4,600.0)
기타	615.5	1,003.0	482.8	(59.6)	(34.4)
재무활동 현금흐름	(686.7)	(1,457.6)	(1,734.1)	(811.3)	(857.1)
금융부채증가(감소)	1,899.6	975.3	(1,017.7)	46.0	(0.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,867.6)	(1,690.8)	(3.3)	(3.4)	(2.5)
배당지급	(718.7)	(742.1)	(713.1)	(853.9)	(853.9)
현금의 증감	(235.9)	98.8	646.3	742.9	399.5
Unlevered CFO	5,295.8	5,757.2	7,264.9	7,490.8	7,509.3
Free Cash Flow	659.1	2,264.1	1,339.5	2,485.4	1,795.3

2021년 6월 2일

# KT(030200)

## 연말 4만원, 내년 5만원 돌파 예상, 케이뱅크/AI에 관심 높아질 것

### CEO 미팅 기대치 부합, 연말 주가 4만원까지 오를 것

KT에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 LGU+와 함께 6월 Top Picks로 제시한다. 추천 사유는 1) 5/21일 CEO 투자가 미팅을 통해 장기 배당 증대, AI/로봇 등 신사업 육성, 케이뱅크 IPO 성공 기대감이 높아지고 있고, 2) 지난 주 케이뱅크가 높은 가격으로 편당에 성공함으로써 기업가치 증대 기대감이 높아지는 상황이며, 3) 최근 이동전화 ARPU, 마케팅비용 추이를 감안할 때 2023년까지 장기 빅사이클로 진입한 것으로 보이고, 4) 기대배당수익률, 부동산가치를 감안 시 여전히 절대 저평가 영역에 위치해 있기 때문이다. 이번 자료를 통해 KT 12개월 목표가를 45,000원으로 이전 대비 29% 상향 조정한다. 올해 본사 영업이익 1조원 달성, 주당배당금 19% 증가가 유력하다는 점을 반영한 결과이다. 내년도 주당 배당금 기준 기대배당수익률 4%까지의 주가 상승을 가정한 TP이다.

### 올해 본사 영업이익 1조원, DPS 1,600원, 주가 4만원 예상

KT는 1분기에 본사 기준 영업이익 3,660억원을 기록하였다. 전년동기비 22% 성장한 수치이다. 4분기 영업비용이 많이 잡히는 구조를 감안해도 현 추세로 본다면 올해 본사 영업이익 1조원은 사실상 유력해 보인다. 이동전화매출액 증가 폭이 당초 예상대로 양호하게 나타나고 있으며 마케팅비용/감가상각비 지출이 상당한 절제된 모습이기 때문이다. 따라서 올해 배당금은 지난해 대비 20% 수준으로 증가할 가능성이 높다. 그렇다고 보면 당초 예상대로 올해 DPS는 1,600원, 내년 DPS는 1,800원이 예상된다. 금년도 4%까지 기대배당수익률이 낮아질 수 있고 진짜 5G가 본격화되는 내년엔 3.6%까지 기대배당수익률이 낮아질 전망이다. 연내 4만원, 내년엔 5만원까지 KT 주가가 상승할 공산이 크다.

### K뱅크 상장가 5조원 넘을 듯, AI/로봇 매출 3조원 예상

KT 내에서 신성장사업이 태동하고 있고 케이뱅크의 가치 부여가 본격화되고 있는 점도 고무적이다. 자동차/헬스케어/물류/유통에서 로봇 사업이 본격화되고 있으며, AI/5G와 융합하여 새로운 성장 스토리를 보여 줄 듯하다. 2025년엔 최대 3조원 규모 매출 발생이 예상된다. 케이뱅크의 최근 유상 증가 소식도 긍정적이다. MBK/새마을금고 등이 지분 참여를 했는데 기업가치 2.5조원 수준으로 유상증자를 단행했기 때문이다. 이번 증자 감안 시 최소 5조원 이상에서 2023년 케이뱅크 IPO가 이루어질 전망이어서 KT 주가 상승 기대감이 높아질 듯하다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 45,000원(상향) | CP(5월31일): 34,200원

Key Data		Consensus Data		
		2021	2022	
KOSPI 지수 (pt)	3,203.92	매출액(십억원)	24,641.7	25,324.3
52주 최고/최저(원)	34,200/22,100	영업이익(십억원)	1,413.6	1,537.1
시가총액(십억원)	8,930.0	순이익(십억원)	946.2	1,049.1
시가총액비중(%)	0.40	EPS(원)	3,233	3,635
발행주식수(천주)	261,111.8	BPS(원)	61,565	63,785
60일 평균 거래량(천주)	1,372.6	Stock Price		
60일 평균 거래대금(십억원)	40.2			
21년 배당금(예상, 원)	1,600			
21년 배당수익률(예상, %)	6.04			
외국인지분율(%)	43.88			
주요주주 지분율(%)				
국민연금공단	12.20			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	20.6 41.0 40.5			
상대	18.5 14.1 (11.0)			

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	24,342.1	23,916.7	24,605.4	24,887.5	25,527.9
영업이익	십억원	1,159.6	1,184.1	1,447.6	1,590.9	1,787.4
세전이익	십억원	976.3	975.1	1,304.0	1,403.5	1,631.0
순이익	십억원	615.8	658.0	881.1	988.2	1,153.3
EPS	원	2,358	2,520	3,375	3,785	4,417
증감율	%	(10.58)	6.87	33.93	12.15	16.70
PER	배	11.45	9.52	10.13	9.04	7.74
PBR	배	0.49	0.42	0.58	0.56	0.53
EV/EBITDA	배	2.66	2.38	2.59	2.55	2.48
ROE	%	4.58	4.76	6.17	6.64	7.42
BPS	원	55,491	57,039	59,164	61,513	64,315
DPS	원	1,100	1,350	1,600	1,800	1,950



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

RA 최수지  
02-3771-3124  
suiji@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>24,342.1</b>	<b>23,916.7</b>	<b>24,605.4</b>	<b>24,887.5</b>	<b>25,527.9</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	24,342.1	23,916.7	24,605.4	24,887.5	25,527.9
판매비	23,182.5	22,732.6	23,157.8	23,296.6	23,740.5
<b>영업이익</b>	<b>1,159.6</b>	<b>1,184.1</b>	<b>1,447.6</b>	<b>1,590.9</b>	<b>1,787.4</b>
금융손익	(7.7)	(8.8)	(235.2)	(216.4)	(189.4)
종속/관계기업손익	(3.3)	18.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(172.3)	(218.3)	91.6	29.0	33.0
<b>세전이익</b>	<b>976.3</b>	<b>975.1</b>	<b>1,304.0</b>	<b>1,403.5</b>	<b>1,631.0</b>
법인세	310.3	271.7	333.9	322.8	375.1
계속사업이익	665.9	703.4	970.0	1,080.7	1,255.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>665.9</b>	<b>703.4</b>	<b>970.0</b>	<b>1,080.7</b>	<b>1,255.9</b>
비배주주지분 손이익	50.2	45.4	88.9	92.5	102.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>615.8</b>	<b>658.0</b>	<b>881.1</b>	<b>988.2</b>	<b>1,153.3</b>
지배주주지분포괄이익	738.4	684.2	11,148.9	12,420.5	14,434.3
NOPAT	791.0	854.2	1,076.9	1,225.0	1,376.3
EBITDA	4,821.2	4,851.7	5,095.9	5,223.1	5,407.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.76	(1.75)	2.88	1.15	2.57
NOPAT증가율	(10.29)	7.99	26.07	13.75	12.35
EBITDA증가율	4.21	0.63	5.03	2.50	3.53
영업이익증가율	(8.08)	2.11	22.25	9.90	12.35
(지배주주)순이익증가율	(10.56)	6.85	33.91	12.16	16.71
EPS증가율	(10.58)	6.87	33.93	12.15	16.70
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	19.81	20.29	20.71	20.99	21.18
영업이익률	4.76	4.95	5.88	6.39	7.00
계속사업이익률	2.74	2.94	3.94	4.34	4.92

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,358	2,520	3,375	3,785	4,417
BPS	55,491	57,039	59,164	61,513	64,315
CFPS	19,871	20,473	19,867	20,114	20,837
EBITDAPS	18,464	18,581	19,516	20,003	20,710
SPS	93,225	91,596	94,233	95,313	97,766
DPS	1,100	1,350	1,600	1,800	1,950
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.45	9.52	10.13	9.04	7.74
PBR	0.49	0.42	0.58	0.56	0.53
PCFR	1.36	1.17	1.72	1.70	1.64
EV/EBITDA	2.66	2.38	2.59	2.55	2.48
PSR	0.29	0.26	0.36	0.36	0.35
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.58	4.76	6.17	6.64	7.42
ROA	1.85	1.93	2.57	2.80	3.25
ROIC	4.61	4.81	5.91	6.43	7.12
부채비율	127.48	116.46	118.55	114.44	105.18
순부채비율	28.15	24.06	30.06	30.33	30.05
이자보상배율(배)	4.16	4.49	4.32	5.03	6.18

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>11,897.2</b>	<b>11,154.2</b>	<b>11,758.0</b>	<b>11,605.0</b>	<b>11,527.7</b>
금융자산	3,174.3	3,837.5	2,839.9	2,712.3	2,596.9
현금성자산	2,305.9	2,634.6	1,686.1	1,564.4	1,450.7
매출채권	3,150.4	3,056.1	3,617.8	3,646.6	3,710.0
재고자산	665.5	534.6	690.0	670.0	664.2
기타유동자산	4,907.0	3,726.0	4,610.3	4,576.1	4,556.6
<b>비유동자산</b>	<b>22,642.9</b>	<b>22,508.4</b>	<b>23,279.3</b>	<b>23,937.5</b>	<b>23,857.5</b>
투자자산	1,089.3	1,102.2	1,079.8	1,080.2	1,089.4
금융자산	821.7	544.3	510.8	506.6	505.9
유형자산	13,785.3	14,206.1	14,939.5	15,612.3	15,556.0
무형자산	<b>2,834.0</b>	<b>2,161.3</b>	<b>2,100.2</b>	<b>2,055.3</b>	<b>2,022.3</b>
기타비유동자산	<b>4,934.3</b>	<b>5,038.8</b>	<b>5,159.8</b>	<b>5,189.7</b>	<b>5,189.8</b>
<b>자산총계</b>	<b>34,540.1</b>	<b>33,662.5</b>	<b>35,037.3</b>	<b>35,542.5</b>	<b>35,385.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>10,148.1</b>	<b>9,192.5</b>	<b>10,323.5</b>	<b>10,273.8</b>	<b>10,366.1</b>
금융부채	1,186.7	1,420.6	1,459.7	1,499.7	1,539.6
매입채무	1,304.8	1,239.7	1,462.5	1,474.1	1,499.7
기타유동부채	7,656.6	6,532.2	7,401.3	7,300.0	7,326.8
<b>비유동부채</b>	<b>9,208.5</b>	<b>8,918.6</b>	<b>8,682.0</b>	<b>8,694.2</b>	<b>7,773.5</b>
금융부채	<b>6,262.3</b>	<b>6,158.9</b>	<b>6,198.9</b>	<b>6,238.9</b>	<b>6,238.9</b>
기타비유동부채	2,946.2	2,759.7	2,483.1	2,455.3	1,534.6
<b>부채총계</b>	<b>19,356.6</b>	<b>18,111.1</b>	<b>19,005.6</b>	<b>18,968.1</b>	<b>18,139.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>13,663.3</b>	<b>14,011.4</b>	<b>14,566.1</b>	<b>15,179.5</b>	<b>15,911.1</b>
자본금	<b>1,564.5</b>	<b>1,564.5</b>	<b>1,564.5</b>	<b>1,564.5</b>	<b>1,564.5</b>
자본잉여금	1,441.5	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3
자본조정	(1,171.3)	(1,234.8)	(1,234.8)	(1,234.8)	(1,234.8)
기타포괄이익누계액	194.9	86.1	86.1	86.1	86.1
이익잉여금	11,633.8	12,155.4	12,710.1	13,323.5	14,055.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,520.2</b>	<b>1,540.0</b>	<b>1,465.7</b>	<b>1,395.0</b>	<b>1,334.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>15,183.5</b>	<b>15,551.4</b>	<b>16,031.8</b>	<b>16,574.5</b>	<b>17,245.5</b>
순금융부채	4,274.7	3,742.0	4,818.7	5,026.3	5,181.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,745.2</b>	<b>4,739.8</b>	<b>4,171.2</b>	<b>4,637.9</b>	<b>4,007.5</b>
당기순이익	665.9	703.4	970.0	1,080.7	1,255.9
조정	421	464	365	363	362
감가상각비	3,661.7	3,667.6	3,648.3	3,632.2	3,620.3
외환거래손익	76.0	(138.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.3	(17.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,320.0)	(3,047.7)	(3,283.3)	(3,269.2)	(3,258.3)
영업활동 자산부채변동	(1,130.4)	(600.4)	(447.2)	(75.0)	(868.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(3,887.5)</b>	<b>(3,761.5)</b>	<b>(4,609.0)</b>	<b>(4,457.4)</b>	<b>(3,702.8)</b>
투자자산감소(증가)	(193.7)	(12.9)	22.4	(0.3)	(9.2)
자본증가(감소)	(3,220.8)	(3,157.7)	(3,770.7)	(3,710.0)	(2,981.0)
기타	(473.0)	(590.9)	(860.7)	(747.1)	(712.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(249.7)</b>	<b>(647.6)</b>	<b>(247.4)</b>	<b>(294.8)</b>	<b>(381.7)</b>
금융부채증가(감소)	743.3	130.5	79.1	80.0	40.0
자본증가(감소)	1.2	(1.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(689.0)	(466.3)	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(305.2)	(310.6)	(326.5)	(374.8)	(421.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>(397.5)</b>	<b>328.7</b>	<b>(951.2)</b>	<b>(121.7)</b>	<b>(113.7)</b>
Unlevered CFO	5,188.5	5,345.7	5,187.5	5,252.1	5,440.7
Free Cash Flow	481.8	1,532.3	400.5	927.9	1,026.5

2021년 6월 2일

# LGU+(032640)

## 이제 수급은 약점이 아닌 LGU+의 매수 투자 포인트가 될 것

### 매수/12개월 TP 18,000원 유지, 자사주 매입에 주목

LGU+에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 18,000원을 제시하며, KT와 더불어 6월 Top Picks로 선정한다. 추천 사유는 1) 향후 3년간 가파른 이익 성장이 지속될 전망이고, 2) 자사주 매입을 통한 급속한 수급 개선이 예상되며, 3) 5G가 IoT/메타버스 시대로 진입하면서 통신주 Multiple 확장 국면이 나타날 공산이 크고, 4) 인위적 요금 인하 권고 가능성이 희박하며, 5) 30% 대리점 지원금 추가 지원 허용에도 통신 시장 과열에 따른 마케팅비용 증가 가능성이 낮고, 6) 화웨이 부품 공급 우려로 호실적에도 상대적으로 주가가 오르지 못했기 때문이다. 이번 자료에서는 LGU+ 목표가를 이전 수준으로 유지하지만 향후 실적/수급 추이를 보면서 LGU+의 목표가를 상향 조정할 예정임을 미리 밝혀 둔다.

### 성향 감안 시 2021~2023년 이익/배당 모두 급증할 것

최근 LGU+는 과거와 달리 MNO M/S를 낮게 유지하고 있다. 단기 목표 성과 달성을 위해 불필요하게 과도한 비용을 지출하지 않겠다는 현 경영진 성향이 잘 드러난 결과다. 이러한 추세를 감안할 때 LGU+는 2023년까지 이익 성장과 더불어 배당 증가가 지속될 것으로 보인다. 완만하지만 가입자 M/S 성장이 지속되는 가운데 5G 보급률 확대에 ARPU가 상승할 것이고 마케팅비용/감가 상각비 증가 폭을 상쇄하고도 높은 이익 증가를 나타낼 전망이다. 배당성향이 상승 추세라는 점도 긍정적이다. 이익/배당 증가로 인한 주가 상승이 불가피해 보인다.

### 실제 유동 물량 적음, 자사주 매입 시 주가 상승 동력 될 것

1분기 컨퍼런스콜에서 LGU+ 경영진은 5월 ESG 위원회가 신설되었으며 향후 주주 환원과 관련된 논의가 이루어질 것이라고 언급한 바 있다. 이에 따라 빠르면 6월 내 LGU+ 자사주 발표가 이루어질 것으로 보인다. 6월 ESG 회의가 개최될 가능성이 높고 이 자리에서 자사주 매입이 결의될 것으로 판단되기 때문이다. 현 시점에서는 현재 LGU+ 대주주인 LG(주) 지분률이 38%에 달하며 외국인 보유 지분율이 30%를 바탕으로 32%까지 상승하고 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 장기적으로 헬로비전과의 합병을 염두에 둔 자사주 매입이 이루어질 것임을 감안 시 자사주 매입 규모는 3천억원 수준이 될 전망이다. 유동 물량을 감안하면 이제부터 수급 이슈는 LGU+의 약점이 아닌 매수 추천 사유가 될 가능성이 높다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 18,000원 | CP(5월31일): 15,100원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,203.92		
52주 최고/최저(원)	15,100/10,800		
시가총액(십억원)	6,592.8		
시가총액비중(%)	0.29		
발행주식수(천주)	436,611.4		
60일 평균 거래량(천주)	2,735.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	36.3		
21년 배당금(예상, 원)	500		
21년 배당수익률(예상, %)	4.15		
외국인지분율(%)	32.51		
주요주주 지분율(%)			
LG 외 2인	37.67		
국민연금공단	9.99		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	14.4	26.4	14.8
상대	12.4	2.2	(27.3)

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	14,015.9	14,673.3
영업이익(십억원)	1,031.2	1,140.8
순이익(십억원)	682.7	771.4
EPS(원)	1,547	1,737
BPS(원)	17,931	19,163

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	12,382.0	13,417.6	13,863.8	14,607.6	15,256.2
영업이익	십억원	686.2	886.2	1,072.2	1,198.6	1,378.3
세전이익	십억원	573.9	373.3	982.6	1,104.7	1,301.0
순이익	십억원	438.9	466.8	781.4	883.9	1,040.7
EPS	원	1,005	1,069	1,790	2,024	2,384
증감율	%	(8.88)	6.37	67.45	13.07	17.79
PER	배	14.13	10.99	8.44	7.46	6.33
PBR	배	0.88	0.70	0.83	0.76	0.70
EV/EBITDA	배	4.24	3.51	3.03	2.84	2.50
ROE	%	6.30	6.46	10.19	10.66	11.53
BPS	원	16,218	16,891	18,231	19,755	21,589
DPS	원	400	450	550	600	700



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

RA 최수지  
02-3771-3124  
suuji@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	12,382.0	13,417.6	13,863.8	14,607.6	15,256.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12,382.0	13,417.6	13,863.8	14,607.6	15,256.2
판매비	11,695.7	12,531.5	12,791.6	13,409.0	13,877.9
영업이익	686.2	886.2	1,072.2	1,198.6	1,378.3
금융손익	(90.7)	(94.5)	(74.4)	(66.4)	(51.8)
종속/관계기업손익	1.2	0.6	0.6	0.5	0.2
기타영업외손익	(22.8)	(418.9)	(15.9)	(28.0)	(25.7)
세전이익	573.9	373.3	982.6	1,104.7	1,301.0
법인세	133.0	120.8	201.0	221.0	260.3
계속사업이익	440.9	252.6	781.4	883.9	1,040.7
중단사업이익	(2.1)	225.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	438.8	478.1	781.4	883.9	1,040.7
비배주주지분 손이익	(0.0)	11.3	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	438.9	466.8	781.4	883.9	1,040.7
지배주주지분포괄이익	402.3	468.6	769.7	870.6	1,025.2
NOPAT	527.2	599.5	852.9	958.9	1,102.6
EBITDA	2,753.8	3,256.6	3,464.1	3,561.3	3,811.4
성장성(%)					
매출액증가율	5.60	8.36	3.33	5.37	4.44
NOPAT증가율	(4.68)	13.71	42.27	12.43	14.99
EBITDA증가율	14.14	18.26	6.37	2.81	7.02
영업이익증가율	(7.36)	29.15	20.99	11.79	14.99
(지배주주)순이익증가율	(8.87)	6.36	67.40	13.12	17.74
EPS증가율	(8.88)	6.37	67.45	13.07	17.79
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	22.24	24.27	24.99	24.38	24.98
영업이익률	5.54	6.60	7.73	8.21	9.03
계속사업이익률	3.56	1.88	5.64	6.05	6.82

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	4,805.5	4,950.9	6,473.6	6,508.1	7,197.0
금융자산	573.0	816.9	1,929.4	1,720.9	2,207.6
현금성자산	474.4	726.2	1,838.2	1,624.6	2,107.4
매출채권	1,765.6	1,855.7	1,885.0	1,987.5	2,068.5
재고자산	436.7	284.1	464.3	485.5	512.7
기타유동자산	2,030.2	1,994.2	2,194.9	2,314.2	2,408.2
비유동자산	13,135.6	13,399.3	13,571.9	13,734.9	13,865.5
투자자산	114.3	130.9	131.4	136.1	139.7
금융자산	63.6	75.6	75.8	77.4	78.7
유형자산	8,861.1	9,949.8	10,068.3	10,248.0	10,366.5
무형자산	2,218.9	1,540.7	1,562.3	1,565.9	1,574.3
기타비유동자산	1,941.3	1,777.9	1,809.9	1,784.9	1,785.0
자산총계	17,941.1	18,350.2	20,045.5	20,243.0	21,062.4
유동부채	4,648.9	4,328.3	5,305.1	5,456.5	5,543.2
금융부채	966.3	1,318.0	1,331.1	1,353.4	1,348.5
매입채무	421.5	73.8	426.0	422.1	454.0
기타유동부채	3,261.1	2,936.5	3,548.0	3,681.0	3,740.7
비유동부채	5,942.6	6,370.6	6,515.9	5,908.0	5,851.7
금융부채	4,806.3	5,535.6	5,565.6	4,965.6	4,885.6
기타비유동부채	1,136.3	835.0	950.3	942.4	966.1
부채총계	10,591.4	10,699.0	11,820.9	11,364.5	11,394.9
지배주주지분	7,080.8	7,374.8	7,959.9	8,625.4	9,426.0
자본금	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
자본잉여금	836.9	836.9	836.9	836.9	836.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(3.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
이익잉여금	3,673.6	3,968.6	4,553.5	5,219.1	6,019.7
비지배주주지분	268.8	276.4	264.7	253.1	241.5
자본총계	7,349.6	7,651.2	8,224.6	8,878.5	9,667.5
순금융부채	5,199.5	6,036.7	4,967.3	4,598.1	4,026.5

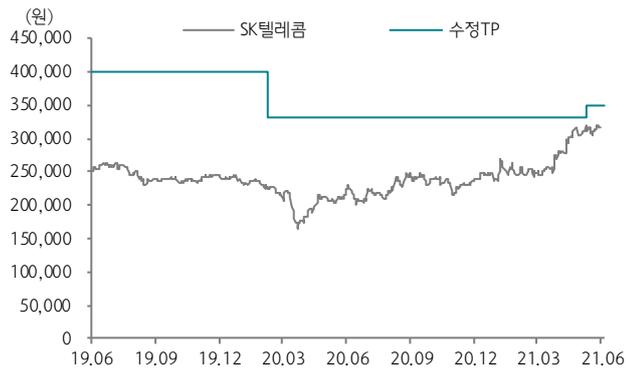
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,005	1,069	1,790	2,024	2,384
BPS	16,218	16,891	18,231	19,755	21,589
CFPS	10,463	12,117	7,899	8,094	8,671
EBITDAPS	6,307	7,459	7,934	8,157	8,730
SPS	28,359	30,731	31,753	33,457	34,942
DPS	400	450	550	600	700
주가지표(배)					
PER	14.13	10.99	8.44	7.46	6.33
PBR	0.88	0.70	0.83	0.76	0.70
PCFR	1.36	0.97	1.91	1.87	1.74
EV/EBITDA	4.24	3.51	3.03	2.84	2.50
PSR	0.50	0.38	0.48	0.45	0.43
재무비율(%)					
ROE	6.30	6.46	10.19	10.66	11.53
ROA	2.75	2.57	4.07	4.39	5.04
ROIC	4.95	4.81	6.72	7.55	8.56
부채비율	144.11	139.83	143.73	128.00	117.87
순부채비율	70.75	78.90	60.40	51.79	41.65
이자보상배율(배)	6.17	5.94	9.37	11.27	15.00

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,252.6	2,548.6	3,598.1	3,221.0	3,437.4
당기순이익	438.8	478.1	781.4	883.9	1,040.7
조정	393	464	239	236	243
감가상각비	2,067.6	2,370.5	2,391.9	2,362.7	2,433.1
외환거래손익	(0.1)	1.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(6.3)	(314.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(1,668.2)	(1,593.6)	(2,152.9)	(2,126.7)	(2,190.1)
영업활동 자산부채변동	(2,112.1)	(2,569.9)	424.8	(25.5)	(36.5)
투자활동 현금흐름	(3,214.3)	(2,615.6)	(2,576.7)	(2,542.3)	(2,579.2)
투자자산감소(증가)	(24.0)	(15.9)	(0.5)	(4.7)	(3.7)
자본증가(감소)	(2,308.1)	(2,686.1)	(2,200.0)	(2,200.0)	(2,200.0)
기타	(882.2)	86.4	(376.2)	(337.6)	(375.5)
재무활동 현금흐름	1,220.1	157.2	(153.3)	(796.0)	(325.1)
금융부채증가(감소)	2,801.5	1,081.1	43.1	(577.7)	(85.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,406.8)	(746.4)	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	(174.6)	(177.5)	(196.5)	(218.3)	(240.1)
현금의 증감	95.7	251.8	1,262.1	(213.5)	482.7
Unlevered CFO	4,568.4	5,290.6	3,448.8	3,533.9	3,786.0
Free Cash Flow	(73.9)	(154.9)	1,398.1	1,021.0	1,237.4

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

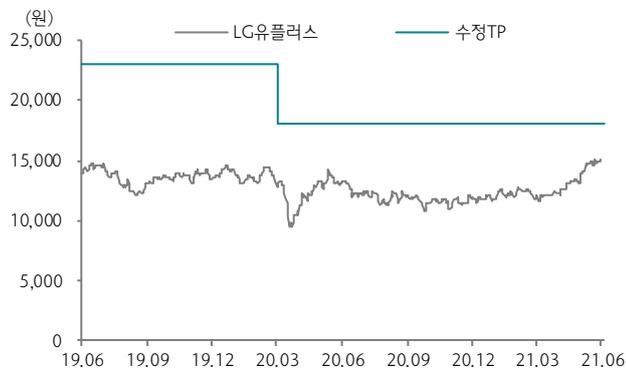
SK텔레콤



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.11	BUY	350,000	-	-
21.2.9	1년 경과			
20.2.9	BUY	330,000	-32.00%	-18.18%
19.10.30	1년 경과			
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

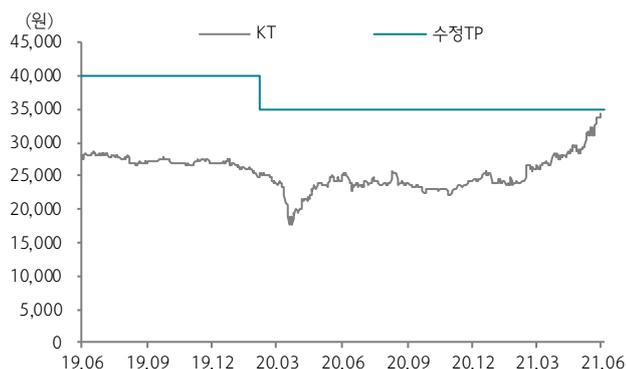
LG유플러스



날짜	투자이견	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%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000	-	-
19.6.4	1년 경과			
18.6.4	BUY	40,000	-28.26%	-22.13%

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	93.33%	6.67%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 06월 01일

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 6월 1일 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.