



2021년 11월 18일 | Equity Research



통신서비스 Overweight

2022년에도 통신주 40%는 더 오릅니다.

- | 2022년 통신 3사 연결 영업이익 합계 12% 성장 전망, DPS 상승 이어질 것
- | 요금인하 권고 가능성 희박, 망패권 강화, 진짜 5G로의 도약 등 투자 환경 양호
- | KT와 LGU+ 투자 유망 평가, SKT MNO 적정 시총은 13~18조원 수준



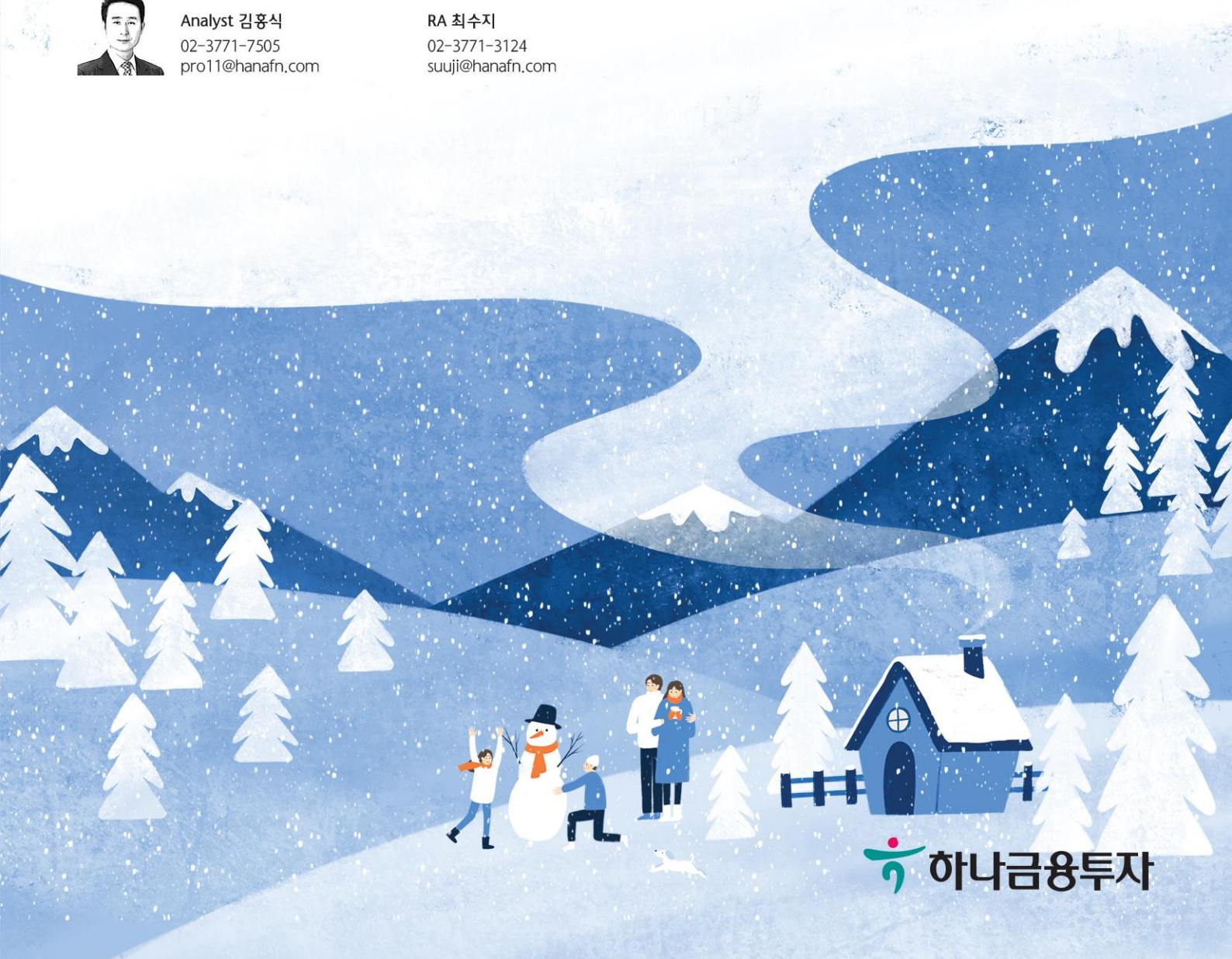
Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

Industry In-depth

Top picks

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 350,000원 | CP(11월16일) 309,500원
KT(030200) | BUY | TP 45,000원 | CP(11월16일) 31,100원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 20,000원 | CP(11월16일) 14,100원



CONTENTS

Summary	3
1. 통신서비스 2022년 실적 전망	4
1) 2022년 휴대폰 기준 5G 보급률 62%, 이동전화 ARPU 5% 성장 전망	4
2) 단말기 추가 지원금 상향에도 마케팅비용 5% 증가에 그칠 것	8
3) CAPEX 증가에도 주파수비용 감소로 감가비 하향 안정세 예상	11
4) 2022년 통신 3사 연결 영업이익 합계 12% 성장 전망	13
2. 통신서비스 이슈 점검	15
1) DPS 증가 지속될 것인가?	15
2) 대선이 통신 요금 인하에 미칠 영향	17
3) 5G 진화와 망중립성 정책 변화 점검	20
4) 2022년에는 통신주 Multiple 확장 가능할까?	23
3. 종목별 투자 매력도 평가	24
통신서비스 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순	24
Top Picks	27
SKT (017670)	28
KT (030200)	32
LGU+ (032640)	36

2021년 11월 18일 | Equity Research

통신서비스

2022년에도 통신주 40%는 더 오릅니다.

2022년 통신 3사 연결 영업이익 합계 12% 성장 전망, DPS 상승 이어질 것

2022년에도 국내 통신 산업은 높은 이익 성장을 기록할 전망이다. 트래픽/5G 보급률을 감안한 이동전화 ARPUE 성장률, 단말기 교체 가입자수/인당획득비용 및 마케팅비용, CAPEX/주파수 관련비용 및 감가상각비 전망을 감안할 때 그렇다. 2022년 통신 3사 연결 영업이익합계는 12% 성장, 본사 영업이익 합계는 14% 증가가 예상된다. 자회사 영업이익 기여도가 바닥을 찍고 올라오는 가운데 가파른 통신부문 실적 회복이 통신사 이익 성장을 이끌 전망이다. 특별한 변수가 도출될 가능성이 낮은 상황임을 감안할 때 장기 빅사이클 도래 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

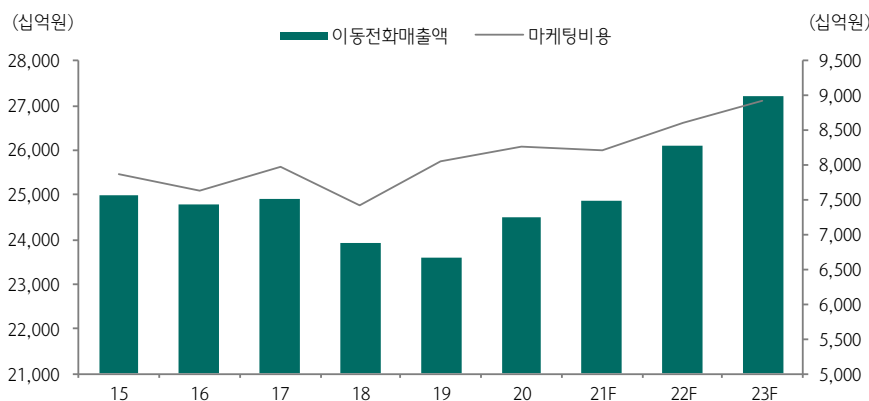
요금인하 권고 가능성 희박, 망패권 강화, 진짜 5G로의 도약 등 투자 환경 양호

정부 규제 상황이 양호하다는 점도 국내 통신주 투자 전망을 밝게 한다. 2022년 3월 대선에 예정되어 있지만 5G 육성책의 영향으로 통신요금인하 이슈가 부각되기 어렵고 넷플릭스 규제 상황에서 나타나듯이 통신사 망 패권 강화 양상이 뚜렷하게 나타나고 있어 긍정적이다. 고대하는 진짜 5G 시대로의 진입도 28GHz 장비 출시와 더불어 2022년엔 구체화될 전망이다. 과거 새로운 네트워크의 도입과 규제 완화는 통신주 실적 개선과 맞물려 통신주 Multiple 확장을 가져왔다. 2022년에도 국내 통신사 주가 전망은 낙관적이다.

KT와 LGU+ 투자 유망 평가, SKT MNO 적정 시총은 13~18조원 수준

통신서비스 업종 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순으로 제시한다. 이익 흐름, Valuation 매력도, 기대배당수익률, 자회사 가치, 수급 상황 등을 종합적으로 고려한 결과이다. KT는 총 배당금 가치 및 기대배당수익률, 케이뱅크와 스튜디오지니 상장 추진이 주가 상승을 이끌 전망이다. LGU+의 경우엔 SKT MNO 분할 상장을 계기로 이익 대비 절대 저평가 인식이 확산될 것으로 보인다. SKT MNO는 분할 상장 후 13조원 수준에선 비중 확대, 18조원 수준에선 비중 축소를 추천한다.

통신 3사 연간 이동전화매출액 및 마케팅비용 합계 전망



Industry In-depth

Overweight

Top Picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월16일)
SK텔레콤 (017670)	BUY	350,000원	309,500원
KT (030200)	BUY	45,000원	31,100원
LG유플러스 (032640)	BUY	20,000원	14,100원



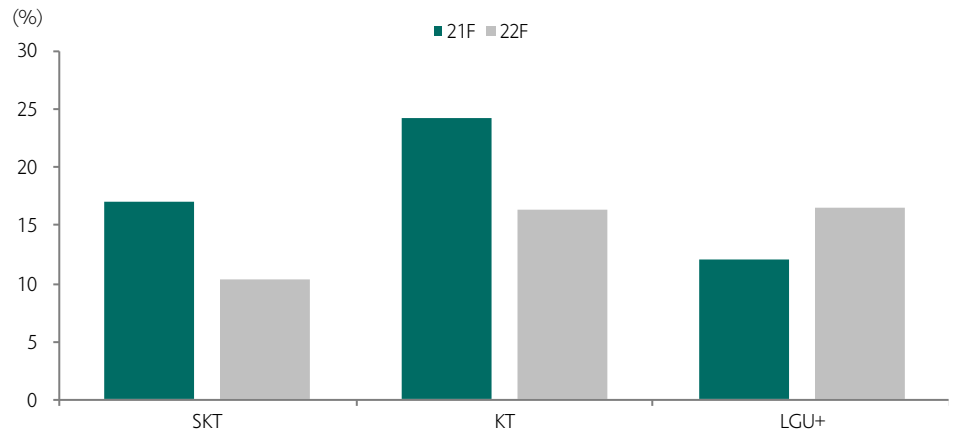
Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

Summary

2022~2023년 통신 3사 통신부문 이익 성장 지속될 것, 이익/배당 가치 높아지면서 주가 계단식 상승 전망

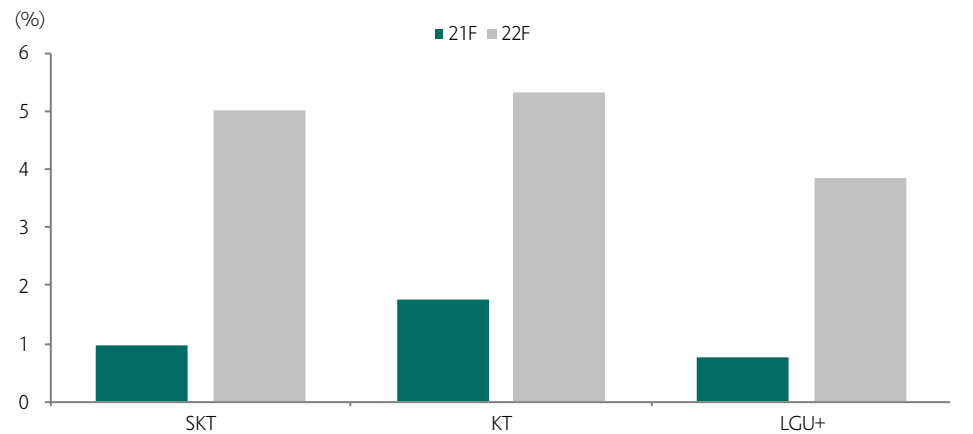
통신 3사 2022년/2023년 본사 영업이익 성장률 전망



자료: 하나금융투자

통신 3사 이동전화 ARPU 상승 본격화 전망, 빅사이클 출현 기대감으로 통신주 2022년 높은 상승 기록할 것

통신 3사 2022년/2023년 이동전화 ARPU 성장률 전망



자료: 하나금융투자

통신주 규제 환경 어느 때보다도 양호, 실적 개선과 더불어 Multiple 확장 국면 전개 예상

통신사 규제 환경 점검

- 1 요금 인가제 폐지로 요금 규제 완화
- 2 넷플릭스 규제법 도입, 5G 급행차선 허용으로 통신사 망 패권 강화
- 3 분리공시제 도입 추진으로 폰 유통구조 개편 본격화
- 4 주파수 가격 인하 지속 중, 정부 통신요금 인하 동참 중

자료: 하나금융투자

1. 통신서비스 2022년 실적 전망

1) 2022년 휴대폰 기준 5G 보급률 62%, 이동전화 ARPU 5% 성장 전망

2022년 ARPU 전망 낙관적,
5G 가입자 순증 폭 당초 예상보다는
적게 나타나고 있지만 트래픽
양호하기 때문

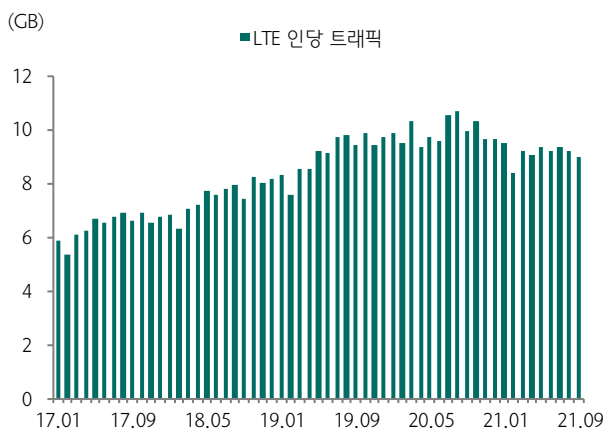
2022년 통신사 매출액 전망은 밝다. 매출액이 영업이익 증가를 이끌 공산이 큰데 이동전화 ARPU 전망이 낙관적이기 때문이다. 트래픽 추이 및 5G 순증 가입자수를 감안할 때 그렇다.

2020~2021년 국내 트래픽 동향은 과거와는 다른 패턴을 보여주고 있다. 과거 3G/LTE 도입 당시엔 이동전화 세대 진화가 본격화되면 차세대 서비스로의 우량 가입자 이동으로 인해 기존 서비스의 인당 트래픽 감소가 두드러졌다. 하지만 최근엔 5G로의 우량 가입자 이동에도 불구하고 2021년 8월 LTE 인당 트래픽 9.3MB로 연초 수준을 유지하고 역대 최고치 대비해서도 큰 폭의 하락을 나타내지 않고 있다.

5G도 별반 다르지 않다. 과거 같았으면 도입 초기엔 무제한 데이터 가입자 급증으로 인당 트래픽 급증과 더불어 높은 ARPU 수준을 기록하다가 도입기가 지나 성장기로 진입하면 해비 유저 진입 효과가 줄어들면서 인당 트래픽 감소/ARPU 하락이 나타났을 것이다. 하지만 이번엔 다른 패턴이다. 2021년 8월 5G 인당 트래픽이 27MB로 2020년 1월 기록한 역대 최고 수준을 유지 중이기 때문이다. 결국 트래픽 증가로 인해 LTE 요금제 다운그레이드 효과가 제한적일 듯하며 5G 가입자 질 저하 우려에도 올해 5G ARPU 하락 폭이 크지 않을 것으로 판단된다.

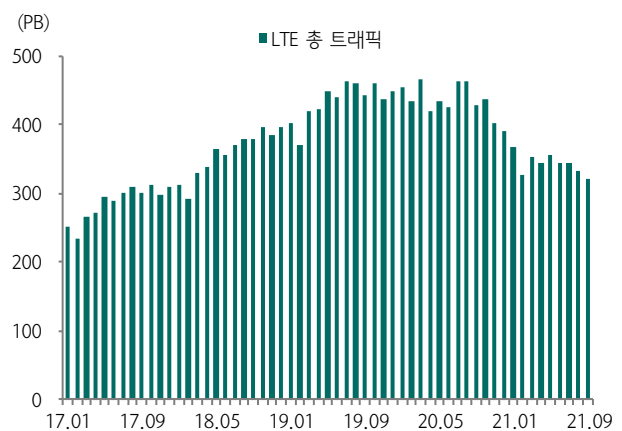
이러한 통신사 트래픽 증가 양상은 최근 언택트(비대면) 문화 조성에 따른 트래픽 증가 영향으로 해석된다. 그런데 위드 코로나 시대로 전환한다고 해도 편리함과 실효성에 기인한 최근의 비대면 문화가 코로나 19 이전으로 완전히 회복되긴 어려울 전망이다. 트래픽 증가 폭이 당초 예상보다 높게 나타나고 있기 때문이다. 국내 통신사 장기 매출 전망은 낙관적이다.

그림 1. LTE 가입자 인당 트래픽 추이



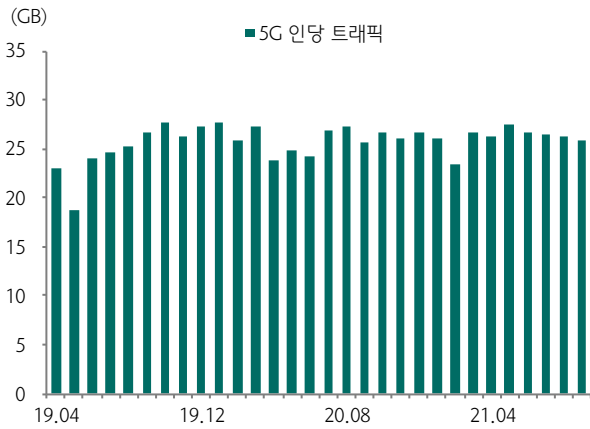
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 2. LTE 가입자 총 트래픽 추이



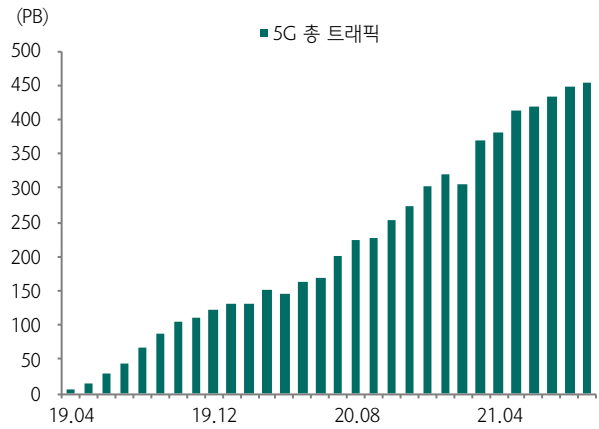
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 3. 5G 가입자 인당 트래픽 추이



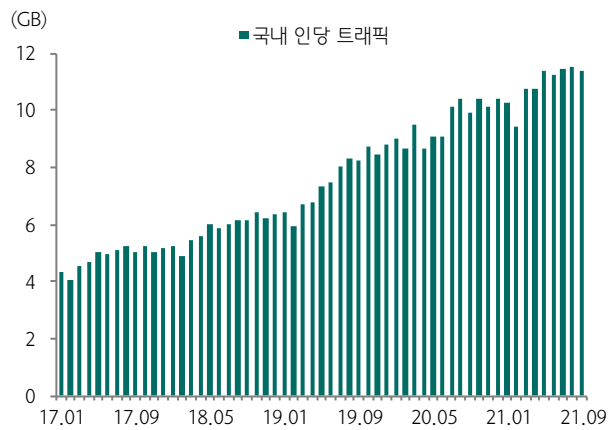
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 4. 5G 가입자 총 트래픽 추이



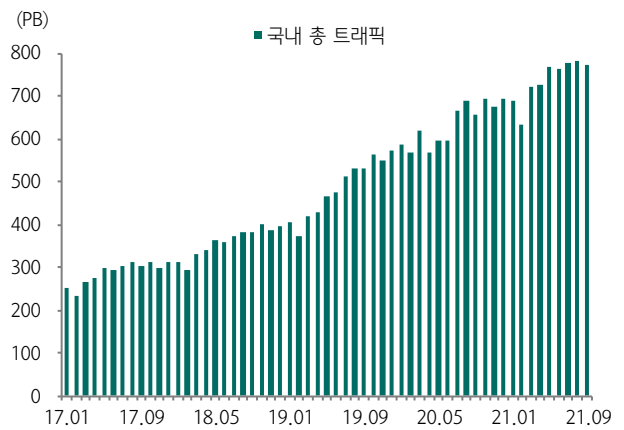
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 5. 국내 이동전화가입자 인당 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 6. 국내 이동전화가입자 총 트래픽 추이



2022년 통신 3사 이동전화 ARPU
각각 4~5% 성장 전망, 과거 경험상
통신주 탄력적인 반등세 나타날
가능성 높아

당초 기대엔 못 미치고 있지만 5G 가입자 순증 폭이 확대될 것이란 점도 ARPU 상승에 도움이 될 전망이다. 2021년 6~7월까지만해도 월별 5G 가입자 순증 폭은 60만명대 기록하여 연초대비 크게 낮아지는 양상을 보였다. 전략 단말기 부재 및 통신사/제조사간 가입자 유치 경쟁 약화가 주된 요인이었다. 하지만 8월 이후엔 다시 5G 순증 가입자가 70만명 이상으로 확대되는 양상이다. 아무래도 삼성 신형 5G 폰 출시가 큰 영향을 미쳤다고 볼 수 있겠다. 삼성 갤럭시3/플립3 첫날 사전 개통이 27만명으로 역대 최고를 달성했으며 예약 판매대수도 92만대로 갤럭시S 21의 1.8배를 기록한 바 있다.

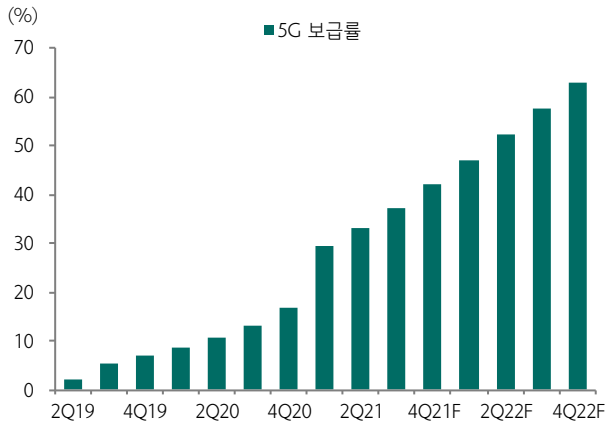
현 추세를 감안하면 연말 5G 가입자 순증은 더 확대될 것이며 2022년 월평균 5G 가입자 순증 폭은 80~90만명 수준이 예상된다. 삼성에 이어 애플 신형 폰이 국내 출시될 예정이기 때문이다. 2022년엔 삼성/애플이 신규 폰을 모두 5G로만 출시할 가능성이 높아 5G 가입자 순증 폭 확대가 예상되며 올해 대비 대략 1,000만명 증가한 3,080만명, 휴대폰 가입자 기준 5G 보급률은 62%가 예상된다.

따라서 2022년 이동전화 ARPU 상승 폭은 올해보다 훨씬 더 커질 전망이다. 트래픽 증가로 인해 요금제 다운그레이드가 발생하지 않고 있는 데다가 5G 전략 폰 출시로 5G 가입자 순증 폭이 더 커질 전망이다. 2021년엔 사업자 별로 1~3% 수준의 이동전화 ARPU 상승 폭을 나타낼 것이나 2022년엔 4~5%에 달하는 이동전화 ARPU 상승이 예상된다.

2022년엔 이동전화 ARPU 상승 폭이 확대됨에 따라 국내 통신사 주가도 상승 탄력이 높아질 전망이다. 과거 이동전화 ARPU와 통신사 주가의 상관관계로 보면 그렇다. 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. 영업 이익보다도 이동전화 ARPU에 철저히 연동하는 모습이었었는데 이동전화매출액이 증가하면 결국 이익 증가로 이어진다는 투자자들의 생각이 지배적이기 때문이었다. 영업비용은 통신사 경영진이 컨트롤 할 수 있는 변수인 반면 이동전화 ARPU는 쉽게 바뀔 수 없고 추세대로 간다는 신념에서 비롯된 결과라고 볼 수 있다.

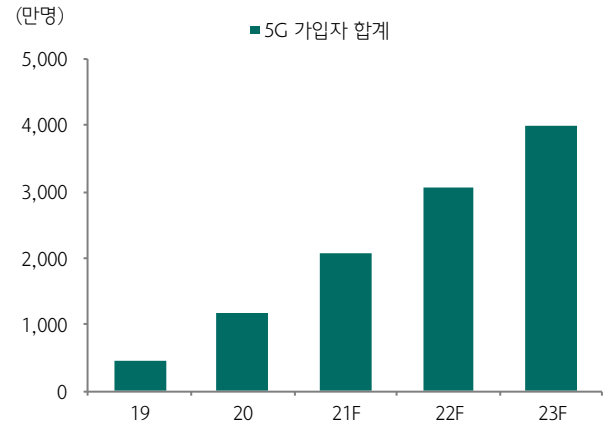
투자자들의 믿음대로 2021년에도 이동전화 ARPU 상승 전환을 바탕으로 국내 통신 3사는 당초 예상보다 높은 영업이익 성장을 기록했다. 2022년에도 높은 이익 성장이 사실상 유력하며 이에 따른 주가 반응이 예상된다.

그림 7. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



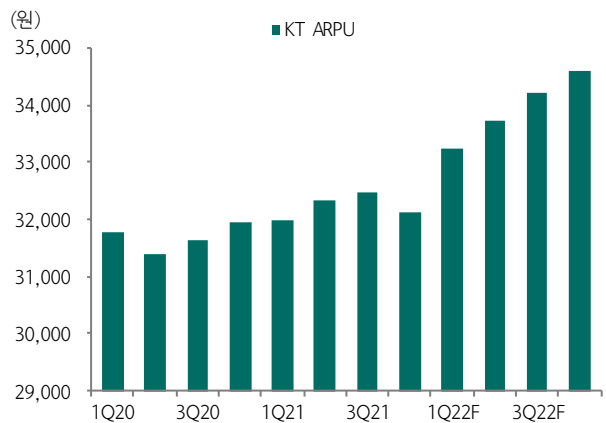
자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 국내 통신 3사 합계 기준 연도별 5G 가입자수 전망



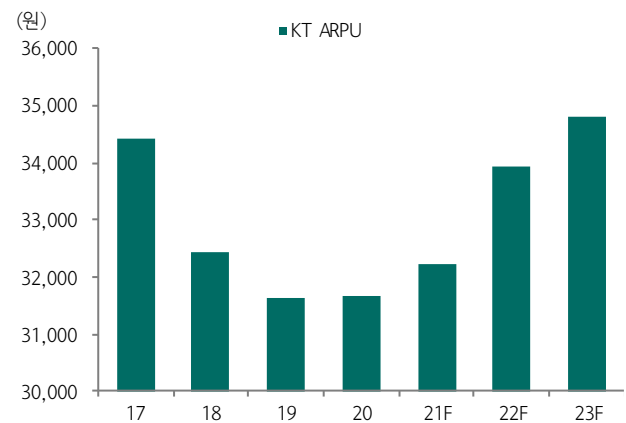
자료: 각사, 하나금융투자

그림 9. KT 분기별 이동전화 ARPU 전망



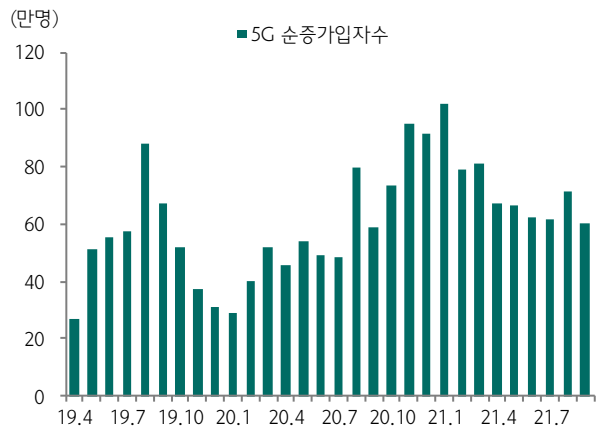
자료: KT, 하나금융투자

그림 10. KT 연간 이동전화 ARPU 전망



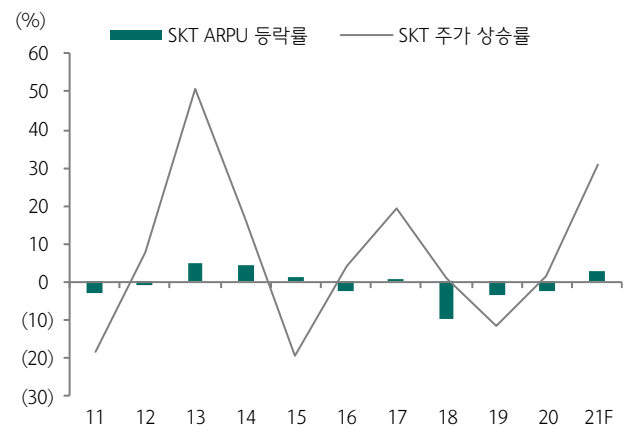
자료: KT, 하나금융투자

그림 11. 통신 3사 월별 5G 순증 가입자 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 12. 과거 SKT 이동전화 ARPU 등락률 및 추가 상승률 관계



자료: SKT, 하나금융투자

2022년 통신 3사 마케팅비용 합계 5% 증가에 그칠 전망, 통신사 마케팅 기조 변화, 폰 유통 체계 변화, IFRS15 회계적 특성 때문

2) 단말기 추가 지원금 상향에도 마케팅비용 5% 증가에 그칠 것

삼성, 애플 5G 신모델 출시가 본격화되면서 투자자들의 통신사 매출 증가에 대한 기대감이 높아지고 있는 반면 마케팅비용 증가에 대한 우려가 큰 편이다. 과거 사례로 보면 통신사 간 우량 가입자 유치 경쟁이 심화될 수 있는 환경이기 때문이다.

여기에 정부가 대리점 추가 지원금을 기존 15%에서 30%로 확대하면서 2021년 연말 이후 2022년 통신 3사 마케팅비용 증가에 대한 우려가 커진 상황이다. 5G 순증 가입자가 확대되면서 휴대폰 교체 가입자수가 증가할 수 있고 고가 요금제 채택 가입자 증가/대리점 추가 지원금 상향 조정으로 인해 인당획득비용이 상승할 수 있기 때문이다.

물론 단기적으로 국내 통신사 마케팅비용이 증가할 가능성이 높다. 하지만 그 폭은 미미할 것이며 2022~2023년에도 연간 4~5% 수준의 마케팅비용 증가 기조가 유지될 것으로 판단된다. 이러한 판단을 하는 이유는 첫째 휴대폰 판매량은 증가하겠지만 인당 보조금 상승 폭은 미미할 전망이고, 둘째 LG전자 휴대폰 사업 중단으로 인해 통신사-제조사간 합동 마케팅 협력 기조가 약화되고 있으며, 셋째 온라인 마케팅 비중이 상승하는 기조이고, 넷째 IFRS15 회계적 마케팅비용 이연 효과 때문이다.

일부에선 2021년 10월 방통위에서 대리점 단말기 추가지원금 한도 30% 상향 조정 결정을 우려하는데 과거 단말기 보조금 상한선 폐지에도 불구하고 통신사 마케팅비용이 증가하지 않았다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 4년 전에도 필자는 단말기 보조금 상한선 폐지가 시장에 미칠 영향이 크지 않을 것이란 견해를 피력하였는데 이번 대리점 단말기 추가지원금 한도 30% 상향 조정 역시 비슷한 효과가 예상된다. 1) 통신사 단말기 유통상 대형 도매상에서 직영 대리점 위주로 변화하였고, 2) 온라인 구매 비중의 확대와 더불어 자급제 시장이 확대되고 있으며, 3) LG전자/팬택의 휴대폰 시장 철수로 통신사/제조사간 마케팅 공조가 과열로 치달기 어려운 상황이고, 4) 통신사 MNO 가입자가 정체 양상을 나타내고 있어 국내 단말기 유통 시장 변화 가능성은 희박하다는 판단이다.

그림 13. 대리점 단말기 추가지원금 한도 30%로 상향 조정에도 통신사 마케팅비용 증가 가능성 낮은 이유

1	통신사 단말기 유통상 대형 도매상에서 직영 대리점 위주로 변화
2	온라인 구매 비중의 확대 / 자급제 시장 확대
3	LG전자 / 팬택의 휴대폰 시장 철수
3	통신사 MNO 가입자 정체 양상

자료: 하나금융투자

그림 14. 전략 폰 출시에도 불구하고 통신사 마케팅비용이 크게 증가하기 어려운 이유

1	휴대폰 판매량은 증가하겠지만 인당보조금 상승 폭은 미미할 전망
2	LG전자 휴대폰 사업 중단으로 인해 통신사-제조사간 합동 마케팅 협력 기조가 약화되는 양상
3	온라인 마케팅 비중이 상승하는 기조
4	IFRS15 회계적 마케팅 비용 이연 효과

자료: 하나금융투자

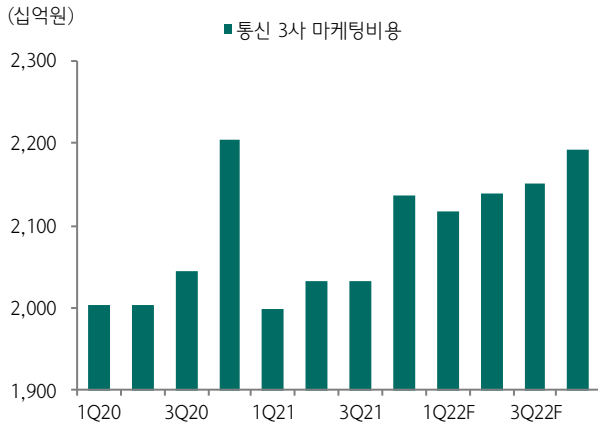
광고비 증가를 제외하곤 2022년 마케팅 기조 큰 변화 없을 것, 무엇보다 강력한 비용 통제 기조 유지되어 있는 점에 주목해야

최근 통신 3사의 비용 통제가 예상보다도 더 강력하다. 아마도 예전에 5G와 같은 통신 시간 우량 가입자 유치 경쟁 상황이 발생했으면 인당보조금과 대리점 리베이트가 증가하고 마케팅비용은 급증하는 양상을 보였을 것이다. 하지만 최근엔 5G 순증가입자수 증가에도 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.

2022년엔 달라질 것인가를 생각해 보면 가능성이 희박하다. 시장 참여자들의 기조가 달라지지 않고 있기 때문이다. 5G 순증 가입자수 증가에 따른 휴대폰 판매량 증가와 이에 따른 소폭의 인당획득비용 증가를 제외하면 큰 변화를 예상하긴 어려울 전망이다.

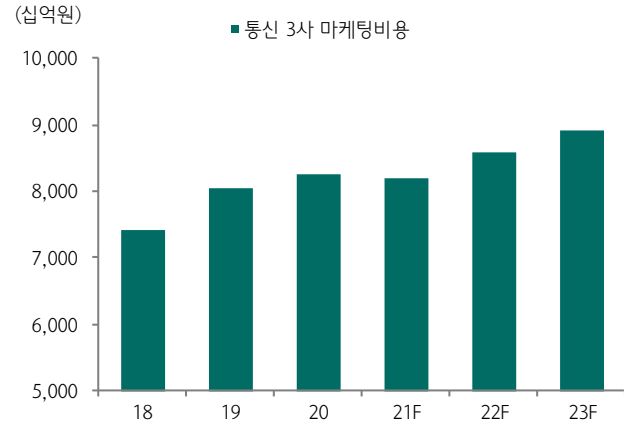
여기에 회계적 효과도 있다. IFRS15 특성상 2년에 걸쳐 가입자유치비용의 변화가 반영되는 특징을 갖고 있기 때문이다. 즉 2021년 말부터 가입자유치비용이 증가한 효과가 2023년 말 이 되어서야 완전히 다 회계적으로 반영된다고 이해하면 될 것 같다. IFRS15 회계에선 가입자유치비용의 경우 자산화하여 8개 분기 안분하는 처리 방식을 채택하고 있기 때문이다.

그림 15. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



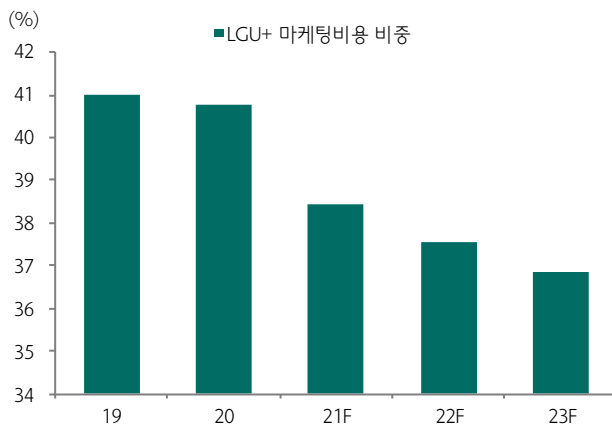
자료: 각사, 하나금융투자

그림 16. 통신 3사 연간 마케팅비용 합계 전망



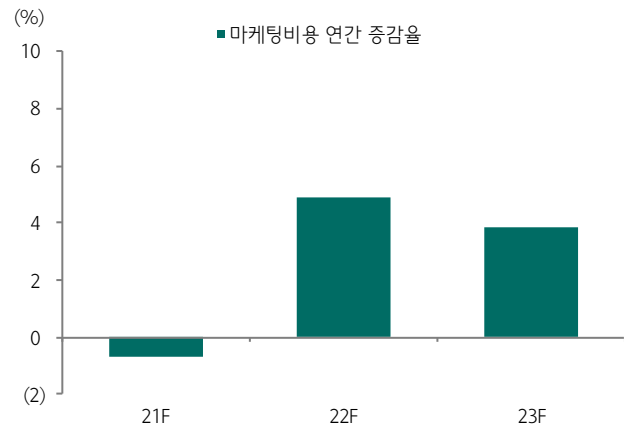
자료: 각사, 하나금융투자

그림 17. LGU+ 마케팅비용/서비스매출액 비중 추이 및 전망



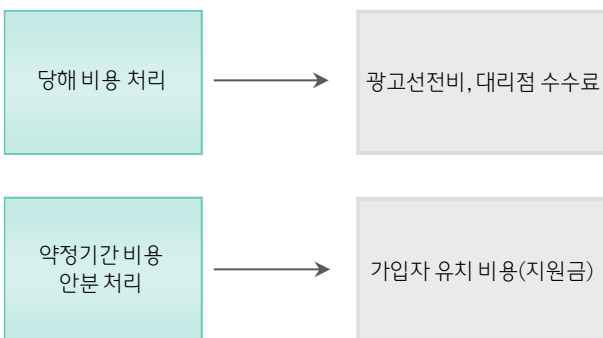
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 18. 통신 3사 마케팅비용 합계 연간 증감률 전망



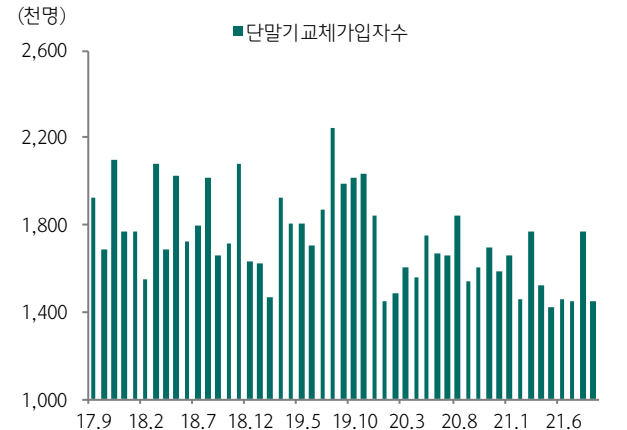
자료: 각사, 하나금융투자

그림 19. 통신사 IFRS 15 마케팅비용 회계 처리 방식



자료: 하나금융투자

그림 20. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

3) CAPEX 증가에도 주파수비용 감소로 감가비 하향 안정세 예상

2022년 주파수관련비용 감소 전망,
5G 투자 증가에도 불구하고
2022년 통신사 감가상각비
정체될 듯

2022년엔 감가상각비 부담 역시 크지 않다. LTE 주파수 사용 대가 감소가 예상되고 5G 추가 주파수 경매가 2023년에나 이루어질 전망이다. 5G CAPEX 증가를 감안해도 2022년까지 감가상각비의 정체 및 하향 안정화 추세가 기대되며 2022년 5G 추가 주파수 경매가 없다고 보면 감가상각비 감소를 기대할 수도 있을 것 같다.

2020년 과기부는 새로운 3G/4G 주파수재할당 대가를 적용하였다. 이미 2021년 7월부터 일부 새로운 LTE 주파수 재할당이 개시됨에 따라 2022년 1월부터 본격적인 통신사 3G/LTE 주파수 사용 대가 감소가 예상된다. 특히하게도 5G 투자 독려를 위해 정부가 5G 투자 규모에 따라 3G/LTE 주파수 가격이 결정되는 구조를 갖게 되었지만 향후 2년간 5G 기지국 8만국 수준의 투자가 가장 유력한 상황이라는 점을 감안하면 그렇다. 2022년부터는 통신 3사 합산 기준 연간 2,160억원에 달하는 영업비용 감소 효과가 예상된다.

2022년부터 실제 사용이 예상되는 28GHz 주파수 사용 대가 역시 부담을 없앴다. 2020년 4분기에 28GHz 대역 손상차손이 이루어졌기 때문이다. 향후 이슈는 5G 추가 주파수 경매가 언제 이루어질 것이냐는 것인데 최근 동향을 감안할 때 빨라야 2023년 연초에나 5G 추가 주파수 경매가 이루어질 전망이다 무형자산상각비는 2022년 감소가 유력해 보인다.

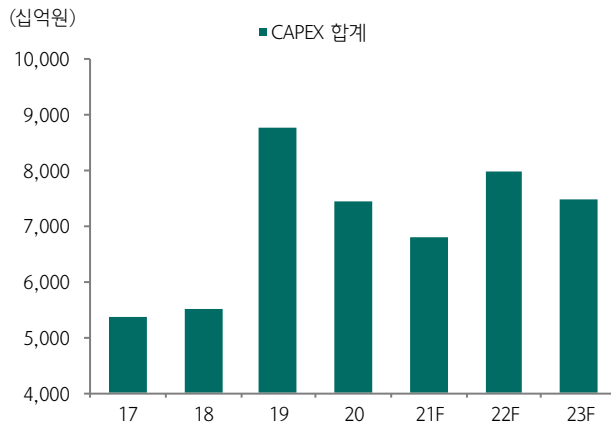
물론 올해 통신사 5G CAPEX가 극도로 부진했음을 감안할 때 2022~2023년 5G 투자 증가로 인한 유형자산상각비 증가 가능성이 높은 것은 사실이다. 하지만 2019년 수준으로 올라가긴 어렵고 2020년 수준으로의 회귀 가능성이 높다는 점을 감안할 때 2022~2023년 총 국내 통신 3사 유/무형자산 감가상각비는 정체를 나타낼 가능성이 높아 보인다. 유형자산감가상각비가 증가할 수 있지만 무형자산상각비는 주파수 경매가 이루어질 것으로 예상되는 2023년 상반기까지는 감소세를 나타낼 전망이다.

표 1. 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 조기 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	3.57조원
기지국 10만국~12만국	3.37조원
기지국 12만국 이상	3.17조원

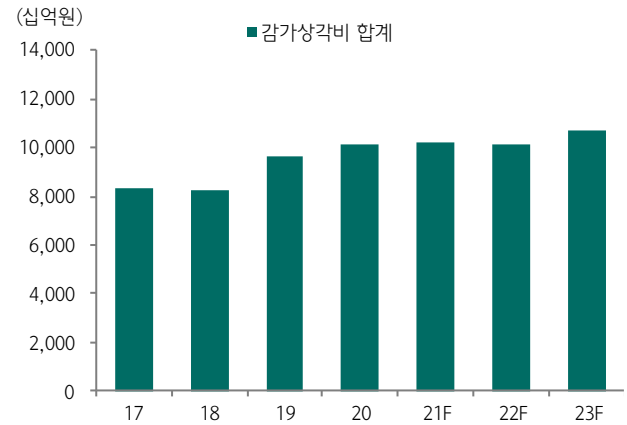
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 21. 통신 3사 연간 CAPEX 합계 전망



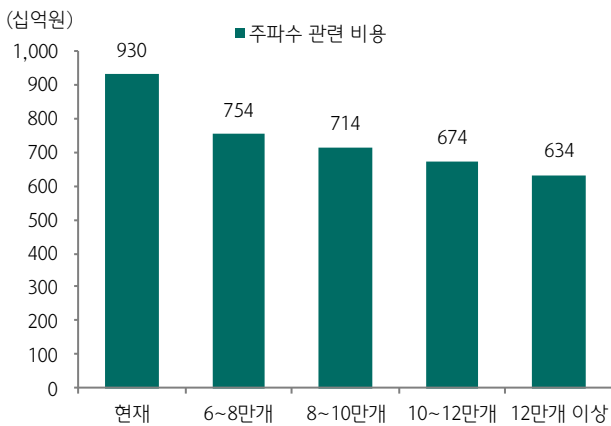
자료: 각사, 하나금융투자

그림 22. 통신 3사 연간 감가상각비 합계 전망



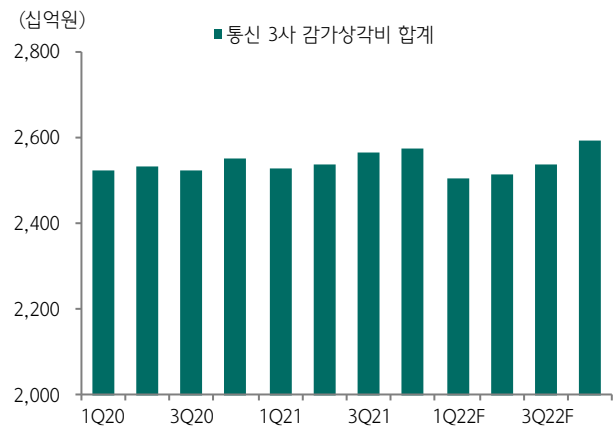
자료: 각사, 하나금융투자

그림 23. 기지국 수에 따른 연간 통신 3사 3G/4G 주파수관련비용 추정



자료: 각사, 하나금융투자

그림 24. 통신 3사 분기별 감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

4) 2022년 통신 3사 연결 영업이익 합계 12% 성장 전망

2022년에도 국내 통신 3사 높은 영업이익 성장 예상, 서비스매출액 증가율 높아지는 가운데 마케팅비용/감가상각비 등 영업비용 증가 폭 크지 않을 것이기 때문

2021년 3분기까지 국내 통신 3사 실적 동향으로 볼 때 2022년 실적 전망은 대단히 낙관적이다. 먼저 2021년 통신 3사 연결 영업이익 합계는 40,465억원으로 지난해 대비 18% 성장이 예상된다. 오랜만의 의미 있는 실적 호전이다. 내용면에서도 우수할 전망이다. 이동전화 ARPU(가입자당매출액)가 상승 전환하는 가운데 마케팅비용/감가상각비 정체가 나타날 것이기 때문이다. 특히 배당의 근원이 되는 통신부문(본사) 영업이익이 전년대비 20% 성장할 것으로 보여 본업인 통신 부문을 통한 장기 이익 성장이 기대된다.

2021년이 5G 수혜로 통신사 실적이 개선되는 원년이라면 2022년은 5G 성장기를 지나 성숙기로 진입하면서 이익 성장이 지속되는 시기가 될 것으로 보인다. 휴대폰 기준 5G 보급률이 60%에 달할 전망이다. 이동전화 ARPU 성장률은 더욱 가파르게 나타날 것이며 마케팅비용 증가 폭이 커지겠지만 영업이익 증가 폭은 여전히 높게 유지될 전망이다. 2022년에는 이동전화 ARPU 상승 폭이 5%에 달할 전망이며 마케팅비용이 5% 증가하겠지만 감가상각비는 1% 감소가 예상된다. 주파수관련비용 감소를 감안할 때 그렇다. 따라서 통신사 이동전화매출액과 마케팅비용/감가상각비를 모두 고려하면 2022년 통신 3사 본사 영업이익합계는 전년 대비 14% 증가가 기대된다. 여기에 2021년 극도로 부진했던 자회사 실적이 서서히 살아나면서 2022년 통신 3사 연결 영업이익 합계는 전년대비 12% 성장이 예상된다.

2022년 통신사 이익 급증의 일등공신은 2021년과 마찬가지로 통신 부문(본사)이 될 전망이다. 비통신부문의 경우엔 매출액 증가 폭은 크지만 그 규모가 작고 비용이 증가하는 추세여서 매출액 증가가 이익 증가로 반드시 이어지지는 않는다. 다만 2021년 기저가 낮다는 점이 도움이 될 뿐이다. 하지만 통신 부문의 경우엔 사실상 매출 증가가 상당 부분 이익 증가로 이어지는 상황이다. 2021년과 더불어 2022~2023년에도 이동전화매출액 증가가 통신사 이익 성장을 이끌 것으로 판단된다.

코로나19로 인해 5G 가입자 유치에 차질을 빚으면서 올해 초까지만 해도 통신사 실적에 대한 우려가 컸다. 하지만 2021년 당초 기대치를 상회하는 수준으로 나타났고 2022년 전망 역시 밝은 편이다. 트래픽 증가가 통신사 매출액 증가로 이어지는 상황이며 유통시장의 변화로 인해 단말기 시장 과열 현상도 잘 나타나지 않는다. 결국 5G가 성장기에서 성숙기로 진입하면서 2022~2023년엔 통신사들이 본격적인 수확기를 맞이할 것으로 보인다. 5G 가입자 순증 폭 및 이동전화 가입자 성장률, 단말기 교체 가입자수 및 인당획득비용, CAPEX 추이 등을 감안할 때 그렇다.

특히 올해 8월 말 이후 5G 가입자 순증 폭이 확대되는 양상을 나타내고 있어 장기 실적 측면에서 큰 기대를 갖게 한다. 마케팅비용 증가 폭이 제한적인 상황에서 이동전화매출액 전망을 밝게 해주고 있기 때문이다. 특별한 변수가 도출될 가능성이 낮음을 감안할 때 장기 빅사이클 도래 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

표 2. 통신 서비스 산업 연간 연결 영업이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	20	21F	22F
영업이익합계	3,424.4	4,019.1	4,515.0
SKT	1,354.1	1,528.1	1,690.4
KT	1,184.1	1,467.4	1,650.1
LG유플러스	886.2	1,023.5	1,174.5

자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 통신 서비스 산업 연간 연결 순이익 합계 전망

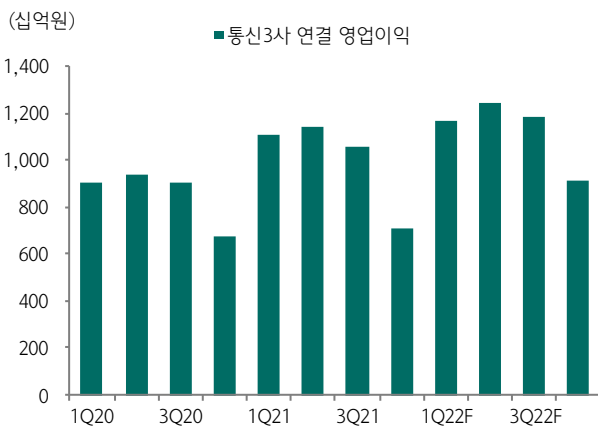
(단위: 십억원)

구분	20	21F	22F
순이익합계	2,645.6	4,588.2	5,095.6
SKT	1,509.5	2,822.6	3,177.2
KT	658.0	999.5	1,033.8
LG유플러스	478.1	766.1	884.6

주: 순이익은 지배주주귀속분

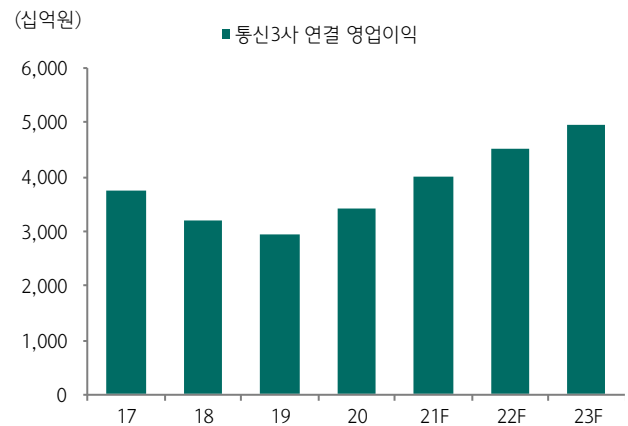
자료: 각사, 하나금융투자

그림 25. 통신 3사 분기별 연결 영업이익 합계 전망



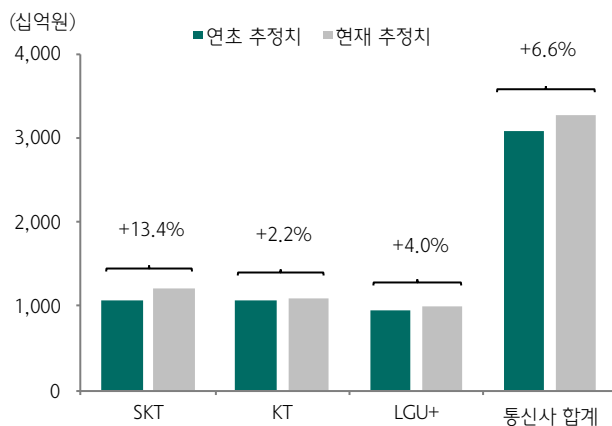
자료: 각사, 하나금융투자

그림 26. 통신 3사 연간 연결 영업이익 합계 전망



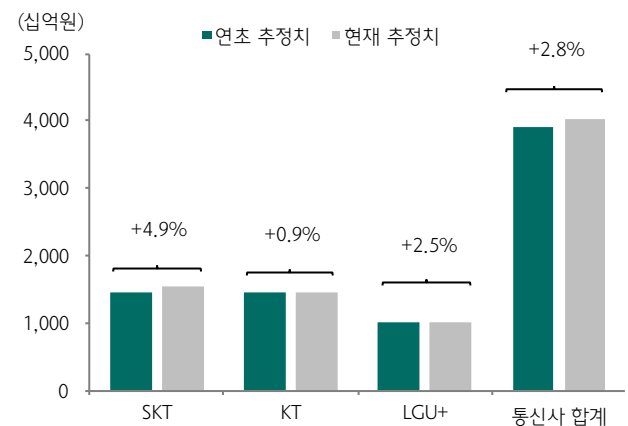
자료: 각사, 하나금융투자

그림 27. 당사 통신 3사 본사 영업이익 추정치 연초대비 변동 폭



자료: 하나금융투자

그림 28. 당사 통신 3사 연결 영업이익 추정치 연초대비 변동 폭



자료: 하나금융투자

2. 통신서비스 이슈 점검

1) DPS 증가 지속될 것인가?

2021년에 이어 2022년에도 통신부문 이익 급증 양상 지속될 전망, 배당 성향 감안 시 KT/LGU+의 높은 DPS 성장 추세 지속될 전망

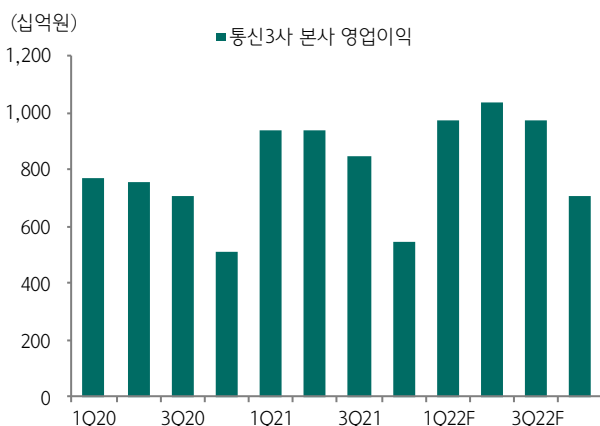
통신주 투자에 있어 총 배당금 및 DPS의 흐름은 굳이 배당을 받을 생각이 없는 투자가일지라도 중요하다. 기대배당수익률이 주가 바닥을 설명하는 경우가 많았고 배당의 흐름은 대부분 장기 주가 흐름으로 나타났기 때문이다. 과거 20년간 경험을 바탕으로 보면 배당의 흐름과 총 배당금의 합이 통신사 주가를 결정하는 경우가 많았다. 통신부문의 이익 차이가 크지 않은 SKT와 LGU+ 시가총액이 3배 가량 차이가 났던 점, 5% 이상의 기대배당수익률에선 통신주가 어떠한 시장 상황에서도 강한 반등을 시도한 점, DPS 상승 폭이 큰 상황에선 기대배당수익률이 낮아졌던 점에서 잘 나타난다. 따라서 통신사 배당금은 다른 섹터와 달리 중요한 의미를 지니며 PER/PBR보다 더 중요한 Valuation 잣대로 활용되고 있다.

그런데 최근 통신사 배당금 전망이 밝아지고 있어 국내 통신사 주가 상승 기대감을 높여주고 있다. 배당의 재원인 통신부문 실적이 본격 개선되고 있기 때문이다. 실적 발표가 거듭될수록 통신부문 영업이익 증가 및 장기 통신사 배당 증가 기대감이 높아질 것이란 판단이다.

2021년에 이어 2022년에도 국내 통신사 배당 이슈는 통신주를 끌어 올리는 결정적 역할을 수행할 가능성이 높다. 투자 전략상 KT와 LGU+를 중심으로 기계적인 매수에 나설 필요가 있어 보인다. 2021년/2022년 DPS가 KT 각각 1,700원과 2,000원, LGU+는 550원과 650원이 될 가능성이 높기 때문이다. 올해 실적 기준 기대배당수익률이 KT 5.3%, LGU+ 3.8%에 달하며 내년 기준으로는 기대배당수익률이 KT 6.5%, LGU+ 4.5%에 달한다. KT/LGU+ 모두 역대 최고의 기대배당수익률이며 최근 DPS 상승 기조를 감안 시 말도 안되는 저평가 상황이다. 최근 배당이 급성장하고 있음을 감안할 시 그렇다.

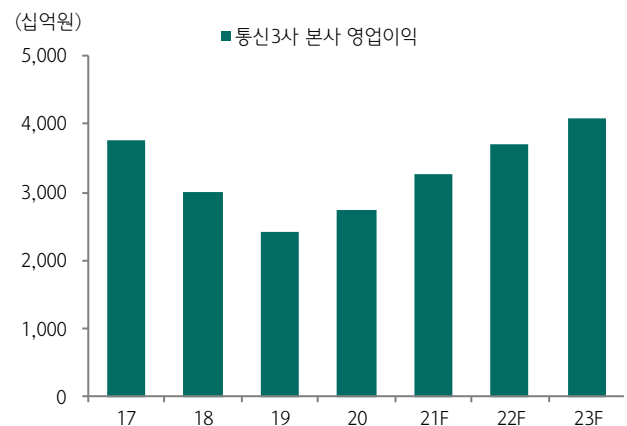
현재 이동전화 ARPU 흐름을 감안하면 올해 기준 KT와 LGU+ 기대배당수익률은 각각 4%와 3%까지 하락하는게 정상이라고 보여지며, 이 경우 KT는 4.0만원, LGU+는 1.8만원까지 상승을 기대할 수 있을 것 같다. 과거 배당의 흐름은 경영진의 향후 실적에 대한 자신감의 표현으로 인식되었으며 배당이 증가하는 국면에서 통신주는 기대배당수익률이 낮아지는 특성을 보였다. 올해 KT와 LGU+의 DPS 상승 흐름을 감안하면 상대적으로 주가는 아직 덜 올랐다. 2022년을 대비해 연말 강한 매수로 대응할 필요가 있다는 판단이다.

그림 29. 통신 3사 분기별 본사 영업이익 합계 전망



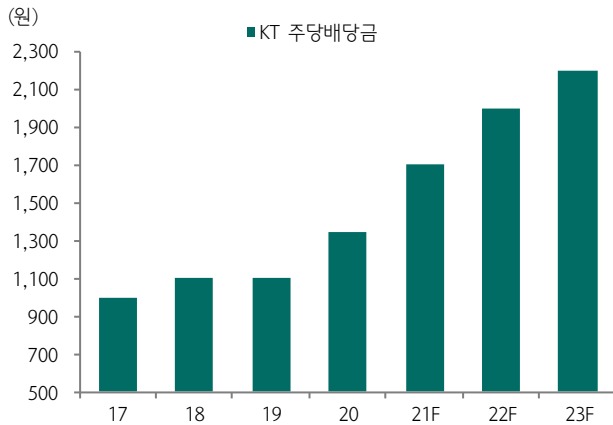
자료: 각사, 하나금융투자

그림 30. 통신 3사 연간 본사 영업이익 합계 전망



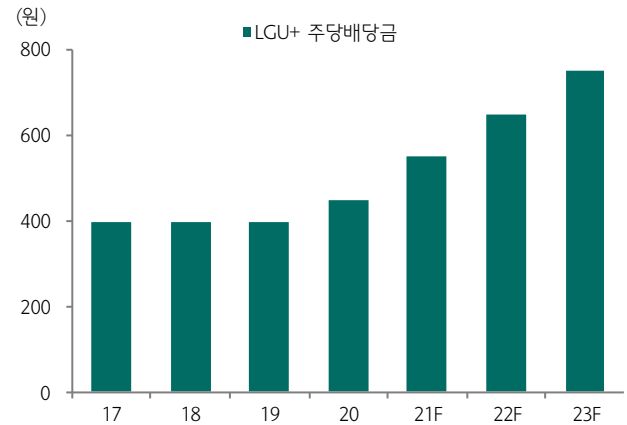
자료: 각사, 하나금융투자

그림 31. KT 주당배당금 전망



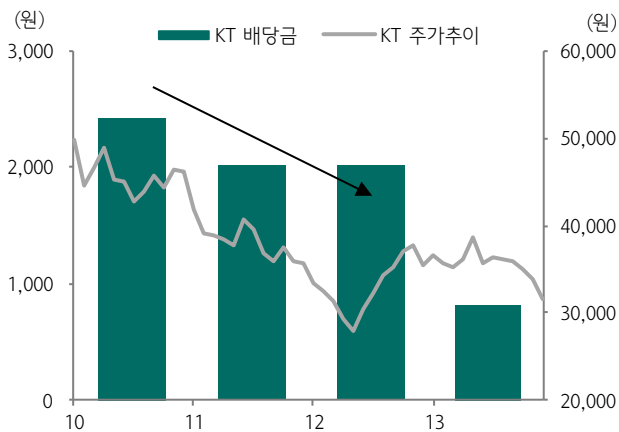
자료: KT, 하나금융투자

그림 32. LGU+ 주당배당금 전망



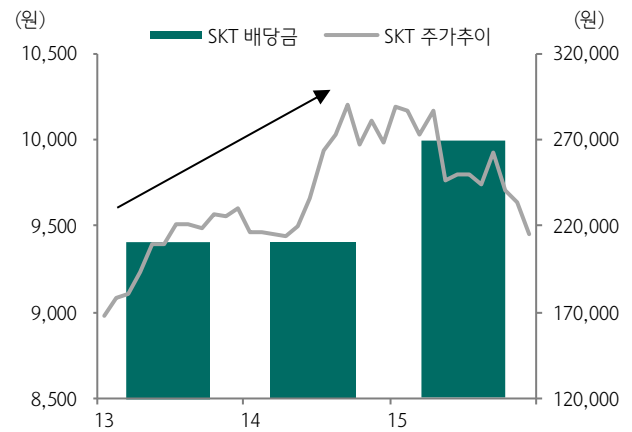
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 33. 2010~2013년 KT 주당 배당금 변화에 따른 주가 흐름



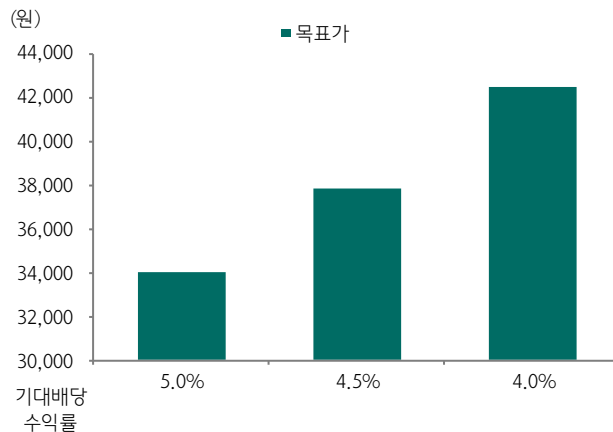
자료: KT, 하나금융투자

그림 34. 2013~2015년 SKT DPS 변화 및 주가 흐름



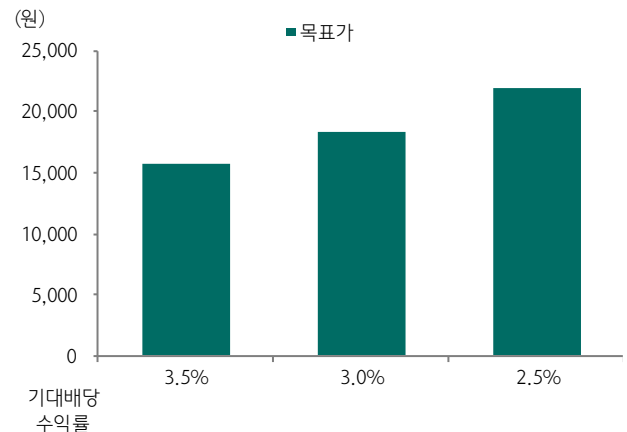
자료: SKT, 하나금융투자

그림 35. 기대배당수익률 변화에 따른 KT 예상 주가



주: 2021년 KT DPS 1,700원 가정
자료: KT, 하나금융투자

그림 36. 기대배당수익률 변화에 따른 LGU+ 예상 주가



주: 2021년 LGU+ DPS 550원 가정
자료: LGU+, 하나금융투자

2) 대선이 통신 요금 인하에 미칠 영향

2022년 20대 대선에서 통신요금인하가 이슈로 부상하긴 어려울 전망, 과거와 달리 정부/정치권에서 크게 얻을 것이 없고 최근 통신사 5G 투자가 부진한 상황이기 때문

최근 규제 상황을 가장 잘 살펴볼 수 있는 가을 국감이 진행되었다. 당초 예상대로 통신요금 인하보다는 5G 투자에 대한 질타가 이어졌으며 글로벌 플랫폼 업체에 대한 규제의 목소리가 높았다. 주목할만한 사항은 골목상권 침해 논란과 더불어 빅테크 기업에 대한 규제 논란이 거세졌다는 점, 글로벌 플랫폼 기업의 갑질 논란 및 망사용료 지불 요구가 높아졌다는 점이 었다. 반면 통신요금 인하 요구보다는 5G 투자 압력이 높아지는 양상이었다. 커버리지 부족, 통화 품질 논란 속에 5G 요금 적절성이 큰 화두로 부상하였다.

이번 국감을 통해서 다시 한번 정부/정치권의 높은 5G 투자 압력 및 플랫폼 업체 규제 강화 움직임이 여실히 드러났다. 특히 토종 한류 콘텐츠 업체들과 경쟁 관계로 부상한 글로벌 플랫폼 업체들에 대한 강한 반감 및 규제 강화 가능성이 느껴진 국감이었다. 향후 통신사 망패권 강화 및 5G 투자 증대를 가늠케 했으며 시장 우려와는 달리 2022년 대선 때 통신요금인하보다는 5G/4차산업 육성이 이슈가 될 것임을 짐작하게 했다.

2022년 3월 9일 제 20대 대통령 선거가 3개월 앞으로 다가옴에 따라 인위적 통신 요금 인하 권고 가능성에 대한 투자자들의 문의가 다시 증가하는 양상이다. 특히 최근 5G 가입자 증가를 기반으로 통신 3사 실적이 개선되는 양상이라 통신요금인하에 대한 걱정이 다시 커지고 있다.

하지만 20대 대선에선 통신요금인하 이슈가 크게 부상할 가능성이 낮다. 과거와 달리 통신요금인하를 주장해봐야 4차산업 육성의 저해가 된다는 비난 여론이 높아질 수 있어 정부/정치권에서 크게 얻을 것이 없고 최근 통신사 5G 투자가 부진하기 때문이다. 여기에 딱히 정부가 통신요금인하를 강제로 권고할 방법 및 명분이 없는 상황이고 5G 육성책이 단순히 국내 이슈가 아닌 글로벌 쟁점으로 부상하고 있다는 점도 문제이다. 전세계 각국 규제 기관들이 통신요금 규제 스탠스가 많이 달라졌기 때문이다.

그림 37. 2021년 과기부 가을 국감 주요 이슈 점검

1	5G 품질 및 5G 요금제 관련한 소비자 피해 논란
2	28GHz 5G 기지국 구축 이행 현황
3	유료 방송 콘텐츠 사용료 갈등
4	구글 갑질 방지법
5	플랫폼 골목상권 침해

자료: 하나금융투자

그림 38. 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 39. 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

통신요금인하는 이제 새로운 방법으로 추진될 전망, 주파수 할당 가격 인하/ 분리 공시 제도 시행 등이 대표적

물론 20대 대통령 선거에서도 일부 정치인들이 통신요금인하를 공약으로 내세울 가능성은 존재한다. 그러나 실제 큰 이슈로 부상하기는 쉽지 않아 보인다. 요금인가제가 폐지된 데다가 아직 5G 투자가 잘 이루어지지 못하고 있기 때문이다. 이제 통신요금인하 이슈는 새로운 방식으로 추진될 전망이다. 주파수 할당 가격 인하, 단말기 완전 자급제 도입, 분리 공시 제도 시행, 제로레이팅 제도 도입 등이 새로운 대안이다.

1991년에 시작된 통신 요금 인가제가 2020년 5월 20일 30년만에 폐지됐다. 통신 요금 인가제란 정부가 이동전화 시장에서 SKT, 유선전화 시장에서 KT의 요금을 인가하는 제도로서 막강한 요금 규제 역할을 수행하고 있었는데 드디어 규제가 철폐된 것이다. 어쨌든 요금 인가제 폐지로 현실적으로 정부가 통신요금인하를 권고할 방법은 없어졌다.

여기에 대선 전후 통신요금인하를 밀어부치기가 어려운 현실적인 장벽이 세워졌는데 그것은 바로 5G가 제대로 된 성과를 내지 못하고 있기 때문이다. 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. 정부/정치권에서는 IT/플랫폼 산업 붕괴라는 뼈저린 정책 실패를 겪은 유럽의 실패 사례를 자주 지적하고 있다. 이런 상황에서 정치권에서 과거처럼 통신 요금 인하를 빅 이슈로 삼기는 어려울 것으로 보인다. 자칫하면 4차산업 육성 실패의 명예를 뒤집어 쓸 가능성이 높기 때문이다. 제도상으로나 정책적/전략적 측면에서나 2022년 대선에서 통신요금인하 이슈가 뜨거운 감자로 떠오를 가능성은 낮다.

그림 40. 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

3) 5G 진화와 망중립성 정책 변화 점검

28GHz 지원 장비 출시 본격화,
5G 급행차선 허용으로 2022년부터
진짜 5G 시대로 진입 예상

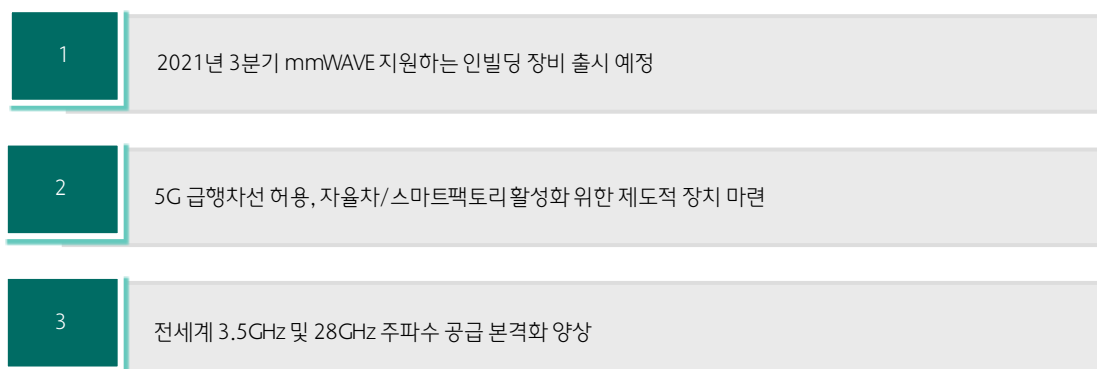
현재 주식 시장에서는 5G에 대한 기대감이 큰 반면 실망감도 적지 않다. 28GHz 상용화 지연으로 인해 IoT로의 진화가 본격화되고 있지 못하기 때문이다. 하지만 2022년부터는 28GHz 활용을 통한 진짜 5G 시대가 열릴 것으로 보여 기대를 갖게 한다.

투자자들의 우려가 여전히 큰 상황이지만 최근 28GHz 상용화 준비는 한창이다. 삼성전자가 5G 28GHz 대역과 LTE 기지국을 동시에 활용하는 Dual Connectivity 기술을 구현하였고, 일부 국내 5G 장비업체들의 mmWAVE 지원 인빌딩 및 스몰셀 장비 출시가 임박한 상황이다. 2022년까지는 LTE와 5G 3.5GHz/28GHz 대역이 모두 연동하는 기술적 지원이 필요한 데 반가운 소식이 아닐 수 없다. 특히 인빌딩 커버리지에서 큰 변화가 기대된다.

GSMA(세계이동통신사업자연합)는 주파수 자원이 많은 28GHz와 3.5GHz 병행 투자가 비용 측면에서 훨씬 유리할 것이라고 언급하였다. 또한 인빌딩 측면에서 28GHz대역 주파수 활용도가 클 수 있음을 강조하였다. 결국 초고주파수 활용도 증가가 중요한데 서서히 IT 업체들의 기술적 지원이 나타나고 있어 기대를 갖게 한다.

이미 IT 업체들이 mmWAVE 기술 개발에서 많은 성과를 내기 시작했고 정부가 5G 급행차선을 사실상 허용하는 등 제도적 장치도 마련 중이다. 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 점차 높아질 전망이다.

그림 41. 진짜 5G 도입이 임박했다고 판단하는 이유



자료: 하나금융투자

글로벌 통신사 망패권 강화 양상 뚜렷한 상황, 특히 국내의 경우 5G 육성/해외 플랫폼 업체 규제 강화로 5G 시대 통신사 망패권 더욱 강화될 것

IoT로 진화하는 진짜 5G 성공의 중대 요건인 통신사 망패권 강화 양상도 최근 확실히 더 뚜렷해지는 양상이다. 넷플릭스 규제 법안이 2020년 국회에서 통과된 상황에서 2021년 6월 서울중앙지법이 SK브로드밴드를 상대로 소송을 제기한 넷플릭스에 원고 패소 판결을 내렸기 때문이다. 여기에 문재인 대통령까지 나서 넷플릭스가 망 사용대가를 지불하는 것이 타당하다는 입장을 밝힘에 따라 이제 통신사 망 패권 이슈는 과거와는 전혀 다른 국면으로 진행 중이다. 최근 오징어게임 흥행을 계기로 과방위에서 인터넷망 무임승차 방지법이 현재 급물살을 타는 양상인데 4차산업 육성 방안 및 해외 글로벌 플랫폼업체 규제 강화 정책이 완벽한 통신사 망패권 쟁취를 이루어내고 있다고 볼 수 있겠다.

일부에선 바이든 미국 대통령이 망 중립성 규칙 부활 행정 명령에 서명함에 따른 영향을 우려하는데 현실적으로 이러한 행보가 망중립성에 영향을 미칠 가능성은 낮다. 아마도 기존의 미국 통신사업자들이 부가 통신사 수준의 약한 규율을 받는 정보서비스사업자(타이틀 1)에서 기간통신사업자 수준의 강한 규제를 받는 커먼캐리어(타이틀 2)로 지위가 변화되는 수준에서 규제 변화가 그칠 공산이 크기 때문이다.

물론 미국 통신사들의 역무가 조정되면 골치 아픈 의무가 생겨나는 것은 분명하다. 보편적 서비스 제공 및 공공성 의무, 트래픽 관리 의무, 상호 접속료 지불 의무, 투자 이행 의무 등이 생겨난다. 하지만 이는 부가서비스 사업자 형태로 있는 현재도 미국 통신사들은 사실상 과거와 같이 의무를 행사 중이다. 크게 변화할 것은 없다. 미국 바이든 정권도 4차산업 패권 경쟁 때문에 보조금까지 지원하면서 광투자/5G 전국망 주장하고 있는 상황이기 때문이다. 미국 통신 정책 변경 가능성이 낮다는 판단이며 망 사용대가/5G 급행차선 등 미국 통신사 해게모니에 부정적 영향 미칠 가능성은 희박하다는 판단이다.

특히 국내에 미칠 영향은 더더욱 없다. 이미 통신사들이 망 패권을 잡고 있는 상황인데다가 국내의 경우 이미 망중립성 가이드라인 정립과 함께 5G 특수서비스 규정/넷플릭스 법 제정이 이루어진 상황이기 때문이다. 과기부는 2020년 구성한 망 중립성 연구반에서 여러 차례 논의한 끝에 망 중립성 및 인터넷 트래픽 관리에 관한 가이드라인 개정안을 마련했다. 개정 가이드라인의 핵심은 특수 서비스 개념의 도입인데 인터넷 접속 서비스와 구분되는 네트워크에 특수 서비스라는 개념을 도입해 현행 망 중립 예외 서비스 제공 요건을 확실히 했다고 볼 수 있다.

특수 서비스란 특정 이용자만을 대상으로 특정 용도의 서비스를 제공하는 것을 말한다. 인터넷 접속 서비스와 물리적으로 구분되는 별도의 네트워크를 통해 제공하며 자율주행차나 원격의료 등 특수 목적을 갖는 서비스나 이런 서비스들을 위해 구축된 네트워크 슬라이싱, 모바일 에지 컴퓨팅(MEC) 등이 특수 서비스에 해당한다. 이번 가이드라인 개정으로 5G 특수 서비스는 이제 망 중립성 예외 적용 대상이다. 미국 바이든 정권 통신사 역무 변경으로 인해 달라질 것은 전혀 없다.

표 4. 트럼프/바이든 정권 망중립성 원칙 비교

구분	트럼프 정권	바이든 정권
통신사업자 지위 (역무 규정)	정보서비스 사업자: Title 1	공공 통신사업자(Common Carrier) : Title 2
법률상 금지 행위	데이터 트래픽 관련 분쟁 발생 시 FCC가 사후적으로 판단	불합리한 데이터 트래픽 차단/조절 조치 금지
망사용 대가 관련 기준	없음, 사업자간 상호 조율 원칙	없음, 사업자간 상호 조율 원칙

자료: 하나금융투자

그림 42. 5G 네트워크슬라이싱 및 망중립성 예외 적용 원칙



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 43. 5G 특수 서비스 망중립성 예외 적용이 통신사에 미칠 영향 점검

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

자료: 하나금융투자

4) 2022년에는 통신주 Multiple 확장 가능할까?

2022년 통신사 매출액/이익 흐름,
규제 상황 양호, 진짜 5G 도입과
더불어 통신주 Multiple 확장 전망

5G 시대에 돌입했지만 통신사 실적 개선 폭 대비 주가 상승 폭은 상대적으로 높지 않은 편이다. 5G 성장 기대감이 통신사 주가에 반영되지 못한 상황에서 낮은 PBR과 높은 기대배당 수익률이 지속되고 있는데 장기 이익 성장/DPS 성장/규제 개선에 대한 투자자들의 확신이 낮기 때문이라고 볼 수 있겠다.

하지만 2022년엔 통신주 Multiple 확장 국면이 나타날 가능성이 높아 보인다. 매출액 흐름, 5G 진화 과정, 규제 상황을 봤을 때 그렇다. 이미 통신사 이동전화 ARPU는 2021년 2분기 이후 상승 전환하였으며 2021년 연간 상승 전환과 더불어 2022년부터 본격 상승이 예상되고 있다. 여기에 5G 진화 과정도 본격화될 전망이다. 5G가 아직까진 LTE와의 차별성이 높지 않은데, 2022년부터는 5G가 IoT로 진화하는 모습을 나타내면서 Q(디바이스)의 성장 기대감, B2B/B2G 비즈니스 확대 기대감이 커질 것으로 보인다. 과거 많은 투자자들은 매출 성장 기대감이 높아질 시 통신주 Multiple이 크게 확장된 경험을 갖고 있다. 서서히 통신주 High multiple 적용을 고민해야 할 시점이라는 판단이다.

2022년 3월 대통령 선거가 예정되어 있지만 규제 상황도 어느 때보다 양호하다. 요금인가제가 폐지된데 이어 넷플릭스 규제 법안이 마련되었으며 인터넷망 무임승차 방지법 제정이 현재 추진 중이다. 더불어 이미 5G가 특수서비스로 규정됨에 따라 사실상 5G 급행차선도 허용되었다.

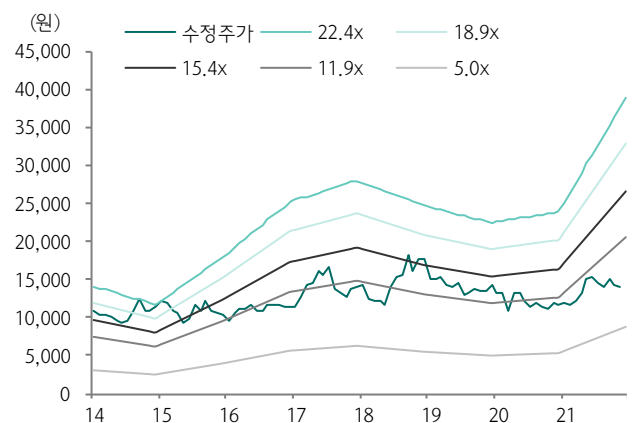
그럼에도 불구하고 통신사 Multiple 확장이 아직 나타나지 않았는데 향후 본격적인 실적 성장 및 높은 배당 증가와 더불어 탄력적인 주가 반등이 나타날 것으로 예상된다. 과거에도 통신주는 실적 향상이 본격화되고 이를 확인하면서 뒤늦게 주가에 반영되고 Multiple이 높아진 경우가 많았다. 통신사 실적 개선이 나타나고 있고 2022년까지 장기 실적 호전이 지속될 것임을 감안 시 2022년부터 서서히 통신주 Multiple 확장 가능성이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

그림 44. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 45. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

3. 종목별 투자 매력도 평가

통신서비스 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순

2022년엔 KT와 LGU+ 주가 크게
오를 것, SKT는 13~18조원 수준에서
시가총액 형성 전망

통신서비스 업종 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순으로 제시한다. 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&A 실적 및 주가에 미치는 영향, 7) 자회사 실적 전망, 8) 단말기/네트워크/유통 등 본원적 가입자 유치 경쟁력, 9) Valuation 매력도, 10) 기대배당수익률 및 배당 흐름, 11) 지배구조 개편 가능성 및 영향 등을 종합적으로 고려한 결과다.

KT는 2021년 2022년에도 높은 주가 상승이 나타날 것으로 전망한다. 시간이 흘러갈수록 배당 증가로 인한 주가 상승 기대감이 높아질 것이고 자회사 상장 가치가 부각될 것이기 때문이다. 특히 최근에 나타나고 있는 높은 본사 영업이익 성장은 2022년 주가 상승의 견인차 역할을 수행할 것으로 보인다. 본사 영업이익 성장은 배당의 재원이 되므로 향후 높은 DPS 상승으로 이어질 것이 자명하기 때문이다. 여기에 최근 케이뱅크가 흑자 전환하면서 IPO 기대감을 높여주는 상황이다. 올해 및 내년 DPS를 감안할 때 2022년초엔 4만원을 넘고 2022년 말엔 5만원을 넘는 주가 형성이 가능해 보인다. 현 시점에서 내년 연초까지 30%에 달하는 주가 상승이 예상되어 투자 유망하다는 판단이다.

LGU+ 역시 2022년에도 투자 유망해 보인다. 예상치를 상회하는 어닝 서프라이즈를 지속함에도 불구하고 주가 상승 폭이 예상보다 낮게 나타났고 총 배당금의 차이로 인해 경쟁사 대비 적은 시가총액이 유지되는 양상이었는데 배당 성향의 상향 조정으로 시가총액 격차 좁히기가 진행될 가능성이 높기 때문이다. 2022년 높은 이익 성장과 배당성향 상향 조정을 바탕으로 높은 DPS 성장이 나타날 것이며 결국 주가 상승으로 이어질 것이라 판단이다. 특히 비전만 거창하지 통신사들이 비통신부문에서 성과를 내지 못하는 상황에서 2022년 5G를 통한 통신부문에서의 이익 창출이 주가에 미칠 영향이 중요한데 순수 통신사라는 이미지가 강한 LGU+의 상대적 부각 가능성이 높아 보인다.

SKT의 경우엔 11월 말 분할 이후 출발할 MNO 시가총액에 따라 투자 매력도가 변화할 수 있겠지만 분할 전 시가총액(22조원) 수준으로 보면 상대 투자 매력도가 떨어지는 것으로 평가된다. 총 배당금 가치로 볼 때 분할 상장 이후 시가총액이 13~18조원 수준에서 형성될 전망이다. 어차피 SKT MNO 기업가치는 PER 또는 PBR로 설명하기 어려운 것이다. 경쟁사 PER 및 PBR이 너무 낮기 때문이다. 결국 배당 가치로 얘기할 수 밖에 없을 것인데 2022년 이후 SKT MNO 총배당금이 유지되기 어려울 것으로 보여 고민이 아닐 수 없다. 현재 배당 성향이 80% 이상으로 너무 높기 때문이다. SKT 경영진은 분할 후 배당금을 EBITDA-CAPEX 30~40% 수준에서 지급할 것이라고 밝혔다. 낙관적으로 보면 분할 전과는 달리 M&A에 적극적인 이유가 없어 높은 배당 성향에도 불구하고 현 배당금 수준을 유지할 수도 있을 것이다. 하지만 일반적으로 보면 SKT의 배당금 감소 가능성이 높은 상황이다. 2022년~2023년엔 CAPEX가 다시 증가할 가능성이 높기 때문이다. 총 배당금과 연동할 가능성이 높은 SKT 시가총액이 분할 후 낮게 시작되지 않는다면 높은 투자 수익을 기대하기 어려울 전망이다.

표 5. 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 11%에 달하는 자사주 소각 단행, 시가총액 부담 감소 - 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 2022년 이후 총 배당금 감소 리스크 커진 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 2023년 IPO 추진 예상 - 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 부각되기엔 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 집합 보수적으로 진행 중, 성장성/수익성 조화에 탁월 - 장기 배당 성향/DPS 증가 유력, 자사주 매입 지속 추진 전망	- MNO 가입자 성장 정체 양상 - 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 실적 대비 주가 지나치게 낮은 KT와 LGU+를 선호	

자료: 하나금융투자

표 6. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자이견	목표가 (12개월)	사유
SKT	매수	350,000원 (분할 전 기준)	통신/비통신 실적 개선 중, 당분간 SK(주)와 합병 없을 것이라 언급
KT	매수	45,000원	실질 자산가치대비 절대 저평가, 통신부문 영업이익 본격 증가세 돌입, 기대배당수익률 매력적
LGU+	매수	20,000원	장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 배당성향 상향 전망, 실적대비 과도한 저평가

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

자료: 하나금융투자

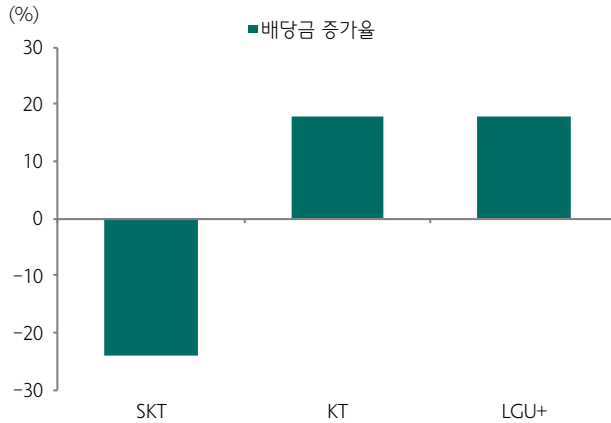
표 7. 2022년 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(11/16)	6개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	KT	31,100원	31,000~45,000원	8.1	0.5	통신부문 이익/기대배당수익률로 볼 때 탄력적 주가 반등 예상
1	LGU+	14,100원	13,000~20,000원	8.1	0.8	실적대비 주가 너무 낮고 수급 개선 중, 배당 성향 상향 조정 예상
3	SKT	309,500원	280,000~350,000원 (분할 전 기준)	8.2	0.8	비통신부문 기업가치 재평가 어려움, 배당 감소 리스크 커진 상황

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

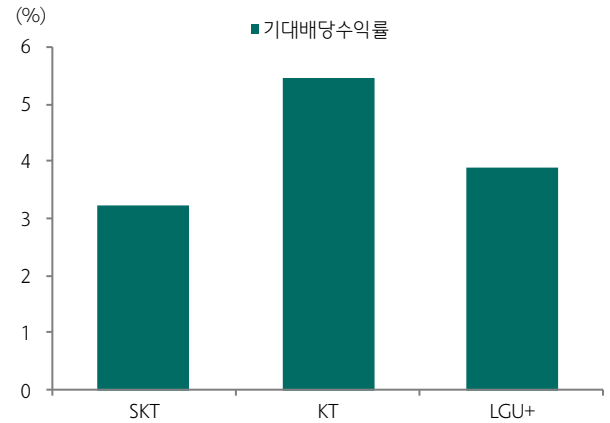
자료: 하나금융투자

그림 46. 2022년 통신 3사 총 배당금 증가율 전망 비교



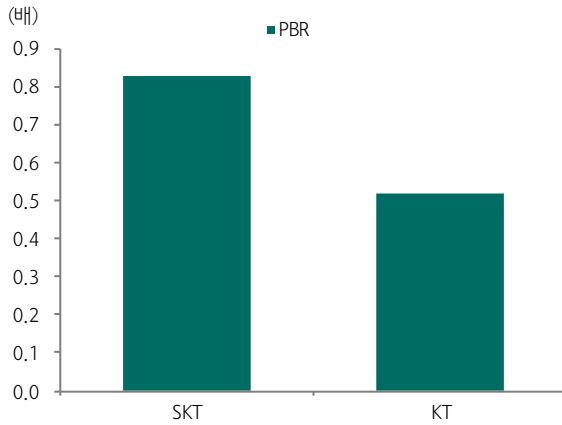
자료: 하나금융투자

그림 47. 통신 3사 기대배당수익률 비교



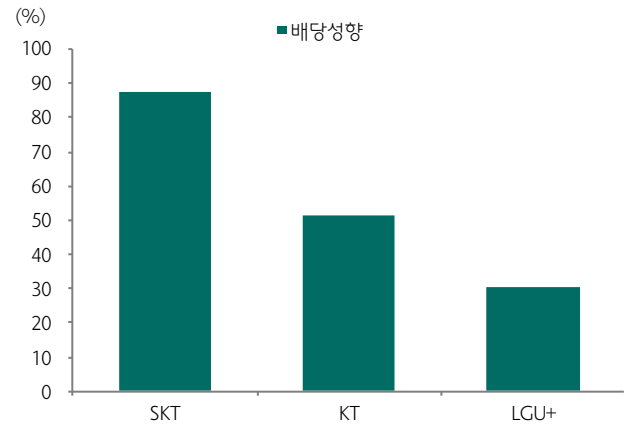
주: 2022년 추정 실적 기준, SKT 시가총액 15조원 기준
자료: 하나금융투자

그림 48. SKT와 KT의 PBR 비교



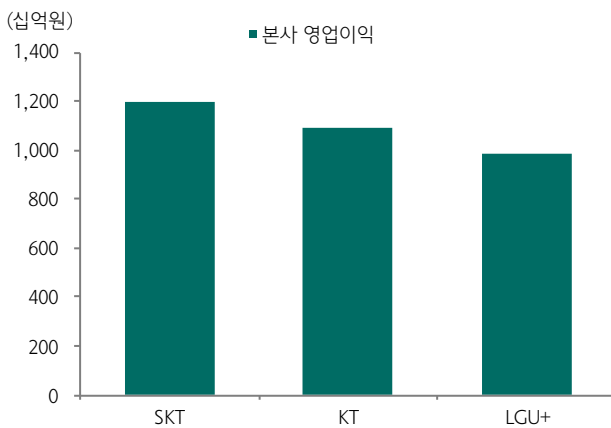
주: 2022년 추정 실적 기준, SKT 시가총액 15조원 기준
자료: 하나금융투자

그림 49. 통신 3사 배당 성향 비교



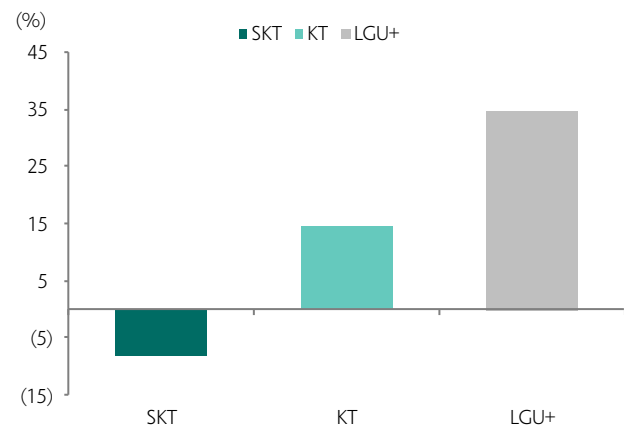
주: 2021년 추정 실적 기준
자료: 하나금융투자

그림 50. 국내 통신 3사 본사 영업이익 비교(2021년 추정치 기준)



자료: 하나금융투자

그림 51. 2019~2021년 누적 국내 통신 3사 본사 영업이익 성장률 비교



주: 2021년 실적은 당사 추정치 기준
자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks

SKT (017670)	28
KT (030200)	32
LGU+ (032640)	36

2021년 11월 18일

SK텔레콤(017670)

분할 후 SKT(MNO) 시가총액 13~18조원 수준 예상

분할 상장 후 13조원이면 늘리고 18조원이면 비중 줄여야

분할 전 기준 SKT에 대한 투자의견을 매수, 목표가 35만원을 유지한다. 하지만 곧 분할 후 상장이 예상되어 있으므로 이를 대비한 투자 전략 설정이 중요한데 SKT(MNO)의 경우 시가총액 13~18조원을 염두에 둔 투자 전략 설정을 추천한다. SKT의 경우 선발 사업자임에도 경쟁사 대비 이익 규모가 크지 않아 결국 총 배당금 가치로 시가 총액을 평가할 가능성이 높기 때문이다. EBITDA-CAPEX의 30~40%를 배당금으로 지급한다는 정책을 감안 시 총 배당금은 5,500~7,200억원이 될 전망이다. 4%의 기대배당수익률을 적용한 값이 분할 후 시가총액이 될 가능성이 높다는 판단이다.

2022년에도 ARPU 성장을 바탕으로 높은 이익 성장 전망

SKT는 2021년에 이어 2022년에도 통신부문에서 높은 영업이익 성장을 지속할 전망이다. 이동전화 ARPU 상승 폭이 2021년 1%에서 2022년 5%로 확대될 것이고 감가상각비 역시 주파수관련비용 감소로 인해 정체 양상을 띠는 것이기 때문이다. 마케팅비용이 증가하겠지만 폰 판매량이 급증하기는 어려울 것이고 인당획득비용(SAC)엔 큰 변화가 없을 전망이다. 그 폭은 대략 4% 수준에 그칠 것이라 판단이다.

배당 정책이 중요, 총배당금 유지 시 높은 시총 유지될 것

결국 분할 후 SKT 주가 결정 요소는 총배당금과 배당금의 흐름이 될 가능성이 높아 보인다. 중요한 건 단순히 총배당금뿐만 아니라 배당 흐름도 SKT 시가총액 결정에 영향을 줄 수 있다는 점이다. 배당이 축소되면 기대배당수익률이 높게 형성될 것이고 반면 배당이 유지되는 흐름이면 기대배당수익률이 낮게 형성될 수 있기 때문이다. 현재 SKT 배당 성향과 CAPEX 추이로 볼 때 2022년 이후 총 배당금 감소 가능성이 높다는 판단이나 만약 경영진이 나서 장기 배당금 유지를 공언한다면 높은 시가총액 유지도 가능해 보인다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(11월16일): 309,500원

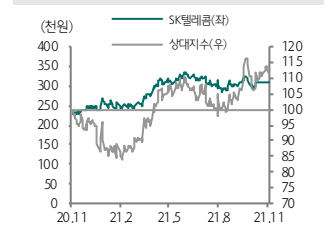
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,997.21
52주 최고/최저(원)	334,000/229,000
시가총액(십억원)	22,302.6
시가총액비중(%)	1.01
발행주식수(천주)	72,060.1
60일 평균 거래량(천주)	307.1
60일 평균 거래대금(십억원)	93.5
21년 배당금(예상,원)	10,000
21년 배당수익률(예상,%)	3.28
외국인지분율(%)	43.91
주요주주 지분율(%)	
SK 외 10인	30.02
국민연금공단	8.74
추가상승률	1M 6M 12M
절대	3.2 (2.4) 33.4
상대	3.8 2.7 13.2

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	19,530.2	20,282.7
영업이익(십억원)	1,514.8	1,678.6
순이익(십억원)	2,683.8	2,869.8
EPS(원)	35,094	39,735
BPS(원)	361,646	390,061

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	17,740.7	18,624.7	19,483.8	20,138.2	20,833.7
영업이익	십억원	1,108.2	1,349.3	1,528.1	1,690.4	1,812.9
세전이익	십억원	1,161.0	1,877.0	3,563.5	4,119.8	4,175.6
순이익	십억원	888.7	1,504.4	2,822.6	3,177.2	3,220.7
EPS	원	11,006	18,631	37,617	44,091	44,695
증감율	%	(71.59)	69.28	101.91	17.21	1.37
PER	배	21.62	12.77	8.23	7.02	6.92
PBR	배	0.78	0.74	0.83	0.75	0.69
EV/EBITDA	배	5.60	5.39	5.43	5.06	4.74
ROE	%	3.91	6.44	11.16	11.29	10.45
BPS	원	305,245	320,358	375,071	411,756	449,045
DPS	원	10,000	10,000	10,000	7,500	10,000



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

2021년에 이어 2022년에도 MNO 높은 영업이익 성장 지속할 전망

SKT 2022년에도 통신부문에서 높은 이익 성장 지속할 것, 이동전화 ARPU 성장 폭 커지는 반면 감가상각비 정체될 것이라 점에 주목

SKT는 2021년에 이어 2022년에도 통신부문에서 높은 영업이익 성장을 지속할 전망이다. 이동전화매출액/마케팅비용/감가상각비 흐름을 감안할 때 그렇다. 이동전화 APRU 상승 폭이 2021년 1%에서 2022년 5%로 확대될 것이고 감가상각비 역시 5G 투자 증가에도 주파수관련비용 감소로 인해 정체 양상을 띠 전망이다. 마케팅비용이 증가하겠지만 그 폭은 대략 4% 수준에 그칠 것으로 판단된다. 폰 판매량이 급증하기는 어려울 것이고 인당획득비용(SAC)엔 큰 변화가 없을 전망이다. 광고비 증가에도 불구하고 마케팅비용의 안정 추세는 2022년에도 여전히 지속형이다.

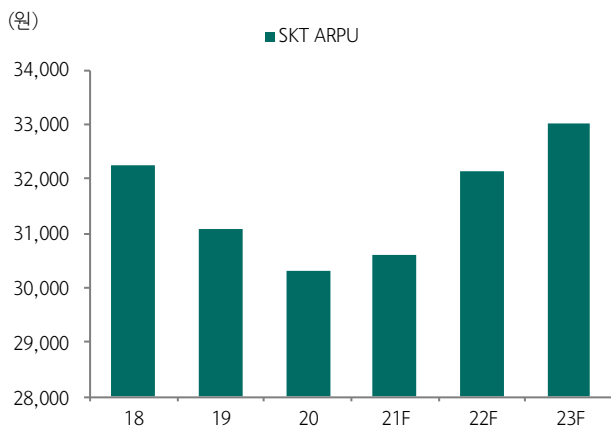
표 1. SKT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
매출액	4,780.5	4,818.3	4,967.5	4,917.6	4,936.8	5,011.1	5,071.1	5,119.2
영업이익 (영업이익률)	388.8 8.1	396.6 8.2	400.0 8.1	342.7 7.0	409.3 8.3	444.5 8.9	456.6 9.0	380.0 7.4
세전이익	683.8	1,010.2	944.3	925.1	1,012.3	1,072.4	1,084.3	950.8
순이익 (순이익률)	558.3 11.7	765.8 15.9	784.2 15.8	714.3 14.5	780.5 15.8	826.7 16.5	835.9 16.5	734.1 14.3

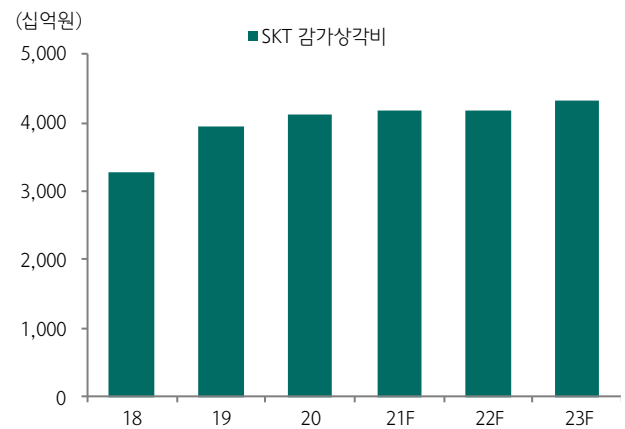
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT연간 이동전화 ARPU 전망



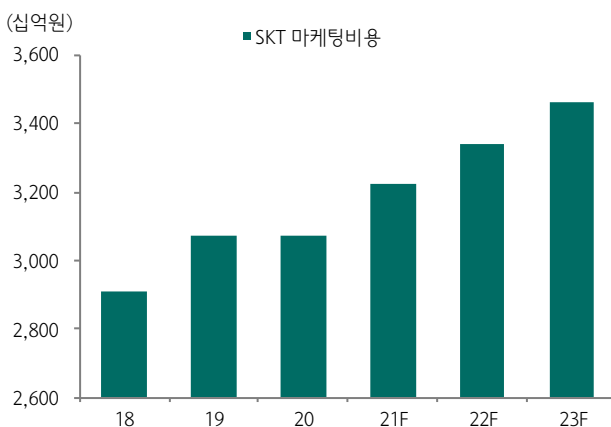
자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 연간 감가상각비 전망



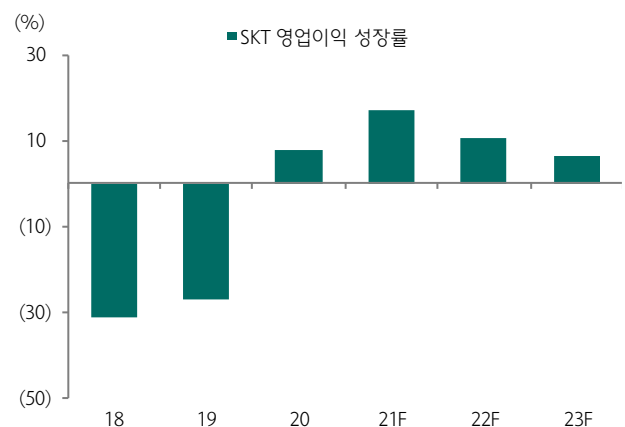
자료: SKT, 하나금융투자

그림 3. SKT 연간 마케팅비용 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. SKT 연간 본사 영업이익 성장률 전망



자료: SKT, 하나금융투자

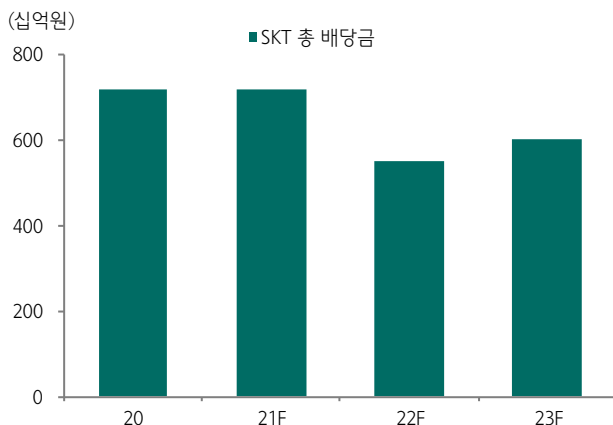
배당 흐름이 중요, 분할 후 MNO 시가총액은 13~18조원 수준에서 형성될 듯

분할 상장 후 총 배당금과 배당금 흐름이 주가 좌우할 것, 배당금 유지된다면 18조원, 감소한다면 시가총액 13조원 수준에서 형성될 전망

SKT의 경우엔 분할 후 상장이 예상되어 있으므로 이를 대비한 투자 전략 설정이 중요한데 SKT(MNO)의 경우 시가총액 13~18조원을 염두에 둔 매매 전략을 추천한다. 선발 사업자임에도 불구하고 경쟁사 대비 이익 규모가 크지 않아 결국 총 배당금 가치로 시가 총액을 평가할 가능성이 높다는 점에서 평가하면 그렇다. EBITDA-CAPEX의 30~40%를 배당금으로 지급한다는 정책을 감안 시 총 배당금은 5,500~7,200억원이 될 전망이며 4%의 기대 배당수익률을 적용한 값이 분할 후 시가총액이 될 가능성이 높다고 판단한다.

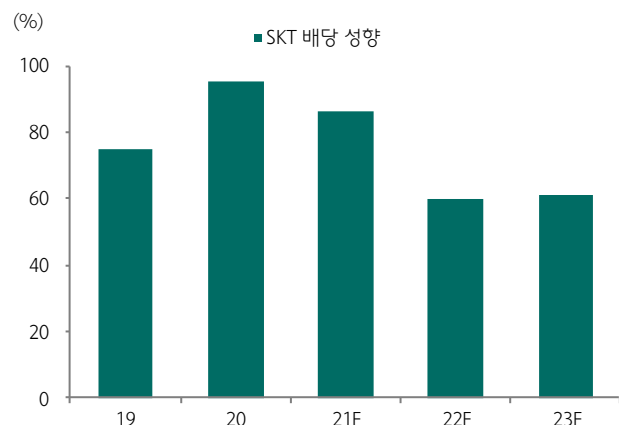
결국 분할 후 SKT 주가 결정 요소는 총배당금과 배당금의 흐름이 될 가능성이 높다. 중요한 건 단순히 총배당금뿐만 아니라 배당 흐름도 SKT 시가총액 결정에 영향을 줄 수 있다는 점이다. 배당이 축소되면 기대배당수익률이 높게 형성될 것이고 반면 배당이 유지되는 흐름이면 기대배당수익률이 낮게 형성될 수 있기 때문이다. 현재 SKT 배당 성장과 CAPEX 추이로 볼 때 2022년 이후 총 배당금 감소 가능성이 높아 보이나 만약 경영진이 나서 장기 배당금 유지를 공언한다면 높은 시가총액 유지도 가능해 보인다. 향후 이익 성과도 중요하지만 배당금 흐름에 높은 관심을 가질 것을 권한다.

그림 5. SKT 연간 총 배당금 전망



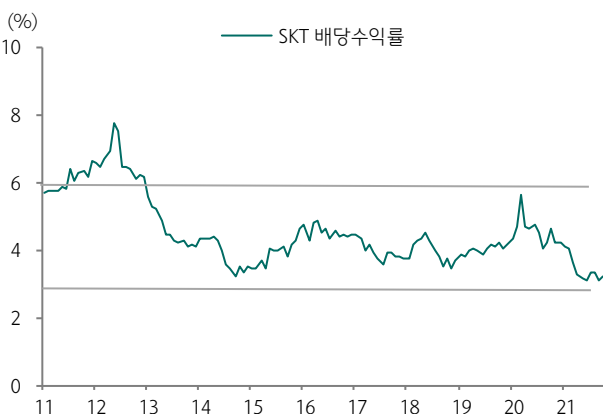
자료: SKT, 하나금융투자

그림 6. SKT 배당 성장 전망



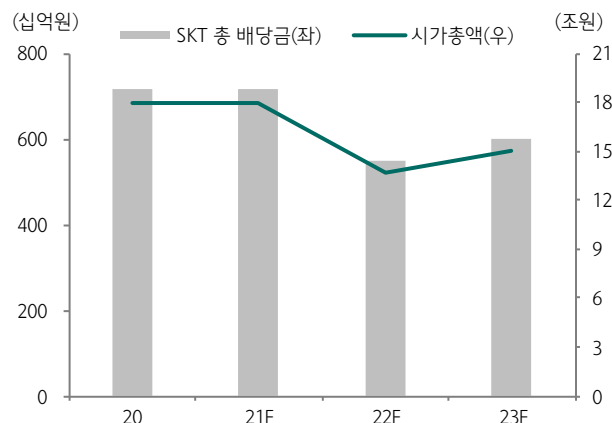
자료: SKT, 하나금융투자

그림 7. SKT 배당 수익률 밴드 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 8. SKT 총 배당금 변화에 따른 시가총액 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,740.7	18,624.7	19,483.8	20,138.2	20,833.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,740.7	18,624.7	19,483.8	20,138.2	20,833.7
판매비	16,632.5	17,275.3	17,955.7	18,447.8	19,020.7
영업이익	1,108.2	1,349.3	1,528.1	1,690.4	1,812.9
금융손익	(295.8)	(256.0)	(234.0)	(107.9)	(69.4)
종속/관계기업손익	449.5	1,028.4	2,380.3	2,705.6	2,600.4
기타영업외손익	(100.9)	(244.7)	(110.9)	(168.3)	(168.3)
세전이익	1,161.0	1,877.0	3,563.5	4,119.8	4,175.6
법인세	300.3	376.5	746.9	947.5	960.4
계속사업이익	860.7	1,500.5	2,816.5	3,172.2	3,215.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	860.7	1,500.5	2,816.5	3,172.2	3,215.2
비지배주주지분 순이익	(28.0)	(3.8)	(6.1)	(5.0)	(5.5)
지배주주순이익	888.7	1,504.4	2,822.6	3,177.2	3,220.7
지배주주지분포괄이익	891.1	1,869.1	3,642.1	3,101.5	3,143.5
NOPAT	821.6	1,078.7	1,207.8	1,301.6	1,396.0
EBITDA	5,129.2	5,519.3	5,670.2	5,835.0	5,957.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.14	4.98	4.61	3.36	3.45
NOPAT증가율	(13.21)	31.29	11.97	7.77	7.25
EBITDA증가율	14.34	7.61	2.73	2.91	2.10
영업이익증가율	(7.79)	21.76	13.25	10.62	7.25
(지배주주)순이익증가율	(71.59)	69.28	87.62	12.56	1.37
EPS증가율	(71.59)	69.28	101.91	17.21	1.37
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	28.91	29.63	29.10	28.97	28.60
영업이익률	6.25	7.24	7.84	8.39	8.70
계속사업이익률	4.85	8.06	14.46	15.75	15.43

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	11,006	18,631	37,617	44,091	44,695
BPS	305,245	320,358	375,071	411,756	449,045
CFPS	65,586	71,300	93,693	116,190	116,426
EBITDAPS	63,523	68,354	75,567	80,974	82,675
SPS	219,711	230,658	259,664	279,464	289,115
DPS	10,000	10,000	10,000	7,500	10,000
주가지표(배)					
PER	21.62	12.77	8.23	7.02	6.92
PBR	0.78	0.74	0.83	0.75	0.69
PCFR	3.63	3.34	3.30	2.66	2.66
EV/EBITDA	5.60	5.39	5.43	5.06	4.74
PSR	1.08	1.03	1.19	1.11	1.07
재무비율(%)					
ROE	3.91	6.44	11.16	11.29	10.45
ROA	2.03	3.23	5.78	6.21	5.99
ROIC	4.14	5.23	5.71	5.96	6.26
부채비율	98.11	96.37	80.08	74.21	68.06
순부채비율	42.16	40.59	29.06	22.84	17.41
이자보상배율(배)	2.73	3.38	6.33	11.40	16.57

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	8,088.5	8,775.1	10,250.3	11,562.2	12,881.9
금융자산	2,360.5	3,053.2	4,218.0	5,410.0	6,598.5
현금성자산	1,270.8	1,369.7	3,041.6	4,165.1	5,284.6
매출채권	2,231.0	2,188.9	2,349.9	2,414.2	2,505.2
재고자산	162.9	171.4	209.4	217.3	226.0
기타유동자산	3,334.1	3,361.6	3,473.0	3,520.7	3,552.2
비유동자산	37,113.9	39,131.9	39,499.4	40,982.7	42,142.4
투자자산	14,401.9	16,200.1	16,266.3	17,254.2	17,818.6
금융자산	1,016.7	1,846.0	1,683.8	2,074.0	2,137.9
유형자산	12,933.5	13,377.1	13,621.5	14,026.8	14,532.2
무형자산	7,815.6	7,793.7	7,880.5	7,945.5	8,035.5
기타비유동자산	1,962.9	1,761.0	1,731.1	1,756.2	1,756.1
자산총계	45,202.4	47,907.0	49,749.8	52,544.9	55,024.4
유동부채	7,851.7	8,178.0	7,698.2	7,813.6	7,985.1
금융부채	1,833.5	1,833.8	1,972.8	1,981.0	1,980.4
매입채무	438.3	372.9	396.4	390.2	409.3
기타유동부채	5,579.9	5,971.3	5,329.0	5,442.4	5,595.4
비유동부채	14,533.8	15,332.7	14,425.3	14,569.7	14,299.2
금융부채	10,146.4	11,121.4	10,274.6	10,317.6	10,317.6
기타비유동부채	4,387.4	4,211.3	4,150.7	4,252.1	3,981.6
부채총계	22,385.4	23,510.7	22,123.6	22,383.3	22,284.3
지배주주지분	22,950.2	23,743.9	26,824.1	29,467.6	32,154.7
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)	(89.4)	(89.4)	(89.4)
기타포괄이익누계액	(329.6)	40.1	952.9	952.9	952.9
이익잉여금	22,228.7	22,981.9	23,000.1	25,643.6	28,330.6
비지배주주지분	(133.3)	652.3	802.1	694.0	585.4
자본총계	22,816.9	24,396.2	27,626.2	30,161.6	32,740.1
순금융부채	9,619.3	9,902.0	8,029.4	6,888.6	5,699.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,035.0	5,821.9	5,239.6	7,487.3	7,210.7
당기순이익	860.7	1,500.5	2,816.5	3,172.2	3,215.2
조정	403	402	357	416	415
감가상각비	4,021.0	4,170.0	4,142.0	4,144.6	4,144.6
외환거래손익	0.4	3.8	(1.5)	0.0	0.0
지분법손익	(449.5)	(1,028.4)	(980.1)	0.0	0.0
기타	(3,168.9)	(2,743.4)	(2,803.4)	(3,728.6)	(3,729.6)
영업활동 자산부채변동	(856.1)	302.5	(1,144.2)	159.1	(157.5)
투자활동 현금흐름	(3,581.6)	(4,250.4)	(1,747.4)	(5,799.4)	(5,476.5)
투자자산감소(증가)	(839.7)	(1,798.1)	(66.3)	(987.9)	(564.4)
자본증가(감소)	(3,357.4)	(3,455.3)	(3,750.4)	(4,550.0)	(4,650.0)
기타	615.5	1,003.0	2,069.3	(261.5)	(262.1)
재무활동 현금흐름	(686.7)	(1,457.6)	(1,868.5)	(493.9)	(542.8)
금융부채증가(감소)	1,899.6	975.3	(855.5)	51.2	(0.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,867.6)	(1,690.8)	(193.2)	(11.4)	(8.4)
배당지급	(718.7)	(742.1)	(819.8)	(533.7)	(533.7)
현금의 증감	(235.9)	98.8	1,648.3	1,123.6	1,119.4
Unlevered CFO	5,295.8	5,757.2	7,030.3	8,372.7	8,389.7
Free Cash Flow	659.1	2,264.1	1,480.0	2,937.3	2,560.7

2021년 11월 18일

KT(030200)

2022년 연초까지 4만원 돌파 예상, 내년 말엔 5만원도 보인다

매수/목표가 4.5만원 유지, 아직까지는 기계적 매수가 정답

KT에 투자 의견 매수, 목표주가 45,000원을 유지한다. 또 LGU+와 함께 통신서비스 업종 내 Top Picks로 삼는다, 추천 사유는 1) 2021/2022년 DPS 전망을 감안할 때 역사적 배당 수익률 밴드 하단에 위치해 있어 투자 매력도가 높은 상황이고, 2) 2022년에도 본사 영업이익의 높은 성장 지속될 것이며, 3) 최근 케이뱅크의 실적 개선이 본격화되고 있어 2023년 IPO 추진 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 아직까지는 배당수익률만 보고도 매수 가담이 가능한 상황이라 현 가격 대 적극 매수에 가담할 것을 권한다.

2022년에도 본사 영업이익 성장에 따른 DPS 성장 지속될 것

2022년에도 KT는 높은 본사 영업이익 성장을 기록할 전망이다. 이미 이동전화 ARPU 성장 폭이 커지는 가운데 마케팅비용 증가 폭이 크지 않을 전망이고 감가상각비가 예상과 달리 정제될 것이기 때문이다. 2021년 투자 부진에 따른 2022년 5G CAPEX 증가가 예상되지만 5G 추가 주파수 경매가 2022년이 아닌 2023년에나 이루어질 것임을 감안하면 2022년 감가상각비가 증가하긴 어려워 보인다. 이에 따라 DPS 전망도 밝다. 2021년 DPS가 1,700원까지 높아질 것이며 2022년엔 대망의 2천원 DPS 회복도 가능할 전망이다.

2022년초 4만원 돌파할 것, 2022년에도 주가 크게 오를 전망

DPS 흐름으로 보면 2022년 초엔 KT 주가가 4만원까지 상승하고 2022년 말에는 5만원까지도 도전이 가능해 보인다. 기대 배당수익률이 4%까지는 무난히 낮아질 것으로 판단되기 때문이다. 2022년 이동전화 ARPU 성장률, 경쟁환경, 규제 환경 등을 감안할 때 그렇다. 여전히 향후 KT 높은 이익 성장률 달성, DPS 상승에 대한 투자자들의 믿음이 크지 않지만 올해와 마찬가지로 2022년에도 시장 기대치에 부합하는 배당 발표가 있을 것이고 이에 따른 주가 반응이 나타날 전망이다. 여기에 5G 본격화에 따른 수혜 기대감과 규제 우려 감소가 겹치면서 Multiple 정상화 국면에 돌입할 공산이 크다. 과거에도 KT는 실적 정상화와 더불어 후행적으로 기대배당수익률 하향화 추세가 나타났다. 2022년엔 이익 성장과 더불어 Multiple 확장 국면이 나타나면서 높은 주가 상승이 기대된다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(11월16일): 31,100원

Key Data

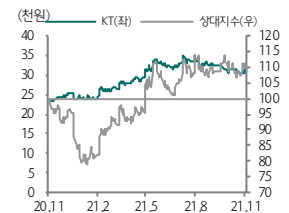
KOSPI 지수 (pt)	2,997.21
52주 최고/최저(원)	34,900/23,400
시가총액(십억원)	8,120.6
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	261,111.8
60일 평균 거래량(천주)	768.1
60일 평균 거래대금(십억원)	24.6
21년 배당금(예상, 원)	1,700
21년 배당수익률(예상, %)	5.36
외국인지분율(%)	43.90
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	12.98

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.6)	0.3	32.3
상대	(0.0)	5.5	12.3

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	24,630.0	25,438.1
영업이익(십억원)	1,523.5	1,671.1
순이익(십억원)	1,134.6	1,221.9
EPS(원)	3,955	4,250
BPS(원)	62,182	65,154

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	24,342.1	23,916.7	24,615.4	25,073.1	25,625.7
영업이익	십억원	1,159.6	1,184.1	1,467.4	1,650.1	1,783.0
세전이익	십억원	976.3	975.1	1,559.6	1,462.7	1,626.6
순이익	십억원	615.8	658.0	999.5	1,033.8	1,150.0
EPS	원	2,358	2,520	3,828	3,959	4,404
증감율	%	(10.58)	6.87	51.90	3.42	11.24
PER	배	11.45	9.52	8.12	7.86	7.06
PBR	배	0.49	0.42	0.52	0.50	0.48
EV/EBITDA	배	2.66	2.38	2.88	2.87	2.87
ROE	%	4.58	4.76	7.01	6.97	7.43
BPS	원	55,491	57,039	59,664	62,097	64,706
DPS	원	1,100	1,350	1,700	2,000	2,200



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

2022년에도 높은 통신부문 이익과 DPS 성장 가능할 전망

높은 KT 영업이익 성장을
2022년에도 그대로 이어질 것,
통신 부문이 여전히 주목 받을 전망

KT는 2022년에도 높은 이익 성장이 예상된다. 본사와 더불어 자회사 실적도 개선될 것이기 때문이다. 내년에도 실적 호전의 주역은 여전히 통신 부문이 될 전망이다. 이미 이동전화 ARPU 성장 폭이 커지는 가운데 마케팅비용 증가 폭이 크지 않을 것이고 감가상각비가 예상과 달리 정체될 전망이다 긍정적이다. 2021년 투자 부진으로 2022년 5G CAPEX 증가가 예상되지만 5G 추가 주파수 경매가 2023년에나 이루어질 것임을 감안하면 2022년 감가상각비도 증가하긴 어려워 보인다. DPS 전망도 밝다. 배당 성향을 감안 시 2021년 DPS가 1,700원까지 높아질 것이며 2022년엔 대망의 2천원 DPS 회복도 가능할 전망이다.

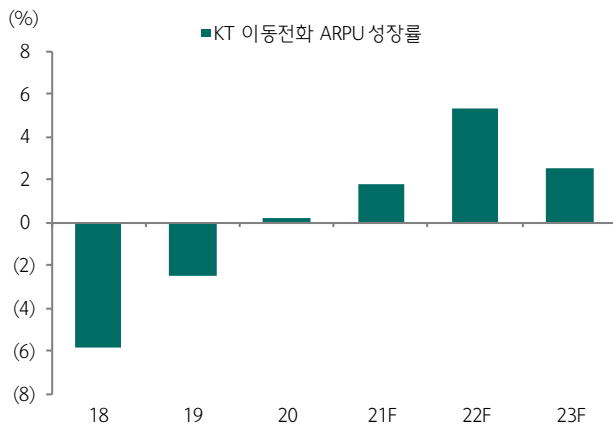
표 1. KT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
매출액	6,029.4	6,027.6	6,217.4	6,341.0	6,171.3	6,224.2	6,265.0	6,412.6
영업이익 (영업이익률)	444.2 7.4	475.8 7.9	382.4 6.2	165.0 2.6	473.8 7.7	497.8 8.0	416.4 6.6	262.1 4.1
세전이익	468.2	522.7	480.3	88.5	426.3	456.3	379.4	200.7
순이익 (순이익률)	302.6 5.0	338.8 5.6	310.9 5.0	47.1 0.7	305.2 4.9	327.4 5.3	267.2 4.3	134.0 2.1

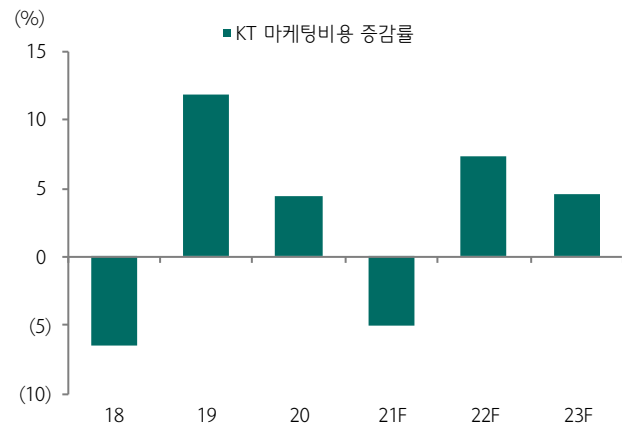
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

그림 1. KT 연간 이동전화 ARPU 성장률 전망



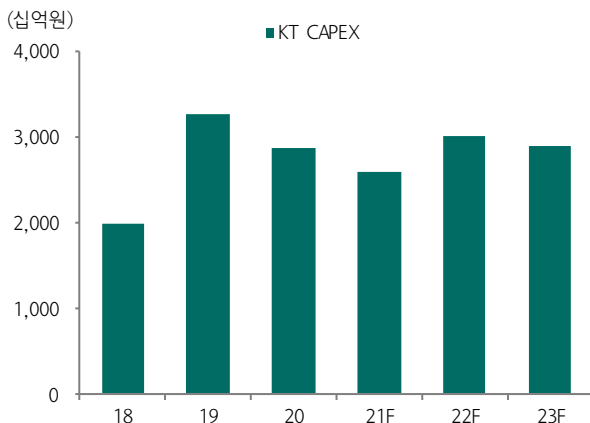
자료: KT, 하나금융투자

그림 2. KT 연간 마케팅비용 증감률 전망



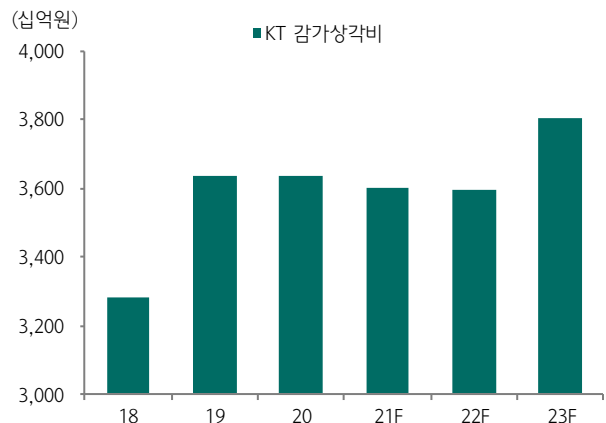
자료: KT, 하나금융투자

그림 3. KT 연간 CAPEX 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 4. KT 연간 감가상각비 전망



자료: KT, 하나금융투자

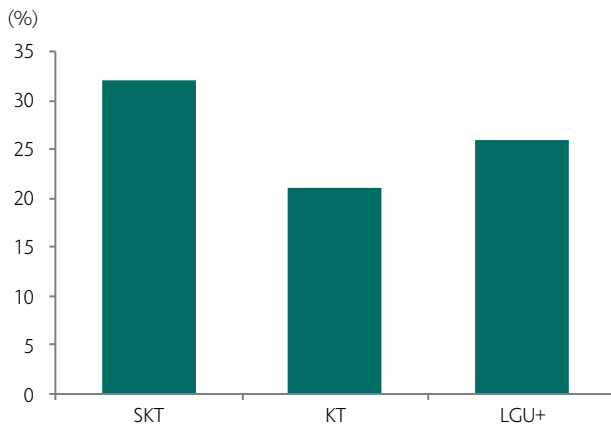
배당 흐름 및 예상 기대 배당수익률로 볼 때 2022년 5만원까지도 상승 가능

결국 총 배당금의 가치가
시가총액으로 연결될 것, 2022년
연초 KT 주가 4만원, 연말 5만원까지
상승 가능해

최근 주가가 지지부진한 상황이지만 결국 배당금의 가치가 시가총액으로 이어질 것으로 판단된다. 2022년 초엔 KT 주가가 4만원까지 상승하고 2022년 말에는 5만원까지도 오를 전망이다. 향후 DPS 흐름으로 보면 기대배당수익률이 4%까지는 무난히 낮아질 것으로 판단되기 때문이다. 2022년 이동전화 ARPU 성장률, 경쟁환경, 규제 환경 등을 감안할 때 4%의 기대배당수익률은 결코 낮지 않은 상황이다. 욕심을 내본다면 3% 중반까지도 기대배당수익률이 낮아질 수 있다.

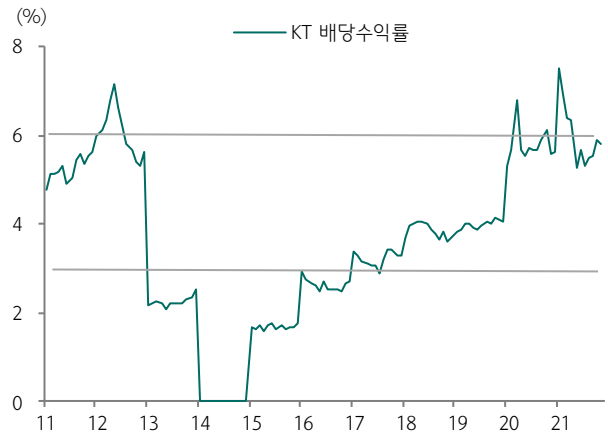
여전히 향후 KT 높은 이익 성장률 달성, DPS 상승에 대한 투자자들의 믿음이 크지 않지만 올해와 마찬가지로 2022년에도 시장 기대치에 부합하는 배당 발표가 있을 것이고 이에 따른 주가 반응이 나타날 전망이다. 여기에 5G 본격화에 따른 수혜 기대감과 규제 우려 감소가 겹치면서 Multiple 정상화 국면에 돌입할 공산이 크다. 2022년엔 이익 성장과 더불어 Multiple 확장 국면이 나타나면서 높은 주가 상승이 기대된다.

그림 5. 국내 통신 3사 시가총액/총 배당금 비교



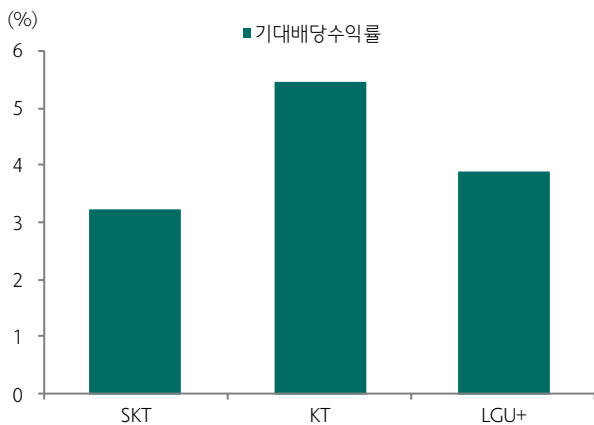
주: 2021년 추정 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. KT 배당수익률 밴드 추이



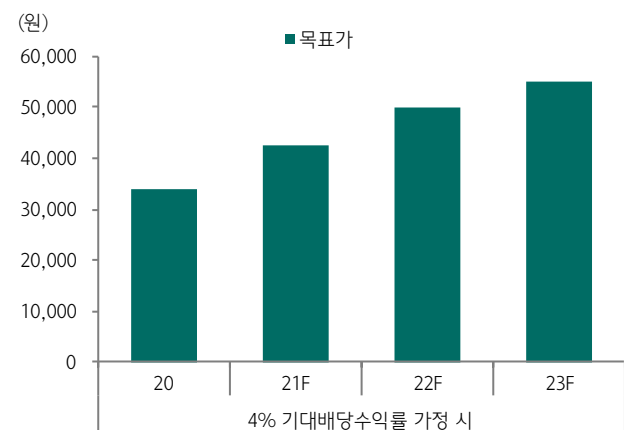
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 7. 통신 3사 기대배당수익률 비교



주: 2021년 추정 실적 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 4% 기대배당수익률 감안한 KT 목표가 산정



자료: KT, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	24,342.1	23,916.7	24,615.4	25,073.1	25,625.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	24,342.1	23,916.7	24,615.4	25,073.1	25,625.7
판매비	23,182.5	22,732.6	23,148.0	23,423.0	23,842.7
영업이익	1,159.6	1,184.1	1,467.4	1,650.1	1,783.0
금융손익	(7.7)	(8.8)	(94.4)	(216.4)	(189.4)
종속/관계기업손익	(3.3)	18.0	33.8	0.0	0.0
기타영업외손익	(172.3)	(218.3)	152.9	29.0	33.0
세전이익	976.3	975.1	1,559.6	1,462.7	1,626.6
법인세	310.3	271.7	456.5	336.4	374.1
계속사업이익	665.9	703.4	1,103.1	1,126.3	1,252.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	665.9	703.4	1,103.1	1,126.3	1,252.5
비배주주지분 순이익	50.2	45.4	103.6	92.5	102.5
지배주주순이익	615.8	658.0	999.5	1,033.8	1,150.0
지배주주지분포괄이익	738.4	684.2	1,017.9	1,027.7	1,142.9
NOPAT	791.0	854.2	1,037.9	1,270.6	1,372.9
EBITDA	4,821.2	4,851.7	5,098.3	5,278.0	5,440.5
성장성(%)					
매출액증가율	3.76	(1.75)	2.92	1.86	2.20
NOPAT증가율	(10.29)	7.99	21.51	22.42	8.05
EBITDA증가율	4.21	0.63	5.08	3.52	3.08
영업이익증가율	(8.08)	2.11	23.93	12.45	8.05
(지배주주)순이익증가율	(10.56)	6.85	51.90	3.43	11.24
EPS증가율	(10.58)	6.87	51.90	3.42	11.24
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	19.81	20.29	20.71	21.05	21.23
영업이익률	4.76	4.95	5.96	6.58	6.96
계속사업이익률	2.74	2.94	4.48	4.49	4.89

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,358	2,520	3,828	3,959	4,404
BPS	55,491	57,039	59,664	62,097	64,706
CFPS	19,871	20,473	21,192	20,325	20,962
EBITDAPS	18,464	18,581	19,526	20,214	20,836
SPS	93,225	91,596	94,271	96,024	98,141
DPS	1,100	1,350	1,700	2,000	2,200
주가지표(배)					
PER	11.45	9.52	8.12	7.86	7.06
PBR	0.49	0.42	0.52	0.50	0.48
PCFR	1.36	1.17	1.47	1.53	1.48
EV/EBITDA	2.66	2.38	2.88	2.87	2.87
PSR	0.29	0.26	0.33	0.32	0.32
재무비율(%)					
ROE	4.58	4.76	7.01	6.97	7.43
ROA	1.85	1.93	2.88	2.87	3.18
ROIC	4.61	4.81	5.79	6.82	7.13
부채비율	127.48	116.46	123.43	117.85	107.95
순부채비율	28.15	24.06	30.45	32.24	33.42
이자보상배율(배)	4.16	4.49	5.09	5.22	6.16

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	11,897.2	11,154.2	12,560.1	12,190.4	11,808.4
금융자산	3,174.3	3,837.5	3,972.0	3,578.4	3,186.6
현금성자산	2,305.9	2,634.6	2,863.4	2,479.5	2,086.6
매출채권	3,150.4	3,056.1	3,623.4	3,664.4	3,722.0
재고자산	665.5	534.6	560.7	673.2	666.3
기타유동자산	4,907.0	3,726.0	4,404.0	4,274.4	4,233.5
비유동자산	22,642.9	22,508.4	23,238.3	24,092.0	24,257.1
투자자산	1,089.3	1,102.2	1,066.7	1,058.3	1,070.9
금융자산	821.7	544.3	496.8	482.0	485.5
유형자산	13,785.3	14,206.1	14,286.4	14,973.3	15,010.1
무형자산	2,834.0	2,161.3	2,544.6	2,689.9	2,805.6
기타비유동자산	4,934.3	5,038.8	5,340.6	5,370.5	5,370.5
자산총계	34,540.1	33,662.5	35,798.4	36,282.4	36,065.5
유동부채	10,148.1	9,192.5	9,491.0	9,335.4	9,325.2
금융부채	1,186.7	1,420.6	1,031.3	1,088.2	1,123.5
매입채무	1,304.8	1,239.7	1,205.4	1,219.0	1,238.2
기타유동부채	7,656.6	6,532.2	7,254.3	7,028.2	6,963.5
비유동부채	9,208.5	8,918.6	10,285.3	10,292.1	9,396.7
금융부채	6,262.3	6,158.9	7,819.0	7,859.0	7,859.0
기타비유동부채	2,946.2	2,759.7	2,466.3	2,433.1	1,537.7
부채총계	19,356.6	18,111.1	19,776.3	19,627.5	18,721.9
지배주주지분	13,663.3	14,011.4	14,506.6	15,142.0	15,823.2
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,441.5	1,440.3	1,443.2	1,443.2	1,443.2
자본조정	(1,171.3)	(1,234.8)	(1,401.2)	(1,401.2)	(1,401.2)
기타포괄이익누계액	194.9	86.1	35.9	35.9	35.9
이익잉여금	11,633.8	12,155.4	12,864.2	13,499.5	14,180.8
비지배주주지분	1,520.2	1,540.0	1,515.5	1,512.9	1,520.4
자본총계	15,183.5	15,551.4	16,022.1	16,654.9	17,343.6
순금융부채	4,274.7	3,742.0	4,878.2	5,368.8	5,795.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,745.2	4,739.8	5,875.4	4,511.8	3,997.8
당기순이익	665.9	703.4	1,103.1	1,126.3	1,252.5
조정	421	464	395	363	366
감가상각비	3,661.7	3,667.6	3,630.9	3,627.9	3,657.5
외환거래손익	76.0	(138.0)	66.3	0.0	0.0
지분법손익	3.3	(17.9)	(26.1)	0.0	0.0
기타	(3,320.0)	(3,047.7)	(3,276.1)	(3,264.9)	(3,291.5)
영업활동 자산부채변동	(1,130.4)	(600.4)	819.5	(242.4)	(912.2)
투자활동 현금흐름	(3,887.5)	(3,761.5)	(4,515.8)	(4,577.7)	(3,919.5)
투자자산감소(증가)	(193.7)	(12.9)	35.5	8.4	(12.6)
자본증가(감소)	(3,220.8)	(3,157.7)	(3,857.5)	(3,710.0)	(3,060.0)
기타	(473.0)	(590.9)	(693.8)	(876.1)	(846.9)
재무활동 현금흐름	(249.7)	(647.6)	(580.2)	(301.5)	(433.4)
금융부채증가(감소)	743.3	130.5	1,270.8	97.0	35.3
자본증가(감소)	1.2	(1.2)	2.9	0.0	0.0
기타재무활동	(689.0)	(466.3)	(1,527.4)	(0.1)	0.1
배당지급	(305.2)	(310.6)	(326.5)	(398.4)	(468.8)
현금의 증감	(397.5)	328.7	226.1	(383.9)	(392.9)
Unlevered CFO	5,188.5	5,345.7	5,533.4	5,307.0	5,473.5
Free Cash Flow	481.8	1,532.3	1,989.3	801.8	937.8

2021년 11월 18일

LGU+(032640)

2022년에도 실적 호전주로 부상할 전망, 저평가 논란 지속될 듯

매수 및 TP 20,000원 유지, 단기/장기 모두 투자 유망

LGU+에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 20,000원을 제시한다. 또한 KT와 함께 통신서비스 업종 Top Picks로 제시한다. 추천 사유는 1) 2022년에도 높은 영업이익 성장률을 기록할 것이 유력하며, 2) 이동전화 ARPU 상승 폭이 커질 것으로 보여 2023년까지 장기 실적 호전 기대감 확산이 예상되고, 3) 배당 성향을 감안할 때 장기 DPS 상승 흐름이 이어질 전망이며, 4) SKT MNO 분할 상장을 계기로 LGU+ 저평가 논란이 거세질 것으로 판단되기 때문이다.

2021년에 이어 2022년에도 높은 이익 성장 지속될 전망

LGU+는 2021년에 이어 2022년에도 높은 영업이익 성장이 예상된다. 최근 트래픽 동향과 5G 가입자 보급률을 감안할 때 2023년까지는 이동전화 ARPU 성장이 지속될 전망이고 경쟁사들과 마찬가지로 마케팅비용 증가 폭이 미미할 것이며 감가상각비 정체가 예상되기 때문이다. 특히 최근 LGU+가 가입자 M/S에 크게 집착하지 않는 모습이라 마케팅비용 통제가 원활해질 전망이고 주파수 관련비용이 감소할 것이라 실적 기대감을 높여주고 있다. 2021년에도 높은 이익 성장을 나타내고 있지만 2022~2023년까지 장기 이익 성장이 나타날 것이라 판단된다.

SKT MNO 분할 상장 이후 LGU+ 저평가 논란 커질 전망

올해도 LGU+ 저평가 논란 속에 주가 상승이 나타난 바 있지만 2022년에도 LGU+ 주가가 이익 대비 너무 낮은 게 아니냐는 시장 공감대 형성이 예상된다. 2021년 11월 말 SKT MNO가 분할 상장할 예정인데 배당금 차이로 인해 SKT MNO 시가 총액이 LGU+와 큰 격차를 나타낼 전망이다. 비록 배당의 차이가 크다고는 하지만 영업이익 차이가 20% 수준에 불과한데 시가 총액 차이는 2배 이상이 될 것이라 새로운 저평가 논란에 휩싸일 것으로 판단된다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(11월16일): 14,100원

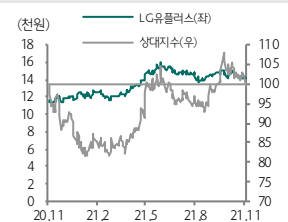
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,997.21
52주 최고/최저(원)	15,900/11,350
시가총액(십억원)	6,156.2
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	1,349.8
60일 평균 거래대금(십억원)	19.6
21년 배당금(예상, 원)	550
21년 배당수익률(예상, %)	3.81
외국인지분율(%)	34.21
주요주주 지분율(%)	
LG 외 3인	37.67
국민연금공단	9.99
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.8) (4.7) 23.1
상대	(3.2) 0.2 4.5

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	13,806.9	14,500.9
영업이익(십억원)	1,043.2	1,161.8
순이익(십억원)	752.8	813.5
EPS(원)	1,707	1,865
BPS(원)	18,211	19,379

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	12,382.0	13,417.6	13,785.5	14,627.3	15,248.6
영업이익	십억원	686.2	886.2	1,023.5	1,174.5	1,361.2
세전이익	십억원	573.9	373.3	960.5	1,105.8	1,310.0
순이익	십억원	438.9	466.8	759.1	884.7	1,048.0
EPS	원	1,005	1,069	1,739	2,026	2,400
증감율	%	(8.88)	6.37	62.68	16.50	18.46
PER	배	14.13	10.99	8.11	6.96	5.88
PBR	배	0.88	0.70	0.78	0.73	0.67
EV/EBITDA	배	4.24	3.51	3.45	3.31	3.02
ROE	%	6.30	6.46	9.98	10.85	11.84
BPS	원	16,218	16,891	17,992	19,428	21,188
DPS	원	400	450	550	650	750



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

2022년에도 어닝서프라이즈 행진 지속할 전망

이동전화매출액, 감가상각비 전망
감안 시 2022년에도 높은 영업이익/
배당금 증가 양상 지속될 전망

LGU+는 2021년에 이어 2022년에도 투자자들의 expectations을 뛰어 넘는 우수한 실적을 기록할 전망이다. 최근 트래픽 동향과 5G 가입자 보급률을 감안할 때 2023년까지는 이동전화 ARPU 성장이 지속될 전망이고 경쟁사들과 마찬가지로 마케팅비용 증가 폭이 미미할 것이며 감가상각비 정체가 예상되기 때문이다. 특히 최근 LGU+가 가입자 M/S에 크게 집착하지 않는 모습이라 마케팅비용 통제가 원활해질 전망이고 주파수관련비용이 감소할 것이라 실적 기대감을 높여주고 있다. LG헬로비전의 완만한 이익 성장도 지속될 것으로 보여 2023년까지 장기 이익 성장이 나타날 것이라 판단이다.

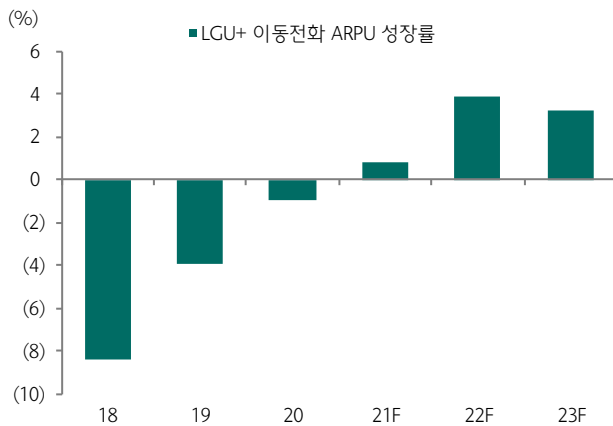
표 1. LGU+의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
매출액	3,416.8	3,345.5	3,477.4	3,545.8	3,595.1	3,630.4	3,670.0	3,731.9
영업이익 (영업이익률)	275.6 8.1	268.4 8.0	276.7 8.0	202.7 5.7	288.9 8.0	299.3 8.2	312.3 8.5	274.0 7.3
세전이익	257.0	257.8	266.1	179.5	272.1	282.9	298.9	251.8
순이익 (순이익률)	200.9 5.9	210.5 6.3	211.0 6.1	143.6 4.1	217.7 6.1	226.3 6.2	239.1 6.5	201.4 5.4

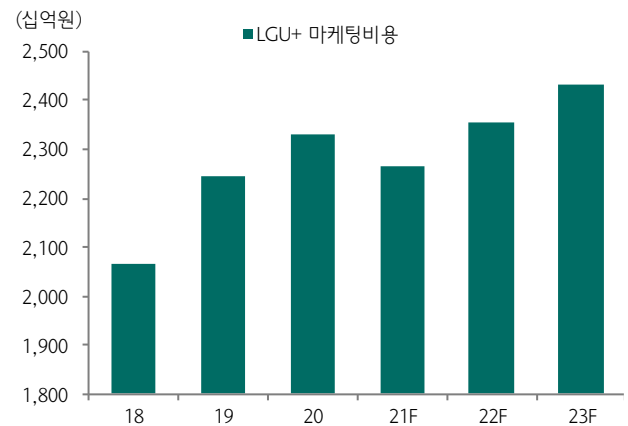
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 1. LGU+ 연간 이동전화 ARPU 성장률 전망



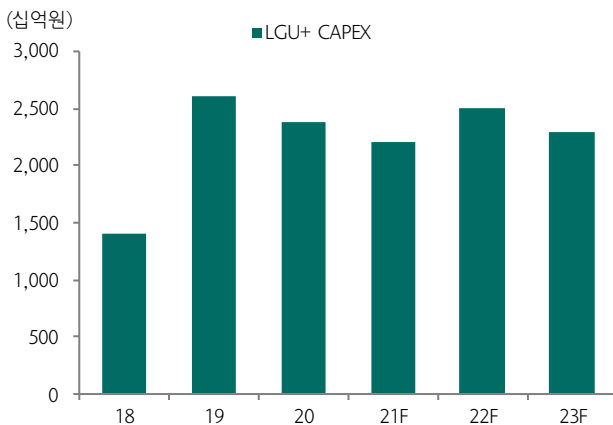
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 2. LGU+ 연간 마케팅비용 전망



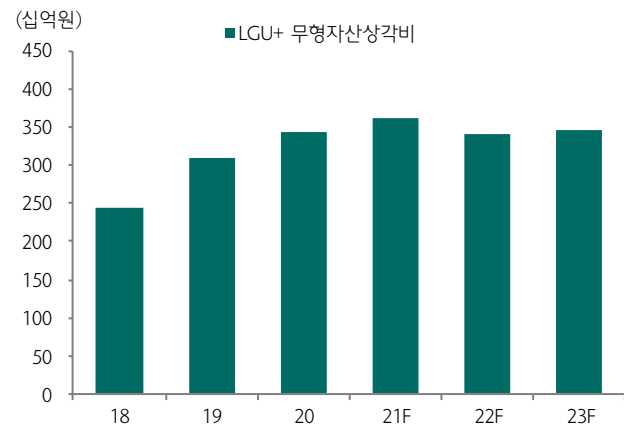
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 3. LGU+ 연간 CAPEX 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 4. LGU+ 연간 무형자산상각비 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

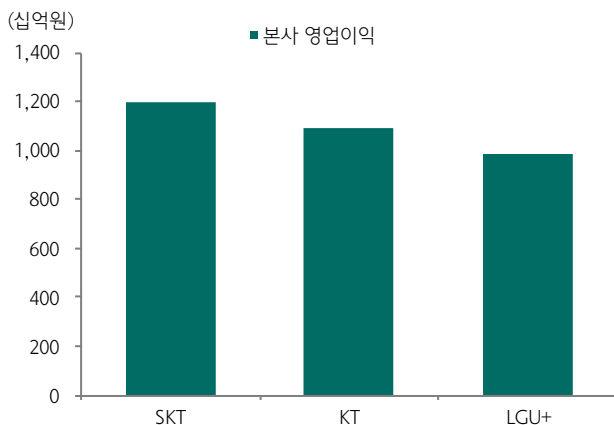
저평가 논란 지속될 것, 이익/배당 성장과 더불어 주가 상승 전망

SKT MNO 분할 상장 계기로
LGU+의 저평가 논란 계속될 것,
2022년 높은 주가 상승 기대

LGU+의 경우엔 2021년 초 과도한 저평가 논란에 시달렸다. 화웨이 장비 철수 우려로 주가가 과도하게 짓눌려 있다는 평가가 지속되는 가운데 결국 1분기 실적 발표 이후 주가가 정상화되는 과정을 겪었다. 5G SA로의 진입 시 화웨이 장비 매칭 이슈가 소멸될 것이란 점, 어닝 서프라이즈 지속으로 2021년 연간 영업이익 1조원 돌파 가능성이 부각되며 주가가 제자리를 찾았다.

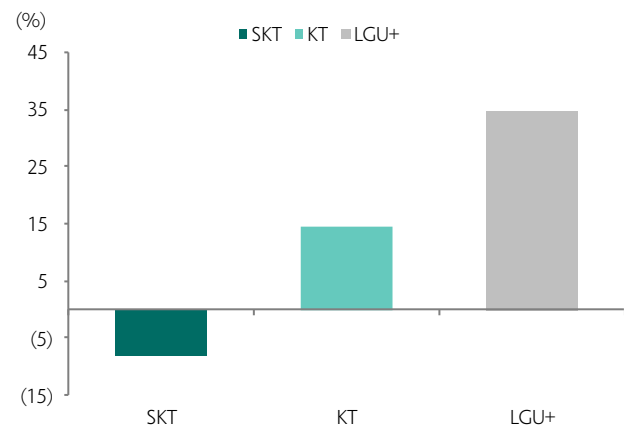
2022년에도 LGU+ 주가는 주식 시장에서 지속적인 논란거리가 될 전망이다. LGU+ 주가가 이익 대비 너무 낮은 것이 문제인데 결국 SKT MNO 분할 상장의 논란의 시작이 될 것으로 판단된다. 2021년 11월 말 SKT MNO가 분할 상장할 예정인데 배당금 차이로 인해 SKT MNO 시가총액이 LGU+와 큰 격차를 나타낼 것으로 판단되기 때문이다. 비록 배당의 차이가 크다고는 하지만 영업이익 차이가 20% 수준에 불과한데 시가총액 차이는 2배 이상이 될 것이라 새로운 저평가 논란에 휩싸일 것으로 판단된다. 높은 이익 성장과 DPS 상승을 감안할 때 기대배당수익률 3% 적정 주장에 힘이 실릴 것이라 판단이다.

그림 5. 국내 통신 3사 본사 영업이익 비교(2021년 추정치 기준)



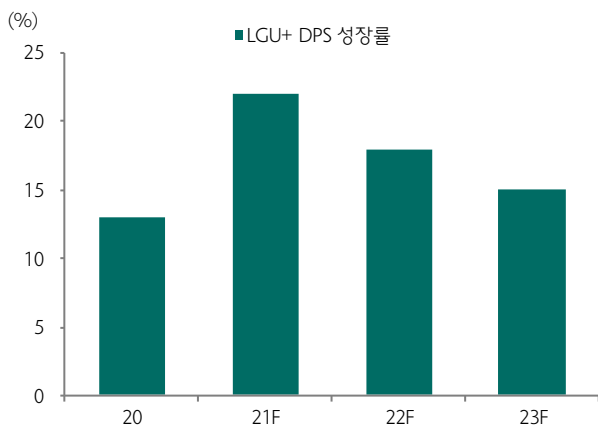
자료: 하나금융투자

그림 6. 2019~2021년 누적 국내 통신 3사 본사 영업이익 성장률 비교



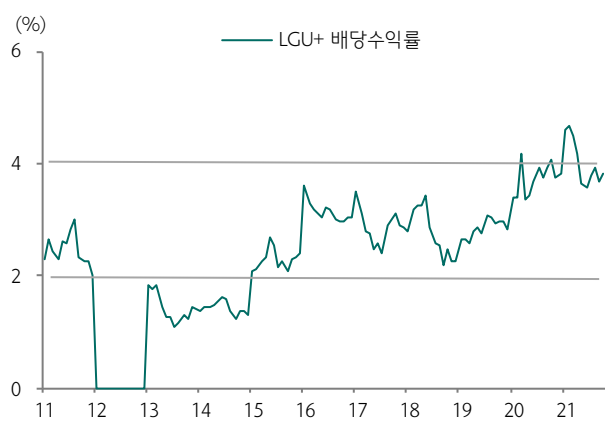
주: 2021년 실적은 당사 추정치 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 7. LGU+ DPS 성장률 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 8. LGU+ 기대배당수익률 밴드



자료: LGU+, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	12,382.0	13,417.6	13,785.5	14,627.3	15,248.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12,382.0	13,417.6	13,785.5	14,627.3	15,248.6
판매비	11,695.7	12,531.5	12,761.9	13,452.8	13,887.4
영업이익	686.2	886.2	1,023.5	1,174.5	1,361.2
금융손익	(90.7)	(94.5)	(86.1)	(65.8)	(51.7)
종속/관계기업손익	1.2	0.6	1.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(22.8)	(418.9)	22.0	(3.0)	0.5
세전이익	573.9	373.3	960.5	1,105.8	1,310.0
법인세	133.0	120.8	194.4	221.2	262.0
계속사업이익	440.9	252.6	766.1	884.7	1,048.0
중단사업이익	(2.1)	225.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	438.8	478.1	766.1	884.7	1,048.0
비배주주지분 순이익	(0.0)	11.3	6.9	0.0	0.0
지배주주순이익	438.9	466.8	759.1	884.7	1,048.0
지배주주지분포괄이익	402.3	468.6	760.3	874.8	1,036.3
NOPAT	527.2	599.5	816.4	939.6	1,089.0
EBITDA	2,753.8	3,256.6	3,447.9	3,537.2	3,781.1
성장성(%)					
매출액증가율	5.60	8.36	2.74	6.11	4.25
NOPAT증가율	(4.68)	13.71	36.18	15.09	15.90
EBITDA증가율	14.14	18.26	5.87	2.59	6.90
영업이익증가율	(7.36)	29.15	15.49	14.75	15.90
(지배주주)순이익증가율	(8.87)	6.36	62.62	16.55	18.46
EPS증가율	(8.88)	6.37	62.68	16.50	18.46
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	22.24	24.27	25.01	24.18	24.80
영업이익률	5.54	6.60	7.42	8.03	8.93
계속사업이익률	3.56	1.88	5.56	6.05	6.87

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	4,805.5	4,950.9	5,757.0	6,164.0	6,616.4
금융자산	573.0	816.9	1,460.2	1,686.4	1,941.9
현금성자산	474.4	726.2	1,368.7	1,590.1	1,842.0
매출채권	1,765.6	1,855.7	1,909.0	2,009.8	2,084.4
재고자산	436.7	284.1	397.5	382.0	425.7
기타유동자산	2,030.2	1,994.2	1,990.3	2,085.8	2,164.4
비유동자산	13,135.6	13,399.3	13,689.8	14,162.6	14,616.1
투자자산	114.3	130.9	153.2	157.7	161.0
금융자산	63.6	75.6	97.4	99.0	100.2
유형자산	8,861.1	9,949.8	10,191.9	10,571.6	10,903.3
무형자산	2,218.9	1,540.7	1,683.6	1,797.2	1,915.6
기타비유동자산	1,941.3	1,777.9	1,661.1	1,636.1	1,636.2
자산총계	17,941.1	18,350.2	19,446.8	20,326.6	21,232.5
유동부채	4,648.9	4,328.3	5,031.3	5,327.5	5,426.5
금융부채	966.3	1,318.0	1,386.2	1,408.1	1,402.5
매입채무	421.5	73.8	317.9	280.1	312.7
기타유동부채	3,261.1	2,936.5	3,327.2	3,639.3	3,711.3
비유동부채	5,942.6	6,370.6	6,302.9	6,271.5	6,321.5
금융부채	4,806.3	5,535.6	5,401.8	5,401.8	5,401.8
기타비유동부채	1,136.3	835.0	901.1	869.7	919.7
부채총계	10,591.4	10,699.0	11,334.2	11,599.0	11,748.0
지배주주지분	7,080.8	7,374.8	7,837.9	8,464.6	9,233.1
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	(17.6)	(17.6)	(17.6)
기타포괄이익누계액	(3.6)	(4.6)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
이익잉여금	3,673.6	3,968.6	4,446.4	5,073.0	5,841.5
비지배주주지분	268.8	276.4	274.6	263.0	251.4
자본총계	7,349.6	7,651.2	8,112.5	8,727.6	9,484.5
순금융부채	5,199.5	6,036.7	5,327.9	5,123.5	4,862.4

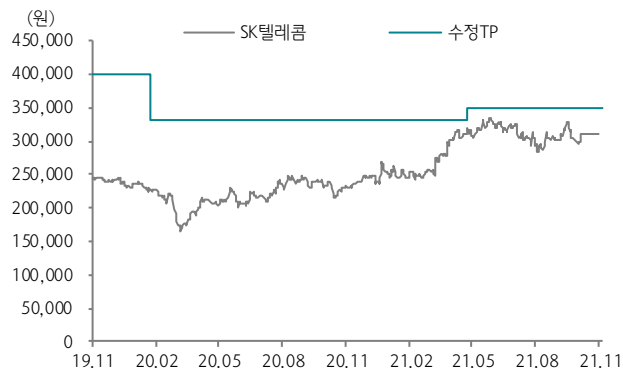
투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,005	1,069	1,739	2,026	2,400
BPS	16,218	16,891	17,992	19,428	21,188
CFPS	10,463	12,117	10,563	8,096	8,662
EBITDAPS	6,307	7,459	7,897	8,102	8,660
SPS	28,359	30,731	31,574	33,502	34,925
DPS	400	450	550	650	750
주가지표(배)					
PER	14.13	10.99	8.11	6.96	5.88
PBR	0.88	0.70	0.78	0.73	0.67
PCFR	1.36	0.97	1.33	1.74	1.63
EV/EBITDA	4.24	3.51	3.45	3.31	3.02
PSR	0.50	0.38	0.45	0.42	0.40
재무비율(%)					
ROE	6.30	6.46	9.98	10.85	11.84
ROA	2.75	2.57	4.02	4.45	5.04
ROIC	4.95	4.81	6.42	7.35	8.28
부채비율	144.11	139.83	139.71	132.90	123.87
순부채비율	70.75	78.90	65.67	58.70	51.27
이자보상배율(배)	6.17	5.94	7.56	17.69	26.23

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,252.6	2,548.6	3,745.5	3,435.6	3,470.2
당기순이익	438.8	478.1	766.1	884.7	1,048.0
조정	393	464	350	236	242
감가상각비	2,067.6	2,370.5	2,424.4	2,362.7	2,419.9
외환거래손익	(0.1)	1.6	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	(6.3)	(314.5)	(0.9)	0.0	0.0
기타	(1,668.2)	(1,593.6)	(2,073.3)	(2,126.7)	(2,177.9)
영업활동 자산부채변동	(2,112.1)	(2,569.9)	(517.0)	188.2	2.2
투자활동 현금흐름	(3,214.3)	(2,615.6)	(2,972.6)	(2,851.9)	(2,888.6)
투자자산감소(증가)	(24.0)	(15.9)	(21.5)	(4.5)	(3.4)
자본증가(감소)	(2,308.1)	(2,686.1)	(2,312.2)	(2,400.0)	(2,400.0)
기타	(882.2)	86.4	(638.9)	(447.4)	(485.2)
재무활동 현금흐름	1,220.1	157.2	(233.4)	(236.2)	(285.1)
금융부채증가(감소)	2,801.5	1,081.1	(65.6)	21.9	(5.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,406.8)	(746.4)	115.8	(0.1)	0.0
배당지급	(174.6)	(177.5)	(283.6)	(258.0)	(279.5)
현금의 증감	95.7	251.8	792.6	221.4	251.9
Unlevered CFO	4,568.4	5,290.6	4,611.8	3,535.0	3,781.8
Free Cash Flow	(73.9)	(154.9)	1,427.5	1,035.6	1,070.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

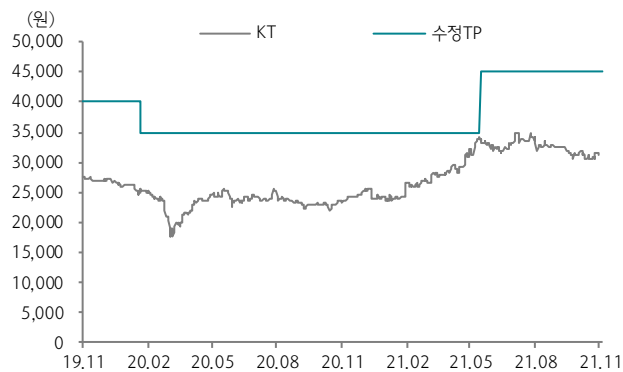
SK텔레콤



날짜	투자 의견	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%
19.11.19	1년 경과		-	-
18.11.19	BUY	400,000	-36.49%	-27.63%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

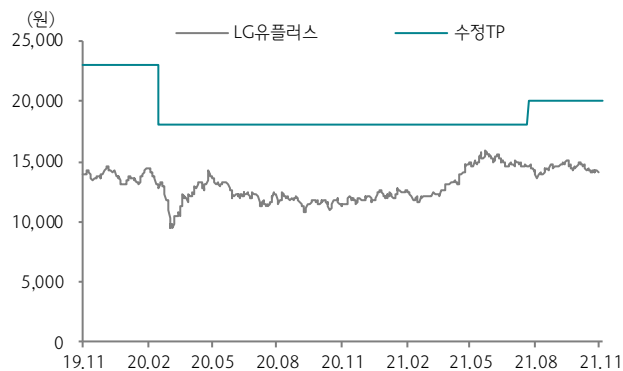
KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.6.2	BUY	45,000	-	-
21.2.7	1년 경과		-	-
20.2.7	BUY	35,000	-32.76%	-26.86%
19.11.19	1년 경과		-	-
18.11.19	BUY	40,000	-29.74%	-22.13%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG유플러스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.8.9	BUY	20,000	-	-
21.3.3	1년 경과		-	-
20.3.3	BUY	18,000	-32.97%	-21.11%
19.11.19	1년 경과		-	-
18.11.19	BUY	23,000	-35.86%	-20.87%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.67%	5.33%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 11월 17일

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 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법

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