



2022년 1월 26일 | Equity Research



# 통신서비스 2월 투자 전략

## 배당금에 걸맞는 주가 형성될 것, 1분기 통신주 강세 예상

- | 2월 매력도 '매우 높음' 유지, 실적/배당 전망이 주가 올릴 것
- | 통신주 투자 환경 양호, 규제 우려 없고 이익 성장 신뢰 높아
- | 2월 투자 매력도 KT>LGU+>SKT, KT가 당분간 주도주일 것

Industry In-depth

Top Picks

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 80,000원 | CP(1월24일) 56,300원  
 KT(030200) | BUY | TP 45,000원 | CP(1월24일) 31,650원  
 LG유플러스(032640) | BUY | TP 20,000원 | CP(1월24일) 13,350원



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

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



# CONTENTS

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 2월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지</b>              | <b>3</b>  |
| 1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지                              | 3         |
| 2) 2월 매력도 ‘매우 높음’, 새로운 주당배당금 컨센서스가 주가 올릴 것             | 4         |
| 3) 배당락 감안하면 최근 통신업종 수익률 KOSPI를 상회                      | 24        |
| 4) 2월 통신주 강세 가능성 높은 상황, 매수 강도 높여야                      | 25        |
| <br>   |           |
| <b>2. 경쟁환경 – 휴대폰 판매량 외 변화 가능성 낮아</b>                   | <b>27</b> |
| 1) 5G 순증 가입자 증가했지만 4분기 마케팅비용 소폭 증가에 그칠 듯               | 272       |
| 2) 당분간 시장 과열 어려울 전망, 휴대폰 판매량 증가 외 변수 없어                | 30        |
| <br>   |           |
| <b>3. 12개월 Top Pick KT, 2월 투자매력도 KT&gt;LGU+&gt;SKT</b> | <b>31</b> |
| 1) 12개월 Top Pick을 KT로 유지                               | 31        |
| 2) 2월 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Pick은 KT      | 32        |
| <br>   |           |
| <b>Top Picks</b>                                       | <b>33</b> |
| SKT (017670)   | 34        |
| KT (030200)  | 36        |
| LGU+ (032640)  | 38        |

2022년 1월 26일 | Equity Research

# 통신서비스 2월 투자 전략

## 배당금에 걸맞는 주가 형성될 것, 1분기 통신주 강세 예상

### 2월 매력도 '매우 높음' 유지, 실적/배당 전망이 주가 올릴 것

통신서비스 업종 2월 투자매력도를 '매우 높음'으로 유지한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 2022년에도 배당의 원천인 통신사 본사 영업이익이 높은 증가세를 나타낼 전망이다, 2) 금년 1월 말/2월 초 통신 3사가 지난해 배당을 발표할 예정인데 이를 계기로 올해 새로운 DPS 컨센서스가 형성되면서 주가 상승이 나타날 가능성이 높으며, 3) 매출 성장 확대에도 불구하고 올해 LTE 사용대가 하락으로 감가상각비 감소가 예상되고, 4) 3월 대선 전 투자심리를 흔들만한 통신비 인하 공약이 발표될 가능성이 낮으며, 5) 올해 5G+로의 진화가 논의될 것이어서 메타버스/IoT 활성화 기대감 상승이 예상되기 때문이다.

### 통신주 투자 환경 양호, 규제 우려 없고 이익 성장 신뢰 높아

2월에 부각될 통신산업 이슈는 많다. 1) 2021년 4분기 실적 발표, 2) 2021년 배당금 발표, 3) 20대 대선 후보들의 통신비 공약, 4) 2022년 CAPEX 발표, 5) 2022년 ARPU 전망치 및 실적 가이던스 등이 대표적이다. 이렇다고 볼 때 2월 통신주 전망은 밝다. 2021년 4분기 실적이 내용상 양호할 전망이다. 2021년 4분기 실적 발표 이후 올해 배당 컨센서스가 올라가면서 주가가 상승 전환할 가능성이 높기 때문이다. 여기에 2022년 낙관적인 이동전화 ARPU 전망과 함께 실적 가이던스가 긍정적으로 제시될 것이라 점도 기대를 갖게 한다. 3월 대선에서 등장할 요금인하 및 5G CAPEX 증가 이슈도 약재가 되긴 어렵다. 5G가 4차산업의 인프라로 인식되는 상황에서 정치적으로 통신요금인하 이슈를 건드릴려야 얻을 것이 없고 5G CAPEX 증가는 비용 증가 부담이 커지는 것과 동시에 매출 증가 기대감이 높아질 수 있는 중립적인 이슈이기 때문이다.

### 2월 투자 매력도 KT>LGU+>SKT, KT가 당분간 주도주일 것

2022년 1월에 이어 2월에도 KT를 통신서비스 월간 Top Pick으로 제시한다. KT 2021년 배당금 확정 발표 이후 DPS 컨센서스가 높아지면서 저평가 논란이 확산될 것으로 판단되기 때문이다. LGU+의 경우엔 1/28일(금) 2021년 4분기 실적 발표 직전 연간 배당금 발표에 관심을 높일 것을 권하며 주가가 오르지 못한 현 시점 매수 전략을 추천한다. SKT의 경우엔 주도주가 되긴 어렵겠지만 확실한 주가 바닥권이므로 점진적 보유 비중 확대를 추천한다. 2월엔 종목별 투자 매력도를 KT>LGU+>SKT 순으로 평가한다.

### Industry In-depth

Overweight

#### Top picks

| 종목명            | 투자의견 | TP(12M) | CP(1월24일) |
|----------------|------|---------|-----------|
| SK텔레콤(017670)  | BUY  | 80,000원 | 56,300원   |
| KT(030200)     | BUY  | 45,000원 | 31,650원   |
| LG유플러스(032640) | BUY  | 20,000원 | 13,350원   |

#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 54,465 | 55,959 | 57,709 | 56,581 | 58,411 |
| 영업이익      | 십억원 | 2,954  | 3,420  | 4,154  | 4,330  | 4,801  |
| 세전이익      | 십억원 | 2,711  | 3,225  | 6,219  | 3,984  | 4,503  |
| 순이익       | 십억원 | 1,943  | 2,629  | 4,684  | 3,006  | 3,400  |
| EPS       | 원   | 2,753  | 3,725  | 6,647  | 4,281  | 4,842  |
| 증감률       | %   | (54.8) | 35.3   | 78.4   | (35.6) | 13.1   |
| 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    | 1.2    |
| ROE       | %   | 4.4    | 5.8    | 9.5    | 5.9    | 6.4    |
| BPS       | 원   | 62,617 | 65,217 | 72,048 | 74,680 | 77,432 |
| DPS       | 원   | 1,152  | 1,231  | 1,534  | 1,667  | 1,772  |

주: SKT 22년 이후 실적은 기업분할 이후 기준  
자료: 하나금융투자



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

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

## 1. 2월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지

### 1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지, 2023년까지 장기 이익 성장 예상되고 규제 환경 양호하며 5G 킬러서비스로 IoT/메타버스가 부상하면서 Multiple 확장이 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 성장 대비 감가상각비 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 (2월) | 투자의견 (1월) | 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 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

2월 통신서비스 투자 매력도를 '매우 높음'으로 유지, 1월 말/2월 초 지난해 배당금 발표 이후 통신주 저평가 논란 커질 수 있다는 점에 유의

## 2) 2월 매력도 '매우 높음', 새로운 주당배당금 컨센서스가 주가 올릴 것

1월에 이어 2월에도 통신서비스 업종 투자 매력도를 '매우 높음'으로 제시한다. 연초라서 2022년 실적에 대한 투자자들의 관심이 높아질 수 있는데 올해 이동전화 ARPU, 마케팅비용, 감가상각비 동향 및 전망을 감안할 때 어느 섹터보다도 이익 성장 가능성이 높은 상황이고 기대배당수익률로 보면 확실한 락바텀이기 때문이다.

여기에 1월/2월 초 통신 3사가 2021년 4분기 실적 발표 직전에 이사회를 개최하고 지난해 배당금을 공시하며 올해 배당 성향에 대해 언급할 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 2022년에도 본사 영업이익 성장률이 높게 나타날 것이라 올해 배당 증가에 대한 기대감이 2022년 1분기 주가에 입혀질 가능성이 높아 보인다. 아마도 올해 총 배당금에 걸맞는 시가총액 형성이 기대된다.

규제 환경이 어느 때보다도 양호하고 5G 성공 기대감이 높아질 수 있다는 점도 긍정적이다. 대선을 앞두고 있지만 규제 환경이 어느 때보다도 양호하고 5G+/6G 논의가 본격화되면서 메타버스/블록체인과 같은 차세대 서비스 성장 기대감이 형성될 수 있기 때문이다.

지난해 상반기에도 통신사들이 배당금 상향을 발표한 이후 주가는 탄력적인 반등을 나타냈다. 올해도 비슷한 주가 흐름이 예상된다. 통신주가 너무 싸다는 인식이 확산되면서 한 단계 주가 업그레이드를 나타낼 가능성이 높다는 판단이다. 최소한 2월까지의 공격적인 매수 전략을 추천한다.

구체적으로 투자 포인트를 열거하면 다음과 같다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

| 구분    | 투자 매력도 (2월) | 투자 매력도 (1월) | 매력도 변화 | 사유   |
|-------|-------------|-------------|--------|--|
| 통신 업종 | 5           | 5           | -      | <ul style="list-style-type: none"> <li>1월 말/2월 초 지난해 배당 발표가 주가 상승 기폭제 될 전망</li> <li>2022년에도 국내 통신사 본사 영업이익 증가율 높을 것</li> <li>업황 감안 시 통신사 밸류에이션상 매력도 어느 때보다도 높은 편</li> <li>2023년까지도 통신사 이동전화 ARPU 성장 유력한 상황</li> <li>대리점 추가 지원금 상향에도 마케팅비용 증가 제한적일 것</li> <li>주파수관련비용 올해 일시적 급감 불가피할 전망</li> <li>5G CAPEX 증가해도 총 감가상각비 감소할 듯</li> <li>3월 대선 전 투자심리 흔들만한 통신비 인하 공약 발표 어려울 것</li> <li>올해 5G+로의 진화 논의될 것, 메타버스/IoT 활성화 기대</li> </ul> |

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

(1) 2022년 1월 말/2월 초 LGU+와 KT 배당금 발표 이후 저평가 논란 커지면서 통신주 한 단계 레벨 업 될 것, 1~3월 어느 때보다 투자 유망 평가

(1) 1월 말/2월 초 지난해 배당 발표가 통신사 주가 상승의 기폭제가 될 전망이다.

1/28일(금) LGU+, 2/9일(수) SKT/KT가 2021년 4분기 및 2021년 연간 실적을 발표할 예정이다. 그런데 실적보다 더 관심을 끄는 부분은 지난해 통신 3사 배당금이다. 실적 발표 직전 이사회를 통해 배당이 결정되고 공시될 것이 유력하기 때문이다.

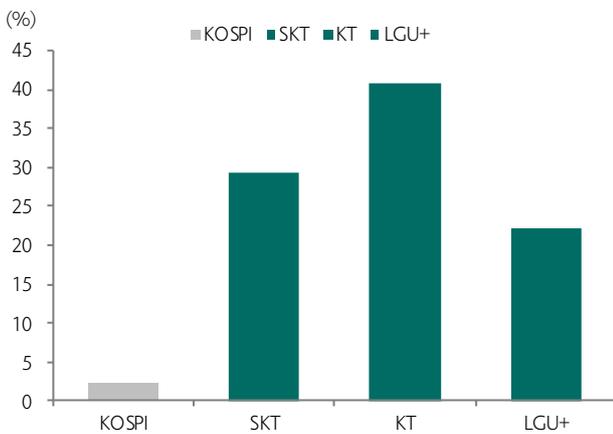
과거 20년간 통신사 배당금은 주가 바닥을 설명하는 경우가 많았다. 업종 특성상 배당금 감소 리스크가 낮아 높은 기대배당수익률을 감안한 다양한 투자자들의 진입이 이루어지는 섹터이기 때문이었다. 기대배당수익률 5~6% 수준에서는 꼭 주식 투자자들이 아니더라도 통신주 매수를 고민하는 투자자들이 많았던 것이 사실이다. 특히 10년전 대비 금리가 낮아진 현 상황에서는 더욱 그렇다. 최근 시중 금리가 상승하고는 있지만 여전히 저금리 상황이기 때문이다.

2021년 2월 KT 주가는 탄력적인 반등을 나타냈다. 2020년 KT DPS 성장률이 예상보다 높게 나타난 데다가 2021년에도 높은 DPS 상승이 예상되기 때문이었다. 결국 KT 주가는 2020년 확정 DPS 3% 후반, 2021년 예상 DPS 4% 후반까지 주가가 올랐다.

이번에도 작년과 동일한 현상이 나타날 공산이 크다. 2021년 KT 확정 DPS가 발표되고 2022년 예상 DPS 컨센서스가 형성되면서 주가는 한 단계 레벨 업 될 가능성이 높다. 아마도 2월 배당금이 발표된 이후 얼마 지나지 않아 KT 주가는 36,000원 이상으로 높아져 있을 가능성이 높다. 과거 주당 배당금 2,000원을 지급했을 당시 KT 주가 저점이 36,000원 이상에서 형성된 바 있기 때문이다. 기대배당수익률 5.6% 수준인데 현재 통신 3사 기대배당수익률을 감안해도 이 수준에선 KT 주가가 바닥을 형성할 가능성이 높아 보인다.

더불어 LGU+의 배당 성향 상향도 큰 이슈가 될 전망이다. 기존 30%에서 40%로 공식 상향 조정할 가능성이 높은데 이럴 경우 DPS 상승 폭 확대와 더불어 높은 기대배당수익률을 예상할 수 있기 때문이다. 향후 자사주 취득을 통한 배당가능주식수 감소가 꾸준히 이루어진다면 연간 20%에 육박하는 DPS 상승이 지속될 것이란 판단이다.

그림 1. 2021년 2~5월 통신 3사 주가 및 KOSPI 상승률 비교



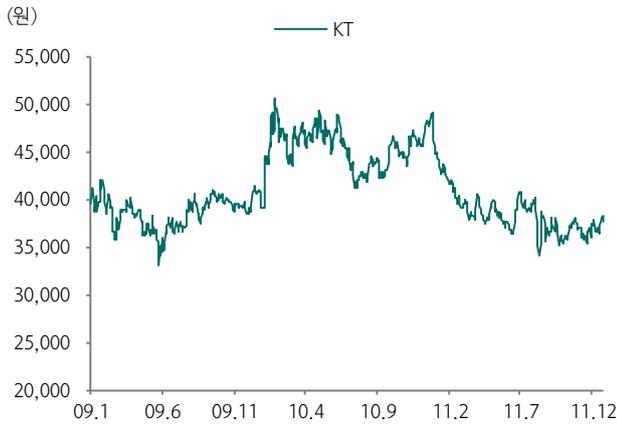
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 2. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 3. KT DPS 2,000원 당시 주가 추이



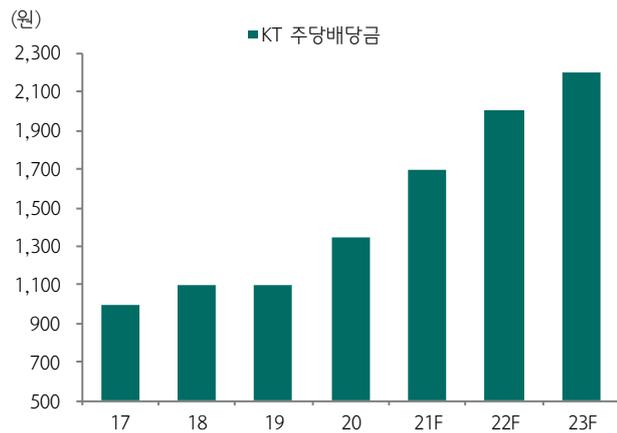
자료: KT, 하나금융투자

그림 4. 최근 10년간 3년 만기 국고채 수익률 추이



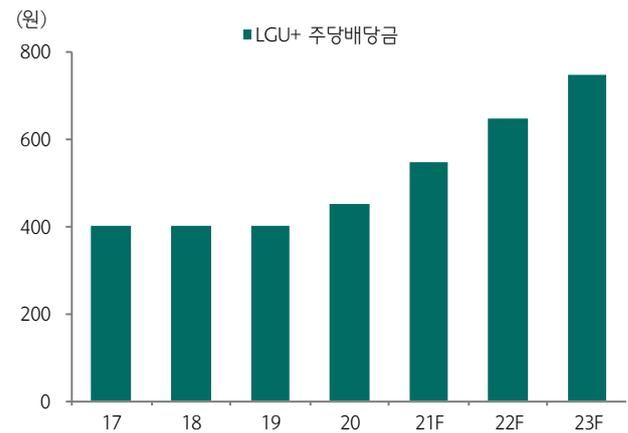
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 5. KT 주당배당금 전망



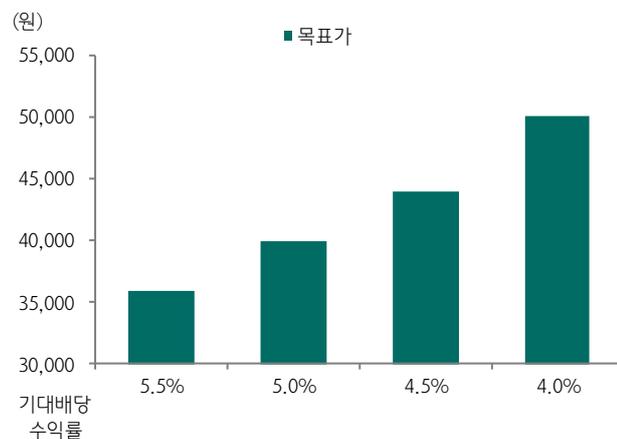
자료: KT, 하나금융투자

그림 6. LGU+ 주당배당금 전망



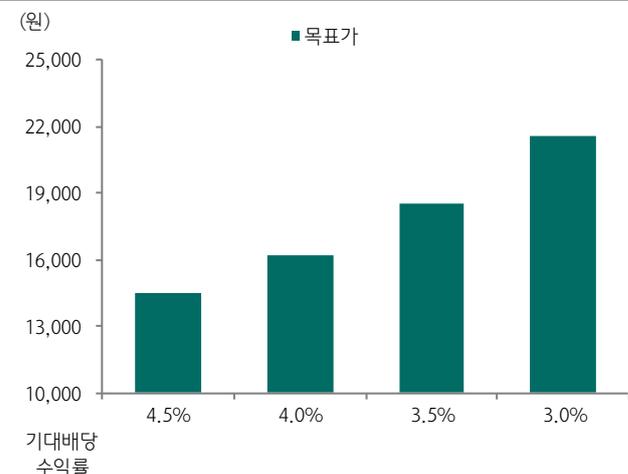
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 7. 2022년 기대배당수익률 변화에 따른 KT 예상 주가



주: 2022년 KT DPS 2,000원 가정  
자료: KT, 하나금융투자

그림 8. 2022년 기대배당수익률 변화에 따른 LGU+ 예상 주가



주: 2022년 LGU+ DPS 650원 가정  
자료: LGU+, 하나금융투자

(2) 2022년에도 국내 통신사 본사 영업이익 두 자리 수 성장 전망, 투자자들의 DPS 상승 기대감 높아지면서 주가 수준 한 단계 올라갈 것

(2) 2022년에도 국내 통신사 본사 영업이익의 증가율이 높게 나타날 전망이다. 실적 추세를 확인하면서 DPS 상승 기대감 상승과 더불어 주가 한 단계 레벨 업이 예상된다.

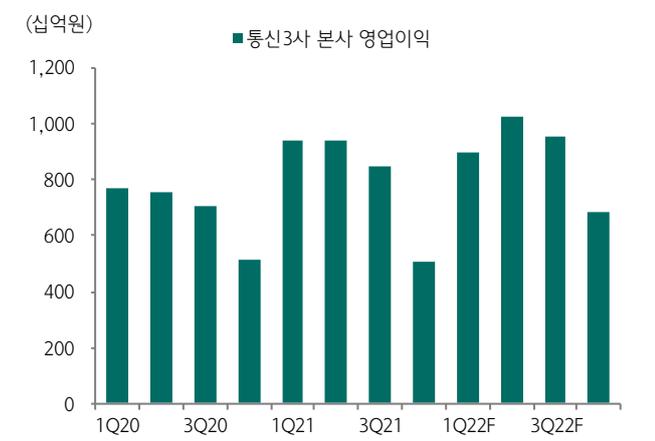
2022년 국내 통신산업은 그 어느 섹터와 비교해도 이익 성장 가능성이 높다. 이동전화 ARPU/마케팅비용/감가상각비를 바탕으로 추정하면 그렇다. 2021년 당초 예상보다도 통신 3사 실적이 양호하게 나타났지만 2022년도 역시 보수적으로 봐도 본사 영업이익은 두자리 수 성장이 무난히 달성 가능해 보인다.

아마도 2021년이 5G 수혜로 통신사 실적이 개선되는 원년이었다면 2022년은 5G 성숙기로 진입하면서 이익이 크게 증가하는 한해가 될 것으로 보인다. 휴대폰 기준 5G 보급률이 60%에 달할 전망이다기 때문이다. 2022년에는 이동전화 ARPU 상승 폭이 5%에 달하고 휴대폰 판매량 증가로 마케팅비용이 5% 증가하겠지만 감가상각비는 1% 감소가 예상된다. 주파수관련비용 감소를 감안할 때 그렇다.

통신사 이동전화매출액/휴대폰 판매량/인당보조금/광고비//주파수관련비용/유형자산상각비 등을 모두 고려하면 2022년 통신 3사 본사 영업이익합계는 2020년대비 12% 증가한 35,322억원이 예상된다. 다만 지난해 2천억원에 달하는 KT 자회사 부동산 매각 차익 발생으로 인한 역기저효과로 2022년 통신 3사 연결 영업이익 합계는 전년대비 5% 증가에 그칠 전망이다.

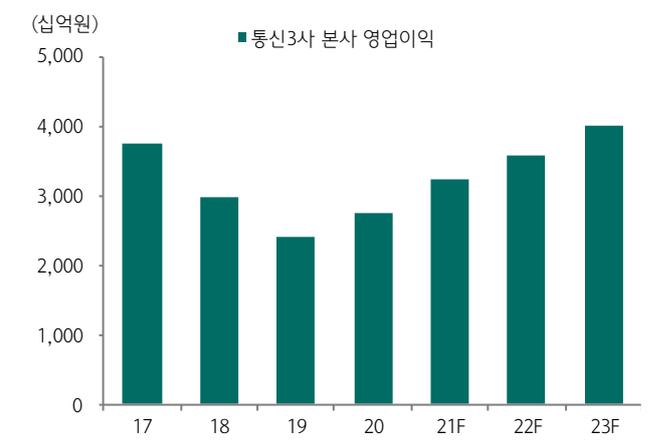
하지만 배당의 근원인 본사 영업이익의 높은 성장으로 인해 2022년에도 통신사 주가는 KOSPI 대비 초과 상승이 유력해 보인다. 현재 기대배당수익률이 하단에 위치해 있어 Multiple 상향 증가 없이도 배당 증가가 통신사 주가를 밀어 올릴 것으로 판단되기 때문이다. 실적 추세를 확인하면서 통신사 주가가 점진적으로 상승할 가능성이 높다.

그림 9. 통신 3사 분기별 본사 영업이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. 통신 3사 연간 본사 영업이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 통신 서비스 산업 연간 연결 영업이익 합계 전망

(단위: 십억원)

| 구분     | 20      | 21F     | 22F     |
|--------|---------|---------|---------|
| 영업이익합계 | 3,424.4 | 4,154.0 | 4,330.2 |
| SKT    | 1,354.1 | 1,458.7 | 1,553.5 |
| KT     | 1,184.1 | 1,670.7 | 1,633.4 |
| LG유플러스 | 886.2   | 1,024.6 | 1,143.3 |

주: SKT 22년 실적은 기업분할 이후 기준  
자료: 각사, 하나금융투자

표 4. 통신 서비스 산업 연간 연결 순이익 합계 전망

(단위: 십억원)

| 구분     | 20      | 21F     | 22F     |
|--------|---------|---------|---------|
| 순이익합계  | 2,645.6 | 4,692.1 | 3,005.4 |
| SKT    | 1,509.5 | 2,769.2 | 1,124.9 |
| KT     | 658.0   | 1,156.0 | 1,020.9 |
| LG유플러스 | 478.1   | 766.9   | 859.6   |

주1: 순이익은 지배주주귀속분  
주2: SKT 22년 실적은 기업분할 이후 기준  
자료: 각사, 하나금융투자

(3) 2021~2023년 높은 이익 성장률을 기록할 것이 유력한 상황임에도 높은 기대배당수익률과 낮은 PBR을 기록 중, 통신사 매출에 적극 나설 시점

(3) 업황 감안 시 통신사 밸류에이션상 매력도가 그 어느 때보다도 높은 편이다. 장기 빅사이클 구간으로 진입하였는데 역대 PBR이 최저, 기대배당수익률은 최고이기 때문이다.

국내 통신사 밸류에이션상 매력도가 높다. 연말 배당락 이후 주가가 부진했기 때문이다. 현 시점에서는 통신주가 단순히 싸다는 것 외에 높은 이익 성장과 규제 완화가 나타나고 있는 시점에서 밸류에이션 매력도가 높은 상황이라는 점에 주목할 필요가 있겠다.

2021년 이후 국내 통신사들은 이동전화 ARPU 상승 전환을 바탕으로 탑라인 성장 폭이 확대되고 있으며 반면 주파수 관련 비용 감소로 감가상각비 하향 안정화가 본격화되고 있다. 여기에 유통상 리베이트 안정화로 마케팅비용 증가 압력이 높지 않은 상황이다. 또 SKT를 제외하곤 배당성향이 높지 않아 이익의 증가가 배당 상승으로 이어지고 있다. 그런데도 불구하고 배당수익률은 역대 최고로 높고 PER과 PBR은 역대 최저 수준이다.

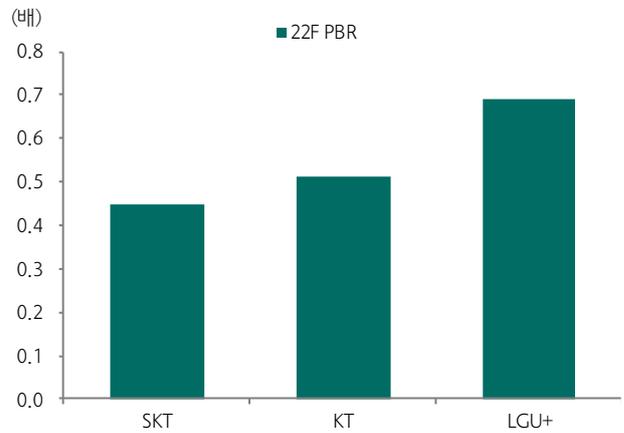
규제 상황도 어느 때보다 양호하다. 2020년 요금인가제가 폐지되고 넷플릭스 규제 법안이 제정되는 가운데 단말기 유통 구조 개편 논의가 지속되는 양상이기 때문이다. 과거에도 규제 환경 개선은 통신사 주가에 즉각 반영되기보다는 실적 향상이 본격화되고 이를 확인하면서 뒤늦게 주가에 반영되고 Multiple이 높아진 경우가 많았다. 이미 통신사 실적 개선이 본격화되고 있고 2023년까지 장기 실적 호전이 지속될 것임을 감안 시 서서히 통신주 리레이팅이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

그림 11. 통신 3사 2022년 추정 실적 기준 PER 지표



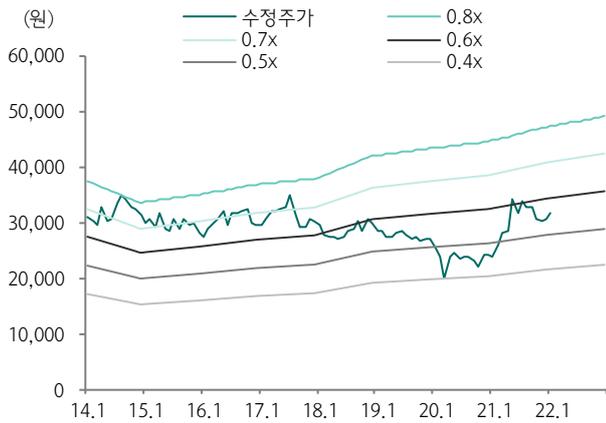
자료: 각사, 하나금융투자

그림 12. 통신 3사 2022년 추정 실적 기준 PBR 지표



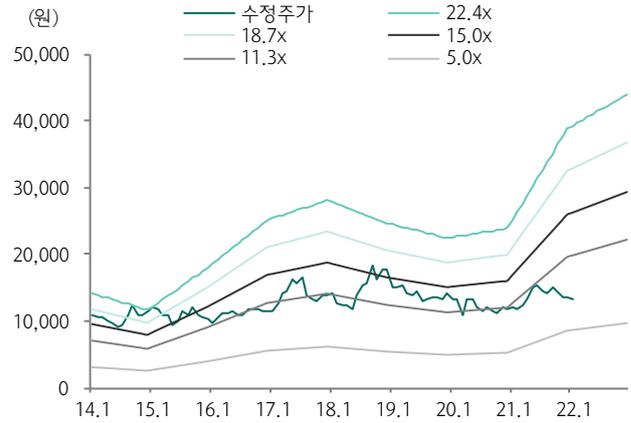
자료: 각사, 하나금융투자

그림 13. KT PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 14. LGU+ PER 밴드 추이



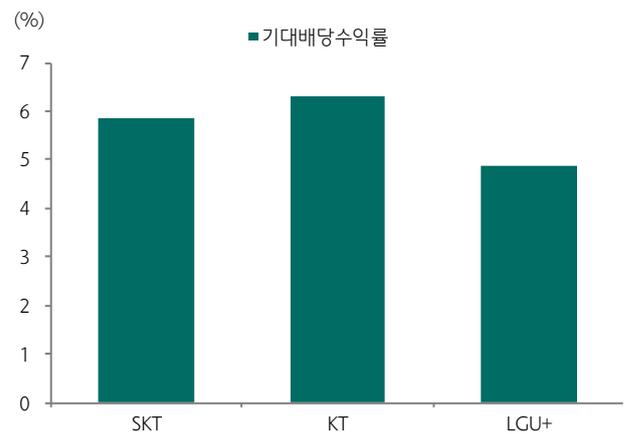
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 15. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 16. 통신 3사 2022년 추정 실적 기준 기대배당수익률



자료: 각사, 하나금융투자

(4) 5G 순증가입자수 증가 양상, 트래픽도 양호해 2022년 이동전화 ARPU 상승 폭 크게 나타날 전망, 2023년까지 안정적 이동전화매출액 증가 예상, 통신주 안정적 상승세 지속할 것

(4) 2023년까지도 통신사 이동전화 ARPU 성장이 유력한 상황이다. 장기 통신사 주가 상승이 예상된다.

통신주 투자에 있어서 이동전화 ARPU 추이는 어느 지표보다도 중요하다. 과거 20년간 이동전화 ARPU와 통신사 주가의 상관관계로 보면 그렇다. 통신사 주가와 이동전화 ARPU 등락 사이엔 뚜렷한 연관성을 나타냈는데 이는 국내 통신 3사에만 한정된 것이 아니라 미국/일본 통신사들도 비슷한 흐름이었다.

그런데 국내 통신사의 경우 2021년에 이동전화 ARPU 상승 전환에 이어 2022년에는 이동전화 ARPU 상승 폭이 4~5% 수준으로 확대될 것으로 보여 주가 상승 폭 확대에 대한 기대를 갖게 한다. 2022년엔 이동전화 ARPU 상승 폭이 확대됨에 따라 국내 통신사 주가도 상승 탄력이 높아질 전망이다.

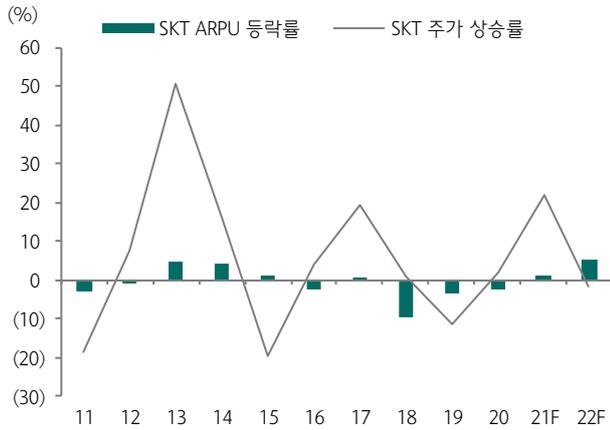
2021년 4분기 월평균 5G 순증가입자수가 80~90만명에 달하는 등 5G 순증가입자수가 다시 확대되는 양상이다. 5G 전략폰 출시 덕택이다. 2022년 월 평균 5G 순증가입자수는 80만명 이상으로 높아질 것이며 2022년 연말 5G 보급률은 휴대폰 가입자 기준 60%를 상회할 전망이다. 2022년엔 삼성/애플이 신규 폰을 모두 5G로만 출시할 가능성이 높고 반도체 수급 이슈도 하반기 이후 점차 해결될 가능성이 높아 5G 가입자 순증 폭 확대가 예상된다.

여기에 최근 트래픽 추이가 과거와 다르다는 점도 통신사 이동전화 ARPU 상승에 대한 기대를 갖게 한다. 세대 진화 및 무제한 데이터 요금제 출시 효과 감소에도 불구하고 여전히 트래픽이 양호한 흐름이기 때문이다.

2021년 통신 3사는 오랜만에 이동전화 ARPU가 상승 전환하는 모습을 보였다. 5G 보급률 상승 영향이 컸지만 단순히 5G 효과 때문이라고는 볼 수 없다. 코로나19 영향 지속, 반도체 수급 문제 등으로 유통/단말기 생산에 차질을 빚으면서 5G 순증 가입자수는 당초 예상보다 20%나 하회하는 양상을 보였기 때문이다. 그럼에도 불구하고 이동전화 ARPU는 당초 예상치에 부합하는 양상을 보였는데 가장 큰 이유는 트래픽 증가로 요금제를 다운그레이드하는 가입자가 감소한 영향이 컸다.

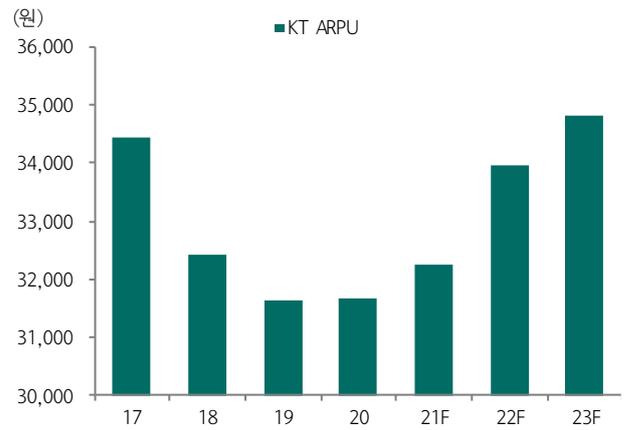
5G로의 우량 가입자 이동에도 불구하고 LTE 인당 트래픽이 큰 폭의 하락을 나타내지 않고 있으며 무제한 데이터 요금제 도입 효과 감소에도 5G 인당 트래픽이 역대 최고 수준을 유지 중이다. 결국 트래픽 증가로 인해 LTE 요금제 다운그레이드 효과가 제한적일 듯하며 5G 가입자 질 저하 우려에도 올해 5G ARPU 하락 폭이 크지 않을 전망이다. 결국 5G 보급률과 트래픽 추이를 감안할 때 2022년엔 5G가 성장기에서 성숙기로 진입하는 과정이 나타나면서 2015년 이후 가장 높은 이동전화 ARPU 성장을 나타낼 전망이다.

그림 17. 과거 SKT 이동전화 ARPU 등락률 및 주가 상승률 관계



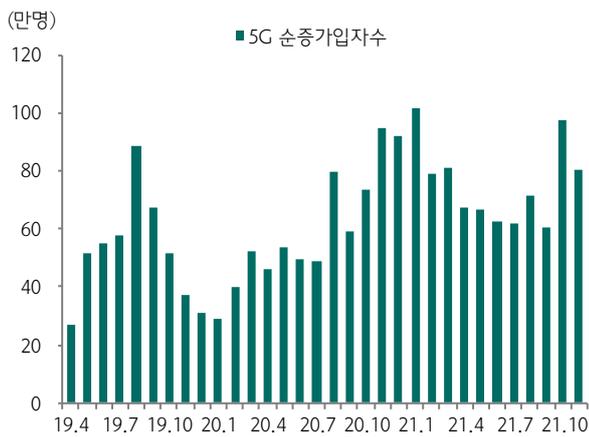
자료: SKT, 하나금융투자

그림 18. KT 연간 이동전화 ARPU 전망



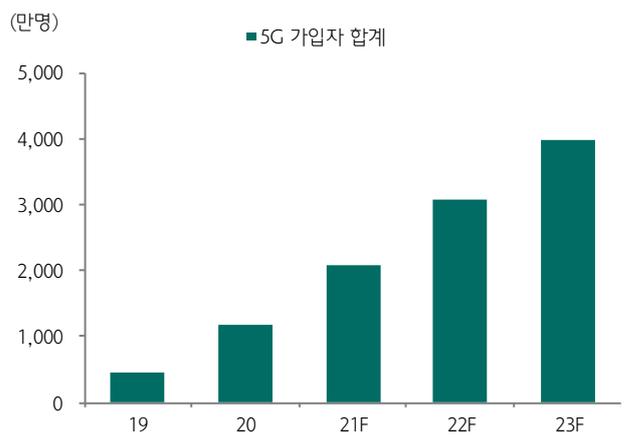
자료 :KT, 하나금융투자

그림 19. 통신 3사 월별 5G 순증 가입자 추이



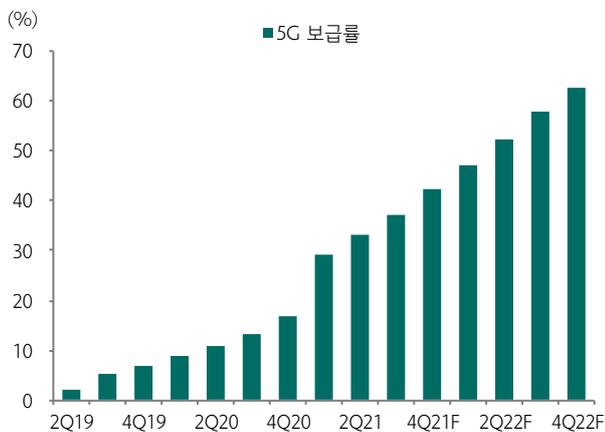
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 20. 국내 통신 3사 합계 기준 연도별 5G 가입자수 전망



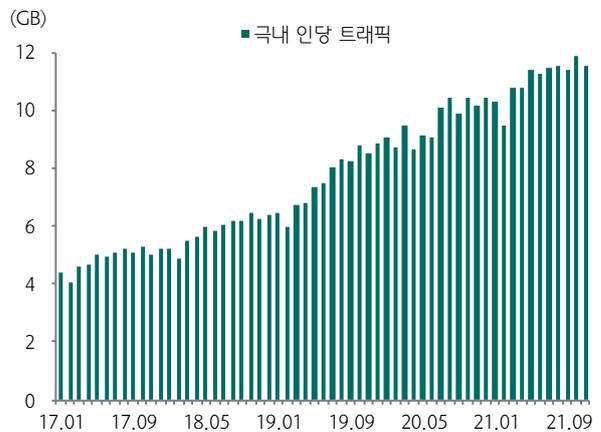
자료: 각사, 하나금융투자

그림 21. 국내 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



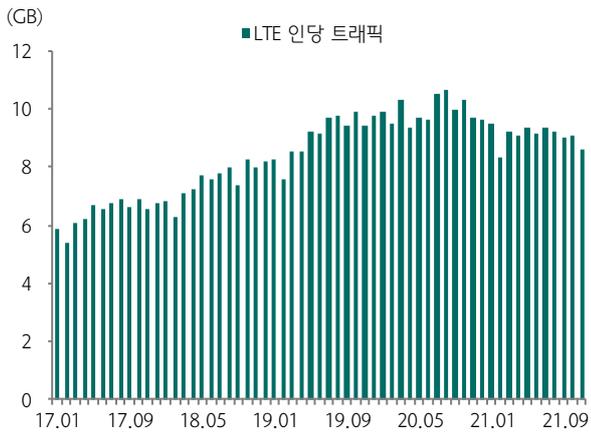
자료: 각사, 하나금융투자

그림 22. 국내 이동전화가입자 인당 트래픽 추이



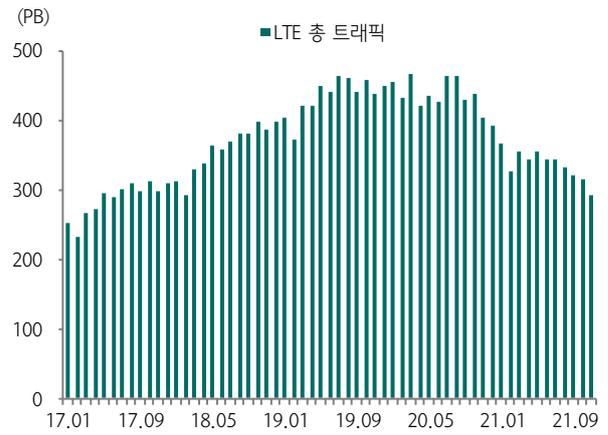
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 23. LTE 가입자 인당 트래픽 추이



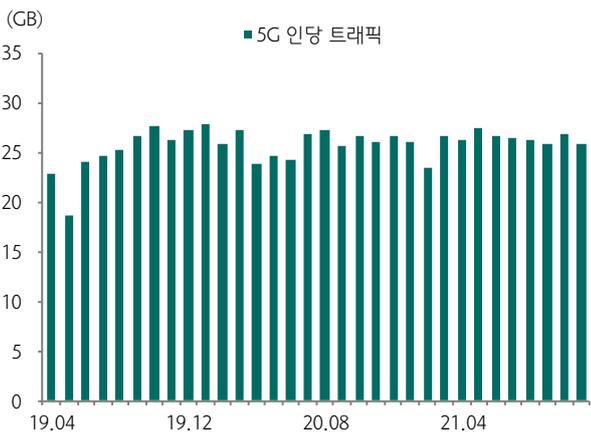
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 24. LTE 가입자 총 트래픽 추이



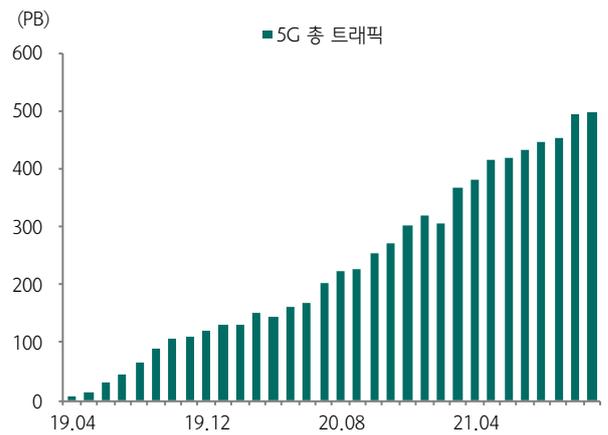
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 25. 5G 가입자 인당 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 26. 5G 가입자 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

(5) 휴대폰 유통 상황 크게 변화하기 어려운 국면, 휴대폰 판매량 증가에도 2022년 통신사 마케팅비용 증가 폭 크지 않을 것

(5) 대리점 추가 지원금 30% 상향 조정에도 불구하고 유통 상황을 감안할 시 2022년에도 국내 통신 3사 마케팅비용 증가 폭이 크지 않을 전망이다. 영업비용 증가를 우려할 필요는 없어 보인다.

최근 5G 순증 가입자수가 확대되고 정부가 대리점 추가 지원금을 기존 15%에서 30%로 확대하면서 투자자들의 2022년 통신 3사 마케팅비용 증가 우려가 커지는 양상이다.

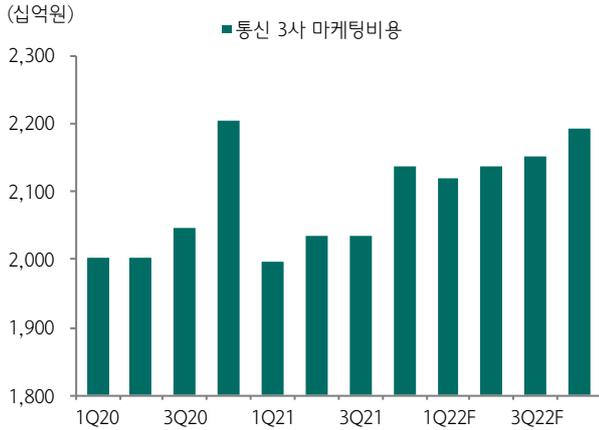
물론 2022~2023년에는 국내 통신사 마케팅비용이 증가할 가능성이 높다. 무엇보다 5G 휴대폰 판매량이 증가할 수 있기 때문이다. 하지만 2022~2023년에도 연간 4~5% 수준의 마케팅비용 증가 기조가 유지될 전망이다. 휴대폰 판매량은 증가하겠지만 인당 보조금 상승 폭은 미미할 전망이다. 무엇보다 LG전자 휴대폰 사업 중단으로 인해 통신사-제조사간 합동 마케팅 협력 기조가 약화되고 있으며 온라인 마케팅 비중이 상승하는 양상이라는 점에 주목할 필요가 있다. 여기에 IFRS15 회계적 마케팅비용 이연 효과도 무시 못할 변수이다. 가입자유치비 상각 대상 자산이 2021년 하반기부터 감소세이기 때문이다.

일부에선 2021년 10월 방통위에서 대리점 단말기 추가지원금 한도 30% 상향 조정 결정을 우려한다. 하지만 과거 단말기 보조금 상한선 폐지에도 불구하고 통신사 마케팅비용이 증가하지 않았듯이 이번에도 비슷한 결과가 예상된다. 1) 통신사 단말기 유통상 대형 도매상에서 지역 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.

최근 국내 통신산업 가입자 유치 전략 및 단말기 유통 환경은 크게 변화하고 있다. 단통법 도입 이후 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 생각해보면 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.

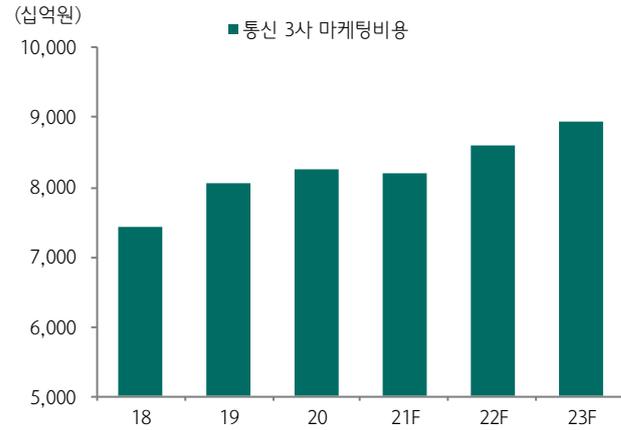
여기에 회계적 효과도 있다. IFRS15 특성상 2년에 걸쳐 가입자유치비용의 변화가 반영되는 특징을 갖고 있기 때문이다. 2019년 급증한 가입자유치비용이 2021년 하반기 이후 회계적 반영이 종료되면서 2022년 상각부담을 줄여주는 양상이다. 2021년 4분기 이후 가입자유치비용의 증가는 통신사 마케팅비용에 서서히 영향을 미칠 것으로 보인다. IFRS 15 회계에선 가입자유치비용의 경우 자산화하여 8개 분기 안분하는 처리 방식을 채택하고 있기 때문이다.

그림 27. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 28. 통신 3사 연간 마케팅비용 합계 전망



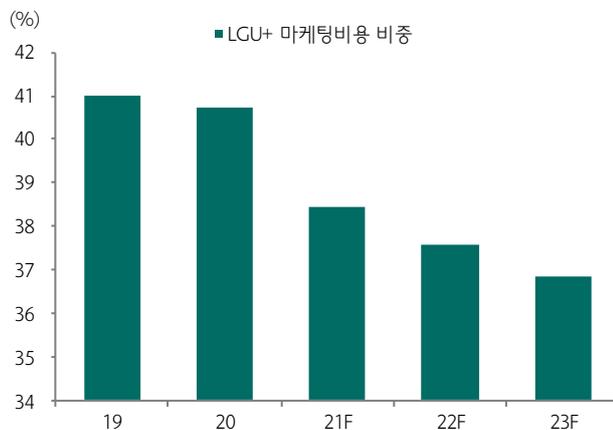
자료: 각사, 하나금융투자

그림 29. 대리점 단말기 추가지원금 한도 30%로 상향 조정에도 통신사 마케팅비용 증가 가능성 낮은 이유

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

자료: 하나금융투자

그림 30. LGU+ 마케팅비용/서비스매출액 비중 추이 및 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 31. 통신사 IFRS 15 마케팅비용 회계 처리 방식



자료: 각사, 하나금융투자

(6) LGU+의 2월 3.5GHz 대역 20MHz 주파수 추가 할당에도 불구하고 2022년엔 통신 3사 무형자산상각비 큰 폭 감소 예상

(6) 2022년엔 주파수관련비용의 일시적 급감이 불가피할 전망이다. LGU+ 20MHz 추가 할당은 변수가 되긴 어렵다.

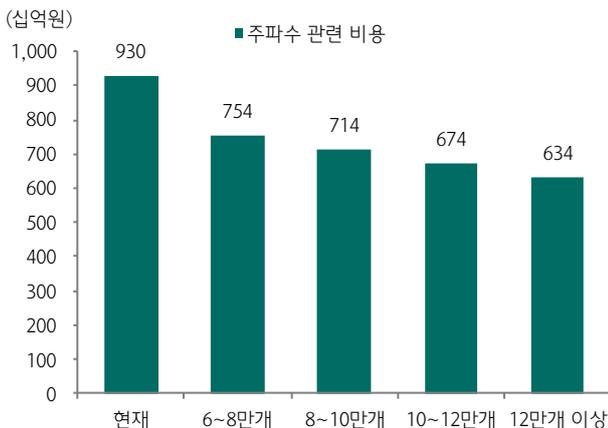
과기부는 2022년 2월 3.5GHz 대역 20MHz 추가 할당 계획을 발표하였다. 사실상 LGU+만을 위한 주파수 경매라서 적지 않은 노이즈가 발생될 전망이지만 투자자들의 관심이 높은 비용 측면에서는 큰 이슈가 되긴 어려워 보인다. 최저주파수할당가격 1,300억원, 사용기간이 7년이라는 점을 감안 시 주파수상각비용이 연간 200억원 증가에 그칠 것이기 때문이다.

모든 변수를 고려하고 보수적으로 추정해도 2022년 통신 3사 감가상각비는 일시적인 감소가 유력해 보인다. LGU+용 20MHz를 제외하면 5G 추가 주파수 경매가 없을 것이고 LTE 주파수 할당 대가가 감소할 전망이기 때문이다.

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. 특이하게도 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.

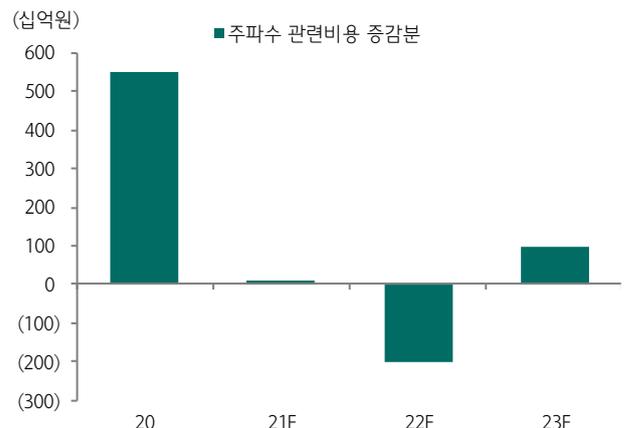
2022년부터 실제 사용이 예상되는 28GHz 주파수 사용 대가 역시 부담을 없앴다. 2020년 4분기에 28GHz 대역 손상차손이 이루어졌기 때문이다. 향후 이슈는 5G 추가 주파수 경매가 언제 이루어질 것이냐는 것인데 최근 동향을 감안할 때 빨라야 2023년 하반기에나 5G 추가 주파수 경매가 이루어질 전망이다. 무형자산상각비는 2022년 감소가 유력해 보이며 2023년 하반기 이후에나 다시 증가세로 전환이 예상된다.

그림 32. 기지국 수에 따른 연간 통신 3사 3G/4G 주파수관련비용 추정



자료: 각사, 하나금융투자

그림 33. 통신 3사 연간 주파수관련비용 증감분 추정



자료: 각사, 하나금융투자

(7) 5G CAPEX 증가 감안해도 유형자산상각비 증가 폭 미미할 것, 2022년엔 총 감가상각비 감소 예상

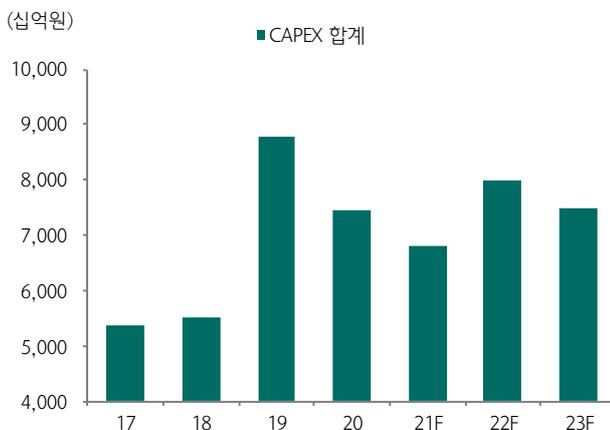
(7) 5G CAPEX 증가를 감안해도 2022년 유형자산상각비 증가 폭은 미미할 것이며 총 감가상각비는 감소할 듯하다. 최근 2년간 5G CAPEX가 급감했음을 감안 시 그렇다.

2022년 통신사 CPAEX 증가 가능성은 높다. 2020년에 이어 2021년에도 통신사 5G CAPEX가 극도로 부진했음을 감안할 때 그렇다. 5G 가입자 증가 속도를 감안하면 트래픽은 물론이고 커버리지 대응에도 적지 않은 문제가 발생할 소지가 높다. 특히 통화량이 많은 인빌딩 커버리지가 전무하다는 점은 지속적인 논란거리가 될 가능성이 크고, 5G NSA 방식인 관계로 향후 LTE 가입자들의 속도 저하 현상 등 논쟁 소지도 많을 듯하다. 이에 따라 2022~2023년 5G 투자 증가로 인한 통신사 유형자산상각비 증가 가능성이 높은 것은 사실이다.

하지만 국내 통신 3사 유형자산상각비가 크게 증가할 가능성은 낮다. 통신사 CAPEX가 2019년 수준으로 올라가긴 어렵고 2020년 수준으로의 회귀에 그칠 전망이다. 2020~2021년 CAPEX 급감으로 인해 감가상각대상자산이 이미 줄어든 상황이기 때문이다. 2022~2023년 5G CAPEX가 2021년대비 20% 증가한다고 해도 3사 합산 유형자산상각비 증가분은 연간 1천억원 수준에 그칠 전망이다. 따라서 총 감가상각비는 2022년 감소가 예상된다. 앞서 언급한 것처럼 주파수관련비용 감소가 유력하기 때문이다. 유형자산감가상각비가 증가할 수 있지만 무형자산상각비는 주파수 경매가 이루어질 것으로 예상되는 2023년 상반기까지는 감소세를 나타낼 전망이다. 당분간 총 감가비는 하향세가 불가피하다.

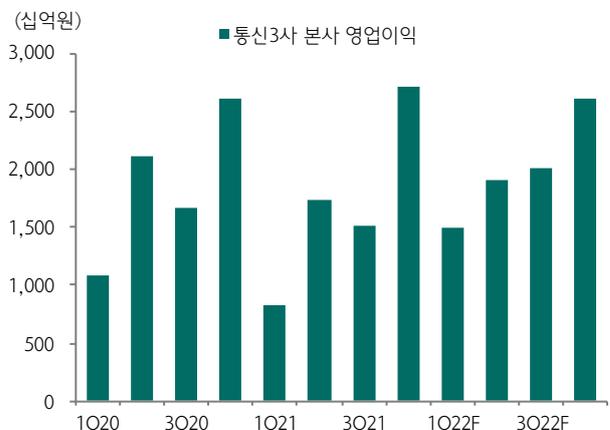
2022년 통신사 실적 전망에 있어서 사실상 이동전화 ARPU만큼 중요한 지표는 감가상각비 동향일 것이다. 절대 비용 규모가 크고 변동 폭도 적지 않기 때문이다. 그런데 2022년 국내 통신 3사 감가상각비의 일시적 감소 추세가 나타날 것으로 보여 실적 향상에 대한 기대를 갖게 한다. 매출 성장과 함께 비용 감축도 기대되기 때문이다. 통신사 주가엔 분명 긍정적 요인이다.

그림 34. 통신 3사 연간 CAPEX 합계 전망



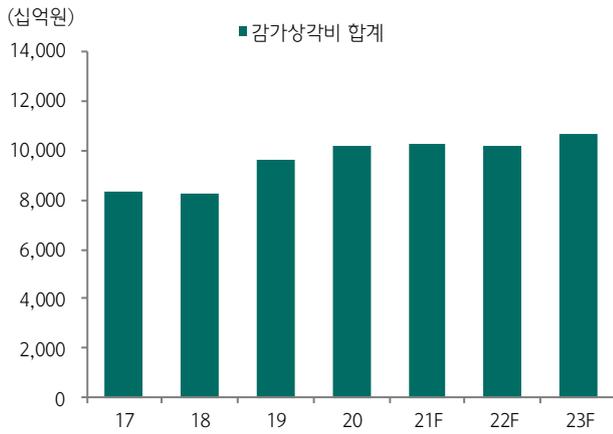
자료: 각사, 하나금융투자

그림 35. 통신 3사 분기별 CAPEX 합계 전망



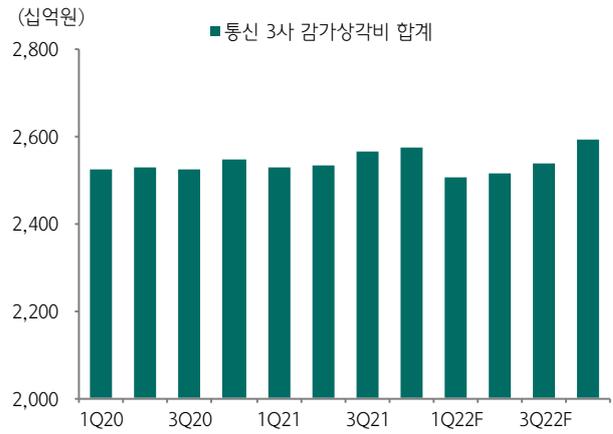
자료: 각사, 하나금융투자

그림 36. 통신 3사 연간 총 감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 37. 통신 3사 분기별 총 감가상각비 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(8) 3월 대선이 통신요금인하에 미칠 영향은 미미할 것, 정부/정치권에서 통신요금인하 이슈를 건드려봐야 얻을 것이 없기 때문

(8) 안심 데이터/군장병 통신비 경감 등이 대선 공약으로 거론되는 양상이지만 3월 대선 전 투자심리를 흔들만한 통신비 인하 공약이 발표되긴 어려울 듯하다. 규제 상황은 여전히 양호해 보인다.

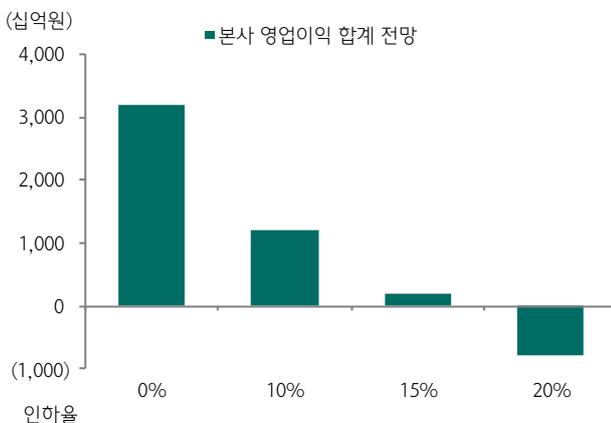
2022년 3월 9일 제 20대 대통령 선거가 2개월 앞으로 다가옴에 따라 시민 단체를 중심으로 연례 행사처럼 통신요금인하를 주장하는 목소리가 다시 나오고 있다. 통신사들이 초과수익을 거두었다는 논리다.

물론 이러한 소비자 단체의 주장은 설득력이 떨어진다. 이윤 추구를 목적으로 사업을 영위하는 통신사가 법을 지키면서 이익을 획득한 것이 문제될 바도 없거니와 적정 이윤을 논하는 것 자체가 어불성설이기 때문이다. 일부 압력 단체들이 선거철을 이용하여 각 정당 대선후보들에게 통신요금인하를 추진해달라는 권고를 지속할 가능성이 있지만 현실적으로 인위적인 통신요금인하 권고가 당론으로 채택되어 대선 공약에 포함될 가능성은 낮아 보인다. 언론 및 대중들로부터 호응을 얻기 어렵기 때문이다.

소비자단체들이 반값 통신비를 요구하지만 현실은 통신비 인하 1/4 인하도 어렵다. 통신사들이 대거 적자 구조로 돌입할 수 있기 때문이다. 과거 기본료 1,000원 일괄 인하 시 통신사 영업이익 감소 폭, 지난해 KT 네트워크장에서 700원 일괄 통신요금 감면 사태 시 매출 감소 폭을 통해서 잘 알 수 있다.

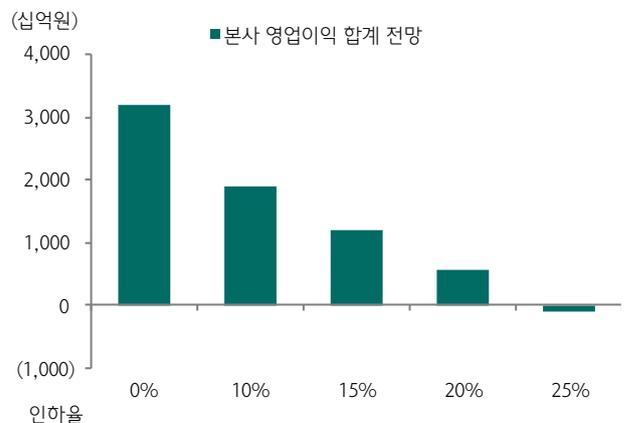
선거철마다 각종 압력 단체에서 통신요금인하를 외치지만 사실상 이는 의미 없는 얘기일 뿐이다. 통신사들이 대폭 요금인하를 감내할 능력도 없거니와 투자 감소로 IT/플랫폼 산업에 부정적 영향을 미칠 수 있으며 통신사 적자가 지속될 경우 투자 여력 보전을 위해 세금이 투입되는 등 부정적인 결과가 나타날 수 있기 때문이다. 결국 인위적 통신요금인하를 통해서도 정부의 정책적 목표를 달성하기 어려울뿐더러 소비자들의 체감적인 통신요금인하가 이루어지기 어려울 것이란 판단이다.

그림 38. 이동전화 요금 일괄 인하 시 통신 3사 본사 영업이익 합계 전망



주: 2021년 추정 실적 기준, 마케팅비용/CAPEX 유지 가정  
자료: 각사, 하나금융투자

그림 39. LTE 이동전화요금 인하 시 통신 3사 본사 영업이익 합계 전망



주: 2021년 추정 실적 기준, 마케팅비용/CAPEX 유지 가정  
자료: 각사, 하나금융투자

안심 데이터 무료/군 장병 반값  
통신비 공약 영향 없을 것,  
5G가 4차산업의 핵심 인프라로  
부각되는 상황,  
인위적 통신요금인하 권고 어려울 듯,  
정치권에서도 얻을 것이 없다고  
판단할 가능성 높아

물론 20대 대통령 선거에서도 일부 정치인들이 통신요금인하를 공약으로 내세울 가능성은 존재한다. 그러나 실제 큰 이슈로 부상하기는 쉽지 않다. 이미 민주당 이재명 후보는 안심 데이터 무료 공약을 내걸었고 과기부 소속 민주당 변재일 의원은 법안을 발의한 상황이다. 여기에 추가로 국군 장병 반값 통신비 공약도 내건 상태이다.

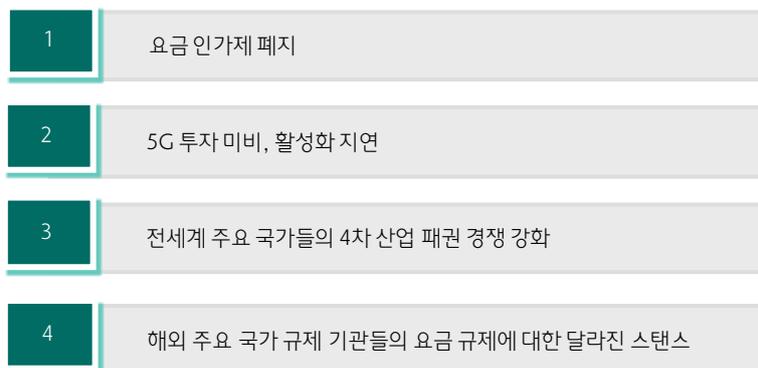
하지만 결론적으로 통신사 실적 및 주가에 미칠 영향은 거의 없을 듯하다. 안심 데이터 무료 정책은 인터넷 최저 속도를 보장하는 차원이어서 통신사 요금제 하향 우려는 없을 것이다. 국군 장병 반값 통신비 도입의 경우엔 3사 합산 기준 연간 대략 1,000억원 정도의 이동전화 매출/영업이익 감소를 초래하지만 통신사 부담이 아닌 정부 재원 보조 차원에서 추진할 것으로 알려지고 있다. 혹시 통신사/정부 비용 부담이 이루어진다고 해도 연간 3사 합산 수 백억원 수준이라 미칠 영향은 크지 않다. 과거 문재인 정권에서도 코로나 19 영향으로 통신비 경감이 이루어졌지만 정부 재원으로 지급한 바 있어 아마도 비슷한 사례가 될 가능성이 높다.

통신 요금 인하 이슈는 선거철 단골 메뉴이지만 서서히 그 파급력은 낮아지는 양상이다. 그도 그럴 것이 전세계적으로 통신 요금인하를 다루는 국가가 거의 없고 4차 산업 패권 경쟁이 심화되는 양상이기 때문이다. 결국 견드려봐야 얻을 것이 없는 형국이다.

미/중 무역분쟁 사례에서 보듯이 5G 육성책은 이제 국내 이슈가 아닌 글로벌 쟁점으로 부상 중이다. 전세계 각국 규제 기관들이 통신요금 규제 스탠스도 많이 달라졌다. 무엇보다 5G가 4차산업의 핵심 인프라로 부상하고 있다는 점은 정부/정치권 입장에서 큰 부담이다. 자칫하면 4차산업 육성 실패의 명예를 뒤집어 쓸 가능성이 높기 때문이다. 정치권에서도 강압적인 통신요금인하 권고를 밀어 부쳐 봐야 얻을 것이 없다는 계산이 나올 듯하다. 제도상으로는 정책적/전략적 측면에서나 2022년 대선에서 통신요금인하 이슈가 뜨거운 감자로 떠오를 가능성은 낮다.

이제 통신요금인하 이슈는 새로운 방식으로 추진될 전망이다. 주파수 할당 가격 인하, 단말기 완전 자급제 도입, 분리 공시 제도 시행, 제로레이팅 제도 도입 등이 새로운 통신요금인하의 대안이다.

그림 40. 20대 대선에서 인위적 통신요금인하 권고가 이루어지기 어려운 이유



자료: 하나금융투자

그림 41. 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 42. 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

(9) 2022년엔 메타버스/AI 등 신사업  
성과가 본격 도출될 전망,  
통신사 주가 상승 기대감 커질 것

(9) 올해 5G+로의 진화가 논의될 것이다. 메타버스/IoT 도입 활성화가 기대되며 매출 성장  
기대감 확산으로 통신주 Multiple 향상이 예상된다.

2022년에는 주식 시장 참여자들이 관심이 높은 메타버스/AI/블록체인 등 신사업 분야에서  
국내 통신사들의 성과 도출이 본격화될 것으로 보여 Multiple 상승과 더불어 주가 상승이  
기대된다.

5G는 이미 IoT/자율차/AI/빅데이터/VR을 지원하는 4차 산업의 핵심 인프라로 부상 중이  
다. 아직은 LTE와 차별성을 보여주지 못하는 양상이지만 5G SA 도입, 5G+로의 진화를 통  
해 진짜 5G로 진보해 나갈 것이며 6G는 5G를 완성하는 형태의 서비스가 될 가능성이 높  
다.

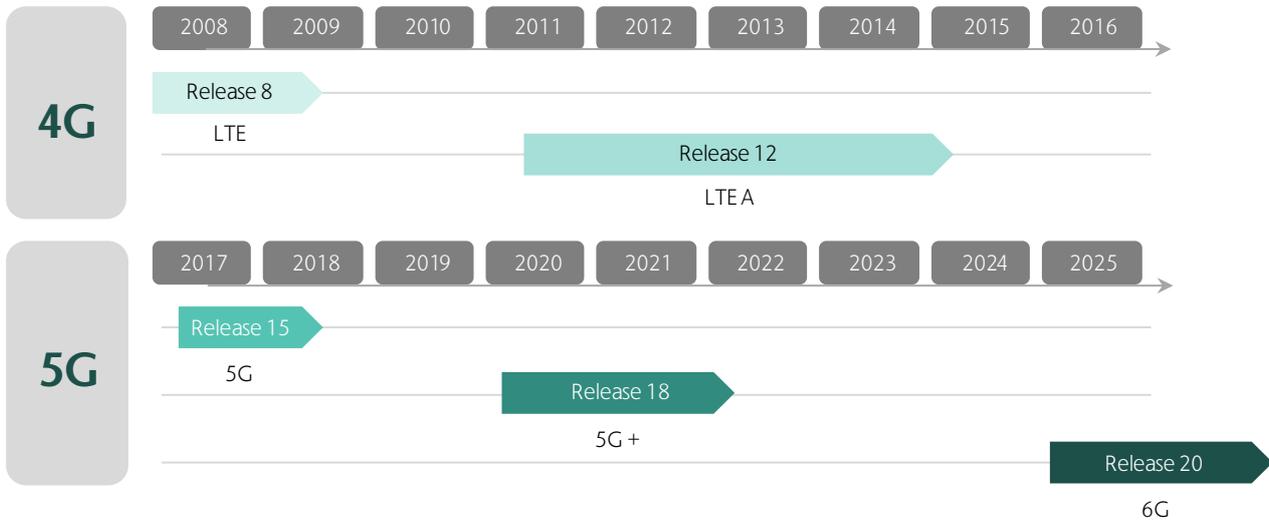
향후 기술 로드맵을 살펴보면 5G 기술은 3GPP Release 15/16/17 버전으로 규격이 완성되  
었으며 5G+(5G Advanced) 기술은 3GPP Release 18 및 19에 포함될 예정이다. 또 2023  
년 ITU-R 6G 비전이 공표되면 3GPP가 6G에 대한 본격적인 표준기술 제정 작업에 착수할  
것으로 보인다. 3GPP Release 15/16을 기반으로 5G 시대가 열렸다면 3GPP Release  
18/19를 거쳐 5G+(Advanced) 서비스가 펼쳐지고 2028년 이후 3GPP Release 20/21을  
통해 6G 시대가 열리게 될 전망이다.

결국 IoT/IoE로 진화하는 네트워크 기술은 사실상 3GPP Release 17부터 본격화 된다고 볼  
수 있는데 2022년 상용화 예정이어서 실제 5G 뉴비즈 기대감 형성은 2022년부터 본격화될  
것으로 판단된다. 최근 주식 시장에서 주목받고 있는 메타버스, 블록체인이 따지고 보면 5G  
기반으로 움직이는 서비스 들인 반면 통신주들은 관련주로 전혀 주목받지 못했기 때문이다.  
적지 않은 아쉬움이 남는 대목이다.

ITU(국제전기통신연합) 및 국내 5G 로드맵에는 IoT와 자율차의 기반이 되는 Short TTI,  
mmWave, 고속 핸드오버와 더불어 AR/VR의 핵심인 양방향 실감형 인터랙션과 모듈형 홀  
로그래픽 콘텐츠 변환도 5G 핵심 서비스로 규정하고 있다. 더불어 LTE와 달리 5G는 블록  
체인의 핵심인 양자암호통신을 지원한다. 이미 KT는 5G 네트워크 블록체인인 기가체인을  
공개하고 블록체인 기반 IoT 보안 솔루션인 기가스텔스를 선보인 바 있다.

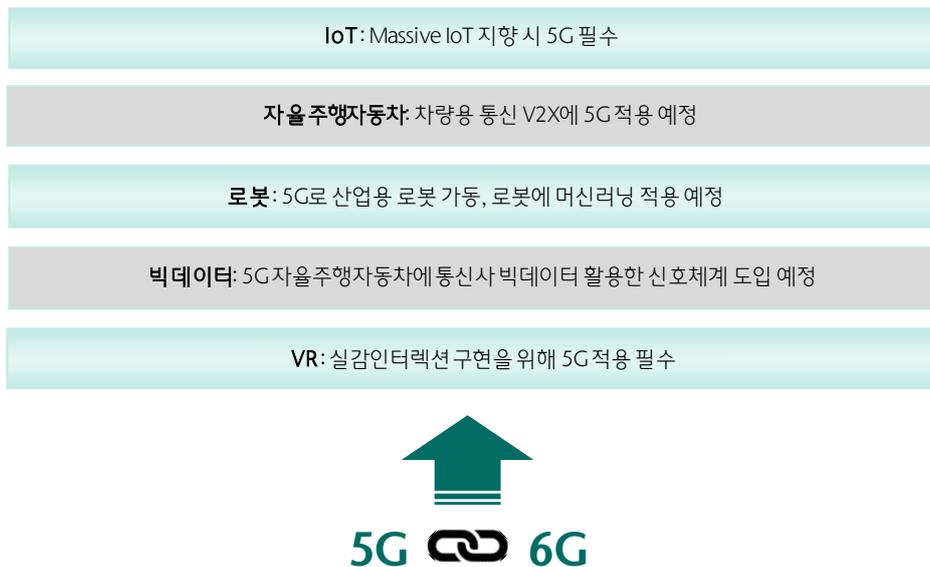
아직까지는 통신주가 메타버스/블록체인 관련주로 부상하지 못하고 있다. 하지만 2022년엔  
관련주로 부상할 가능성이 높다. 진짜 5G 시대가 열리기 때문이다. 진화된 5G 서비스의 도  
입은 저전력/저지연/전송속도 측면에서 강점을 가지며 망 분리가 가능해진다. 5G 기술의 발  
전과 더불어 B2B/Q(디바이스) 성장 기대감으로 통신주 상승 기대감이 한층 높아질 것이란  
판단이다.

그림 43. 3GPP 이동전화 기술 로드 맵



자료: 하나금융투자

그림 44. 4차 산업과 5G/6G와의 연결 고리



자료: 하나금융투자

최근 1개월간 통신업종 수익률은  
배당수익을 감안하면  
실제론 시장 수익률을 상회,  
2022년 확실한 실적 호전주인데다가  
총 배당 대비 저평가 인식이  
확산되었기 때문

### 3) 배당락 감안하면 최근 통신업종 수익률 KOSPI를 상회

1월 통신서비스업종 수익률은 KOSPI를 하회하였다. 배당락 이후 단기 수급 이탈이 예상보다 크게 나타났고 KT를 제외하면 반발 매수세가 강하지 못했기 때문이었다.

하지만 이는 외견상 수익률 측면에서 그런 것이고 실제 통신업종 수익률은 KOSPI를 상회하였다. 배당 투자 이익을 감안하면 그렇다. 특히 1월 중순 이후 통신주 상승세가 두드러졌는데 가장 큰 이유는 4분기 실적이 내용면에서 양호할 것이고 거시경제가 불확실한 상황에서 2022년에도 통신주만큼 확실한 실적 호전주가 없다는 점이 상대적 강세를 이끌었다. 여기에 지난해 배당 발표를 앞두고 올해 배당 증가 기대감이 높아지면서 통신주 저평가 인식이 확산되고 이에 따른 저가 매수세가 유입된 점도 긍정적이었다.

종목별로는 상대적으로 KT의 주가 강세가 두드러졌다. 2021년 4분기 실적 호전도 긍정적 영향을 미쳤지만 무엇보다 2월 실적 발표 전 지난해 배당 발표에 투자자들의 관심이 쏠리면서 상대적 주가 강세가 나타났다. 배당 컨센서스 상향에 따른 주가 강세가 예상되면서다.

표 5. 2021년 1월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

| 업종명  | 1개월 등락률 | 3개월 등락률 | 1개월 시장대비 초과수익률 | 3개월 시장대비 초과수익률 |
|------|---------|---------|----------------|----------------|
| 통신업종 | (6.0)   | (2.8)   | (0.5)          | 2.9            |

주: 지수는 1/24 종가 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 6. 2021년 1월 KOSPI 대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

| 종목명    | 1개월 등락률 | 3개월 등락률 | 1개월 시장대비 초과수익률 | 3개월 시장대비 초과수익률 |
|--------|---------|---------|----------------|----------------|
| SK텔레콤  | (8.6)   | (8.2)   | (3.1)          | (2.5)          |
| KT     | (2.3)   | 0.0     | 3.2            | 5.7            |
| LG유플러스 | (5.7)   | (10.1)  | (0.2)          | (4.4)          |

주: 주가는 1/24 종가 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

2월 통신사 배당금 및  
주주이익환원정책 발표는  
통신주 상승을 이끌 전망,  
KOSPI를 크게 상회할 것

#### 4) 2월 통신주 강세 가능성 높은 상황, 매수 강도 높여야

2월 통신주 투자 전망은 어느 때보다도 밝다. 연간 실적 향상 기대감이 높은 상황에서 경기 변동이 주가에 미치는 영향이 낮고 지속적인 배당 증가에 따른 주가 레벨업이 일어날 수 있는 환경이기 때문이다. 특히 배당락 이후 주가 회복이 진행 중인 상황에서 가격 메리트가 부각될 수 있어 2월 통신업종 투자 수익률은 시장수익률을 크게 상회할 것이라 판단이다.

2월에 부각될 통신산업 이슈는 많다. 1) 2021년 4분기 실적 발표, 2) 2021년 배당금 발표, 3) 20대 대선 후보들의 통신비 공약, 4) 2022년 CAPEX 발표, 5) 2022년 ARPU 전망치 및 실적 가이드스 등에 투자자들의 관심이 쏠릴 전망이다.

이렇다고 볼 때 2월 통신주 전망은 낙관적이다. 2021년 4분기 실적이 내용상 양호할 전망이다. 게다가 지난해 배당 발표 이후 올해 배당 컨센서스가 올라가면서 주가가 상승 전환할 가능성이 높기 때문이다. 여기에 2022년 낙관적인 이동전화 ARPU 전망과 함께 실적 가이드스가 긍정적으로 제시될 것이라 점도 기대를 갖게 한다.

일부에선 3월 대선 전 요금인하 이슈 부상과 더불어 5G CAPEX 증가 우려가 커지는 것 아니냐고 반문한다. 하지만 앞에서 언급했듯이 정치적으로 통신요금인하 이슈를 건드려봐야 얻을 것이 없고 4차산업 육성 저해라는 노이즈만 발생시킬 것이 뻔해 의미 있는 통신요금인하 공약이 포함될 가능성은 낮다. 5G CAPEX 증가 가능성이 시장에서 부상할 가능성이 높지만 악재라고 평가하긴 어려울 전망이다. 투자자들이 과거와는 다르게 접근할 가능성이 높기 때문이다. 따지고 보면 5G CAPEX 증가 문제는 비용 증가 부담이 커지는 것과 더불어 매출 증가 기대감이 커질 수 있는 중립적인 이슈이다.

연초부터 통신주 비중 확대에 미리 나설 필요가 있다는 판단이며, 특히 2월 배당 발표가 주가 상승의 트리거가 될 수 있어 선취매 전략이 요구된다.

표 7. 2월 통신서비스 업종 이슈 점검

배당락 이후 통신주  
가격 메리트 커진 상황,  
2월엔 2022년 통신산업 전망 및  
2021년 배당금이 주가에  
큰 영향 미칠 것, 배당 발표 전  
적극적으로 통신주 매수에  
가담할 것을 권고

| 구분     | 내용  |
|--------|---|
| 긍정적 요소 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 일회성 손익 제거 시 지난 4Q 통신 3사 모두 YoY 본사/연결 영업이익의 증가 예상</li> <li>• 2천억원에 달하는 부동산매각차익 발생한 KT 4Q 어닝 서프라이즈 전망</li> <li>• LGU+ 3.5GHz 20MHz 추가 주파수 경매 입찰 예상되나 연간 상각비 증액분 200억원에 불과할 듯</li> <li>• 이재명 후보 안심 데이터 무료 공약 발표, 최저 속도 보장 차원이라 요금제 하향 우려는 없을 전망</li> <li>• 참여연대 대선주자에 통신비 인하 공약 추가 권고, 하지만 인위적 요금 규제 공약 첨가 어려울 듯</li> <li>• KT IPTV 1시간 장애 사태 발생, 하지만 1분기 네트워크장애 보상 비용 발생 가능성은 희박</li> <li>• 2022년 통신 3사 본사(통신부문) 영업이익의 합계 전년 대비 12% 성장 전망</li> <li>• 2021/2022년 주당배당금 KT 1,700/2,000원 예상, 배당 확정 발표 이후 KT 추가 반등 불가피할 듯</li> <li>• LGU+ 2022년 영업이익 1.2조원 전망, SKT 재상장을 계기로 LGU+의 저평가 이슈 재부상할 것</li> <li>• 정부 콘텐츠 전송 네트워크(CDN)를 경유할 경우 서버 확보 요구, 통신사 망패권 강화 예상</li> <li>• 4분기 월평균 5G 순증가입자수 90만명 추정, 통신 3사 4Q 이동전화 ARPU 상승 폭 확대 전망</li> <li>• 통신 3사 메타버스 본격 육성 계획, 3D 체감형 콘텐츠 제공/모바일엠티컴퓨팅 기술 적용 예정</li> <li>• 2022년에는 LTE 주파수 사용 대가 하락, 주파수 경매 지연으로 감가비 감소 나타날 것</li> <li>• 최근 이익 성장 폭 감안하면 국내 통신사 기대배당수익률 지나치게 높은 편</li> <li>• 정부 2027년 레벨4 수준의 완전자율주행 상용화 예정, WAVE와 5G가 차량용 통신으로 적용 전망</li> <li>• 문대통령 넷플릭스 망사용대가 지불해야한다는 발언 이후 국회에서 규제 논의 본격화되는 양상</li> <li>• LTE/5G 인당 트래픽 여전히 높은 수준을 유지 중, 요금제 다운그레이드 효과 미미할 전망</li> <li>• LGU+ 배당 성향 상향 조정 가능성 고조, KT 50% 배당 성향 유지 가능성 높아</li> <li>• KT 5G SA 상용화, 네트워크 슬라이싱이 가능해져 IoT로 진화하는 진짜 5G 도입 가속화될 전망</li> <li>• 카카오펁 높은 시가 총액 유지, 2023년 IPO 예정인 케이뱅크 가치 증대 기대감 커질 전망</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>• 스몰셀 중심의 28GHz 상용화 준비 본격화, 당초 우려보다 전파 투과율/전송 속도/커버리지지 양호</li> <li>• 자율주행차 등 5G 기술에 특수 서비스 개념 도입, 2021년 1월부터 맞춤형 서비스 예외 적용</li> <li>• 5G 급행차선 허용으로 5G 조기 생태계 조성 전망, 통신사 B2B/B2C 매출 전망 긍정적</li> <li>• 유보신고제 시행, 통신상품 사전 신고 아닌 사후 규제 받게 되어 요금 규제 크게 완화 전망</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>• 참여연대 대선주자들에게 반값 통신비 추진 요구, 대선 공약 포함 압력 생겨나는 상황</li> <li>• 5G 품질대비 높은 요금 이슈 부각 중, 신정부 출범 이후 5G 투자 압력 커질 전망</li> <li>• 반도체 재고 부족 지속 중, 5G 보급률 당초 예상보다 부진하게 나타날 가능성 생겨나는 상황</li> <li>• SKT 배당성향 70%를 초과하는 상황, 당분간 DPS 상승 가능성은 낮은 상황</li> <li>• 국내 통신 3사 2021년 5G 투자 크게 부진, 2022년도 이후 CAPEX 증가 부담 커질 전망</li> <li>• 방통위 대리점 추가 지원금 30%로 확대, 마케팅비용 증가 폭 미미할 전망이나 단기 우려 커질 것</li> <li>• 5G 전략 폰 다수 출시됨에 따라 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려 커지는 상황</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 2022~2023년 이익 성장/배당 증가 유력, 규제 상황도 양호, 계단식 주가 상승 전망</li> </ul>  |

자료: 하나금융투자

## 2. 경쟁환경 – 휴대폰 판매량 외 변화 가능성 낮아

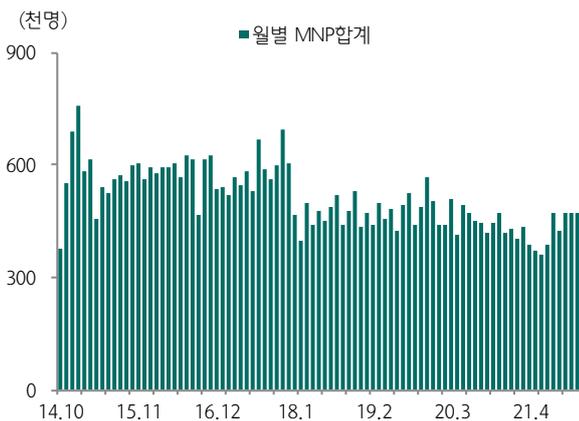
### 1) 5G 순증 가입자 증가했지만 4분기 마케팅비용 소폭 증가에 그칠 듯

4Q 5G 순증가입자수 증가로 인한 QoQ 마케팅비용 증가 추정, 하지만 YoY로는 감소할 것

2021년 4분기 월평균 5G 순증가입자수가 90만명으로 급증하면서 4Q 통신사 마케팅비용 증가 가능성이 높아지는 상황이다. 무엇보다 휴대폰 판매량 증가가 예상되기 때문이다. 하지만 과거와 같이 보조금 대란으로 이어지지는 않았다. 아무래도 휴대폰 유통시장이 예전 같지 않은 것이 가장 큰 이유로 꼽힌다.

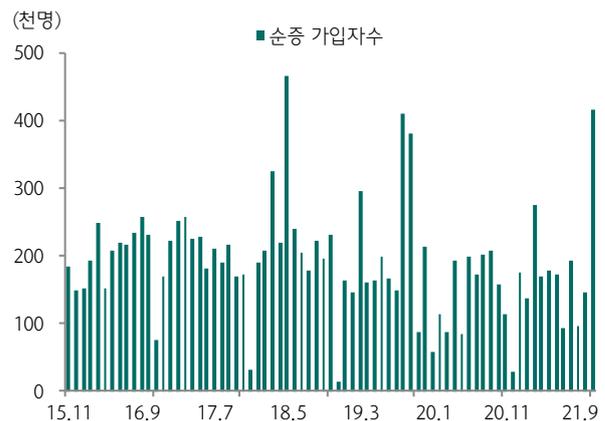
휴대폰 유통시장에서의 재고 폰 감소도 최근 통신사 마케팅비용에 적지 않은 영향을 미치고 있다. 이러한 영향으로 2021년 4분기 통신 3사 마케팅비용 합계는 2020년 4분기대비 감소할 것으로 추정된다. 재고폰 밀어내기가 줄었고 단말기 재고 평가 손실도 급감했을 것으로 판단되기 때문이다.

그림 45. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



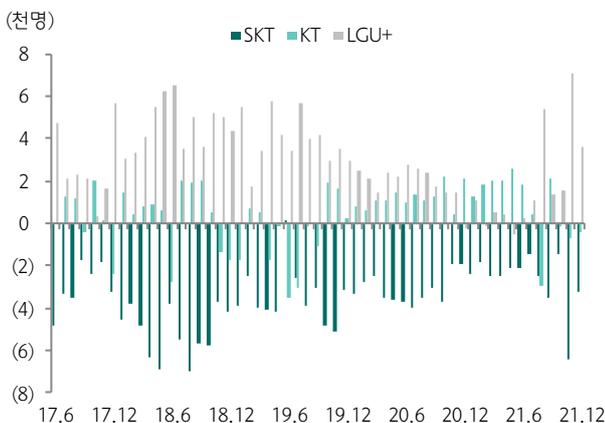
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 46. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



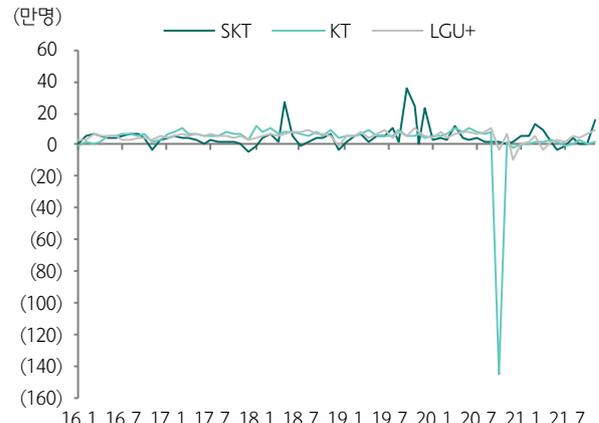
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



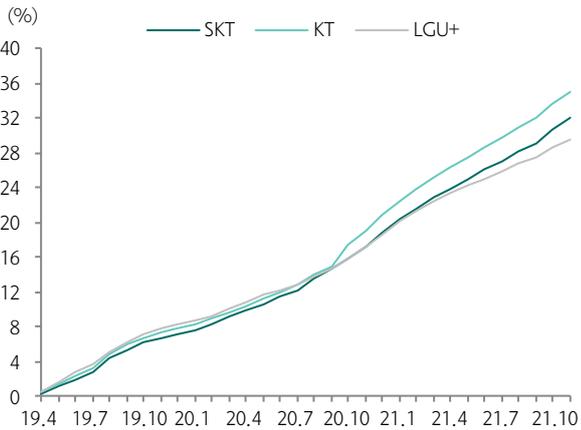
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



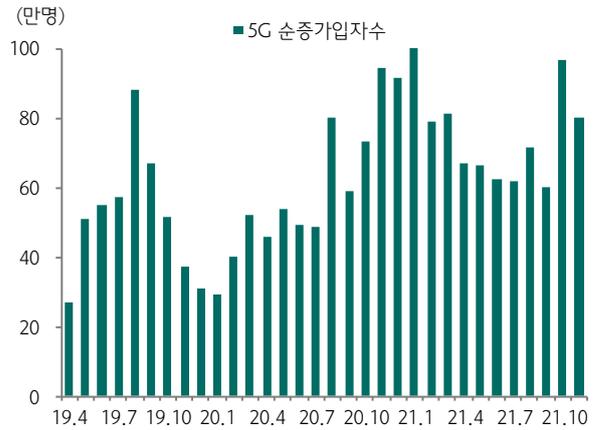
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 49. 통신 3사 5G 보급률 추이



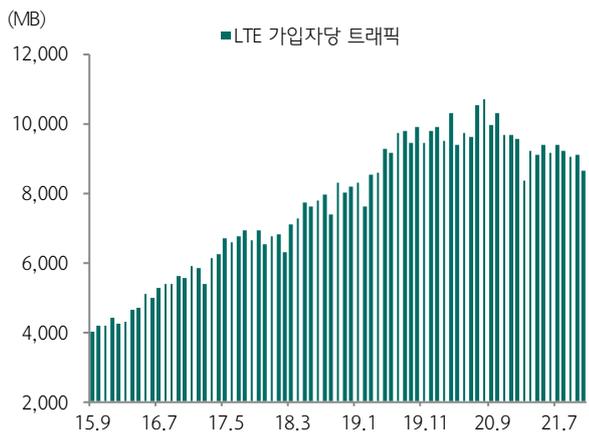
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. 5G 순증가입자 동향



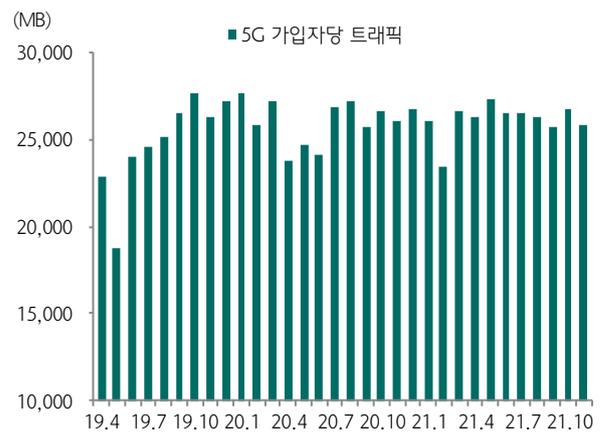
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 51. LTE 가입자당 트래픽 추이



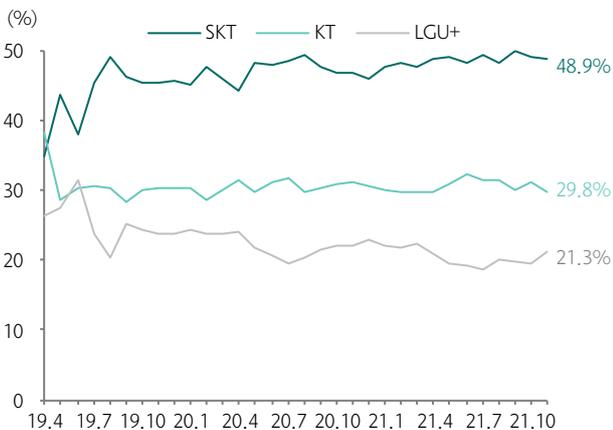
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 52. 5G 가입자당 트래픽 추이



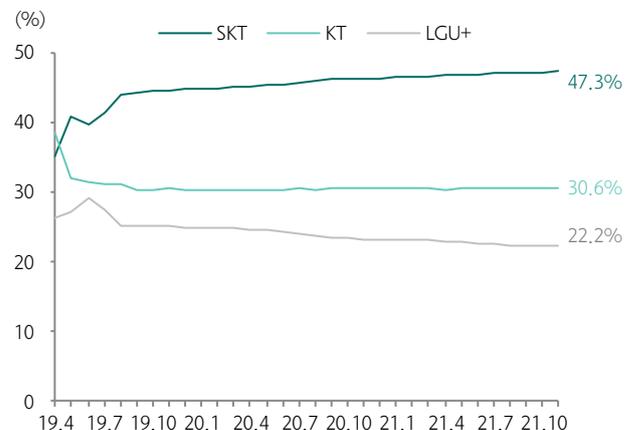
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 53. 5G 순증 가입자 M/S 동향



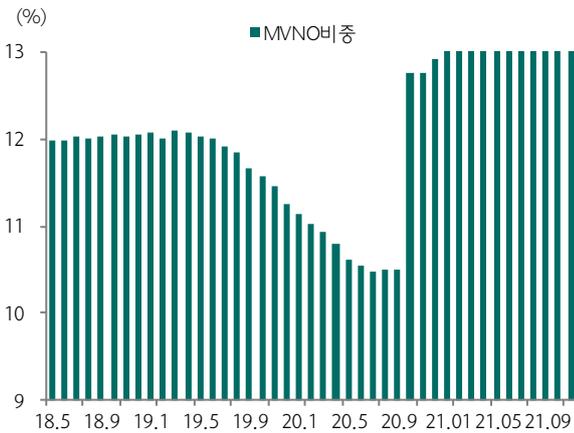
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 54. 5G 누적 가입자 M/S 동향



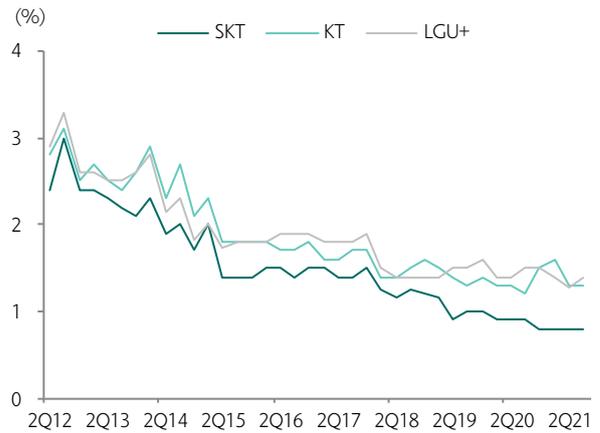
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 55. MVNO(재판매) 비중 추이



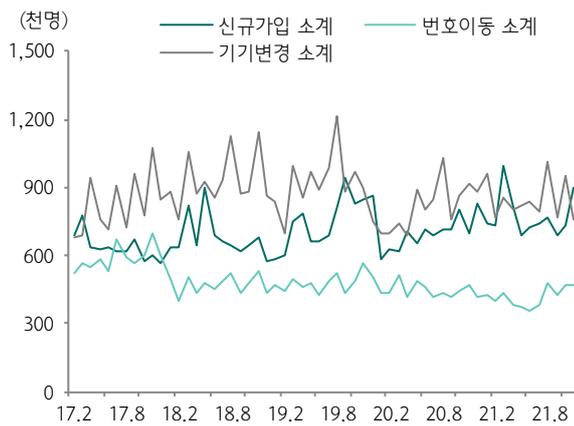
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 56. 통신 3사 분기별 해지율 추이



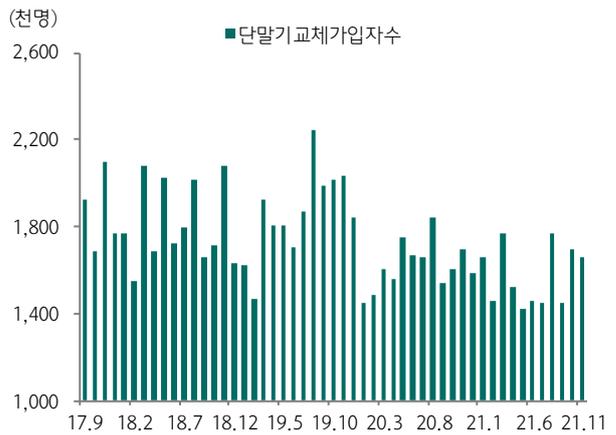
자료: 각사, 하나금융투자

그림 57. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 58. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

## 2) 당분간 시장 과열 어려울 전망, 휴대폰 판매량 증가 외 변수 없어

2022년에도 통신시장 과열 양상은 나타나지 않을 전망, 이젠 국내 휴대폰 유통 시장 안정화 기조 정착된 듯

2022년 1분기에도 시장 과열 양상이 나타나긴 어려워 보인다. 휴대폰 판매대수 증가 외엔 큰 변수가 없기 때문이다. 대리점 리베이트가 급증할 상황도 아니며 광고 및 프로모션 비용이 크게 증가할 이유도 없다. 전년동기비 통신 3사 마케팅비용이 증가하겠지만 전분기비로는 소폭 마케팅비용 감소가 예상된다.

여기에 단말기 수급도 따져봐야 한다. 단말기 부품/재고 부족 현상이 올해 하반기에나 해소될 것으로 판단되기 때문이다. 결국 신형 전략 폰 출시에도 불구하고 상반기 내 재고 밀어내기 현상은 크게 발생하기 어려워 보이며 5G 순증 가입자수 증가에도 불구하고 단말기 판매대수 급증도 나타나기 어려울 전망이다. 제한적인 휴대폰 판매량 증가 속에 전년동기비 3~5% 수준의 마케팅비용 증가 양상이 이어질 전망이며 지난 4분기대비선 올해 상반기 마케팅비용 정체가 예상된다.

과거 통신사 마케팅 경쟁 강도는 연초에 높게 나타나는 양상을 보인다. 새해 사업 목표를 조기에 달성하려는 회사의 의지가 반영되면서 가입자 유치 경쟁이 심화되는 국면을 연출하기 때문이다. 하지만 최근에는 이러한 모습이 잘 연출되지 않는다. 국내 통신 3사가 가입자 M/S에 치중하기 보다는 실질적인 매출 확대 전략에 더 집중하는 양상이기 때문이다. 올해 연초에도 국내 통신 3사에 마케팅 변수가 발생하지는 않을 전망이다.

그림 59. 2022년 상반기에도 국내 통신 3사 마케팅비용이 크게 증가하기 어려운 이유

- 1 유통 재고 적어 단말기 밀어내기 물량 크지 않을 전망
- 2 5G 폰 판매량 폭증은 아닐 것, 휴대폰 판매량 증가 폭 일정 수준일 듯
- 3 삼성전자 사실상 국내 독점 양상, 애플 리베이트 미미한 상황
- 4 통신사/제조사 마케팅 공조 현상 퇴색, 리베이트 증가 제한적
- 5 IFRS 15 가입자유치비용 회계적 분산 효과
- 6 광고비 등 일회성비용 정체 양상
- 7 온라인 마케팅 비중 상승, 대형 도매상 의존도 하락

자료: 하나금융투자

### 3. 12개월 Top Pick KT, 2월 투자매력도 KT>LGU+>SKT

#### 1) 12개월 Top Pick을 KT로 유지

12개월 Top Pick을 KT로 유지, 높은 이동전화매출액/영업이익/DPS 성장이 유력하고 여러 지표로 볼 때 확실한 주가 바닥이기 때문

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 KT로 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, 9) Valuation 매력도, 10) 기대배당수익률 및 배당 흐름, 11) 지배구조 개편 가능성 및 영향 등을 종합적으로 고려한 결과다. 이러한 기준 하에 향후 12개월간 투자 매력도를 평가하면 통신 3사 중 KT가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

KT는 2021년에 이어 2022년에도 높은 영업이익 성장 및 DPS 성장이 유력한 상황에서 진짜 5G가 개시됨에 따라 기대배당수익률이 낮아질 수 있고 PER이 높아질 수 있는 국면이다. 여기에 2022년에는 케이뱅크 상장 준비 기대감이 커질 수 있다. 무엇보다 KT의 2022년 DPS가 이론적으로 2,000원이 가능해진다는 점은 2022년 투자자들의 이목을 KT에 집중시킬 가능성이 높다는 판단이다. DPS 2천원에 걸맞는 주가 형성이 예상되어서다.

표 8. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

| 구분   | 긍정적 요인   | 부정적 요인  |
|------|--|---|
| SKT  | <ul style="list-style-type: none"> <li>통신부문 실적 개선 본격화되는 상황</li> <li>2022년 이동전화 ARPU 본격 성장 예상</li> <li>SK브로드밴드 실적 호전 본격화, 2024년 이후 배당금 유입 기대</li> <li>요금인가제 폐지, 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적</li> </ul>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>높은 배당 성향, EBITDA-CAPEX의 30~40%를 배당으로 지급 결정</li> <li>총 배당금 증가 현실적으로 어려운 상황</li> <li>최근 3년간 통신부문 이익 성장 가장 낮고 기업가치 높게 형성</li> <li>상대적으로 높은 PER 수준</li> </ul>  |
| KT   | <ul style="list-style-type: none"> <li>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>장기 배당 성향/DPS 증가 유력, 자사주 매입 지속 추진 전망</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>MNO 가입자 성장 정체 양상</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 지속, DPS 성장 지속되고 있음에도 과도하게 기대배당수익률 낮은 KT를 최선후주로 선정</li> </ul>  |   |

자료: 하나금융투자

## 2) 2월 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Pick은 KT

2월 종목별 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 평가, 2021년 배당금 확정 발표 이후 DPS 컨센서스 상향과 더불어 저평가 논란 커질 KT를 2월 Top Pick으로 제시

2022년 1월에 이어 2월에도 KT를 월간 Top Pick으로 제시한다. 2021년에 이어 2022년에도 DPS 상승 폭이 클 전망이다. 현 주가가 이를 제대로 반영하지 못한 상황이기 때문이다. 2021년 2월 지난해 확정 배당금 발표 이후 2022년 DPS 컨센서스가 2천원 수준으로 높아지면서 이에 걸맞는 주가 형성이 점차 이루어질 것이라 판단이다. 과거 경험을 되새겨보면 1분기 이내 36,000원까지 KT 주가가 레벨업 될 가능성이 높다.

LGU+의 경우엔 1/28일(금) 2021년 4분기 실적 발표 및 직전 연간 배당금 발표에 관심을 높일 것을 권한다. 4분기 실적이 당초 기대치에 미치지 못할 것으로 예상되면서 주가 조정 양상을 나타내 가격 메리트가 부각되고 있는 상황에서 배당 발표와 동시에 이젠 배당 성향을 40%로 공식 상향 조정할 가능성이 높기 때문이다. 2021년 영업이익 1조원 달성 및 2022년 두 자리 수 영업이익 성장, 높은 DPS 성장 지속, 배당 성향 상향 조정 등에 따른 저평가 논란이 지속될 것이어서 투자 매력도가 높다는 판단이다.

SKT 역시 기대배당수익률로 보면 충분히 주가 바닥 수준이라고 평가하나 당분간은 주도주로 나서긴 어려울 전망이다. PER로 보면 3사 중 가장 높은 수준인데다가 배당 흐름이 주가에 미칠 영향이 큰 상황에서 3사 중 유일하게 배당금 증가를 당분간 기대하기 어려운 상황이라 그렇다. 결국 KT/LGU+ 주가 상승에 따른 키 맞추기식 주가 상승 정도가 기대된다.

2월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 KT>LGU+>SKT 순으로 평가하며, 통신 3사에 대한 구체적인 투자 전략을 설명하면 다음과 같다.

표 9. 통신업종 종목별 투자 의견

| 구분   | 투자이견 | 목표가 (12개월) | 사유  |
|------|------|------------|---|
| SKT  | 매수   | 80,000원    | • 통신/비통신 실적 개선 중, 당분간 배당금 유지 예상, 높은 기대배당수익률 기록 중    |
| KT   | 매수   | 45,000원    | • 실질 자산가치대비 절대 저평가, 통신부문 영업이익 본격 증가세 돌입, 자회사 재평가 기대 |
| LGU+ | 매수   | 20,000원    | • 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 배당성향 상향 유력, 실적대비 과도한 저평가     |

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

표 10. 2월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

| 순위 | 종목명  | 주가(1/24) | 3개월 예상 주가 밴드   | P/E  | P/B | 평가 사유                                   |
|----|------|----------|----------------|------|-----|---|
| 1  | KT   | 31,650원  | 30,000~40,000원 | 8.1  | 0.5 | • 통신부문 이익/기대배당수익률로 볼 때 탄력적 주가 반등 예상     |
| 2  | LGU+ | 13,350원  | 13,000~20,000원 | 6.8  | 0.7 | • 실적대비 주가 너무 낮고 수급 개선 중, 배당 성향 상향 조정 유력 |
| 3  | SKT  | 56,300원  | 55,000~80,000원 | 11.2 | 0.5 | • 당분간 총배당금 증가 어려울 것, 상대 매력도 저하          |

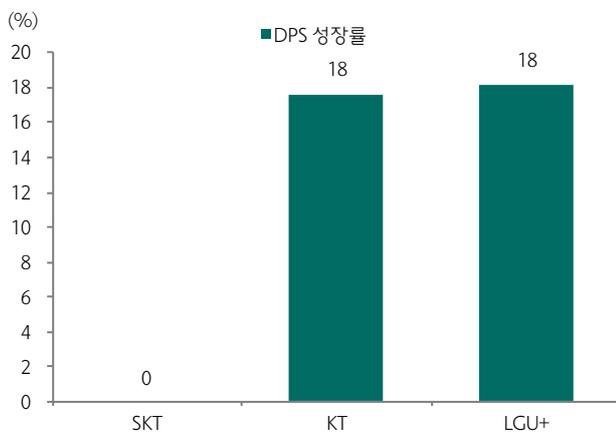
주: 2021년 예상 실적 기준, 단 투자 매력도는 향후 1개월 기준  
자료: 하나금융투자

표 11. 2월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

| 구분   | 순위(2월) | 순위(1월) | 순위 변화 | 사유   |
|------|--------|--------|-------|--|
| KT   | 1      | 1      | -     | • 2023년까지 실적 전망 낙관적, DPS 증가에 따른 계단식 주가 상승 전망 |
| LGU+ | 2      | 2      | -     | • 실적대비 시가총액 너무 적은 상황, SKT 대비 저평가 논란 지속될 전망   |
| SKT  | 3      | 3      | -     | • 배당금 총액 증가 어려움, 기대배당수익률 높지만 후발주 역할 불가피      |

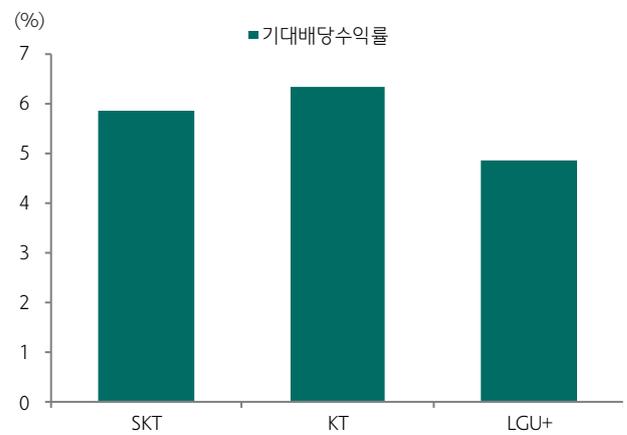
주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준  
 자료: 하나금융투자

그림 60. 2022년 통신 3사 DPS 성장률 전망 비교



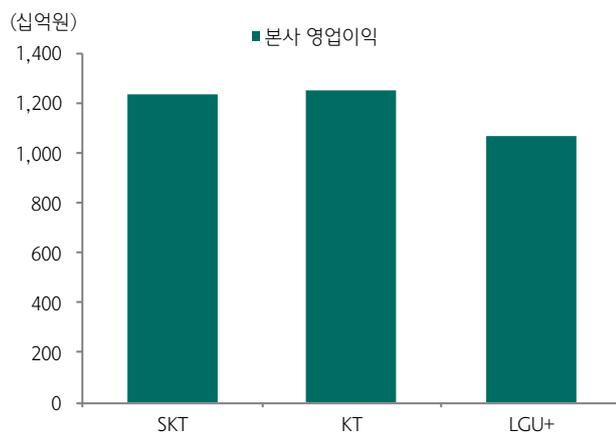
자료: 하나금융투자

그림 61. 통신 3사 기대배당수익률 비교



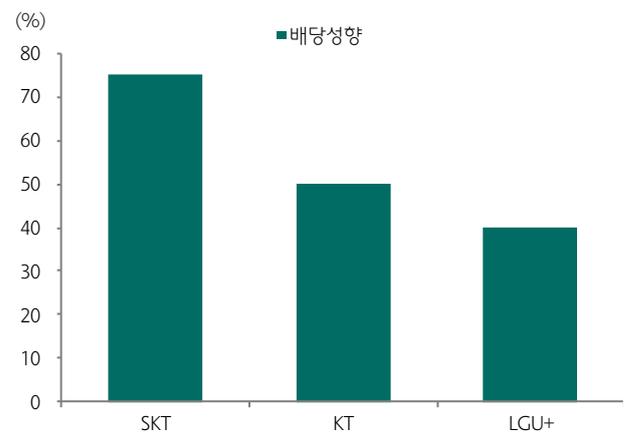
주: 2022년 추정 실적 기준  
 자료: 하나금융투자

그림 62. 국내 통신 3사 본사 영업이익 비교(2022년 추정치 기준)



주: 2022년 추정 실적 기준  
 자료: 하나금융투자

그림 63. 통신 3사 배당 성향 비교



주: 2022년 추정 실적 기준  
 자료: 하나금융투자

## Top Picks

---

|               |    |
|---------------|----|
| SKT (017670)  | 34 |
| KT (030200)   | 36 |
| LGU+ (032640) | 38 |

2022년 1월 26일

# SK텔레콤(017670)

## 4Q/1Q 실적 부진 부담, 하지만 바닥권이라 주가 오를 것

### 매수/목표가 8만원 유지, 현 가격대에선 매수 유효 판단

SKT에 대한 투자의견을 매수, 12개월 목표가 8만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 배당성향이 높아 부담이지만 당분간 총 배당금이 유지될 것이라 현 기대배당수익률이 5% 중반임을 감안할 때 확실한 락바텀 수준이고, 2) 5G 순증가입자수, 휴대폰 유통 상황, LTE 주파수할당가격 인하 폭을 고려 시 2022년 높은 영업이익이 성장에 예상되며, 3) 대선이 임박한 상황이지만 규제 환경이 여전히 양호하기 때문이다. 총 배당금 증가가 어려워 통신 3사 중 주도주로 부상하긴 쉽지 않겠지만 통신업종 상승에 따른 키 맞추기식 주가 상승은 충분히 나타날 수 있을 것이라 판단이다.

### 4Q에 이어 1Q도 일시적인 실적 부진 불가피할 전망

2021년 4분기에 이어 2022년 1분기에도 SKT 실적은 부진할 전망이다. 기업 분할에 따른 주식 상여금이 4분기와 1분기에 각각 750억원씩 인건비로 계상될 예정이기 때문이다. 4Q 분할 전 기준 연결 영업이익이 2,733억원(-17% YoY, -32% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 분할 후 기준으로는 연결 영업이익이 2,668억원이 예상된다. 2022년 1분기에는 이동전화 ARPU 상승 폭이 전년동기비 4%로 확대되고 마케팅비용이 YoY 5% 증가, QoQ 1% 감소하며 감가상각비가 감소할 것으로 보여 내용상 실적은 우수할 것이나 발표 실적 기준으로는 실적 부진이 불가피할 전망이다.

### 배당금 증가 어렵지만 밸류에이션 매력도 높아 주가 오를 것

국내 후발 통신업체와 SKT 비교 시 SKT 상대 매력도가 높다고 평가할만한 지표는 많지 않다. PER과 PBR이 낮은 것도 아니고 배당 성장률이 높은 것도 아니다. EPS 성장률은 경쟁사와 비슷하며 기대배당수익률이 높긴 하지만 DPS 성장률을 감안하면 경쟁사대비 월등한 것도 아니다. 그러나 현 가격에선 SKT에 대해 점진적 매수로 대응할 필요가 있다. 과거 기대배당수익률 5% 중반에선 SKT 주가가 바닥을 형성한 경우가 많았으며 2022년 통신 업황이 어느 때보다도 양호하기 때문이다. 돋보이지 않겠지만 업종 대표주로서 기대배당수익을 하락과 더불어 주가 상승이 나타날 것이라 판단이다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 80,000원 | CP(1월24일): 56,300원

#### Key Data

|                  |               |       |      |
|------------------|---------------|-------|------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,792.00      |       |      |
| 52주 최고/최저(원)     | 66,800/48,700 |       |      |
| 시가총액(십억원)        | 12,320.3      |       |      |
| 시가총액비중(%)        | 0.60          |       |      |
| 발행주식수(천주)        | 218,833.1     |       |      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 897.4         |       |      |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 51.2          |       |      |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 3,300         |       |      |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 1.07          |       |      |
| 외국인지분율(%)        | 44.89         |       |      |
| 주요주주 지분율(%)      |               |       |      |
| SK 외 11 인        | 30.02         |       |      |
| 국민연금공단           | 9.79          |       |      |
| 주가상승률            | 1M            | 6M    | 12M  |
| 절대               | (8.8)         | (7.7) | 10.8 |
| 상대               | (1.5)         | 7.6   | 24.7 |

#### Consensus Data

|           | 2021     | 2022     |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)  | 19,038.8 | 18,463.2 |
| 영업이익(십억원) | 1,466.6  | 1,612.6  |
| 순이익(십억원)  | 2,145.1  | 1,122.3  |
| EPS(원)    | 6,151    | 4,943    |
| BPS(원)    | 107,644  | 109,179  |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019     | 2020     | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 십억원 | 17,740.7 | 18,624.7 | 19,479.2 | 16,926.7 | 17,624.8 |
| 영업이익      | 십억원 | 1,108.2  | 1,349.3  | 1,458.6  | 1,553.5  | 1,744.3  |
| 세전이익      | 십억원 | 1,161.0  | 1,877.0  | 3,494.0  | 1,463.5  | 1,654.3  |
| 순이익       | 십억원 | 888.7    | 1,504.4  | 2,769.1  | 1,125.0  | 1,271.7  |
| EPS       | 원   | 2,201    | 3,726    | 7,869    | 5,141    | 5,811    |
| 증감율       | %   | (71.59)  | 69.29    | 111.19   | (34.67)  | 13.03    |
| PER       | 배   | 21.63    | 12.78    | 7.36     | 11.15    | 9.86     |
| PBR       | 배   | 0.78     | 0.74     | 0.47     | 0.45     | 0.45     |
| EV/EBITDA | 배   | 5.60     | 5.39     | 5.54     | 5.21     | 5.17     |
| ROE       | %   | 3.91     | 6.44     | 10.97    | 4.16     | 4.60     |
| BPS       | 원   | 61,049   | 64,072   | 123,176  | 126,026  | 128,551  |
| DPS       | 원   | 2,000    | 2,000    | 3,300    | 3,300    | 3,300    |

(22년 이후 실적은 기업분할 이후 기준)



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           |
| <b>매출액</b>     | <b>17,740.7</b> | <b>18,624.7</b> | <b>19,479.2</b> | <b>16,926.7</b> | <b>17,624.8</b> |
| 매출원가           | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 매출총이익          | 17,740.7        | 18,624.7        | 19,479.2        | 16,926.7        | 17,624.8        |
| 판매비            | 16,632.5        | 17,275.3        | 18,020.6        | 15,373.2        | 15,880.6        |
| <b>영업이익</b>    | <b>1,108.2</b>  | <b>1,349.3</b>  | <b>1,458.6</b>  | <b>1,553.5</b>  | <b>1,744.3</b>  |
| 금융손익           | (295.8)         | (256.0)         | (399.6)         | (90.0)          | (90.0)          |
| 중속/관계기업손익      | 449.5           | 1,028.4         | 2,375.4         | 0.0             | 0.0             |
| 기타영업외손익        | (100.9)         | (244.7)         | 59.6            | 0.0             | 0.0             |
| <b>세전이익</b>    | <b>1,161.0</b>  | <b>1,877.0</b>  | <b>3,494.0</b>  | <b>1,463.5</b>  | <b>1,654.3</b>  |
| 법인세            | 300.3           | 376.5           | 731.0           | 336.6           | 380.5           |
| 계속사업이익         | 860.7           | 1,500.5         | 2,763.0         | 1,126.9         | 1,273.8         |
| 중단사업이익         | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>당기순이익</b>   | <b>860.7</b>    | <b>1,500.5</b>  | <b>2,763.0</b>  | <b>1,126.9</b>  | <b>1,273.8</b>  |
| 비배주주지분 손이익     | (28.0)          | (3.8)           | (6.0)           | 2.0             | 2.1             |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>888.7</b>    | <b>1,504.4</b>  | <b>2,769.1</b>  | <b>1,125.0</b>  | <b>1,271.7</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 891.1           | 1,869.1         | 3,686.3         | 879.6           | 994.3           |
| NOPAT          | 821.6           | 1,078.7         | 1,153.5         | 1,196.2         | 1,343.1         |
| EBITDA         | 5,129.2         | 5,519.3         | 5,633.2         | 5,763.1         | 5,953.9         |
| <b>성장성(%)</b>  |                 |                 |                 |                 |                 |
| 매출액증가율         | 5.14            | 4.98            | 4.59            | (13.10)         | 4.12            |
| NOPAT증가율       | (13.21)         | 31.29           | 6.93            | 3.70            | 12.28           |
| EBITDA증가율      | 14.34           | 7.61            | 2.06            | 2.31            | 3.31            |
| 영업이익증가율        | (7.79)          | 21.76           | 8.10            | 6.51            | 12.28           |
| (지배주주)순이익증가율   | (71.59)         | 69.28           | 84.07           | (59.37)         | 13.04           |
| EPS증가율         | (71.59)         | 69.29           | 111.19          | (34.67)         | 13.03           |
| <b>수익성(%)</b>  |                 |                 |                 |                 |                 |
| 매출총이익률         | 100.00          | 100.00          | 100.00          | 100.00          | 100.00          |
| EBITDA이익률      | 28.91           | 29.63           | 28.92           | 34.05           | 33.78           |
| 영업이익률          | 6.25            | 7.24            | 7.49            | 9.18            | 9.90            |
| 계속사업이익률        | 4.85            | 8.06            | 14.18           | 6.66            | 7.23            |

| 투자지표           | (단위:십억원) |        |         |         |         |
|----------------|----------|--------|---------|---------|---------|
|                | 2019     | 2020   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| <b>주당지표(원)</b> |          |        |         |         |         |
| EPS            | 2,201    | 3,726  | 7,869   | 5,141   | 5,811   |
| BPS            | 61,049   | 64,072 | 123,176 | 126,026 | 128,551 |
| CFPS           | 13,117   | 14,260 | 18,431  | 26,419  | 27,113  |
| EBITDAPS       | 12,705   | 13,671 | 16,007  | 26,336  | 27,207  |
| SPS            | 43,942   | 46,132 | 55,352  | 77,350  | 80,540  |
| DPS            | 2,000    | 2,000  | 3,300   | 3,300   | 3,300   |
| <b>주기지표(배)</b> |          |        |         |         |         |
| PER            | 21.63    | 12.78  | 7.36    | 11.15   | 9.86    |
| PBR            | 0.78     | 0.74   | 0.47    | 0.45    | 0.45    |
| PCFR           | 3.63     | 3.34   | 3.14    | 2.17    | 2.11    |
| EV/EBITDA      | 5.60     | 5.39   | 5.54    | 5.21    | 5.17    |
| PSR            | 1.08     | 1.03   | 1.05    | 0.74    | 0.71    |
| <b>재무비율(%)</b> |          |        |         |         |         |
| ROE            | 3.91     | 6.44   | 10.97   | 4.16    | 4.60    |
| ROA            | 2.03     | 3.23   | 5.67    | 2.27    | 2.56    |
| ROIC           | 4.14     | 5.23   | 5.48    | 5.50    | 6.03    |
| 부채비율           | 98.11    | 96.37  | 79.76   | 75.92   | 74.77   |
| 순부채비율          | 42.16    | 40.59  | 29.07   | 24.62   | 27.29   |
| 이자보상배율(배)      | 2.73     | 3.38   | 4.98    | 10.48   | 15.94   |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표          | (단위:십억원)        |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                | 2019            | 2020            | 2021F           | 2022F           | 2023F           |
| <b>유동자산</b>    | <b>8,088.5</b>  | <b>8,775.1</b>  | <b>10,190.2</b> | <b>10,891.7</b> | <b>10,270.2</b> |
| 금융자산           | 2,360.5         | 3,053.2         | 4,205.6         | 5,369.1         | 4,618.1         |
| 현금성자산          | 1,270.8         | 1,369.7         | 2,928.4         | 4,003.9         | 3,157.0         |
| 매출채권           | 2,231.0         | 2,188.9         | 2,339.7         | 2,024.9         | 2,113.9         |
| 재고자산           | 162.9           | 171.4           | 208.1           | 181.8           | 190.1           |
| 기타유동자산         | 3,334.1         | 3,361.6         | 3,436.8         | 3,315.9         | 3,348.1         |
| <b>비유동자산</b>   | <b>37,113.9</b> | <b>39,131.9</b> | <b>39,492.3</b> | <b>38,648.9</b> | <b>39,735.6</b> |
| 투자자산           | 14,401.9        | 16,200.1        | 16,478.4        | 15,204.7        | 15,760.9        |
| 금융자산           | 1,016.7         | 1,846.0         | 1,909.7         | 2,403.3         | 2,459.1         |
| 유형자산           | 12,933.5        | 13,377.1        | 13,387.9        | 13,728.3        | 14,168.8        |
| 무형자산           | <b>7,815.6</b>  | <b>7,793.7</b>  | <b>7,808.6</b>  | <b>7,873.6</b>  | <b>7,963.6</b>  |
| 기타비유동자산        | <b>1,962.9</b>  | <b>1,761.0</b>  | <b>1,817.4</b>  | <b>1,842.3</b>  | <b>1,842.3</b>  |
| <b>자산총계</b>    | <b>45,202.4</b> | <b>47,907.0</b> | <b>49,682.5</b> | <b>49,540.6</b> | <b>50,005.8</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>7,851.7</b>  | <b>8,178.0</b>  | <b>7,832.4</b>  | <b>7,489.9</b>  | <b>7,784.8</b>  |
| 금융부채           | 1,833.5         | 1,833.8         | 2,183.2         | 2,202.1         | 2,324.5         |
| 매입채무           | 438.3           | 372.9           | 383.6           | 313.7           | 331.1           |
| 기타유동부채         | 5,579.9         | 5,971.3         | 5,265.6         | 4,974.1         | 5,129.2         |
| <b>비유동부채</b>   | <b>14,533.8</b> | <b>15,332.7</b> | <b>14,211.1</b> | <b>13,889.1</b> | <b>13,607.9</b> |
| 금융부채           | <b>10,146.4</b> | <b>11,121.4</b> | <b>10,057.8</b> | <b>10,100.8</b> | <b>10,100.8</b> |
| 기타비유동부채        | 4,387.4         | 4,211.3         | 4,153.3         | 3,788.3         | 3,507.1         |
| <b>부채총계</b>    | <b>22,385.4</b> | <b>23,510.7</b> | <b>22,043.5</b> | <b>21,379.0</b> | <b>21,392.7</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>22,950.2</b> | <b>23,743.9</b> | <b>26,751.5</b> | <b>27,375.2</b> | <b>27,927.7</b> |
| 자본금            | <b>44.6</b>     | <b>44.6</b>     | <b>44.6</b>     | <b>44.6</b>     | <b>44.6</b>     |
| 자본잉여금          | 2,915.9         | 2,915.9         | 2,915.9         | 2,915.9         | 2,915.9         |
| 자본조정           | (1,909.4)       | (2,238.7)       | (89.2)          | (89.2)          | (89.2)          |
| 기타포괄이익누계액      | (329.6)         | 40.1            | 1,090.2         | 1,090.2         | 1,090.2         |
| 이익잉여금          | 22,228.7        | 22,981.9        | 22,790.0        | 23,413.7        | 23,966.3        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>(133.3)</b>  | <b>652.3</b>    | <b>887.5</b>    | <b>786.4</b>    | <b>685.4</b>    |
| <b>자본총계</b>    | <b>22,816.9</b> | <b>24,396.2</b> | <b>27,639.0</b> | <b>28,161.6</b> | <b>28,613.1</b> |
| 순금융부채          | 9,619.3         | 9,902.0         | 8,035.4         | 6,933.8         | 7,807.2         |

| 현금흐름표            | (단위:십억원)         |                  |                  |                  |                  |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                  | 2019             | 2020             | 2021F            | 2022F            | 2023F            |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>4,035.0</b>   | <b>5,821.9</b>   | <b>4,329.3</b>   | <b>4,834.1</b>   | <b>5,321.9</b>   |
| 당기순이익            | 860.7            | 1,500.5          | 2,763.0          | 1,126.9          | 1,273.8          |
| 조정               | 403              | 402              | 314              | 422              | 421              |
| 감가상각비            | 4,021.0          | 4,170.0          | 4,174.5          | 4,209.6          | 4,209.6          |
| 외환거래손익           | 0.4              | 3.8              | (3.3)            | 0.0              | 0.0              |
| 지분법손익            | (449.5)          | (1,028.4)        | (1,723.6)        | 0.0              | 0.0              |
| 기타               | (3,168.9)        | (2,743.4)        | (2,133.6)        | (3,787.6)        | (3,788.6)        |
| 영업활동 자산부채변동      | (856.1)          | 302.5            | (1,578.4)        | (509.3)          | (166.6)          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(3,581.6)</b> | <b>(4,250.4)</b> | <b>(409.9)</b>   | <b>(3,557.3)</b> | <b>(5,495.3)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | (839.7)          | (1,798.1)        | (278.4)          | 1,273.8          | (556.2)          |
| 자본증가(감소)         | (3,357.4)        | (3,455.3)        | (3,365.6)        | (4,550.0)        | (4,650.0)        |
| 기타               | 615.5            | 1,003.0          | 3,234.1          | (281.1)          | (289.1)          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>(686.7)</b>   | <b>(1,457.6)</b> | <b>(2,401.2)</b> | <b>(446.2)</b>   | <b>(601.9)</b>   |
| 금융부채증가(감소)       | 1,899.6          | 975.3            | (714.2)          | 62.0             | 122.4            |
| 자본증가(감소)         | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| 기타재무활동           | (1,867.6)        | (1,690.8)        | (689.3)          | (7.0)            | (5.1)            |
| 배당지급             | (718.7)          | (742.1)          | (997.7)          | (501.2)          | (719.2)          |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>(235.9)</b>   | <b>98.8</b>      | <b>1,535.1</b>   | <b>1,075.5</b>   | <b>(847.0)</b>   |
| Unlevered CFO    | 5,295.8          | 5,757.2          | 6,486.3          | 5,781.4          | 5,933.3          |
| Free Cash Flow   | 659.1            | 2,264.1          | 914.7            | 284.1            | 671.9            |

2022년 1월 26일

# KT(030200)

## 배당에 걸맞는 주가 형성 전망, 도코모 지분 매각은 수급상 호재

### 매수/목표가 45,000원 유지, 주가 성과 좋을 시점

KT 투자 의견 매수, 12개월 목표가 45,000원을 유지한다. 또 1월에 이어 2월에도 KT를 통신서비스 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 올해 추정 DPS 2천원대비 과도한 저평가 상황이고, 2) 지난해에 이어 올해도 높은 본사 영업이익 성장이 지속될 것이며, 3) 자회사 실적 개선 추세 본격화와 더불어 케이뱅크 IPO 기대감이 높아질 전망이다, 4) NTT Docomo 지분 매각으로 수급 개선이 기대되기 때문이다. 투자 전략상 2/9일(수) 4분기 실적 발표 전 적극 매수를 추천한다.

### 2월 실적/배당 발표 이후 36,000원까지 주가 상승 시도 예상

현 시점에서는 지난해 배당 발표 이후 올해 배당금 전망에 투자자들의 관심이 쏠릴 수 있음에 유념할 필요가 있겠다. 시중 금리가 상승세이긴 하지만 최악의 경우를 감안해도 6%를 상회하는 KT 기대배당수익률이 도전 받을 가능성은 희박하기 때문이다. 과거 10년전 국고채 금리 4% 수준에서도 5% 수준의 기대배당수익률이 KT가 주가 바닥을 형성한 경우가 많았다. 올해 KT DPS 컨센서스가 2,000원으로 형성되면서 서서히 주가 바닥이 36,000원으로 높아질 것이라 판단이다.

### 신한금융과의 지분 교환은 수급상 호재 될 것

얼마전 KT와 신한금융은 상호 지분 교환에 합의했다. 사업적 측면에서는 향후 금융사업 추진에 있어서 KT가 전략적 파트너를 확보하는 효과가 있을 수 있겠으나 무엇보다 수급적인 측면에서 긍정적 효과가 예상된다. 기존 NTT Docomo가 보유하던 5.4% 지분이 주식시장에 출회될 가능성이 있었는데 이번 블록딜을 통해 오버행 이슈가 해소되었기 때문이다. 여기에 외국인 수급 개선도 기대된다. 현재와 같이 국내 통신산업이 우수한 업황을 나타낼 시 KT 외국인 매입 가능 지분율이 10% 이상을 나타낸 적이 없는데 현재 높은 매수 여력을 기대할 수 있고 역으로 외국인 보유 비율이 상승하지 않는다면 유동성 강화로 MSCI 재편입 가능성이 높아질 수 있기 때문이다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 45,000원 | CP(1월24일): 31,650원

| Key Data         |                  | Consensus Data |                   |
|------------------|------------------|----------------|-------------------|
|                  |                  | 2021           | 2022              |
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,792.00         |                |                   |
| 52주 최고/최저(원)     | 34,900/23,700    | 매출액(십억원)       | 24,702.1 25,429.9 |
| 시가총액(십억원)        | 8,264.2          | 영업이익(십억원)      | 1,581.4 1,673.6   |
| 시가총액비중(%)        | 0.40             | 순이익(십억원)       | 1,187.8 1,219.6   |
| 발행주식수(천주)        | 261,111.8        | EPS(원)         | 4,165 4,243       |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 1,085.2          | BPS(원)         | 62,097 65,080     |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 33.7             |                |                   |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 1,700            | Stock Price    |                   |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 5.46             |                |                   |
| 외국인지분율(%)        | 44.07            |                |                   |
| 주요주주 지분율(%)      |                  |                |                   |
| 국민연금공단           | 12.68            |                |                   |
| 신한은행 외 2인        | 5.48             |                |                   |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M        |                |                   |
| 절대               | (3.4) (8.8) 33.5 |                |                   |
| 상대               | 4.3 6.3 50.2     |                |                   |

| Financial Data |     |          |          |          |          |          |
|----------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자지표           | 단위  | 2019     | 2020     | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
| 매출액            | 십억원 | 24,342.1 | 23,916.7 | 24,442.5 | 25,056.2 | 25,625.7 |
| 영업이익           | 십억원 | 1,159.6  | 1,184.1  | 1,670.7  | 1,633.4  | 1,783.0  |
| 세전이익           | 십억원 | 976.3    | 975.1    | 1,762.9  | 1,446.0  | 1,626.6  |
| 순이익            | 십억원 | 615.8    | 658.0    | 1,155.9  | 1,020.9  | 1,150.0  |
| EPS            | 원   | 2,358    | 2,520    | 4,427    | 3,910    | 4,404    |
| 증감율            | %   | (10.58)  | 6.87     | 75.67    | (11.68)  | 12.63    |
| PER            | 배   | 11.45    | 9.52     | 6.91     | 8.12     | 7.21     |
| PBR            | 배   | 0.49     | 0.42     | 0.51     | 0.51     | 0.49     |
| EV/EBITDA      | 배   | 2.66     | 2.38     | 2.75     | 2.90     | 2.91     |
| ROE            | %   | 4.58     | 4.76     | 8.05     | 6.80     | 7.34     |
| BPS            | 원   | 55,491   | 57,039   | 60,403   | 62,787   | 65,396   |
| 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

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|              | 2019     | 2020     | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
| 매출액          | 24,342.1 | 23,916.7 | 24,442.5 | 25,056.2 | 25,625.7 |
| 매출원가         | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 매출총이익        | 24,342.1 | 23,916.7 | 24,442.5 | 25,056.2 | 25,625.7 |
| 판매비          | 23,182.5 | 22,732.6 | 22,771.8 | 23,422.9 | 23,842.7 |
| 영업이익         | 1,159.6  | 1,184.1  | 1,670.7  | 1,633.4  | 1,783.0  |
| 금융손익         | (7.7)    | (8.8)    | 2.2      | (216.4)  | (189.4)  |
| 중속/관계기업손익    | (3.3)    | 18.0     | 97.9     | 0.0      | 0.0      |
| 기타영업외손익      | (172.3)  | (218.3)  | (7.8)    | 29.0     | 33.0     |
| 세전이익         | 976.3    | 975.1    | 1,762.9  | 1,446.0  | 1,626.6  |
| 법인세          | 310.3    | 271.7    | 503.3    | 332.6    | 374.1    |
| 계속사업이익       | 665.9    | 703.4    | 1,259.7  | 1,113.4  | 1,252.5  |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | 665.9    | 703.4    | 1,259.7  | 1,113.4  | 1,252.5  |
| 비지배주주지분 손이익  | 50.2     | 45.4     | 103.7    | 92.5     | 102.5    |
| 지배주주순이익      | 615.8    | 658.0    | 1,155.9  | 1,020.9  | 1,150.0  |
| 지배주주지분포괄이익   | 738.4    | 684.2    | 1,159.8  | 1,023.5  | 1,151.4  |
| NOPAT        | 791.0    | 854.2    | 1,193.8  | 1,257.7  | 1,372.9  |
| EBITDA       | 4,821.2  | 4,851.7  | 5,299.0  | 5,259.1  | 5,437.4  |
| 성장성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 3.76     | (1.75)   | 2.20     | 2.51     | 2.27     |
| NOPAT증가율     | (10.29)  | 7.99     | 39.76    | 5.35     | 9.16     |
| EBITDA증가율    | 4.21     | 0.63     | 9.22     | (0.75)   | 3.39     |
| 영업이익증가율      | (8.08)   | 2.11     | 41.09    | (2.23)   | 9.16     |
| (지배주주)순이익증가율 | (10.56)  | 6.85     | 75.67    | (11.68)  | 12.65    |
| EPS증가율       | (10.58)  | 6.87     | 75.67    | (11.68)  | 12.63    |
| 수익성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 100.00   | 100.00   | 100.00   | 100.00   | 100.00   |
| EBITDA이익률    | 19.81    | 20.29    | 21.68    | 20.99    | 21.22    |
| 영업이익률        | 4.76     | 4.95     | 6.84     | 6.52     | 6.96     |
| 계속사업이익률      | 2.74     | 2.94     | 5.15     | 4.44     | 4.89     |

| 대차대조표     | (단위:십억원)  |           |           |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|           | 2019      | 2020      | 2021F     | 2022F     | 2023F     |
| 유동자산      | 11,897.2  | 11,154.2  | 12,299.0  | 11,957.3  | 11,429.9  |
| 금융자산      | 3,174.3   | 3,837.5   | 4,000.7   | 3,434.6   | 2,883.9   |
| 현금성자산     | 2,305.9   | 2,634.6   | 2,958.2   | 2,431.1   | 1,889.3   |
| 매출채권      | 3,150.4   | 3,056.1   | 3,524.6   | 3,660.7   | 3,722.0   |
| 재고자산      | 665.5     | 534.6     | 436.9     | 672.6     | 666.3     |
| 기타유동자산    | 4,907.0   | 3,726.0   | 4,336.8   | 4,189.4   | 4,157.7   |
| 비유동자산     | 22,642.9  | 22,508.4  | 23,724.9  | 24,586.2  | 24,756.5  |
| 투자자산      | 1,089.3   | 1,102.2   | 1,035.3   | 1,032.3   | 1,047.0   |
| 금융자산      | 821.7     | 544.3     | 480.9     | 456.6     | 461.6     |
| 유형자산      | 13,785.3  | 14,206.1  | 14,367.8  | 15,031.1  | 15,044.4  |
| 무형자산      | 2,834.0   | 2,161.3   | 3,040.3   | 3,211.3   | 3,353.7   |
| 기타비유동자산   | 4,934.3   | 5,038.8   | 5,281.5   | 5,311.5   | 5,311.4   |
| 자산총계      | 34,540.1  | 33,662.5  | 36,023.9  | 36,543.5  | 36,186.4  |
| 유동부채      | 10,148.1  | 9,192.5   | 10,031.4  | 9,872.9   | 9,808.0   |
| 금융부채      | 1,186.7   | 1,420.6   | 1,658.8   | 1,714.4   | 1,749.7   |
| 매입채무      | 1,304.8   | 1,239.7   | 1,192.6   | 1,238.6   | 1,259.3   |
| 기타유동부채    | 7,656.6   | 6,532.2   | 7,180.0   | 6,919.9   | 6,799.0   |
| 비유동부채     | 9,208.5   | 8,918.6   | 9,694.2   | 9,752.3   | 8,771.4   |
| 금융부채      | 6,262.3   | 6,158.9   | 7,193.7   | 7,233.7   | 7,233.7   |
| 기타비유동부채   | 2,946.2   | 2,759.7   | 2,500.5   | 2,518.6   | 1,537.7   |
| 부채총계      | 19,356.6  | 18,111.1  | 19,725.5  | 19,625.2  | 18,579.4  |
| 지배주주지분    | 13,663.3  | 14,011.4  | 14,705.0  | 15,327.5  | 16,008.7  |
| 자본금       | 1,564.5   | 1,564.5   | 1,564.5   | 1,564.5   | 1,564.5   |
| 자본잉여금     | 1,441.5   | 1,440.3   | 1,440.9   | 1,440.9   | 1,440.9   |
| 자본조정      | (1,171.3) | (1,234.8) | (1,351.7) | (1,351.7) | (1,351.7) |
| 기타포괄이익누계액 | 194.9     | 86.1      | 26.0      | 26.0      | 26.0      |
| 이익잉여금     | 11,633.8  | 12,155.4  | 13,025.4  | 13,647.8  | 14,329.1  |
| 비지배주주지분   | 1,520.2   | 1,540.0   | 1,593.4   | 1,590.8   | 1,598.3   |
| 자본총계      | 15,183.5  | 15,551.4  | 16,298.4  | 16,918.3  | 17,607.0  |
| 순금융부채     | 4,274.7   | 3,742.0   | 4,851.8   | 5,513.5   | 6,099.4   |

| 투자지표      | (단위:십억원) |        |        |        |        |
|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2019     | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| 주당지표(원)   |          |        |        |        |        |
| EPS       | 2,358    | 2,520  | 4,427  | 3,910  | 4,404  |
| BPS       | 55,491   | 57,039 | 60,403 | 62,787 | 65,396 |
| CFPS      | 19,871   | 20,473 | 21,440 | 20,252 | 20,950 |
| EBITDAPS  | 18,464   | 18,581 | 20,294 | 20,141 | 20,824 |
| SPS       | 93,225   | 91,596 | 93,609 | 95,960 | 98,141 |
| DPS       | 1,100    | 1,350  | 1,700  | 2,000  | 2,200  |
| 주기지표(배)   |          |        |        |        |        |
| PER       | 11.45    | 9.52   | 6.91   | 8.12   | 7.21   |
| PBR       | 0.49     | 0.42   | 0.51   | 0.51   | 0.49   |
| PCFR      | 1.36     | 1.17   | 1.43   | 1.57   | 1.52   |
| EV/EBITDA | 2.66     | 2.38   | 2.75   | 2.90   | 2.91   |
| PSR       | 0.29     | 0.26   | 0.33   | 0.33   | 0.32   |
| 재무비율(%)   |          |        |        |        |        |
| ROE       | 4.58     | 4.76   | 8.05   | 6.80   | 7.34   |
| ROA       | 1.85     | 1.93   | 3.32   | 2.81   | 3.16   |
| ROIC      | 4.61     | 4.81   | 6.58   | 6.55   | 6.87   |
| 부채비율      | 127.48   | 116.46 | 121.03 | 116.00 | 105.52 |
| 순부채비율     | 28.15    | 24.06  | 29.77  | 32.59  | 34.64  |
| 이자보상배율(배) | 4.16     | 4.49   | 6.21   | 5.16   | 6.16   |

| 현금흐름표          | (단위:십억원)  |           |           |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                | 2019      | 2020      | 2021F     | 2022F     | 2023F     |
| 영업활동 현금흐름      | 3,745.2   | 4,739.8   | 5,181.0   | 4,408.8   | 3,843.1   |
| 당기순이익          | 665.9     | 703.4     | 1,259.7   | 1,113.4   | 1,252.5   |
| 조정             | 421       | 464       | 394       | 363       | 365       |
| 감가상각비          | 3,661.7   | 3,667.6   | 3,628.4   | 3,625.7   | 3,654.3   |
| 외환거래손익         | 76.0      | (138.0)   | 199.2     | 0.0       | 0.0       |
| 지분법손익          | 3.3       | (17.9)    | (87.1)    | 0.0       | 0.0       |
| 기타             | (3,320.0) | (3,047.7) | (3,346.5) | (3,262.7) | (3,289.3) |
| 영업활동 자산부채변동    | (1,130.4) | (600.4)   | (13.7)    | (330.3)   | (1,063.7) |
| 투자활동 현금흐름      | (3,887.5) | (3,761.5) | (4,511.3) | (4,585.1) | (3,920.4) |
| 투자자산감소(증가)     | (193.7)   | (12.9)    | 66.9      | 3.0       | (14.7)    |
| 자본증가(감소)       | (3,220.8) | (3,157.7) | (3,807.6) | (3,710.0) | (3,060.0) |
| 기타             | (473.0)   | (590.9)   | (770.6)   | (878.1)   | (845.7)   |
| 재무활동 현금흐름      | (249.7)   | (647.6)   | 174.3     | (302.8)   | (433.5)   |
| 금융부채증가(감소)     | 743.3     | 130.5     | 1,273.0   | 95.7      | 35.3      |
| 자본증가(감소)       | 1.2       | (1.2)     | 0.6       | 0.0       | 0.0       |
| 기타재무활동         | (689.0)   | (466.3)   | (772.8)   | (0.1)     | 0.0       |
| 배당지급           | (305.2)   | (310.6)   | (326.5)   | (398.4)   | (468.8)   |
| 현금의 증감         | (397.5)   | 328.7     | 320.9     | (527.1)   | (541.8)   |
| Unlevered CFO  | 5,188.5   | 5,345.7   | 5,598.2   | 5,288.1   | 5,470.4   |
| Free Cash Flow | 481.8     | 1,532.3   | 1,327.0   | 698.8     | 783.1     |

자료: 하나금융투자

2022년 1월 26일

# LGU+(032640)

## 배당성향 상향 조정 가능성 고조, DPS/주가 동반 상승 전망

### 매수/12개월 TP 20,000원 유지, 현 시점 매수 적기 평가

LGU+에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 2만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 올해 추정 DPS를 기준으로 보면 역사적 저평가 상황이고, 2) 지난해 우수한 실적을 기록한 데 이어 올해도 높은 이익 성장/배당 증가가 지속될 전망이며, 3) 올해 연결 영업이익이 1.2조원에 달할 것이라 점을 감안할 때 저평가 논란이 지속될 것이기 때문이다. 곧 지난해 결산 실적 발표와 더불어 배당 정책 발표가 예정되어 있다는 점을 감안할 때 현 시점이 매수 적기라는 판단이다.

### 4Q 실적보다는 올해 실적 및 배당 전망에 관심 높여야

2021년 4분기 LGU+ 연결 영업이익은 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 1~3분기 실적이 우수하다 보니 컨센서스가 높게 형성된 측면도 있겠지만 인센티브 지급으로 인한 인건비 증가, 휴대폰 판매량 증가로 인한 마케팅비용 증가가 시장 기대치를 하회하는 주된 요인이 될 전망이다. 하지만 이제 4분기 실적보다는 올해 실적 및 배당 전망에 관심을 높일 것을 권한다. 지난해 하반기 이후 이동전화 ARPU 상승이 본격화되고 있고 일시적 감가상각비 감소 현상이 나타날 전망이라 지난해에 이어 올해도 높은 영업이익 성장이 예상되며 배당성향이 40%로 상향 조정될 것이라 이익 성장 폭만큼 배당 성장이 이루어질 것으로 판단되기 때문이다.

### 실적/배당 흐름 보면 역사적 저평가, 오래가진 못할 것

LGU+ 주가가 최근 지지부진한 편이다. 4분기 실적이 당초 기대치에 못 미칠 것이고 KT/SKT 대비 기대배당수익률이 높지 않아 가격 메리트가 떨어진다는 것이 약점으로 작용한 듯하다. 하지만 현 시점에서 다른 관점에서 평가해볼 필요가 있다. PER로 보면 상대적으로 매력도가 높은 편이고 3사 중 유일하게 배당 성향이 상향 조정될 소지가 있으며 서비스매출액 점유율 향상과 더불어 높은 이익 성장이 지속되고 있음을 감안 시 높은 Multiple 적용이 가능할 것이기 때문이다. 현재와 같은 저평가 상황이 오래 지속되진 어려울 것이라 판단이다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 20,000원 | CP(1월24일): 13,350원

#### Key Data

|                  |               |        |      |
|------------------|---------------|--------|------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,792.00      |        |      |
| 52주 최고/최저(원)     | 15,900/11,700 |        |      |
| 시가총액(십억원)        | 5,828.8       |        |      |
| 시가총액비중(%)        | 0.28          |        |      |
| 발행주식수(천주)        | 436,611.4     |        |      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 1,057.3       |        |      |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 14.6          |        |      |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 550           |        |      |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 4.00          |        |      |
| 외국인지분율(%)        | 35.38         |        |      |
| 주요주주 지분율(%)      |               |        |      |
| LG 외 3인          | 37.67         |        |      |
| 국민연금공단           | 9.36          |        |      |
| 주가상승률            | 1M            | 6M     | 12M  |
| 절대               | (5.7)         | (10.7) | 9.9  |
| 상대               | 1.8           | 4.1    | 23.6 |

#### Consensus Data

|           | 2021     | 2022     |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)  | 13,805.2 | 14,479.6 |
| 영업이익(십억원) | 1,028.5  | 1,131.0  |
| 순이익(십억원)  | 760.6    | 832.5    |
| EPS(원)    | 1,717    | 1,876    |
| BPS(원)    | 18,160   | 19,353   |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019     | 2020     | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 십억원 | 12,382.0 | 13,417.6 | 13,786.9 | 14,597.7 | 15,160.8 |
| 영업이익      | 십억원 | 686.2    | 886.2    | 1,024.6  | 1,143.3  | 1,273.5  |
| 세전이익      | 십억원 | 573.9    | 373.3    | 961.6    | 1,074.6  | 1,222.3  |
| 순이익       | 십억원 | 438.9    | 466.8    | 759.3    | 859.8    | 977.8    |
| EPS       | 원   | 1,005    | 1,069    | 1,739    | 1,969    | 2,240    |
| 증감율       | %   | (8.88)   | 6.37     | 62.68    | 13.23    | 13.76    |
| PER       | 배   | 14.13    | 10.99    | 7.82     | 6.78     | 5.96     |
| PBR       | 배   | 0.88     | 0.70     | 0.76     | 0.69     | 0.64     |
| EV/EBITDA | 배   | 4.24     | 3.51     | 3.33     | 3.07     | 2.85     |
| ROE       | %   | 6.30     | 6.46     | 10.03    | 10.66    | 11.22    |
| BPS       | 원   | 16,218   | 16,891   | 17,997   | 19,376   | 20,975   |
| DPS       | 원   | 400      | 450      | 550      | 650      | 750      |



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 | 13,786.9 | 14,597.7 | 15,160.8 |
| 매출원가         | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 매출총이익        | 12,382.0 | 13,417.6 | 13,786.9 | 14,597.7 | 15,160.8 |
| 판매비          | 11,695.7 | 12,531.5 | 12,762.3 | 13,454.4 | 13,887.4 |
| 영업이익         | 686.2    | 886.2    | 1,024.6  | 1,143.3  | 1,273.5  |
| 금융손익         | (90.7)   | (94.5)   | (86.2)   | (65.8)   | (51.7)   |
| 중속/관계기업손익    | 1.2      | 0.6      | 1.6      | 0.0      | 0.0      |
| 기타영업외손익      | (22.8)   | (418.9)  | 21.6     | (3.0)    | 0.5      |
| 세전이익         | 573.9    | 373.3    | 961.6    | 1,074.6  | 1,222.3  |
| 법인세          | 133.0    | 120.8    | 194.6    | 214.9    | 244.5    |
| 계속사업이익       | 440.9    | 252.6    | 766.9    | 859.8    | 977.8    |
| 중단사업이익       | (2.1)    | 225.5    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | 438.8    | 478.1    | 766.9    | 859.8    | 977.8    |
| 비배주주지분 손익    | (0.0)    | 11.3     | 7.6      | 0.0      | 0.0      |
| 지배주주순이익      | 438.9    | 466.8    | 759.3    | 859.8    | 977.8    |
| 지배주주지분포괄이익   | 402.3    | 468.6    | 766.0    | 857.0    | 974.7    |
| NOPAT        | 527.2    | 599.5    | 817.3    | 914.7    | 1,018.8  |
| EBITDA       | 2,753.8  | 3,256.6  | 3,462.0  | 3,506.0  | 3,693.4  |
| 성장성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 5.60     | 8.36     | 2.75     | 5.88     | 3.86     |
| NOPAT증가율     | (4.68)   | 13.71    | 36.33    | 11.92    | 11.38    |
| EBITDA증가율    | 14.14    | 18.26    | 6.31     | 1.27     | 5.35     |
| 영업이익증가율      | (7.36)   | 29.15    | 15.62    | 11.59    | 11.39    |
| (지배주주)순이익증가율 | (8.87)   | 6.36     | 62.66    | 13.24    | 13.72    |
| EPS증가율       | (8.88)   | 6.37     | 62.68    | 13.23    | 13.76    |
| 수익성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 100.00   | 100.00   | 100.00   | 100.00   | 100.00   |
| EBITDA이익률    | 22.24    | 24.27    | 25.11    | 24.02    | 24.36    |
| 영업이익률        | 5.54     | 6.60     | 7.43     | 7.83     | 8.40     |
| 계속사업이익률      | 3.56     | 1.88     | 5.56     | 5.89     | 6.45     |

| 대차대조표     | (단위:십억원) |          |          |          |          |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2019     | 2020     | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
| 유동자산      | 4,805.5  | 4,950.9  | 5,649.2  | 6,550.6  | 6,945.6  |
| 금융자산      | 573.0    | 816.9    | 1,395.6  | 2,158.9  | 2,369.7  |
| 현금성자산     | 474.4    | 726.2    | 1,304.1  | 2,063.0  | 2,270.5  |
| 매출채권      | 1,765.6  | 1,855.7  | 1,916.3  | 2,009.9  | 2,082.1  |
| 재고자산      | 436.7    | 284.1    | 356.9    | 326.2    | 369.8    |
| 기타유동자산    | 2,030.2  | 1,994.2  | 1,980.4  | 2,055.6  | 2,124.0  |
| 비유동자산     | 13,135.6 | 13,399.3 | 13,630.2 | 13,552.6 | 14,005.8 |
| 투자자산      | 114.3    | 130.9    | 159.2    | 163.3    | 166.4    |
| 금융자산      | 63.6     | 75.6     | 103.4    | 104.9    | 105.9    |
| 유형자산      | 8,861.1  | 9,949.8  | 10,276.2 | 10,105.9 | 10,437.6 |
| 무형자산      | 2,218.9  | 1,540.7  | 1,598.6  | 1,712.2  | 1,830.6  |
| 기타비유동자산   | 1,941.3  | 1,777.9  | 1,596.2  | 1,571.2  | 1,571.2  |
| 자산총계      | 17,941.1 | 18,350.2 | 19,279.4 | 20,103.2 | 20,951.3 |
| 유동부채      | 4,648.9  | 4,328.3  | 5,489.9  | 5,746.1  | 5,844.0  |
| 금융부채      | 966.3    | 1,318.0  | 1,802.9  | 1,824.0  | 1,817.7  |
| 매입채무      | 421.5    | 73.8     | 318.0    | 265.8    | 297.3    |
| 기타유동부채    | 3,261.1  | 2,936.5  | 3,369.0  | 3,656.3  | 3,729.0  |
| 비유동부채     | 5,942.6  | 6,370.6  | 5,745.2  | 5,722.6  | 5,786.0  |
| 금융부채      | 4,806.3  | 5,535.6  | 4,823.1  | 4,823.1  | 4,823.1  |
| 기타비유동부채   | 1,136.3  | 835.0    | 922.1    | 899.5    | 962.9    |
| 부채총계      | 10,591.4 | 10,699.0 | 11,235.1 | 11,468.7 | 11,630.0 |
| 지배주주지분    | 7,080.8  | 7,374.8  | 7,766.0  | 8,367.9  | 9,066.4  |
| 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      | (91.7)   | (91.7)   | (91.7)   |
| 기타포괄이익누계액 | (3.6)    | (4.6)    | 0.8      | 0.8      | 0.8      |
| 이익잉여금     | 3,673.6  | 3,968.6  | 4,446.1  | 5,047.9  | 5,746.4  |
| 비지배주주지분   | 268.8    | 276.4    | 278.2    | 266.6    | 254.9    |
| 자본총계      | 7,349.6  | 7,651.2  | 8,044.2  | 8,634.5  | 9,321.3  |
| 순금융부채     | 5,199.5  | 6,036.7  | 5,230.4  | 4,488.1  | 4,271.1  |

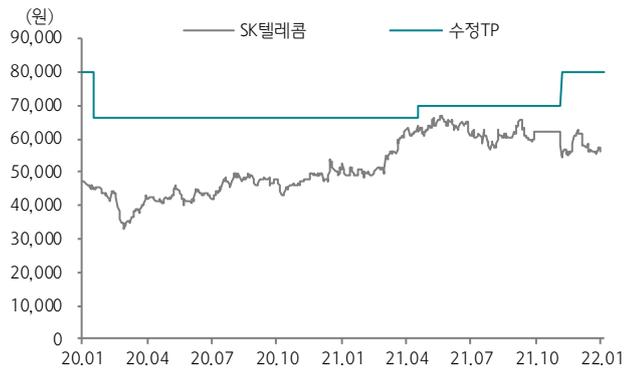
| 투자지표      | (단위:십억원) |        |        |        |        |
|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2019     | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| 주당지표(원)   |          |        |        |        |        |
| EPS       | 1,005    | 1,069  | 1,739  | 1,969  | 2,240  |
| BPS       | 16,218   | 16,891 | 17,997 | 19,376 | 20,975 |
| CFPS      | 10,463   | 12,117 | 11,889 | 8,025  | 8,461  |
| EBITDAPS  | 6,307    | 7,459  | 7,929  | 8,030  | 8,459  |
| SPS       | 28,359   | 30,731 | 31,577 | 33,434 | 34,724 |
| DPS       | 400      | 450    | 550    | 650    | 750    |
| 주기지표(배)   |          |        |        |        |        |
| PER       | 14.13    | 10.99  | 7.82   | 6.78   | 5.96   |
| PBR       | 0.88     | 0.70   | 0.76   | 0.69   | 0.64   |
| PCFR      | 1.36     | 0.97   | 1.14   | 1.66   | 1.58   |
| EV/EBITDA | 4.24     | 3.51   | 3.33   | 3.07   | 2.85   |
| PSR       | 0.50     | 0.38   | 0.43   | 0.40   | 0.38   |
| 재무비율(%)   |          |        |        |        |        |
| ROE       | 6.30     | 6.46   | 10.03  | 10.66  | 11.22  |
| ROA       | 2.75     | 2.57   | 4.04   | 4.37   | 4.76   |
| ROIC      | 4.95     | 4.81   | 6.48   | 7.42   | 8.21   |
| 부채비율      | 144.11   | 139.83 | 139.67 | 132.82 | 124.77 |
| 순부채비율     | 70.75    | 78.90  | 65.02  | 51.98  | 45.82  |
| 이자보상배율(배) | 6.17     | 5.94   | 41.99  | 17.22  | 24.54  |

| 현금흐름표          | (단위:십억원)  |           |           |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                | 2019      | 2020      | 2021F     | 2022F     | 2023F     |
| 영업활동 현금흐름      | 2,252.6   | 2,548.6   | 4,042.0   | 3,434.0   | 3,424.0   |
| 당기순이익          | 438.8     | 478.1     | 766.9     | 859.8     | 977.8     |
| 조정             | 393       | 464       | 408       | 236       | 242       |
| 감가상각비          | 2,067.6   | 2,370.5   | 2,437.4   | 2,362.7   | 2,419.9   |
| 외환거래손익         | (0.1)     | 1.6       | (0.8)     | 0.0       | 0.0       |
| 지분법손익          | (6.3)     | (314.5)   | (1.4)     | 0.0       | 0.0       |
| 기타             | (1,668.2) | (1,593.6) | (2,027.2) | (2,126.7) | (2,177.9) |
| 영업활동자산부채변동     | (2,112.1) | (2,569.9) | (801.7)   | 211.6     | 26.3      |
| 투자활동 현금흐름      | (3,214.3) | (2,615.6) | (2,985.9) | (2,301.2) | (2,888.0) |
| 투자자산감소(증가)     | (24.0)    | (15.9)    | (26.9)    | (4.1)     | (3.1)     |
| 자본증가(감소)       | (2,308.1) | (2,686.1) | (2,404.9) | (1,850.0) | (2,400.0) |
| 기타             | (882.2)   | 86.4      | (554.1)   | (447.1)   | (484.9)   |
| 재무활동 현금흐름      | 1,220.1   | 157.2     | (570.6)   | (236.8)   | (285.7)   |
| 금융부채증가(감소)     | 2,801.5   | 1,081.1   | (227.7)   | 21.1      | (6.3)     |
| 자본증가(감소)       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 기타재무활동         | (1,406.8) | (746.4)   | (59.3)    | (0.0)     | 0.0       |
| 배당지급           | (174.6)   | (177.5)   | (283.6)   | (257.9)   | (279.4)   |
| 현금의 증감         | 95.7      | 251.8     | 728.0     | 758.9     | 207.5     |
| Unlevered CFO  | 4,568.4   | 5,290.6   | 5,190.8   | 3,503.8   | 3,694.1   |
| Free Cash Flow | (73.9)    | (154.9)   | 1,628.3   | 1,584.0   | 1,024.0   |

자료: 하나금융투자

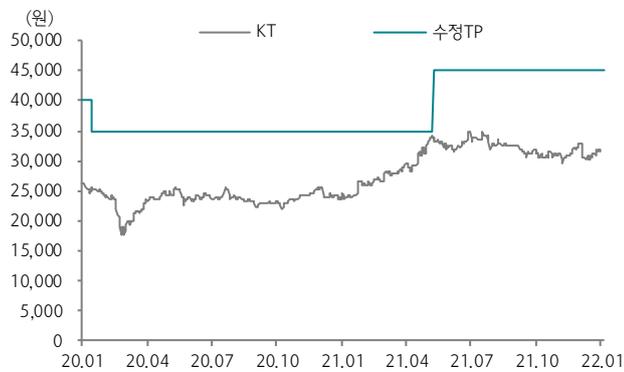
투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



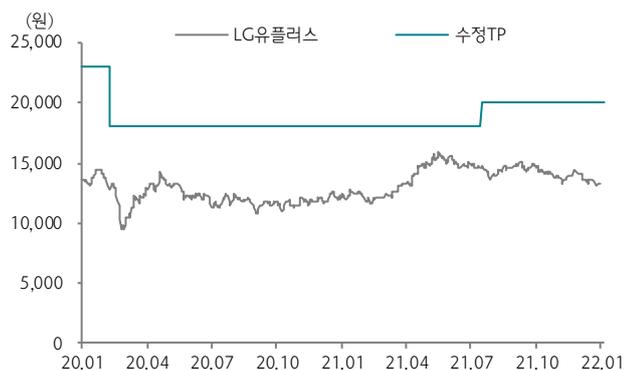
| 날짜       | 투자이전  | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|-------|--------|---------|---------|
|          |       |        | 평균      | 최고/최저   |
| 21.11.30 | BUY   | 80,000 | -       | -       |
| 21.5.11  | BUY   | 70,000 | -11.09% | -4.57%  |
| 21.2.9   | 1년 경과 | -      | -       | -       |
| 20.2.9   | BUY   | 66,000 | -32.00% | -18.18% |
| 20.1.24  | 1년 경과 | -      | -       | -       |
| 19.1.24  | BUY   | 80,000 | -38.17% | -31.88% |

KT



| 날짜      | 투자이전  | 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% |
| 20.1.24 | 1년 경과 | -      | -       | -       |
| 19.1.24 | BUY   | 40,000 | -31.26% | -26.75% |

LG유플러스



| 날짜      | 투자이전  | 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% |
| 20.1.24 | 1년 경과 | -      | -       | -       |
| 19.1.24 | BUY   | 23,000 | -38.63% | -26.74% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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 | 95.04%  | 4.96%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2022년 1월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 1월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2022년 1월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

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