



2022년 3월 29일 | Equity Research



# 통신서비스 4월 투자 전략

## 신정부에서도 통신사 주가 전망은 밝다

- | 4월 매력도 '매우 높음' 유지, 통신주만한 투자처 없을 것
- | 신정부 출범과 더불어 통신주 본격 상승할 것, 재평가 기대
- | 4월 매력도 KT>LGU+>SKT, 재료 많고 저평가된 KT 주목

Industry In-depth

Top picks

- SK텔레콤(017670) | BUY | TP 80,000원 | CP(3월25일) 57,000원
- KT(030200) | BUY | TP 45,000원 | CP(3월25일) 35,000원
- LG유플러스(032640) | BUY | TP 20,000원 | CP(3월25일) 14,000원



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

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

# 5G



# CONTENTS

<b>1. 4월 통신서비스 업종 투자 매력도 '매우 높음'으로 유지</b>	<b>3</b>
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 4월 매력도 '매우 높음', 불안한 대외 여건 속에 통신주 최상의 투자처 될 것	4
3) 최근 통신업종 수익률 KOSPI를 상회, 단순히 방어주 효과로 보긴 어려워	28
4) 4월엔 3월보다 상대적 통신주 강세 확연할 것, 비중확대 서둘러야	29
<b>2. 경쟁환경 - 삼성 갤럭시 22 출시에도 시장 안정화 지속 중</b>	<b>31</b>
1) 5G 순증 가입자 3월 이후 증가 예상, 하지만 과열될 상황은 아님	31
2) 2022년 1분기 마케팅비용 전분기비 5% 감소 예상	34
<b>3. 12개월 Top Pick KT, 4월 투자매력도 KT&gt;LGU+&gt;SKT</b>	<b>35</b>
1) 12개월 Top Pick을 KT로 유지	35
2) 4월 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Pick KT 유지	36
<b>Top Picks</b>	<b>39</b>
SKT (017670)	40
KT (030200)	42
LGU+ (032640)	44

2022년 3월 29일 | Equity Research

# 통신서비스 4월 투자 전략

## 신정부에서도 통신사 주가 전망은 밝다

### 4월 매력도 '매우 높음' 유지, 통신주만한 투자처 없을 것

통신서비스 업종 4월 투자매력도를 '매우 높음'으로 유지한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 신정부에서도 통신산업 육성 정책이 나올 수 밖에 없어 규제 환경이 양호한 것으로 평가되고, 2) KT 지배구조 개편 기대감이 통신주 동반 상승을 이끌 전망이며, 3) 스테그플레이션 가능성이 부각되고 있지만 사실상 통신주에 미칠 영향은 미미할 것이고, 4) 신정부 출범으로 요금 인하 우려가 소멸될 것으로 보여 통신주 Multiple 정상화가 예상되며, 5) 마케팅비용이 예상보다 적게 집행되고 있어 1분기 실적 시즌을 맞이하여 통신사 실적이 양호하게 발표될 전망이고, 6) 망사용대가가 접속료 개념으로 전환되고 있어 향후 IoT에서 통신사 사업 기회 커질 전망이다.

### 신정부 출범과 더불어 통신주 본격 상승할 것, 재평가 기대

4월에 부각될 통신산업 이슈는 1) 1분기 통신사 실적, 2) 5G 순증가입자수 및 매출액 전망, 3) 마케팅비용 추이 및 전망, 4) LTE 주파수 할당비용 추이 및 유형자산상각비 추이, 5) 신정부 규제 스탠스, 6) 5G+ 정책 방향 등이다. 그렇다고 볼 때 4월에도 통신주 투자 전망은 밝다. 무엇보다 어닝 시즌을 맞이하여 1분기 실적이 양호하게 발표될 것으로 보여 긍정적이다. 여기에 신정부 출범도 통신주에 긍정적 영향을 미칠 공산이 크다. 이미 5G/6G를 기반으로 한 4차산업 육성을 주장한 바 있고 정권 성격상 인위적 통신요금인하를 권고할 가능성이 희박하기 때문이다. 과거 대선 전후 통신주는 규제 리스크로 한 차례 몸살을 앓고 서서히 주가가 회복되는 경향을 보였다. 그런데 이번엔 예상대로 규제 리스크가 전혀 부상하지 못하고 있다. 아마도 4~5월엔 통신주 Multiple 정상화가 나타날 수 있을 것이라 판단이다.

### 4월 매력도 KT>LGU+>SKT, 재료 많고 저평가된 KT 주목

4월 종목별 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 평가한다. 현 가격대에선 3사 모두 매수가 전략상 유리하다는 판단이며 1Q 실적 시즌 전후 저평가 논란 커질 KT를 4월 Top Pick으로 제시한다. KT는 2022년 이익 성장에 대한 확신 부족, 신정부 출범 이후 규제 리스크 부각 우려로 주가 상승 폭이 미미했다. 아직은 주주들의 이해도가 높지 않지만 사업지주회사로의 전환 이슈는 향후 KT 주가 상승의 기폭제가 될 전망이다. 3월 주춤 이후를 주목할 필요가 있겠다.

## Overweight

### Top picks

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(3월25일)
SK텔레콤(017670)	BUY	80,000원	57,000원
KT(030200)	BUY	45,000원	35,000원
LG유플러스(032640)	BUY	20,000원	14,000원

### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	53,422	55,498	56,893	58,865	59,953
영업이익	십억원	3,319	4,038	4,263	4,614	4,794
세전이익	십억원	2,254	4,602	4,036	4,434	4,636
순이익	십억원	2,629	4,477	3,059	3,360	3,494
EPS	원	3,725	6,352	4,357	4,786	4,977
증감률	%	35.3	70.5	(31.4)	9.8	4.0
PER	배	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	배	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	배	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE	%	5.8	13.1	8.4	8.8	8.8
BPS	원	65,217	50,415	53,249	55,873	58,530
DPS	원	1,231	2,396	1,724	1,829	2,005

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. 4월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지

### 1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지, 높은 이익 성장 지속 예상되는 가운데 규제 환경 양호하며 5G 킬러서비스로 IoT/메타버스가 부상하면서 Multiple 확장이 기대되기 때문

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지한다.

그 이유는 1) 인당 트래픽 증가, 네트워크 기반 디바이스의 확산, IoT/차세대 미디어로의 진화에 따른 통신서비스 매출액 성장이 지속될 전망이고, 2) 정부의 마케팅 규제 정책, 통신사 마케팅 전략 변화 기조를 감안 시 구조적으로 통신사 매출액 대비 마케팅비용 비중의 하향 안정세가 지속될 것으로 예상되며, 3) 주파수 할당 가격 인하, 장기간에 걸친 5G 투자 계획을 감안 시 장기적으로도 매출액 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 (4월)	투자의견 (3월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 지속될 전망</li> <li>규제 감안 시 매출액 대비 마케팅비용 하향 추세 지속될 것</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

4월 통신서비스 투자 매력도를 '매우 높음'으로 유지, 스태그플레이션 우려 속에 통신주 적절한 투자 대안으로 떠오를 전망

## 2) 4월 매력도 '매우 높음', 불안한 대외 여건 속에 통신주 최상의 투자처 될 것

3월에 이어 4월에도 통신서비스 업종 투자 매력도를 '매우 높음'으로 제시한다. 러시아/우크라이나 전쟁 발발로 인플레이션 우려가 커지고 있는 반면 전세계 주요 국가들의 GDP 성장을 전망치는 낮아지고 있어 스태그플레이션 발생 가능성에 대비해야 하는 국면이기 때문이다.

일부에선 '이런 상황에서 무슨 주식투자이나' 라고 반문할 수도 있겠지만 그럼에도 불구하고 통신주에 대한 투자를 적극 고려해볼 것을 권고한다. 3월 통신서비스 투자 전략에서 이미 언급한 바 있지만 과거 통신사들은 불경기에서도 차세대 네트워크 서비스 출현 시 매출액 성장을 지속한 바 있고 높은 배당 수익률은 금리 인상기에서도 위력을 발휘했던 경험이 있기 때문이다.

한편 새로운 정권이 들어섬에 따라 통신 규제 정책에 대한 우려가 있을 수 있는데 현실적으로 요금 및 망중립성 관련 규제는 구조적인 완화 기조로 갈 수 밖에 없어 오히려 신정부 출범 이후 통신주에 긍정적 영향이 예상된다. 신정부에서도 4차산업 육성 정책에 나설 수 밖에 없고 망중립성은 사업자간 접속료 개념으로 인식 전환이 이루어지는 상황이라는 점에 주목할 필요가 있겠다. 5G가 4차산업의 핵심 인프라 역할을 수행하고 있으며 SK-넷플릭스 분쟁과 최근 GSMA 회의에서 볼 수 있듯이 망사용대가 논쟁은 결국 사업자간 협의로 이루어질 수 밖에 없다는 판단이다.

인플레이션 발생에 따른 긴축, 경제 성장률 둔화 우려가 큰 상황에서 통신사만큼 안정적인 이익 성장을 지속할 만한 섹터를 찾기는 어려워 보인다. 금리 인상 기조를 감안해도 현 통신사 기대배당수익률을 위협할만한 시중 금리가 형성될 가능성 역시 희박하다. 새로운 정권이 들어서면서 신정부 통신 정책에 대한 관심이 높아질 것이다. 4월에는 통신주 비중확대에 적극 나설 필요가 있겠다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (4월)	투자 매력도 (3월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	5	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신정부에서도 통신산업 육성 정책 나올 것, 규제 환경 양호</li> <li>• KT 물적 분할 기대감이 통신주 상승 이끌 전망</li> <li>• 스태그플레이션 가능성 부각, 하지만 통신주엔 영향 없다</li> <li>• 요금 인하 우려 없는 상황, Multiple 정상화로 통신주 오를 것</li> <li>• 마케팅비용 감소할 듯, 1분기 실적 당초 예상보다 양호할 전망</li> <li>• 망사용대가 접속료 개념으로 전환, IoT에서 통신사 기회 커질 것</li> <li>• 5G 공동 기지국 구축수로 인정, 통신사 감가비 감소 전망</li> <li>• 이익 전망/배당성향 감안 시 올해도 통신사 높은 DPS 성장 전망</li> <li>• 올해부터 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) 대선 토론 코멘트 감안 시  
윤석열정권에서도 5G 육성책 지속  
될 전망, 디지털플랫폼 정부 선언  
속에 AI/빅데이터 강화 예상

(1) 신정부에서도 통신산업 육성 정책이 나올 수 밖에 없는 상황이다. 규제 환경이 양호하다  
는 판단이며 이에 따른 통신주 상승이 예상된다.

2022년 3월 9일 제 20대 대통령 선거 이후 신정부 통신 규제 정책 방향에 대한 투자가들의  
관심이 높은 상황이다. 통신 요금/휴대폰 유통/망중립성/주파수 할당 가격 등 신정부 통신산  
업 규제 정책이 통신사 실적에 영향을 미침과 동시에 주가에도 영향을 미칠 수 있어서다. 이  
러한 이유로 과거 신정부 출범 초기 통신주는 통신산업 정책 및 규제 방향에 큰 영향을 받아  
온 바 있다.

그런데 이번 윤석열 정권에서도 현재의 통신 정책 방향은 기존대로 유지될 전망이다. 통신산  
업 육성 정책이 이어질 것인데 최근 대선 TV 토론 및 인터뷰 등을 통해서 신정부의 통신정  
책 방향이 이미 잘 드러난 바 있다.

신정부는 디지털플랫폼 정부를 선언함과 동시에 5G/6G, AI, IoT를 기반으로 4차산업 육성  
에 나설 것이라고 언급하였다. 5G/6G와 더불어 AI/빅데이터 육성에 큰 힘이 실릴 듯하며 4  
차산업 인프라 역할을 수행하는 통신산업에 시장 관심이 쏠릴 것으로 보인다. 문재인 정권  
에서도 집권 초기를 제외하면 강력한 통신산업 육성 정책을 폈는데 통신 부문만 보면 비슷한  
규제 상황이 펼쳐질 전망이다. 망중립성은 사업자간 접속료 정산과 비슷한 방식으로 좀 더  
명확하게 망사용대가가 정립될 것이다. 글로벌 플랫폼 기업들의 망품질 유지 의무 요건이 강  
화될 가능성이 높다. 글로벌 추세와 맞물려 망중립성 규제 정책 수습이 예상된다.

요금 규제는 이미 완화된 상황이지만 2021년에 이어 2022년 높은 이익 성장을 기록한다고  
해도 인위적 통신 요금 인하 권고는 시행하기 어렵다. 신정부 및 과방위 소속 국회의원 성향  
도 그렇지만 글로벌 패권 경쟁에서 뒤쳐질 수 있다는 언론의 지적 및 여론이 형성될 수 있고  
실제 통신요금인하 체감도 크지 않기 때문이다. 5G는 IoT/AI/빅데이터/메타버스/블록체인  
의 핵심 인프라이다. 신정부에서도 통신산업은 정책 수혜주로 부상할 가능성이 높다.

그림 1. 최근 통신 정책 변화 및 신정부 통신 이슈 점검



자료: 하나금융투자

그림 2. 신정부에서도 통신산업이 정책적 수혜를 받을 것으로 판단하는 이유

- 1 5G가 4차산업의 핵심 인프라로 부상, 인위적 요금인하 권고 어려움
- 2 윤석열 정권 디지털플랫폼 정부 표방, AI/빅데이터 부각되는 가운데 통신사 역할론 커질 것
- 3 망중립성 사업자간 접속료 정산 개념으로 전환 중, 통신사 망패권 강화 예상
- 4 주파수 할당 폭 증가/경매 참여자 한정, 요금 전가 이슈로 단위당 주파수 가격 하락 지속 전망

자료: 하나금융투자

(2) KT 물적분할 통한 사업지주회사로의 전환 예상, 하지만 LG화학과는 정반대로 큰 호재 될 전망, 규제 산업이란 특성과 조직 슬림화 계기 될 것이라는 점에 주목

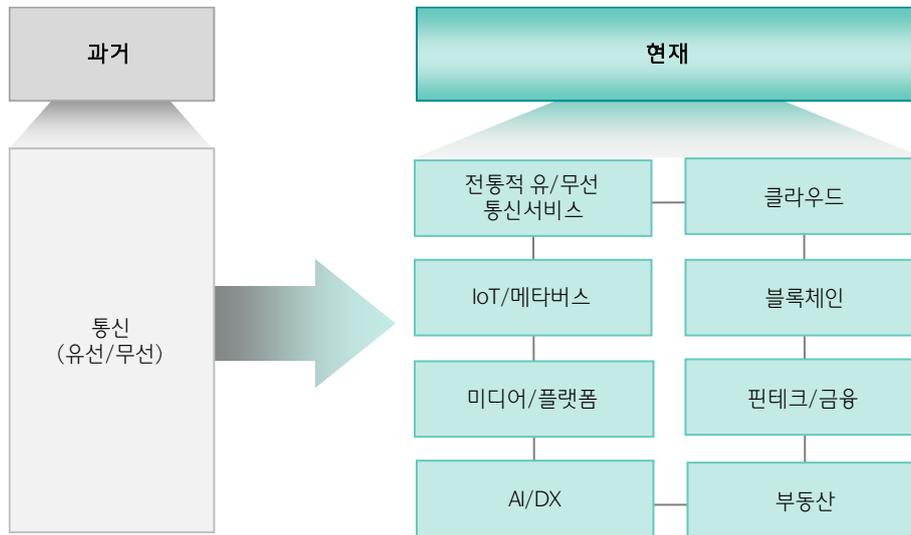
(2) KT 물적 분할을 통한 사업지주회사 체제로의 기대감이 전반적인 국내 통신주 상승을 이끌 전망이다. KT 사례를 계기로 통신사 신사업 성장 기대감 및 자산가치대비 저평가 논란이 업종 전반적으로 확산될 수 있어서다.

2022년 3월 31일 주총을 통해 KT가 물적분할을 통한 사업지주사로 전환할 수 있다는 이슈가 확산될 전망이다. IDC 사업 분할을 통해 이미 투자자들의 관심이 높아졌고 질의가 나올 수 있기 때문이다. KT 경영진이 단순 부인하기엔 사안이 커진 상황이라 어떠한 방식이든 시장과 소통할 가능성이 높아 보인다.

필자는 KT 사업지주회사로의 개편 시점을 2023년으로 예상하며 2022년부터 서서히 준비 과정에 돌입할 것으로 판단한다. AI/DX/클라우드 등 신사업의 이익 턴어라운드 시점이 임박했기 때문이다. 과도한 이익 증가를 반기지 않는 규제 산업이라는 특성상 현 시점이 통신 산업 분할을 통한 사업 지주사 체제로의 전환을 추진할 적기라는 판단이다.

LG화학 물적분할 이후 국내 주식시장에서는 물적분할에 대해 부정적인 스탠스를 갖고 있는 투자자들이 적지 않은데 KT의 경우엔 정반대의 결과가 예상된다. 크게 3가지 이유를 들 수 있는데, 첫째 KT의 경우 방대한 조직과 중복 사업을 보유하고 있어 조직 슬림화/통합 필요성이 높고, 둘째 규제 산업이라는 특성이 존재하며, 셋째 주목받는 자회사가 부재함과 동시에 규제 산업이라는 특성상 통신사업 재성장 가능성이 낮기 때문이다.

그림 3. KT 사업 다각화 현황



자료: 하나금융투자

KT 이미 자산가치대비  
엄청난 할인율 적용 받고 있는 상황,  
지주사로 전환하면 성장성/수익성  
향상 기대되는 가운데 수급 강화를  
비탕으로 KT 주가 크게 오를 것

KT가 물적분할을 통해 신사업을 영위하는 사업지주회사로 변모할 경우 KT 주가는 큰 폭 상승이 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째 이미 장부가치대비 KT 할인율은 지나치다 싶을 정도로 높다. 액면상 PBR은 0.5배 수준이지만 실질 PBR은 0.3배에 불과한 실정이다. 국내 통신 3사 중에서도 가장 낮은 편이지만 해외 통신사와 비교하면 이해가 가지 않을 정도의 과도한 저평가 상태이다. 따라서 국내 지주사 할인율을 적용한다고 해도 시가총액이 증가하는 것이 합당하다.

둘째 KT 뿐만 아니라 자회사 중에서도 시장에서 높은 가치를 부여 받고 있는 업체가 없다. KT 본사 영업이익만 지난해 1조원을 넘는 상태이고 올해엔 1.2조원에 달할 전망이다. 시가총액은 8조원에 불과한 상황이다. 자회사 가치는 전혀 반영되지 못하는 상태이다. 케이뱅크를 보유한 BC 카드의 실적이 대폭 호전되는 양상이고 2023년 케이뱅크 IPO를 추진 중임에도 관련 소식으로 인한 KT 주가 상승은 전혀 나타나지 못하였다. 따라서 향후 분할 및 자회사 통합으로 인한 주가 상승이 나타날 가능성이 높다.

셋째 수익성 개선 및 자회사 기업 가치 향상 기대감이 커질 수 있다. 부실사업 정리 및 축소, 신성장산업 육성이 본격화될 것이고 많은 이익을 창출하는 사업은 수익성 관점에서 매출 성장률이 높은 사업은 성장성 관점에서 부상할 수 있기 때문이다. 4개 사업부문과 50개에 달하는 자회사 체계를 보다 명확히 드러냄에 따른 기업 가치 향상도 기대된다.

넷째 자산 가치 재평가의 계기가 될 전망이다. 얼마전 KT의 IDC 5개국 분사의 장부가치는 9천억원에 불과했지만 공정평가금액은 1.7조원에 달했다. 많은 사업부문이 분할 및 자산재평가를 받음으로 인해 우수한 KT의 자산가치가 시장에서 입증되는 계기가 될 전망이다.

다섯째 SKT와는 달리 KT 물적 분할은 분할 이후 회사간 패권 다툼이 발생하지 않으며 사업 회사로의 수급 풀림 현상이 발생할 이유가 없다. 지주사-사업회사간 주식 스왑 가능성 및 지주사간 합병 가능성이 존재하지 않기 때문이다. 따라서 대주주 및 경영진이 개입할 소지가 없다. 통신부문은 재상장 가능성도 낮고 핀테크/클라우드 등 신사업 부문은 향후 상장 가능성은 존재하나 현재 KT 기업 가치에 반영되었다고 보기 어려워 기존 주주 이익의 누수 가능성이 없다.

여섯째 KT가 지주회사로 전환할 경우 현재 49%로 적용되어 있는 외국인 한도가 배제될 가능성이 존재한다. KT 통신사업 부문이 재상장한다고 가정하면 KT 지주사는 외국인 한도 적용이 배제될 것이 유력하며 KT 통신부문이 100% 비상장업체로 머문다고 해도 외국인 한도 적용이 배제될 수 있다. 통신업체를 거느린 지주사의 경우에도 외국인 한도 적용을 받고 있지 않으며 지주사 체제로의 전환 이후 KT가 순수 지주사보단 핵심 성장 산업을 발굴 및 사업을 영위하는 사업지주회사 형태를 띠 가능성이 높기 때문이다. 과거 KT 외국인 한도가 소진된 경우가 많았고 유동성 부족을 이유로 MSCI 편출된 상황이라 수급상 이점이 예상된다.

그림 4. 국내 지주사 평균 할인율을 적용 받는다고 해도 KT 주가가 크게 오를 수 있는 이유

- 1 이미 장부가치대비 KT 할인율은 과도한 상황
- 2 본사/자회사 중 시장에서 높은 가치를 부여 받고 있는 업체 부재
- 3 수익성 개선 및 자회사 기업 가치 향상 기대감 커질 것
- 4 분할이 자산 가치 재평가의 계기가 될 전망
- 5 SKT와는 달리 분할 이후 회사간 패권 다툼이 발생할 소지가 없음
- 6 지주사로 전환 시 49%로 적용된 외국인 한도 적용이 배제될 가능성이 존재함

자료: 하나금융투자

(3) 스태그플레이션이 와도 통신주는 오를 것, 경기가 트래픽/ARPU에 큰 영향을 준 바 없어

(3) 스태그플레이션 가능성이 부각되고 있다. 하지만 통신주엔 영향이 없을 듯하다. 시장의 대안으로 통신주가 부상할 가능성이 높아 보인다.

최근 물가 상승 압력이 커지는 가운데 GDP 성장률 전망치가 낮아지면서 스태그플레이션에 대한 우려가 커지는 상황이다. 스태그플레이션 우려로 글로벌 증시도 연초 이후 지속적인 하락세를 나타내고 있다.

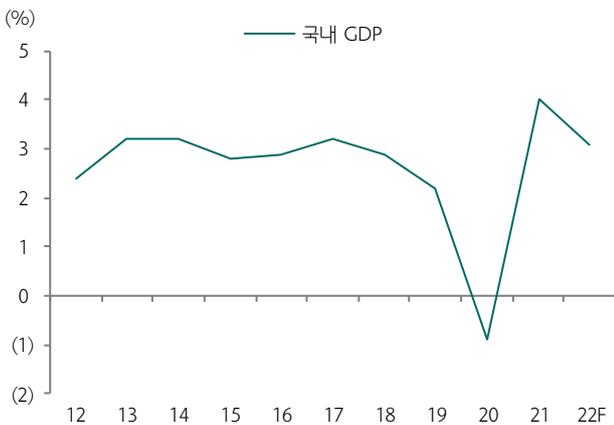
이러한 가운데 통신주가 좋은 투자 대안이 될 전망이다. 경기와 상관 없는 트래픽/ARPU 추이를 나타낸 바 있으며 과거 금리 상승 시기에도 높은 기대배당수익률은 통신주의 유의미한 바닥 지표로 활용된 바 있기 때문이다.

실제 2022년에도 국내 통신 3사는 높은 서비스매출액 성장과 더불어 영업이익 성장을 나타낼 것이 유력하다. 경기와 무관하게 움직이는 특성을 갖고 있기 때문이다. 물론 경기가 부진할 경우 신규 휴대폰 개통 감소와 함께 통신사 요금제 업셀링에 부정적인 영향을 미칠 수는 있다. 하지만 가입자 순증 폭 및 요금제 업셀링 가입자수 증가 폭이 둔화될 수 있다는 것이 지 가입자가 감소하거나 ARPU가 하락한다는 것은 아니다. 따라서 증가 폭의 문제이지 통신사 서비스매출액 성장은 불경기에도 지속될 수 밖에 없다.

이익 측면에서는 더욱 그렇다. 서비스매출액과 마케팅비용은 어느 정도 연동할 수 밖에 없기 때문이다. 높은 이동전화매출액 성장에는 휴대폰 판매량 및 마케팅비용 증가가 수반된다는 점을 상기해 볼 필요가 있다. 설사 올해 예상보다 낮은 GDP 성장률을 나타낸다고 해도 통신사 실적은 영향을 받을 가능성이 낮다.

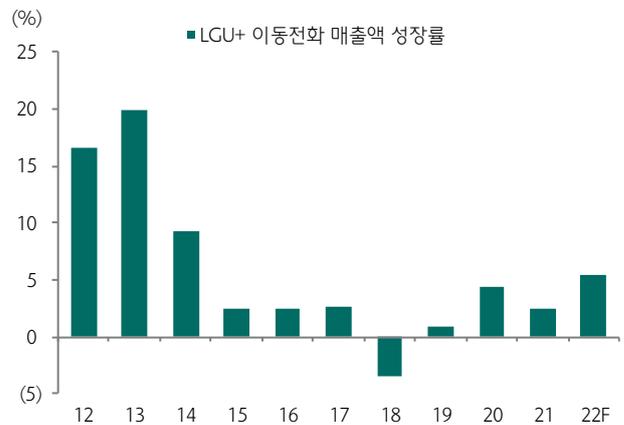
과거 통신사 서비스매출액은 경기보다는 네트워크 진화에 큰 영향을 받았으며 경기와 상관 없이 꾸준한 트래픽 성장을 이루어냈다. 이에 따른 요금제 업셀링 및 ARPU 상승도 지속되었다. 선택약정요금제 가입자 증가로 인한 ARPU 하락 효과를 감안하면 ARPU 상승 효과는 더욱 크다. 불경기엔 외출을 자제하고 동영상 시청 및 인터넷 서핑이 증가하면서 트래픽이 오히려 증가한다는 견해가 지배적이다. 올해 불경기가 닥친다고 해도 통신사 실적에 부정적인 영향을 미칠 가능성은 희박해 보인다.

그림 5. 국내 연간 GDP 성장률 추이 및 전망



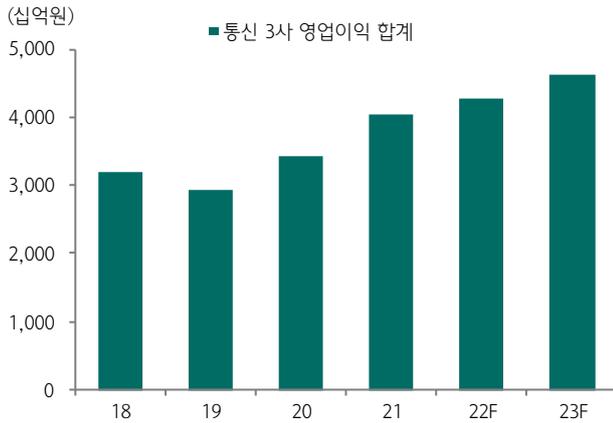
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 6. LGU+ 이동전화매출액 성장률 추이 및 전망



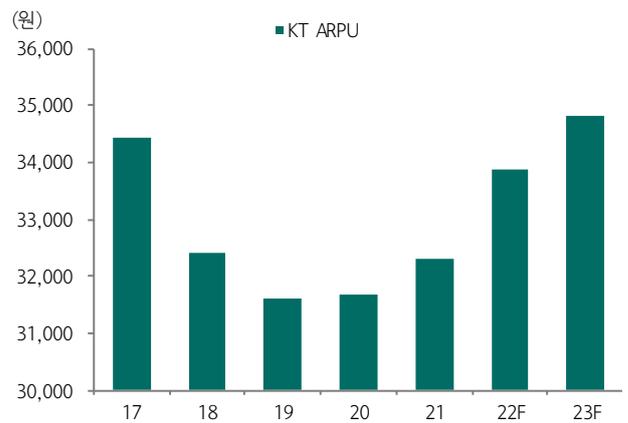
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 7. 국내 통신 3사 연결 영업이익 합계 전망



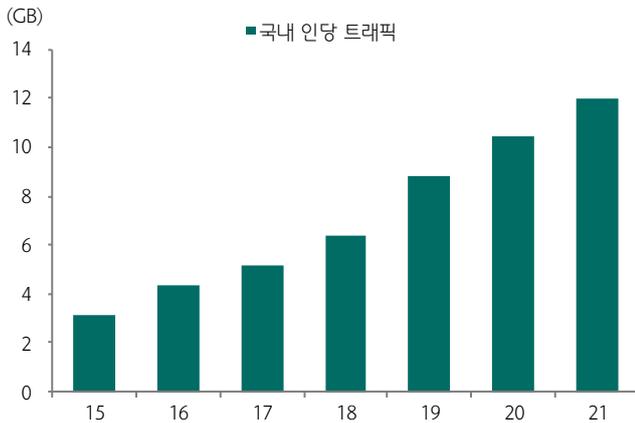
자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. KT 연간 이동전화 ARPU 전망



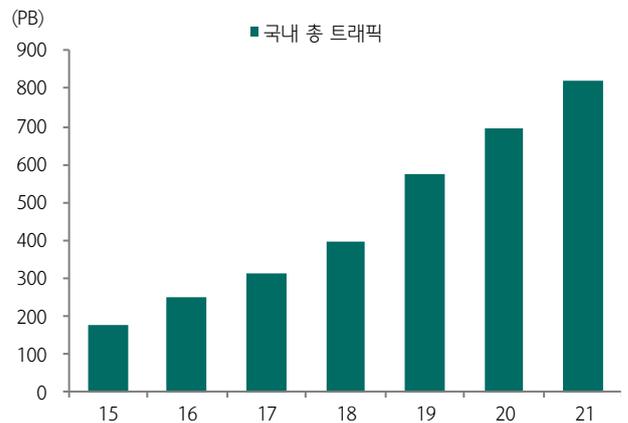
자료: KT, 하나금융투자

그림 9. 국내 연간 인당 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 10. 국내 연간 총 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 11. 통신사 서비스매출액이 경기에 연동하지 않는 이유

- 1 통신사 매출액은 경기 변동보다는 네트워크 진화에 큰 영향을 받음
- 2 불경기 시 외출 자제, 인터넷/미디어 시청 비율 증가
- 3 이동 전화/무선 데이터는 필수재로 인식, 현실적으로 해지 어려움
- 4 동영상 시청 시간 증가 추세, 트래픽 증가로 요금제 다운셀링 쉽지 않음

자료: 하나금융투자

시중 금리 2008년 수준으로  
높아져도 통신사 높은 배당  
매력도 훼손될 가능성 낮아

최근의 금리 인상이 통신사 배당 매력도를 훼손시킬 가능성도 낮다. 시중 금리가 통신사 기대배당수익률보다 높게 형성될 가능성도 희박할뿐더러 과거 사례를 보면 금리 급등 시절에도 통신사 기대배당수익률은 바닥을 설명하는 지표로서의 역할을 충실히 수행한 바 있기 때문이다.

근래 일부 투자자들은 극단적으로 시중 금리가 통신사 기대배당수익률에 육박하는 수준까지 오를 수 있다는 전망을 한다. 하지만 현실적으로 통신사 기대배당수익률을 위협할 만큼 시장 금리가 상승할 가능성은 낮다. 경기에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 미국이 높은 물가 상승 및 향후 경기 위축에 대비하기 위해 일시적으로 금리 인상에 나서는 양상이지만 전세계적인 흐름은 여전히 경기 부양을 위해 저금리 기조를 유지하는 것이다. 다만 과도한 통화 팽창으로 물가 상승압력이 커지고 원자재 가격이 폭등하고 있어 수위 조절에 나설 뿐 몇 차례 금리 인상 후엔 다시 경기에 시장 관심이 쏠릴 가능성이 높다. 코로나 19로 인한 경기 위축이 일부 산업엔 여전히 지속형이기 때문이다.

고금리 시절이면서도 금리 상승기였던 2005~2008년에도 통신주 바닥은 기대배당수익률로 잘 설명되었다. 기대배당수익률 5% 수준이면 바닥으로 인식하는 투자자들이 많았다. 국고채 3년 수익률이 2004년 3%에서 2008년 6%까지 치솟았고 일시적으로 통신사 기대배당수익률보다 시중 금리가 높게 형성되었음에도 이러한 투자 패턴은 지속되었다.

2005~2008년에는 2G 시장이 포화되면서 통신사 매출 성장이 급격히 둔화되던 시절이다. 5G가 새로운 P(인당 매출액)와 Q(디바이스)의 성장을 이끌 것이란 현재와는 정반대의 우울한 상황이었다. 그런데도 불구하고 통신사 기대배당수익률이 현재보다 낮게 형성된 바 있다.

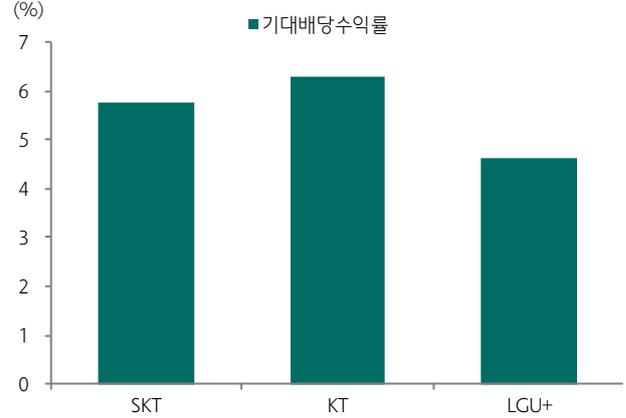
시중 금리가 현재 통신사 기대배당수익률을 위협하려면 6%까지 높아져야 한다. 경기 상황을 감안할 때 가능성이 낮은 얘기다. 설사 시중 금리가 6%까지 치솟는다고 해도 통신사 배당자 매력도는 여전히 높게 평가될 수 있다. 14년전과는 달리 국내 통신사 매출/이익 성장 기대감이 어느 때보다도 높은 편이기 때문이다. 현 시점에서 국내 통신주가 배당 증가에 따른 시가총액 증대 기대감과 더불어 낮은 Multiple 및 기대배당수익률이 형성될 수 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 이자가 전부인 상품과 배당과 더불어 자본이득을 취할 수 있는 상품의 기대수익률은 엄연히 다르게 적용될 수 있기 때문이다. 시중 금리가 급등해도 여전히 통신사 배당 매력도는 높으며 주가 바닥 평가 지표로 활용될 수 있다는 판단이다.

그림 12. 최근 20년간 3년 만기 국고채 수익률 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 13. 국내 통신 3사 기대배당수익률(2022년 기준)



자료: 각사, 하나금융투자

그림 14. SKT 배당수익률 밴드 추이



자료: SKT, 하나금융투자

그림 15. KT 배당수익률 밴드 추이



자료: KT, 하나금융투자

(4) 신정부 출범 이후 인위적 통신요금 인하 권고 어려울 전망, 요금 인하 이슈 소멸되면서 통신주 Multiple/ 기대배당수익률 정상화 과정 전개 예상

(4) 투자자들의 우려와는 달리 통신 요금 인하 이슈가 부각되지 않고 소멸되는 양상이다. Multiple 정상화로 통신주가 오를 것으로 보인다.

이번 3월 20대 대통령 선거에서는 당초 예상대로 통신요금 인하 이슈가 없었다. 일부 소비자 단체를 중심으로 각 정당에 반값 통신비 공약 첨가를 요구하기도 했지만 실제 공약집에는 포함이 되지 못했다. 아마도 4차산업 육성론에 배치될 수 있고 언론에서 좋은 평가를 받지 못할 것이며 체감적인 통신비 인하나 현실적으로 어렵다는 점 때문이었을 것으로 추정된다.

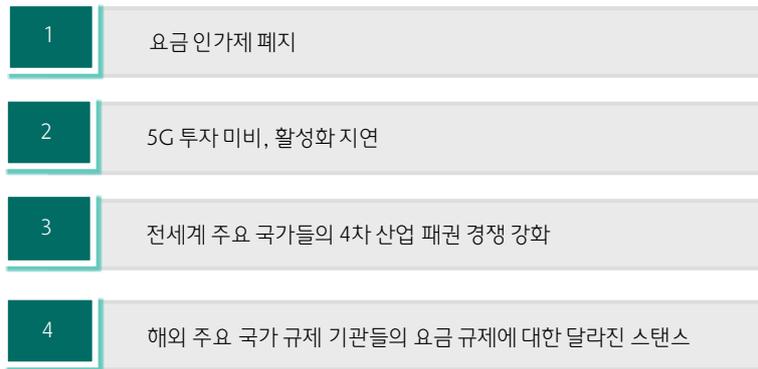
2022년 6월 자자체 선거가 있지만 일부 투자자들의 우려와는 달리 신정부에서도 인위적인 통신비 인하 권고는 어려울 전망이다. 규제 이슈 소멸로 통신주 상승이 예상된다. 신정부에서도 요금 규제가 달라질 게 없다는 투자자들의 신념이 커지면서 현재 과도하게 낮은 Multiple과 높은 기대배당수익률을 기록하고 있는 통신주들의 정상화 과정이 이루어질 것으로 판단된다.

통신 요금 인하 이슈는 신정부 출범 시마다 이슈화되는 단골 메뉴이지만 서서히 그 파급력이 낮아지는 양상이다. 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 멍에를 뒤집어 쓸 가능성이 높기 때문이다. 정치권에서도 강압적인 통신요금인하 권고를 밀어 부쳐 봐야 얻을 것이 없다는 계산이 나올 듯하다. 제도상으로는 정책적/전략적 측면에서나 새롭게 출범하는 정부에서 통신요금인하 이슈가 뜨거운 감자로 떠오를 가능성은 낮다.

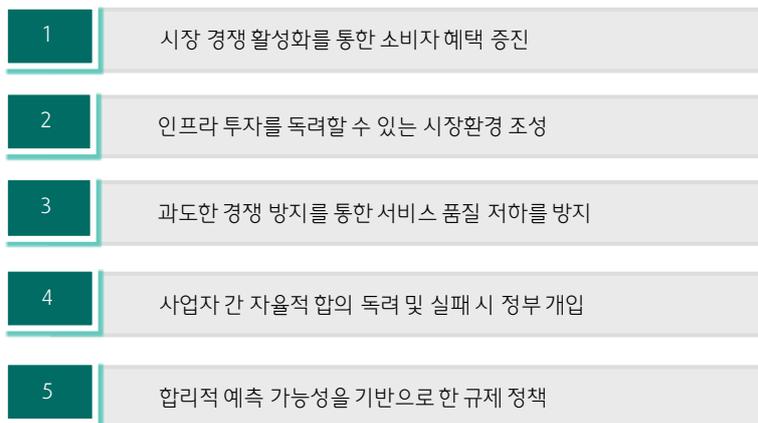
시장 우려와 달리 현재 규제 상황은 어느 때보다 양호하다. 2020년 요금인가제가 폐지되고 넷플릭스 규제 법안이 제정되는 가운데 단말기 유통 구조 개편 논의가 지속되는 양상이기 때문이다. 과거에도 규제 환경 개선은 통신사 주가에 즉각 반영되기보다는 실적 향상이 본격화되고 이를 확인하면서 뒤늦게 주가에 반영되고 Multiple이 높아진 경우가 많았다. 이미 통신사 실적 개선이 본격화되고 있고 2023년까지 장기 실적 호전이 지속될 것임을 감안 시 서서히 통신주 리레이팅이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

그림 16. 신정부에서도 인위적 통신요금인하 권고가 이루어지기 어려운 이유



자료: 하나금융투자

그림 17. 세계 각국의 통신 규제 정책 원칙 및 개선 방향



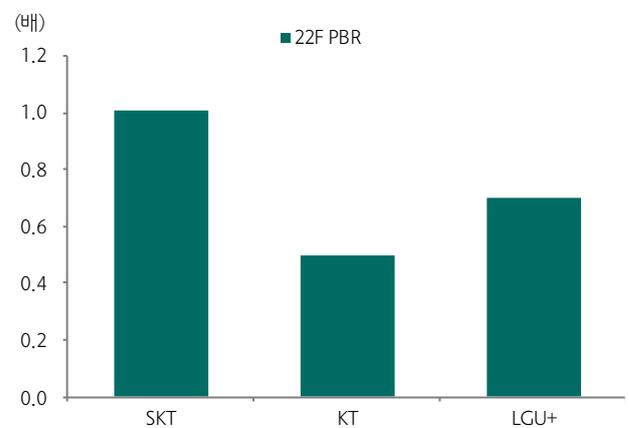
자료: 하나금융투자

그림 18. 통신 3사 2022년 추정 실적 기준 PER 지표



자료: 각사, 하나금융투자

그림 19. 통신 3사 2022년 추정 실적 기준 PBR 지표



자료: 각사, 하나금융투자

- (5) 1분기 마케팅비용 예상보다 적을 것, 올해 비용 전망치 하향 조정되면서 통신사 이익 추정치 상향 전망
- (5) 마케팅비용이 당초 예상보다 적게 집행되고 있으며 1분기 통신사 마케팅비용이 전분기 비 감소할 것이 유력해 보인다. 2022년 1분기 통신 3사 실적이 당초 예상보다 양호할 전망이다.

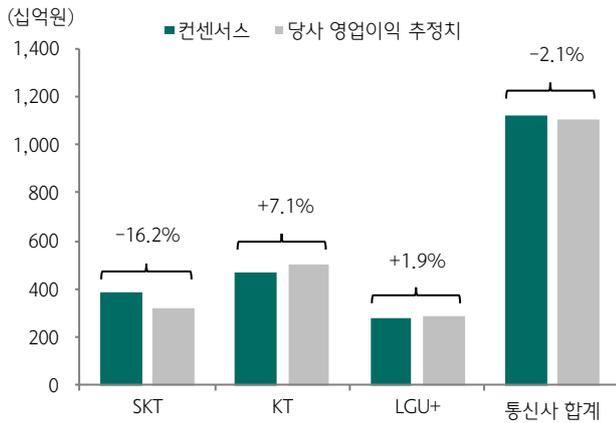
2022년 1분기 국내 통신사 마케팅비용이 당초 예상보다 적게 집행될 것으로 보인다. 1~2월 휴대폰 판매대수가 예상보다 저조할 전망이고 재고 부족으로 인해 단말기 밀어내기 현상도 없었기 때문이다. 갤럭시 S22 출시 이후 3월 5G 순증가입자수가 증가할 전망이나 이번 1분기 마케팅비용은 지난 4분기비 감소가 유력해 보이며 2021년 1분기비 소폭 증가에 그칠 것으로 판단된다.

이에 따라 2022년에도 1분기부터 국내 통신산업은 이익 측면에서는 투자자들의 기대치를 충족하는 우수한 실적 달성이 기대된다. 올해도 높은 영업이익 성장이 나타날 것이라 기대감이 커질 것으로 보이는데 SKT 일회성비용(인건비 750억원)을 제외하면 분기 영업이익이 11,800억원에 달할 전망이다. 당사에선 아직 공식적으로 통신사 마케팅비용 전망치를 하향 조정하지 않은 상태인데 지난해와 마찬가지로 마케팅비용 및 감가상각비 하향 조정을 통해 통신 3사 이익 전망치 상향 조정이 지속될 것이라 판단이다.

연초 전망치에선 지난해 실적 결과를 바탕으로 일단 올해 3사 합계 본사 영업이익성장률을 8%로 전망하였다. 하지만 현재 흐름을 감안하면 향후 프리뷰/리뷰를 통해 이동전화 ARPU, 마케팅비용, 감가상각비를 근간으로 결국은 두자리수 본사 영업이익 증가로 실적 전망치를 상향 조정해 나갈 예정이다. 단말기 유통 재고, 유통상 리베이트 현황을 감안할 때 올해 평균 마케팅 경쟁 강도가 지난해 4분기보다 높게 형성될 가능성이 낮고 주파수 재할당비용이 지난해보다 최대 3천억원 감소할 수 있기 때문이다. 지난해 통신 3사 CAPEX 합계가 1% 감소에 그치고 높아진 기저로 인해 올해 통신 3사 CAPEX 증가 폭이 8%에 머무를 것이라 점도 긍정적이다. 5G 투자 증가, 기타 투자 감소가 예상되지만 유형자산상각비 역시 올해는 크게 증가할 가능성은 낮다.

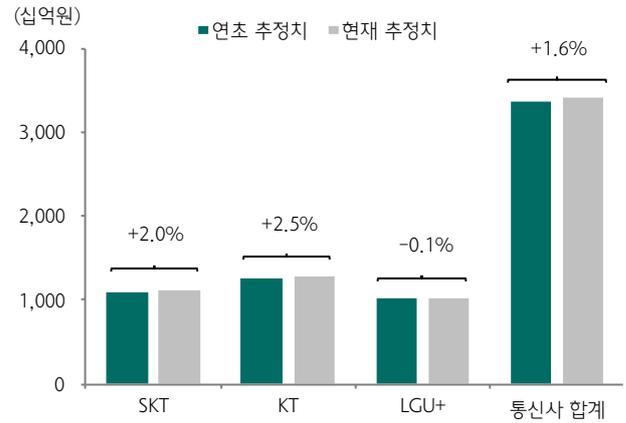
당사 올해 통신사 실적 추정치엔 아직 영업비용이 보수적으로 반영이 된 상태이다. 마케팅비용이 4% 증가할 것으로 전망하고 있으며 감가상각비의 경우엔 0.3% 감소를 가정하고 있는 상태다. 낙관적으로 보면 올해 통신 3사 마케팅비용 합계는 지난해 수준에 그칠 수 있으며 감가상각비는 4% 감소할 수 있는 상황이다. 향후 통신사 분기 실적을 검토해가면서 실적 추정치를 상향할 예정이지만 전략상 다소 발 빠르게 이를 염두에 둔 통신주 투자에 나설 필요가 있다는 판단이다.

그림 20. 1Q 당사 영업이익 예상치 및 컨센서스와의 차이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 21. 국내 통신 3사 2022년 연간 본사 영업이익 추정치 변경



자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 통신 서비스 산업 분기별 연결 영업이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	4Q21	1Q22F	YoY(%)	QoQ(%)	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F
영업이익합계	1,094.1	754.3	1,103.1	0.8	46.2	1,198.6	1,158.2	802.9	1,263.3
SKT	374.2	226.7	320.7	(14.3)	41.5	420.7	436.7	344.4	421.4
KT	444.2	369.4	498.5	12.2	35.0	495.1	413.2	258.9	526.0
LG유플러스	275.6	158.2	283.8	3.0	79.4	282.7	308.3	199.6	315.9

자료: 각사, 하나금융투자

표 4. 통신 서비스 산업 분기별 연결 순이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	4Q21	1Q22F	YoY(%)	QoQ(%)	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F
순이익합계	1,061.9	805.7	692.9	(34.7)	(14.0)	882.2	855.1	517.1	937.0
SKT	558.3	299.3	231.1	(58.6)	(22.8)	308.1	320.3	241.6	308.6
KT	302.6	404.6	360.0	19.0	(11.0)	361.0	298.8	133.6	385.7
LG유플러스	200.9	101.8	101.8	(49.3)	0.0	213.1	236.0	141.9	242.7

주: 순이익은 지배주주귀속분

자료: 각사, 하나금융투자

표 5. 통신 서비스 산업 연간 연결 영업이익 합계 전망

(단위: 십억원)

구분	21	22F	23F
영업이익합계	4,038.0	4,262.7	4,614.0
SKT	1,387.1	1,522.5	1,672.7
KT	1,671.8	1,665.8	1,794.0
LG유플러스	979.0	1,074.4	1,147.3

자료: 각사, 하나금융투자

표 6. 통신 서비스 산업 연간 연결 순이익 합계 전망

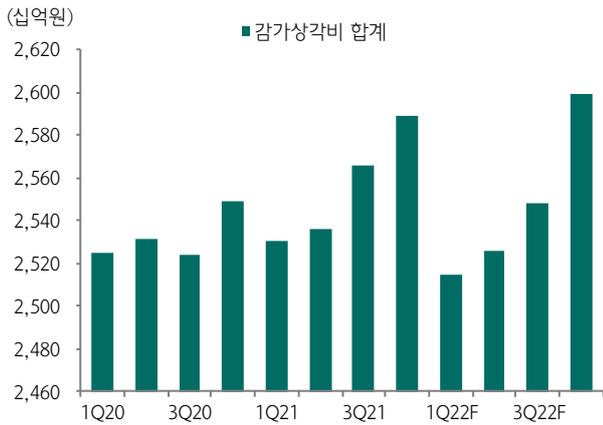
(단위: 십억원)

구분	21	22F	23F
순이익합계	4,488.8	3,059.0	3,360.1
SKT	2,407.6	1,101.0	1,216.7
KT	1,356.9	1,153.4	1,266.5
LG유플러스	724.2	804.5	876.9

주: 순이익은 지배주주귀속분

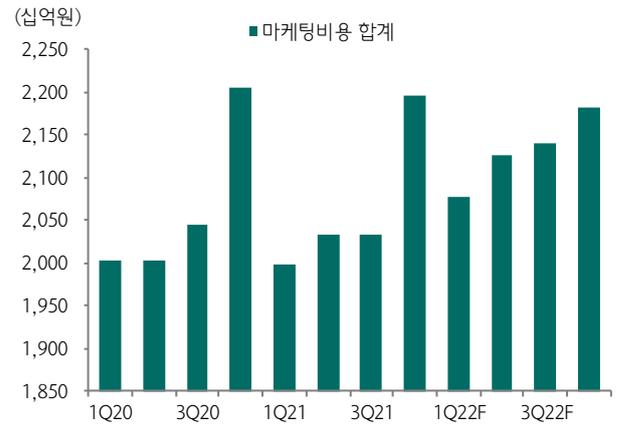
자료: 각사, 하나금융투자

그림 22. 통신 3사 분기별 감가상각비합계 전망



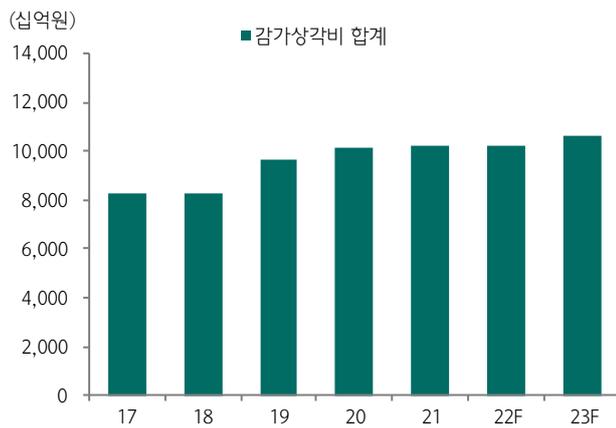
자료: 각사, 하나금융투자

그림 23. 통신 3사 분기별 마케팅비용 합계 전망



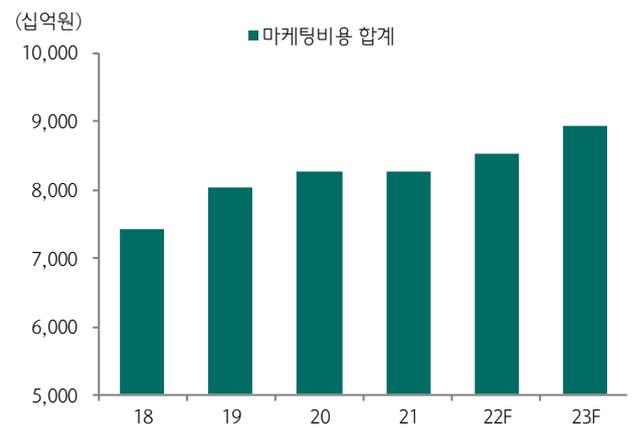
자료: 각사, 하나금융투자

그림 24. 통신 3사 연간 감가상각비합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 25. 통신 3사 연간 마케팅비용 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(6) 이젠 전세계적으로 망사용대가 법 제정 이슈 불거지는 상황, 5G 시대를 맞이하여 통신사 망패권 강화/신사업 활성화 계기될 것

(6) 망사용대가가 사업자간 접속료 개념으로 전환하고 있다. IoT 시대에서 통신사 망패권이 강화되는 가운데 신사업 기회가 커질 것으로 판단된다.

최근 망사용대가가 사업자간 트래픽 정산 방식인 접속료 개념으로 전환 중이다. 15년전 망중립성 논쟁이 본격화된 이후 괄목할만한 진전이 지속되는 가운데 이젠 사업자간 망 대가 산정 방식으로 망중립성 논쟁이 최종 결론 날 가능성이 높아졌다. 5G 특화서비스가 인정된 가운데 5G 시대를 맞이하여 통신사 망패권 강화 및 신사업 성과 도출이 기대된다.

얼마전 국내에서 넷플릭스 법이 시행된 데에 이어 최근 EU에선 망사용대가 지불에 대한 법 제정을 요구하는 목소리가 높다. 괄목할만한 점은 올해 MWC에서 GSMA(세계이동통신사업자연합회)가 사상 처음으로 글로벌 CP의 네트워크 투자비용 분담을 요청하는 입장을 발표하였다는 점이다. 이젠 미국/한국 등 특정 국가가 아닌 전세계 통신사들이 빅테크 기업 들의 트래픽 관리 의무 강화 및 망사용대가 지불을 공식화했다는 점에 주목할 필요가 있겠다.

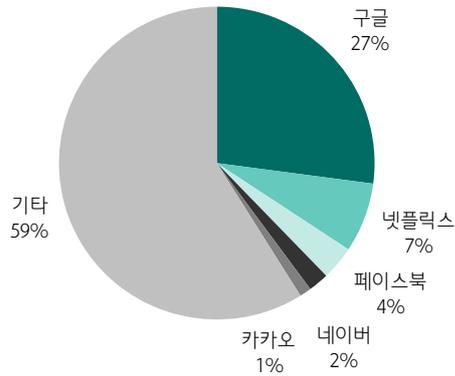
2022년 과기부는 콘텐츠제공사업자에게 인터넷 통신망의 안정성 의무를 부과하는 소위 넷플릭스법 적용 대상 사업자로 구글, 넷플릭스, 메타, 네이버, 카카오를 선정하였다. 2021년 10~12월 일 평균 이용자 수가 100만명 이상이고 국내 발생 트래픽의 1% 이상을 차지한 5개 기업이 넷플릭스법 적용을 받게 된다. 넷플릭스법은 이동통신 3사처럼 망을 제공하는 기간통신사업자뿐 아니라 이로부터 망을 제공받아 인터넷 서비스를 이용자에게 제공하는 기업도 트래픽 발생량이 많다면 망 품질 유지 의무를 함께 지도록 하는 법이다.

그런데 말도 많고 탈도 많던 넷플릭스법이 시행됨에 따라 국내 통신사엔 긍정적인 영향이 예상된다. 망사용대가를 받을 수 있다는 것도 의미가 없는 건 아니지만 무엇보다 5G+로의 진화와 더불어 IoT 시대가 열릴 것인데 통신사/IT/자동차/플랫폼 기업간 먹거리 다툼에서 통신사가 패권을 잡기가 용이해지기 때문이다.

필자는 10여년전부터 망중립성 문제는 결국 통신사/플랫폼/IT/자동차 업체 당사자간 타협으로 해결될 수 밖에 없으며 소비자 피해가 발생할 경우 통신사 외 사업 주체도 책임을 피하기 어려워 결국 통신사 패권이 강화되는 형태로 시장이 정립될 것이라고 주장해왔다. 정부가 일방적으로 통신사를 억누를 수도 없고 통신사업자가 특정 CP 네트워크 품질 향상을 위해 알아서 힘을 써주지 않는다면 해결될 수도 없는 이슈이기 때문이다. 통신사 입장에서 확실한 수익이 보장도 되지 않는 사안을 위해 CAPEX를 늘리기 어렵고 정부도 일방적 투자를 강요하기도 어려우므로 소비자 피해에 중점을 둔 정책이 나올 수 밖에 없다고 판단하였다.

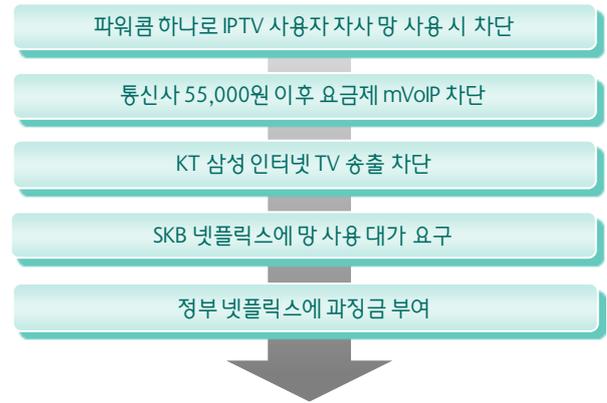
어쨌든 망중립성 이슈는 넷플릭스 법까지 제정되고 정치권까지 나서 CP업체들의 망관리 의무를 주장하고 나선에 따라 5G/6G 시대 뉴비즈니스 창출의 시대를 맞이하여 통신사들이 공정한 경쟁 하에 사업을 펼칠 수 있는 기회를 맞이하고 있다. 물론 규제 정립이 통신사 성공을 보장하는 것은 아니다. 하지만 15년간의 노력이 결실을 맺을 때가 되었다. 진짜 5G 시대를 맞이하여 통신사가 IoT 시장에서 큰 기회를 맞이할 것이며 이에 따른 기대감 형성이 주가에 입혀질 날이 멀지 않았다는 판단이다.

그림 26. 국내 CP별 일평균 트래픽 비중 현황



주: 2021년 10~12월 일 평균 기준  
 자료: 과기부, 하나금융투자

그림 27. 망중립성 논쟁 이슈 변화 과정



자료: 하나금융투자

그림 28. 5G 특수 서비스 망중립성 예외 적용이 통신사에 미칠 영향 점검

- 1 5G 초기 생태계 조성에 따른 Q(디바이스)의 증가, 이동전화 트래픽 증가에 따른 P(ARPU)의 상승
- 2 스마트팩토리, 자율차 산업 본격화에 따른 20년만의 B2B 시장 확장
- 3 스마트시티/스마트에너지 사업 확대에 따른 B2G 사업 태동

자료: 하나금융투자

그림 29. 5G 시대 통신사 망패권 강화가 중요한 이유

- 1 IoT 시대 통신사/플랫폼/IT/모빌리티 업체 간 패권 경쟁에서 캐리어 사업자 위치 상승
- 2 통신사/플랫폼/IT 업체 간 수익 분배 원칙에서 유리한 고지 확보
- 3 트래픽 증가로 인한 사업자/소비자 망 사용대가 징수 용이
- 4 플랫폼/IT 업체 유사 통신서비스 진출 제어 용이

자료: 하나금융투자

(7) 정부 5G 공동 기지국도 개별 국사로 인정, 2022년부터 통신사 무형자산상각비 큰 폭 감소 전망

(7) 정부가 5G 공동 기지국도 개별 통신사 기지국 구축수로 인정하기로 결정하였다. 통신사 감가상각비 감소가 전망된다.

2022년 통신사 영업비용 측면에서 가장 중요한 변수는 무형자산 감가상각비일 것이다. 통신사 CAPEX도 관심사이지만 주파수관련비용이 얼마나 잡힐 지에 따라 통신사 영업이익이 크게 변동할 수 있기 때문이다. 주파수관련비용 내에선 2022년부터 새롭게 적용되는 LTE 재할당 가격 및 5G 신규 주파수 경매 가격이 관심사이다.

과기부는 2022년 2월 3.5GHz 대역 20MHz 추가 할당 계획을 발표하였다. 사실상 LGU+만을 위한 주파수 경매라서 적지 않은 노이즈가 발생하고 있으며 SKT가 맞불작전으로 3.7~4.0GHz 대역 40MHz 추가 할당을 요청한 상태여서 당초 예상과 달리 LGU+ 3.5GHz 20MHz 주파수 추가 획득에 난항이 예상된다. 정부가 어떠한 결론을 내릴 지는 알 수 없지만 원안대로 LGU+ 20MHz 할당에 나선다고 해도 비용 측면에서는 큰 이슈가 되긴 어려워 보인다. 최저주파수할당가격 1,300억원, 사용기간이 7년이라는 점을 감안 시 주파수상각비용이 연간 200억원 증가에 그칠 것이기 때문이다.

오히려 LTE 주파수 재할당 가격 인하가 큰 이슈가 될 전망이다. 정부가 공동 기지국 구축 수도 5G 기지국에 포함하기로 결정했기 때문이다. 정부는 통신사 5G 기지국 투자를 독려하기 위해 5G 기지국에 연동한 LTE 할당 대가를 재산정하기로 결정했다. 그런데 2020~2021년 5G 투자가 부진함에 따라 당초 계획한 기지국 구축 수에 미달할 가능성이 높아졌고 LTE 주파수 할당 가격이 예상보다 높아질 위험에 처했다.

그런데 정부의 공동기지국 포함 방침으로 통신 3사는 최저 가격(연간 6,340억원)으로 LTE 주파수를 사용하게 될 전망이다. 현재 통신사별 5G 무선국이 대략 6만국에 불과하지만 2022년에 추가로 15,000국을 구축하고 놓어준 5G 공동 구축 수량 45,000국을 개별 수량으로 인정받으면 연내 12만국 이상 달성이 가능할 것이기 때문이다. 5년간 3.17조원에 달하는 LTE 할당비용 지출이 예상되므로 연간 LTE 주파수 할당비용이 6,340억원으로 감소할 전망이며 2022년부터는 통신 3사 합산 기준 연간 3,000억원에 달하는 영업비용 감소 효과가 예상된다.

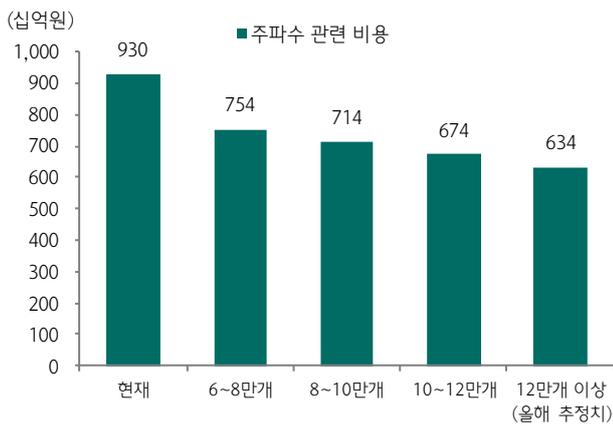
2022년부터 실제 사용이 예상되는 28GHz 주파수 사용 대가 역시 부담을 없앴다. 2020년 4분기에 28GHz 대역 손상차손이 이루어졌기 때문이다. 향후 이슈는 대규모 5G 추가 주파수 경매가 언제 이루어질 것이냐는 것인데 최근 동향을 감안할 때 빨라야 2023년 하반기에나 5G 경매가 이루어질 전망이다. 무형자산상각비는 2022년 큰 폭 감소가 유력해 보이며 2023년 하반기 이후에나 다시 증가세로 전환이 예상된다.

표 7. 주파수 재할당 정책표

<b>3G/LTE 재할당 주파수 이용 기간</b>	
5G 광대역화 회수 대역(2.6GHz)	<b>5년으로 고정</b>
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
<b>3G/LTE 재할당 주파수 대가 (5년 기준)</b>	
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

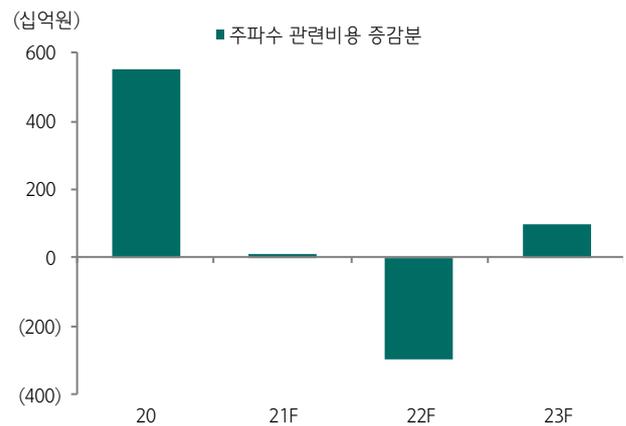
자료: 과기부, 하나금융투자

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



자료: 각사, 하나금융투자

그림 31. 통신 3사 연간 주파수관련비용 증감분 추정



자료: 각사, 하나금융투자

(8) 올해도 KT와 LGU+ 높은 DPS 성장 예상, 1분기 실적 기반으로 통신주 배당 증가 기대감 상승에 따른 주가 상승 나타날 것

(8) 이익 전망/배당성향을 감안할 때 올해도 KT와 LGU+의 높은 DPS 성장이 전망된다. 과거 사례로 볼 때 배당 성장에 따른 통신사 주가 상승이 나타날 것으로 판단된다.

통신사 지난해 배당금이 당초 기대치보다도 높게 나타났다. SKT는 7,200억원 배당금 지급 (DPS 환산 기준 3,300원)을 발표하여 기존 전망치에 부합했지만 LGU+와 KT는 각각 주당 550원과 1,910원으로 LGU+는 공격적으로 여겨지던 당사 예상치에 부합했으며 KT는 말 그대로 서프라이즈한 배당금을 발표하였다. 특히 주당 1,910원이라는 KT의 배당금은 특이하게 다가왔는데 아마도 배당성향 50%를 완벽하게 지키자는 KT 경영진의 의지가 반영된 결과로 보여진다.

2021년 통신사 DPS가 당초 예상보다도 더 양호하게 나타남에 따라 2022년 통신 3사 DPS 전망치를 상향하였다. 2022년 본사 영업이익 성장 폭이 크게 나타날 것임이 자명하고 LGU+는 배당 성향 40%로의 상향, KT는 일회성손익 제거 기준 본사 순이익의 50% 배당 지급 원칙이 철저히 준수되는 양상이기 때문이다. 이에 따라 2022년 KT DPS 추정치를 2,200원, LGU+ DPS 예상치를 650원으로 제시하였다.

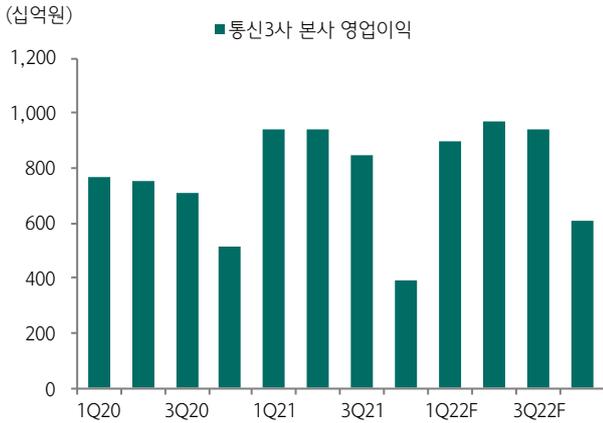
2022년 국내 통신산업은 역대 어떠한 시기, 그 어느 섹터와 비교해도 이익 성장 가능성이 높다. 이동전화 ARPU/마케팅비용/감가상각비를 바탕으로 추정하면 그렇다. 2021년 당초 예상보다도 통신 3사 실적이 양호하게 나타났지만 2022년도 역시 아무리 보수적으로 봐도 본사 영업이익 8% 성장, 순이익 두자리수 성장은 유력해 보인다.

배당 성향도 긍정적이다. LGU+ 실질 배당 성향이 2021년 35%에서 2022년 40%로 공식 상향 조정되었으며 KT는 지난해 10원 단위까지 절사하지 않고 배당금을 지급할 정도로 배당 원칙을 철저히 지키는 상황이기 때문이다. SKT 배당금이 늘기 어렵다는 점이 아쉬운 대목이나 올해도 국내 통신사 총 배당금은 크게 증가할 것이 유력하며 이에 따른 한 단계 주가 레벨업이 예상된다.

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 아니라도 통신주 매수를 고민하는 투자자들이 많았던 것이 사실이다. 특히 10년전 대비 절대 시중 금리가 낮아진 현 상황에서는 더욱 그렇다. 최근 시중 금리가 상승하고는 있지만 여전히 저금리 상황이기 때문이다.

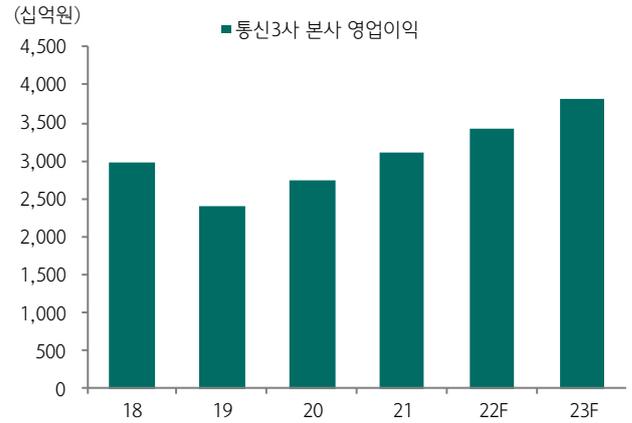
2021년 상반기 KT 주가는 탄력적인 반등을 나타냈다. 2020년 KT DPS 성장률이 예상보다 높게 나타난 데다가 2021년에도 높은 DPS 상승이 예상되기 때문이었다. 이번에도 작년과 동일한 현상이 나타날 공산이 크다. 2021년 KT 확정 DPS가 발표되면서 이미 주가 상승 압력이 높아지는 양상이지만 늦어도 1분기 실적 프리뷰가 등장하는 4월 이후엔 주가가 한 단계 높아질 것으로 판단된다. 2022년 본사 이익 증가 기대감이 높아지면서 올해 DPS 2,200원에 걸맞는 주가 포지셔닝을 할 것으로 예측되기 때문이다. 국내 외 주식 시장 불안으로 통신주 상승 탄력이 높진 않지만 상반기 점진적 주가 상승이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

그림 32. 통신 3사 분기별 본사 영업이익 합계 전망



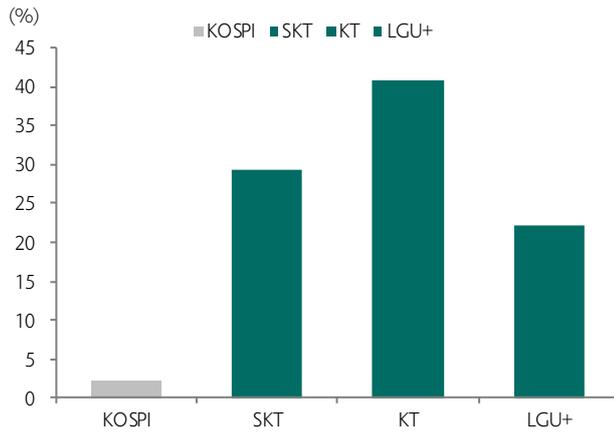
자료: 각사, 하나금융투자

그림 33. 통신 3사 연간 본사 영업이익 합계 전망



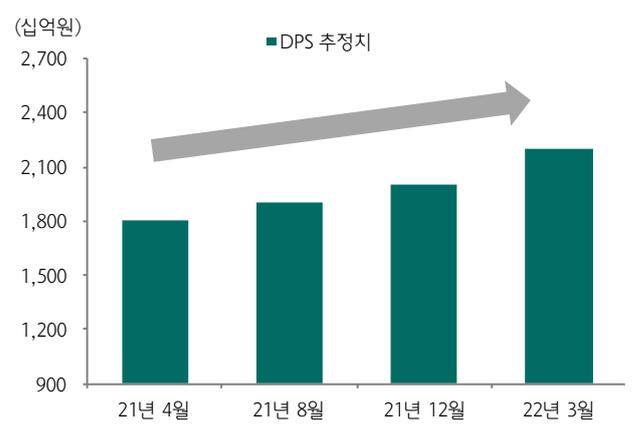
자료: 각사, 하나금융투자

그림 34. 2021년 2~5월 통신 3사 주가 및 KOSPI 상승률 비교



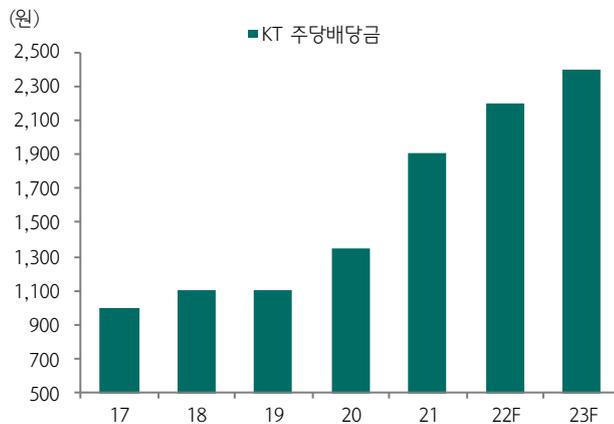
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 35. KT 2022년 당사 DPS 추정치 변화



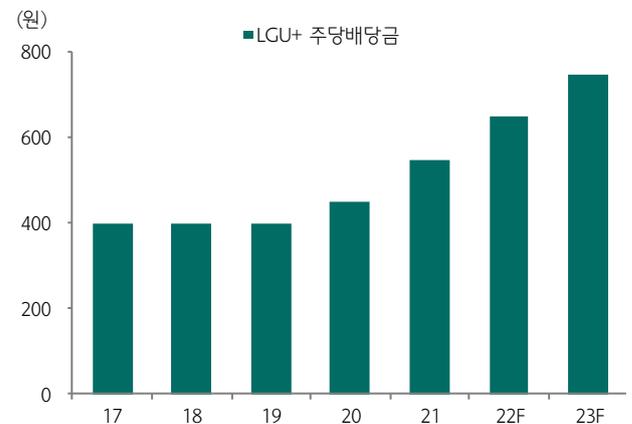
자료: KT, 하나금융투자

그림 36. KT 주당배당금 전망



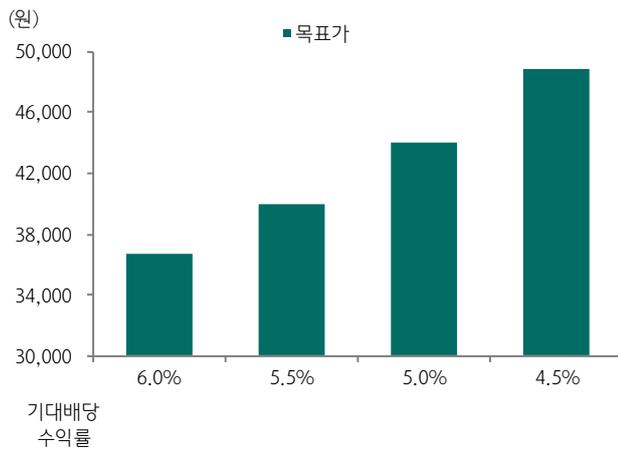
자료: KT, 하나금융투자

그림 37. LGU+ 주당배당금 전망



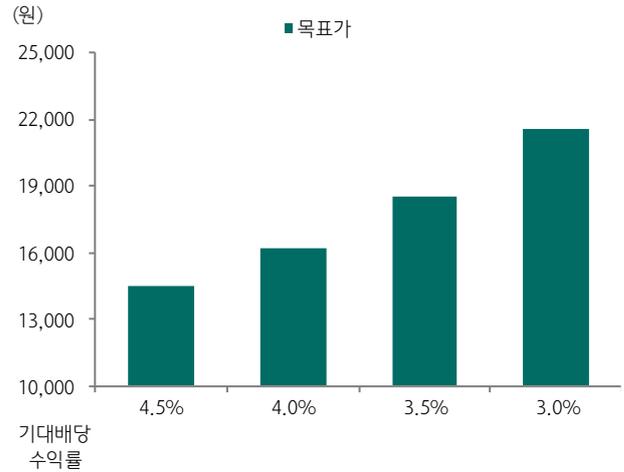
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 38. 2022년 기대배당수익률 변화에 따른 KT 예상 주가



주: 2022년 KT DPS 2,200원 가정  
 자료: KT, 하나금융투자

그림 39. 2022년 기대배당수익률 변화에 따른 LGU+ 예상 주가



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

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

(9) 2022년부터 5G+로의 진화 논의가 본격화될 전망이다. 통신사가 메타버스/IoT 분야에서 서서히 자리매김하고 매출 타진 가능성을 선보일 것으로 예측되어 기대를 갖게 한다.

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 중이다. 아직은 LTE와 차별성을 보여주지 못하는 양상이지만 5G SA 도입, 5G+로의 진화를 통해 진짜 5G로 진보해 나갈 것이며 6G는 5G를 완성하는 형태의 서비스가 될 가능성이 높다.

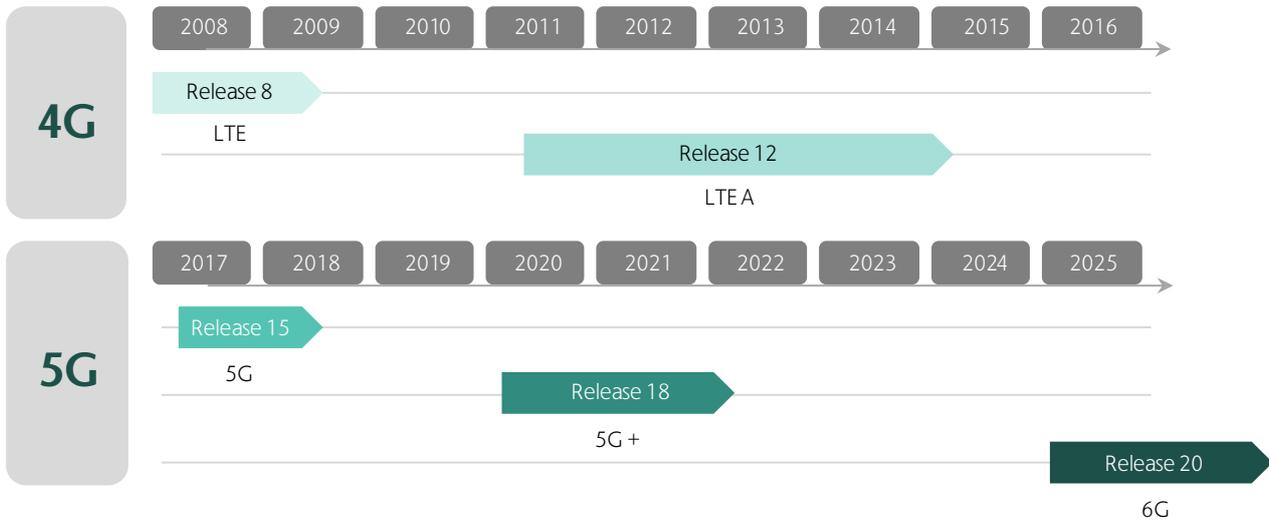
향후 기술 로드맵을 살펴보면 5G 기술은 3GPP Release 15/16/17 버전으로 규격이 완성되었으며 5G+(5G Advanced) 기술은 3GPP Release 18 및 19에 포함될 예정이다. 또 2023년 ITU-R 6G 비전이 공표되면 3GPP가 6G에 대한 본격적인 표준기술 제정 작업에 착수할 것으로 보인다. 3GPP Release 15/16을 기반으로 5G 시대가 열렸다면 3GPP Release 18/19를 거쳐 5G+(Advanced) 서비스가 펼쳐지고 2028년 이후 3GPP Release 20/21을 통해 6G 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 홀로그래픽 콘텐츠 변환도 5G 핵심 서비스로 규정하고 있다. 더불어 LTE와 달리 5G는 블록체인의 핵심인 양자암호통신을 지원한다. 이미 KT는 5G 네트워크 블록체인인 기가체인을 공개하고 블록체인 기반 IoT 보안 솔루션인 기가스텔스를 선보인 바 있다.

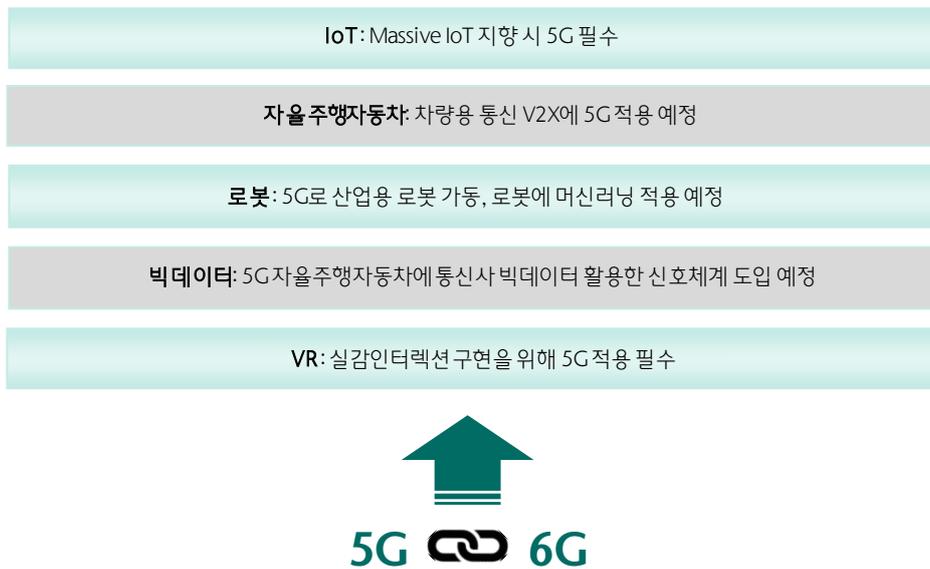
아직까지는 통신주가 메타버스/블록체인 관련주로 부상하지 못하고 있다. 하지만 2022년엔 관련주로 부상할 가능성이 높다. 진짜 5G 시대가 열리기 때문이다. 진화된 5G 서비스의 도입은 저전력/저지연/전송속도 측면에서 강점을 가지며 망 분리가 가능해진다. 5G 기술의 발전과 더불어 B2B/Q(디바이스) 성장 기대감으로 통신주 상승 기대감이 한층 높아질 것이라 판단이다.

그림 40. 3GPP 이동전화 기술 로드 맵



자료: 하나금융투자

그림 41. 4차 산업과 5G/6G와의 연결 고리



자료: 하나금융투자

최근 통신업종 수익률은  
시장 수익률을 상회, 안정적인 이익  
성장과 배당 증가, 자산가치 상승에  
따른 시가총액 증대 기대감 커졌기  
때문

### 3) 최근 통신업종 수익률 KOSPI를 상회, 단순히 방어주 효과로 보긴 어려워

3월 통신서비스업종 수익률은 KOSPI를 상회하였다. 시장 약세에 따른 단순 방어주로서의 역할 때문이라고 평가절하하기엔 여러가지 재료가 부상하였다고 볼 수 있겠다. 첫째 20대 대선 종료에 따른 규제 리스크 해소, 둘째 1분기 통신사 실적 호전 기대감, 셋째 KT 지배구조 개편/조직 슬림화 정책 본격화 및 통신사 주주이익환원 정책 강화 움직임, 넷째 스테그플레이션 우려에 따른 자산주/배당주로의 포트폴리오 변환 움직임 때문이었다.

종목별로는 KT가 우수한 성과를 지속하는 가운데 LGU+와 SKT도 양호한 주가 흐름을 나타냈다. KT는 지배구조 개편 기대감, LGU+는 1분기 시장 안정화에 따른 실적 호전 기대감, SKT는 배당 매력 부각 및 SK스퀘어에서 SKT로의 수급 이동이 주가에 긍정적인 영향을 미쳤다. 특이한 점은 KT에서 이제 LGU+ 및 SKT까지 통신주 강세가 확산되는 모습을 나타냈다는 점이다.

표 8. 2022년 3월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	7.4	(1.9)	5.4	7.5

주: 지수는 3/25 종가 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 9. 2022년 3월 KOSPI 대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	5.8	(7.6)	3.8	1.8
KT	10.4	6.9	8.4	16.2
LG유플러스	6.5	(1.1)	4.5	8.3

주: 주가는 3/25 종가 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

어닝 시즌 돌입하면서 통신주 또 한 차례 오를 것, 규제 리스크 감소도 긍정적 영향 미칠 전망

#### 4) 4월엔 3월보다 상대적 통신주 강세 확연할 것, 비중확대 서둘러야

4월에도 통신주 투자 전망은 밝다. 마케팅비용 감소로 인해 1분기 실적이 우수할 전망인데 프리뷰 시즌을 거치면서 2022년에도 높은 이익 성장을 기록할 것이란 믿음이 커질 수 있기 때문이다. 결국 1분기 실적 발표를 계기로 올해도 국내 통신사들의 배당 성장이 높게 나타날 것이란 투자자들의 생각이 확산될 수 있어 더불어 이에 걸맞는 주가 형성이 기대된다.

여기에 신정부 출범도 통신주에 긍정적 영향을 미칠 공산이 크다. 이미 5G/6G를 기반으로 한 4차산업 육성을 주장한 바 있고 정권의 성격상 인위적 통신요금인하를 권고할 가능성이 희박하기 때문이다. 과거 대선 전후 통신주는 규제 리스크로 한 차례 몸살을 앓고 서서히 주가가 회복되는 경향을 보였다. 요금인가제가 폐지되었지만 규제 산업 특성상 정부의 권고를 무시할 수 없기 때문이었다. 하지만 이번엔 예상대로 규제 리스크가 전혀 부상하지 못하고 있으며 아마도 4~5월엔 통신주 Multiple 정상화가 나타날 수 있을 것이란 판단이다. 투자 전략상 5월 실적 시즌 돌입 전 통신주 비중확대에 나설 것을 추천한다.

4월에 부각될 통신산업 이슈는 그리 많지 않다. 아마도 1) 1분기 통신사 실적, 2) 5G 순증가입자수 및 매출액 전망, 3) 마케팅비용 추이 및 전망, 4) LTE 주파수 할당비용 추이 및 유형 자산상각비 추이, 5) 신정부 규제 스탠스, 6) 5G+ 정책 방향 등이 이슈로 부상할 것으로 보인다.

이렇다고 볼 때 4월 통신주 전망은 낙관적이다. 마케팅비용 감소로 1분기 통신사 실적이 양호하게 발표될 전망이고 3월엔 5G 순증 가입자 폭 확대가 예상되며 감가상각비는 당장 1분기 하향 안정화 추세를 나타낼 가능성이 높기 때문이다. 정부 규제 정책 역시 더 우호적인 느낌을 전달해 줄 것으로 보인다. 새로운 과기부 장관 선임이 5월에나 이루어질 전망이지만 하마평에 오르내리는 인사를 기준으로 보면 역시 신사업 육성에 초점을 둘 것으로 예상되기 때문이다. 5G+ 육성책이 본격화되는 가운데 통신사 뉴비즈 활성화 기대감이 높아질 것이라 기대를 갖게 한다.

1분기 실적 시즌을 거치면서 2022년 높은 이익 및 DPS 성장 기대감 커질 것, 여기에 인위적 통신요금인하 우려 제거되면서 4월 통신주 상승할 것

표 10. 4월 통신서비스 업종 이슈 점검

구분	내용
긍정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>통신 3사 2021년 1분기 연결 영업이익 1.1조원으로 당초 예상보다 높게 나타날 전망</li> <li>SKT 일회성비용(인건비) 제거 시 1분기 3사 합산 영업이익 1.18조원으로 역대급 실적 될 듯</li> <li>1분기 실적 예상보다 우수해 2022년에도 통신사 높은 이익 성장을 기록할 것이라 믿음 커질 것</li> <li>1분기 통신 3사 분사 실적 양호할 듯, 올해도 높은 DPS 성장 기록할 것이라 기대감 확장 전망</li> <li>2022년 KT/LGU+ DPS 성장 15~20% 수준 될 것, 배당 추세 대비 주가 상승 폭 더딘 상황</li> <li>비용 추세 예상보다 양호, 올해도 통신사 분사 영업이익 상황 조정 추세 지속될 전망</li> <li>최근 이익 성장 폭 감안하면 국내 통신사 기대배당수익률 지나치게 높은 편</li> <li>구글/넷플릭스/네이버/카카오에 광관리 의무 부과하는 넷플릭스법 적용 개시</li> <li>망사용대가 논쟁 접촉로 개념으로 진화 중, IoT/메타버스로 진화하는 5G 시대 망 패권 강화에 주목</li> <li>SKT 3.7~4.0GHz 대역 40MHz 추가 할당 요청. 5G 주파수 경매 지연 예상, 비용 이슈 줄어들 전망</li> <li>신정부 출범 이후 통신요금인하 우려 감소할 것, 4차산업 육성 쪽에 치중하는 양상이기 때문</li> <li>KT IDC 5개국사 분사, 정부가 9천억원인데 공정가치평가액은 1.7조원, 자산가치 재평가 계기될 것</li> <li>3/31일 주총 이후 KT 사업부문 분할 통한 지주회사 체계로의 전환 가능성 부각될 전망</li> <li>LG화학과 달리 KT의 경우엔 물적분할이 대형 호재 될 것, 조직 슬림화/규제 회피 용이 때문</li> <li>통신 3사 메타버스 본격 육성 계획, 3D 체감형 콘텐츠 제공/모바일엠펙스 컴퓨팅 기술 적용 예정</li> <li>정부 2027년 레벨4 수준의 완전자율주행 상용화 예정, WAVE와 5G가 차량용 통신으로 적용 전망</li> <li>LTE/5G 인당 트래픽 여전히 높은 수준을 유지 중, 요금제 다운그레이드 효과 미미할 전망</li> <li>LG전자 휴대폰 사업 철수는 통신시장 안정화로 이어질 듯, 리베이트 증대 가능성이 낮기 때문</li> <li>통신사 온라인 비중 20% 이상으로 급성장, 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/커버리지 양호</li> <li>5G 급행차선 허용으로 5G 조기 생태계 조성 전망, 통신사 B2B/B2G 매출 전망 긍정적</li> <li>데이터 3법 시행, 유동인구/소비/상권 데이터 상품 출시, 통신사 B2B 사업 확대에 긍정적</li> </ul>
부정적 요소	<ul style="list-style-type: none"> <li>6월 지자체 선거 예정, 5G 투자 및 요금제 다양화 압력 높아질 전망</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 부진, 2022년도 이후 5G CAPEX 증가 부담 커질 듯</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 분사 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 – 삼성 갤럭시 22 출시에도 시장 안정화 지속 중

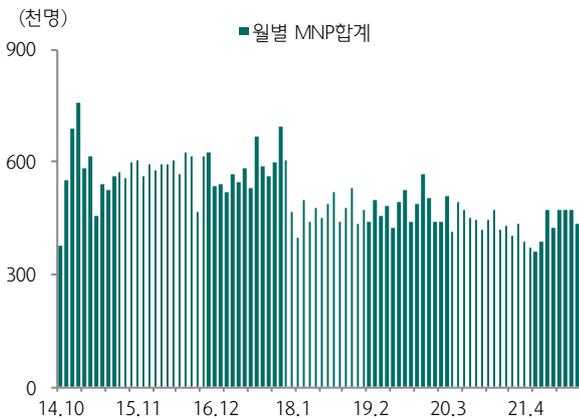
### 1) 5G 순증 가입자 3월 이후 증가 예상, 하지만 과열될 상황은 아님

1~2월 5G 순증가입자수 감소 추정, 3월 이후엔 증가세로 전환할 듯, 시장 안정화 추세는 지속 중

2022년 1~2월 5G 순증가입자수가 예상보다 적었다. 신형 아이폰 도입 효과 종료 및 폰 유통 재고 부족 영향이 큰 것으로 보인다. 이런 이유로 상반기 최대 전략폰으로 꼽히는 삼성 갤럭시 S22 출시에도 불구하고 기존 재고 단말기 밀어내기가 없었고 삼성 갤럭시 S 22 공급 물량이 충분하지 못해 시장 과열 양상은 나타나지 못했다.

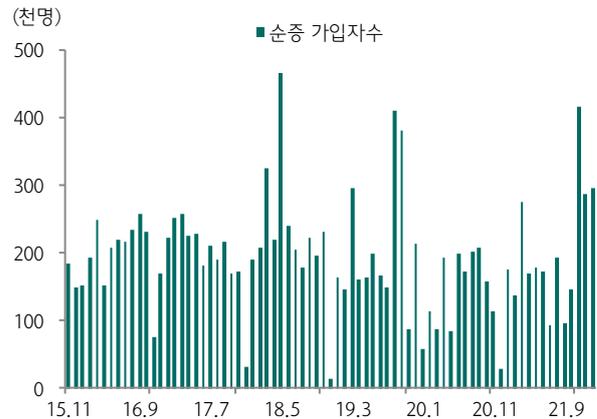
3월 이후 신형 갤럭시 폰 공급이 늘어나면서 5G 폰 판매대수 및 마케팅비용 증가 현상이 나타날 전망이지만 우려할만한 시장 상황이 펼쳐질 가능성은 낮다. 코로나 19 사태 발생 이후 위축된 오프라인 휴대폰 판매 시장이 좀처럼 활기를 띠지 못하고 있으며 온라인 비중이 크게 상승하고 있기 때문이다. 합리적인 유통 시장이 펼쳐지는 양상이며 신형 전략 폰 출시 전후 5G 순증가입자수 증가/총 휴대폰 판매량 증가로 인한 마케팅비용 증가를 제외하면 현재 시장 과열의 변수는 없다. 채택 요금제를 감안하면 인당보조금 변동 폭도 미미하다. 여전히 국내 단말기 유통 시장은 안정된 상황이라고 평가된다.

그림 42. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



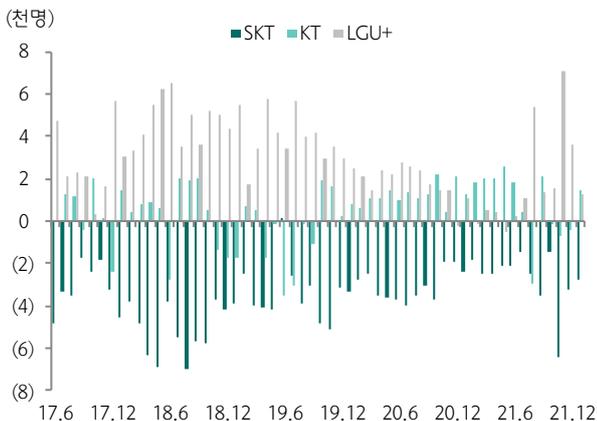
자료: KTOA, 하나금융투자

그림 43. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



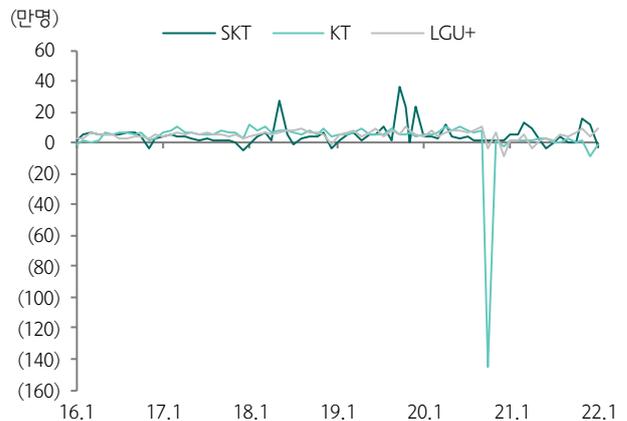
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 44. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



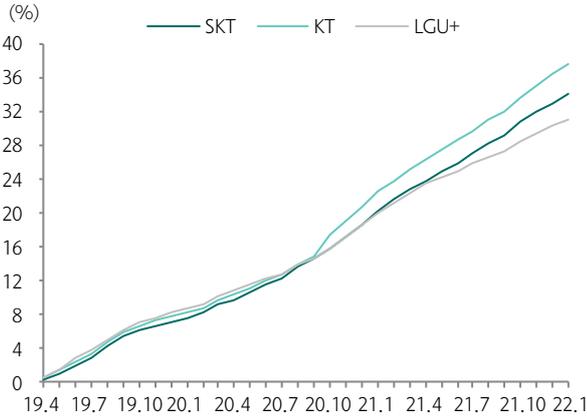
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 45. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



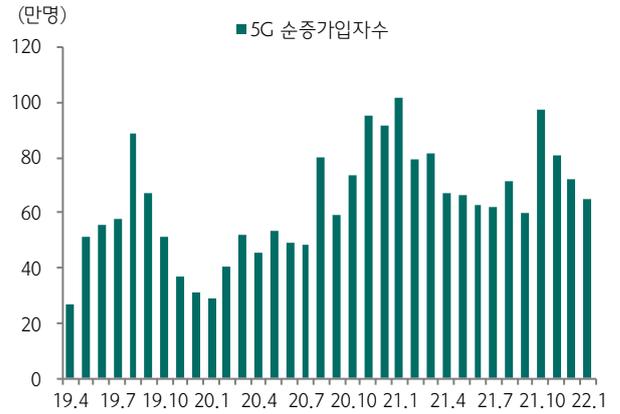
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 46. 통신 3사 5G 보급률 추이



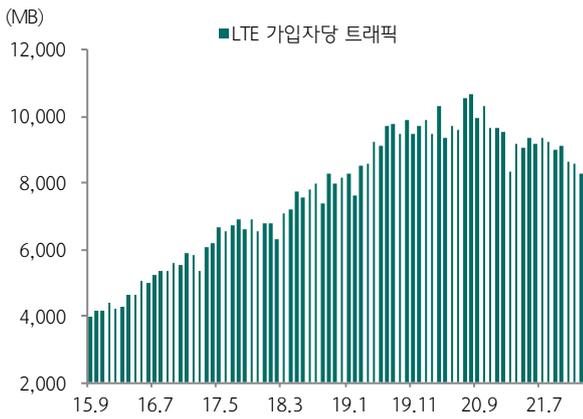
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 47. 5G 순증가입자 동향



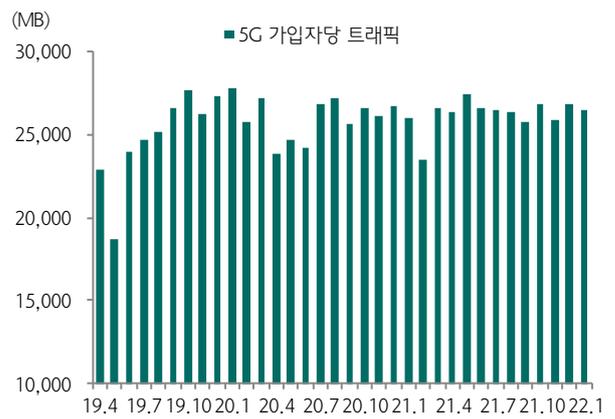
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 48. LTE 가입자당 트래픽 추이



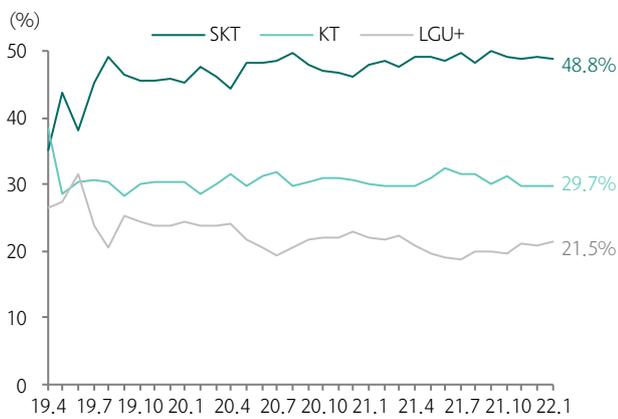
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 49. 5G 가입자당 트래픽 추이



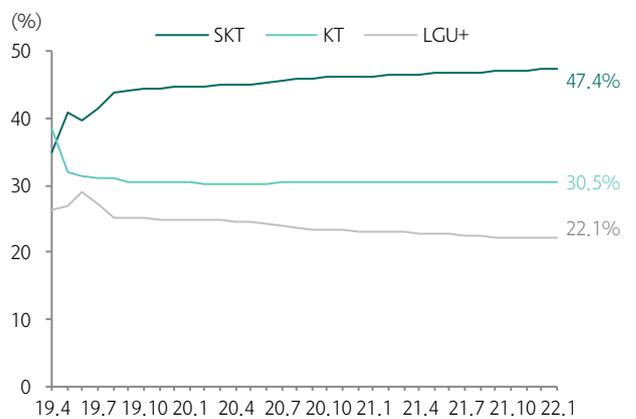
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 50. 5G 순증 가입자 M/S 동향



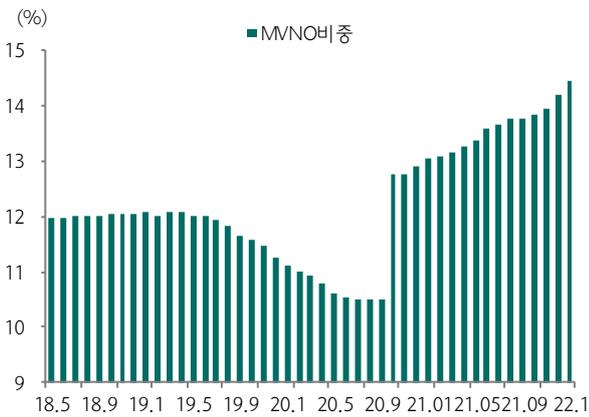
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 51. 5G 누적 가입자 M/S 동향



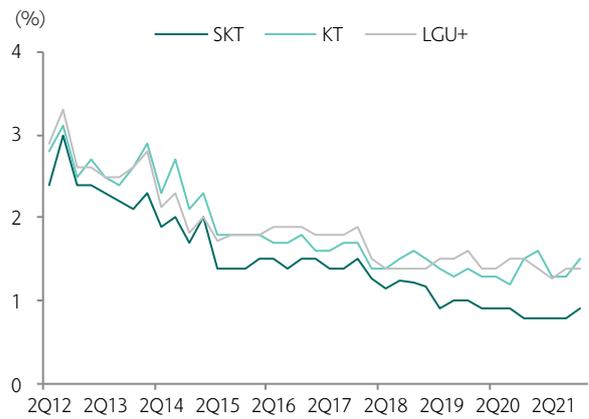
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 52. MVNO(재판매) 비중 추이



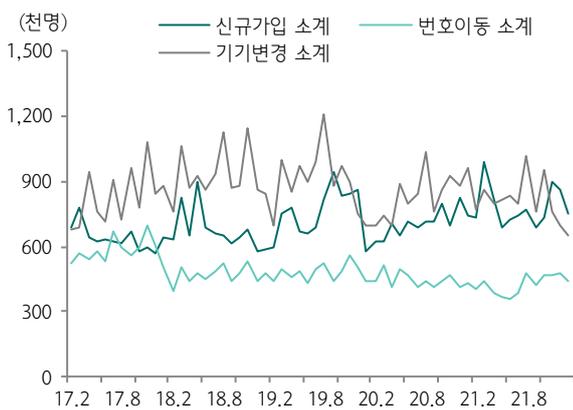
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 53. 통신 3사 분기별 해지율 추이



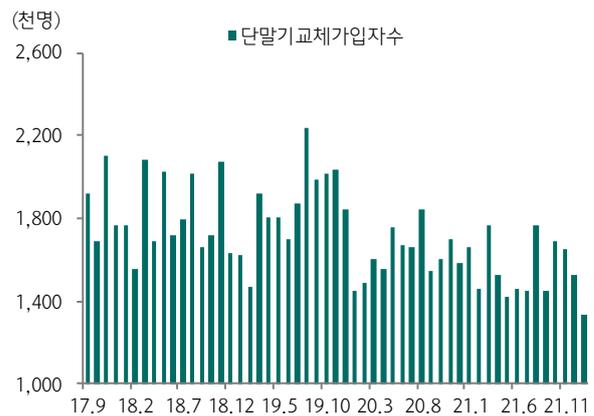
자료: 각사, 하나금융투자

그림 54. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 55. 통신 3사 단말기교체가입자수(신규+기변+MNP) 합계 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

삼성 갤럭시 22 출시에도 불구하고  
2022년 1분기 통신사 마케팅비용  
2021년 4분기대비 큰 폭 감소할  
전망

## 2) 2022년 1분기 마케팅비용 전분기비 5% 감소 예상

갤럭시 22 개통이 시작되면서 통신사 마케팅비용이 증가할 것이라 투자자들의 우려가 적지 않다. 5G 순증가입자 증가와 더불어 단말기 교체 수요가 증가할 수 있기 때문이다. 하지만 2022년 1분기 통신 3사 마케팅비용 합계는 20,773억원으로 2021년 4분기대비 5% 감소할 전망이다. 코로나 19 여파로 마케팅비용이 극히 적게 집행되었던 2021년 1분기비 4% 증가에 그칠 것으로 보인다.

이러한 판단을 하는 이유는 1) 반도체 부족 현상 지속으로 국내 휴대폰 유통 재고가 많지 않아 신형 폰 출시를 앞둔 단말기 재고 밀어내기 현상이 발생하지 않고 있으며, 2) 폰 판매량 증가를 제외하면 광고비/리베이트 등 제반 통신사 마케팅 변수에 변화가 나타나기 어려운 환경이고, 3) 국내 통신사 마케팅 전략 변화로 과거와 달리 연초 가입자 유치 드라이브가 행해지지 않고 있기 때문이다. 올해 상반기에도 통신시장 안정화 양상이 나타날 공산이 커 보인다.

그림 56. 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 도매상의존도 하락

자료: 하나금융투자

### 3. 12개월 Top Pick KT, 4월 투자매력도 KT>LGU+>SKT

#### 1) 12개월 Top Pick을 KT로 유지

12개월 Top Pick을 KT로 유지, 높은 이동전화매출액/영업이익/DPS 성장이 유력하고 지배구조 개편 기대감이 커지고 있으며 확실한 추가 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 규제 우려가 낮아지고 진짜 5G가 개시됨에 따라 기대배당수익률이 낮아질 수 있고 PER이 높아질 수 있어 투자 유망하다는 판단이다. 여기에 2023년 사업지주회사로의 개편을 통한 조직 슬림화, 근원적 규제 리스크 감소 기대감이 서서히 높아질 수 있는 상황이다. 무엇보다 1분기 실적 시즌 이후 KT의 2022년 DPS가 이론적으로 2,200원이 가능해진다는 점은 2022년 투자자들의 이목을 KT에 집중시킬 가능성이 높다. DPS에 걸맞는 추가 형성이 예상되어서다. 금리 상승을 감안해도 현 기대배당수익률은 다소 이해하기 어려운 수준이며 과거 경험상 정상적인 추가 범위로의 회귀가 예상된다.

표 11. 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>2023년 사업지주회사로 전환 예상, 조직 슬림화 기대</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, 부채비를 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 높은 KT를 최선호주로 선정</li> </ul>	

자료: 하나금융투자

## 2) 4월 투자 매력도는 KT>LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Pick KT 유지

4월 종목별 투자 매력도는  
KT>LGU+>SKT 순으로 평가,  
1Q 실적 시즌 전후 저평가 논란 커질  
KT를 4월 Top Pick으로 제시

2022년 3월에 이어 4월에도 KT를 월간 Top Pick으로 제시한다. 2021년 DPS가 예상보다 높게 나타났음에도 불구하고 2022년 이익 성장에 대한 확신 부족, 신정부 출범 이후 규제 리스크 부각 우려로 주가 상승 폭이 미미했기 때문이다. 아직은 주주들의 이해도가 높지 않지만 사업지주회사로의 전환 이슈는 향후 KT 주가 상승의 기폭제가 될 전망이다. 3월 주총 이후 투자가들과의 소통이 본격화될 것으로 판단되는데 대규모 조직 변화를 예고할 가능성이 높아 투자가들의 긍정적 반응이 예상된다. 2022년 DPS로 보면 KT의 경우 현재 과도하게 높은 기대배당수익률을 형성하고 있어 확실한 주가 바닥이다. 1분기 실적을 확인하고 신정부 출범 이후 통신 규제 정책이 드러나면서 점진적 주가 상승이 나타날 것으로 판단된다.

LGU+의 경우엔 상대적 배당수익률이 KT보다 낮지만 지속적인 DPS 성장과 더불어 기대배당수익률이 낮아질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 지난해 배당 성향이 35%였고 올해 40%라고 보면 올해 DPS 성장은 최소 20%에 달할 것이며 그렇다고 보면 기대배당수익률이 너무 높은 수준이기 때문이다. 아마도 1분기 실적 시즌 LGU+의 견고한 실적/주가 흐름을 투자가들이 확인할 가능성이 높다. 지난해와 마찬가지로 실적 발표를 계기로 2022년 두 자리 수 영업이익 성장, 높은 DPS 성장 지속, 배당 성향 상향 조정에 따른 저평가 논란이 본격화될 것이라는 판단이다.

SKT는 기대배당수익률로 보면 주가는 분명한 바닥이다. 다만 당분간 배당 성장이 없다는 점은 약점으로 인식될 전망이다. 배당성향이 아직은 부담스러운 수준이며 SK브로드밴드로부터의 배당금 유입은 2024년 이후에나 가능할 것이기 때문이다. 배당 성장이 있는 업체와 없는 업체는 분명히 기대배당수익률이 다르게 형성될 수 있다. 따라서 3사 중 매력도는 가장 떨어진다. 하지만 현 주가 수준에선 매도가 아닌 매수가 훨씬 나은 전략일 수 있다. 당분간은 주도주로 나서긴 어려울 것이나 키 맞추기식 주가 상승은 충분히 기대해볼 수 있는 상황이며 SK스퀘어 보유 주주들의 SKT로의 종목 교체 현상이 지속될 수 있기 때문이다. 단순한 저평가 종목보다 현실적으로 높은 현금 배당을 챙길 수 있는 업체를 투자가들이 선호할 공산이 크기 때문이다.

4월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 KT>LGU+>SKT 순으로 평가하며, 통신 3사에 대한 구체적인 투자 전략을 설명하면 다음과 같다.

표 12. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SKT	매수	80,000원	• 통신부문 실적 개선 중, 당분간 배당금 유지 예상, 높은 기대배당수익률 기록 중
KT	매수	45,000원	• 실질 자산/배당 가치 대비 절대 저평가, 통신부문 영업이익 본격 증가세 돌입, 조직 슬림화 기대
LGU+	매수	20,000원	• 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 2022년 배당성향 상향 확정, 실적대비 과도한 저평가

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

표 13. 4월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(3/25)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	KT	35,000원	31,000~40,000원	7.9	0.5	• 통신부문 이익/기대배당수익률로 볼 때 탄력적 주가 반등 예상
2	LGU+	14,000원	12,000~18,000원	7.6	0.7	• 실적대비 주가 너무 낮고 수급 개선 중, 올해도 높은 배당 증가 전망
3	SKT	57,000원	54,000~70,000원	11.3	1.0	• 당분간 총배당금 증가 어려울 것, 상대 투자 매력도 낮은 편

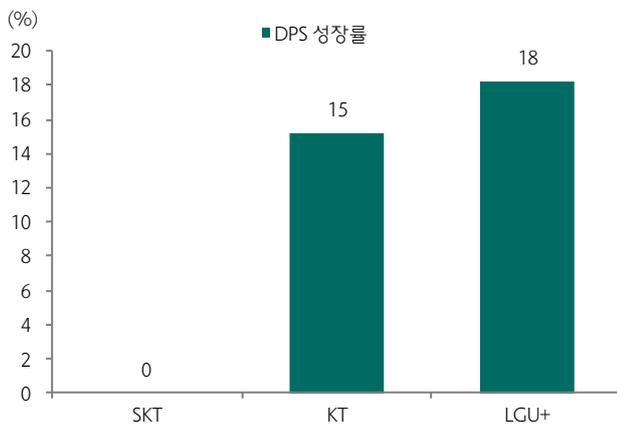
주: 2022년 예상 실적 기준, 단 투자 매력도는 향후 1개월 기준  
 자료: 하나금융투자

표 14. 4월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(4월)	순위(3월)	순위 변화	사유
KT	1	1	-	• 2023년까지 실적 전망 낙관적, DPS 증가에 따른 계단식 주가 상승 전망, 지배구조 개편 기대
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

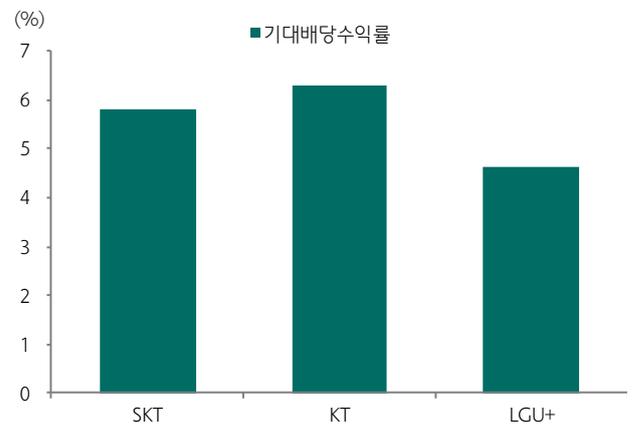
주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준  
 자료: 하나금융투자

그림 57. 2022년 통신 3사 DPS 성장률 전망 비교



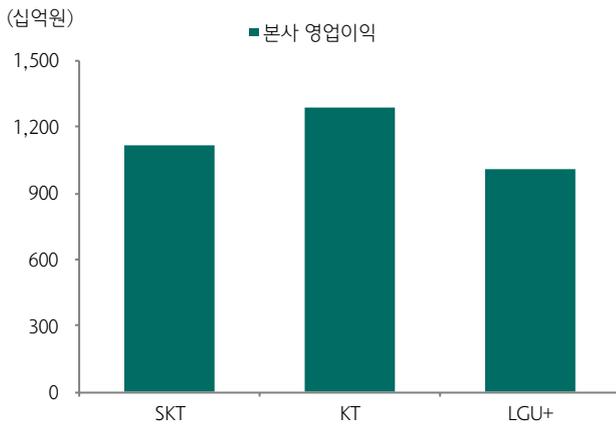
자료: 하나금융투자

그림 58. 통신 3사 기대배당수익률 비교



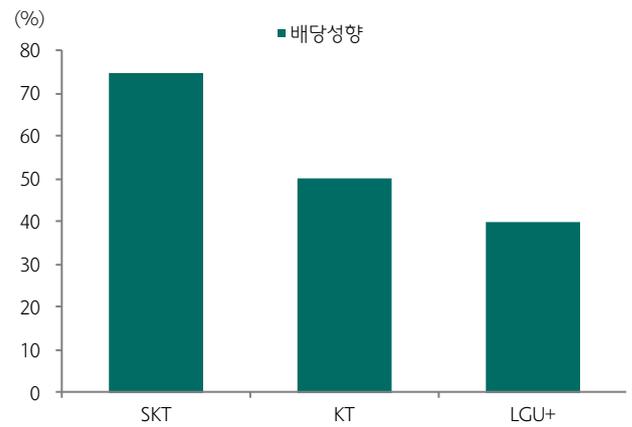
주: 2022년 추정 실적 기준  
 자료: 하나금융투자

그림 59. 국내 통신 3사 본사 영업이익 비교(2022년 추정치 기준)



주: 2022년 추정 실적 기준  
 자료: 하나금융투자

그림 60. 통신 3사 배당 성향 비교



주: 2022년 추정 실적 기준  
 자료: 하나금융투자

## Top Picks

---

SKT (017670)	40
KT (030200)	42
LGU+ (032640)	44

2022년 3월 29일

# SK텔레콤(017670)

## SK스퀘어에서 SKT로 이동 지속될 듯, 저점 매수 지속 추천

### 매수/목표가 8만원 유지, 전략상 매수가 유리할 것

SKT에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 8만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 1분기 실적이 부진할 전망이나 주가에 기반되었다는 판단이고, 2) 높은 배당매력도를 바탕으로 SK스퀘어에서 SKT로의 매수세 이동이 예상되며, 3) 올해도 이동전화 ARPU 성장, 감가상각비 감소를 바탕으로 이익 성장을 지속할 전망이고, 4) 비록 DPS 성장이 어려울 전망이나 기대배당수익률로 보면 역사적 저평가 상황이기 때문이다. 다소 지루한 주가 흐름이 이어지고 있지만 현 시점에서는 점진적 매수로 대응하는 것이 투자 전략상 유리할 것이라 판단이다.

### 1Q 실적 부진 주가에 기반영, 점진적 매수에 돌입해야

SKT는 기업 분할에 따른 주식 상여금 지급 비용을 2021년 4분기에 이어 2022년 1분기에도 각각 750억원을 반영할 예정이다. 이에 따라 2022년 1분기에도 SKT 실적은 부진할 전망이다. 이동전화 매출액 성장이 지속되고 마케팅비용이 전분기비 감소할 것이 사실상 유력하지만 인건비가 증가할 것이기 때문이다. 1분기 연결 영업이익은 전년동반기 14% 감소한 3,207억원이 예상된다. 하지만 이러한 SKT 실적은 이미 투자자들이 인지했을 가능성이 높다. 지난 4분기 인건비 증가가 일시적으로 나타나면서 이번 1분기에도 영향을 줄 것이라 사실이 알려졌고 이러한 이유로 역사적 저평가 상황에서도 최근 3개월간 지지부진한 주가 흐름이 나타났기 때문이다. 현 가격대에선 분할 매수로 비중을 늘려갈 필요가 있어 보인다.

### 막연한 저평가주에서 현금 배당주로의 수급 이동 지속될 것

분할 전 SKT 주주들의 경우 아직도 SKT와 SK스퀘어를 모두 보유한 투자자들이 적지 않다. 이렇다고 보면 아직도 SK스퀘어에서 SKT로의 이동이 좀 더 이어질 공산이 커 보인다. 스타 그플레이션 발생 우려가 큰 현재와 같은 국면에선 더욱 그렇다. SKT와 SK스퀘어는 공통적으로 자산가치대비 절대 저평가된 주식이다. 하지만 면밀히 따져보면 차이가 있다. SK스퀘어의 경우엔 IT/성장주 중심의 주식 부자인 반면 SKT는 현금 창출 능력이 강한 핵심 상업용 부동산 건물주에 가깝다. 막연한 심리적 저평가 주식보다는 당장 주기적으로 현금이 들어올 수 있는 SKT로의 수급 쏠림이 예상된다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 80,000원 | CP(3월25일): 57,000원

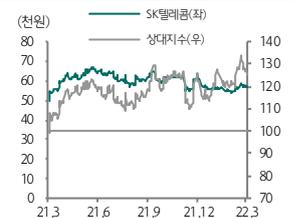
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,729.98		
52주 최고/최저(원)	66,800/50,700		
시가총액(십억원)	12,473.5		
시가총액비중(%)	0.58		
발행주식수(천주)	218,833.1		
60일 평균 거래량(천주)	707.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	40.1		
22년 배당금(예상, 원)	3,300		
22년 배당수익률(예상, %)	5.79		
외국인지분율(%)	45.59		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 11인	30.02		
국민연금공단	9.79		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.8	(7.6)	12.4
상대	3.7	5.8	23.9

#### Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	17,452.8	18,259.6
영업이익(십억원)	1,521.9	1,681.7
순이익(십억원)	1,123.7	1,258.3
EPS(원)	5,023	5,623
BPS(원)	84,312	85,943

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	16,087.7	16,748.6	17,359.4	18,130.2	18,489.4
영업이익	십억원	1,248.6	1,387.2	1,522.5	1,672.7	1,728.1
세전이익	십억원	905.2	1,718.2	1,432.5	1,582.7	1,638.1
순이익	십억원	1,504.4	2,407.5	1,101.1	1,216.7	1,259.3
EPS	원	3,726	6,841	5,032	5,560	5,755
증감율	%	69.29	83.60	(26.44)	10.49	3.51
PER	배	12.78	8.46	11.33	10.25	9.90
PBR	배	0.74	1.09	1.01	0.97	0.93
EV/EBITDA	배	5.49	4.19	3.83	3.62	3.60
ROE	%	6.44	13.63	9.21	9.68	9.62
BPS	원	64,072	53,176	56,557	58,830	61,297
DPS	원	2,000	6,660	3,300	3,300	3,600

(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)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	16,087.7	16,748.6	17,359.4	18,130.2	18,489.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,087.7	16,748.6	17,359.4	18,130.2	18,489.4
판매비	14,839.2	15,361.4	15,836.9	16,457.5	16,761.3
영업이익	1,248.6	1,387.2	1,522.5	1,672.7	1,728.1
금융손익	(182.3)	(160.5)	(90.0)	(90.0)	(90.0)
중속/관계기업손익	52.5	446.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(213.6)	45.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	905.2	1,718.2	1,432.5	1,582.7	1,638.1
법인세	221.3	446.8	329.5	364.0	376.8
계속사업이익	684.0	1,271.4	1,103.0	1,218.7	1,261.4
중단사업이익	816.6	1,147.6	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,500.5	2,419.0	1,103.0	1,218.7	1,261.4
비배주주지분 손이익	(3.8)	11.5	1.9	2.0	2.0
지배주주순이익	1,504.4	2,407.5	1,101.1	1,216.7	1,259.3
지배주주지분포괄이익	1,869.1	3,473.4	1,114.6	1,231.5	1,274.6
NOPAT	943.4	1,026.4	1,172.3	1,288.0	1,330.7
EBITDA	5,418.6	5,501.6	5,692.5	5,982.7	5,999.1
성장성(%)					
매출액증가율	(9.32)	4.11	3.65	4.44	1.98
NOPAT증가율	14.82	8.80	14.21	9.87	3.32
EBITDA증가율	5.64	1.53	3.47	5.10	0.27
영업이익증가율	12.67	11.10	9.75	9.87	3.31
(지배주주)순이익증가율	69.28	60.03	(54.26)	10.50	3.50
EPS증가율	69.29	83.60	(26.44)	10.49	3.51
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	33.68	32.85	32.79	33.00	32.45
영업이익률	7.76	8.28	8.77	9.23	9.35
계속사업이익률	4.25	7.59	6.35	6.72	6.82

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,726	6,841	5,032	5,560	5,755
BPS	64,072	53,176	56,557	58,830	61,297
CFPS	14,260	16,745	26,097	27,245	27,254
EBITDAPS	13,421	15,633	26,013	27,339	27,414
SPS	39,848	47,592	79,327	82,850	84,491
DPS	2,000	6,660	3,300	3,300	3,600
주가지표(배)					
PER	12.78	8.46	11.33	10.25	9.90
PBR	0.74	1.09	1.01	0.97	0.93
PCFR	3.34	3.46	2.18	2.09	2.09
EV/EBITDA	5.49	4.19	3.83	3.62	3.60
PSR	1.19	1.22	0.72	0.69	0.67
재무비율(%)					
ROE	6.44	13.63	9.21	9.68	9.62
ROA	3.23	6.11	3.43	3.63	3.69
ROIC	4.58	5.17	6.27	7.01	7.20
부채비율	96.37	150.60	156.31	153.01	149.89
순부채비율	40.59	77.83	66.96	64.39	62.79
이자보상배율(배)	4.32	4.96	10.27	15.29	18.21

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	8,775.1	6,352.7	8,400.6	8,718.6	8,888.3
금융자산	3,053.2	1,487.3	2,563.3	2,751.7	2,288.9
현금성자산	1,369.7	872.7	1,364.1	1,478.7	1,683.8
매출채권	2,188.9	1,913.5	2,087.1	2,168.9	2,180.2
재고자산	171.4	204.6	231.6	248.5	370.6
기타유동자산	3,361.6	2,747.3	3,518.6	3,549.5	4,048.6
비유동자산	39,131.9	24,558.6	24,853.1	25,109.2	25,619.6
투자자산	16,200.1	4,122.3	4,896.7	5,092.9	5,259.3
금융자산	1,846.0	1,924.9	2,563.5	2,574.7	2,577.0
유형자산	13,377.1	12,871.3	12,301.3	12,241.3	12,420.3
무형자산	7,793.7	5,942.3	6,007.3	6,097.3	6,247.3
기타비유동자산	1,761.0	1,622.7	1,647.8	1,677.7	1,692.7
자산총계	47,907.0	30,911.3	33,253.6	33,827.8	34,507.9
유동부채	8,178.0	6,960.4	8,219.6	8,458.4	8,834.0
금융부채	1,833.8	2,191.8	2,241.5	2,368.5	1,970.1
매입채무	372.9	190.6	377.8	400.1	402.1
기타유동부채	5,971.3	4,578.0	5,600.3	5,689.8	6,461.8
비유동부채	15,332.7	11,615.7	12,060.1	11,999.3	11,864.9
금융부채	11,121.4	8,896.3	9,008.6	8,992.7	8,989.6
기타비유동부채	4,211.3	2,719.4	3,051.5	3,006.6	2,875.3
부채총계	23,510.7	18,576.1	20,279.7	20,457.7	20,698.9
지배주주지분	23,743.9	11,579.3	12,319.3	12,816.6	13,356.5
자본금	44.6	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	2,915.9	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0
자본조정	(2,238.7)	(13,394.7)	(13,394.7)	(13,394.7)	(13,394.7)
기타포괄이익누계액	40.1	735.2	735.2	735.2	735.2
이익잉여금	22,981.9	22,437.3	23,177.3	23,674.6	24,214.5
비지배주주지분	652.3	755.8	654.6	553.5	452.5
자본총계	24,396.2	12,335.1	12,973.9	13,370.1	13,809.0
순금융부채	9,902.0	9,600.8	8,686.7	8,609.5	8,670.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5,821.9	5,031.3	5,836.2	5,530.7	5,556.3
당기순이익	1,500.5	2,419.0	1,103.0	1,218.7	1,261.4
조정	402	318	418	432	428
감가상각비	4,170.0	4,114.4	4,170.0	4,310.0	4,271.0
외환거래손익	3.8	(2.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1,028.4)	(1,948.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(2,743.4)	(1,845.3)	(3,752.0)	(3,878.0)	(3,843.0)
영업활동 자산부채변동	302.5	(568.7)	556.0	(3.2)	19.4
투자활동 현금흐름	(4,250.4)	(3,486.2)	(5,152.2)	(4,743.0)	(4,216.5)
투자자산감소(증가)	(1,798.1)	12,077.8	(774.5)	(196.2)	(166.4)
자본증가(감소)	(3,455.3)	(2,854.4)	(3,600.0)	(4,250.0)	(4,450.0)
기타	1,003.0	(12,709.6)	(777.7)	(296.8)	399.9
재무활동 현금흐름	(1,457.6)	(2,053.6)	(206.4)	(613.5)	(1,125.4)
금융부채증가(감소)	975.3	(1,867.1)	161.9	111.1	(401.5)
자본증가(감소)	0.0	(1,159.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,690.8)	2,001.0	(7.1)	(5.2)	(4.5)
배당지급	(742.1)	(1,028.5)	(361.2)	(719.4)	(719.4)
현금의 증감	98.8	(496.9)	479.3	114.6	205.2
Unlevered CFO	5,757.2	5,892.8	5,710.8	5,962.1	5,964.0
Free Cash Flow	2,264.1	2,115.4	2,236.2	1,280.7	1,106.3

2022년 3월 29일

# KT(030200)

## 정기 주총, 1Q 실적 발표가 주가 상승 트리거 될 전망

### 매수/목표가 45,000원 유지, 매수 시점 한 템포 당겨야

KT 투자 의견 매수, 12개월 목표가 45,000원을 유지하며 3월에 이어 4월에도 통신서비스 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 2022년 1분기에도 시장 기대치에 부합하는 우수한 실적을 기록할 전망이고, 2) 1분기 실적 발표를 기점으로 올해 DPS 2,200원에 대한 투자자들의 신뢰가 높아질 것이며, 3) 기대배당수익률 6.7%, PER 7배, PBR 0.5배, 부동산 공정평가액 감안한 실질 PBR 0.3배로 과도한 저평가 상황이고, 4) 3/31일 정기 주총 이후 지배구조개편 기대감 확산이 예상되기 때문이다. 곧 주총 시점과 더불어 1분기 프리뷰 시점이 다가오는 점에서 매수를 서두를 필요가 있다는 판단이다.

### 3/31일 정기 주총 이후 지배구조 개편 기대감 커질 것

KT 사업지주회사로의 전환 가능성이 아마도 정기 주총 이후 불거질 전망이다. 투자자들의 관심이 높아지면서 지주사 전환 가능성에 대한 질의가 이어질 가능성이 높고 처음으로 KT의 공식 답변이 예상되기 때문이다. 단순한 물적분할로 폼파하는 투자자들이 적지 않지만 지배구조개편은 수년 전부터 KT가 검토해온 상황이고 국내 규제 환경 및 방대한 KT 조직을 감안하면 향후 규제 회피 및 조직 슬림화를 기대할 수 있는 모안이다. 핵심사업 위주로의 사업구조 개편, 수익성 향상도 기대된다. KT의 본원적 약점을 제거할 수 있어 장기적으로 큰 호재가 될 것이라 판단이다.

### 1Q 실적 발표 이후 DPS 컨센서스 2,200원으로 형성될 전망

KT는 이번 1분기에도 시장 기대치를 상회하고 전년동기비 두 자리수 영업이익이 성장한 우수한 실적을 기록할 전망이다. 매출액 성장이 지속되는 가운데 마케팅비용이 예상보다 적게 집행되었으며 감가상각비 역시 주파수관련비용 감소를 기반으로 하향 안정세가 지속될 것이기 때문이다. 그런데 이번 1분기 실적 발표는 전년 대비 15% 증가한 올해 2,200원 DPS 지급에 대한 신뢰를 높여줄 것이라 관심을 높일 필요가 있다. 1분기 추세를 감안 시 올해 높은 이익 성장 및 DPS 성장을 투자자들이 인정할 것이기 때문이다. 과도하게 높은 기대배당수익률이 오래 지속되긴 어려워 보인다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 45,000원 | CP(3월25일): 35,000원

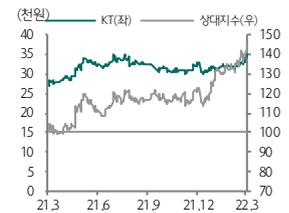
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,729.98		
52주 최고/최저(원)	35,000/27,600		
시가총액(십억원)	9,138.9		
시가총액비중(%)	0.43		
발행주식수(천주)	261,111.8		
60일 평균 거래량(천주)	1,177.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	37.3		
22년 배당금(예상, 원)	2,200		
22년 배당수익률(예상, %)	6.65		
외국인지분율(%)	40.57		
주요주주 지분율(%)			
국민연금공단	12.49		
신한은행 외 2인	5.48		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.4	7.9	25.7
상대	8.3	23.5	38.5

#### Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	25,748.3	26,485.0
영업이익(십억원)	1,659.3	1,783.6
순이익(십억원)	1,245.2	1,363.1
EPS(원)	4,376	4,806
BPS(원)	65,981	69,194

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	23,916.7	24,898.0	25,051.0	25,625.7	25,981.6
영업이익	십억원	1,184.1	1,671.8	1,665.8	1,794.0	1,862.0
세전이익	십억원	975.1	1,978.4	1,597.4	1,755.1	1,835.0
순이익	십억원	658.0	1,356.9	1,153.4	1,266.5	1,304.4
EPS	원	2,520	5,197	4,417	4,850	4,996
증감율	%	6.87	106.23	(15.01)	9.80	3.01
PER	배	9.52	5.89	7.92	7.22	7.01
PBR	배	0.42	0.50	0.55	0.52	0.50
EV/EBITDA	배	2.38	2.69	2.91	2.89	2.65
ROE	%	4.76	9.36	7.53	7.89	7.77
BPS	원	57,039	61,224	63,917	66,780	69,608
DPS	원	1,350	1,910	2,200	2,400	2,600



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

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

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	23,916.7	24,898.0	25,051.0	25,625.7	25,981.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	23,916.7	24,898.0	25,051.0	25,625.7	25,981.6
판매비	22,732.6	23,226.2	23,385.2	23,831.7	24,119.7
영업이익	1,184.1	1,671.8	1,665.8	1,794.0	1,862.0
금융손익	(8.8)	163.0	(216.4)	(189.4)	(172.0)
중속/관계기업손익	18.0	116.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(218.3)	27.6	148.0	150.5	145.0
세전이익	975.1	1,978.4	1,597.4	1,755.1	1,835.0
법인세	271.7	519.0	351.4	386.1	422.0
계속사업이익	703.4	1,459.4	1,245.9	1,369.0	1,412.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	703.4	1,459.4	1,245.9	1,369.0	1,412.9
비배주주지분 손익	45.4	102.5	92.5	102.5	108.5
지배주주순이익	658.0	1,356.9	1,153.4	1,266.5	1,304.4
지배주주지분포괄이익	684.2	1,510.4	1,188.4	1,305.8	1,347.7
NOPAT	854.2	1,233.2	1,299.3	1,399.4	1,433.7
EBITDA	4,851.7	5,319.2	5,360.8	5,511.1	5,585.6
성장성(%)					
매출액증가율	(1.75)	4.10	0.61	2.29	1.39
NOPAT증가율	7.99	44.37	5.36	7.70	2.45
EBITDA증가율	0.63	9.64	0.78	2.80	1.35
영업이익증가율	2.11	41.19	(0.36)	7.70	3.79
(지배주주)순이익증가율	6.85	106.22	(15.00)	9.81	2.99
EPS증가율	6.87	106.23	(15.01)	9.80	3.01
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	20.29	21.36	21.40	21.51	21.50
영업이익률	4.95	6.71	6.65	7.00	7.17
계속사업이익률	2.94	5.86	4.97	5.34	5.44

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	11,154.2	11,858.4	11,152.4	10,921.5	12,176.8
금융자산	3,837.5	4,205.3	3,632.9	3,354.1	4,560.0
현금성자산	2,634.6	3,019.6	2,514.2	2,251.7	3,453.9
매출채권	3,056.1	2,982.9	2,847.2	2,894.9	2,933.9
재고자산	534.6	514.1	531.6	551.8	546.3
기타유동자산	3,726.0	4,156.1	4,140.7	4,120.7	4,136.6
비유동자산	22,508.4	25,301.0	25,882.5	25,691.4	25,356.7
투자자산	1,102.2	2,110.8	1,897.4	1,913.4	1,931.3
금융자산	544.3	822.4	651.3	646.3	647.2
유형자산	14,206.1	14,464.9	15,120.8	14,826.7	14,593.6
무형자산	2,161.3	3,447.3	3,556.4	3,643.4	3,523.9
기타비유동자산	5,038.8	5,278.0	5,307.9	5,307.9	5,307.9
자산총계	33,662.5	37,159.3	37,034.9	36,613.0	37,533.5
유동부채	9,192.5	10,072.4	9,989.3	9,906.5	10,062.8
금융부채	1,420.6	1,804.2	1,847.4	1,884.3	1,929.0
매입채무	1,239.7	1,537.1	1,376.7	1,399.8	1,418.6
기타유동부채	6,532.2	6,731.1	6,765.2	6,622.4	6,715.2
비유동부채	8,918.6	10,519.7	9,777.9	8,683.6	8,695.9
금융부채	6,158.9	7,131.1	7,171.1	7,171.1	7,171.1
기타비유동부채	2,759.7	3,388.6	2,606.8	1,512.5	1,524.8
부채총계	18,111.1	20,592.2	19,767.2	18,590.1	18,758.8
지배주주지분	14,011.4	14,976.6	15,679.6	16,427.3	17,165.8
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3
자본조정	(1,234.8)	(1,433.1)	(1,433.1)	(1,433.1)	(1,433.1)
기타포괄이익누계액	86.1	117.5	117.5	117.5	117.5
이익잉여금	12,155.4	13,287.4	13,990.4	14,738.2	15,476.6
비배주주지분	1,540.0	1,590.6	1,588.1	1,595.5	1,609.0
자본총계	15,551.4	16,567.2	17,267.7	18,022.8	18,774.8
순금융부채	3,742.0	4,730.1	5,385.7	5,701.3	4,540.1

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,520	5,197	4,417	4,850	4,996
BPS	57,039	61,224	63,917	66,780	69,608
CFPS	20,473	22,205	21,098	21,683	21,947
EBITDAPS	18,581	20,371	20,531	21,106	21,392
SPS	91,596	95,354	95,940	98,141	99,504
DPS	1,350	1,910	2,200	2,400	2,600
주가지표(배)					
PER	9.52	5.89	7.92	7.22	7.01
PBR	0.42	0.50	0.55	0.52	0.50
PCFR	1.17	1.38	1.66	1.61	1.59
EV/EBITDA	2.38	2.69	2.91	2.89	2.65
PSR	0.26	0.32	0.36	0.36	0.35
재무비율(%)					
ROE	4.76	9.36	7.53	7.89	7.77
ROA	1.93	3.83	3.11	3.44	3.52
ROIC	4.81	6.64	6.57	6.95	7.21
부채비율	116.46	124.30	114.48	103.15	99.91
순부채비율	24.06	28.55	31.19	31.63	24.18
이자보상배율(배)	4.49	6.35	5.26	6.20	6.85

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	4,739.8	5,561.8	4,191.3	3,848.8	5,231.3
당기순이익	703.4	1,459.4	1,245.9	1,369.0	1,412.9
조정	464	407	370	372	372
감가상각비	3,667.6	3,647.4	3,695.0	3,717.1	3,723.7
외환거래손익	(138.0)	180.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(17.9)	(102.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,047.7)	(3,318.7)	(3,325.0)	(3,345.1)	(3,351.7)
영업활동 자산부채변동	(600.4)	31.7	(749.7)	(1,237.3)	94.7
투자활동 현금흐름	(3,761.5)	(5,137.5)	(4,364.2)	(3,617.0)	(3,487.7)
투자자산감소(증가)	(12.9)	(1,008.6)	213.4	(16.0)	(17.9)
자본증가(감소)	(3,157.7)	(3,320.6)	(3,710.0)	(2,760.0)	(2,821.0)
기타	(590.9)	(808.3)	(867.6)	(841.0)	(648.8)
재무활동 현금흐름	(647.6)	(41.3)	(367.2)	(481.9)	(521.3)
금융부채증가(감소)	130.5	1,355.9	83.2	36.9	44.6
자본증가(감소)	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(466.3)	(1,046.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(310.6)	(350.3)	(450.4)	(518.8)	(565.9)
현금의 증감	328.7	385.0	(506.2)	(262.5)	1,202.2
Unlevered CFO	5,345.7	5,798.0	5,508.8	5,661.6	5,730.6
Free Cash Flow	1,532.3	2,066.8	481.3	1,088.8	2,410.3

2022년 3월 29일

# LGU+(032640)

## 올해도 1Q 실적 시즌이 주가 상승의 시발점이 될 듯

### 매수/12개월 TP 20,000원 유지, 매수하기엔 좋은 기회 판단

LGU+에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 2만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 비용 절제로 인해 2022년 1분기에도 높은 이익 성장을 지속할 전망이고, 2) 지난해와 마찬가지로 1분기 실적 발표는 올해 이익성장 및 DPS 성장을 가능하게 하는 결정적 계기가 될 가능성이 높으며, 3) PER, PBR 뿐만 아니라 기대배당수익률로 봐도 역사적 저평가 상황이기 때문이다. 이익 성장 및 DPS 증가에 대한 확신이 크지 않은 본격적인 어닝 시즌 돌입 직전인 현 시점이 LGU+를 가장 싸게 매수할 수 있는 적기로 평가된다.

### 1분기 실적 발표 이후 올해 이익/DPS 신뢰 커질 것

2022년 1분기 LGU+ 실적은 우수할 전망이다. 의미 있는 매출액 성장이 이어지는 가운데 영업비용이 하향 안정화 추세를 나타낼 것이기 때문이다. 1분기 5G 순증 가입자수가 당초 예상치를 밑돌 것으로 보이지만 마케팅비용 측면에서는 비용 감축 효과가 클 전망이고 감가상각비 하향 안정화 기초가 지속될 것으로 보여 긍정적인 실적 전망을 하게 한다. 1분기 실적 발표 전후 2022년 이익 성장 기대감 및 높은 DPS 상승에 대한 투자자들의 확신이 커질 것 이란 판단이다.

### 공교롭게도 2021년과 비슷한 주가 패턴 나타날 전망

2021년에도 LGU+는 1분기 실적 발표를 기점으로 주가가 상승하는 모습을 보였다. 올해도 비슷한 양상이 예상된다. 1분기에 매출액/영업비용 모두 양호한 흐름을 기록할 것이고 이에 따라 다소 부진했던 2021년 4분기 실적 우려를 잠재우며 다시 이익 성장/DPS 상승 기대감이 높아질 것이기 때문이다. 올해는 배당 성향이 지난해 35%에서 40%로 상향 조정되었기 때문에 더 큰 기대를 갖게 한다. 지난해와 동일한 주가 패턴이 나타날 가능성이 높음을 감안할 때 1분기 실적 시즌 도래 전 LGU+ 매수에 나설 필요가 있겠다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 20,000원 | CP(3월25일): 14,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,729.98
52주 최고/최저(원)	15,900/12,100
시가총액(십억원)	6,112.6
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	963.4
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0
22년 배당금(예상, 원)	650
22년 배당수익률(예상, %)	4.64
외국인지분율(%)	36.88
주요주주 지분율(%)	
LG 외 3인	37.67
국민연금공단	9.36
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.5 (5.4) 15.7
상대	4.4 8.3 27.5

#### Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	14,467.5	15,111.2
영업이익(십억원)	1,080.7	1,202.5
순이익(십억원)	784.1	883.5
EPS(원)	1,768	1,999
BPS(원)	19,311	20,613

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	13,417.6	13,851.1	14,482.4	15,108.7	15,482.5
영업이익	십억원	886.2	979.0	1,074.4	1,147.3	1,204.0
세전이익	십억원	373.3	905.2	1,005.7	1,096.1	1,163.3
순이익	십억원	466.8	712.3	804.7	876.9	930.7
EPS	원	1,069	1,632	1,843	2,008	2,132
증감율	%	6.37	52.67	12.93	8.95	6.18
PER	배	10.99	8.33	7.60	6.97	6.57
PBR	배	0.70	0.76	0.73	0.69	0.64
EV/EBITDA	배	3.51	3.62	3.51	3.22	3.17
ROE	%	6.46	9.47	10.13	10.29	10.21
BPS	원	16,891	17,803	19,056	20,424	21,768
DPS	원	450	550	650	750	850



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

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

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	13,417.6	13,851.1	14,482.4	15,108.7	15,482.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	13,417.6	13,851.1	14,482.4	15,108.7	15,482.5
판매비	12,531.5	12,872.1	13,407.9	13,961.4	14,278.5
영업이익	886.2	979.0	1,074.4	1,147.3	1,204.0
금융손익	(94.5)	(96.6)	(65.8)	(51.7)	(42.9)
종속/관계기업손익	0.6	2.3	0.0	0.0	0.2
기타영업외손익	(418.9)	20.5	(3.0)	0.5	2.0
세전이익	373.3	905.2	1,005.7	1,096.1	1,163.3
법인세	120.8	181.0	201.1	219.2	232.7
계속사업이익	252.6	724.2	804.7	876.9	930.7
중단사업이익	225.5	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	478.1	724.2	804.7	876.9	930.7
비배주주지분 손이익	11.3	11.9	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	466.8	712.3	804.7	876.9	930.7
지배주주지분포괄이익	468.6	681.9	750.3	817.7	867.8
NOPAT	599.5	783.3	859.6	917.8	963.2
EBITDA	3,256.6	3,420.2	3,497.9	3,667.2	3,794.0
성장성(%)					
매출액증가율	8.36	3.23	4.56	4.32	2.47
NOPAT증가율	13.71	30.66	9.74	6.77	4.95
EBITDA증가율	18.26	5.02	2.27	4.84	3.46
영업이익증가율	29.15	10.47	9.74	6.79	4.94
(지배주주)순이익증가율	6.36	52.59	12.97	8.97	6.14
EPS증가율	6.37	52.67	12.93	8.95	6.18
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	24.27	24.69	24.15	24.27	24.51
영업이익률	6.60	7.07	7.42	7.59	7.78
계속사업이익률	1.88	5.23	5.56	5.80	6.01

투자지표

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,069	1,632	1,843	2,008	2,132
BPS	16,891	17,803	19,056	20,424	21,768
CFPS	12,117	13,182	8,006	8,401	8,695
EBITDAPS	7,459	7,833	8,012	8,399	8,690
SPS	30,731	31,724	33,170	34,604	35,460
DPS	450	550	650	750	850
주가지표(배)					
PER	10.99	8.33	7.60	6.97	6.57
PBR	0.70	0.76	0.73	0.69	0.64
PCFR	0.97	1.03	1.75	1.67	1.61
EV/EBITDA	3.51	3.62	3.51	3.22	3.17
PSR	0.38	0.43	0.42	0.40	0.39
재무비율(%)					
ROE	6.46	9.47	10.13	10.29	10.21
ROA	2.57	3.78	4.06	4.24	4.36
ROIC	4.81	5.89	6.28	6.74	6.32
부채비율	139.83	143.39	138.84	132.46	124.05
순부채비율	78.90	77.52	69.25	59.80	58.57
이자보상배율(배)	5.94	6.39	16.18	22.11	14.49

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,950.9	5,164.4	5,771.1	6,387.3	6,152.5
금융자산	816.9	892.3	1,197.3	1,646.1	1,331.6
현금성자산	726.2	770.3	1,072.5	1,516.2	1,199.6
매출채권	1,855.7	1,763.3	1,981.1	2,051.0	2,084.3
재고자산	284.1	241.4	290.9	296.0	303.6
기타유동자산	1,994.2	2,267.4	2,301.8	2,394.2	2,433.0
비유동자산	13,399.3	14,206.1	14,515.4	14,718.9	15,479.3
투자자산	130.9	161.0	162.8	166.1	167.5
금융자산	75.6	104.6	105.1	106.1	106.5
유형자산	9,949.8	10,196.1	10,379.1	10,436.2	10,913.2
무형자산	1,540.7	2,303.4	2,452.9	2,595.9	2,877.9
기타비유동자산	1,777.9	1,545.6	1,520.6	1,520.7	1,520.7
자산총계	18,350.2	19,370.5	20,286.6	21,106.2	21,631.8
유동부채	4,328.3	5,073.7	5,751.0	5,899.1	6,390.5
금융부채	1,318.0	1,997.6	2,014.8	2,011.1	2,001.9
매입채무	73.8	333.6	263.8	296.6	3,077.2
기타유동부채	2,936.5	2,742.5	3,472.4	3,591.4	1,311.4
비유동부채	6,370.6	6,338.3	6,041.9	6,127.5	5,586.5
금융부채	5,535.6	5,064.3	5,064.3	5,064.3	4,984.3
기타비유동부채	835.0	1,274.0	977.6	1,063.2	602.2
부채총계	10,699.0	11,412.0	11,792.9	12,026.6	11,977.0
지배주주지분	7,374.8	7,673.2	8,219.9	8,817.4	9,404.2
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	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
기타포괄이익누계액	(4.6)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
이익잉여금	3,968.6	4,364.1	4,910.8	5,508.3	6,095.1
비지배주주지분	276.4	285.4	273.8	262.2	250.6
자본총계	7,651.2	7,958.6	8,493.7	9,079.6	9,654.8
순금융부채	6,036.7	6,169.6	5,881.7	5,429.2	5,654.6

현금흐름표

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	2,548.6	3,404.5	3,532.3	3,511.0	693.2
당기순이익	478.1	724.2	804.7	876.9	930.7
조정	464	469	242	252	255
감가상각비	2,370.5	2,441.1	2,423.5	2,519.9	2,590.0
외환거래손익	1.6	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(314.5)	0.8	0.0	0.0	0.0
기타	(1,593.6)	(1,972.8)	(2,181.5)	(2,267.9)	(2,335.0)
영업활동 자산부채변동	(2,569.9)	(2,013.8)	304.1	114.2	(2,787.5)
투자활동 현금흐름	(2,615.6)	(2,944.8)	(2,747.3)	(2,740.0)	(3,324.1)
투자자산감소(증가)	(15.9)	(27.8)	(1.8)	(3.3)	(1.4)
자본증가(감소)	(2,686.1)	(2,237.8)	(2,300.0)	(2,250.0)	(2,700.0)
기타	86.4	(679.2)	(445.5)	(486.7)	(622.7)
재무활동 현금흐름	157.2	(416.5)	(240.7)	(283.1)	(433.0)
금융부채증가(감소)	1,081.1	208.2	17.2	(3.7)	(89.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(746.4)	(338.2)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(177.5)	(286.5)	(257.9)	(279.4)	(343.9)
현금의 증감	88.9	44.1	453.3	443.7	(316.6)
Unlevered CFO	5,290.6	5,755.6	3,495.7	3,667.9	3,796.4
Free Cash Flow	(154.9)	1,153.3	1,232.3	1,261.0	(2,006.8)

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

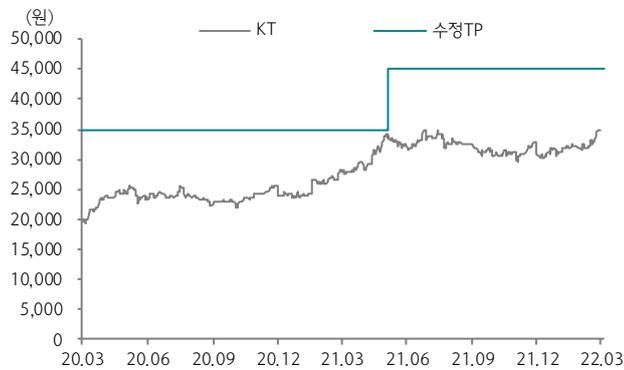
SK텔레콤



날짜	투자이견	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%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

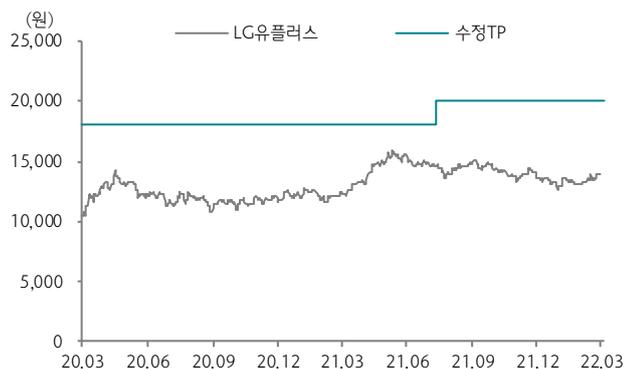
KT



날짜	투자이견	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%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG유플러스



날짜	투자이견	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%

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	95.49%	4.51%	0.00%	100%

\* 기준일: 2022년 03월 28일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 3월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2022년 3월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 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.