



2021년 3월 24일 | Equity Research



통신서비스 4월 투자 전략

ARPU 상승 흐름인데 기대 배당수익률 높다는 점에 주목

- | 4월 투자 매력도 '매우 높음' 유지, ARPU가 주가 올릴 것
- | Top Pick은 LGU+로 유지, 단기로는 KT가 가장 매력적
- | 통신 3사 1분기 마케팅비용 합계 YoY 6% 증가에 그칠 전망

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 330,000원 | CP(3월22일) 256,000원
KT(030200) | BUY | TP 35,000원 | CP(3월22일) 26,500원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 18,000원 | CP(3월22일) 12,050원



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com



CONTENTS

1. 4월 통신서비스 업종 투자 매력도 ‘매우 높음’으로 유지	3
1) 통신서비스 업종 투자의견 비중확대로 유지	3
2) 4월 매력도 ‘매우 높음’, ARPU 상승 시기에 기대배당수익률 높다는 점에 주목	3
3) 3월에도 통신업종 수익률 시장수익률을 상회	23
4) 글로벌 투자가들의 통신주에 대한 관심 높아질 전망, 점진적 비중 늘려야	24
2. 12개월 Top Pick LGU+, 4월 투자매력도 KT=LGU+>SKT	26
1) 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지	26
2) 4월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Picks는 KT/LGU+	27
3) KT 실적 향상 기대감에 절대 저평가 인식 겹치며 어닝 시즌 주가 강세 전망	28
4) LGU+ 1분기 실적 시즌 주가 급반등 가능성 존재	30
5) SKT는 인적분할 여부 결정될 5월 초까진 관망할 것을 추천	32
3. 경쟁환경 – 통신사 경쟁 환경 변화 기조에 주목해야	34
1) 5G 순증 가입자 급증에도 보조금 대란은 없는 양상	34
2) 1분기 마케팅비용 전년동기비 6% 증가한 2.1조원에 그칠 전망	37

2020년 3월 24일 | Equity Research

통신서비스 4월 투자 전략

ARPU 상승 흐름인데 기대 배당수익률 높다는 점에 주목

4월 투자 매력도 '매우 높음' 유지, ARPU가 주가 올릴 것

통신서비스 업종 4월 투자매력도를 '매우 높음'으로 유지한다. 이러한 평가를 하는 이유는 1) 금년 1분기부터 5G 가입자 순증 폭 확대에 이동전화 ARPU 상승이 본격화될 것인데 과거 경험상 통신주가 오를 가능성이 높고, 2) 통신사 이익 및 DPS 상승 추세가 본격화될 것인데도 불구하고 기대배당수익률이 높게 형성되어 있으며, 3) 5G에 대해 부정적인 시각을 가진 투자자들이 적지 않으나 하반기 이후 진짜 5G가 유풀을 나타내면서 IoT로의 진화 로드맵을 제시할 전망이고, 4) 위성통신 등을 IoT 서비스의 새로운 방향으로 제시하는 투자자들이 있지만 사실상 5G에 대적할만한 차세대 네트워크 서비스는 존재하지 않으며, 5) 최근 미국/일본 통신주들이 매출 성장에 대한 기대감으로 바닥에서 탈피하는 모습을 나타내고 있어 수급상 국내 통신 3사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다.

Top Pick은 LGU+로 유지, 단기로는 KT가 가장 매력적

12개월 통신서비스 업종 Top Pick을 LGU+로 유지하며, 단기적으로는 3월에 이어 4월에도 LGU+와 더불어 KT를 월간 Top Picks로 제시한다. 4월 통신서비스 업종 내 종목별 투자 매력도는 KT=LGU+>SKT 순으로 평가한다. KT는 과거 배당수익률 밴드를 감안할 때 단기 주가 반등이 이어질 것으로 판단되고 이번 1분기부터 의미 있는 이동전화 ARPU 및 영업이익 성장을 기록할 것으로 보여 투자 유망하다고 평가한다. LGU+는 화웨이 우려로 수급이 부진한 상황이지만 1분기 실적 시즌에 진입하면서 재차 어닝 서프라이즈 기대감이 높아질 것으로 보여 어닝 시즌 투자 유망하다고 판단한다. 반면 SKT는 5월 초 인적분할 여부가 결정되기 전까지는 보수적인 투자 자세를 견지할 것을 권한다.

통신 3사 1분기 마케팅비용 합계 YoY 6% 증가에 그칠 전망

최근 5G 가입자 순증 폭이 커지면서 금년도 1분기 어닝 시즌에 통신사 마케팅비용이 급증하지 않을까 하는 우려를 표하는 투자자들이 적지 않다. 하지만 현실적으로 통신사 마케팅비용이 급증할 가능성은 낮다. 업체별로 전년동기비 2~9% 수준의 마케팅비용 증가가 예상되며 3사 합산 기준으로는 전년동기비 6% 증가한 21,203억원에 그칠 전망이다. 1) 단말기 교체 가입자 중 5G 가입자 비중이 크게 늘어날 뿐이지 단말기 판매량이 크게 증가한 것은 아니고, 2) 인당보조금이 증가한 것은 사실이나 과거와 같이 통신사들이 대형 유통상에 대규모 리베이트 살포를 통한 가입자 유치 경쟁을 펼치는 것이 아니며, 3) 2020년 가입자유치비용 감소로 IFRS 15 효과를 감안할 때 2021년 3분기까지 자산화 마케팅비용이 급증하기 어렵기 때문이다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월22일)
SK텔레콤(017670)	BUY	330,000원	256,000원
KT(030200)	BUY	35,000원	26,500원
LG유플러스(032640)	BUY	18,000원	12,050원

Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	54,465	55,959	57,534	59,922	62,444
영업이익	십억원	2,954	3,420	3,911	4,465	4,959
세전이익	십억원	2,711	3,225	4,930	5,562	6,008
순이익	십억원	1,943	2,629	3,742	4,228	4,568
EPS	원	2,753	3,725	5,302	5,990	6,472
증감률	%	(54.8)	35.3	42.3	13.0	8.0
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	1.0
ROE	%	4.4	5.8	7.9	8.4	8.6
BPS	원	65,482	68,201	71,650	75,590	79,915
DPS	원	1,631	1,742	2,062	2,157	2,151

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,
2022년까지 장기 이익 성장
예상되는 데다가 규제 환경 양호하며
진짜 5G로의 진화가 본격화되면서
Multiple 확장 국면이 나타날 것으로
예상되기 때문

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지한다. 그 이유는 1) 인당 트래픽 증가, 네트워크 기반 디바이스의 확산, IoT/차세대 미디어로의 진화에 따른 통신서비스 매출액 성장이 지속될 전망이고, 2) 정부의 마케팅 규제 정책, 통신사 마케팅 전략 변화 기조를 감안 시 구조적으로 통신사 매출액 대비 마케팅비용 비중의 하향 안정세가 지속될 것으로 예상되며, 3) 주파수 할당 가격 인하, 장기간에 걸친 5G 투자 계획을 감안 시 장기적으로도 매출액 성장률 대비 감가상각비 증가 부담이 크지 않을 전망이고, 4) 5G가 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되면서 전세계 각국간 패권 경쟁이 심화되고 요금 규제가 완화되고 있다는 점을 감안할 때 통신산업 규제 환경을 걱정할 상황이 아니며, 5) 5G가 IoT로 연결되는 진짜 5G로 곧 진화할 예정이어서 통신산업 장기 이익성장 기대감 상승과 더불어 Multiple 할증 국면 연출이 예상되기 때문이다.

표 1. 통신서비스 업종 투자의견

구분	투자의견 (4월)	투자의견 (3월)	등급 변화	사유
통신 업종	비중 확대	비중 확대	-	- 트래픽 증가/디바이스 확장, 통신사 매출 성장 추세 지속 전망 - 규제 감안 시 매출액 대비 마케팅비용 하향 추세 지속될 전망 5G 매출액 성장 감안 시 감가비 증가 부담 크지 않은 상황 - 전세계 각국 4차 산업 육성 경쟁 심화로 규제 환경 양호 - 진짜 5G로 곧 진화, IoT로 연결되면서 Multiple 할증 예상

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

2) 4월 매력도 ‘매우 높음’, ARPU 상승 시기에 기대배당수익률 높다는 점에 주목

4월 통신서비스 투자 매력도를
‘매우 높음’으로 유지,
ARPU/이익 증가 유력한 상황인데
기대배당수익률 과도하게 높기 때문

4월 통신서비스 업종 투자 매력도는 ‘매우 높음’으로 제시한다. 특히 단기 투자 매력도가 높다고 판단한다. 5G 가입자 추이로 볼 때 올해 이동전화 ARPU 상승 및 높은 영업이익의 성장이 모두 유력한 상황인데도 불구하고 기대배당수익률이 높게 형성되어 있기 때문이다. 과거 보기 드문 현상인데 현재 주식 시장에서 통신사 실적 회복 및 배당금 증가에 대한 투자가들의 믿음이 낮음과 동시에 통신주가 지나치게 소외되고 있음을 방증하는 것이다. 결국 국내 통신사 실적 개선이 본격화되는 동시에 배당 증가 기대감이 높아지고 글로벌 통신사들의 주가 상승이 나타나면서 현재의 과도한 통신사 주가 왜곡 현상이 정상화될 것이란 판단이다.

표 2. 통신서비스 업종 투자 매력도

구분	투자 매력도 (4월)	투자 매력도 (3월)	매력도 변화	사유
통신 업종	5	5	-	- 이동전화 ARPU 상승 본격화, 경험상 통신주 오를 것 - DPS 상승 추세 본격화, 과거 사례 감안 시 통신주 상승 전망 - 이익 흐름 감안 시 통신주 기대배당수익률 과도하게 높은 상황 - 진짜 5G 도입 임박, 통신사 5G 기대감 높아질 전망 - 위성통신이 5G에 위협 요인이 될 가능성은 희박한 상황 - 통신사 실적 전망 및 규제 상황 양호, Multiple 확장 예상 - 미국 통신주 상승 전환, 국내 통신주도 5G 기대로 주가 오를 것 - 분리공시제 도입 사실상 확정, 통신사 주가 상승 기대감 커질 듯 - 비용 증가 우려 사실상 해소, 매출 증가 확인하며 통신주 오를 것

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

자료: 하나금융투자

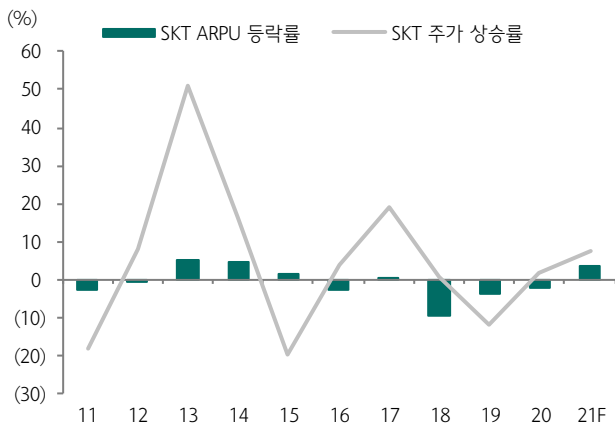
(1) 2021년 통신 3사 이동전화
ARPU 상승률 3%대 기록할 전망,
과거 ARPU와 통신사 주가 상관
관계를 고려 시 올해 통신사
높은 주가 상승 가능성
높다는 판단

(1) 2021년부터 통신사 이동전화 ARPU 상승이 본격화될 전망이다. 과거 경험상 통신주가
의미 있는 상승을 기록할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

과거 20년간 통신사 주가와 이동전화 ARPU 등락 사이엔 뚜렷한 연관성을 나타냈다. 이동
전화 ARPU가 상승하면 주가가 오르고 ARPU가 하락하면 주가가 내리거나 지지부진한 양
상을 보였다. 이는 국내 통신 3사에만 한정된 것이 아니라 미국/일본 통신사들도 비슷한 흐
름이었다. 영업이익보다도 이동전화 ARPU에 철저히 연동하는 모습이었는데 가장 큰 이유
는 이동전화매출액이 증가하면 결국 이익이 증가한다는 투자자들의 신뢰가 높기 때문이었
다. 영업비용은 통신사 경영진이 컨트롤 할 수 있는 변수인 반면 이동전화 ARPU는 쉽게 올
릴 수 있는 환경이 조성되지 않기 때문이다. 이러한 이유로 새로운 네트워크를 선보이면 투
자가들이 통신주에 거는 기대가 높아지기도 한다.

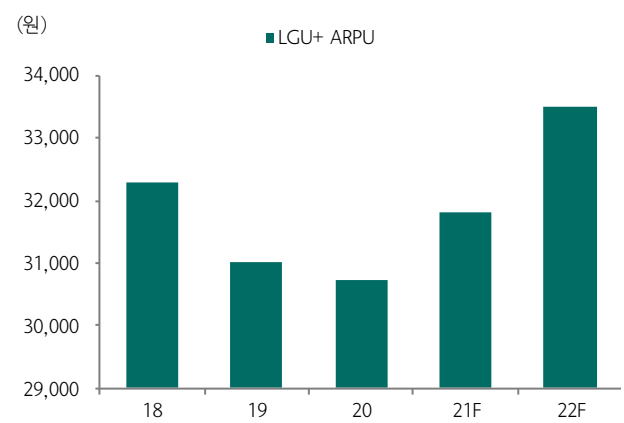
이러한 잣대로 보면 금년엔 통신주 상승 가능성이 높다. 2019년 평균 3%에 달하는 이동전
화 ARPU 하락을 나타냈던 국내 통신 3사는 2020년 1%대로 ARPU 하락 폭을 줄였으며
2021년엔 통신 3사 평균 3% ARPU 성장이 예상된다. 5G 가입자 질 저하로 5G 가입자들
의 평균 ARPU가 현재 5만원 수준에서 4.6만원 수준으로 8% 하락할 것임을 가정해도 그렇
다. 5G 보급률이 2020년 말 17%에서 2021년 말 37%로 크게 확산될 것이기 때문이다.

그림 1. SKT 이동전화 ARPU 등락률 및 주가 상승률



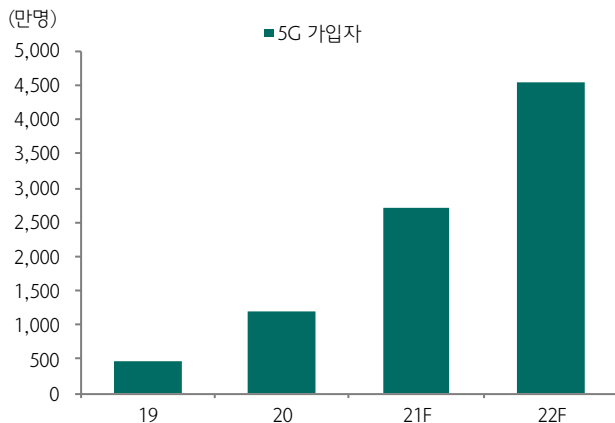
자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. LGU+ 연간 이동전화 ARPU 전망



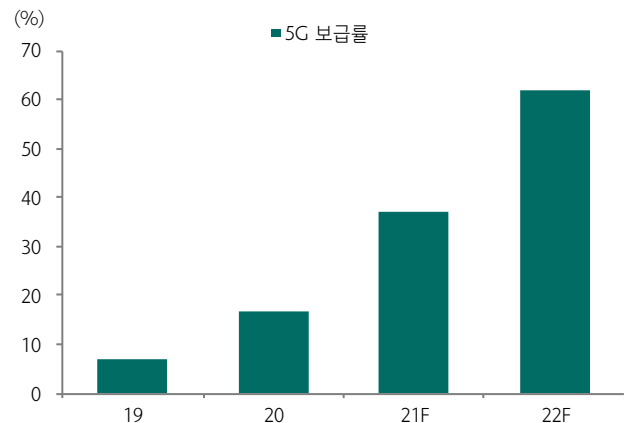
자료: SKT, 하나금융투자

그림 3. 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 가입자 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 통신 3사 합계 기준 분기별 5G 보급률 전망



자료: 각사, 하나금융투자

올해 5G 가입자 순증
1,500만명 예상,
5G 폰 라인업과
통신사 경영 전략변화에
주목할 시점

향후 통신사 이동전화 ARPU 전망을 낙관적으로 하는 이유는 5G 보급률 전망이 밝기 때문이다. 국내 통신 3사 5G 가입자 순증 폭은 2020년 1월 29만명까지 급감하는 양상을 보였지만 2020년 8월 80만명으로 다시 급속히 늘어났고 2020년 11월과 12월엔 각각 95만명, 92만명씩 순증하였으며 2021년 1월엔 103만명 순증을 기록하였다. 지난해 연말/올해 연초 5G 순증가입자수가 월 평균 100만명에 달할 것이란 작년도 필자의 예상과 정확히 일치한다. 2020년 말 국내 5G 가입자수는 1,185만명으로 발표되었으며, 2021년 국내 5G 가입자수는 2,700만명이 예상된다. 연간 5G 순증 가입자수가 1,500만명에 달할 것으로 전망하는데 현재 흐름으로 보면 상반기엔 월 100만명, 하반기엔 월 150만명씩 5G 가입자가 순증할 것으로 판단되기 때문이다.

아직까지도 주식 시장에서는 2021년 5G 가입자가 많이 증가할 수 있을 것인가에 대해 회의적인 시각이 적지 않다. 하지만 올해 5G 가입자수는 지난해와 달리 급증할 가능성이 높다. 1) 신규 단말기 라인업이 대부분 5G로 구성될 것이고, 2) 3.5GHz대역 5G 지방 커버리지 및 수도권 인빌딩 커버리지 확대가 이루어질 공산이 크며, 3) 28GHz 대역을 지원하는 5G 단말기가 출시될 가능성이 높아 진짜 5G 상용화 기대감 선반영으로 5G 폰 구매 선호도 상승이 예상되고, 4) 2020년 극도로 위축된 마케팅 활동을 펼쳤던 국내 통신사 CEO들이 취임 2년차인 2021년도에는 이동전화매출액 증가를 통한 이익 증가로 경영 전략을 수정할 가능성이 높기 때문이다.

그림 5. 2021년 5G 보급률이 크게 확대될 가능성이 높은 이유

1	신규 단말기 라인업이 대부분 5G로 구성될 전망
2	3.5GHz 대역 5G 지방 커버리지 및 수도권 인빌딩 커버리지 확대 이루어질 전망
3	28GHz 대역을 지원하는 5G 단말기 출시, 진짜 5G 상용화 기대감으로 5G 폰 구매 선호도 상승
4	통신 3사 CEO 취임 2년차인 2021년도에는 매출액 증대로 경영 전략 수정 예상

자료: 하나금융투자

(2) 통신사 금년도 배당금 증가
사실상 유력한 상황,
장기 실적 개선 기대감 높아지며
주가 오를 것

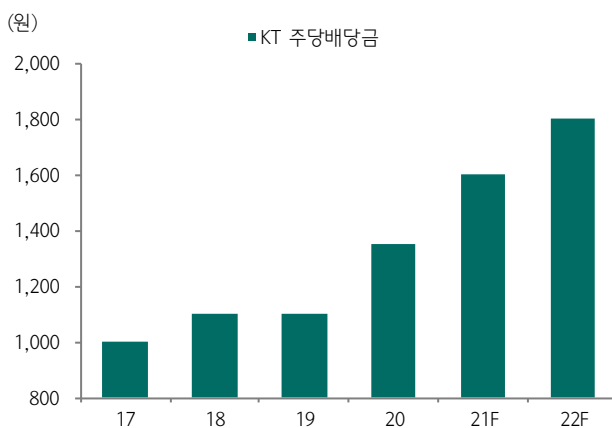
(2) 통신사 DPS 상승 추세가 본격화되고 있다. 과거 사례를 감안할 때 통신주 상승 가능성이 높다는 판단이다. 통신주의 경우 이익 증가와 더불어 배당금이 증가할 시 대부분 주가가 올랐기 때문이다.

2020년 KT와 LGU+는 배당금을 각각 전년대비 13%, 22%씩 늘렸다. LGU+는 어느 정도 예상했던 바였지만 KT는 놀라운 수준이었다. 이에 따라 KT의 경우 주가 상승 기대감이 높아지고 있다. 통신주 바닥은 사실상 PER이 아니라 기대배당수익률이 결정하기 때문이다. 지난해 기준으로만 봐도 KT 기대배당수익률은 5%에 달한다. 여기에 금년에도 배당금 증가가 유력한 상황이다. 최근 금리를 감안하면 급격한 매수세가 유입될 공산이 크다.

통신주 배당의 원천이라고 볼 수 있는 금년도 통신 3사 통신부문 실적 전망이 어느때보다도 밝다. 지난해 통신부문 영업이익이 오랜만에 증가 전환하였으며 금년부터는 본격적인 성장세를 나타낼 전망이다. 당연히 배당금이 오를 것인데 LGU+는 2019년 400원 → 2020년 450원 → 2021년(F) 500원으로 증가할 가능성이 높고, KT는 2019년 1,100원 → 2020년 1,350원 → 2021년(F) 1,600원이 예상된다. 올해 기대배당수익률은 LGU+가 4%, KT는 무려 6%에 달한다.

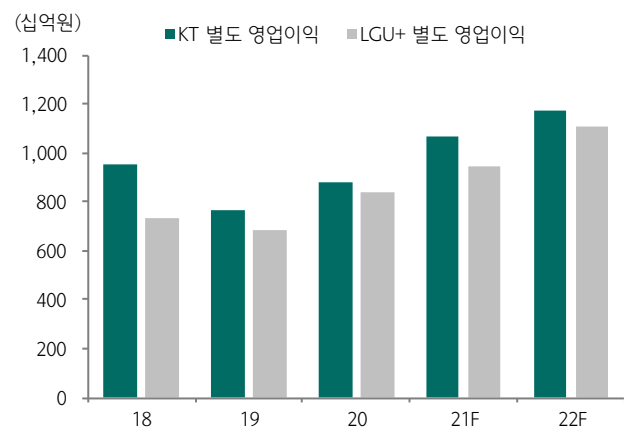
현재 통신사 기대배당수익률과 주당배당금을 감안하면 KT와 LGU+ 주가는 크게 오를 가능성이 높다. 역사적 저점 수준인데다가 시장 금리와의 차이가 너무 벌어진 상황이고 통신사 배당금 추세는 향후 통신사 장기 실적 전망을 가늠하게 하는 이정표 역할을 해왔기 때문이다. 과거 통신사 주가는 이익 증가와 더불어 배당금이 의미 있게 증가하면 상승하는 흐름을 보였다. 이번에도 비슷한 상황이 재현될 가능성이 높다.

그림 6. KT 주당배당금 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 7. KT/LGU+ 별도 영업이익 전망



자료: 각사, 하나금융투자

(3) 2021년 실적 전망 최근 8년간
어느때 보다는 낙관적,
그럼에도 불구하고
높은 기대배당수익률
기록하고 있어 투자 유망 평가

(3) 향후 이익 흐름을 감안할 때 현재 통신사 기대배당수익률이 과도하게 높은 상황이다. 역사적 흐름으로 판단하면 의미 있는 주가 반등이 나타날 공산이 커 보인다.

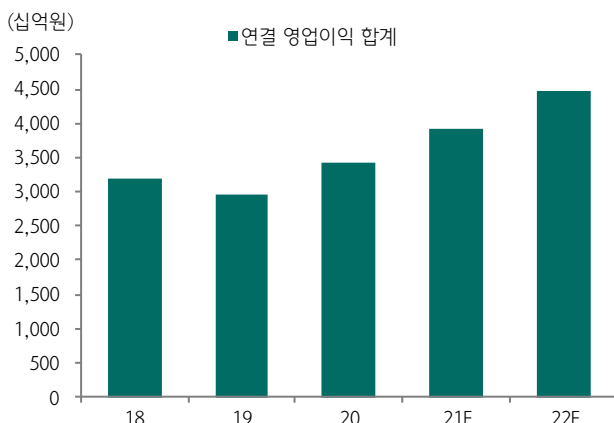
2021년 통신사 이익 성장 가능성은 어느 때보다도 높은 상황이다. 5G 가입자 순증 폭 및 이동전화 ARPU 성장률, 단말기 교체 가입자수/인당획득비용 및 마케팅비용, CAPEX/주과 수 관련비용을 감안한 감가상각비 전망을 감안할 때 그렇다. 그런데도 기대배당수익률은 역사적으로 높은 수준을 기록 중이다. 과거엔 쉽게 볼 수 없는 광경이다.

과거 통신사 기대배당수익률은 통신주 바닥과 고점을 판단하는데 유용하게 사용되었다. 당연한 얘기지만 통신사 실적 기대감이 높아지면 낮은 기대배당수익률을 기록하고 실적 기대감이 저하되면 기대배당수익률이 높아지는 형태를 보였다. 업체별로 다소 차이를 보이긴 했지만 5% 수준이면 업황을 막론하고 주가 바닥을 형성하였고 2% 수준이면 실적이 개선되고 있는 시점이라고해도 대부분 고점이었다.

이렇다고 볼 때 현재 통신사 기대배당수익률은 너무 높게 형성되어 있다는 판단이며 투자자들의 이익 성장 기대감이 높아지면서 자연스러운 기대배당수익률 하락이 예상된다. ARPU/DPS 성장 시기에 현재와 같은 기대배당수익률은 매력적일 수 밖에 없고 결국 매수세 유입에 따른 주가 상승으로 나타날 수 밖에 없기 때문이다.

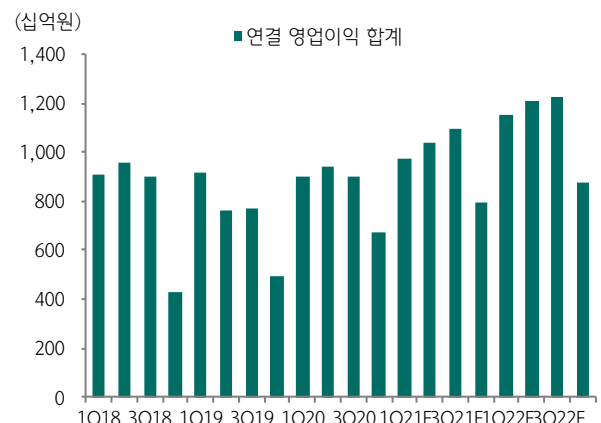
국내 통신사 주가는 너무 못 올랐다. 아직은 투자자들의 통신사 실적 개선에 대한 신뢰가 낮고 관심이 높지 않기 때문이다. 하지만 점차 뚜렷한 매출액 및 영업이익 성장세가 나타나면 곧 다른 시장 반응이 나타날 것이란 판단이다. 후행적이지만 결국 통신주도 5G 도입으로 인해 수혜를 받을 것이란 기대감이 점차 커지면서 주가가 상승 쪽으로 방향을 틀 가능성이 높다.

그림 8. 통신 3사 연간 연결 영업이익 합계 전망



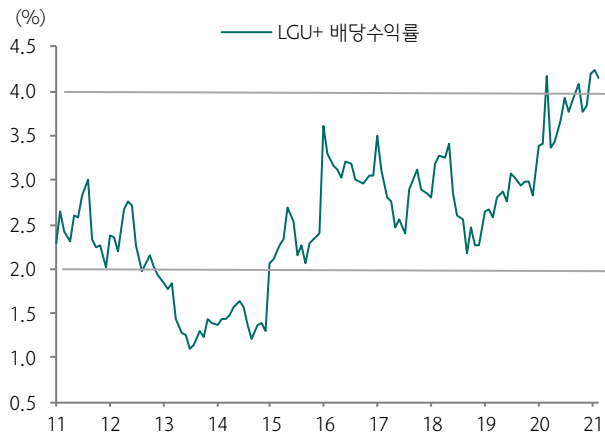
자료: 각사, 하나금융투자

그림 9. 통신 3사 연간 통신부문 영업이익 합계 전망



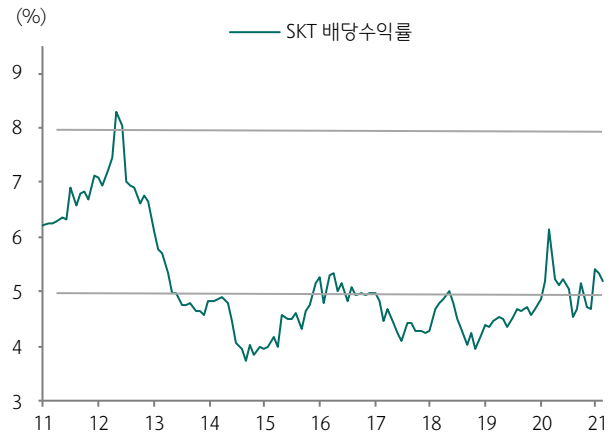
자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. LGU+ 배당수익률밴드 추이



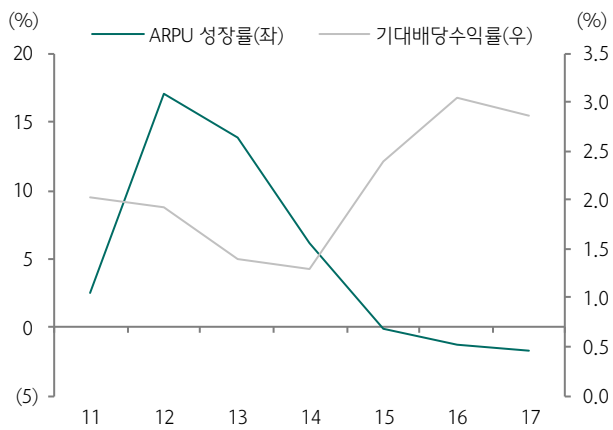
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 11. SKT 배당수익률 밴드 추이



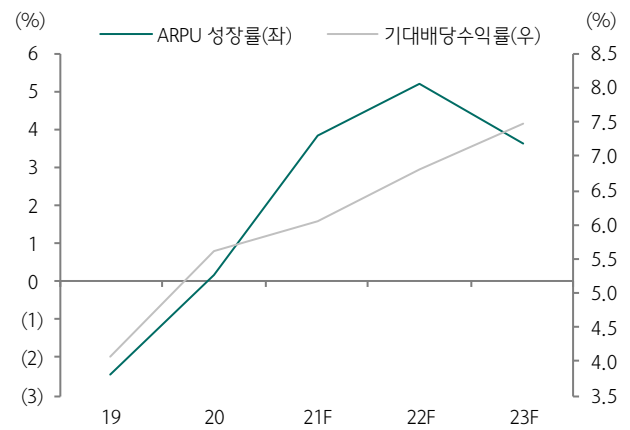
자료: SKT, 하나금융투자

그림 12. LGU+ 과거 연간 ARPU 성장률과 기대배당수익률 추이



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 13. KT 연간 ARPU 성장률과 기대배당수익률 전망



주: 20년도 이후 전망치는 현재 주가 대비 기대배당수익률
자료: KT, 하나금융투자

(4) 진짜 5G로의 도약 곧 이루어질
전망, 28GHz 투자를 계기로
통신사 IoT 서비스 본격화
기대감 높아질 것

(4) 논란이 거듭되는 양상이지만 진짜 5G 도입이 임박해진 상황이다. 통신사 5G 성공 기대감 높아질 전망이다. 주가 상승으로 이어질 공산이 커 보인다.

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

그런데 최근 국내외적으로 28GHz 상용화 준비가 본격화되고 있어 긍정적이다. 국내의 경우 과기부와 통신 3사가 28GHz 대역 5G 공동망 협의체를 3월 공식 출범하였고, 삼성전자는 5G 28GHz 대역과 LTE 기지국을 동시에 활용하는 Dual Connectivity 기술을 구현하였다. 2022년까지는 LTE와 5G 3.5GHz/28GHz 대역이 모두 연동하는 기술적 지원이 필요한데 반가운 소식이며 수익성이 떨어지는 지역에 5G 공동 투자를 기획하는 단계에 진입한 점도 긍정적으로 평가된다.

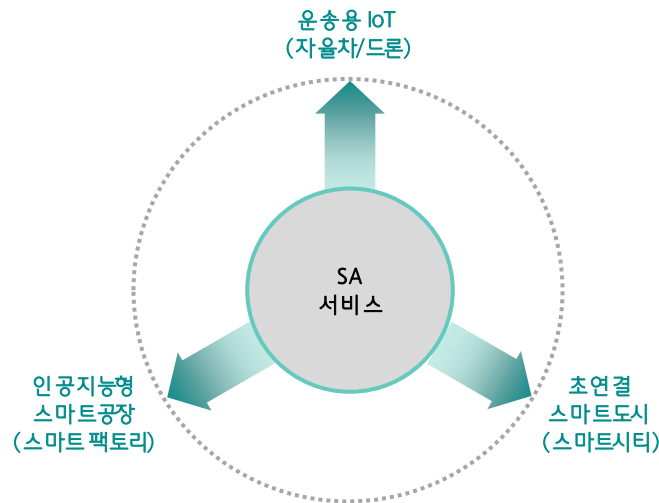
여기에 GSMA(세계이동통신사업자연합)의 권고도 눈에 띈다. GSMA는 주파수 자원이 많지 않은 6GHz 미만 주파수 확보에 주력하기보다는 주파수 자원이 많은 28GHz와 더불어 3.5GHz 병행 투자를 감행하는 것이 비용 측면에서 훨씬 유리할 것으로 예상하고 있다. 특히 GSMA는 인빌딩 측면에서 28GHz대역 주파수 활용도가 클 수 있음을 언급하고 있어 관심을 끈다. 28GHz 장비 출시 준비가 본격화되고 있고 통신사들의 28GHz 활용 의지도 높아지는 상황이라 금년도 하반기엔 28GHz 투자가 본격화될 것으로 판단된다. 28GHz 활성화 시 5G가 IoT로 한 단계 진화하는 양상이 나타날 수 있어 통신사에게는 큰 호재가 될 전망이다.

연초 CES에서는 연결과 일상이라는 2021년 CES 키워드와 직접적인 연관을 갖고 5G가 IoT/AI와 연결되면서 행사의 중심으로 떠올랐다. 참여 업체들은 5G로 이루어지는 온라인 교육과 원격 진료를 통해 5G로 달라지는 세상을 설명하였고 5G 기술을 바탕으로 이루어지는 IoT, 스마트시티, 디지털헬스케어 등을 비중 있게 다루었다. 2020년 행사와 달라진 점은 업체들이 5G와 IoT 관계에 좀 더 구체적으로 접근했다는 점이다. 주체 측인 미국 소비자기술 협회가 V2X로 달라질 교통시스템의 미래를 주제로 다루며 주목해야할 대표적인 기술 트렌드로 언급한 것이 대표적이다.

필자는 2017년부터 5G 핵심 서비스를 IoT로 주목하고 있지만 아직까지도 5G가 IoT로 진화할 것이란 투자자들의 믿음은 크지 않다. 그런데 이번 CES를 통해 5G를 이끌 핵심 서비스로 IoT를 지목하는 시장 참여자 및 투자자들이 크게 늘고 있다. 이젠 대다수의 통신업계 관계자조차 5G가 결국 IoT의 핵심 인프라가 될 것이라는 견해를 갖고 있다. 시간이 지날수록 5G가 기술적인 측면에서 IoT에 최적화된 특징을 나타내고 있어서다.

특히 6G에 대한 준비에 착수하면서 결국 5G가 IoT로 진화할 것이란 믿음이 더욱 커지는 양상이다. 사실상 6G는 IoT가 확장된 IoE(만물인터넷)를 지향하고 있기 때문이다. 어찌 보면 현재 진행중인 IoT로의 5G 진화를 완성해나가는 기술이 6G라고 볼 수 있을 것 같다. 초고속/초저지연/초연결 사회라 불리는 5G의 이상을 완벽히 구현시켜주는 것이 6G인셈이다. 가장 큰 과제는 역시 초고주파수의 제어와 네트워크의 안정성 확보라고 볼 수 있겠다.

그림 14. 5G SA 서비스가 보여줄 세상의 변화 예측



자료: 하나금융투자

정부 5G 급행차선 이미 허용,
28GHz 장비 출시되면
5G 큰 성장의 기회 맞이할 것

이미 5G는 IoT의 핵심 인프라로 부상 중이다. IT 업체들이 mmWAVE 기술 개발에서 많은 성과를 내기 시작했고 정부가 5G 급행차선을 사실상 허용하는 등 제도적 장치가 마련되고 있기 때문이다. 통신사들이 5G에 대한 성공 확신을 가지고 투자에 적극 나설 것으로 보이며 이에 따른 진보된 5G 서비스가 2021년 하반기부터는 서서히 형체를 드러낼 전망이다.

아직 회의적인 시각이 팽배한 상황이지만 진짜 5G로 가는 세상은 곧 우리 생활로 들어오게 될 것이다. 통신사뿐만 아니라 네트워크장비 업체, 단말 및 IT 부품업체, 심지어 자동차/공장기계 업체들까지도 IoT로 진화하는 5G SA 도입에 나서고 있기 때문이다. 아직까진 5G 킬러서비스가 잘 안 보이는 상황이지만 진짜 5G 시대로 진입하면 통신사가 새롭게 창출할 수 있는 매출은 무궁무진하다. 특히 B2B 시장의 확대를 기대할 만하다. 진짜 5G 시대로의 진입 기대감이 높아지면서 통신주들이 서서히 주식 시장에서 주도주로 부상할 가능성이 있다는 판단이다.

그림 15. 5G 네트워크슬라이싱 및 망중립성 예외 적용 원칙



자료: 과기부, 하나금융투자

(5) 5G가 위성 통신과 IoT
패권 다툼을 벌일 가능성은 희박,
기술적/제도적/사업 성공 가능성
측면에서 비교 불가 판단

(5) 일부 투자자들이 위성통신이 IoT의 중요한 수단이 될 것이란 기대를 갖고 있지만 성공적인 비즈니스모델로 거듭날 가능성이 낮고 더군다나 향후 5G에 위협 요인이 될 가능성은 희박하다는 판단이다.

최근 위성통신에 대한 문의가 늘고 있다. 아무래도 세계적인 저명 인사들이 위성통신의 미래에 대해 긍정적인 전망을 하고 일부 사업 추진 양상을 나타낸 데 따른 영향이 큰 것으로 보인다. 하지만 위성통신이 IoT의 주도권을 놓고 5G와 서비스 경쟁을 벌일 가능성은 현실적으로 희박하다는 판단이다. 구체적인 사유를 언급하면 다음과 같다.

1) 네트워크 기술 수준으로 볼 때 위성통신은 5G와 비교 대상이 아니다. 속도, 네트워크 안정성, 커버리지, 트래픽 처리 용량, 단말기 지원 측면에서 모두 그렇다. 위성통신과 5G 모두 속도가 개선되는 양상인데 현재 5G 인터넷 속도는 1Gbps급에 육박하는 양상이지만 위성통신은 100Mbps급에 불과한 실정이다.

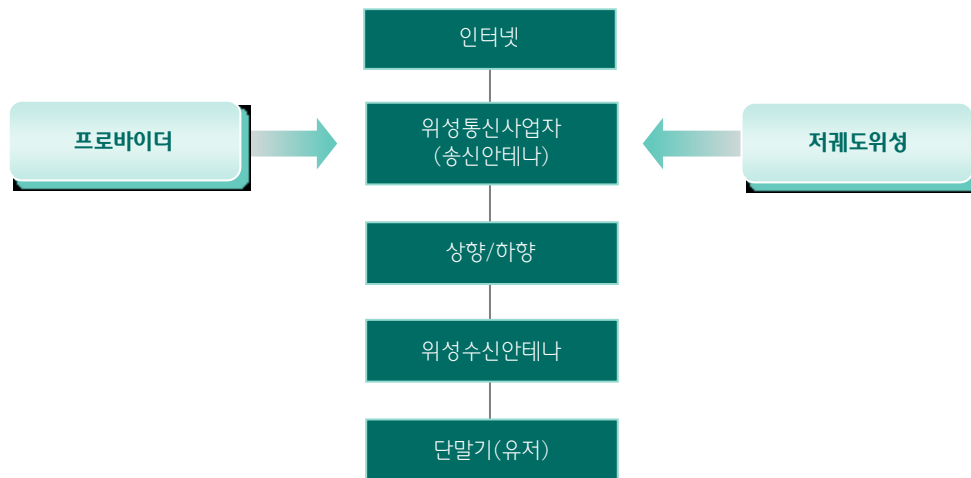
응답속도(초저지연) 역시 큰 차이를 보인다. 5G는 LTE대비 100배 개선되는 양상을 보이는 반면 위성통신은 LTE 초기 수준에 불과하다. 네트워크 안정성 측면에서 현실적으로 자율주행자동차에 적용하기에도 부담스러운 수준의 품질이다.

커버리지 역시 큰 차이를 보인다. 5G는 국내의 경우 2023년엔 95% 이상의 커버리지를 나타내겠지만 위성의 경우엔 통신사 기지국, 중계기, 전송망과 연계 없이 자체적으로 구축하려면 솔직히 답이 나오지 않을 것이란 판단이다. 과연 위성통신이 음영 지역 없이 인빌딩(건물 밀집지역/터널 등)까지 커버할 수 있을까? 아웃도어 조차 쉽지 않을 것이다.

결정적으로 위성 통신의 경우 트래픽 용량 처리가 가장 큰 결점으로 작용할 것으로 예상된다. 현재 5G는 LTE대비 10배 많은 주파수를 활용하여 LTE보다 수십배 많은 트래픽을 처리할 예정이다, 그런데 위성통신의 경우 5G와 같은 트래픽을 처리하려면 얼마나 많은 위성을 설치해야 할까? 막대한 비용도 문제지만 물리적으로 설치가 가능하기나 할까 싶다. 소수의 유저 대상이라면 몰라도 쌍방향 통신 방식으로 그 많은 트래픽을 소화할 수 있을지 의문이다.

단말기도 문제다, 휴대폰은 말할 것도 없고 IoT 용도로만 국한한다고 해도 IT 업체들과의 공조도 문제지만 기술적 특성으로 볼 때 크기, 편의성 측면에서 경쟁력 있는 단말기가 제공될 수 있을지도 의문이다.

그림 16. 위성통신 개념도



자료: 하나금융투자

위성 방송은 트래픽 처리/커버리지 측면에서의 약점은 물론 주파수 대가/보안/혼선 문제 등 많은 문제점을 갖고 있다는 점에 주목

2) 제도적으로 위성통신은 5G와 달리 해결해야 될 문제점이 많이 남아 있다. 주파수 사용 대가 문제, 인접 국가간 혼선 문제, 보안 문제, 위성간 충돌 문제, 위성 쓰레기 처리 문제 등 한두 가지가 아니다.

물론 소수의 사용자가 위성통신을 사용할 경우엔 큰 문제가 되지 않는다. 하지만 다수의 유저가 사용할 시엔 얘기가 다르다. 당장 주파수 사용 대가가 이슈로 부상할 것이다. 전세계 서비스를 지향할 경우 국가간 주파수 간섭 현상도 심각한 문제점으로 부상할 가능성이 높다. 통신사들이 점차 고주파수를 이동통신용으로 사용하면서 이미 다양한 주파수가 통신사용으로 사용되고 있으며 위성, 지상파, 통신사업자간 주파수 간섭 현상도 상당히 빈번한 편이기 때문이다. 저궤도 위성이 기본적으로 12~18GHz를 사용한다고 가정해도 향후 통신사의 고주파수 사용이 본격화되면 논란의 여지는 충분하다. 각국 행정부와 마찰을 빚을 가능성이 높다.

보안 문제도 관건이다. 현재까지는 상대적으로 위성이 보안에 취약한 양상을 보였기 때문이다. 특히 보안 문제는 IoT 연결 측면에서 양자 암호 기술을 선보인 5G대비 취약한 요소로 부각될 수 있다. 이외에 위성간 충돌 문제, 위성 쓰레기 처리 문제도 골치거리이다. 위성 수명이 짧게는 1~2년, 길어도 10~15년 수준인데 수만 개의 위성이 잘 돌아다닐 수 있을지 의문이다.

표 3. ITU(국제전기통신연합) 주파수 대역 구분

(단위: GHz)

HF	VHF	UHF	L	S	C
003~0.03	0.03~0.3	0.3~1	1~2	2~4	4~8
Ku	K	Ka	V	W	
12~18	18~26.5	26.5~40	40~75	75~110	

자료: ITU, 하나금융투자

ARPU와 CAPEX 감안 시
위성통신보다는 5G가
비즈니스모델 성공 가능성
훨씬 높은 상황

3) 위성통신은 비즈니스 모델로 평가할 때 5G대비 성공 가능성이 현저히 낮다. 앞서 언급한 기술적 문제, 제도적 문제를 떠나서 5G보다 ARPU(월간 이용료), CAPEX(투자 비용), 인건비 및 제반 관리비 등을 감안할 때 그렇다. 전파사용료와 주파수사용료를 지불하지 않는다고 가정해도 말이다.

5G의 경우엔 소비자들이 자율차 또는 IoT 서비스를 사용하기 위해 월 3~4만원의 요금을 추가로 지불한다고 가정하면 수년내 충분히 수익성을 확보할 수 있다. 기존 휴대폰 서비스를 위한 CAPEX 집행이 상당 부분 이루어질 것이라 IoT 서비스를 위한 추가 투자 비용이 크지 않기 때문이다. 연간 커버리지를 20%씩 늘린다고 가정 시 5G 연간 투자비용은 국내 기준 5~6조원, 전세계로 봐도 100조원을 약간 넘는 수준이다. 적다고 볼 수는 없지만 이동전화 서비스 외에 추가로 IoT 서비스매출액이 발생함을 감안하면 충분히 남는 장사다.

표 4. 5G 자율차 시장 진입 시 자동차 부문 국내 통신산업 영업이익 기여도 전망

구분	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차	7년차	8년차	9년차	10년차
ARPU(원)	35,000	36,000	37,000	38,000	39,000	40,000	40,500	41,000	41,500	42,000
기말가입자(명)	100,000	500,000	1,000,000	2,000,000	3,300,000	5,000,000	6,800,000	8,800,000	10,000,000	11,000,000
평균가입자(명)	50,000	300,000	750,000	1,500,000	2,600,000	4,400,000	5,900,000	7,800,000	9,400,000	10,500,000
인원수(명)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
인건비(억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX(억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
주파수할당가격(억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유형자산감가상각비(억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
무형자산상각비(억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* 마케팅비용(억원)	254	1,197	2,123	4,488	6,955	11,466	14,574	19,444	21,012	24,050
지급수수료(억원)	200	300	350	400	450	500	550	600	650	700
통신설비사용료(억원)	50	100	150	150	200	250	200	200	200	200
접속료/수선비 기타(억원)	50	70	100	150	200	250	300	350	400	500
영업비용(억원)	554	1,667	2,723	5,188	7,805	12,466	15,624	20,594	22,262	25,450
매출액(억원)	210	1,296	3,330	6,840	12,168	21,120	28,674	38,376	46,812	52,920
영업이익(억원)	-344	-371	607	1,653	4,363	8,654	13,050	17,782	24,550	27,470

주: 5G 자율차 도입에 따른 인원 증가 및 추가 CAPEX 투입 없을 것이라고 가정

자료: 하나금융투자

과거 저궤도 위성 실패 사례와
위성 통신 보유 사업자들이
본 사업에
왜 관심이 높지 않은 지에 대한
냉정한 판단이 필요한 시점

반면 위성통신비용은 서비스요금이 저렴하지 않을뿐더러 투자비용도 높은 편이다. 일부에선 5G 투자비용이 막대하므로 위성통신을 통한 IoT 서비스가 저렴할 것으로 판단하는데 터무니 없는 얘기다. 과거 이리듐을 통한 저궤도 위성통신서비스가 실패한 가장 큰 이유도 높은 요금과 많은 투자 비용 때문이었다. 과거 한 기당 위성 가격은 2~3천억원 수준이었고 수명은 10년 정도였다. 소형화 추세를 감안해도 기당 수백억원의 CAPEX가 소요될 것이며 현재 월 사용료는 7~12만원 수준으로 예상된다. 전세계 커버리지를 감안할 때 최소 수백조원이 소요될 것이고 연간 상각비만 수십조원이 될 것인데 과연 이익이 날 수 있는지 의문이다. 월 사용료도 결코 5G대비 낮다고 보긴 어렵다. 향후 가입자 확보가 순탄할 지 의문이다.

물론 위성통신은 나름대로의 역할을 차지할 것이다. 하지만 5G와 경쟁하면서 IoT 패권 경쟁을 수행할 가능성은 희박하다는 판단이다. 소규모 가입자를 기반으로 한 특정 서비스 제공용 니치마켓을 형성할 가능성이 높다. 현 시점에서는 위성을 보유한 KT를 비롯한 통신사업자, 글로벌 위성/CATV/통신사업자들이 위성통신 사업에 적극적이지 않은 반면 일부 인터넷, 자동차 업체들이 위성통신에 대한 관심을 표하는지 냉정하게 평가할 필요가 있다는 판단이다.

그림 17. 저궤도 위성통신 서비스가 5G 이동통신서비스 대비 성공 가능성이 낮은 이유

1	속도, 네트워크 안정성, 커버리지, 트래픽 처리 용량, 단말기 지원 측면에서 5G가 위성통신보다 월등
2	위성통신의 경우 주파수 사용 대가/인접 국가 간 혼선/보안/위성 간 충돌 등 해결 난제 산적
3	ARPU/CAPEX/관리비용 감안 시 5G가 위성보다 사업 성공 가능성 높음

자료: 하나금융투자

- (6) 통신 규제 상황 뚜렷한 개선 추세, 실적 개선되면서 Multiple 확장 요인으로 작용할 전망
- (6) 통신사 실적 전망 및 규제 상황이 어느 때보다도 양호한 상황이다. 실적 회복 이후 규제 환경 개선에 대한 주가 반영이 후행적으로 나타날 것으로 예상된다. 2021~2022년에는 Multiple 확장 국면이 나타날 것이라 판단이다.

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

하지만 2021년엔 사정이 달라질 것으로 보인다. 통신사 실적이 좋아지고 성장 기대감이 높아질 때 항상 등장할 수 있는 악재가 인위적인 통신 요금인하 권고와 망패권 문제인데 이와 관련된 2가지 규제가 모두 제거되었기 때문이다. 여기에 2021년엔 휴대폰 유통구조 개편 작업이 본격화될 것으로 보여 통신주 리레이팅 가능성은 어느 때보다 높다.

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

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

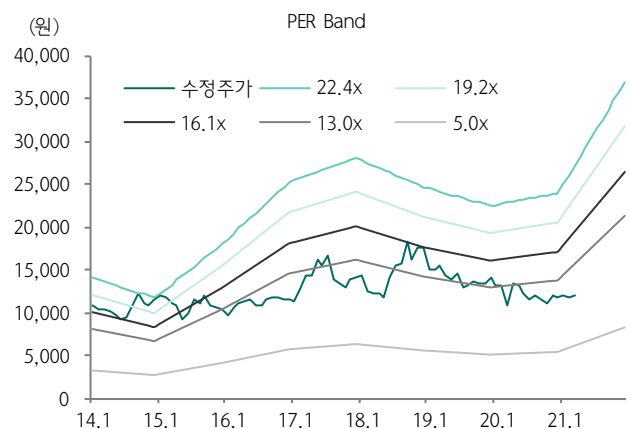
과거 많은 투자자들은 매출 성장 기대감이 높아질 시 통신주 Multiple이 크게 확장된 경험을 갖고 있다. 서서히 통신주 High multiple 적용을 고민해야 할 시점이라는 판단이다.

그림 18. 통신사 핵심 규제 변화 사항



자료: 하나금융투자

그림 19. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

(7) 미국/일본 통신주 서서히
상승 반전하는 양상,
국내 통신주도
동반 상승 가능성 높아

(7) 미국 통신주가 바닥에서 탈피해 상승 전환하고 있다. 국내 통신주도 5G 기대감으로 주가가 동반 상승할 가능성이 높아 보인다.

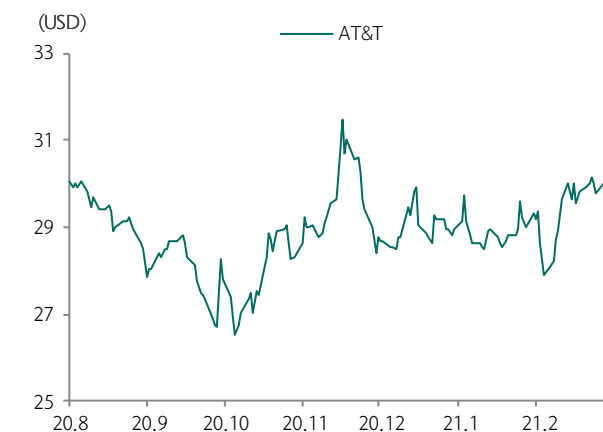
국내뿐만 아니라 일본/미국이 5G 상용화에 나선 상황이지만 투자자들의 통신주에 대한 반응은 아직도 뜨겁지 않다. 아직은 LTE와 차별화된 5G 비즈니스 모델이 보이지 않는 상황이기 때문이다. 이에 따라 통신사 주가도 탄력적인 반등 양상을 나타내지 못하고 있다.

하지만 이젠 서서히 글로벌 투자자들의 5G에 대한 관심이 높아질 수 있어 주의가 필요하다. 커버리지, 단말기 측면에서 5G 서비스를 도입했다고 얘기하기 민망한 수준이었던 미국에서 3.5/3.7GHz 주파수 경매 이후 5G 투자에 나서고 본격적인 5G 가입자 모집을 개시한 이후 버라이즌, AT&T 주가가 반등하는 양상을 나타내고 있기 때문이다. 일본도 통신 4개사 중 최근 가장 우수한 실적을 나타내고 있는 KDDI를 중심으로 작년 연말 이후 주가가 상승 전환하는 모습을 보이고 있어 관심을 끈다.

미국은 최근 버라이즌이 에릭슨/삼성/노키아를 5G 장비 업체로 선정하고 본격적인 투자에 돌입하였다. 2020년 8월 3.5GHz, 2021년 1월 3.7GHz 대역에서 5G 주파수를 확보하고 5G 서비스를 선도할 예정이다. AT&T와 T-Mobile도 5G 투자에 본격 나설 채비를 갖추고 있다. 이미 3.5GHz에서 주파수를 확보하고 라이선스를 취득한 위성방송사업자 디쉬네트웍 역시 제 4 이동통신사업자로서 새로운 도전을 준비 중이다. 결국 미국 시장에선 통신사업자간 우량 가입자 유치 경쟁이 심해질 것으로 예상되는데 애플 아이폰 5G 출시 및 주파수 경매 종료 이후 벌어질 미국 통신 4사간 High ARPU 가입자 유치 경쟁에 주목할 필요가 있겠다.

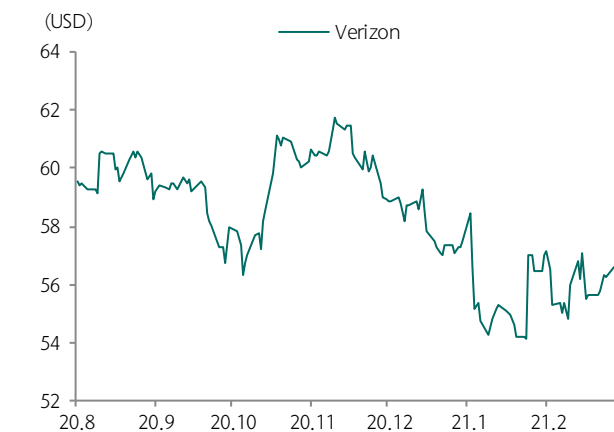
결국 국내뿐만 아니라 미국/일본이 본격적인 5G 가입자 유치전에 나서고 일부 업체들의 서비스매출액이 증가하는 모습을 나타내면서 서서히 글로벌 투자자들의 5G 서비스에 대한 관심이 높아질 것으로 보인다. 물론 비용 증가 요인이 적지 않지만 그보다는 서비스 매출액 증가 기대감이 훨씬 더 클 전망이다. 최근의 미국/일본 통신사 주가 반등은 머지않아 국내 통신사로까지 연결될 공산이 커 보인다. 당연한 얘기지만 전세계에서 가장 빠른 5G 보급률을 나타내고 있는 국내 통신주에 대한 글로벌 투자자들의 관심이 높아질 것이기 때문이다. 특히 외국인 투자자들의 수급 개선을 기대해볼 만하다는 판단이다.

그림 20. 최근 6개월간 AT&T 주가 추이



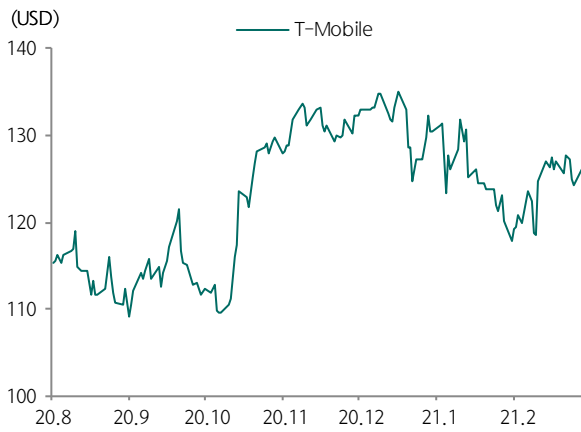
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 21. 최근 6개월간 버라이즌 주가 추이



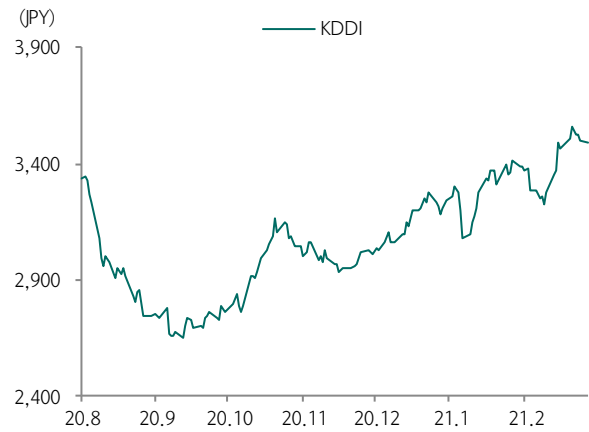
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. 최근 6개월간 T-Mobile 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 21. 최근 6개월간 KDDI 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(8) 분리공시제도 연내 도입할 듯,
통신사 마케팅 효율성 향상
기대감으로 주가 오를 것

(8) 분리공시제 도입이 사실상 확정되었다. 단통법 도입 당시 경험을 갖고 있어 시행 시엔
투자자들의 통신사 주가 상승 기대감이 커질 듯하다.

2021년 1월 방통위는 분리공시제를 도입하겠다고 공식 언급했다. 국회에서 논의될 예정이
나 이미 다수당인 민주당에서 분리공시제 도입을 발의한 상황에서 정부 주무처인 방통위가
도입하겠다는 의지를 밝힘에 따라 이제 당정 합의가 이루어졌으니 늦어도 2021년 내 도입될
전망이다. 물론 제조사들이 반대할 가능성은 높다. 하지만 과거와 달리 도입의 걸림돌이 될
가능성은 낮다. 삼성전자가 현재 정부에 반기를 들 상황이 아니고 LG전자는 과거 찬성 의사
를 피력한 바 있기 때문이다.

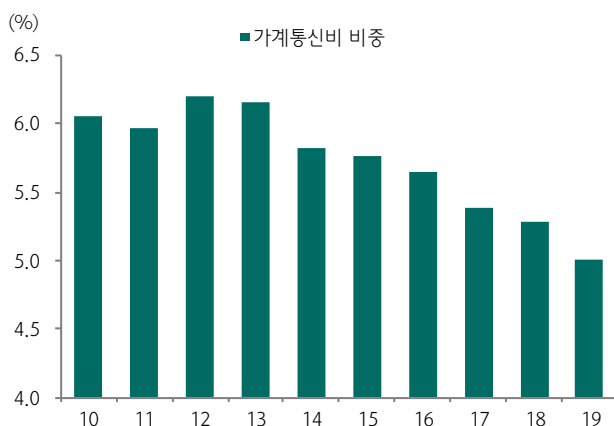
분리공시제도는 대리점에서 통신사 보조금과 제조사 장려금을 각각 공시하여 실제 판매가격
을 소비자에게 정확하게 알려주는 제도이다. 도입 목적은 폰 가격 추세적인 하향 안정화 및
폰 가격 투명성을 높여 실질적인 통신 요금 인하를 꾀하자는 것이다.

필자는 과거 여러 리포트를 통해 결국 통신요금인하 논쟁의 종결점은 단말기 유통 구조의
개편이 될 수 밖에 없다는 점을 거듭 밝힌 바 있다. 5G 투자 증대와 영업이익 감소로 통신
사가 더 이상 요금인하를 추진할 여력이 없으니 정부와 유통이 그 부담을 떠안을 차례라는
것이다.

분리공시제도가 도입되면 통신업계에 큰 파장과 더불어 통신주 상승이 예상된다. 추세적인
단말기 가격 하락을 기대할 수 있고 통신사 입장에선 마케팅비용 부담 완화/효율적 마케팅
비용 지출을 이룩할 것으로 예상되기 때문이다. 실질적인 단말기 가격 노출로 제조사간 폰
가격 경쟁이 심화될 것이고 이에 따라 통신사 지원금 부담 완화와 더불어 제조사 마케팅 공
조 역할 축소로 불필요한 마케팅비용 지출을 줄일 수 있을 것으로 기대된다. 통신사 입장에
선 단통법 도입 이상의 큰 수혜를 입을 수 있을 것이란 판단이다.

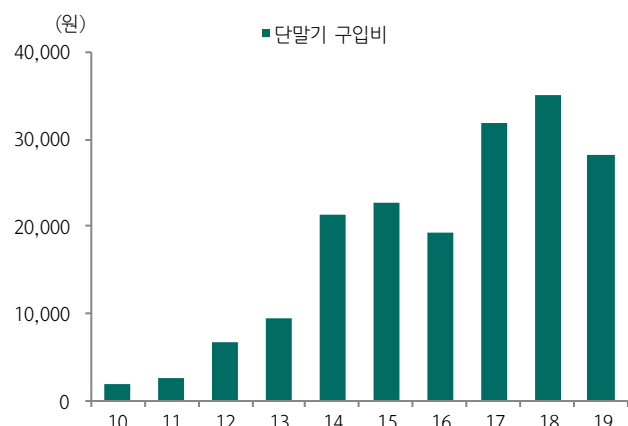
2013년 이후 소비지출대비 가계통신비 비중은 지속적인 하락세를 나타낸 반면 단말기 구입
비는 지속적으로 증가하고 있어 논란이 되고 있다. 2020년 요금인가제 폐지와 넷플릭스 규
제 법안이 빅 이벤트였다면 2021년엔 휴대폰 유통 구조 개편이 핫 이슈로 부상할 것으로 보
인다.

그림 22. 소비지출대비 가계통신비 비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 23. 단말기 구입비 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 24. 분리공시제 도입이 통신산업에 미칠 영향 점검

- 1 실질 폰 가격 시장에 노출, 오픈마켓 활성화 예상
- 2 장려금 추세적 증가로 폰 가격의 추세적 하락 전망
- 3 통신사 불필요한 마케팅비 지출 축소, 마케팅 효율성 향상 기대

자료: 하나금융투자

(9) 2021년 통신사 영업비용 증가
우려 줄어들 전망,
특히 주파수관련비용 감소
가능성이 투자 심리 개선시킬 것

(9) 올해 비용 증가 우려가 사실상 해소되었다. 가장 큰 고민이었던 주파수 관련비용이 올해
부터 정체 양상을 나타낼 것이 유력하기 때문이다. 이젠 통신사 매출 증가를 확인하면서
서서히 통신주가 오를 것이란 판단이다.

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

2.6GHz 주파수 대역은 2026년 회수해 5G로 재배치할 수 있도록 5년으로 사용 기간을 고정했으며, 그 외 대역은 사업자가 5~7년 사이에서 선택할 수 있도록 했다. 또 주파수 이용기간 단축을 허용했는데 2G 종료를 선언한 LG유플러스의 1.8GHz 주파수 대역은 6개월로 설정하고, 2.1GHz와 2.6GHz 주파수 중 사업자별로 1개 대역을 선택해 이용기간을 3년 이후에 단축할 수 있도록 조정했다.

표 5. 주파수 재할당 정책표

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

자료: 과기부, 하나금융투자

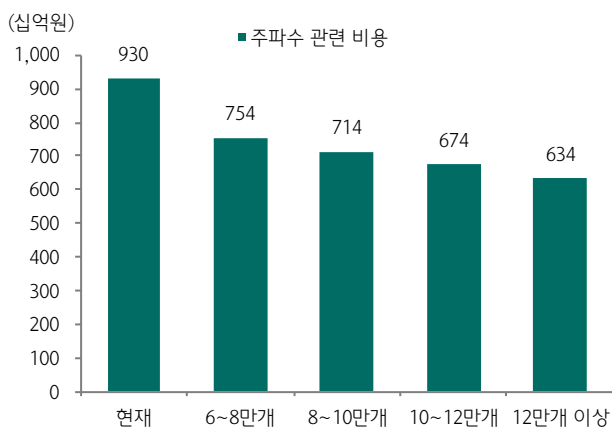
3G/4G 주파수 재할당 가격 인하,
28GHz 손상차손 처리로
2021년 주파수상각비용 감소,
2022년 소폭 증가 전망,
장기 주파수관련비용 정체 예상

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

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

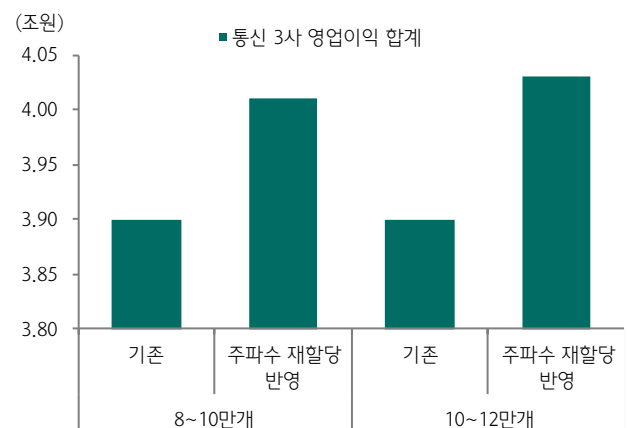
3사 합산 기준 6천억원 가량이 영업외비용으로 손실 처리됨에 따라 2021년 이후 통신사 주파수관련비용은 하향 안정화가 예상된다. 2021년 말 6GHz 미만 5G 주파수 경매로 연간 신규 주파수관련비용 순증분이 2천억원 이상이 될 것임을 감안해도 그렇다. 통신 3사 주파수 관련비용은 2021년 전년대비 1,000억원 감소할 전망이며, 2022년에 다시 올해 대비 1,000억원이 증가해 2020년 수준이 장기적으로 유지될 공산이 커 보인다. 연간 3G/4G 재할당비용이 7,140억원(2년간 5G 기지국 8만국~10만국 설치 가정) 수준으로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

그림 25. 기지국 수에 따른 연간 통신 3사 3G/4G 주파수관련비용 추정



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

그림 26. 주파수 재할당에 따른 2021년 3사 영업이익 합계 추정치 변동



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

3월 통신서비스 업종 수익률은
KOSPI 수익률을 상회,
시장 부진과 더불어
통신사 저평가 매력 부상 때문

3) 3월에도 통신업종 수익률 시장수익률을 상회

통신서비스 업종은 2월에 이어 3월에도 시장수익률을 상회하는 성과를 나타냈다. 아무래도 시장 부진의 영향이 컸다고 볼 수 있겠으나 절대 주가도 상승했으니 어쨌든 투자 심리가 회복된 영향이라고 볼 수 있겠다. 지난해 KT 배당금이 당초 기대 이상으로 크게 증가한 점, 통신사 경영진이 향후 ARPU 전망과 더불어 올해 영업실적 전망을 긍정적으로 전망한 점, SKT 인적분할 이슈가 일단 수면 아래로 내려간 점 등이 투자 심리를 회복시켰다고 볼 수 있겠다.

이러한 이유로 3월엔 KT의 강세가 이어지는 가운데 SKT 주가도 반등하는 양상을 보였다. 연초부터 뜨겁게 시장 핫 이슈로 부상했던 SKT 인적분할 이슈가 화사 측의 무대응으로 시장에서 잊혀지는 분위기를 연출하였으며, KT의 경우엔 외국인 매도에도 불구하고 기관들의 강한 매수세가 지속되며 꾸준한 주가 우상향 흐름을 나타냈다. 아무래도 ARPU/이익/DPS 증가가 유력한 상황에서 기대배당수익률이 과거 대비 높다는 점이 KT 매수세를 유인하였다고 볼 수 있겠다. 반면 LGU+는 4분기 실적 부진 여파와 화웨이 부품 수급 문제에 대한 우려가 지속적으로 외국인 매도를 부추기면서 수급 악화 속에 답답한 주가 흐름이 이어졌다.

표 6. 2020년 3월 통신서비스 업종 수익률 점검

(단위: %, %p)

업종명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
통신업종	2.5	4.8	3.9	(6.2)

주: 지수는 3/22 종가 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

표 7. 2020년 3월 KOSPI대비 종목별 수익률 점검

(단위: %, %p)

종목명	1개월 등락률	3개월 등락률	1개월 시장대비 초과수익률	3개월 시장대비 초과수익률
SK텔레콤	3.2	4.9	4.7	(6.1)
KT	1.9	5.2	3.4	(5.9)
LG유플러스	(1.6)	0.8	(0.2)	(10.2)

주: 주가는 3/22 종가 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

1분기 실적 발표 기간에 돌입하면서
실적대비 주가 과도하게 낮다는
인식 확산될 전망,
해외 통신주 반등 시
국내 통신주 동반 상승 가능성 높아

4) 글로벌 투자자들의 통신주에 대한 관심 높아질 전망, 점진적 비중 늘려야

4월엔 통신주에 대한 관심을 크게 높일 것을 권한다. 드디어 1분기 실적 시즌으로 돌입하면서 금년도 실적에 대한 투자자들의 관심이 높아질 것인데 2021년도 통신사 실적은 모든 면에서 완벽한 면모를 드러낼 전망이며 그럼에도 불구하고 높은 기대배당수익률을 나타내고 있어 Valuation상 매력도가 높기 때문이다.

KT의 과도하게 높은 금년도 기대배당수익률이 지속적으로 투자자들의 매수를 유인한 가능성이 높고 LGU+가 지난해 수준을 능가하는 영업실적을 기록하면서 투자자들의 관심을 끌 가능성이 높다는 판단이다. 여기에 최근 미국/일본을 중심으로 반등세를 나타내고 있는 글로벌 통신주 동향도 국내 통신주에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 5G 도입에 따른 ARPU 성장 기대감이 글로벌 통신주의 반등을 이끄는 양상이며 글로벌 투자자들의 통신주에 대한 관심도가 다소 높아지는 상황이기 때문이다.

이슈로 판단해도 4월에 통신주 반등 가능성은 높다. 4월에 부각될 통신산업 이슈는 많은 편이다. 1) 3월 주총 이후 통신사 경영진 금년도 중점 추진 경영 계획 발표, 2) 1분기 어닝 시즌 통신사 이동전화 ARPU 및 영업이익 동향, 3) SKT 인적분할 여부 결정 및 발표, 4) 통신사/정부 28GHz 상용화 논의, 5) 당정 분리공시제 도입 시점 논의, 6) 5G 중저가폰 출시 및 중저가 요금제 출시에 따른 5G 순증가입자 동향 등이 대표적이다.

4월 부각될 이슈로 볼 때 통신사 주가 전망은 대단히 밝다. 무엇보다 1분기 실적 시즌이 임박할 수록 통신사 이동전화 ARPU 상승 및 영업이익 성장 기대감이 높아질 것이란 점은 긍정적이다. 여기에 5G 중저가 요금제 출시에 이어 5G 중저가 단말기가 본격 판매에 돌입하면서 5G 가입자 순증 폭이 커짐과 동시에 중저가 3G 스마트폰/LTE 요금제 가입자들의 5G로의 이동이 가속화됨에 따라 ARPU 전망이 긍정적으로 바뀔 것이란 점도 기대를 갖게 한다. 규제 상황도 역대 최상의 조건이다. 5G 급행차선 허용으로 진짜 5G로의 진화가 본격화될 것이고, 분리공시제도 도입이 유력해진 상황이기 때문이다. 여기에 28GHz 장비 출시가 임박해지고 규제 마련이 이루어지면서 최근 5G가 IoT의 핵심으로 부각되고 있어 통신주 상승에 대한 기대를 갖게 한다.

표 8. 4월 통신서비스 업종 이슈 점검

4월 통신주 상승을 위한
필요 조건 충분한 상황,
특히 최근 통신사 이동전화 ARPU 및
DPS 흐름과 기대배당수익률
수준에 관심을 기울일 필요 있어

구분	내용
긍정적 요소	- 삼성전자 갤럭시 5G 중저가폰 출시 본격화, 5G 가입자 순증 폭 확대 전망 - 전세계 통신사 컨텐츠 연합 형성 구도, VR 등 차세대 미디어 확산 계기될 전망 - 최근 미국/일본 주요 통신사 5G 가입자 증가하면서 서서히 주가 상승 전환하는 양상 1월 국내 5G 가입자수 1,287만명으로 월 순증 102만명 기록, 5G 월 순증 100만명 수준으로 안착 - 올해 월 평균 5G 순증가입자수 110~120만명 추정, 이동전화 ARRU 성장률 3% 전망 - 올해 이동전화 ARPU 및 DPS 상승 유력함에도 통신사 기대배당수익률 4~6%로 높은 상황 - 삼성전자 5G 28GHz 대역과 LTE 기지국을 동시에 활용하는 Dual Connectivity 기술 구현 - 과기부/이통 3사 '280㎐ 대역 5G 공동망 협의체 3월 출범, 하반기 28GHz 투자 활성화 전망 - 통신사 유통구조 개편 본격화, 분리공시제 도입 유력, 통신사 마케팅 효율성 향상 전망 - 통신사 온라인 및 무인 점포 확산 추세, 분리공시제 도입과 함께 통신사 마케팅 효율성 향상 전망 28GHz 손상차손 처리로 주파수비용 부담 완화, 올해 주파수관련비용 1천억원 감소할 전망 - 차입금 이자율 감안 시 KT/LGU+ 주당배당금을 유지하는 가운데 자사주 매입 추진 전망 - KT 스카이라이프-HCN간 합병에 이어 본사 미디어 조직 떼내어 미디어 총괄 회사 설립 예상 - 자율주행차 등 5G 기술에 특수 서비스 개념 도입, 2021년 1월부터 망중립성 예외 적용 5G 급행차선 허용으로 5G 조기 생태계 조성 전망, 통신사 B2B/B2C 매출 전망 긍정적 - IT 업체 동향 감안 시 2021년은 5G SA로 진화 시도하는 원년이 될 듯, 5G 진화 이슈화될 전망 - 넷플릭스 규제법 규개위 통과, 구글/넷플릭스/페이스북 망 관리 의무 부과 - 유보신고제 시행, 통신상품 사전 신고 아닌 사후 규제 받게 되어 요금 규제 크게 완화 전망 - 통신 부문 실적 개선 본격화, 2021년에도 KT/LGU+는 배당금 증가 유력 - C-ITS 구축에 이어 자율주행차 보험 곧 출시될 예정, 5G 기반의 뉴비즈 성장 기대감 커질 전망 - 데이터 3법 시행, 유동인구/소비/상권 데이터 상품 출시, 통신사 B2B 사업 확대에 긍정적 - 유선 및 미디어 사업 통신 3사 위주로 재편, 사업 정상화에 따른 수익성 개선 전망
부정적 요소	- SKT 인적분할 가능성 고조, SKT 주가 상승 억제 요인으로 작용할 전망 - 결국 SK/중간지주/SKT 시가총액비율이 중요, SK와 SKT 주가 연동성 커질 수 있어 부담 5G 전략 폰 다수 출시됨에 따라 통신사 마케팅비용 증가에 대한 우려 존재 5G 커버리지 크게 부족한 상황, 정부/소비자 단체 5G 투자 압박 커지는 상황 2022년까지 통신 3사 CAPEX 8조원 이상으로 유지될 전망, 감가비 증가 부담 여전 - 차세대미디어/게임 등을 제외하곤 아직은 5G 킬러앱 명확하지 않은 상황 - 통신사 CAPEX 증가, M&A 본격화로 차입금 증가 예상, 통신사 단기 재무구조 악화 예상 - 통신사 CATV M&A 당초 예상보다 높은 가격으로 이루어지는 상황, 인수 매력 떨어져
종합 평가	통신사 본격적인 실적 향상 구간 진입, 규제 상황 극히 양호, 지루하지만 결국 주가 오를 것

자료: 하나금융투자

2. 12개월 Top Pick LGU+, 4월 투자매력도 KT=LGU+>SKT

1) 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지

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

통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 LGU+로 유지한다. 필자는 1) 장/단기 이익 흐름 및 성장률, 2) 5G 도입에 따른 수혜 정도, 3) 이동전화/초고속인터넷/IPTV 매출액 전망, 4) 마케팅비용/감가상각비 등 비용 전망, 5) 정부 규제 및 유통 구조 변화 예측, 6) 신사업 및 M&A가 실적 및 주가에 미치는 영향, 7) 자회사 실적 전망, 8) 단말기/네트워크/유통 등 본원적 가입자 유치 경쟁력, 10) Valuation 매력도, 11) 기대배당수익률, 12) 지배구조 개편 가능성 및 영향 등을 종합적으로 고려하여 통신서비스 업종 12개월 Top Pick을 선정하고 있다. 그런데 이러한 기준 하에 향후 12개월간 투자 매력도를 평가하면 통신 3사 중 LGU+가 가장 투자 유망하다는 판단이다.

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

표 9. 통신 3사 투자 환경상 긍정적/부정적 요인 점검

구분	긍정적 요인	부정적 요인
SKT	5G 가입자 증가로 인한 이동전화 ARPU 상승 본격화될 전망 2021년 이후엔 통신부문 실적 개선 본격화될 전망 - 자회사 실적 개선 본격화되는 양상, 자회사 순차적 IPO 진행 예정 - 요금인가제 폐지, 분리공시제 도입 추진 등 규제 상황 긍정적	- 인적분할 가능성 고조, SK로 헤게모니 뺏기는 상황 - 분할 시 합산 시가총액 현재보다 커질 것으로 장담하기 어려움 - SK(주) 합병 이슈로 중간지주사 제대로 평가 받기 어려운 상황 - 분할 이슈로 인해 배당금 예측 어려움
KT	- PSTN 사업 분리 가능성, 자회사 구조조정 및 육성 본격화 전망 - 미디어 컨트롤 타워 설립, 케이뱅크 IPO 추진 중 - 배당금 증가와 더불어 대규모 자사주 매입 소각 지속될 전망 - 실질 자산가치대비 시가총액 너무 적은 상황	- 본사 실적 개선 본격화될 것이나 자회사 실적 전망 불투명 - 높은 가격으로 CATV 인수, PSTN 매출 감소 지속 - 낮은 ROE로 높은 자산가치 크게 부각되기엔 역부족 - 경쟁사대비 과도한 영업비용, 방대한 자산 규모
LGU+	- 통신 3사 중 통신부문에서 가장 높은 매출액/이익 성장 기록 중 - 통신부문 영업이익 SKT 90% 수준, 시가총액 너무 낮은 편 - 비용 집행 보수적으로 진행 중, 성장성/수익성 조화에 탁월 - 배당금 증가와 더불어 헬로비전 합병 감안한 자사주 매입 추진 전망	- 화웨이 리스크 없음에도 투자 심리 너무 위축된 상황 - 자금 소요 많음, 부채비율 하락 어려운 상황 - 과거 대비 낮은 5G 순증 가입자 M/S 기록 중 - 상대적으로 자회사 가치 부각 어려움
종합평가	높은 매출/이익 성장 지속되고 있음에도 과도한 화웨이 우려로 실적대비 주가 지나치게 싼 LGU+ 최선호주로 선정	

자료: 하나금융투자

2) 4월 투자 매력도 KT=LGU+>SKT 순으로 평가, 월간 Top Picks는 KT/LGU+

4월 투자 매력도는

KT=LGU+>SKT 순으로 평가,
이익 흐름 대비 배당 매력도 높은
KT와 추정 이익 대비
시가총액 너무 적은 LGU+를
4월 Top Picks로 제시

4월에도 LGU+와 더불어 KT를 월간 Top Picks로 제시한다. KT는 과거 배당수익률 밴드를 감안할 때 단기 주가 반등이 이어질 것으로 판단되고 이번 1분기부터 의미 있는 이동전화 ARPU 및 영업이익 성장을 기록할 것으로 보여 투자 유망하다고 평가한다. LGU+는 화웨이 우려로 수급이 부진한 상황이지만 1분기 실적 시즌에 진입하면서 재차 어닝 서프라이즈 기대감이 높아질 것으로 보여 어닝 시즌 투자 유망하다고 판단한다. 4월 통신서비스 종목별 투자 매력도를 KT=LGU+>SKT 순으로 평가하며, 통신 3사에 대한 구체적인 4월 투자 전략을 언급하면 다음과 같다.

표 10. 통신업종 종목별 투자 의견

구분	투자의견	목표가 (12개월)	사유
SKT	매수	330,000원	• 통신/비통신 모두 장기 실적 개선 본격화, 단 인적분할 여부 지켜본 후 새로운 투자 판단 필요
KT	매수	35,000원	• 실질 자산가치대비 절대 저평가, 통신부문 영업이익 본격 증가 전망, 특히 기대배당수익률 매력적
LGU+	매수	18,000원	• 화웨이 리스크 감소, 장기 안정적 이익 성장 지속될 전망, 실적대비 과도한 저평가 상황

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

표 11. 4월 통신업종 종목별 투자매력도 순위

순위	종목명	주가(3/22)	3개월 예상 주가 밴드	P/E	P/B	평가 사유
1	KT	27,000원	25,000~35,000원	7.4	0.7	• 기대배당수익률로 볼 때 단기 급반등 가능성 높음
1	LGU+	12,000원	11,500~18,000원	8.0	0.4	• 화웨이 리스크 소멸 중, 실적대비 주가 너무 낮은 상황
3	SKT	256,000원	240,000~300,000원	9.5	0.7	• 인적분할 가능성 고조, 굳이 노이즈 감내하고 매수할 필요 없어

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

표 12. 4월 통신업종 종목별 투자매력도 순위 변화

구분	순위(4월)	순위(3월)	순위 변화	사유
KT	1	1	-	• 배당금 증가에 대한 주가 반영 미미, 2022년까지 장기 실적 전망 낙관적이며 배당 증가 동반 예상
LGU+	1	1	-	• 실적대비 주가 너무 낮은 상황, 화웨이 리스크 소멸 시 주가 급반등 예상
SKT	3	3	-	• 인적 분할 시 SK(주)와의 합병 우려로 자회사 가치 부각 어려울 것, 통신부문은 PER 부담될 전망

주: 투자 매력도는 향후 1개월 기준
자료: 하나금융투자

KT 이젠 실적 호전주에
밸류에이션 매력까지 갖춘 업체로
평가될 것,
4월 투자 유망

3) KT 실적 향상 기대감에 절대 저평가 인식 겹치며 어닝 시즌 주가 강세 전망

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

이번 1분기에 KT는 오랜만에 완벽한 실적 달성이 예상된다. 이동전화 ARPU가 전년동기비 3%, 전분기비 1% 성장하면서 올해 3% 이상의 ARPU 성장에 대한 기대감을 높일 것이며, 마케팅비용이 전년동기대비 10% 증가하겠지만 감가상각비가 정제 양상을 보이면서 연결 영업이익이 7% 성장할 전망이다.

이렇게 뚜렷한 실적 호전이 예상됨에도 불구하고 Valuation상 매력도 역시 높은 편이다. PBR이 낮은 것은 말할 것도 없거니와 일반적으로 APRU 상승을 통한 실적 호전 시기에는 통신사들이 높은 기대배당수익률을 기록한 적이 드문데 최근엔 6%에 달하는 높은 기대배당수익률을 기록하고 있기 때문이다.

과거 KT 기대배당수익률이 높았던 구간은 대부분 실적이 좋지 않았던 시기였다. 하지만 이번엔 다르다. 지난해 통신부문 영업이익 증가 전환에 이어 올해도 배당의 원천인 통신부문에서 높은 영업이익 성장이 기대되는 상황이다. 그럼에도 불구하고 기대배당수익률이 지나치게 높은 상황이다. 아마도 이러한 현상은 KT 경영진들이 지난해 배당에 대해 보수적으로 언급하였고 올해 이익 성장 및 배당 증가에 대한 투자자들의 확신이 크지 않음에 따른 결과로 해석된다.

투자자들이 궁금해할 부분은 향후 주가 흐름인데 현 주가 수준에서는 추가 상승 여력이 충분한 것으로 평가한다. 배당금 상향 전 KT 주가가 오르지 못함에 따라 후행적으로 지난해 KT 주당배당금이 증가한 부분에 대한 주가 반영이 이루어질 공산이 크며, 올해 배당금 증가에 대한 주가 반영이 후행적으로 이루어질 전망이다.

여기에 3월 정기주총 이후 본격화될 미디어 컨트롤 타워 설립 및 케이뱅크 상장 추진도 KT 저평가 해소에 일조할 것으로 보인다. 스카이라이프와 현대 HCN간 합병한 후 본사 미디어 조직을 합치는 절차를 걸칠 전망이어서 미디어 사업 가치 부상이 기대되며, 케이뱅크 IPO 추진에 따른 기업가치 재평가 논란이 일어날 것으로 기대된다.

KT에 장/단기 적극 매수를 추천하며, 특히 역사적 배당 수익률 밴드를 고려한 단기 기계적 매수를 권고한다. 최소 기대배당수익률 5% 수준으로 KT 주가가 반등할 것임을 감안 시 32,000원까지는 단기 반등이 나타날 것이라 판단이다. KT 3개월 예상 주가 밴드를 25,000원~35,000원, 12개월 목표주가를 35,000원으로 제시한다.

표 13. KT의 연간 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	19	20	21F
매출액	24,342.2	23,916.7	24,665.4
영업이익	1,151.0	1,184.1	1,456.9
(영업이익률)	4.7	5.0	5.9
세전이익	979.7	975.1	1,240.2
순이익	619.1	658.0	868.0
(순이익률)	2.5	2.8	3.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

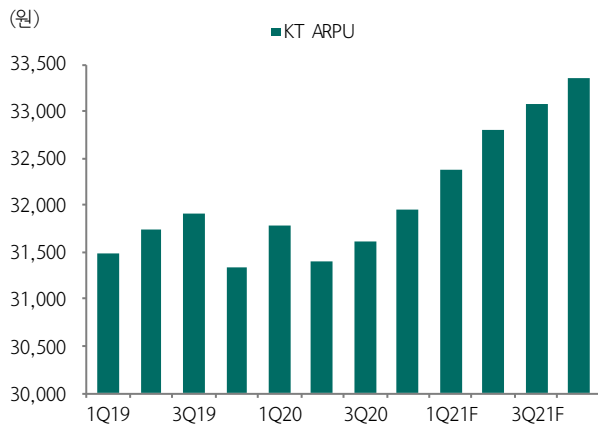
표 14. KT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	5,831.7	5,876.5	6,001.2	6,207.3	6,091.4	6,120.4	6,122.9	6,330.8
영업이익	383.1	341.8	292.4	166.8	410.8	413.4	417.7	215.1
(영업이익률)	6.6	5.8	4.9	2.7	6.7	6.8	6.8	3.4
세전이익	367.2	307.9	314.3	(14.3)	361.7	366.8	373.2	138.6
순이익	208.3	176.6	203.4	69.7	256.5	260.4	265.4	85.7
(순이익률)	3.6	3.0	3.4	1.1	4.2	4.3	4.3	1.4

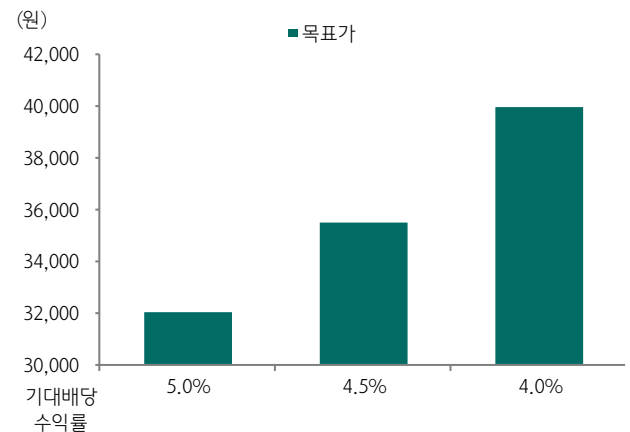
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KT, 하나금융투자

그림 27. KT 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 28. KT 올해 기대배당수익률 감소한 목표가 산정



주: 금년 KT DPS 1,600원 가정
자료: KT, 하나금융투자

LGU+ 1분기 어닝서프라이즈 및
연간 높은 이익성장 기대감이
화웨이 우려 압도하면서
주가 급반등할 가능성 있어

4) LGU+ 1분기 실적 시즌 주가 급반등 가능성 존재

LGU+ 역시 4월 투자 매력도가 높다고 평가한다. 아직은 화웨이 리스크가 주가 상승을 가로막는 가운데 지난해 4분기 실적 부진이 올해 높은 영업이익 증가에 대한 확신을 저해하는 상황인데 점차 화웨이 우려 제거 및 실적 기대감 상승이 예상되기 때문이다.

화웨이 리스크는 시간이 소요되면서 자연스럽게 소멸될 전망이다. 부품 조달에 큰 문제를 겪고 있는 화웨이가 어떤 방식으로든 미국과 담판을 시도할 가능성이 높고, 설사 그렇지 않더라도 5G SA로 진화하면서 화웨이 장비 이슈가 자동적으로 소멸될 것이기 때문이다.

5G SA에서는 LTE 지원없이 독자적으로 망이 운용된다. 이미 LGU+는 5G SA로의 진화를 준비 중이다. 2022년이면 LTE와 상관없이 5G 네트워크가 가동된다. 반면 투자자들의 우려와는 달리 아직도 미국이 화웨이 장비 철거 명령을 하고 있지 않다. 향후 LGU+가 화웨이 장비를 추가 구매하지 않음으로써 이슈는 자동 소멸될 공산이 크다.

반면 향후 실적 전망은 밝다. LGU+ 경영진이 언급했듯이 2021년 5G 보급률이 40%에 달하고 마케팅비용이 지난해 수준에서 크게 증가하지 않게 운용될 것이기 때문이다. 2021년 1분기부터 LGU+는 우수한 실적을 기록할 전망이다. 높은 이동전화매출액 증가와 낮은 마케팅비용 및 감가상각비 증가가 예상되기 때문이다. 지난해 4분기에 28GHz 주파수 관련 손상 차손을 반영한 점도 LGU+ 1분기 실적에 긍정적 영향을 미칠 공산이 크다. 대략 200억원에 달하는 비용 상각 요소가 없어지게 되기 때문이다. 당장 2021년 1분기부터 이동전화 ARPU 성장과 더불어 어닝 서프라이즈 행진을 보여줄 가능성이 높다.

올해는 또 자사주 매입을 추진할 가능성이 높다. 주가 부양 측면과 더불어 LGU+와 헬로비전 간 합병 이슈가 부상 중이기 때문이다. 현 주가 상태라면 소규모합병이 가능하고 헬로비전과의 시너지를 고민할 시점이니 합리적인 의심이라고 볼 수 있다. 여기에 KT와 마찬가지로 자사주 매입을 통해 배당가능주식수를 줄이는 방안도 고민할 것으로 보인다. 현재 LGU+의 회사채 금리가 1%대에 불과해 차입을 통해 배당금 유출을 줄이는 것이 당장 현금 유출을 줄일 수 있고 적은 비용으로 장기 주당배당금을 줄일 수 있는 방안이 될 수 있기 때문이다.

LGU+ 3개월 예상 주가 밴드를 11,500원~18,000원으로 예상하며, 12개월 목표주가를 18,000원으로 유지한다.

표 15. LGU+의 연간 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	19	20	21F
매출액	12,757.9	13,417.5	13,927.8
영업이익	684.0	886.2	997.0
(영업이익률)	5.4	6.6	7.2
세전이익	571.8	373.4	900.2
순이익	438.9	478.1	720.2
(순이익률)	3.4	3.6	5.2

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

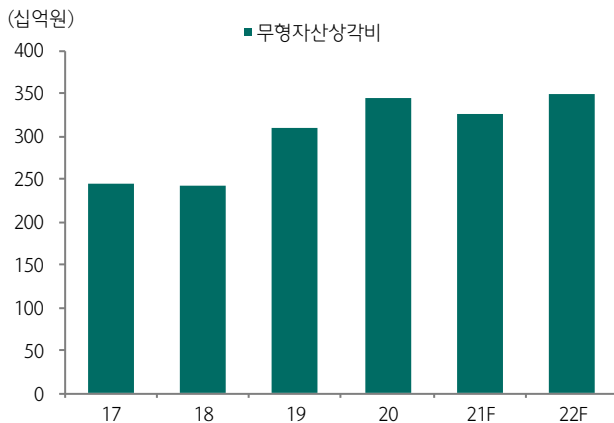
표 16. LGU+의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,286.6	3,272.6	3,341.0	3,517.3	3,396.1	3,452.0	3,499.7	3,579.9
영업이익	219.8	239.7	251.2	175.5	221.9	249.1	280.4	245.6
(영업이익률)	6.7	7.3	7.5	5.0	6.5	7.2	8.0	6.9
세전이익	193.5	205.7	226.1	(251.9)	196.1	222.7	259.0	222.4
순이익	148.8	150.6	403.4	(224.7)	156.9	178.1	207.2	178.0
(순이익률)	4.5	4.6	12.1	(6.4)	4.6	5.2	5.9	5.0

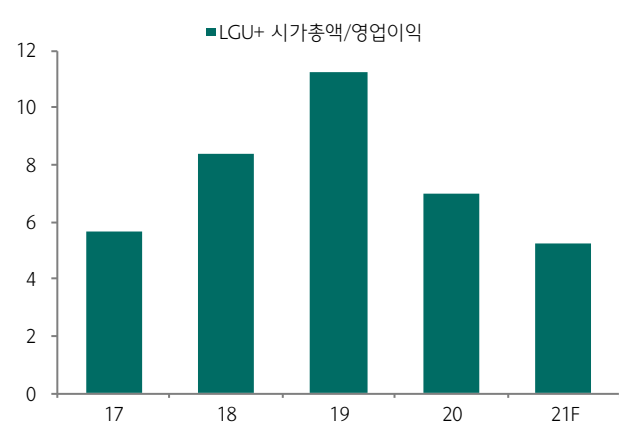
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 29. LGU+ 연간 무형자산상각비 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 30. LGU+ 연간 시가총액/영업이익 추이 및 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

SKT는 실적과 상관없이
당분간 관망할 것을 추천,
5월 초까지는 인적분할을
포기했다고 판단하기 어렵기 때문

5) SKT는 인적분할 여부 결정될 5월 초까진 관망할 것을 추천

최근 투자가들로부터 SKT가 인적분할을 포기한 것 아니냐는 질문을 자주 받는다. 물론 그럴 수도 있다. 워낙 노이즈가 심했기 때문이다. 하지만 아직 속단하긴 이르다. 5월초까지만 이사회를 통해서 결정해도 분할작업을 금년 내 충분히 완료할 수 있어서다. 1분기 실적 시즌으로 돌입하는 양상이지만 SKT의 경우엔 실적보다는 인적분할 여부에 관심을 높일 것을 권한다. SKT의 향후 실적 전망 및 자회사 가치 부상을 감안하면 매수가 정답이겠지만 인적분할 결정시 투자심리가 급냉할 가능성이 높아 아직은 관망하는 자세가 필요해 보인다.

일부에선 최근 인적 분할 사례로 볼 때 설사 통신사업회사 주가 강세, 중간 지주사 주가 약세를 나타낸다고 해도 결국 분할 이후 양사 합산 시가총액은 분할 전보다 높아진 사례가 많다고 주장하지만 SKT는 그렇게 보기 어렵다. 대다수 기업분할 업체들은 대주주가 현물출자를 통한 주식 교환을 실시한 이후 사실상 모든 절차가 종료되지만 SKT의 경우엔 지주사-중간지주사간 합병 절차가 한번 더 남아있기 때문이다.

더구나 SKT의 경우엔 합병비용이 대주주에 유리하지 않아 SK-중간지주사간 시가총액 격차 확대가 반드시 필요하다. 그래야 최태원 회장의 SK(주) 지분을 희석이 크지 않기 때문이다. 10년 전과 달리 SKT 인적분할은 소액주주에게 기회 요인으로 다가오긴 어려울 전망이다. 과거엔 SKT 인적분할이 대주주에게도 좋고 SKT 소액주주들도 그 덕을 볼 수 있는 구조였지만 이젠 그렇지 않다.

투자주식 평가 금액을 감안할 시 10년전엔 통신 사업회사 대 중간지주사 분할 비율이 8대 2도 가능했겠지만 지금은 5대 5, 잘해야 6대 4 정도가 예상된다. 이러한 이유로 SK(주)의 중간지주사 지분율이 이론적으로 60% 이상으로 높아지기 힘들다. 결국 최태원 회장의 SK(주)의 지분을 희석이 최소화 되려면 SK(주)와 중간지주사간 시가총액 격차가 크게 벌어져야 한다. 10년전이었으면 SK(주)의 중간지주사 지분율이 70~80%에 달해 SK(주)가 자사주만 전부 소각해도 최태원 회장 지분을 희석이 미미한 상황으로 양사간 합병이 가능했겠지만 지금은 완전히 다르다.

이미 SKT 주가는 SK(주) 주가에 연동하는 모습을 자주 연출하고 있다, 시대가 달라졌다고 주장하는 투자가들이 많지만 이번에도 과거 양상을 답습할 가능성은 여전히 높다. 중간지주사는 가치 평가를 제대로 받기 어려운 구조이며, SKT 통신사는 경쟁사들의 낮은 시가총액으로 무리한 배당금 지급에도 기대 이상의 시가총액을 형성해줄지 의문이다. 따라서 분할 후 SKT 합산 시가총액의 증가를 낙관하긴 어렵다.

3개월 예상 주가 밴드를 240,000원~300,000원으로 제시하며, 12개월 목표주가를 33만원으로 유지한다.

표 17. SKT의 연간 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	19	20	21F
매출액	17,743.6	18,623.3	18,940.4
영업이익	1,110.0	1,354.1	1,457.1
(영업이익률)	6.3	7.3	7.7
세전이익	1,162.6	1,882.2	2,789.8
순이익	889.9	1,509.5	2,153.6
(순이익률)	5.0	8.1	11.4

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

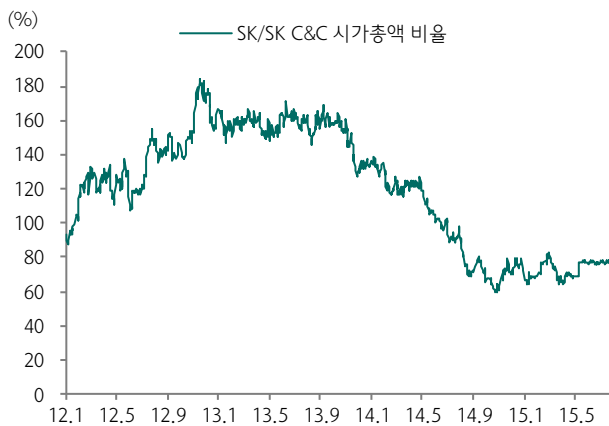
표 18. SKT의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,839.3	4,646.2	4,710.2	4,765.6	4,818.4
영업이익	302.0	359.5	361.5	331.1	345.8	376.9	400.9	333.6
(영업이익률)	6.8	7.8	7.6	6.8	7.4	8.0	8.4	6.9
세전이익	370.0	548.3	521.8	442.1	497.3	645.5	847.4	799.7
순이익	309.4	427.2	386.9	386.0	383.9	498.0	654.0	617.8
(순이익률)	7.0	9.3	8.2	8.0	8.3	10.6	13.7	12.8

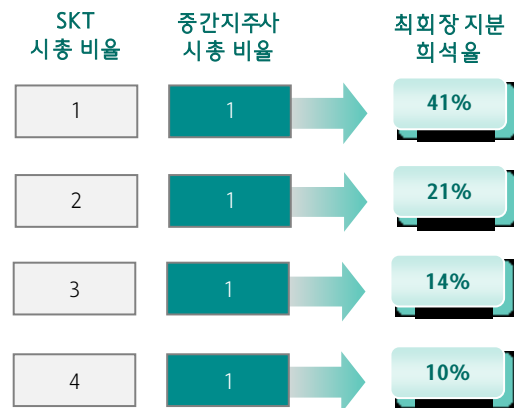
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: SKT, 하나금융투자

그림 31. 2012년 이후 SK(주)와 SK C&C 합병 전 시가총액 비율 추이



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 32. 중간지주 지분 59% 소유/합병 시 최회장 지분 희석율



주: SKT와 중간지주사 분할비율 6대 4, 분할 후 SKT대 중간지주사 시총 2대 1로 가정
자료: 하나금융투자

3. 경쟁환경 – 통신사 경쟁 환경 변화 기조에 주목해야

1) 5G 순증 가입자 급증에도 불구하고 보조금 대란은 없는 양상

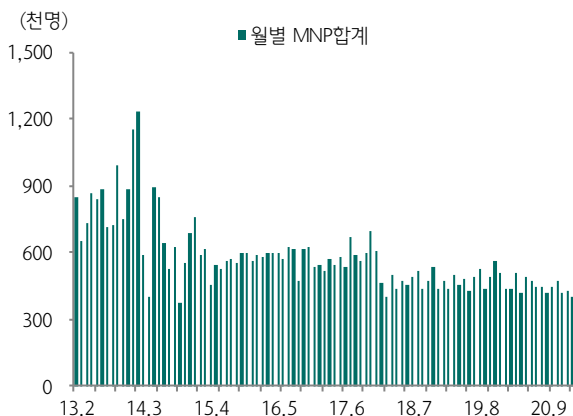
월 5G 가입자 순증
100만명 이상으로 확대,
하지만 과도한 인당획득비용
증가 및 대리점 수수료 증가
눈에 띄지 않는 상황

드디어 5G 월간 순증가입자수가 100만명을 넘어섰다. 2021년 1월 국내 통신 3사 5G 가입자 순증 합계가 103만명을 기록했다. 작년 월 평균 5G 가입자 순증의 2배 수준이다. 국내 5G 가입자수는 2020년 11월부터 급증하는 양상을 보였다. 아무래도 삼성전자와 애플의 5G 폰 신모델 출시 영향이 크다. 프리미엄 전략폰에 목말랐던 대기 수요가 폭발하면서 5G 가입자 및 고가 요금제 채택 비율이 급증하는 양상이다.

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

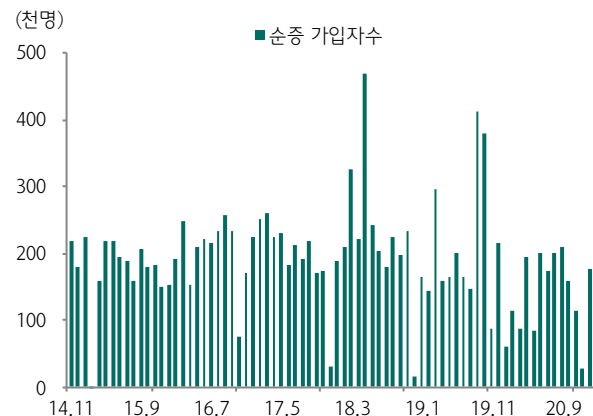
과거 이러한 우량 가입자 유치 경쟁 상황이 발생했으면 인당보조금과 대리점 리베이트가 급증하고 통신사 마케팅비용은 급증하는 양상을 보였을 것이다. 하지만 최근엔 5G 순증가입자수 급증에도 불구하고 보조금 대란과 같은 비이성적인 시장 과열 현상은 발생하지 않고 있다. 아무래도 통신 3사간 가입자 M/S 경쟁 전략 변화, 오프라인 및 대형 유통상 운용 구조 변화, 가입자 평준화, 온라인 전략 강화 등이 국내 통신 시장을 변화시킨 데 따른 결과로 보여진다. 5G 순증 가입자수 증가에 따른 휴대폰 판매량 증가와 이에 따른 소폭의 인당획득비용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

그림 33. 월별 이동통신 MNP 합계 현황



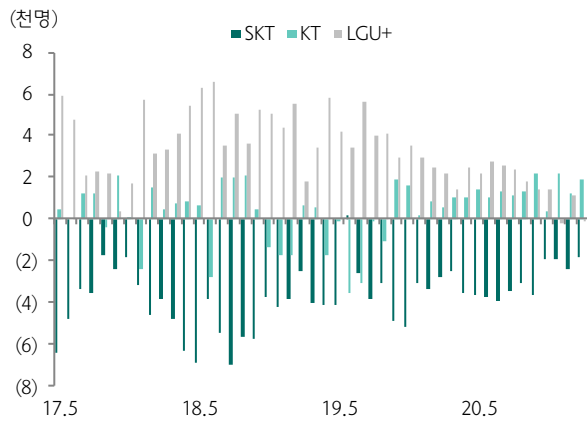
자료: 과기부, 각사, 하나금융투자

그림 34. 이동전화 순증가입자수 합계 추이(재판매포함)



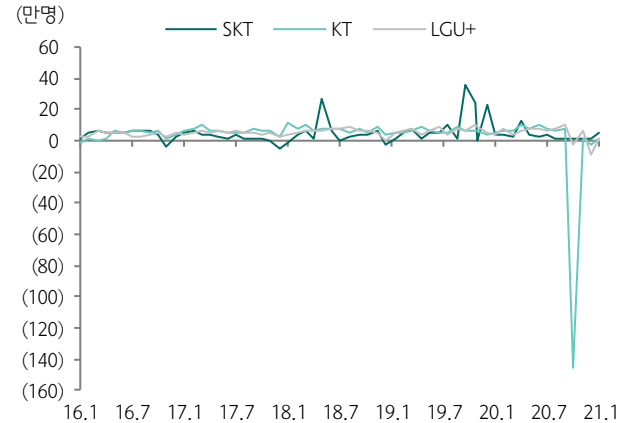
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 35. 사업자별 MNP 순증(순감) 추이



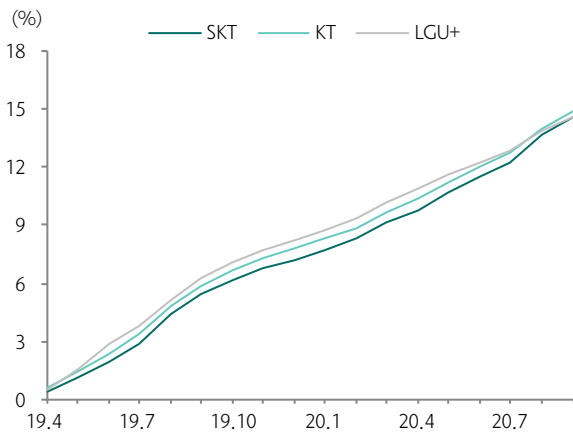
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 36. 사업자별 이동전화 가입자 순증(순감) 추이(재판매포함)



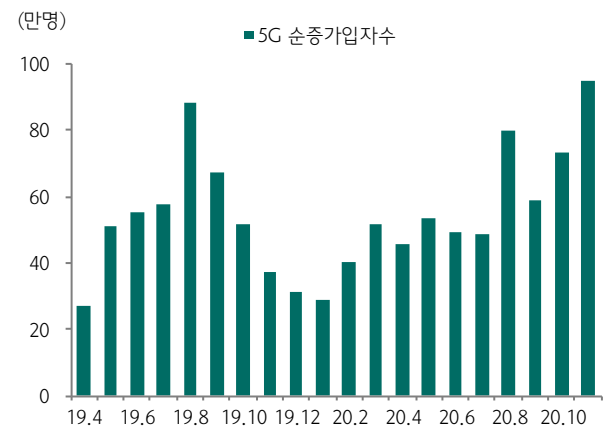
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 37. 통신 3사 5G 보급률 추이



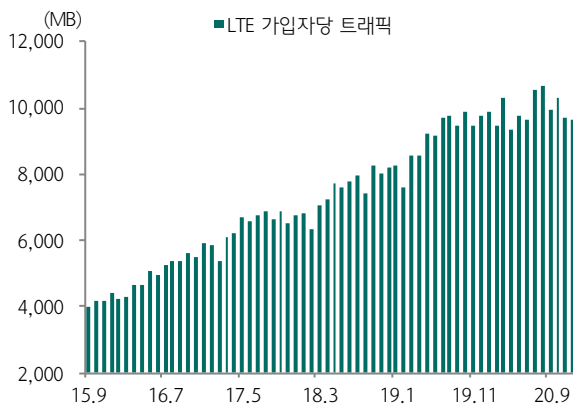
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 38. 5G 순증가입자 동향



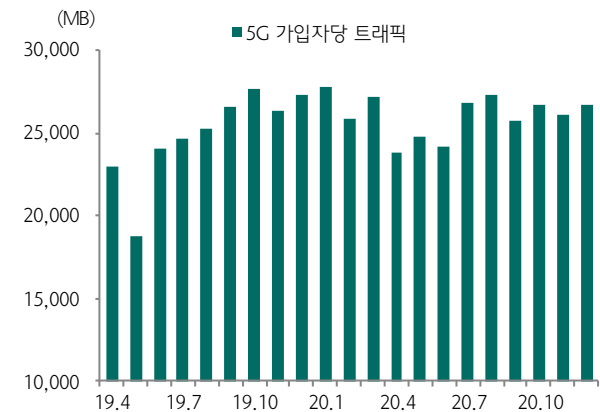
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 39. LTE 가입자당 트래픽 추이



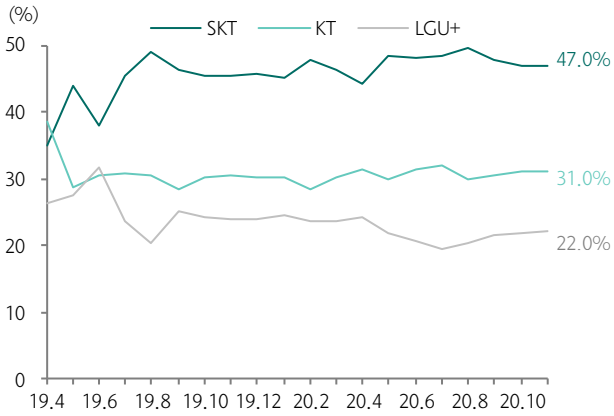
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 40. 5G 가입자당 트래픽 추이



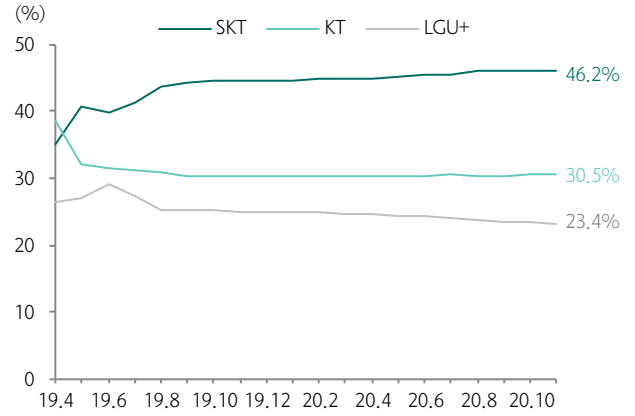
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 41. 5G 순증 가입자 M/S 동향



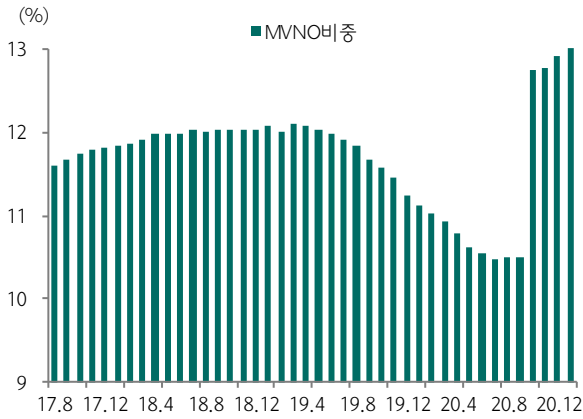
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 42. 5G 누적 가입자 M/S 동향



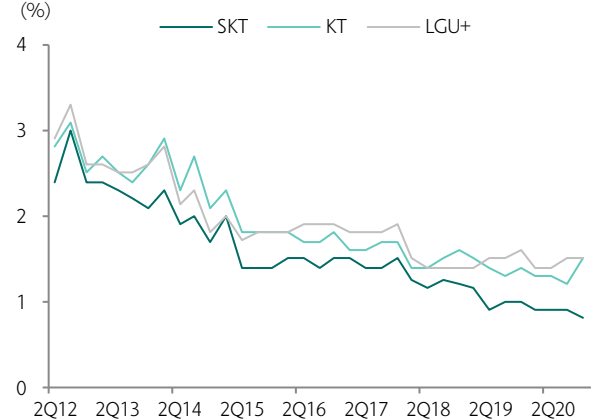
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 43. MVNO(재판매) 비중 추이



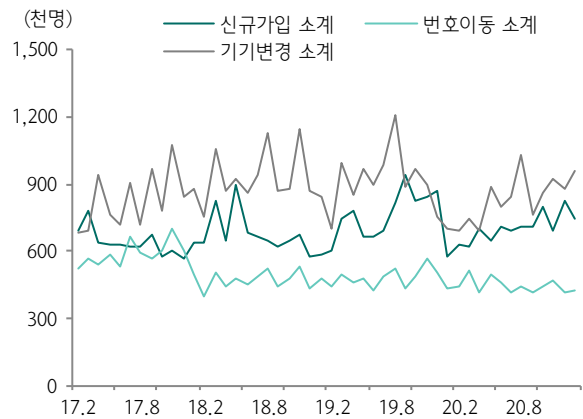
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 44. 통신 3사 분기별 해지율 추이



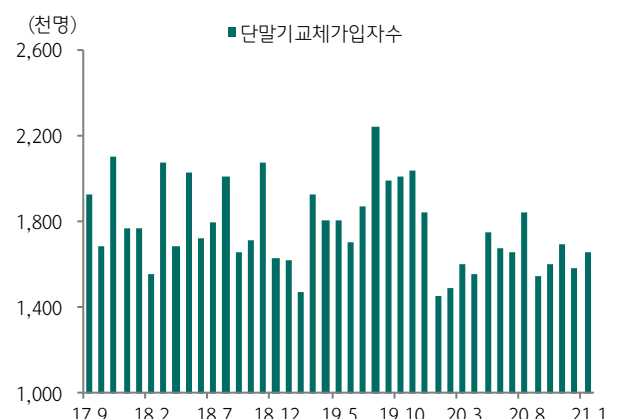
자료: 각사, 하나금융투자

그림 45. 이동전화 가입 유형별 가입자수 추이 (재판매제외)



자료: 과기부, 하나금융투자

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



자료: 과기부, 하나금융투자

1분기 통신 3사 마케팅비용 합계
전년동기비 소폭 증가에 그칠 듯,
휴대폰 판매량 증가에도
대리점 리베이트 및
인당보조금 증가 폭 과거처럼
크지 않기 때문

2) 1분기 마케팅비용 전년동기비 6% 증가한 2.1조원에 그칠 전망

최근 5G 가입자 순증 폭이 커지면서 금년도 1분기 어닝 시즌에 통신사 마케팅비용이 급증하지 않을까 하는 우려를 표하는 투자자들이 적지 않다. 하지만 현실적으로 통신사 마케팅비용이 급증할 가능성은 낮다. 업체별로 전년동기비 2~9% 수준의 마케팅비용 증가가 예상되며 3사 합산 기준으로는 전년동기비 6% 증가한 2조 1,203억원에 그칠 전망이다.

이러한 판단을 하는 이유는 1) 단말기 교체 가입자 중 5G 가입자 비중이 크게 늘어날 뿐이지 단말기 판매량이 크게 증가한 것은 아니고, 2) 인당보조금이 증가한 것은 사실이나 과거와 같이 통신사들이 대형 유통상에 대규모 리베이트 살포를 통한 가입자 유치 경쟁을 펼치는 것이 아니며, 3) 2020년 가입자유치비용 감소로 IFRS 15 효과를 감안할 때 2021년 3분기까진 자산화 마케팅비용이 급증하기 어렵고, 4) 광고선전비가 증가하고는 있지만 최근의 코로나19 동향을 감안 시 증가 폭에 한계가 있을 수 밖에 없는 상황이며, 5) 통신사 경영진들이 임기 2년 차인 2021년 실적을 의식하여 마케팅 수위 조절에 나설 공산이 크기 때문이다. 여기에 최근 단말기 유통구조 변화 양상도 시장 과열을 제한할 가능성이 높다. 분리공시제 도입이 확정적이며 코로나 19 사태 이후 온라인 판매 비중이 증가 추세이기 때문이다.

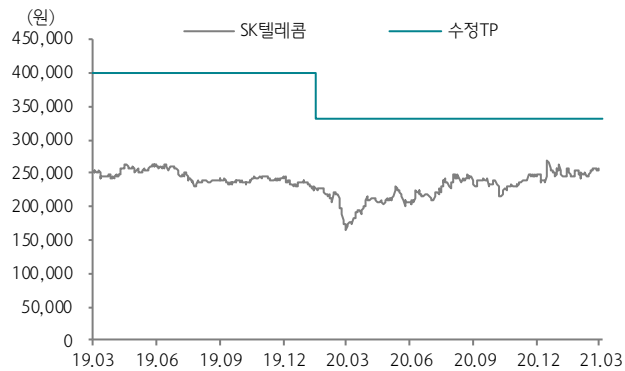
그림 47. 통신사 1분기 마케팅비용 급증 가능성이 낮은 이유

1	단말기 판매량 증가 폭 크지 않음
2	대리점 리베이트 과거 활황 시 대비 감소
3	가입자유치비용 증가의 회계적 분산 효과
4	광고비 등 일회성 마케팅 비용 정체 양상
5	정부 분리 공시제 도입 추진
6	온라인 폰 마케팅 활성화
7	통신사 경영진 2년차인 2021년 실적 중요

자료: 하나금융투자

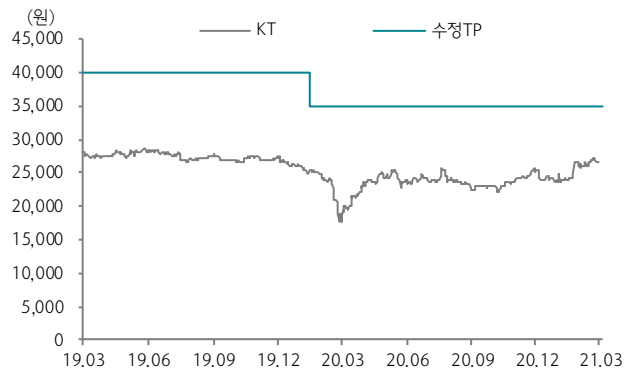
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



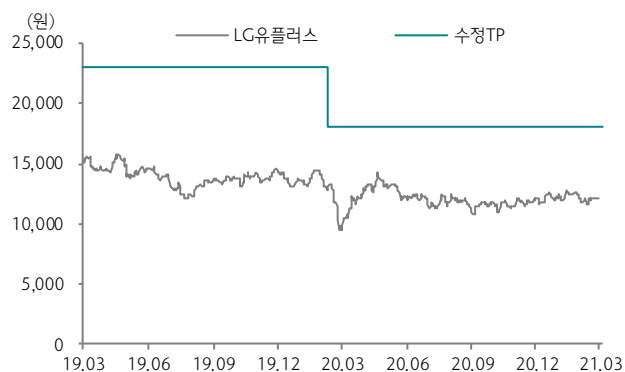
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000	-	-
19.10.30	1년 경과			
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%

KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	35,000	-	-
19.3.26	1년 경과			
18.3.26	BUY	40,000	-28.40%	-22.13%

LG유플러스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000	-	-
19.8.20	1년 경과			
18.8.20	BUY	23,000	-32.71%	-20.43%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.10%	6.90%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 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
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 3월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법

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