통신서비스

통신서비스

최남곤
02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
SK 텔레콤	BUY (M)	340,000 (M)
KT	BUY (M)	39,000 (M)
LG 유플러스	BUY (M)	21,000 (M)

실적 부진에도 불구하고 사야 할 이유는 2020년에 있다

분위기에 변화가 감지되고 있다

공식 통계 상으로는 7월까지 숫자가 업데이트 되어 있다. Q의 전체적인 Outlook를 측정하기에는 아직은 시기 상조이나, 관련 숫자만 놓고 보면 여전히 불안하다. ① 7월의 단말 판매량은 2Q의 약 36% 수준이다. 2Q보다 판매량이 증가했다는 의미이다. ②5G 판매 비중은 2Q 25.7% → 3Q 30.8%로 높아졌다. 적어도 7월만 놓고 보면 보조금을 줄이진 못했을 것이다.

노트 10 출시 이후 시장 예상과 달리 공시지원금에 통신 3사의 비용 축소에 대한 의지가 담겨 있다. [표 6, 7 참조]. 노트10 공시지원금은 하향 안정화된 가운데, 갤럭시S10과 V50 모델에 대한 통신사업자 보조금도 축소되는 방향으로 전개되고 있다. 특히 다수의 현장에서 불법적 리베이트 지급이 만연하던 7~8월의 분위기에서 점차 진정되는 방향으로 시장 분위기가 감지되고 있다.

특히 8월 말 이후의 경쟁 완화는 구조적일 가능성이 있다. ①통신 3사의 현금 흐름 제약, ②전략적 우선순위 변화, ③킬러앱 후보 1순위 클라우드 게임의 성공 가능성이 근거이다.

3Q19 실적은 부진할 수 있으나, 방향성의 변화에 주목해야

7월~8월의 경쟁 상황으로 인해 3Q19 실적 개선에 대해 낙관하기 어려운 상황이다. 그래도 긍정적인 부분은 ①2Q19 보다는 경쟁 완화로 인해 실적 개선 분위기가 나타날 것으로 전망하고 있고, ②특히 ARPU관련 Outlook은 상당한 기대를 걸고 있다. 만에 하나 우리의 전망에 비해서도 실적이 부진하게 나온다고 하더라도, 현재의 경쟁 억제 의지만 유지해준다면 2020년 실적에 대한 낙관적 기대를 바탕으로 통신업종 주가의 상승 기조를 기대할 수 있을 것이다.

SK텔레콤 & LG유플러스 중심으로 비중 확대에 나설 시점

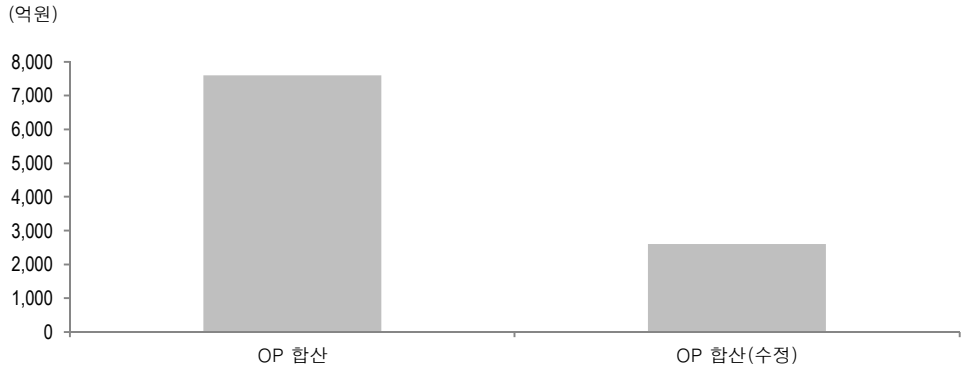
한국 통신업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 9월 들어 감지되는 구조적 경쟁 완화 진입은 2020년 마진 확장에 대한 기대를 높이고 있다. 주가의 걸림돌인 외국인 매도는 마진에 대한 컨빅션 이후, 순매수로 전환될 것이다. 특히 2019년 글로벌 통신업종 내에서 한국, 중국 통신업종의 부진은 선제적 5G 도입에 따른 비용 우려에 기인한 바, 마진이 확장되는 2020년에는 한국 통신업종의 주가 레벨업 과정이 전개될 것으로 전망된다. SK텔레콤과 LG유플러스에 대한 적극 매수 의견을 유지한다.

통신업, 어려운 데 왜 사야 하는가?

통신서비스 3사의 3Q19 실적은 시장 예상을 하회할 것으로 전망된다. [표 9 참조]

실적의 키는 마케팅비용이다. 이미 2Q19 실적에서 나타났듯이 5G 초기 국면에서 마케팅경쟁은 예상을 크게 뛰어 넘었다. 통신 3사는 밝히지 않고 있으나, 2Q에 집행된 마케팅비용 중 새롭게 자산화된 비용은 3사를 합쳐 5,000억원에 육박할 것으로 추정된다. 만약 구회계 기준이었다면 통신 3사의 2Q19 영업이익은 2,600억원 내외에 그쳤을 것으로 추정된다. 그만큼 통신 3사의 5G 초기 국면에서의 경쟁은 과열 그 이상이었고, 이에 대한 후유증은 2020년까지도 이어질 것으로 예상된다.

[그림 1] 구 회계 기준으로 환산한 통신 3 사의 2Q19 영업이익 추정



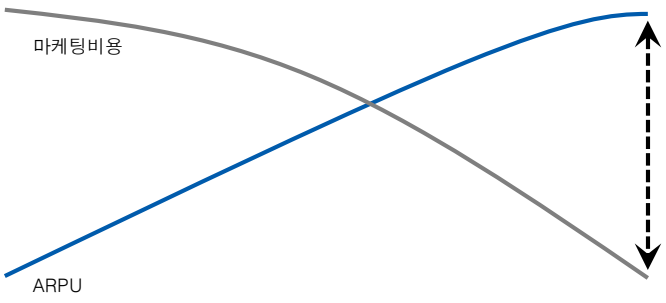
자료: 유안타증권 리서치센터

5,000억원의 자산화된 마케팅비용은 향후 2년에 걸쳐 매 분기 약 625억원의 비용 증가로 되돌아올 것이다. 하지만 이는 한편으로는 충분히 감내 가능한 수준이다. 통신 3사의 이동전화 서비스 매출액은 분기별로 6조원 수준이며, ARPU가 1%만 상승해도 600억원의 분기 매출 증가 효과가 나타나기 때문이다. 지금의 분위기라면 2019년 4분기까지 분기별로 1% 이상의 ARPU 상승이 예상되며, 만약 2020년 말까지 5G 가입자 비중 30%를 달성한다면 2020년 ARPU 증가율은 10%에 육박할 것으로 전망된다. 따라서 2Q19 마케팅비용의 지출은 충분히 감내할 수 있는 수준이었다. 문제는 이러한 과열 경쟁 양상이 지속될 경우이다. 분기별로 5,000억원의 자산화 과정이 4번만 반복되면 향후 감내 해야 할 비용 처리 규모는 2조원에 육박한다. 이 경우 분기별로 반영해야 할 마케팅비용 이연 규모는 5,000억원이다. ARPU가 10% 상승해서 매출액이 2.4조원 증가하더라도 마케팅비용 증가로 100% 상쇄되는 수준이다. 여기에 CAPEX 증가에 따른 감가상각비, 주파수 관련 무형자산 상각비, 임차료, 전력비, 인건비, 지급수수료 등의 OPEX 증가분을 고려 시, 오히려 마진율이 악화 되는 상황에 직면할 것이다.

생각보다 이른 시점에 ARPU가 반등했음에도 불구하고, 통신 3사의 부진한 주가 흐름은 원인이 명확했던 것이다.

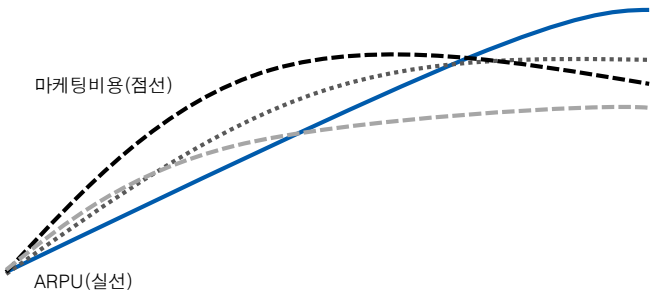
재무회계적 관점에서 5G가 LTE 당시(2012~2013)와 다른 점은 '매출과 비용 곡선이 같은 방향으로 전개되고 있다'는 점이다. [그림 2,3 참조]

[그림 2] LTE 당시(2012~2013)의 레버리지 효과



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 5G 의 매출/비용 곡선 방향의 일치 - 레버리지는 마케팅비용 통제가 변수

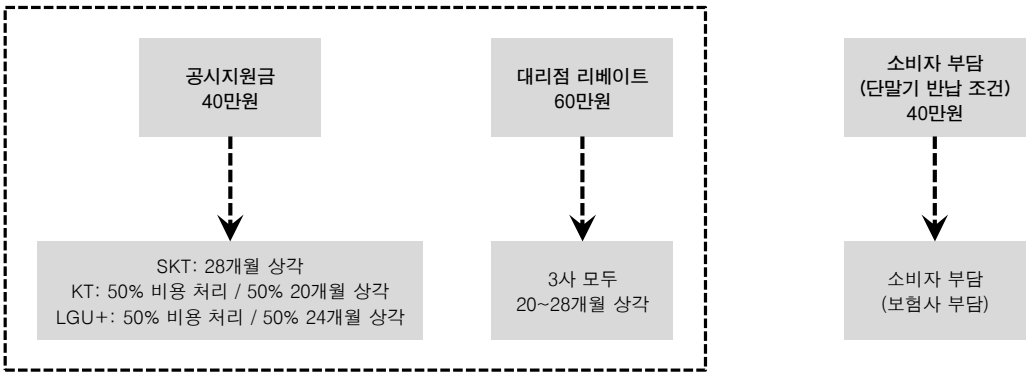


자료: 유안타증권 리서치센터

따라서 LTE 당시와 달리 투자자들은 5G 가입자의 기대 가입 기간의 수익과 비용을 따져야 하는 상황을 맞이하게 된 것이다. 앞서 설명한대로 ARPU가 분기별로 1%씩 상승하더라도 2Q19 수준으로 마케팅비용을 지출할 경우에는 오히려 2020년으로 진입하면서 영업이익률이 하락하는 결과를 목도할 수도 있다는 의미이다.

실제로 다음의 노트10 판매에 따른 회계 처리 방식에서 나타나듯이, 대리점 리베이트는 통신 3사 모두 자산화 → 20~28개월 상각 과정을 거치게 된다. 2Q와 같은 수준으로 과도한 대리점 리베이트 부담 시, 3사 예외 없이 2019년 하반기~2020년까지 마케팅비용 이연에 따른 부담에 노출되어 있다.

[그림 4] 노트 10 회계 처리 방식



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 보조금은 어떻게 회계적으로 반영되는가? - 2Q19 수준으로 경쟁 지속 시, 마케팅비용은 2 배 수준으로 증가

(만원)	공시지원금	리베이트	당기비용 반영	총 이연	다음 분기 이연
SKT	40	60	11	89	10
KT	40	60	32	68	10
LGU+	40	60	30	70	9

자료: 유안타증권 리서치센터

그래서 3Q19 이후의 마케팅경쟁 강도가 중요하다.

공식 통계 상으로는 7월까지 숫자가 업데이트 되어 있다. 따라서 3Q의 전체적인 Outlook를 측정하기에는 아직은 시기 상조이나, 관련 숫자만 놓고 보면 여전히 불안하다. 예를 들면 1Q와 2Q 비교 시, 단말기 총 판매량은 1Q 대비 4% 수준 정도로 증가했다. 하지만 마케팅비용의 증가 폭은 이를 크게 상회했다. 문제의 근원은 과도한 리베이트 지급이었다는 의미이다.

리베이트 규모를 사전적으로 추정하기는 불가능하다. 이를 간접적으로 체감할 수 있는 지표는 ① 판매량의 변화이다. 상식적으로 리베이트가 높아지면, 단말 판매량이 증가할 수 밖에 없다. 7월의 단말 판매량은 2Q의 약 36% 수준이다. 2Q보다 판매량이 증가했다는 의미이다. ②5G 단말기 판매 비중도 중요하다. 당연히 5G 단말기에 리베이트가 집중됐기 때문이다. 5G 판매 비중은 2Q 25.7% → 3Q 30.8%로 높아졌다. 적어도 7월만 놓고 보면 보조금을 줄이진 못했을 것이다.

[표 2] 통신 3사의 판매 현황 (단위: 명)

		1Q19	2Q19	7월	2Q 대비 7월 성과
신규+기변	SKT	2,110,944	2,094,267	825,975	39.4%
	KT	1,577,286	1,622,849	569,527	35.1%
	LGU+	1,321,548	1,481,372	473,855	32.0%
	합계	5,009,778	5,198,488	1,869,357	36.0%
5G 순증	SKT		530,346	260,895	49.2%
	KT		419,316	177,296	42.3%
	LGU+		387,203	136,649	35.3%
	합계		1,336,865	574,840	43.0%
5G 판매 비중	SKT		25.3%	31.6%	
	KT		25.8%	31.1%	
	LGU+		26.1%	28.8%	
	합계		25.7%	30.8%	

자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

8월 4주차 들어 분위기 반전

부정적인 이야기만 잔뜩 늘어놔서 미안하다. 그래서 긍정적인 시각을 준비했다.

노트 10 출시 이후 시장 예상과 달리 공시지원금에 통신 3사의 비용 축소에 대한 의지가 담기고 있다. [표 6, 7 참조]. 노트10 공시지원금은 하향 안정화된 가운데, 갤럭시S10과 V50 모델에 대한 통신사업자 보조금도 축소되는 방향으로 전개되고 있다. 특히 다수의 현장에서 불법적 리베이트 지급이 만연하던 7~8월의 분위기에서 점차 진정되는 방향으로 시장 분위기가 감지되고 있다.

8월 말 이후 경쟁의 방향성은 시장이 원하는 곳을 향해 움직이기 시작했다.

[표 3] 6/20 일 과열 초기 시점의 공시지원금 VS 요금할인 (단위: 만원)

갤럭시 S10 5G 256G					V50				
출고가 139.7만원					출고가 119.9만원				
요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+
55,000	지원금	42.5	40	40	55,000	지원금	47.3	33	33
	요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33
75,000	지원금	58		54.3	75,000	지원금	51		45
	요금할인	45		45		요금할인	45		45
89,000	지원금	63	61	61.5	89,000	지원금	55	48	51
	요금할인	53.4	48	51		요금할인	53.4	48	51
100,000	지원금		70	61.5	100,000	지원금		58	57
	요금할인		60	57		요금할인		60	57
130,000	지원금	63	78		130,000	지원금	58.9	60	
	요금할인	75.1	78			요금할인	75.1	78	

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 7/4 일 경쟁 완화 시점의 공시지원금 VS 요금할인 (단위: 만원)

갤럭시 S10 5G 256G					V50				
요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+
55,000	지원금	34.5	30	29.3	55,000	지원금	34.5	30	30.5
	요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33
75,000	지원금	41		35.8	75,000	지원금	41		36.2
	요금할인	45		45		요금할인	45		45
89,000	지원금	48	38	39	89,000	지원금	48	38	40.8
	요금할인	53.4	48	51		요금할인	53.4	48	51
100,000	지원금		45	43.3	100,000	지원금		45	45.5
	요금할인		60	57		요금할인		60	57
130,000	지원금	51.4	78		130,000	지원금	56.4	55	
	요금할인	75.1	78			요금할인	75.1	78	

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 8/6 일 과열 시점의 공시지원금 VS 요금할인 (단위: 만원)

갤럭시 S10 5G 256G					V50				
요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+
55,000	지원금	40	40	40	55,000	지원금	40	40	40
	요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33
75,000	지원금	58		54.3	75,000	지원금	57		54.3
	요금할인	45		45		요금할인	45		45
89,000	지원금	63	61	61.5	89,000	지원금	61	57	61.5
	요금할인	53.4	48	51		요금할인	53.4	48	51
100,000	지원금		70	61.5	100,000	지원금		65	61.5
	요금할인		60	57		요금할인		60	57
130,000	지원금	63	70	61.5	130,000	지원금	61	65	61.5
	요금할인	75.1	78	69		요금할인	75.1	78	69

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 8/20일 노트 10 출시 이후 공시지원금 VS 요금할인 (단위: 만원)

갤럭시 S10 5G 256G					V50					노트10 256G				
출고가 139.7만원					출고가 119.9만원					출고가 139.7만원				
요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+
55,000	지원금	40	40	40	55,000	지원금	40	40	40	55,000	지원금	28	28	28
	요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33
75,000	지원금	58		54.3	75,000	지원금	57		54.3	75,000	지원금	38		36
	요금할인	45		45		요금할인	45		45		요금할인	45		45
89,000	지원금	63	61	61.5	89,000	지원금	61	57	61.5	89,000	지원금	42	40	40
	요금할인	53.4	48	51		요금할인	53.4	48	51		요금할인	53.4	48	51
100,000	지원금		70	61.5	100,000	지원금		65	61.5	100,000	지원금		45	43
	요금할인		60	57		요금할인		60	57		요금할인		60	57
130,000	지원금	63	70	61.5	130,000	지원금	61	65	61.5	130,000	지원금	42	45	43
	요금할인	75.1	78	69		요금할인	75.1	78	69		요금할인	75.1	78	69

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 9/15일 축소되고 있는 공시지원금 VS 요금할인 (단위: 만원)

갤럭시 S10 5G 256G					V50					노트10 256G				
출고가 139.7만원					출고가 119.9만원					출고가 139.7만원				
요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+	요금구간		SKT	KT	LGU+
55,000	지원금	41	40	40	55,000	지원금	41	40	40	55,000	지원금	28	28	28
	요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33		요금할인	33	33	33
75,000	지원금	51		54.3	75,000	지원금	51		54.3	75,000	지원금	38		36
	요금할인	45		45		요금할인	45		45		요금할인	45		45
89,000	지원금	55	61	61.5	89,000	지원금	42	57	61.5	89,000	지원금	42	40	40
	요금할인	53.4	48	51		요금할인	55	48	51		요금할인	53.4	48	51
100,000	지원금		70	61.5	100,000	지원금		65	61.5	100,000	지원금		45	43
	요금할인		60	57		요금할인		60	57		요금할인		60	57
130,000	지원금	55	70	61.5	130,000	지원금	55	65	61.5	130,000	지원금	42	45	43
	요금할인	75.1	78	69		요금할인	75.1	78	69		요금할인	75.1	78	69

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

8월 말 이후의 경쟁 완화는 일시적인가? 구조적인가?

상식적으로 생각하면 구조적이다.

①현재의 현금 흐름으로는 CAPEX, 주파수, 마케팅비용을 동시에 감당할 수 없다. 사채, 차입금 등을 계속 늘릴 각오가 부족하다면, 2019년 4분기 이후로는 마케팅비용, 2020년 이후로는 CAPEX를 낮출 것이다. *※SK텔레콤의 박정호 대표는 5G에서는 전국망을 고집하지 않겠다고 언급했음*

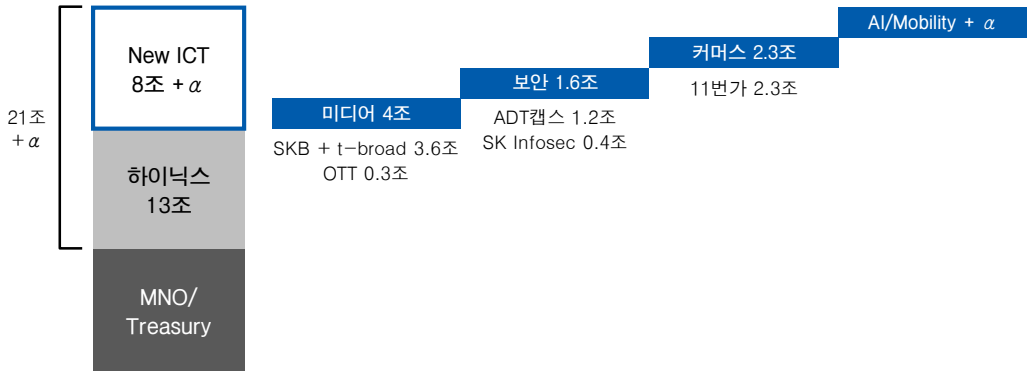
[표 8] 별도 기준 통신 3 사의 현금 흐름 (2019) (단위: 억원)

(억원)	EBITDA	CAPEX + 주파수 비용	배당	세금	차이
SKT	38,000	31,633	7,174	2,900	-3,707
KT	39,000	34,384	2,696	3,244	-1,324
LGU+	27,000	26,224	1,746	1,685	-2,655

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

②적어도 SK텔레콤과 LG유플러스는 더 이상 '통신업'만 바라보지 않는다. SK텔레콤의 박정호 대표는 제주도 IR을 통해 ARPU, 가입자 수 등에 집착하지 않을 것임을 시사했으며, 통신은 동사가 향후 통합 제공할 커머스, 미디어, 보안 등 다양한 생활 플랫폼의 구성 요소로 포지셔닝 될 것임을 암시했다. LG유플러스 역시 CJ헬로 인수 외에도 다양한 콘텐츠, 플랫폼 사업 영역으로의 전략적 대응을 준비 중에 있다.

[그림 5] More than MNO by SK 텔레콤 - NON MNO 가치는 21 조원 이상



자료: SKT, 유안타증권 리서치센터

③생각 이상의 과열 경쟁은 5G 가입자를 모아야 하는 상황에서 소비자를 유인할 수 있는 Something이 없었던 점에서 시작됐다. 5개월의 기다림 끝에 통신 3사가 내놓은 해결책은 '클라우드 게임'이다. LG유플러스는 엔비디아와 9월(무료체험), SK텔레콤은 마이크로소프트와 2020년 초, KT도 글로벌 플랫폼 파트너와 관련 서비스를 준비 중에 있다. 클라우드 게임을 진행하기 위해서는 5G 고객으로 제약 조건을 걸 예정이기 때문에, 서비스의 확산과 5G의 확산은 서로 연계되어 있다고 볼 수 있다.

[그림 6] 엔비디아 – LG 유플러스에서 시연한 지포스 나우 클라우드 게임

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 마이크로소프트 – SK 텔레콤에서 시연한 클라우드 게임

자료: 유안타증권 리서치센터

3Q19까지는 실적 부진 지속 → 하지만 지금은 방향성에 베팅을

앞서 언급한 대로 7월~8월의 경쟁 상황으로 인해 3Q19 실적 개선에 대해 낙관하기 어려운 상황이다. 9월 들어 경쟁이 완화되고는 있으나, 실적 개선으로 돌리기에는 역부족일 것으로 전망하고 있다. 그래도 긍정적인 부분은 ①2Q19 보다는 경쟁 완화로 인해 실적 개선 분위기가 나타날 것으로 전망하고 있고, ②특히 ARPU관련 Outlook은 상당한 기대를 걸고 있다. 이미 3분기 말 기준 전체 가입자의 6% 이상의 5G 비중을 달성할 것으로 전망하고 있고, 2Q와 달리 3Q부터는 5G 가입자 효과가 ARPU에 본격적으로 반영될 것이기 때문이다. 최소한 전 분기 대비 1% 이상의 ARPU 상승률을 전망한다. ③홈쇼핑 계약 분이 실적에 반영되는 SK텔레콤, LG유플러스의 경우에는 영업이익 개선 효과까지도 기대하게 한다. 만에 하나 우리의 전망에 비해서도 실적이 부진하게 나온다고 하더라도, 현재의 경쟁 억제 의지만 유지해준다면 2020년 실적에 대한 낙관적 기대를 바탕으로 통신업종 주가의 상승 기조를 기대할 수 있을 것이다.

[표 9] 통신사 실적 추정 및 컨센서스 비교 (단위: 십억원)

매출액	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18	1Q 19	2Q 19	3Q 19E	컨센서스	대비
SK 텔레콤	4,182	4,154	4,186	4,352	4,335	4,437	4,510	4,475	1%
KT	5,710	5,807	5,948	5,995	5,834	6,099	6,034	6,108	-1%
LG 유플러스	2,980	2,981	2,992	3,173	3,020	3,200	3,144	3,194	-2%
영업이익	**1Q 18**	**2Q 18**	**3Q 18**	**4Q 18**	**1Q 19**	**2Q 19**	**3Q 19E**	**컨센서스**	**대비**
SK 텔레콤	325	347	304	225	323	323	327	348	-6%
KT	397	399	369	96	402	288	303	329	-8%
LG 유플러스	188	211	228	104	195	149	172	171	1%
영업이익률	**1Q 18**	**2Q 18**	**3Q 18**	**4Q 18**	**1Q 19**	**2Q 19**	**3Q 19E**		
SK 텔레콤	8%	8%	7%	5%	7%	7%	7%		
KT	7%	7%	6%	2%	7%	5%	5%		
LG 유플러스	6%	7%	8%	3%	6%	5%	5%		
세전계속사업이익	**1Q 18**	**2Q 18**	**3Q 18**	**4Q 18**	**1Q 19**	**2Q 19**	**3Q 19E**	**컨센서스**	**대비**
SK 텔레콤	907	1,163	1,302	604	468	353	268	361	-26%
KT	353	391	334	13	398	284	216	285	-24%
LG 유플러스	162	189	208	89	176	132	124	153	-19%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 10] 5G 비중과 ARPU 상승률에 대한 가정 (단위: 원)

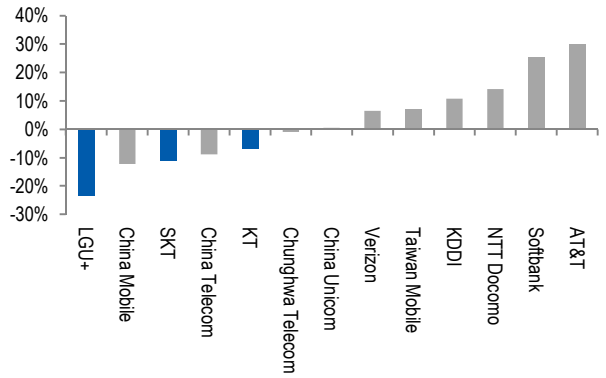
세대	ARPU	비중	세대	ARPU	비중	세대	ARPU	비중	세대	ARPU	비중
2G	13,000	3%	2G	13,000	3%	2G	13,000	3%	2G	13,000	3%
3G	23,000	8%	3G	23,000	8%	3G	23,000	8%	3G	23,000	8%
4G	31,127	84%	4G	28,819	79%	4G	26,512	74%	4G	24,204	69%
5G	**61,125**	**5%**	**5G**	**61,125**	**10%**	**5G**	**61,125**	**15%**	**5G**	**61,125**	**20%**
Average		32,653	Average		33,319	Average		33,986	Average		35,323
상승률		2.0%	상승률		4.1%	상승률		6.2%	상승률		10.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

적극적으로 비중 확대에 나서야 할 시점. SK텔레콤 & LG유플러스로 비중 확대!

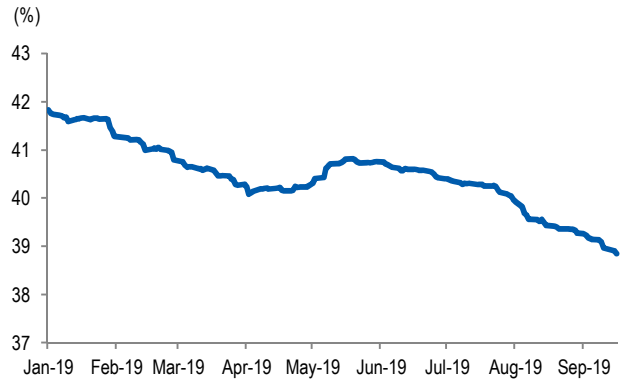
한국 통신업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 9월 들어 감지되는 구조적 경쟁 완화 진입은 2020년 마진 확장에 대한 기대를 높이고 있다. 주가의 걸림돌인 외국인 매도는 마진에 대한 컨빅션 이후, 순매수로 전환될 것이다. 특히 2019년 글로벌 통신업종 내에서 한국, 중국 통신업종의 부진은 선제적 5G 도입에 따른 비용 우려에 기인한 바, 마진이 확장되는 2020년에는 한국 통신업종의 주가 레벨업 과정이 전개될 것으로 전망된다. SK텔레콤과 LG유플러스에 대한 적극 매수 의견을 유지한다.

[그림 8] 연초 대비 글로벌 주요 통신사업자의 주가 수익률



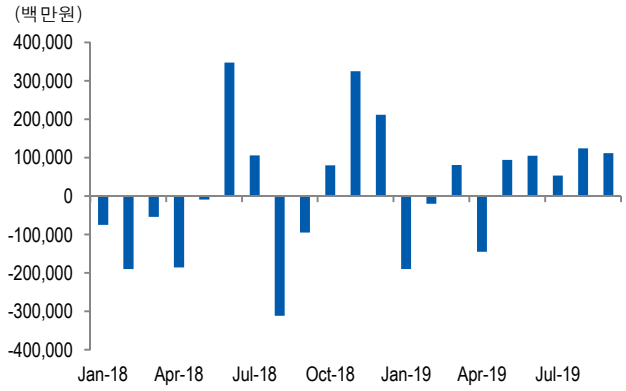
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] SK 텔레콤 외국인 지분율 추이



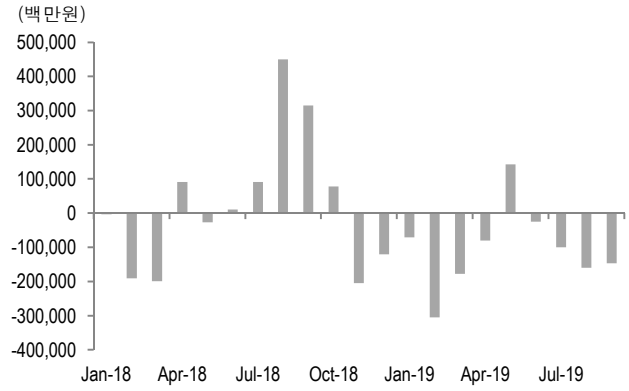
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 통신 3 사 기관 순매수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 통신 3 사 외국인 순매수 추이

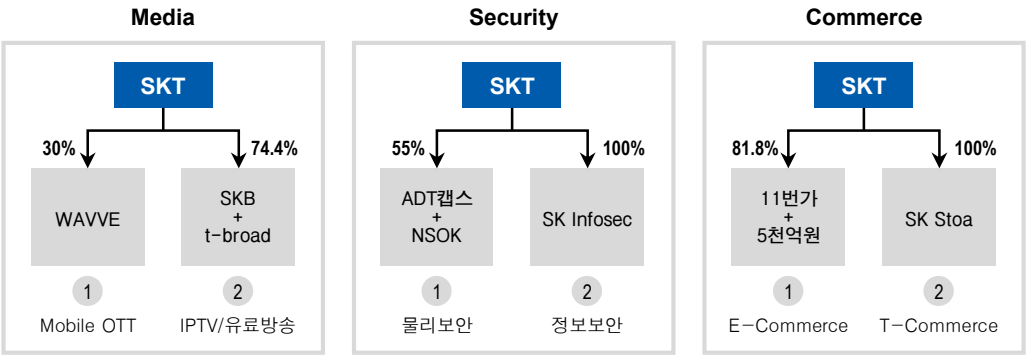


자료: 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤(목표주가 : 34만원) : 다른 길을 간다

SK텔레콤은 외국인 매도가 집중되면서 최근의 전략적 변화에 대한 긍정적 효과가 전혀 주가에 반영되지 못했다. ①5G 시장에서는 평균 수준의 성과를 유지하며, 2020년에는 매출 〉 비용의 결과를 도출할 것으로 전망된다 ②비통신 가치는 이미 20조원에 육박하는 상황에서 커머스, OTT 분야에서 글로벌 플레이어와 합작(전략적 제휴) 등이 성사되면 비통신 가치를 단기간에 시가총액에 반영 시켜 나갈 수 있을 것으로 전망된다. 특히 동사가 제시하고 있는 생활 가치 서비스의 통합 플랫폼 운영 전략은 통신 3사 중 동사만 유일하게 제공할 수 있는 전략이다. 이 부분에 대한 정성적 가치 반영이 전혀 이뤄지지 않고 있다고 판단되며, 2019년 하반기 ~ 2020년의 기간 중 동 전략이 일부라도 시장에서 Working하는 시점에서 시가총액의 급격한 증가를 목도하게 될 가능성이 높다. BM을 추종하는 펀드라면 SK텔레콤을 최소한 중립 이상으로 채워야 할 것이다.

[그림 12] SK 텔레콤의 New ICT 포트폴리오



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스(목표주가 : 2.1만원) : Pure player 매력, 2020년 극대화

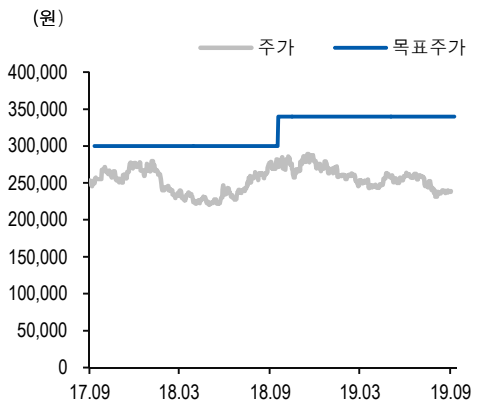
LG유플러스는 Pure player로서의 투자 매력을 2020년에 극대화 할 것으로 전망된다. ①5G 초기 경쟁 국면에서 3사 중 유일하게 누적 점유율 대비 좋은 성과를 올리고 있는 상황이다. 물론 경쟁이 과열된 7~8월 사이 주춤했으나, 여전히 순증 시장에서 23~25% 수준의 점유율을 챙기고 있다. ARPU 증가율만 High single 수준을 달성한다면, 2020년 매출 증가율은 4~5%에 달할 것으로 전망된다. 경쟁 완화에 대한 합의가 장기간 지속될 경우, 2020년 마진 확장의 극대화라는 관점에서 동사에 대한 적극적 비중 확대에 나서야 한다. ②CJ헬로 인수에 대한 정부 승인 과정에서의 불확실성은 사실상 제거됐으며, 2020년에는 매출 1.15조원, 영업이익 600억원의 연결 편입 효과를 기대할 수 있을 것이다. 재무적 측면에서는 결제 사업에 대한 매각 시도를 통해 CJ헬로 인수 금액의 1/3 이상을 조달할 수 있을 것으로 전망된다. 채권 발행 시 적용 금리는 1%대 후반 수준으로 연결 편입에 따른 이익 증가 효과가 관련 재무적 부담을 100% 이상 상쇄할 것으로 전망된다. ③향후 2~3년 내 LG유플러스는 CJ헬로를 합병 추진할 것으로 전망된다. 소규모 합병을 당연히 희망할 것이고, 이를 위한 회사의 전략적 대응에 주목해야 할 것이다.

[표 11] 5G 가입자 공식 통계 (단위: 명)

5G 가입자 수	4월	5월	6월	7월
SKT	95,265	319,976	530,346	791,241
KT	104,696	251,541	419,316	596,612
LGU+	71,725	212,698	387,203	523,852
합계	271,686	784,215	1,336,865	1,911,705
점유율	4월	5월	6월	7월
SKT	35.1%	40.8%	39.7%	41.4%
KT	38.5%	32.1%	31.4%	31.2%
LGU+	26.4%	27.1%	29.0%	27.4%
5G 순증	4월	5월	6월	7월
SKT	95,265	224,711	210,370	260,895
KT	104,696	146,845	167,775	177,296
LGU+	71,725	140,973	174,505	136,649
순증 점유율	4월	5월	6월	7월
SKT	35.1%	43.8%	38.1%	45.4%
KT	38.5%	28.7%	30.4%	30.8%
LGU+	**26.4%**	**27.5%**	**31.6%**	**23.8%**
인당 데이터(GB)	4월	5월	6월	7월
4G	8.5	9.2	9.1	9.7
5G	22.9	18.7	23.9	24.6

자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-19	BUY	340,000	1년		
2018-10-02	BUY	340,000	1년		
2018-09-25	1년 경과 이후		1년	-7.50	-6.00
2017-09-25	BUY	300,000	1년	-16.88	-6.00
2017-07-27	BUY	330,000	1년	-24.60	-14.09

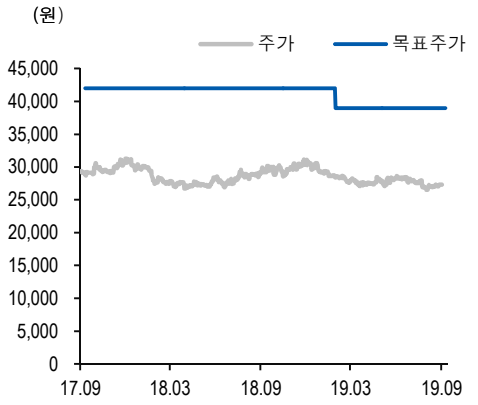
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

KT (030200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-19	BUY	39,000	1년		
2019-02-13	BUY	39,000	1년		
2018-09-25	1년 경과 이후		1년	-29.20	-25.83
2017-09-25	BUY	42,000	1년	-31.11	-25.48
2017-03-09	BUY	45,000	1년	-31.10	-21.33

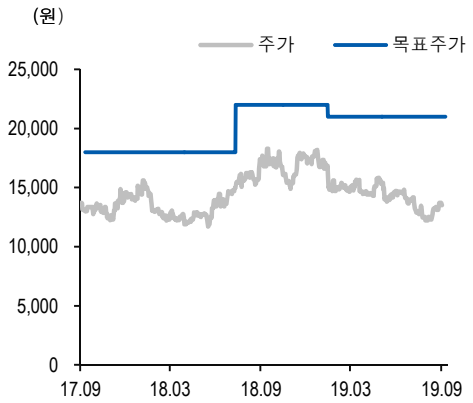
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG 유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-19	BUY	21,000	1년		
2019-01-29	BUY	21,000	1년		
2018-07-26	BUY	22,000	1년	-24.34	-16.82
2017-09-25	BUY	18,000	1년	-25.91	-13.33
2017-07-27	BUY	20,000	1년	-26.26	-15.25

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자:최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.