

Strategy Idea



▲ 통신/미디어
Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

2020년 전망 시리즈 8

통신_Harvesting(해설판)

- ✓ 2019년 국내 통신주는 5G 상용화에도 불구하고 비용 우려 부각되며 KOSPI 수익률 하회
- ✓ 2020년 국내 통신주 업황은 상중하고 전망, 투자전략은 상반기 비중확대 전략이 유효
- ✓ 5G 가입자 성장에 기반한 무선 ARPU 및 매출액 성장이 비용 성장을 상쇄하며 중장기 실적 개선 사이클에 진입

시나리오별 2020년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
추가 결정 요인	1. 무선 ARPU	킬러 콘텐츠	5G 가입자 성장 둔화	5G 가입자 점진적 증가
		요금 인하 규제	선약할인을 30% 상향 등 고강도 요금 규제	시민단체 등의 요금제 지적
		단말기 수급	5G 단말 수급 차질 및 출시 지연 → 무선 ARPU 하락 반전	플래그십 위주 5G 단말기 확대 → 무선 ARPU 점진적 증가
	2. 마케팅 경쟁	통신사 전략 변화	가입자 확보를 위한 출혈경쟁으로 선회	현재 수준에서 경쟁 지속
		정부 불법 보조금 규제	규제 부재로 경쟁 심화	공정위 주기적 조사로 경쟁 완화
		→ 영업비용 증가 및 마진 악화 외국인 투자 심리 악화	→ 영업비용 및 마진 점진적 개선 외국인 투자 심리 점진적 개선	→ 영업비용 및 마진 가파른 개선 외국인 투자 심리 빠르게 개선
	3. CAPEX	네트워크 품질 이슈	기계 성능 저하로 추가적 장비 설치	현재 수준의 기지국 및 장비 설치
		SA 상용화	예상보다 비싼 SA 상용화 비용 → 예정 대비 높은 CAPEX 지출	예상하는 수준의 SA 상용화 투자 비용 → 가이드선 내에서 CAPEX 집행
산업 투자 전략		비중 축소	비중 유지	비중 확대
		<ul style="list-style-type: none"> 무선ARPU 등 및 영업이익률 등 주요지표 악화 추세 지속 규제 강화 및 비용 증가에 따라 배당 안정성에도 의구심 발생. 외국인 투자 심리 악화 본업보다 연결자회사의 실적 개선이 기대되는 SK텔레콤 선호 	<ul style="list-style-type: none"> 2019년 대비 무선ARPU 및 영업이익률 등 주요 지표 점진적 개선 전망 현재 10년 내 저점 수준인 외국인투자분율 반등 시작 섹터 전반적으로 주가 상승이 기대되나, 연결 자회사 실적 개선세 등 추가적인 장점이 있는 SK텔레콤 선호 	<ul style="list-style-type: none"> 무선매출의 가파른 상승이 그대로 이익 상승으로 이어질 전망 기존 통신주가 가진 배당 및 안정성 뿐만 아니라 성장주로서 매력 발생 현 주가 수준에서는 중목을 가리지 않고 섹터 전체 적극적 매수 필요
Top-Picks		SK텔레콤	SK텔레콤	SK텔레콤, KT, LG유플러스

2019 Review: No pain, no gain

2019년 부진한 수익률을 보여준 통신주

2019년 KOSPI는 미중 무역분쟁 등 대내외 불확실성 속에서 연초 대비 +7.5% 수익률을 기록했다. 반면, 통신업종 주가지수는 실적 부진과 외국인 투자자 이탈로 KOSPI 수익률을 하회했다. 통신 3사는 각각 연초 대비 KT -9.5%, SK텔레콤 -10.3%, LG유플러스 -22.6%의 주가 수익률을 기록했다.

비용 증가가 주요 요인

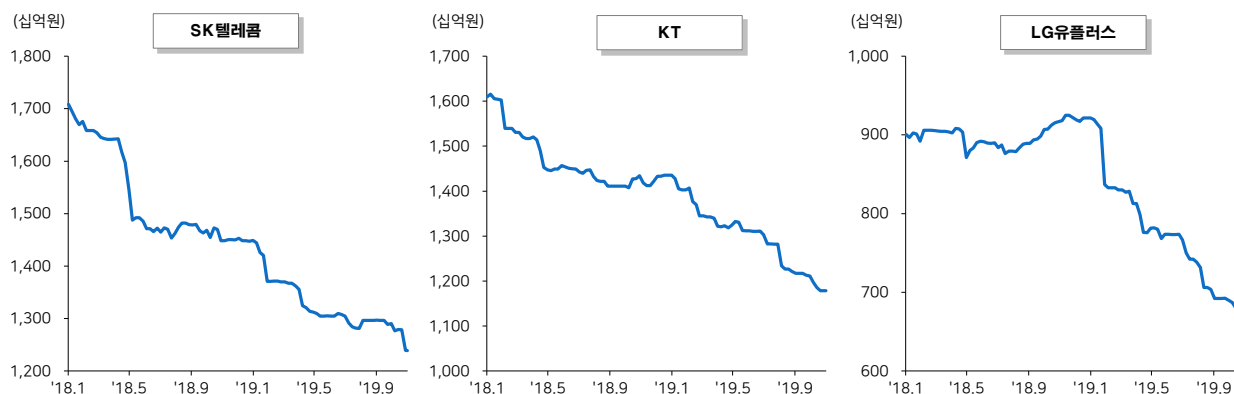
비용 증가로 인한 수익성 악화가 주가 하락의 주 요인이었다. 4월 5G 상용화 이후 투자センチ먼트 개선으로 인한 단기적인 반등이 나타난 것을 제외하면, 통신3사의 실적 발표 때마다 대규모 CAPEX 및 마케팅 경쟁에 대한 우려가 불거지면서 주가 하락으로 이어졌다. 비용 우려는 컨센서스 하락으로 이어졌는데, 통신 3사의 2019년 영업이익 컨센서스는 2018년 초 대비 -25~30% 가량 하향 조정되는 모습을 보여줬다.

그림1 2019년 국내 통신업종 주가지수와 주요 이벤트



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림2 통신 3사 2019년 영업이익 컨센서스 하향 조정



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

국내 뿐만 아니라 아시아 통신주가 전반적으로 부진

국내뿐만 아니라 중국, 일본, 싱가포르, 말레이시아 등 아시아 통신주가 전반적으로 부진한 상황이다. 대표적으로, 중국은 상대적으로 저렴한 5G 요금제를 발표했음에도 불구하고 추후 정부에 의한 요금 인하 가능성이 높게 점쳐지며 주가 하락으로 이어지고 있다. 태국, 말레이시아 등 기타 국가 통신사업자 수익률도 부진하다. 다만, LTE 보급률 포화로 어려움을 겪고 있는 일본 통신사들은 5G 전환에 속도를 붙이고 있는 상황이며 최근 이에 따른 투자 심리 개선이 나타나는 상황이다.

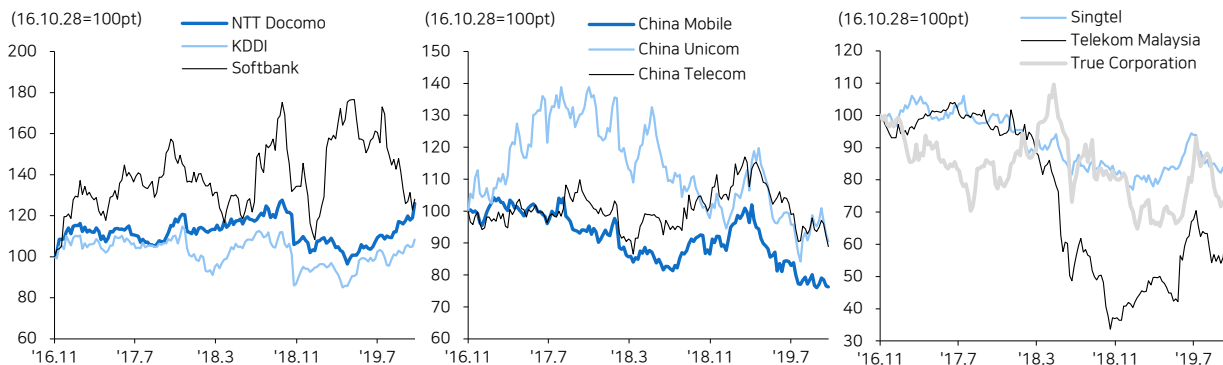
역사적 저점 수준까지 떨어진 외국인 지분율

비용 우려 및 아시아 통신주에 대한 전반적인 투자 심리 악화는 외국인지분율 하락으로 이어졌다. SK텔레콤, KT, LG유플러스의 외국인지분율은 각각 37.8%, 48.5%, 37.5%로 역사적 저점 수준이다. 전통적으로 국내 통신업종 주가지수는 외국인 지분율과 높은 상관 관계를 나타내는데, 이에 따라 주가 하락도 지속됐다.

배당을 계기로 수급 개선 예상

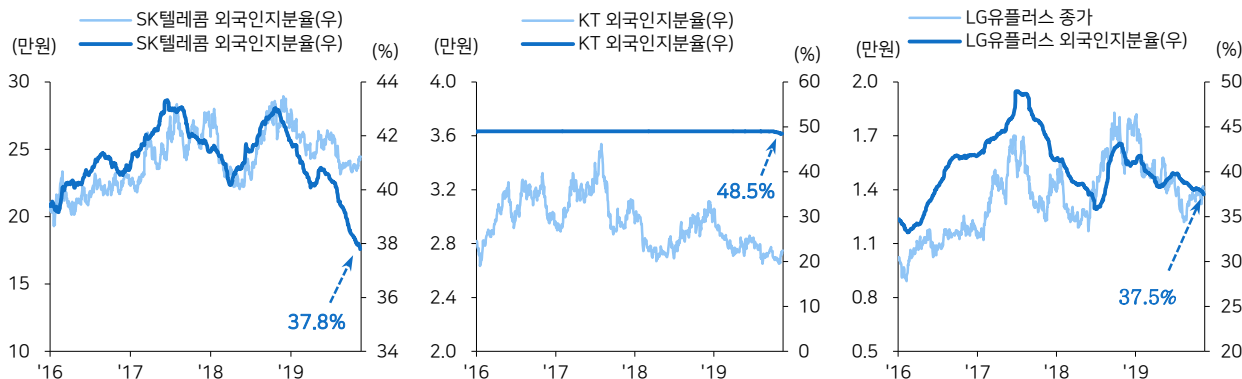
다만, 2020년 실적 개선에 대한 기대감이 유효한 가운데 연말 배당 시즌을 앞두고 수급 개선이 전망된다. 현재 국내 통신 3사의 시가배당률은 SK텔레콤 4.3%, KT 4.2%, LG유플러스 3.2%로 밴드 상 저점 수준이다.

그림3 아시아 주요통신사 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 통신3사 주가 및 외국인 지분율 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2020 Outlook: Harvesting

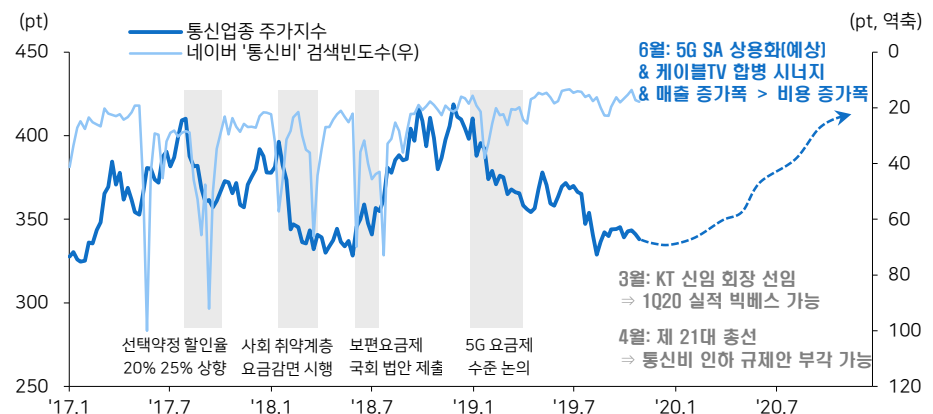
2020년 통신업종 업황은
상승하고

2020년 국내 통신업종 업황은 상승하고가 예상된다. 상반기에는 비용 증가 영향이 지속됨에 따라 뚜렷한 실적 개선 효과를 기대하긴 어려운 상황이며, 3월 KT CEO 교체에 따른 단기 실적 불확실성, 4월 총선 전 통신비 인하 규제안 부각 등 외부 변수 또한 존재한다. 하반기에는 약 1천만명에 달하는 5G 가입자 기반의 매출 성장이 본격화될 전망이며, SK텔레콤-티브로드, LG유플러스-CJ헬로의 케이블TV 인수&합병 시너지도 기대된다.

5G 가입자는 빠른 속도로
증가할 전망

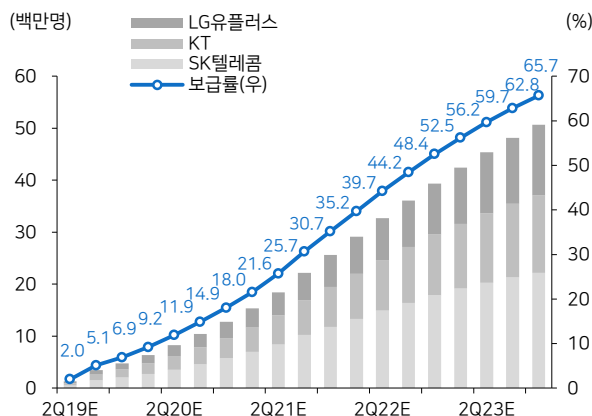
빠른 5G 가입자 성장은 2020년 주가 상승을 이끌 주요 동력이다. 5G 서비스는 4월 3일 첫 상용화 이후 9월 말 기준 총 347만명의 가입자를 확보(SK텔레콤 154만명 / KT 106만명 / LG유플러스 88만명)했다. 이 추세를 감안할 때 연말 기준 5G 가입자는 474만명으로 증가할 전망이다. 점유율 측면에서는 초기 LG유플러스가 30% 가까운 점유율을 확보하며 선전했으나, 최근에는 4G LTE 점유율에 수렴하고 있다. (9월말 기준 SK텔레콤 44.3%, KT 30.4%, LG유플러스 25.2%)

그림5 통신업종 2020년 주가 전망



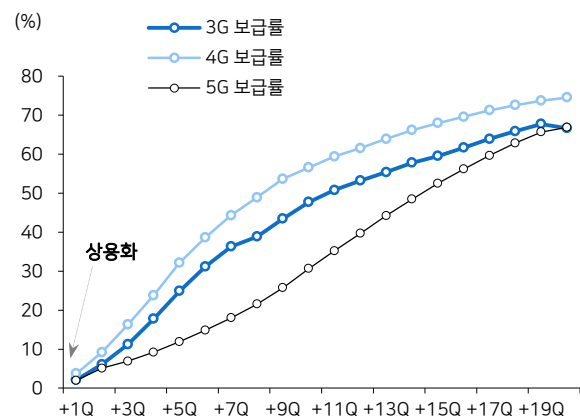
주: 네이버 트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역추 그래프
자료: WiseFn, 네이버 트렌드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 통신 3사 5G 가입자 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 3G/4G/5G 보급률 비교



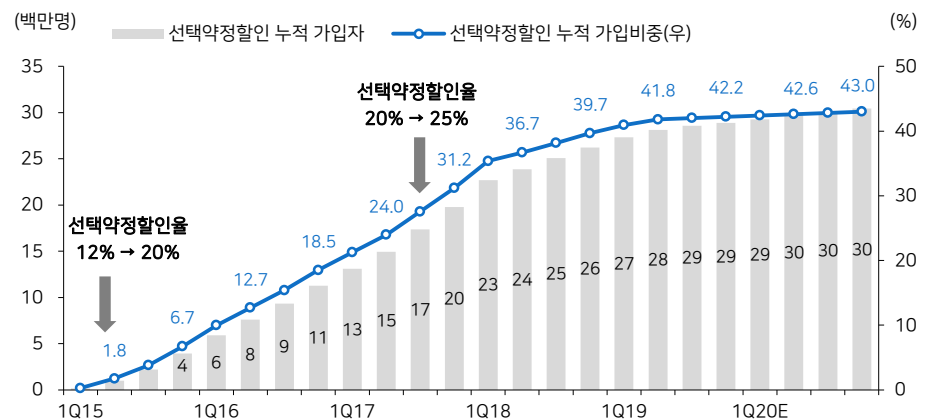
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

선택약정할인 가입자 증가 둔화로 무선ARPU 반등 계기 마련

한편, 하락 추세를 멈추고 상승 사이클을 맞이하는 무선ARPU의 반등을 주목할 필요가 있다. 2014년 단통법 시행 이후 무선ARPU는 꾸준히 하락해왔다. 선택약정할인율을 기존 12%에서 20%로 상향했고('15년 4월), 이후 20%에서 25%로 재차 상향했기 때문이다('17년 9월). 3Q19 기준 통신 3사 합산 선택약정할인 가입자수는 2,858만명(전체 가입자의 42.0%)으로 추정된다.

하지만, 선택약정할인 가입자에 따른 무선 ARPU 하락은 1Q19 기준으로 저점을 찍은 것으로 확인된다. 과거 분기당 180만명 가까이 신규 유입되던 선택약정할인 가입자는 최근 50만명 수준으로 감소했다. 이에 따라 2Q19 반등에 성공한 무선 ARPU는 향후 3~4년간 상승 사이클을 지속할 전망이다.

그림8 통신 3사 선택약정할인 가입자수 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 통신 3사 이동전화수익 및 무선 ARPU



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

2020년 통신업종 주요 변수:
무선ARPU, 마케팅비용,
감가상각비

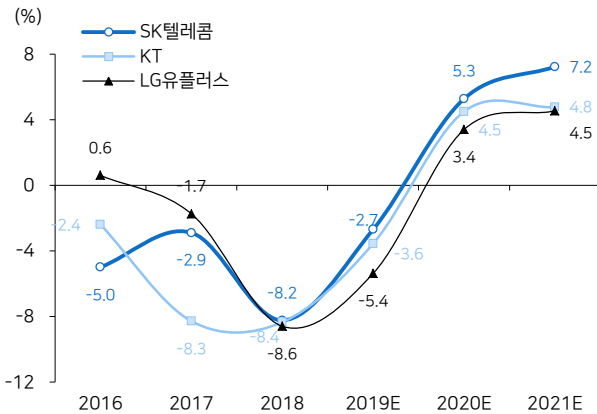
2020년 통신 업종의 실적 및 주가를 결정하는 핵심 요인은 크게 세 가지, 무선 ARPU, 마케팅비용, 감가상각비가 될 것으로 판단한다. 이에 따라, 당사는 이 세 가지 변수에 대한 시나리오 분석을 집중적으로 시행하여 2020년 통신 업종 실적 및 주가를 정확히 전망하려고 시도했다.

5G요금제 침투에 따라 무선ARPU
와 무선매출액 성장 본격화

우선 무선ARPU의 경우 주요 변동 요인은 5G 요금제 침투에 따른 영향이 될 것으로 판단한다. 이에 따라 5G 효과를 집중적으로 분석했다.(자세한 가정 및 분석, 결과는 11/7 발간 '2020년 통신서비스 연간전망: Harvesting' p.23~26 참고)

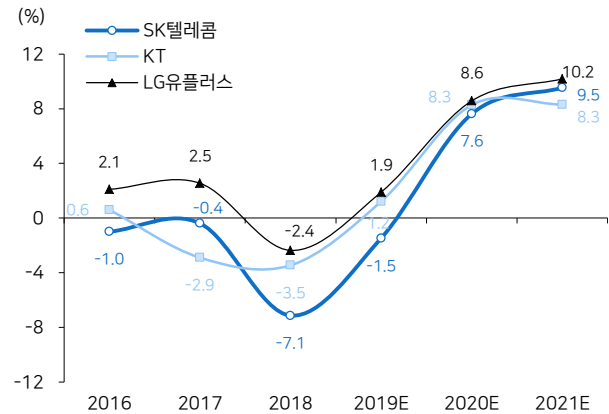
결론적으로, 5G 보급률이 20%에 육박하는 2020년부터는 무선 ARPU와 무선매출 성장에 본격화될 것으로 판단한다. 2Q19 분기 반등에 성공한 무선 ARPU는 2020년에는 전년 대비 +4.8% 성장하며 상승세를 지속할 것이다. 이에 따른 5G 매출액은 2019년 1.2조원 규모로 추정되며, 2022년 17.1조원으로 LTE 매출액을 역전할 것으로 예상된다.

그림10 통신 3사 무선 ARPU 성장률 추이 및 전망



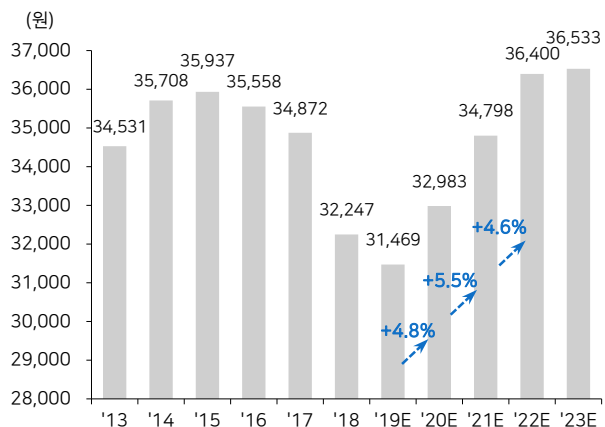
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 통신 3사 무선 매출액 성장률 추이 및 전망



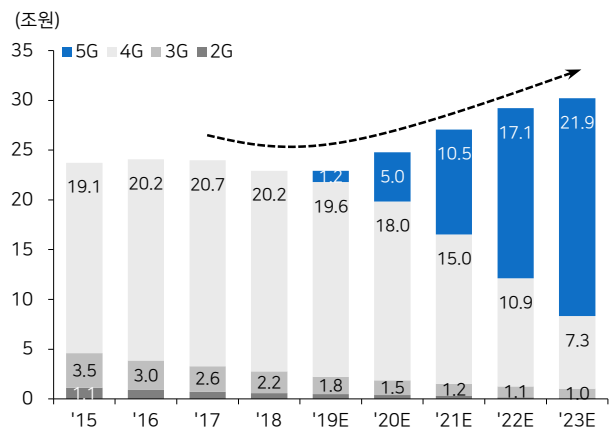
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 통신업종 무선 ARPU 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 통신업종 세대별 무선 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

IFRS15 도입에 따라 마케팅비용 전망은 3사 각각 상이

다음으로, 마케팅비용의 경우 IFRS15 도입 영향이 주요 변수로 작용할 것으로 판단한다. 마케팅비용 모두를 당기에 비용으로 인식하는 회계 기준과 달리, IFRS15는 일부는 당기에 비용으로 인식, 일부는 자산화하여 상각하게 된다.

결론적으로, 자산화되는 비중(70%)이 많은 SK텔레콤의 2020년 마케팅비용은 전년 대비 +6.6% 증가가 예상된다. KT와 LG유플러스는 판매수수료 중 자산화되는 비중(56%)이 상대적으로 적으나, 최근 2년간 적은 마케팅비용을 집행한 KT의 경우 향후 빠른 속도로 비용 감소가 예상된다.

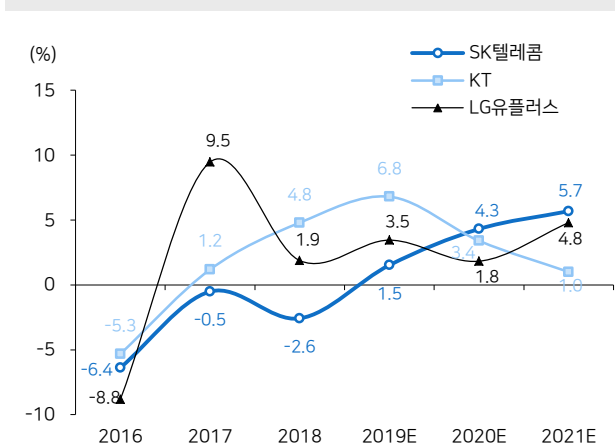
도입 영향의 이해를 돕기 위해 <그림16,17>을 통해 예시를 들었다. 예시 상황은, 출고가 80만원 단말기 구매, 월 5만원 요금제 사용(총요금 120만원 = 5만원 x 24개월)한 경우이다. 공시지원금 선택 시 출고가 지원금으로 20만원을 지원 받으며 단말기 실거래가는 60만원이다. 선택약정할인 선택 시 월 25% 요금할인 적용으로 실거래 요금은 총 90만원 수준이다.

그림14 IFRS15 도입에 따른 판매수수료 처리 방식 비교

비고		SK 텔레콤	KT	LG 유플러스
유선 판매수수료	유무	X	○	○
	비중	0%	25%	25%
	회계처리	-	33 개월 상각	36 개월 상각
단말기 판매수수료	유무	X	○	○
	비중	0%	21%	21%
	회계처리	-	당기 인식	당기 인식
멤버십&유지 보너스	유무	○	○	○
	비중	30%	23%	23%
	회계 처리	당기 인식	당기 인식	당기 인식
무선 판매수수료	유무	○	○	○
	비중	70%	32%	32%
	회계 처리	28 개월 상각	20 개월 상각	24 개월 상각

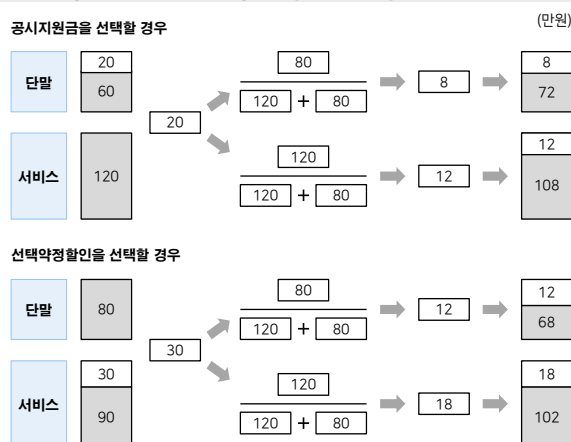
주: 각각의 퍼센티지는 판매수수료 내에서 차지하는 비중
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 통신 3사 판매수수료 증감률 추정



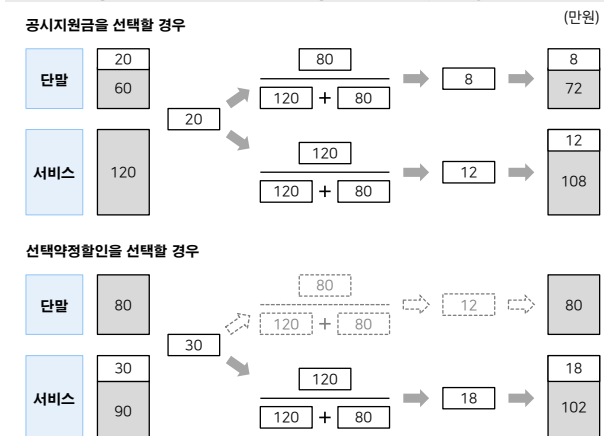
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 IFRS15 도입 영향 비교 예시 (KT, LGU+ Case)
: 통신사가 단말 유통을 영위하는 경우



자료: KT, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림17 IFRS15 도입 영향 비교 예시 (SKT Case)
: 통신사가 직접 단말 유통을 하지 않는 경우



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

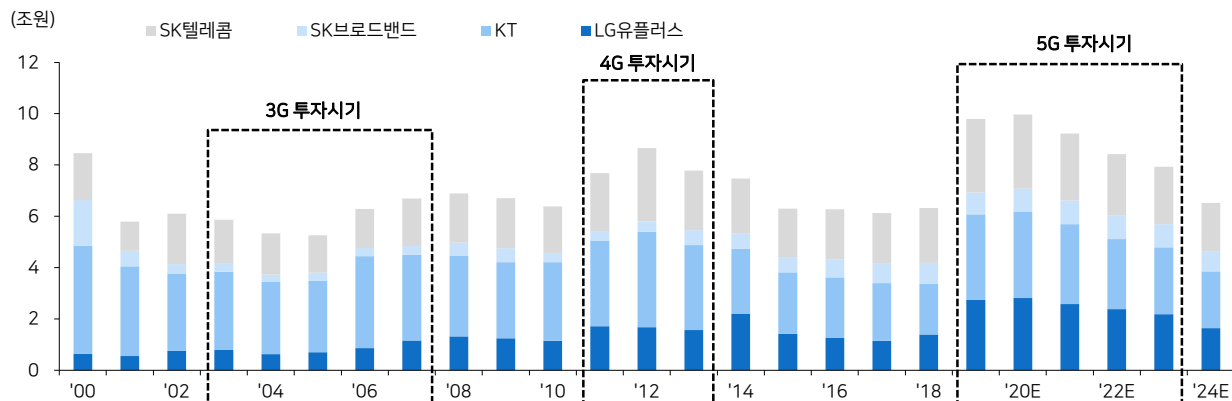
2020년에도 CAPEX 부담은 지속될 전망

2020년 통신업종의 마지막 변수인 감가상각비는 CAPEX 수준에 따라 결정된다. 통신 3사는 2019년 5G 인프라 구축을 위한 대규모 설비 투자를 진행 중이다. 네트워크 커버리지 확대 및 품질 개선 요구로 인해 2020년 CAPEX도 2019년 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 5G CAPEX는 4~5년 기간 동안 꾸준한 투자가 요구되는 만큼 감가상각비 증가는 지속해서 비용 부담 요인으로 작용할 전망이다.

2019년 상각비는 리스 회계 기준 변경에 따른 일시적 영향과, 5G 대규모 설비 투자와 주파수 할당 영향으로 크게 증가할 것으로 예상된다. 단, KT는 2011~2013년 투자한 LTE 설비 자산의 상각 종료로 2019년 상각비 부담이 상대적으로 완화될 전망이다.

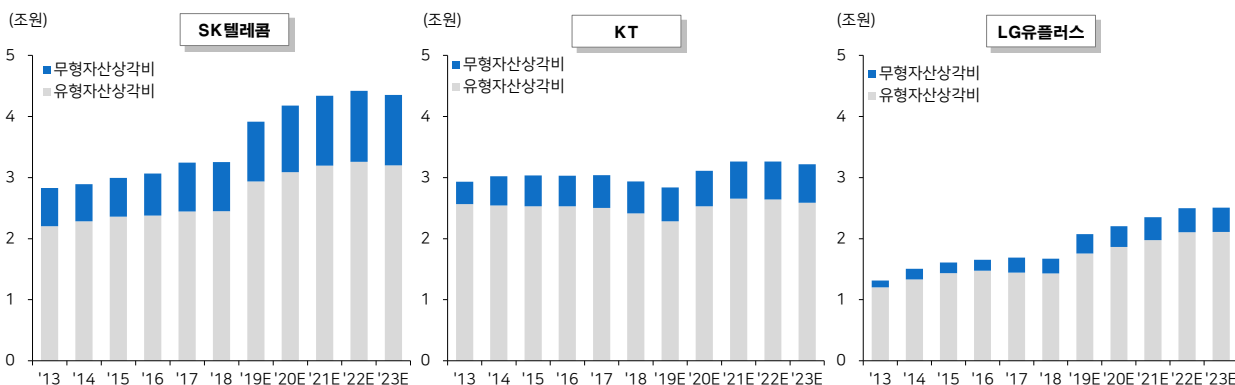
2020년 통신 3사의 상각비는 각각 SKT 4.19조원(+7.1% YoY), KT 3.11조원(+9.5% YoY), LGU+ 2.20조원(+6.3% YoY)으로 전망한다.

그림18 통신 세대별 CAPEX 추이 및 전망



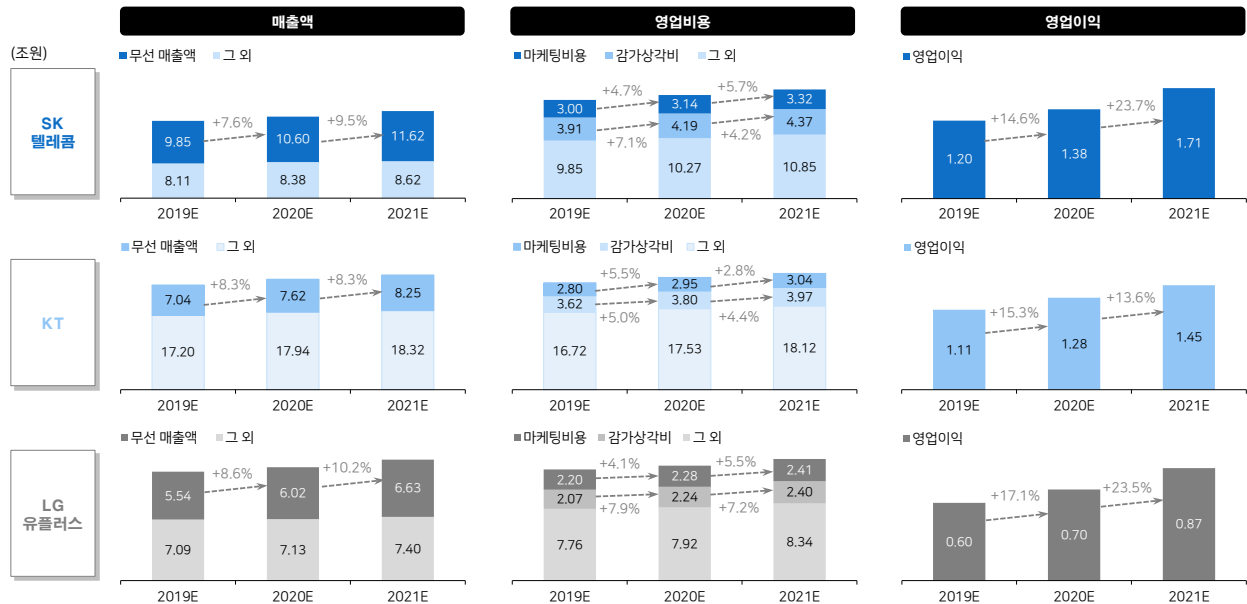
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 통신 3사 유무형 감가상각비 추이 및 전망



주: KT 감가상각비는 별도기준
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 시나리오 분석에 따른 통신 3사 중장기 실적 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2020 Issue Brief

앞서 말한 세가지 변수 외에 2020년 통신 업종 주가에 변수로 작용할 변수는 크게 네 가지가 있을 것으로 보인다. 2G서비스 조기 종료, KT CEO 교체, 제21대 국회의원 선거와 28GHz-SA 상용화가 그것이다.

2G서비스 조기종료는 SK텔레콤, LG유플러스에 긍정적

우선 2G 서비스 조기 종료는 SK텔레콤과 LG유플러스의 실적 및 주가에 긍정적 요소로 작용할 전망이다. SK텔레콤은 지난 7일 과학기술정보통신부에 2G서비스 종료 승인 신청서를 제출했다. 2G 장비 노후화 및 단말 생산 중단, 가입자 감소 등이 그 이유였다. 9월 말 기준 2G 이용자 비율은 2% 가량으로, SK텔레콤은 단말 구매 지원금, 요금 할인을 앞세워 이 수치를 더욱 낮추려고 노력하고 있다. 서비스 폐지 시, 2G 주파수의 LTE 주파수로의 활용 등 긍정적 영향이 기대된다. 지난 10월 18일 국회 종합감사에서 과기정통부 최기영 장관이 2G 서비스 종료 필요성에 공감하는 등 정부 입장도 호의적이다.

KT CEO 교체는 실적 불확실성 확대에 이어질 전망

두번째 이슈인 KT의 CEO 교체는 2020년 3월 최종 완료될 전망이다. KT의 경우 2009년 이석채 회장, 2014년 황창규 회장 취임 직후 '빅배스(Big Bath)'가 발생한 바 있다. 따라서, 새로운 CEO 취임 이후 단기 실적에 대한 불확실성 확대될 전망이다. 외부 인사 영입 시 시장 경쟁이 재점화될 가능성 역시 존재한다.

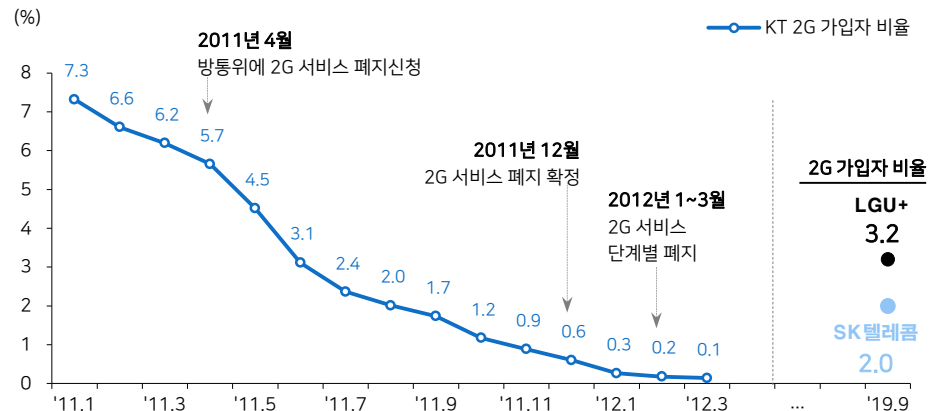
총선에서 규제 이슈 부각 예상되나, 5G 초기임을 감안 시 당위성은 크지 않은 상황

세번째 이슈인 21대 국회의원선거는 4월15일 예정이다. 과거 총선 당시 각종 통신비 인하 공약들이 제시되었던 점을 살펴볼 때, 이번 총선에도 관련 공약들이 등장할 가능성이 높다. 다만, 다만, 5G 도입 초기임을 감안할 때 규제 당위성은 높지 않다고 판단된다.

SA 상용화가 통신사 CAPEX와
감가상각비에 미치는 영향은
제한적

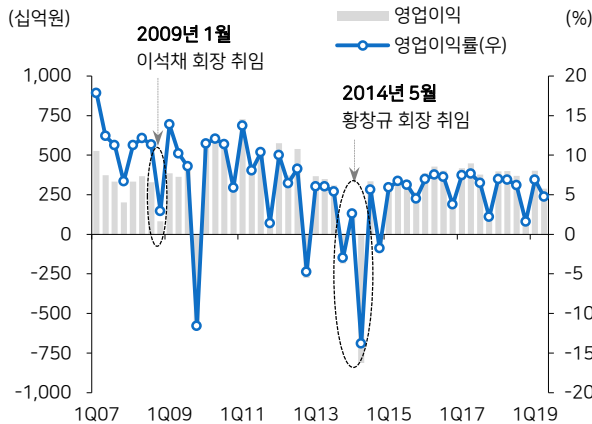
네번째 이슈인 28GHz 주파수 대역을 활용한 5G SA(Stand Alone) 상용화는 이르면 2020년 6월 이뤄질 전망이다. SA 방식은 속도, 지연시간, 연결성 측면에서 현재 상용화된 NSA(Non-Stand Alone) 방식보다 우수하다. SA 방식은 스마트 팩토리, 원격의료 등 B2B 사업 공간이나 일부 인구 밀집지역을 위주로 구축될 예정이다. 일부 지역에 한해 상용화함에 따라 통신사 CAPEX 및 감가상각비에 미치는 영향은 제한적이다.

그림21 KT의 2G 서비스 종료와 SK텔레콤/LG유플러스 2G 가입자 현황



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림22 KT 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

그림23 5G 주파수별 특징

주파수	3.5GHz	28GHz
특성	일반적인 통신서비스에 적합	직진성이 매우 강하고 투과율이 낮음
장점	커버리지 확대가 쉬움, 전세계 로밍에 유리	초고속 구현
최고속도	2~5Gbps	5Gbps 이상
적합한 서비스	스마트폰, AR/VR, 자율주행, IoT	스마트팩토리 등 제한적 공간 서비스
서비스 국가	한국, 영국, 스위스, 스페인, 중국 등	미국

자료: 서울경제, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.