



통신서비스

비중확대 (유지)

변수는 규제 강도



I. Investment Summary

하반기 규제 강도에 따라 달라질 주가

실적 성장을 둔화되나 '성장' 지속 + 우수한 주주환원

통신업종 Key Factor

- ① 실적: 무난한 성장
- ②주주환원: 우수

하반기 통신업종 주가 추이는 규제 강도에 따라 달라질 것으로 예상된다. 통신업종 주가의 Key Factor는 실적과 배당, 규제인데 하반기에도 무난한 실적 성장과 주주친화적인 배당/자사주 매입이 기대되기 때문이다. 초점을 '편안한 이익 성장'이나 '성장을 둔화'에 맞추느냐의 문제다. 2023년 통신 3사 합산 영업이익은 4,48조원(+2.3%YoY, 이하 YoY)으로 4년 연속 이익 성장이 기대되며, 기대배당수익률로 각각 SK텔레콤 6.7%, KT 6.3%, LG유플러스 6.2%를 전망한다. 23F DPS는 SK텔레콤 3,320원(동결), KT 1,960원(동결), LG유플러스 690원(+9.5%)이며 이와 별개로 SK텔레콤과 KT는 각각 1,700억원, 3,000억원 규모의 자사주 매입을 계획/시행중이다.

5월까지의 편안, 6월부터는 규제 강도를 확인하고 접근

- ③ 규제: 6월 통신시장 경쟁촉진 TF 결과에 주목
- 단통법 폐지/개편, 기본료 인하(가능성 낮음) 세부 내용 지켜볼 필요

반면 규제 측면에서는 6월 통신시장 경쟁촉진 TF 결과를 주목한다. 어떤 규제를 '어느 강도'로 추진하느냐에 따라 그 영향 및 통신업종 투자심리가 크게 달라질 수 있다. 주요 논의 사항은 크게 네 가지(① 단통법 폐지/개편, ② 알뜰폰 사업자 지원, ③ 통신 요금 개편, ④ 28Ghz 신규사업자 선정)로 그 영향이 제한적일 가능성이 높지만, 아직은 구체적인 내용을 예측하는데 한계가 있는 상황이다. 특히 단통법과 기본료 인하의 경우 규제 방향성 및 강도에 따라 주가에 부정적인 영향이 있을 수 있어 세부 내용을 지켜볼 필요가 있다.

단기적으로 5월은
규제 이슈 제한적,
양호한 주가흐름 예상

단기적으로 5월은 규제 영향에서 다소 자유로우므로 통신업종의 양호한 주가 상승을 예상한다. 1) 지난 10년간 5월 통신주 수익률은 출혈 경쟁 및 선악할인을 상향이 있었던 14, 15년을 제외하고는 KOSPI 수익률을 큰 폭으로 하회한 적이 없었다. 2) 특히 SK텔레콤의 경우 1Q23 분할 이후 가장 우수한 수익성을 기록, 1Q23 프리뷰 시즌부터 영업이익 컨센서스가 상향 조정되고 있어 긍정적이다.

최선호주로 SK텔레콤 제시

Top Pick: SK텔레콤
3사 중 돋보이는 실적
연내 자사주 매입 정책 발표

2023년 하반기 최선호주로 SK텔레콤을 제시한다. SK텔레콤은 Core 사업부의 무난한 성장 및 적극적인 비용 통제로 3사 중 가장 편안한 실적 성장(OP +8.1%)이 예상된다. KT와 LG유플러스의 경우 각각 지배구조 이슈와 유선·B2B 사업부 성장률 둔화로 실적 모멘텀이 다소 부족한 상황이다. 주주환원 측면(배당과 자사주 매입 기대감)에서도 SK텔레콤이 더욱 매력적이라고 판단한다.

KT는 1Q23 예상치를 하회하는 실적 발표로 모든 악재가 노출, 단기적으로 자사주 매입(5/17 기준 3천억 계획중 약 2,327억원 매수 완료) 및 MSCI 편입 관련 수급(신한 퀀트팀 추정 1천억원) 유입에 따른 양호한 주가 흐름이 예상된다. LG유플러스는 저평가·배당 매력에 돋보이는 가운데 하반기 유선·B2B 사업부 성과에 따라 실적 모멘텀이 있을 수 있다.

II. 1H23 요약 - 규제 우려 부각

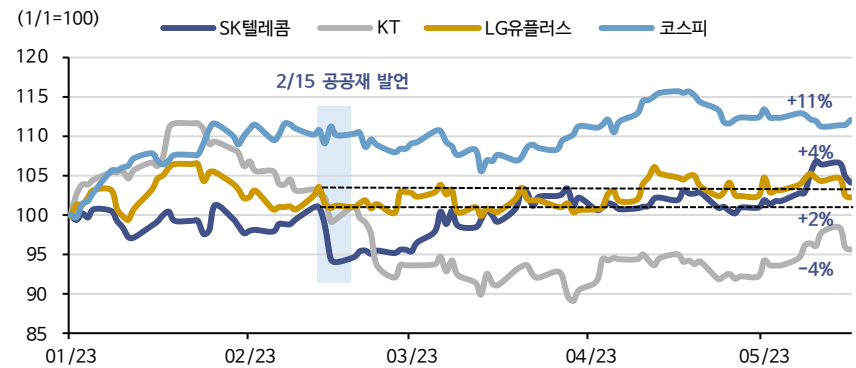
규제 이슈를 소화하는 중

상반기 규제 이슈
불거졌으나 제한적인 영향
확인되며 낙폭 회복

연초 이후 통신 3사의 수익률은 각각 SK텔레콤 4.1%, KT -4.3%, LG유플러스 +2.3%로 순항중이다. 1H22 통신업종의 가장 큰 이슈는 규제였다. 2/15 윤대통령이 비상경제민생회의에 참석해 “금융·통신 분야는 공공재적 성격이 강하고, 정부 특허에 의해 과점형태가 유지되고 있다”며 물가 안정을 위한 고통 분담을 요구한 이후 통신업종 투자심리가 크게 악화됐다.

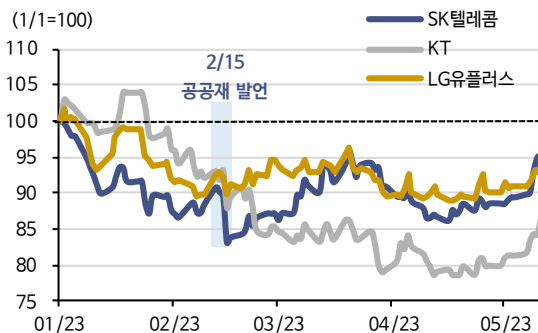
다만, SK텔레콤과 LG유플러스는 하락폭을 만회한 모습인데 1) 가장 큰 과제였던 중간요금제 출시가 ‘직접적인 요금 인하’가 아닌 ‘요금제 다양화’ 요구였고, 2) 3~4월 각각 25종, 20종의 중간요금제를 출시하며 정부의 압박에서 성공적으로 벗어났다고 평가받고 있기 때문이다.

연초 이후 상대주가 추이: 규제 우려로 인한 낙폭 대부분 회복



자료: QuantiWise, 신한투자증권

KOSPI 대비 상대수익률: 소폭 언더퍼폼 → 회복세



자료: QuantiWise, 신한투자증권

윤대통령 2/15 비상경제민생회의의 요구사항

- 1 이원화된 5G 요금체계 다양화 [완료]
→ 상반기내 40~100GB 구간 중간요금제 및 5G 시니어 요금제 출시
- 2 통신 시장 경쟁 촉진 방안 마련 [진행중]
→ 통신 시장 경쟁촉진 TF 운영(상반기 발표)
→ 알뜰폰 시장 활성화 지원
→ 28Ghz 신규 사업자 진입 장벽 완화 등
- 3 3월 한시적 데이터 30GB 무료 제공 [완료]

자료: 언론 자료, 신한투자증권

KT는 지배구조이슈에 3사중 가장 부진했으나 4월말부터 회복 시도중

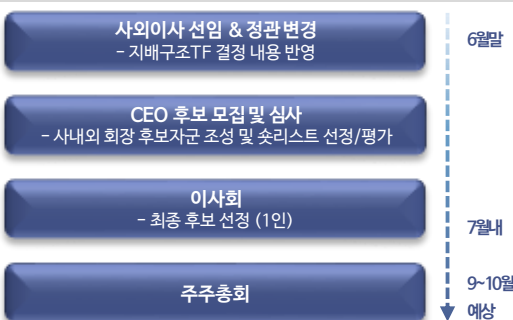
반면 KT는 3사 중 유일하게 연초 이후 낙폭을 회복하지 못했는데 규제 우려와 더불어 거버넌스 이슈가 해결되고 있지 않기 때문이다. KT는 '소유분산기업'으로 3년마다 CEO를 공모하고 주주총회에서 최종 선출한다. 그러나 2월초 KT의 Digico KT 변화를 이끌었던 구현모 대표가 연임을 포기, 3월 차기 대표 후보로 지정되었던 윤경림 후보마저 자진 사퇴하며 1) 경영 공백과 2) 배당정책 및 실적 가이드선 신뢰성 하락, 3) 정부 규제로부터 자유롭지 못하다는 우려(디스카운트 요인)가 불거졌다. 그럼에도 4월말 이후 주가는 재차 회복세인데 모든 악재가 노출되었을 땀더러(뉴거버넌스TF를 구축해 새롭게 이사회 꾸리는 중, 7월내 차기 대표 후보 재선정) 자사주 매입과 MSCI 편입 기대 수급이 유입돼 주가에 긍정적으로 작용했다.

KT 주가 추이 및 CEO 선임 관련 이벤트 및 정리



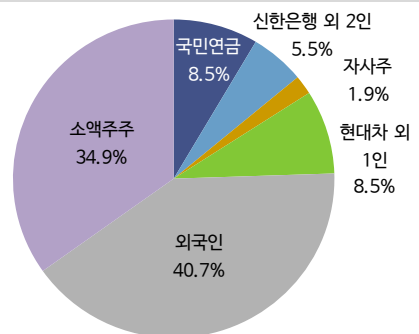
자료: QunatiWise, 언론 자료, 신한투자증권

KT CEO 선임 절차



자료: 회사 자료, 신한투자증권

KT 주주구성



자료: QuantiWise, 신한투자증권

III. 2H23 전망 - 규제 강도에 따라 달라짐

통신업종 Key Factor
실적과 주주환원 여전히
편안, 6월 통신시장 경쟁
촉진 TF 결과(규제)에 주목

하반기 통신업종 주가 추이는 규제 강도에 따라 달라질 것으로 예상된다. 통신업종 주가의 Key Factor는 실적과 배당, 규제인데 하반기에도 무난한 실적 성장과 주주친화적인 배당/자사주 매입이 기대되기 때문이다. 반면 규제는 6월 통신시장 경쟁촉진 TF 결과에 따라 투자심리에 큰 영향을 미칠 수 있다.

1) 핵심변수 - 실적과 주주환원

① 실적: 편안
초점을 '편안한 이익 성장'
vs. '이익 성장률 둔화'
여디에 두는지 이슈

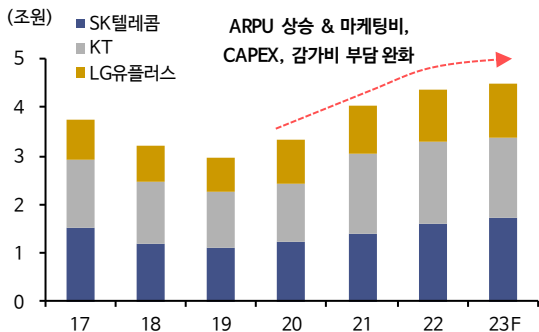
2023년 통신 3사 합산 영업이익은 4.48조원(+2.3% YoY, 이하 YoY)으로 4년 연속 이익 성장이 기대된다. 초점을 '편안한 이익 성장'이나 '성장률 둔화'에 맞추느냐의 문제다. 5G 침투율이 50% 이상으로 올라옴에 따라 YoY 영업이익 성장률 자체는 둔화되었으나 비용 통제에 따른 편안한 이익 성장이 지속된다.

① 유무선 부문 성장률 둔화

무선 부문은 핸드셋 ARPU의 상승이 이어지고 있다. 5G 침투율이 50% 이상으로 올라와 향후 그 성장 속도는 둔화되었으나 여전히 5G 가입자 증가 및 로밍 매출 증가에 따른 업사이드가 존재한다.

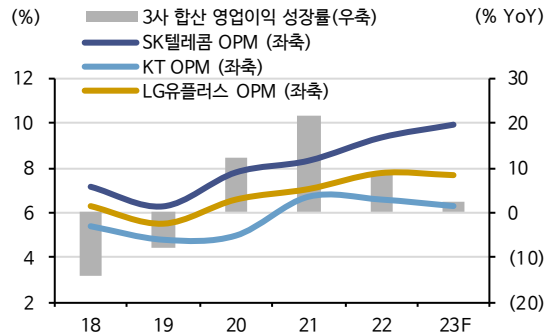
IPTV(유선)은 매분기 분기 순증 가입자수가 줄어들며 YoY 매출액 성장률이 하이싱글→로우~미드싱글 수준으로 하향 안정화되고 있다. IPTV의 케이블TV 시장 침투가 어느 정도 마무리 국면에 진입하고 있는 것으로 보이는 가운데 대체재 OTT의 인기로 VOD 수익 증대가 쉽지 않은 것으로 추정된다. 이에 3사 모두 유선 마케팅비를 소폭 투자하더라도 기본료 수익을 늘리려는(주력 요금제 상향 및 OTT 제휴 확대) 움직임을 보이고 있다.

통신 3사 합산 영업이익 추이 및 전망



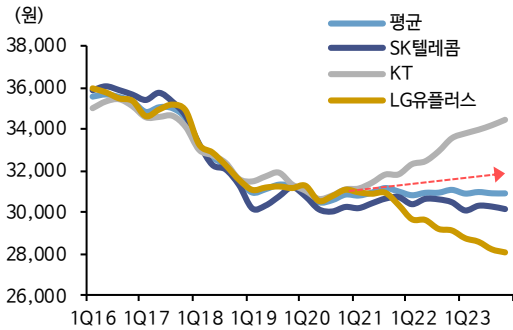
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

영업이익 성장률(막대)은 둔화, 수익성(선)은 상승



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

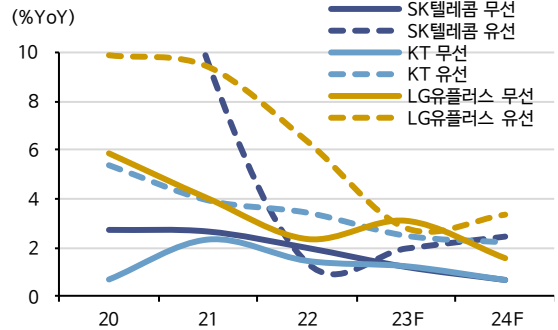
통신 3사 ARPU 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: LG유플러스는 M2M 회선이 급격하게 늘며 ARPU가 빠져보이는 효과, 핸드셋 ARPU는 잘 성장하고 있는 것으로 추정됨

통신 3사 유무선 부문 성장률 둔화



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 유선은 인터넷+PTV 매출액으로 계산

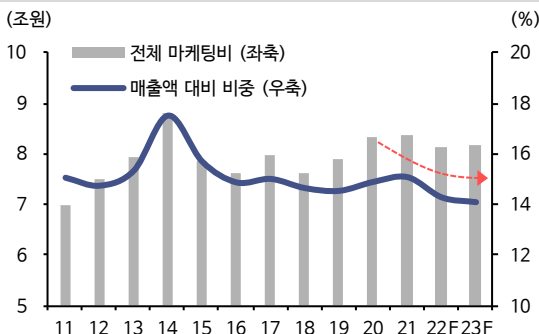
② 비용 통제의 달인

주요 비용인 마케팅비와 감가비 모두 안정화 기조가 지속된다. 2023년 통신 3사 합산 마케팅비는 8.2조원(+0.7%)으로 경쟁 완화에 따른 하향 안정화가 예상된다. 특히, 유선 경쟁 현황을 고려하면 무선 마케팅비는 더욱 효율적으로 집행되고 있는 것으로 추정된다. 단말기 교체 주기 장기화에 따라 판매 볼륨 자체(Q)가 줄어 들고 자급제가 늘어나는 영향 역시 무시할 수 없다.

감가비는 소폭 증가(+1.3%)할 것으로 예상되나 LG유플러스의 3.7Ghz 주파수 대역 추가 할당 영향을 고려할 필요가 있다. LG유플러스는 지난 11월 1,521억원에 주파수를 추가할당(~28년), 최소 1.5만개 기지국을 신규 구축하고 2023년말까지 놓여준 공동망 구축을 완료하기로 약속했다. 이외 2023년 CapEx만 놓고 보면 3사 모두 전년과 유사한 수준의 CapEx 투자를 가이던스로 제시하고 있다.

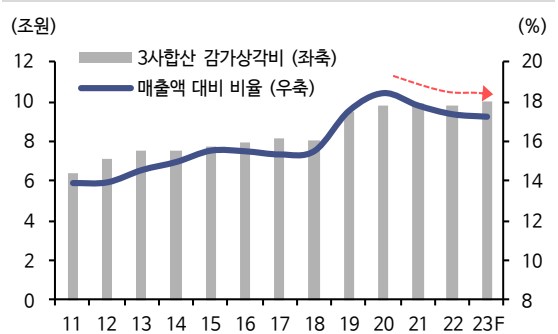
마지막으로 인건비의 경우, KT의 별도 인건비 부담이 감소(-7.9%)할 것으로 전망된다. 1Q23 KT 별도 인원은 19,637명으로 감소(-823QoQ), 작년과 마찬가지로 연 1천여명 규모의 정년퇴직이 이어진다. *SK텔레콤 5,143명, LG유플러스 10,263명

통신 3사 합산 마케팅비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

통신 3사 감가비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

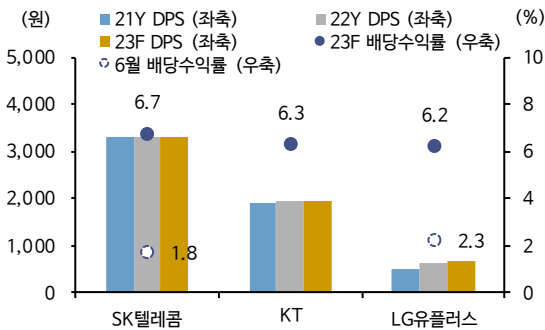
③ 주주환원

② 주주환원: 우수
6~7%대 배당
+ 자사주 매입 기대감
(DPS는 최소 동결~성장)

2023년 DPS로 각각 SK텔레콤 3,320원(동결), KT 1,960원(동결), LG유플러스 690원(+9.5%)을 전망한다. 기대배당수익률 기준 각각 6.7%, 6.3%, 6.2%이다.

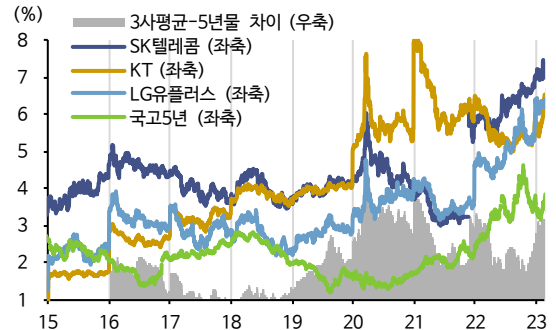
자사주 매입도 활발하다. SK텔레콤은 지속가능한 자사주 매입 정책 발표를 고려하고 있다. 구체적인 소통 시점을 공개하지는 않았으나 연내 시행할 예정으로, 23년 예상 자사주 매입 규모는 1,700억+α다. 자사주 매입 재원은 SK브로드밴드로부터의 특별배당(1,495억원)과 하나금융지주로부터의 배당금(220억원)에 기반해 계산했다. KT는 지난 2/9일부터 약 3천억원 규모의 자사주를 매입하고 있으며 5/14 기준 약 2,327억원 규모(78%)의 자사주 매입을 완료했다. KT-현대차 그룹 간 지분 교환 규모가 약 7,500억원이었으므로 연내에 아니겠으나 중장기적으로 4,500억원 규모의 자사주 매입을 추가로 발표할 가능성이 있다.

통신 3사 DPS 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

통신 3사 배당수익률 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

23년 SK텔레콤 주주환원 예상

	21	22	23F
DPS (원)	3,295	3,320	3,320
배당액 (십억원)	717	724	725
현금배당수익률 (%)	5.7	6.8	6.7

23F 자사주 매입 Simulation				
매입 규모 (억원)	매입주식수 (만주)	배당가능 주식수	현금배당 수익률	배당+매입 주주환원율
1,700	342	21,505	6.8	8.4
1,800	362	21,485	6.8	8.5
2,000	402	21,445	6.8	8.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 소각 여부 미확정

KT - 현대차 그룹 지분 교환 개요

<div> <div>KT 7.7% 약 7,500억</div> <div>↔</div> <div>현대차 1.04% 현대모비스 1.46%</div> </div>	
자사주 교환	
기대 효과	통신-모빌리티 사업적 시너지 기대 인공위성 기반 미래 항공 통신 인프라 마련(AAM, UAM) 자율주행 차량 최적화 6G 통신規格 공동 개발 등
주주 구성	국민연금 10.74%, 현대차그룹 7.79%, 신한그룹 5.48%
Implication	KT 비통신 사업 역량 확대 기대감 & 외부 평가 개선 23년 추가 주주환원 기대감: 배당가능 주식수 증가로 인한 DPS 하락

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2) 핵심변수 - 규제

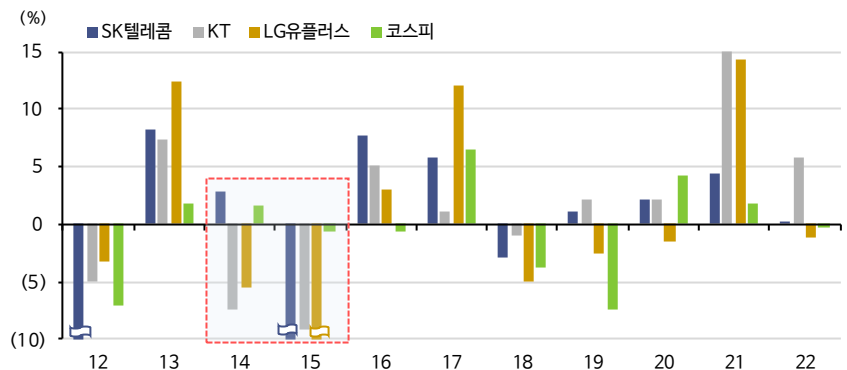
③ 규제: 마지막 변수
6월중 통신시장 경쟁촉진
TF 결과 주목
5월은 상대적으로 편안

과학기술정보통신부는 6월중 통신시장 경쟁촉진TF 결과 발표를 앞두고 있다. 2월 윤대통령이 비상경제민생회의를 통해 검토를 지시한 사항 중 하나로 어떤 규제를 어느 강도로 추진하느냐에 따라 통신 업종 투자 심리가 달라질 수 있다. 핵심은 규제가 '통신사 실적에 어느 강도로 부정적인 영향을 미치는가'다.

① 5월은 편안하다

단기적으로 5월은 규제 영향에서 다소 자유로우므로 통신업종의 양호한 주가 상승을 예상한다. 1) 지난 10년간 5월 통신주 수익률은 출혈 경쟁 및 선악할인을 상향이 있었던 14, 15년을 제외하고는 KOSPI 수익률을 큰 폭으로 하회한 적이 없었으며 2) 특히 SK텔레콤의 경우 1Q23 SK텔레콤-SK스퀘어 분할 이후 가장 우수한 수익성을 기록, 1Q23 프리뷰부터 영업이익 컨센서스가 지속해서 상향 조정되고 있어 긍정적이다.

5월 월간 수익률 비교 - 이슈 없는 한 KOSPI를 크게 언더퍼폼 하지 않았음



자료: 회사 자료, 신한투자증권

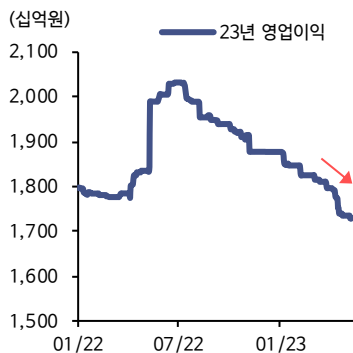
주: 5월 주가 부진 요인 - 14년 마케팅 심화 & LTE 무제한 요금제 출시(4월)로 인한 출혈경쟁 우려, 15년 4월 선택약정 할인율 12% → 20%로 상향

SK텔레콤 컨센서스 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

KT 컨센서스 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

LG유플러스 컨센서스 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

② 6월 불거질 수 있는 규제 사항들

중요한 것은 ‘규제 강도’

→ 실질적으로 통신사 실적에
얼마나 영향 미칠지

6월 통신경쟁시장 TF 결과발표에서 지켜봐야할 내용은 크게 네 가지로 정리해볼 수 있다. 규제에 따른 영향은 어떤 규제를 ‘어느 강도’로 추진하느냐에 따라 달라질 것인데 그 영향은 제한적일 가능성이 높다고 판단한다. 물론 아직까지 구체적인 내용을 예측하는데 한계가 있고 일부 사안의 경우(단통법 폐지, 기본료 인하) 시행되지 않을 가능성도 존재한다.

통신시장 경쟁촉진 TF 주요 논의 사안

구분	내용	주요 중요도	실적 영향	비고
①	단통법 개편/폐지	★★	중립~부정적	규제 방향성에 따라 달라짐
②	알뜰폰 활성화	★	중립~부정적	장기간에 걸친 영향
③	요금 관련	★★★	중립~부정적	규제 강도에 따라 달라짐
④	28Ghz 신규사업자 선정	★		신규사업자 출현 여부 확인 어려움

자료: 신한투자증권

② - 1) 단통법 개편/폐지

[단통법]

찬반 논의 치열

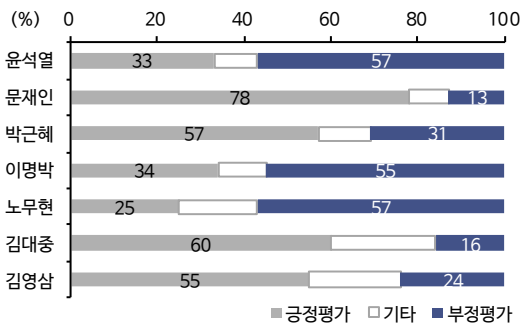
→ 세부 내용에 따라
마케팅비 증가 가능

단말기유통개선법(이하 단통법)은 이용자간 보조금 차별을 방지하기 위해 도입된 제도로 단말기지원금과 선택약정할인의 근거가 되는 법안이다. 단통법에 따르면 통신사업자, 대리점, 또는 판매점은 가입자의 가입유형(번호이동/신규가입/기기변경) 및 요금제 등에 따라 차별적인 지원금을 지급해서는 안되며, 가입자가 지원금을 받지 않는 경우 이에 상응하는 요금할인(선택약정 25%)을 제공해야 한다.

최근 단통법 폐지를 통해 대리점 간 가입자 확보 경쟁 → 단말기 보조금 확대를 유도해 이용자가 체감할 수 있는 통신비 인하를 해야한다는 언론 보도가 등장하고 있다. 아직까지는 아직 찬반 논의가 치열해(유통생태계, 선택약정할인 유지 여부 등) 그 개편 방향을 예측하기 힘들다 만약 단통법 개편이 이뤄진다면 통신사의 마케팅비와 무선 매출액에 타격이 있을 수 있다.

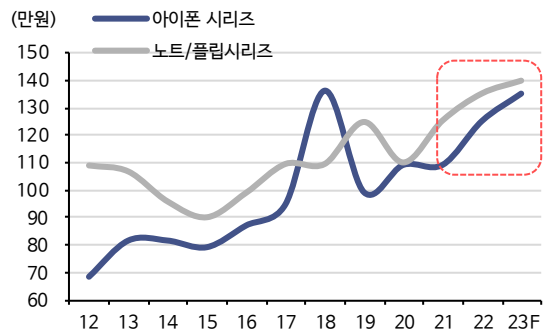
언론에 따르면 개편 방향으로 대리점 추가 지원금 상향(기존: 지원금의 15% → 논의: 30%), 지원금 고시 의무 강화(기존: 통신사만 → 논의: 2만개 대리점에서 지원금 공시), 지급제 시장 활성화, 단통법 완전 폐지가 논의되고 있다.

역대 대통령 취임 1년 국정 지지도 추이



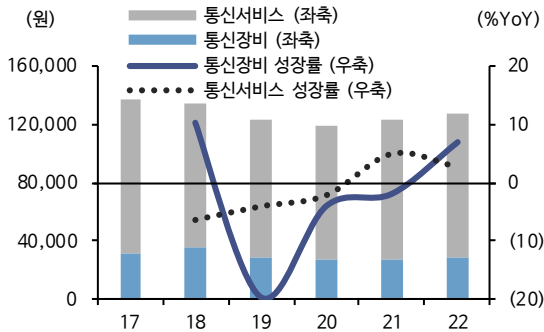
자료: 언론 보도, 한국갤럽, 신한투자증권

주요 플래그십 단말기 가격 추이



자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

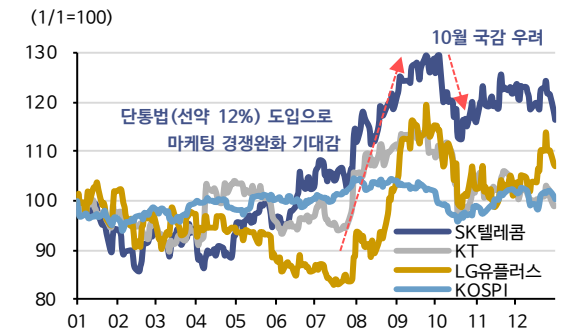
가구당 월평균 통신비 지출



자료: 통계청, 신한투자증권

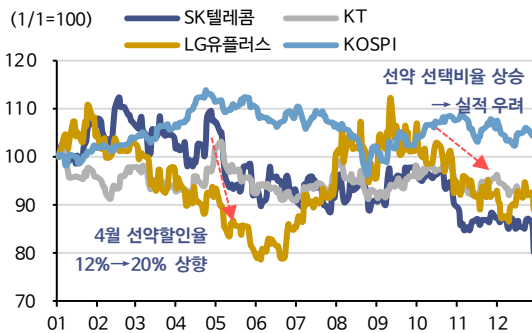
주: 단말기 가격은 오르는데 팔리는 대수가 줄어들면서
가구당 월평균 통신장비 지출 금액이 구매자 체감 대비 덜 오름

14년 10월 단통법 도입



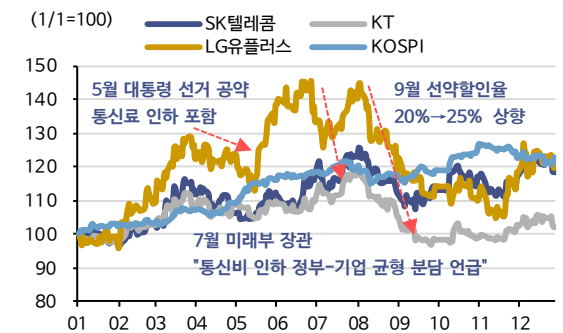
자료: QuantiWise, 언론 보도, 신한투자증권

15년 4월 선택약정 할인을 상향(12% → 20%)



자료: QuantiWise, 언론 보도, 신한투자증권

17년 9월 선택약정 할인을 상향(20% → 25%)



자료: QuantiWise, 언론 보도, 신한투자증권

② - 2) 알뜰폰 활성화

[알뜰폰]

중장기적으로 무선 매출
부정적 영향(단기 제한적)
도매대가 인하폭 주목

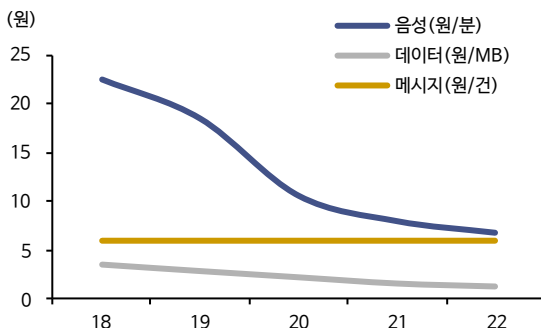
알뜰폰 활성화 정책은 통신사들의 경쟁사를 지원해줌으로써 간접적인 통신 요금 인하를 유도하는 정책이다. 크게 세 가지 지원책이 추진/논의되고 있는데 이로 인한 변화는 모두 중장기에 걸쳐 일어날 변화로, 단기적으로 통신사 실적/투자 심리에 미치는 영향은 제한적일 것으로 추정된다. 특히 이용자들이 자사 MNVO망 서비스로 이탈하는 경우 손익 영향은 더욱 제한적일 수 있다.

1) 신규 사업자 진입 허용: [소폭 부정적] 4/13 KB국민은행의 서비스인 리브모바일(리브엠)을 정식 서비스로 인가했다. MVNO 사업이 은행의 부수업무로 승인 되어 향후 자본력을 갖춘 은행들이 통신 산업에 진출, 공격적인 혜택의 요금제를 설계할 가능성이 생겼다. 다만 요금에 민감한 이용자를 제외하고는 MNO → MVNO 이동시 멤버십·결합할인·2nd 디바이스·OTT 등 통신사들의 락업 장치가 효율적으로 작동할 것으로 예상된다.

2) 알뜰폰 도매대가 인하: [부정적] 통신사들은 MVNO 사업자에 망을 빌려주고 사용량 내지는 재판매된 요금제의 일정 %를 배분받는데, 알뜰폰 요금제 경쟁력 강화를 위해 분배 대가를 낮추는 방향을 논의중이다. 할인폭이 클수록, 이에 따라 알뜰폰 사업자들의 경쟁력이 올라올수록 통신사 무선 매출, 마케팅비에 부정적인 영향이 있을 수 있다.

3) 알뜰폰 자회사 점유율 제한: [소폭 부정적] 이동통신사 산하 알뜰폰 자회사 점유율 제한을 강화하는 방안을 논의한다. 통신 3사 자회사는 합산 점유율이 50%를 초과하면 영업에 제한받는데, 기존에는 점유율 산정 기준으로 전체 MVNO 회선(차량관계 등 M2M 회선 포함)을 사용했다면 그 범위를 핸드셋으로 한정하는 방안을 검토한다. 이 경우 자사망 MVNO 가입자를 유치하기 위한 통신사들의 마케팅비가 늘 수 있다.

알뜰폰 도매대가 추가 인하 논의 - 종량제



자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

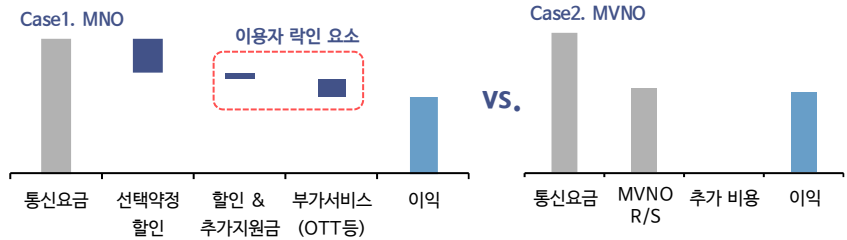
알뜰폰 도매대가 추가 인하 논의 - 요금제

구분	데이터 제공량	요금 (천원)	수익배분율 (%)		
			20년	21년	22년
LTE	2.5GB+400kbps	43	45.5	43.5	42.5
	4GB+1Mbps	50	51.5	49.5	48.5
	100GB+5Mbps	69	62	60	59
	11GB+일2GB	65.89	50	50	50
	16GB+일2GB	75.9	55	53	53
5G	10GB+1Mbps	55	66	60	59
	110GB+5Mbps	69	62	62	60
	200GB+5Mbps	75	75	63	62
	250GB+5Mbps	79		63.5	62.5

자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

주: 일부만 표시

MVNO - MNO 수익성 비교(1)



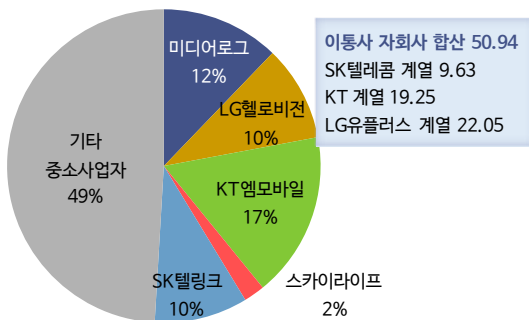
자료: 신한투자증권

MVNO - MNO 수익성 비교(2)

구분	데이터 제공량	요금	도매대가 배분율 (%)	MVNO 망임대 (요금*배분율)	MNO 수익 (선약할인 가정)	MVNO - MNO 수익 차이 1개월 (원)	1년 (만원)	획득비 & 할인혜택
5G	10GB+1Mbps	55,000	59	32,450	41,250	(8,800)	(10.6)	vs. ?
	110GB+5Mbps	69,000	60	41,400	51,750	(10,350)	(12.4)	
	200GB+5Mbps	75,000	62	46,500	56,250	(9,750)	(11.7)	
	250GB+5Mbps	79,000	62.5	49,375	59,250	(9,875)	(11.9)	
T플랜 (LTE)	1.5GB	33,000	42	13,860	24,750	(10,890)	(13.1)	
	2.5GB+400kbps	43,000	42.5	18,275	32,250	(13,975)	(16.8)	
	4GB+1Mbps	50,000	48.5	24,250	37,500	(13,250)	(15.9)	
	100GB+5Mbps	69,000	59	40,710	51,750	(11,040)	(13.2)	
밴드데이터 (LTE)	2.2GB	46,200	40.5	18,711	34,650	(15,939)	(19.1)	
	3.5GB	51,700	43	22,231	38,775	(16,544)	(19.9)	
	6.5GB	56,100	45.5	25,526	42,075	(16,550)	(19.9)	
	11GB+일2GB	65,890	50	32,945	49,418	(16,473)	(19.8)	
	16GB+일2GB	75,900	53	40,227	56,925	(16,698)	(20.0)	

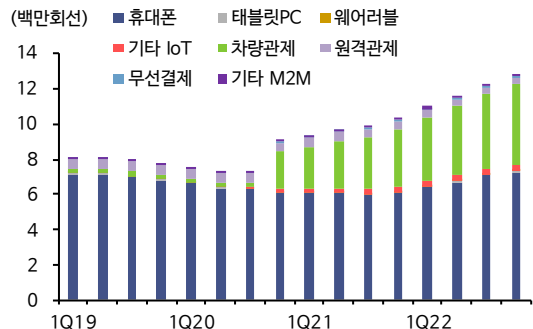
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

22년 2월 기준 알뜰폰 점유율 (핸드셋, M2M 제외)



자료: 김영식 의원실, 언론 보도, 신한투자증권

MVNO 용도별 회선수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

②-3) 요금 관련

[요금인하]

중간요금제 출시로 규제

이슈 일부 해소

기본료 인하 시행되는 경우

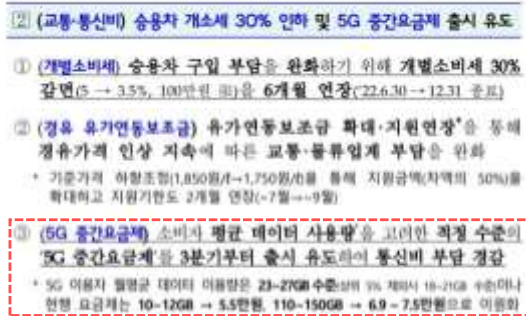
투심에 부정적(가능성 낮음)

요금 인하는 통신업종에 가장 민감한 이슈로 작용해왔다(10p. 차트 참고) 윤정부는 출범 이후 직접적인 요금 인하보다는 요금제 다양화에 초점을 맞춰왔는데, 3~4월 3사가 모두 중간요금제 및 청년 시니어 요금제를 출시함으로써 관련 이슈가 어느 정도 해결된 것으로 보인다. 추가 논의중인 부분은 아래와 같다.

1) 최적요금제 고지 의무화: [중립~부정적] 이용자가 자신에게 딱 맞는 요금제를 찾을 수 있게 돕는다. 이용자가 평균적으로 사용하는 데이터, 통화, 문자 사용량에 맞는 요금제를 주기적으로 추천하는 최적요금제 고지 의무화를 검토한다.

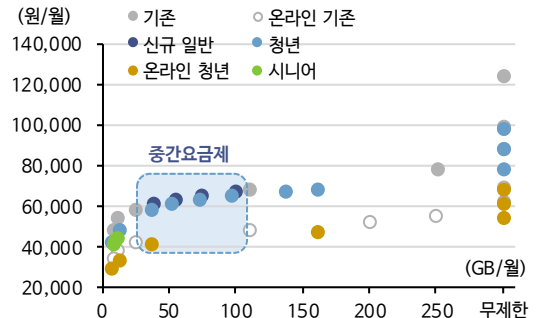
2) 기본료 인하: [시행시 부정적] 일각에서는 5G 기본료 인하 가능성을 보고 있다. 박운규 과기정통부 2차관이 지난 4/18 기자간담회에서 “아무리 요금제 간격을 촘촘히 만들어도 부담스러운 것은 여전하다. 5G 요금제의 시작 가격대가 높다는 지적이 많다. 이동통신 사업자 투자 비용도 감안해야겠지만 기본 단가를 낮출 수 없는지 요금제를 더 살피겠다”고 언급한데 기반한다. 다만, SK텔레콤이 1Q23 실적발표에서 아직까지는 추가 요금제를 검토하고 있지 않다고 소통한 바 아직까지는 직접적인 요금 인하를 걱정할 단계는 아니라고 판단한다.

기존 윤정부 방향성 - 5G 요금제 세분화



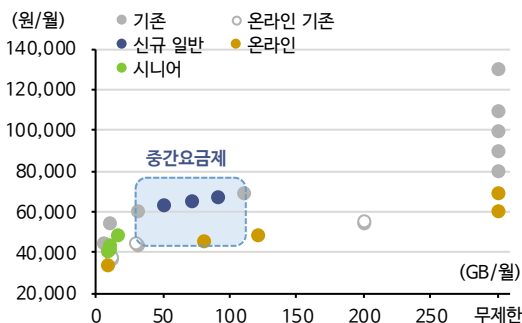
자료: 경제관계부처 장관회의(22/5/30) - <서민생활 안정 긴급 민생안정 10대 프로젝트>, 신한투자증권

SK텔레콤 신규 요금제 25종 공개



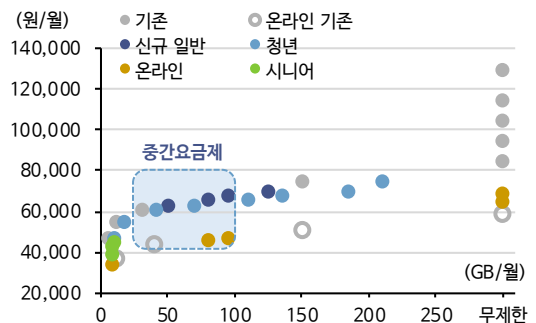
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 일반 4종 + 시니어 3종 + 청년 11종 + 온라인 청년 7종

KT 신규 요금제 12종 공개



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 일반 3종 + 온라인 5종 + 시니어 4종 - 청년에게 데이터 2배 제공 + 도매 제공

LG유플러스 신규 요금제 23종 공개



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 일반 4종 + 시니어 3종 + 청년 8종 + 온라인 청년 6종 + 온라인 2종 - 도매 제공

②-4) 28Ghz 신규 사업자 선정

[제4이통사]
출현 가능성 자체가
낮다고 판단됨

신규 통신사 출현을 유도해 통신사간 경쟁을 촉진을 유도한다. 소위 제4이동통신사로 불리는 28Ghz 대역 신규 사업자를 모집하기 위해 아래와 같은 지원을 계획 중이다. 신규 사업자는 22년 12월 KT, LG유플러스로부터 회수한 28GHz 두 개 대역중 하나를 할당받고 지하철·공연장 등 이용자 밀집 지역이나 메타버스·AR/VR 등 초고속/저지연 서비스가 필요한 지역에 핫스팟을 구축할 수 있다.

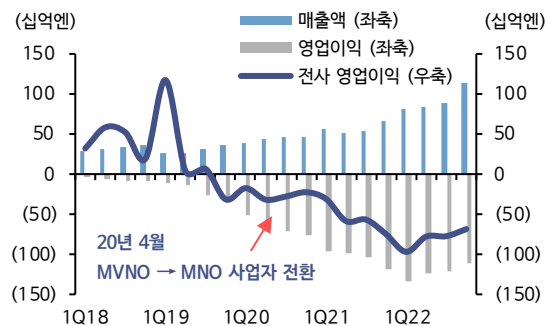
다만 1) 아직까지 이들 신규 서비스의 BM이 만들어지는 과정에 있다는 점, 2) 토지/건물 단위의 특정 구역 서비스의 경우 이음 5G(5G 특화망)를 활용할 수 있다는 점, 3) 유력한 신규 사업자로 논의되는 플랫폼 기업들의 경우 사업 확장보다는 수익성 강화에 힘쓰고 있다는 점을 고려하면 규제·비용 부담을 감수하면서까지 통신사업을 할 사업자는 등장하지 않을 가능성이 높아 보인다. 유사한 사례인 일본 라쿠텐을 살펴봐도, 제4이통사로 서비스를 시작한지 4년차인 현재까지도 유의미한 재무적 성과를 내지 못하고 있다.

28GHz 신규 사업자 지원 방안(검토중, 2Q 주파수할당방안 공고, 4Q 사업자 선정)

구분	내용
1) 주파수 할당	28GHz 800MHz 폭 최소 3년 이상 독점 공급 장비·단말 조달 유리한 700MHz나 1.8GHz 대역 최소 20MHz를 앵커주파수로 공급 주파수 할당 단위는 전국과 지역 중에서 신규 사업자 스스로 선택할 수 있게 선택권 제공 (대광역권 - 수도권, 강원권, 충청권, 대경권, 호남권, 동남권, 제주권 등 전국 7개 권역) 할당 대가는 경제적 가치와 시장 불확실성을 동시에 고려하고 납부 비율은 사업 초기 보다 후기 납부 비율이 점차 증가하도록 설계 검토 신규사업자가 5G 전국망 구축을 희망하는 경우 3.7GHz 대역 공급도 함께 검토
2) 초기 망구축 지원	핫스팟 지역내 28GHz 기지국과 이를 연결하는 유선 통신망 구축 필요 → 시설관리기관, 통신사들의 기구축설비(관로, 광케이블 등)를 활용할 수 있게 지원 → 완전 자가구축 대비 최대 40%이상 망 구축 비용 절감 가능 상호접속로 인화 특례 추진 5G 망구축 투자액에 대한 세액공제 제공 - 추가 공제율 상향(직전 3년 평균 대비 투자 증가분에 대해 3 → 10% 추가 공제), 23년 한시적 기본 공제율 상향(대 3 → 6%, 중견 6 → 10%, 중소 12 → 18%)
3) 서비스 운영 지원	사업 초기 필요한 네트워크 장비, 스마트폰 단말 등을 원활하게 조달할 수 있게 제조사와 협의 지원 정책 금융 지원

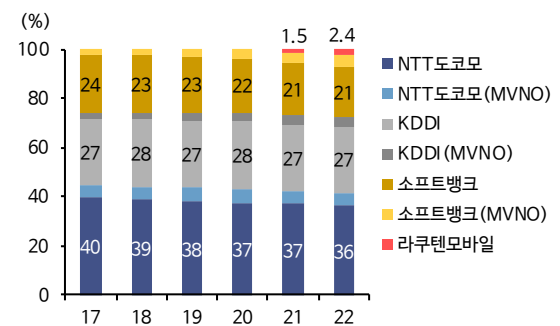
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

라쿠텐 모바일 사업부 영업실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

라쿠텐 시장 점유율 추이



자료: 일본총무성(22.03), 신한투자증권

IV. Top Pick

하반기 규제 강도에 따라 달라질 주가

5월까지의 편안, 6월부터는 규제 강도를 확인하고 접근

규제 강도에 따라서
투자심리 달라질 듯
실적/배당만 놓고 본다면
KOSPI 박스권(~3Q)서 편안

하반기 통신업종 주가 추이는 규제 강도에 따라 달라질 것으로 예상된다. 통신업종 주가의 Key Factor는 실적과 배당, 규제인데 하반기에도 무난한 실적 성장과 주주친화적인 배당/자사주 매입이 기대되기 때문이다. 초점을 '편안한 이익 성장'이나 '성장률 둔화'에 맞추느냐의 문제다. 2023년 통신 3사 합산 영업이익은 4,48조원(+2.3%YoY, 이하 YoY)으로 4년 연속 이익 성장이 기대되며, 기대배당수익률은 각각 SK텔레콤 6.7%(23F DPS 3,320원, 동결), KT 6.3%(1,960원, 동결), LG유플러스 6.2%(690원, +9.6%)이다.

반면 규제 측면에서는 6월 통신시장 경쟁촉진 TF 결과를 주목한다. 어떤 규제를 '어느 강도'로 추진하느냐에 따라 그 영향 및 통신업종 투자심리가 크게 달라질 수 있다. 주요 논의 사항은 크게 네 가지(① 단통법 폐지/개편, ② 알뜰폰 사업자 지원, ③ 통신 요금 개편, ④ 28Ghz 신규사업자 선정)로 아직은 구체적인 내용을 예측하는데 한계가 있지만 그 영향이 제한적일 가능성이 높다고 판단한다. 다만, 단통법과 기본료 인하의 경우 규제 방향성 및 강도에 따라 주가에 부정적인 영향이 있을 수 있어 지켜볼 필요가 있다.

단기적으로 5월은 규제 영향에서 다소 자유로우므로 통신업종의 양호한 주가 상승을 예상한다. 1) 지난 10년간 5월 통신주 수익률은 출혈 경쟁 및 선악할인을 상향이 있었던 14, 15년을 제외하고는 KOSPI 수익률을 큰 폭으로 하회한 적이 없었으며 2) 특히 SK텔레콤의 경우 1Q23 SK텔레콤-SK스퀘어 분할 이후 가장 우수한 수익성을 기록, 영업이익 컨센서스가 상향 조정되고 있어 긍정적이다.

최선후주는 SK텔레콤

Top Pick: SK텔레콤
3사 중 가장 실적 모멘텀
가장 우수

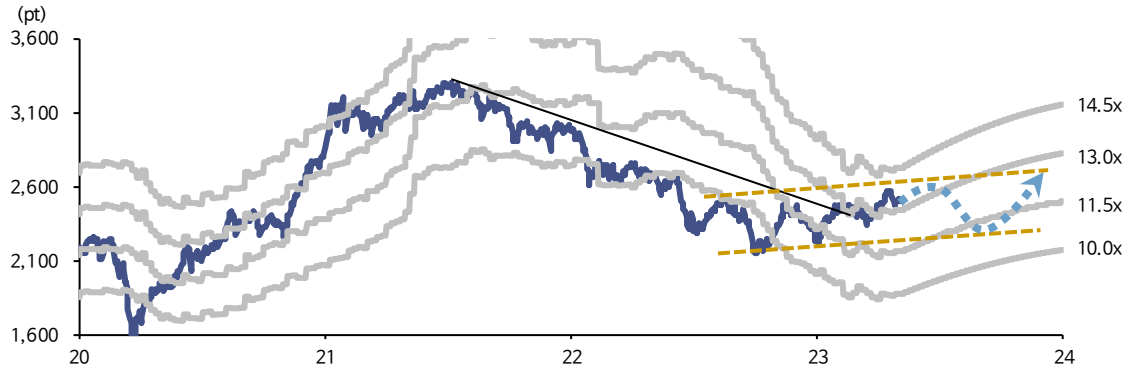
2023년 하반기 최선후주로 SK텔레콤을 제시한다. SK텔레콤은 Core 사업부의 무난한 성장 및 적극적인 비용통제로 3사 중 가장 편안한 실적 성장(OP +8.1%)이 예상된다. KT와 LG유플러스의 경우 각각 지배구조 이슈와 유선·B2B 사업부 기대감 약화로 실적 모멘텀이 다소 부족한 상황이다. 주주환원 측면에서도 SK텔레콤이 배당과 자사주 매입 기대감 측면에서 우위에 있다고 판단한다.

커버리지 기업 투자 의견 및 목표주가

(원, 배, 조원)		투자 의견(변경여부)	목표주가(변경여부)	타겟 멀티플	23F EBITDA	비고
최선후주	SK텔레콤	매수(유지)	64,000 (유지)	4.4	5,479	SOTP 사용
	KT	매수(유지)	42,000 (유지)	-	5,310	
	LG유플러스	매수(유지)	15,000 (유지)	3.5	3,611	

자료: 신한투자증권 추정

신한 하반기 KOSPI 전망: 2,300~2,700pt, 옆으로 기운 대문자 'N'을 완성하는 그림



자료: Refinitiv, 신한투자증권 주식전략팀

주: 현재 이후 EPS 꺾은 예상치

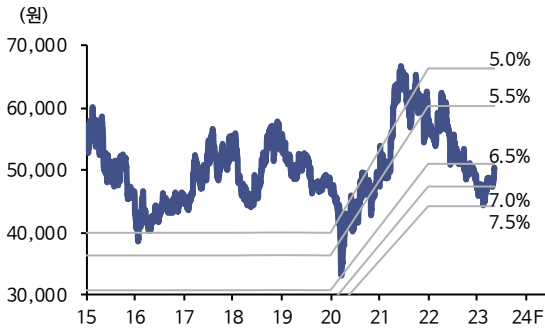
통신 3사 주요 투자 지표 비교

		매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OP증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
SK텔레콤 (017670)	2020	16,087.7	1,248.6	12.7	12.8	5.5	0.8	6.4	2,000	4.2
	2021	16,748.6	1,387.2	11.1	8.5	4.2	1.1	13.6	2,660	4.6
	2022	17,305.0	1,612.1	16.2	11.4	3.8	0.9	8.0	3,320	5.7
	2023F	17,618.4	1,743.0	8.1	10.9	3.8	0.9	8.7	3,320	6.7
	2024F	17,893.3	1,816.9	4.2	10.4	3.6	0.9	8.9	3,320	6.7
KT (030200)	2020	23,916.7	1,184.1	2.1	9.5	2.6	0.4	4.8	1,350	5.6
	2021	24,898.0	1,671.8	41.2	5.9	2.9	0.5	9.4	1,910	6.2
	2022	25,650.0	1,690.1	1.1	7.0	3.4	0.5	8.0	1,960	5.8
	2023F	26,187.5	1,647.9	(2.5)	4.6	3.5	0.5	10.3	1,960	6.3
	2024F	26,789.4	1,831.7	11.2	4.0	3.1	0.4	10.8	2,000	6.4
LG유플러스 (032640)	2020	13,417.6	886.2	29.1	11.0	3.5	0.7	6.5	450	3.8
	2021	13,851.1	979.0	10.5	8.3	3.6	0.8	9.5	550	4.0
	2022	13,906.0	1,081.3	10.4	7.3	3.2	0.6	8.4	650	5.9
	2023F	14,222.8	1,092.7	1.1	7.5	3.1	0.6	7.9	690	6.2
	2024F	14,355.9	1,100.1	0.7	7.3	3.0	0.6	7.8	720	6.5

자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

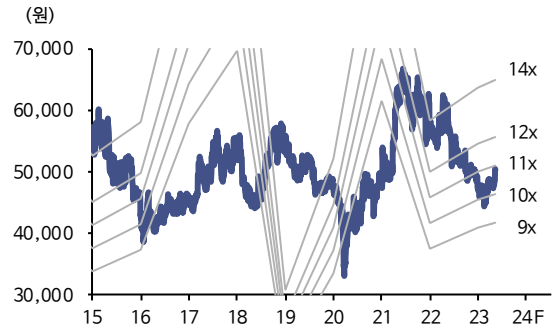
Appendix: 3사 밸류에이션 밴드 비교

SK텔레콤 12MF 배당수익률 밴드



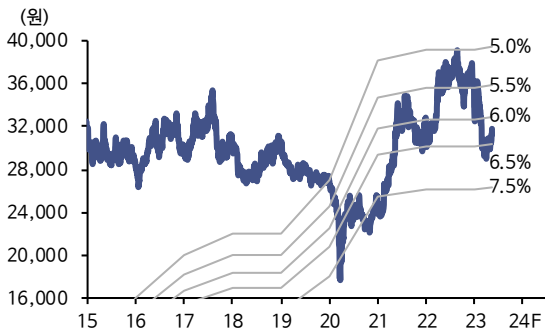
자료: QuantiWise, 신한투자증권

SK텔레콤 12MF PER 추이



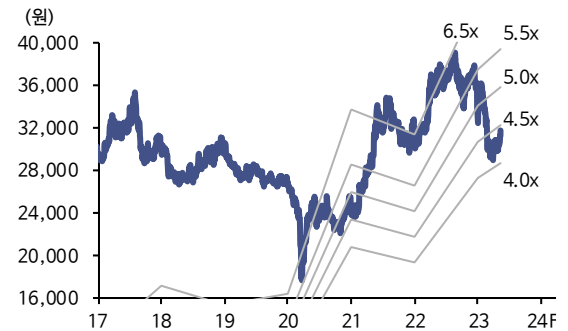
자료: QuantiWise, 신한투자증권

KT 12MF 배당수익률 밴드



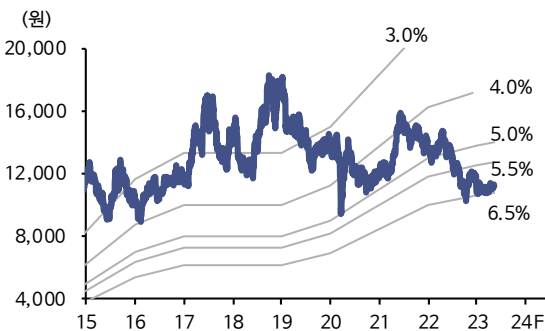
자료: QuantiWise, 신한투자증권

KT 12MF PER 추이



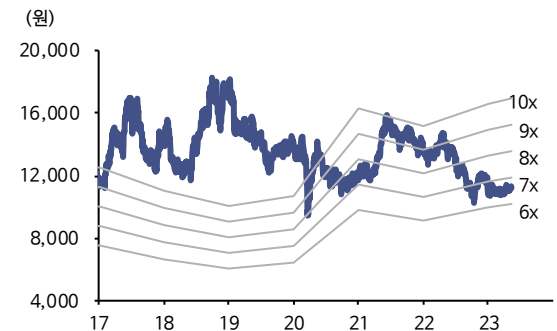
자료: QuantiWise, 신한투자증권

LG유플러스 12MF 배당수익률 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

LG유플러스 12MF PER 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권