

통신서비스업



김희재 hoj@e.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

폭풍은 오지 않는다

- 단통법 폐지 후 과열경쟁에 대한 우려 제기. 과열 가능성은 낮음
- 보조금 정책 보다는 자원 보유자인 통신사와 제조사의 필요에 의한 과열
- 만일 과열이 발생해도 마케팅비용의 비탄력성으로 실적 영향은 크지 않음

투자의견 비중확대(Overweight), Top-Pick KT 유지

7/22 단통법 폐지. 과열경쟁에 대한 우려 제기
보조금 규제는 허용과 축소를 반복해왔고, 정책 변경에 따른 과열과 완화도 반복 하지만, 대체적으로 통신사와 제조사의 필요에 의해 마케팅 과열 여부 결정
5G 보급률 78%인 현시점부터 6G 도입 전까지는 과열 발생 가능성 낮다고 판단

단통법 폐지 후 바뀌는 사항들

1) 지원금 공시의무 폐지. 2) 공시지원금의 15%로 제한되어 있는 대리점/유통점의 추가지원금 상한선 폐지. 3) 가입 유형에 따른 지원금 차별 금지 폐지. 4) 선택 약정 고객에 대해서도 대리점의 추가지원금 지급 가능

과열 경쟁으로 이어질 가능성은 낮다

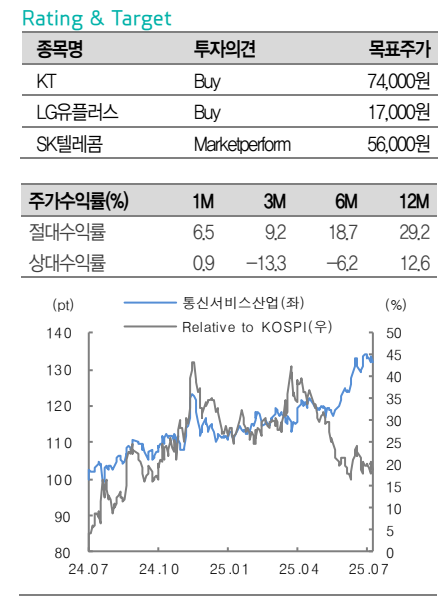
1) 정책의 초점은 통신서비스 요금 인하가 아닌 스마트폰 구입비 부담 완화
2) 지원금 상한액은 이미 17.9월에 일몰
3) 통신사와 제조사 모두 지원금을 상향시킬 유인이 크지 않음
4) 대리점의 추가지원금도 통신사 재원

보조금 정책 보다는 자원 보유자의 필요에 의한 과열

보조금 규제의 역사와 마케팅 과열 여부가 일치하는 경우도 있지만, 마케팅비용이 구간별로 고점을 형성한 08년, 14년, 21년은 각각 3G, 4G, 5G의 도입 초기

마케팅비용의 비탄력성

만일 마케팅 과열이 발생하더라도 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 전망
1) 마케팅비용은 상각대상자산으로 인식 후 21~28개월 동안 상각하는 비탄력성
2) 통신사가 전액을 부담하는 선약할인 대비 작은 규모의 지원금



영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 십억원, 원, 배, %)		
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	58,357	58,997	60,106	61,026	62,345
영업이익	4,401	3,496	4,998	5,360	5,868
세전순이익	3,583	2,797	4,345	4,673	5,170
총당기순이익	2,765	2,119	3,314	3,551	3,930
지배지분순이익	2,726	2,095	3,118	3,261	3,607
EPS	3,890	3,014	4,514	4,793	5,378
PER	8.9	13.1	10.5	10.0	9.0
BPS	52,240	52,459	54,621	57,363	60,488
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE	7.4	5.7	8.4	8.5	9.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: KT, LGU+, SKT 합산, 대신증권 Research Center

Contents

I	단통법 폐지 후 바뀌는 사항들	4
II	과열 경쟁으로 이어질 가능성은 낮다	7
III	보조금 정책 보다는 재원 보유자의 필요에 의한 과열	10
IV	마케팅비용의 비탄력성	11
	Top-Pick: K신드롬의 결정판, KT. TP 74천원	14

I. 단통법 폐지 후 바뀌는 사항들

단통법 폐지 후 바뀌는 사항들

25.7월 단통법 폐지

이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률(단말기유통법, 단통법)은 14.10월에 시행되었고, 24.12월 폐지 결정. 6개월의 유예기간을 거쳐 25.7.22 기준 폐지

단통법의 제정 목적: 당시 휴대폰 구입을 위해 새벽부터 줄을 서는 모습이 등장하면서, 휴대폰 보조금(또는 지원금)의 투명성에 대한 필요성 제기

제1조(목적) 이 법은 이동통신단말장치의 공정하고 투명한 유통 질서를 확립하여 이동통신 산업의 건전한 발전과 이용자의 권익을 보호함으로써 공공복리의 증진에 이바지함을 목적으로 한다.

단통법 등장 후 바뀐 사항들: 가입 유형(번호이동, 신규가입, 기기변경 등)에 따른 지원금 차별 금지, 과도한 지원금 지급 금지, 지원금에 상응하는 요금할인 적용 등

단통법 폐지 후 바뀌는 사항들은 크게 4가지

- 1) 지원금 공시의무 폐지
- 2) 공시지원금의 15%로 제한되어 있는 대리점/유통점의 추가지원금 상한선 폐지
- 3) 가입 유형(번호이동, 신규가입, 기기변경 등)에 따른 지원금 차별 금지 폐지
- 4) 공시지원금 대신 요금할인(선택약정)을 선택한 고객에 대해서도 추가지원금 지급 가능

선택약정할인의 정식명칭은 “지원금에 상응하는 요금할인”이기 때문에, 단통법에서 정의한 지원금 조항이 사라지면서 선택할인의 근거가 사라졌지만, 이는 전기통신사업법으로 이관하여 유지하는 것으로 전기통신사업법 일부 개정

(주: 선택약정할인은 약정 고객에 대해 약정 기간 동안 요금의 25%를 할인해주는 제도, 선택할인. 과학기술정보통신부장관 고시 사항으로, 17.9월 이후 25% 유지)

단통법은 폐지되었지만, 아직 후속조치에 대한 마련은 진행 중. 시장의 모니터링 역할을 담당하는 방통위는 통신사 등이 참여하는 TF를 구성 후 시장 혼란을 방지하는 모니터링을 강화하고 시행령도 개정할 예정

보조금 규제는 허용과 축소를 반복해왔고, 정책의 변경에 따른 마케팅 과열과 완화는 있었지만, 대체적으로는 통신사와 제조사의 필요에 의해 마케팅 과열 여부 결정. 대체적으로 기술진화 시점에 이전 세대에서 신규 세대로 가입자를 전이하는 과정에서 통신사와 제조사의 마케팅 강화

5G 보급률이 78%인 현시점부터 6G 도입이 예상되는 30년까지는 보조금 제도의 변화와 무관하게 과열 발생 가능성은 낮다고 판단

참고: 이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률(단말기유통법)

단통법

제3조(지원금의 차별 지급 금지) ① 이동통신사업자, 대리점 또는 판매점은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사유로 부당하게 차별적인 지원금을 지급하여서는 아니 된다. 1. 번호이동, 신규가입, 기기변경 등 가입 유형

제4조(지원금의 과다 지급 제한 및 공시) ① 방송통신위원회는 가입자 평균 예상 이익, 이동통신단말장치 판매 현황, 통신시장의 경쟁 상황 등을 고려하여 이동통신단말장치 구매 지원 상한액에 대한 기준 및 한도를 정하여 고시한다.

② 이동통신사업자는 제1항에 따라 방송통신위원회가 정하여 고시하는 상한액을 초과하여 지원금을 지급하여서는 아니 된다. 다만, 출시된 지 15개월이 지난 이동통신단말장치는 제외한다. <개정 2020. 6. 9.>

⑤ 대리점 또는 판매점은 제3항에 따라 이동통신사업자가 공시한 지원금의 100분의 15의 범위에서 이용자에게 지원금을 추가로 지급할 수 있다.

→ 대리점 또는 판매점의 추가 지원금의 재원은 통신사 및 제조사의 리베이트. 단통법 폐지로 인해 추가지원금을 공시지원금의 15% 이내로 지급하라는 제한은 없어졌지만, 통신사와 제조사의 리베이트가 증가하지 않으면, 15% 제한의 폐지는 큰 의미 없음

[법률 제12679호(2014. 5. 28.) 제4조제1항, 제2항의 개정규정은 같은 법 부칙 제2조의 규정에 의하여 2017년 9월 30일까지 유효함] 14.10월 30만원 → 15.4월 33만원 → 17.9월 관련 규정 일몰

제6조(지원금을 받지 아니한 이용자에 대한 혜택 제공) ① 이동통신사업자는 이동통신서비스 가입 시 이용자 차별 해소와 이용자의 합리적 선택을 지원하기 위하여 이동통신사업자에게 지원금을 받지 아니하고 이동통신서비스에 가입하려는 이용자(이동통신단말장치를 구입하지 아니하고 서비스만 가입하려는 이용자를 포함한다)에 대하여 지원금에 상응하는 수준의 요금할인 등 혜택을 제공하여야 한다.

→ 단통법 폐지에 따라 선약할인의 근거가 소멸되었지만, 전기통신사업법을 개정하여 선약할인 제도 유지

③ 과학기술정보통신부장관은 제1항에 따른 지원금에 상응하는 수준의 요금할인 등 혜택 제공의 기준을 정하여 고시한다. <개정 2017. 7. 26.> 14.10월 12% → 15.4월 20% → 17.9월 25%

행정규칙: 이동통신사업자 변경 시 번호이동 전환지원금 지급 기준[시행 2024. 3. 14.]

제4조(전환지원금의 상한액) 제3조의 전환지원금은 50만원 이내에서 지급할 수 있다.

참고: 전기통신사업법

전기통신사업법

단통법에서 적용하던 지원금에 상응하는 요금할인(선택약정할인)은 전기통신사업법으로 이관하여 적용

제32조의11(지원금을 받지 아니한 이용자에 대한 혜택 제공) ① 이동통신사업자는 이동통신서비스 가입 시 이용자 차별 해소와 이용자의 합리적 선택을 지원하기 위하여 이동통신사업자에게 지원금을 받지 아니하고 이동통신서비스에 가입하려는 이용자(이동통신 단말장치를 구입하지 아니하고 이동통신서비스만 가입하려는 이용자를 포함한다)에 대하여 요금할인 등 혜택을 제공하여야 한다.

② 제1항에 따른 혜택의 제공을 위한 이용약관의 변경에 관하여는 제28조를 준용한다. 다만, 제28조제1항 및 제4항에도 불구하고 과학기술정보통신부장관은 이용자의 이익을 해칠 우려가 클 경우에는 신고를 접수한 날부터 15일 이내에 해당 신고를 반려할 수 있다.

[본조신설 2025. 1. 21.]

[시행일: 2025. 7. 22.] 제32조의11

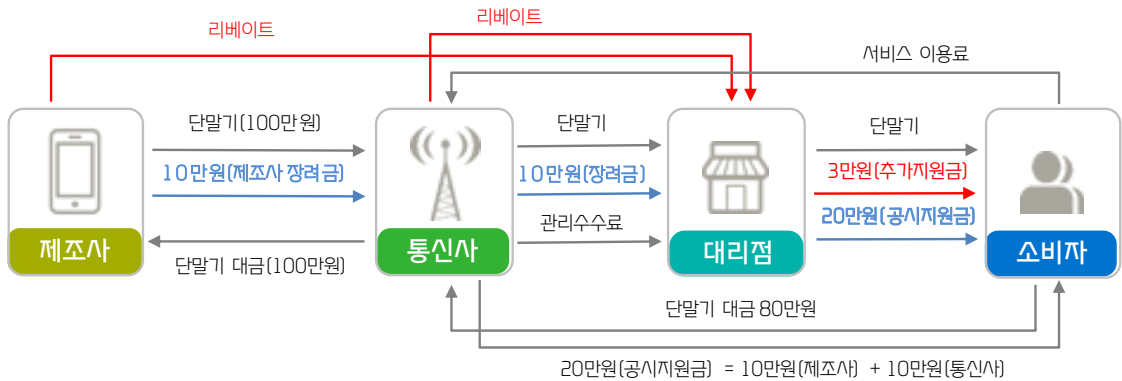
제32조의12(지원금의 차별 지급 금지) ① 이동통신사업자, 대리점 또는 판매점은 이용자의 거주 지역, 나이 또는 신체적 조건을 이유로 부당하게 차별적인 지원금을 지급하여서는 아니 된다.

② 제1항에 따른 부당하게 차별적인 지원금 지급의 유형 및 기준에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

[본조신설 2025. 1. 21.]

[시행일: 2025. 7. 22.] 제32조의12

그림 1. 지원금 프로세스



II. 과열 경쟁으로 이어질 가능성은 낮다

통신사와 제조사 모두 마케팅의 유인이 크지 않다

마케팅 재원의 원천 통신사와 제조사

차별 금지와 과도한 지원금 지급 금지 등이 폐지되면서 통신사들의 무한 경쟁에 따른 마케팅비 증가 우려 제기. 특히, 대리점의 자율권이 커진 것에 대한 우려가 크지만, 대리점 마케팅 재원의 원천은 통신사와 제조사. 이들의 마케팅에 대한 니즈는 크지 않음

1) 정책의 초점은 통신서비스 요금 인하가 아닌 스마트폰 구입비 부담 완화

단통법 폐지의 취지는 “통신사들의 보조금 경쟁을 촉진해 스마트폰 구입비 부담을 경감시키기 위함”. 즉, 정책의 초점은 스마트폰 구입비를 낮추기 위함이고, 스마트폰 구입비 부담 완화는 통신사의 보조금도 영향을 끼치지만, 궁극적으로 제조사의 영역

2) 지원금 상한액은 이미 17.9월에 일몰

단통법 상의 지원금 상한액 규정은 17.9월에 일몰되어, 그 이후에는 통신사들이 자유롭게 지원금을 책정할 수 있었지만, 5G 도입 후 19년 하반기에 일시적으로 지원금이 상승한 것 외에는 지금까지 지원금의 큰 변화는 없음

3) 통신사와 제조사 모두 지원금을 상향시킬 유인이 크지 않음

지원금은 통신사와 제조사가 공동으로 부담하기 때문에, 통신사는 지원금을 통해 고객을 많이 확보할 수 있다고 판단될 경우에 지원금을 상향시키고, 제조사는 지원금을 통해 판매가 증가할 수 있다고 판단될 경우에 지원금 상향

통신시장은 3사간의 가입자 점유율이 고착화 되어있고 유무선 결합이 보편화되어 있으며, 더 이상 무선에만 집중하는 사업구조가 아니기 때문에, 통신사들이 무리하게 지원금을 상향시키면서 고객을 확보할 니즈가 없음

제조사 입장에서는 지원금을 통해 판매를 늘리려는 니즈는 있을 수 있지만, 출고가가 높아지고 각 단말기별 혁신적인 변화가 없는 상황에서 지원금 상향만으로는 판매량이 증가하기 어렵기 때문에, 제조사도 지원금 상향 니즈는 크지 않음

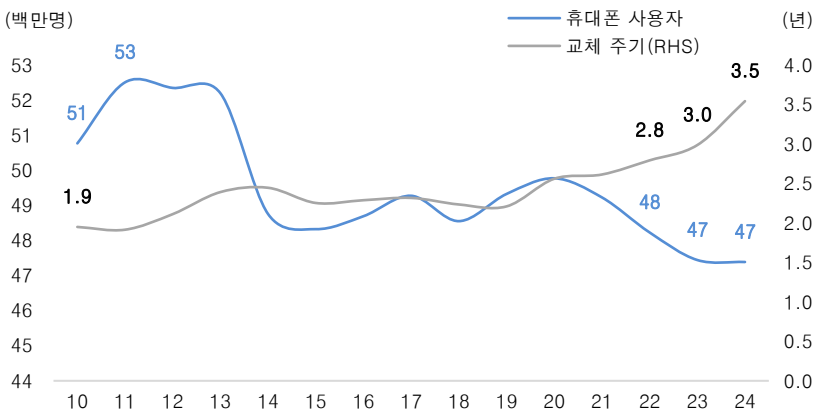
4) 대리점의 추가지원금도 통신사 재원

대리점의 추가지원금이 공시지원금의 15%로 제한되어 있는 조항이 폐지되면서 대리점이 경쟁을 유발시킬 것이라는 우려도 제기. 하지만, 대리점의 추가지원금도 통신사의 재원

대리점의 수익은 유지 고객 월이용료의 약 5% 수준의 관리수수료와 고객 유치(신규, 번호이동, 기기변경 등 고객의 신규 계약 또는 단말판매)시 제공되는 통신사와 제조사의 리베이트로 구성. 소위 말하는 공짜폰이나 버스폰이 등장할 수 있는 이유는, 대리점이 관리 수수료를 통해 고객약정 기간 동안 안정적인 캐쉬플로우를 확보하는 대신, 일회성으로 주어지는 리베이트는 다시 고객에게 돌려주는 형태의 영업을 하고있기 때문

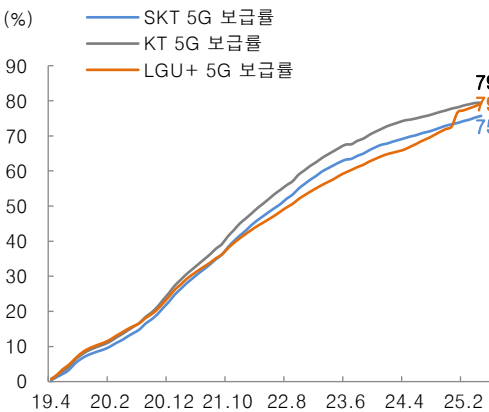
대리점에서 자발적으로 지급할 수 있는 추가지원금의 재원이 바로 통신사와 제조사의 리베이트. 즉, 통신사나 제조사가 리베이트를 상향시키지 않은한 추가지원금의 한도가 풀린다고해서 시장이 과열될 가능성은 없음. 그리고, 상기 3)의 항목에서 언급한 것처럼 통신사나 제조사는 지원금이나 리베이트 등 어떠한 형태의 재원을 통해서라도 고객을 무리하게 확보하거나 단말기 판매를 크게 증가시킬 유인이 크지 않은 상황

그림 2. 휴대폰 교체 주기 증가. 10년 1.9년 → 24년 3.5년



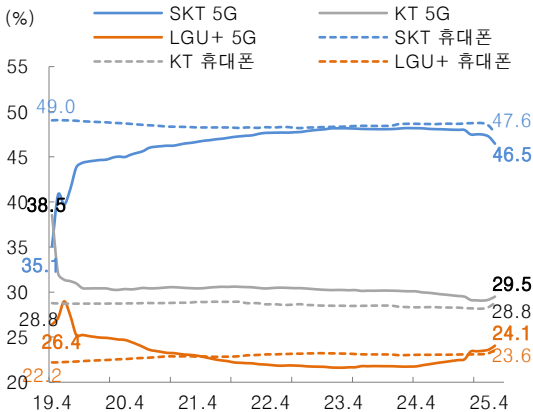
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 3. 휴대폰 대비 5G 보급률 77.6%(25.5 월)



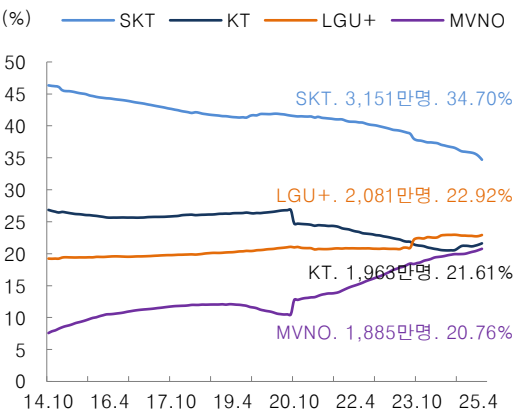
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 4. 각 사의 점유율은 큰 변화 없음(25.5 월)



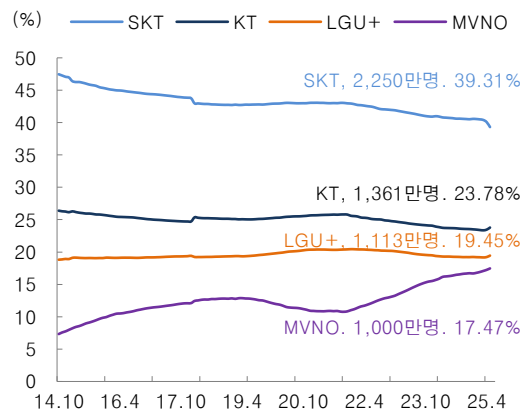
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 5. 알뜰폰 1,885 만명. 총회선 기준 20.8%



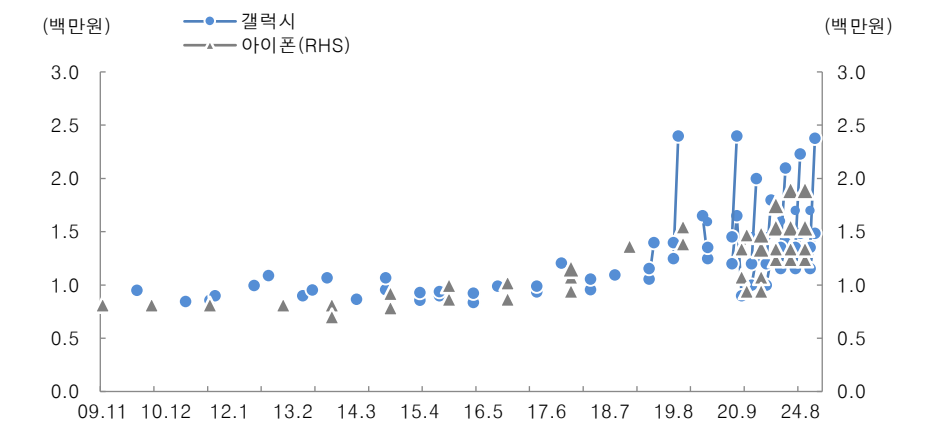
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 6. 알뜰폰 1,000 만명. 휴대폰 기준 17.5%



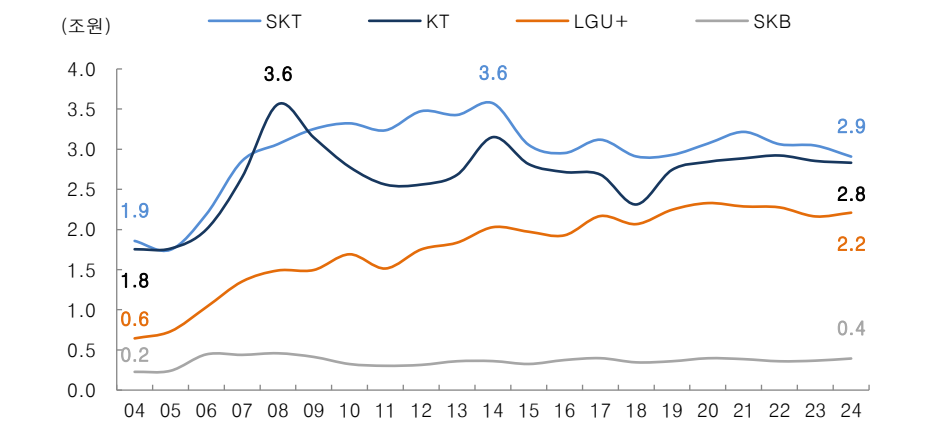
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 7. 갤럭시와 아이폰 시리즈의 출고가



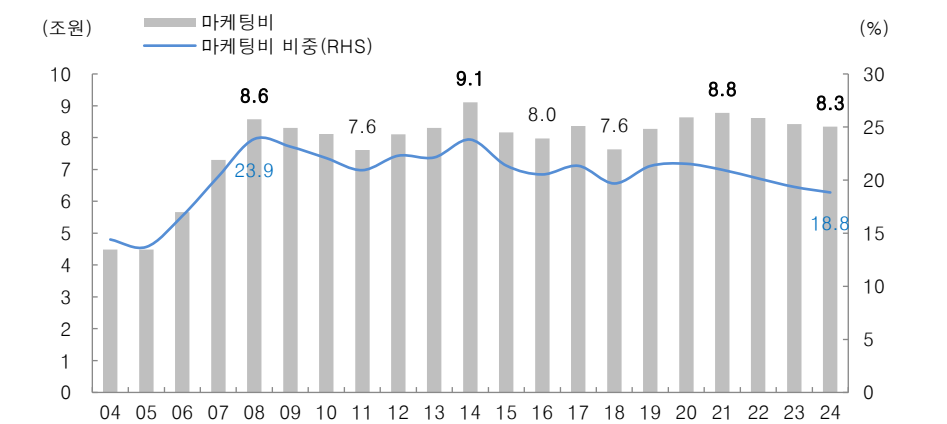
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 마케팅비 현황



자료: 각 사 IR 대신증권 Research Center

그림 9. 마케팅비 현황



자료: 각 사 IR 대신증권 Research Center

III. 정책보다는 자원 보유자의 필요에 의한 과열

기술진화에 따른 신규 수요 발생시 과열 경쟁

3G, 4G, 5G 상용화
시점에 마케팅 경쟁

지난 20년간 마케팅비용이 구간별로 고점을 형성한 시점은 3번. 통신사 합산 기준 08년 8.6조원, 14년 9.1조원, 21년 8.8조원

(주: 마케팅비용은 당기에 비용처리했으나, 18년 IFRS 15 도입으로 마케팅비용도 CAPEX와 같이 자산으로 인식 후 상각하는 방식으로 변경. 따라서, 18년 이후와 이전의 마케팅비용을 단순 비교하기는 어렵고, 구간별 고점과 증감 추이만 비교)

이 시점을 보조금 규제의 역사와 매칭해보면, 08년의 경우는 규제 완화와 마케팅 비용 증가가 일치. 하지만, 14년과 21년의 경우는 자원 보유자인 통신사와 제조사의 필요에 의한 마케팅비용 증가

1) 06~08년 마케팅비용 증가, 08년 8.6조원의 고점 형성: 동기간 보조금 규제도 완화. 03.3월 전기통신사업법 개정으로 3년간 보조금 한시적 시행, 06.3월 보조금 규제를 2년간 유예한 후 08.3월 2년간의 유예 일몰 및 보조금 완전 허용

06~08년을 규제 완화에 의한 마케팅비용 증가로 볼 수도 있지만, 3G 상용화에 따른 가입자 모집 경쟁의 결과로도 볼 수 있음. 특히, 당시 LGU+는 3G 상용화를 하지않았기 때문에, SKT와 KT 위주로 마케팅비용이 증가한 것도 이를 뒷받침하는 증거

08~11년 마케팅비용 감소, 11년 7.6조원의 저점 형성: 10.5월 단말기 보조금 차별 지급 금지 및 단말기당 보조금 27만원으로 제한

2) 12~14년 마케팅비용 증가, 14년 9.1조원의 고점 형성: 11.7월 SKT와 LGU+ LTE 상용화. KT는 12.1월 LTE 상용화. KT의 상용화가 늦어지면서 점유율 하락. 이를 만회하기 위해 KT발 마케팅 경쟁 시작. 오히려 경쟁 심화에 따라 사후적으로 14.10월 단통법 도입

3) 19~21년 마케팅비용 증가, 21년 8.8조원의 고점 형성: 19.4월 5G 상용화. SKT의 초기 점유율 부진에 따른 SKT발 마케팅 경쟁 시작

표 1. 보조금 규제 역사 (%)

일시	
96년	신세기 통신 사업초기 보조금 한시 허용
97.1월	PCS 사업자 진입시 광범위한 보조금 지급
99.4월	의무가입기간 폐지 및 단말기 보조금 축소
00.6월	단말기 보조금 완전 폐지 및 사업자 약관에 반영. 보조금 제공시 이용약관 위반으로 제재
02.12월	전기통신사업법 개정으로 보조금 규제 법제화. 예외적 보조금 허용 근거 조항 마련
03.3월	전기통신사업법 개정. 3년간 보조금 한시적으로 시행
06.3월	전기통신사업법 개정 및 보조금 규제 2년 유예(부분적 보조금 지급 허용)
08.3월	전기통신사업법 개정 및 보조금 규제 2년 유예 일몰. 보조금 완전 허용
10.5월	단말기 보조금 차별 지급 금지. 단말기당 보조금 27만원으로 제한
14.10월	이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률 시행
25.7월	이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률 폐지 및 전기통신사업법 개정

자료: 과학기술정보통신부, 방송통신위원회, 언론보도인용, 대신증권 Research Center

IV. 마케팅비용의 비탄력성

그럼에도 불구하고 마케팅 과열이 발생한다면

마케팅비 비탄력성

그럼에도 불구하고 단통법 폐지에 따른 마케팅 과열이 발생한다면, 실적에 어떤 영향을 미칠 것인가? 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 전망. 첫째, 마케팅비용의 비탄력성. 둘째, 통신사 입장에서는 지원금 대비 선약할인의 부담이 더 큰데, 지원금 상승에 따라 선약할인 가입자 비중이 줄어들면 반사이익도 가능

통신은 유무선 상품의 계약기간에 걸쳐서 매출을 인식하되, 가입자 모집비용은 당기 비용으로 처리해왔으나, 18년 IFRS 15 도입으로 매출과 비용을 일치시킴. 방법은, 마케팅비용 중 고객 모집에 직접 관련된 비용을 일부는 자산으로 인식 후 예상되는 서비스 기간에 걸쳐서 상각하고, 나머지는 요금에서 할인하는 방식

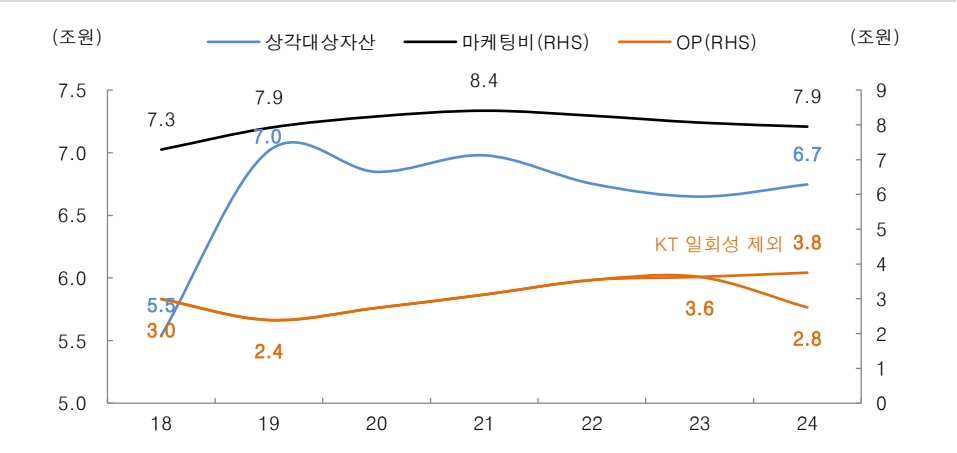
통신의 마케팅비용은 획득비와 유지 및 관리수수료로 구성
획득비. 상각대상. 비중 약 70%. 가입자를 모집하는데 들어가는 직접 비용이고, 대리점에 대한 리베이트가 약 70%, 고객지원금이 약 30%로 구성

유지수수료: 멤버십 이용 등
관리수수료: 대리점이 고객을 모집해서 유지하는데 따른 수수료. 고객이 지급하는 금액의 일정 부분(약 5% 수준으로 추정)을 통신사가 대리점에 수수료로 지급

대리점 리베이트는 선급비용으로 인식 후 상각. KT 21개월, LGU+ 24개월, SKT 28개월 (각 사별 재무제표상 인식하는 계정. KT: 자산으로 인식한 계약원가. SKT: 자산으로 인식된 계약체결 증분원가. LGU+: 계약자산)

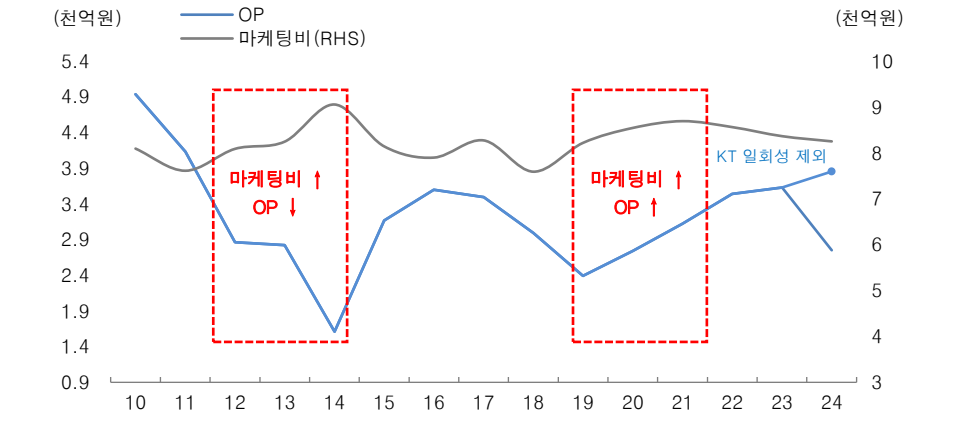
고객지원금은 단말 매출과 예상 서비스 매출의 합계에서 단말 매출 비중에 해당하는 지원금은 당기에 단말 매출에서 차감하고, 나머지 부분은 계약자산으로 인식 후, 서비스 요금에서 할인. KT 21개월, LGU+ 24개월. SKT는 단말기를 직접 취급하지 않기 때문에, 고객지원금 전체를 자산으로 인식 후 28개월 동안 상각

그림 10.18년 IFRS 15 도입 이후 마케팅비용의 비탄력성



자료: 전자공시, 3사 합산 기준. 추정은 대신증권 Research Center

그림 11.LTE 도입 초기 3년 vs. 5G 도입 초기 3년. 마케팅비와 영업이익



자료: 각 사 IR, 대신증권 Research Center

로직은 복잡하지만, 핵심은, 만일 과거처럼 마케팅 경쟁이 발생하더라도 당분기 이익에 영향을 미치지 않고 21~28개월에 걸쳐서 영향을 미친다는 것

18년 5.5조원이었던 상각대상자산은 5G 도입 직후인 19년 경쟁과열로 인해 7조원까지 1.5조원 급증했지만, 마케팅비용은 18년 7.3조원 대비 19년 7.9조원으로 6천억원만 증가. 이후 상각대상자산은 꾸준히 감소하면서 마케팅비 역시 21년 8.4조원까지 완만한 상승 후 24년 7.9조원으로 다시 완만한 하락 추세 형성

지원금 vs. 선약할인

만일 단통법 폐지에 따라 경쟁 과열이 발생해서 지원금이 증가하더라도, 일정 수준 이내에서 증가하는 경우에는 오히려 통신사 이익 개선. 그 이유는 선약할인이 “지원금에 상응하는” 수준으로 설계 되었지만, 현재 25%인 선약할인이 대체적으로 지원금보다 규모가 크기 때문

선약할인은 통신사가 요금 할인으로 전액 부담. 반면, 지원금은 통신사와 제조사가 공동으로 부담하고, 당사 추정 통신사 부담이 약 70%. 서비스를 신규로 계약하는 소비자들의 경우 절반 이상이 선약할인을 선택하는 것으로 추정

25.7월초 기준 갤럭시S25의 SKT 79 요금제와 SKT 125 요금제를 통해 비교

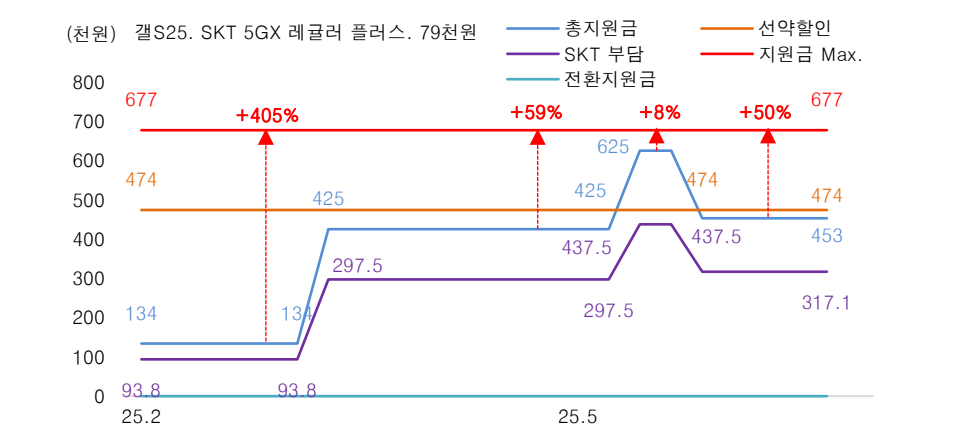
1) 갤럭시S25 SKT 79 요금제. 선약할인은 24개월간 474천원. 지원금은 453천원. 선약할인과 지원금의 규모가 비슷하지만, 지원금에서 통신사 부담은 약 70%이기 때문에, 통신사의 지원금은 317천원 정도로 추정. 만일 지원금이 677천원으로 현재 대비 50% 상승하더라도 통신사 부담은 70%인 474천원 수준으로 선약할인과 유사한 수준

즉, 갤럭시S25 SKT 79 요금제의 경우 지원금이 50% 이내에서 상승하고, 지원금 상승에 따라 소비자들이 선약할인 대신 지원금을 선택할 경우 통신사 이익이 개선되는 효과 발생

2) 갤럭시S25 SKT 125 요금제. 선약할인은 24개월간 750천원. 지원금은 500천원. 선약할인이 지원금 보다 규모가 큰 상황. 지원금에서 통신사 부담은 약 70%이기 때문에, 통신사의 지원금은 350천원 정도로 추정. 만일 지원금이 1,071천원으로 현재 대비 114% 상승하더라도 통신사 부담은 70%인 750천원 수준으로 선약할인과 유사한 수준

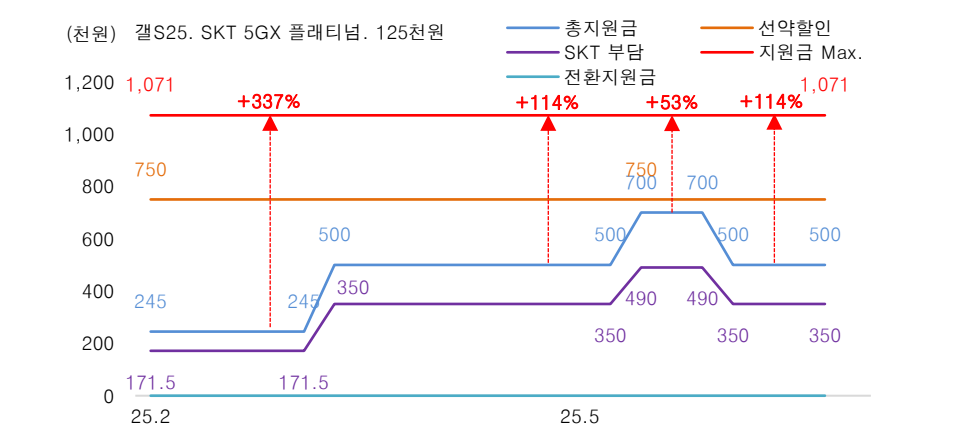
즉, 갤럭시S25 SKT 125 요금제의 경우 지원금이 114% 이내에서 상승하고, 지원금 상승에 따라 소비자들이 선약할인 대신 지원금을 선택할 경우 통신사 이익 개선

그림 12. 갤럭시S25 선약할인 vs. 지원금. SKT 79 요금제



자료: 스마트포이스, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13. 갤럭시S25 선약할인 vs. 지원금. SKT 125 요금제



자료: 스마트포이스, 추정은 대신증권 Research Center

KT
(030200)

김희재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

74,000
유지

현재주가
(25.07.23)

56,400

통신서비스업중

K신드롬의 결정판, KT

- 7/15 증가는 58,600원. 02.8월 민영 KT 출범 후 최고가
- 주주환원도 시장 선도. 25~28년 자사주 1조원 취득/소각
- 부동산 일부 재평가를 반영한 후 PBR 1배 적용시 TP 11만원도 가능

투자의견 매수(Buy), 목표주가 74,000원 유지. Top-Pick 제시

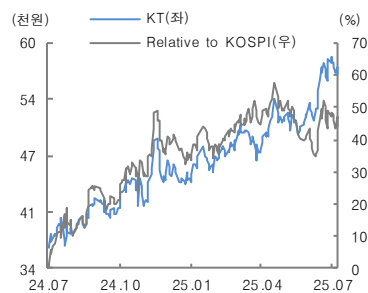
25E EPS 5,671원(일회성 부동산 이익 5천억원 제외 기준)에 PER 13배 적용.
최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)에 30% 할증 적용

26E EPS 6,283원에 PER 13배 적용시 TP 82천원 가능

부동산 일부 재평가를 반영한 BPS에 PBR 1배 적용시 TP 11만원도 가능

KOSPI	3183.77
시가총액	14,214십억원
시가총액비중	0.64%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	58,400원 / 36,550원
120일 평균거래대금	234억원
외국인지분율	49.00%
주요주주	현대자동차 외 1 인 8.07% 국민연금공단 7.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	13.5	23.5	48.8
상대수익률	4.7	-10.0	-2.4	29.7



KT가 이끈 K-주식 신드롬. 실적, 주가, 주주환원 모두 시장 선도

KT의 YTD 상승률은 29%로 지수와 유사한 수준. 통상적으로 통신업종은 지수를 방어하는 성격을 가지고 있었으나, KT는 5G 성공에 힘입어 지수 선도

19.4월 5G 상용화. KT의 첫 달 점유율은 38.5%로 1위, LTE의 부진 만회
5G 성과는 4Q19부터 ARPU 상승으로 나타나고, 실적을 확인한 20.2월 이후 주가는 누적 125% 상승, 업종 1위 및 동기간 지수 43%를 크게 상회

현재 형성 중인 57천원대 주가는 02.8월 민영 KT 출범 후 최고가
21년부터 매년 플러스 수익률 달성 중이고, 21, 22, 24년은 지수 아웃퍼폼

25E OP 2.6조원(+223% yoy). 부동산 일회성 5천억원 제외해도 2.1조원
26E OP 2.3조원(일회성 제외 기준 +11% yoy). 2조원대 이익 시대 안착

주주환원도 시장 선도. 25~28년 자사주 1조원 취득/소각
28년까지 연평균 OP 증가율 9%. 동기간 총주주환원 증가율 9%

배당과 자사주를 합친 총 주주환원. 25E 8.4천억원, 26E 8.8천억원
총주주환원 수익률 25E 5.9%, 26E 6.1%

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	26,376	26,431	27,590	27,434	28,137
영업이익	1,650	809	2,617	2,348	2,553
세전순이익	1,324	585	2,502	2,252	2,467
총당기순이익	989	417	1,927	1,712	1,875
지배지분순이익	1,010	470	1,765	1,541	1,688
EPS	3,887	1,850	7,042	6,283	7,026
PER	8.9	23.7	8.1	9.1	8.2
BPS	64,462	63,770	68,764	73,075	77,918
PBR	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
ROE	6.1	2.9	10.6	8.8	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: KT, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	26,376	26,431	27,590	27,434	28,137
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	26,376	26,431	27,590	27,434	28,137
판매비와관리비	24,726	25,622	24,974	25,085	25,584
영업이익	1,650	809	2,617	2,348	2,553
영업이익률	6.3	3.1	9.5	8.6	9.1
EBITDA	5,518	4,739	6,545	6,168	6,246
영업외손익	-326	-225	-114	-96	-86
관계기업손익	-43	9	9	9	9
금융수익	486	918	717	709	708
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-569	-995	-697	-687	-663
외환관련손실	130	476	169	169	169
기타	-200	-156	-143	-127	-140
법인세비용차감전순이익	1,324	585	2,502	2,252	2,467
법인세비용	335	168	576	541	592
계속사업순이익	989	417	1,927	1,712	1,875
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	989	417	1,927	1,712	1,875
당기순이익률	3.7	1.6	7.0	6.2	6.7
비배지분순이익	-21	-53	162	171	188
지배지분순이익	1,010	470	1,765	1,541	1,688
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	7	-90	-90	-90	-90
포괄순이익	996	327	1,836	1,622	1,785
비배지분포괄이익	-17	-27	154	162	179
지배지분포괄이익	1,014	354	1,682	1,459	1,607

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,887	1,850	7,042	6,283	7,026
PER	8.9	23.7	8.1	9.1	8.2
BPS	64,462	63,770	68,764	73,075	77,918
PBR	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	21,235	18,643	26,115	25,152	25,999
EV/EBITDA	3.4	4.3	3.6	3.7	3.6
SPS	101,514	103,976	110,085	111,872	117,129
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
CFPS	23,068	20,773	27,660	26,739	27,596
DPS	1,960	2,000	2,500	2,700	3,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	28	0.2	4.4	-0.6	2.6
영업이익 증가율	-2.4	-50.9	223.2	-10.3	8.7
순이익 증가율	-28.7	-57.8	361.9	-11.2	9.5
수익성					
ROC	5.8	2.8	10.3	9.4	10.3
ROA	3.9	1.9	6.2	5.5	6.0
ROE	6.1	2.9	10.6	8.8	9.2
안정성					
부채비율	130.1	132.7	124.4	116.7	109.4
순차입금비율	43.9	42.2	39.3	35.3	31.3
이자보상배율	4.6	2.2	7.0	6.7	7.6

자료: KT, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	14,518	14,252	15,330	15,779	16,052
현금및현금성자산	2,880	3,717	3,562	3,815	4,095
매출채권 및 기타채권	7,170	6,147	7,333	7,538	7,504
재고자산	912	940	981	976	1,001
기타유동자산	3,556	3,448	3,454	3,451	3,452
비유동자산	28,192	27,628	27,347	26,930	26,882
유형자산	14,872	14,826	14,255	13,783	13,530
관계기업투자금	1,557	1,562	1,590	1,617	1,644
기타비유동자산	11,763	11,240	11,502	11,530	11,707
자산총계	42,710	41,880	42,676	42,709	42,934
유동부채	13,147	13,875	13,748	13,391	13,094
매입채무 및 기타채무	8,055	7,395	7,440	7,434	7,462
차입금	434	460	460	460	460
유동성채무	2,624	3,445	3,273	3,109	2,954
기타유동부채	2,034	2,575	2,575	2,388	2,219
비유동부채	11,001	10,009	9,909	9,613	9,336
차입금	7,151	6,606	6,506	6,406	6,306
전환증권	8	10	10	10	10
기타비유동부채	3,842	3,393	3,393	3,197	3,020
부채총계	24,149	23,883	23,657	23,003	22,430
자배지분	16,749	16,211	17,234	17,920	18,718
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,443	1,443	1,443	1,443	1,443
이익잉여금	14,494	13,780	14,803	15,489	16,287
기타자본변동	-753	-577	-577	-577	-577
비배지분	1,812	1,786	1,786	1,786	1,786
자본총계	18,561	17,997	19,020	19,706	20,504
순차입금	8,154	7,593	7,476	6,960	6,424

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,503	5,066	6,647	6,464	6,409
당기순이익	989	417	1,927	1,712	1,875
비현금항목의 가감	5,005	4,864	5,006	4,845	4,754
감가상각비	3,868	3,930	3,929	3,820	3,692
외환손익	84	383	98	98	98
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,053	551	979	927	963
자산부채의 증감	-246	69	287	428	336
기타현금흐름	-244	-283	-572	-521	-557
투자활동 현금흐름	-4,621	-2,845	-3,350	-3,350	-3,450
투자자산	-551	409	-27	-27	-27
유형자산					-3,593
기타	-477	-448	-617	-617	-617
재무활동 현금흐름	-453	-1,390	-1,119	-1,224	-1,251
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-100	-100	-100
장기차입금	106	-135	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-527	-872	-492	-605	-640
기타	-32	-382	-528	-519	-511
현금의 증감	430	837	-155	253	280
기초 현금	2,449	2,880	3,717	3,562	3,815
기말 현금	2,880	3,717	3,562	3,815	4,095
NOPLAT	1,232	577	2,015	1,785	1,940
FCF	935	1,166	2,534	2,195	2,123

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

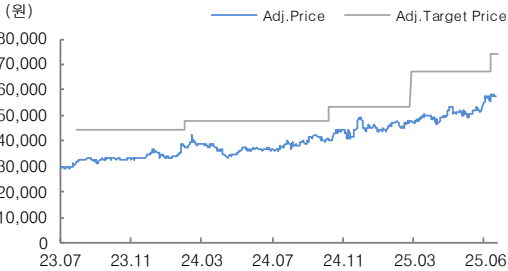
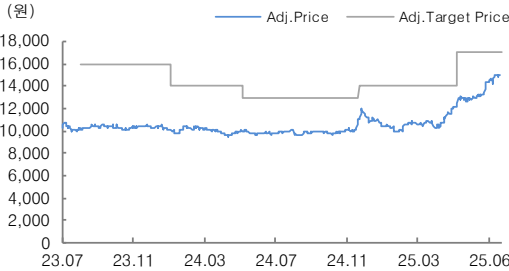
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

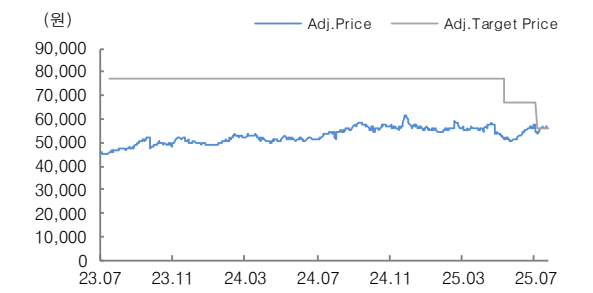
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	0.0%

(기준일자: 20250721)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

KT(030200) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							LG유플러스(032640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
													
제시일자	250724	250711	250225	241008	240808	240208	제시일자	250724	250508	241123	241110	240510	240110
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	74000	74000	67000	53000	48000	48000	목표주가	17000	17000	14000	13000	13000	14000
과리율(평균.%)		(21.84)	(24.16)	(15.47)	(16.55)	(22.81)	과리율(평균.%)		(19.98)	(22.95)	(20.85)	(24.27)	(28.59)
과리율(최대/최소.%)		(21.08)	(13.28)	(7.55)	(12.40)	(12.08)	과리율(최대/최소.%)		(11.47)	(11.64)	(14.69)	(21.54)	(25.43)
제시일자	230808						제시일자	230809					
투자의견	Buy						투자의견	Buy					
목표주가	44000						목표주가	16000					
과리율(평균.%)	(23.84)						과리율(평균.%)	(35.54)					
과리율(최대/최소.%)	(12.39)						과리율(최대/최소.%)	(34.00)					
제시일자							제시일자						
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)						
제시일자							제시일자						
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)						

SK텔레콤(017670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	250724	250705	250512	250128	240728	240128
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과
목표주가	56,000	56,000	67,000	77,000	77,000	77,000
과리율(평균%)		(0.84)	(19.75)	(27.26)	(26.79)	(32.56)
과리율(최대/최소%)		0.89	(13.58)	(23.25)	(20.13)	(29.61)

제시일자	230728
투자의견	Buy
목표주가	77,000
과리율(평균%)	(36.88)
과리율(최대/최소%)	(32.08)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	