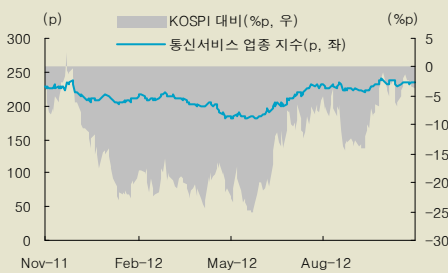


비중확대(유지)

종목	투자조건	목표주가
SK텔레콤(017670)	매수	200,000원
KT(030200)	매수	48,000원
LG유플러스(032640)	매수	8,900원
SK브로드밴드(033630)	중립	-

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

자회사가 수익 호전의 동력으로 부상

비통신 자회사의 이익 기여도 증가

통신업계는 타 산업과의 융합 및 타 산업 진출 등 비통신 성장 전략을 추진하고 있다. 이에 따라 비통신 자회사가 늘고 자회사의 이익 기여도가 높아지고 있다. SK텔레콤과 KT의 자회사 영업이익이 연결 영업이익에서 차지하는 비중은 2010년에 각각 -3.4%, 0.8%에서 2011년에 3.3%, 9.5%로 상승했고 2012년 1~3분기에는 6.8%, 16.6%로 더욱 높아졌다. 통신산업의 성장성이 정체된 상황에서 비통신 자회사의 수익 호전은 매우 고무적이다.

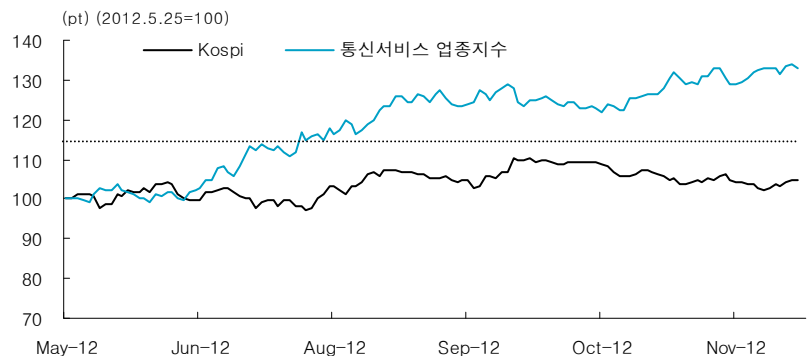
자회사의 수익 개선으로 투자자산 가치 증가할 것

SK텔레콤 자회사의 수익성은 2011년까지 부진했으나 2012년 상반기 SK브로드밴드에 이어 하반기에는 SK하이닉스가 흑자로 전환했다. SK플래닛은 Tstore, 11번가 사업이 호조를 보이고 있다. KT의 비통신 사업은 미디어, BC카드, 렌탈 사업이 핵심이다. KT의 유료방송 시장 점유율은 2년 만에 7.1%p 상승했다. BC카드, KT렌탈, KT스카이라이프 등 자회사는 대부분 수익성이 양호하다. 6월 SK텔레콤과 KT의 투자자산은 각각 8.7조원, 1.7조원으로 시가총액의 72.1%, 16.6%에 달하나 수익이 부진해 투자자산의 가치가 주가에 반영되지 못했다. 2013년부터는 자회사 수익 개선으로 자회사의 기업가치가 증가할 전망이다. 단기적으로는 KT의 자회사 수익 기여도가 높으나 중장기적으로는 SK텔레콤이 더욱 클 것이다.

ARPU 증가, 마케팅경쟁 완화, 배당 매력으로 비중확대 의견

통신업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. 2013년 가입자당 매출액(ARPU)이 5.1% 증가하고, 연말 연초부터 마케팅 경쟁이 완화될 것이다. 최근 주가 상승에도 12MF PER이 7.2배로 낮고 배당수익률이 5~6%로 높다. LTE 투자가 마무리되면서 2013년부터 설비투자와 운영비용이 감소할 것이다.

통신업종 지수와 KOSPI 추이



자료: Quantwise 한국투자증권

양종인 3276-6153/6154
jiyang@truefriend.com

이동연 3276-6276
dongyeon@truefriend.com

비통신 성장 전략으로 자회사 위상 상승

통신산업은 가입자 보급률이 높아 가입자 증가율이 둔화되고 있다. 성장성을 확보하기 위한 통신업체의 전략은 두 가지다. 통신산업에서는 가입자당 매출액(ARPU)이 높은 LTE가 성장 동력이다. 하지만 통신산업만으로는 성장에 한계가 있어 타 산업과의 융합 및 타 산업 진출을 통한 성장을 도모하고 있다. 비통신 또는 탈통신 전략이다. 통신업체는 그 동안 통신과 유사한 방송, 플랫폼, 콘텐츠 산업에 진출했으며 최근에는 금융, 유통, 보안, 광고, 주택, 의료 등으로 융합 영역을 확대하는 추세다. 나가서 통신과 관련성이 낮은 반도체, 렌탈, 부동산 등에도 직접 진출하고 있다. 이에 따라 통신업체의 비통신 분야 자회사가 늘고 투자자산 규모가 증가했다. 비통신 자회사의 위상이 높아지는 것이다.

2011년 이후 자회사 이익 기여도 증가

SK텔레콤과 KT는 2011년 이후 자회사의 이익 기여도가 높아졌으며 향후에도 이 추세가 이어질 전망이다. SK텔레콤과 KT의 자회사 영업이익이 연결 영업이익에서 차지하는 비중은 2010년에 각각 -3.4%, 0.8%에서 2011년에 3.3%, 9.5%로 상승했고 2012년 1~3분기에는 6.8%, 16.6%로 더욱 높아졌다.

통신산업의 성장성이 정제된 상황에서 비통신 자회사의 수익 호전은 매우 고무적이다. 2012년에 LTE 가입자 유치를 위한 경쟁 심화로 통신업체의 수익성이 악화됐으나 자회사 수익 호전으로 이익 감소분이 어느 정도 만회됐다. 더욱이 2013년에 통신사업의 수익성이 개선되는 데다 비통신 자회사의 수익 호전 추세가 이어지면 수익성 호전은 탄력을 받을 것이다.

〈표 1〉 SKT, KT의 자회사 영업이익 비중 추이 (단위: 십억원, %)

	2010	2011	2012.1Q~3Q
SKT			
자회사 영업이익	(77.7)	71.8	80.9
SKT 별도 영업이익	2,355.0	2,102.1	1,100.5
SKT 연결 영업이익	2,277.3	2,173.9	1,181.4
자회사 이익 기여도	(3.4)	3.3	6.8
KT			
자회사 영업이익	17.2	186.8	247.1
KT 별도 영업이익	2,033.5	1,787.0	1,238.1
KT 연결 영업이익	2,050.7	1,973.8	1,485.2
자회사 이익 기여도	0.8	9.5	16.6

자료: 각사, 한국투자증권

SKT: 자회사 흑자전환으로 기업가치 상승

SK텔레콤은 유사업종과 융합하는 비통신 전략으로는 통신사업과 시너지 효과가 높은 플랫폼 사업을 육성하고 있다. 한편 반도체 업체인 SK하이닉스를 인수해 통신과 관련성이 낮은 사업으로도 다각화했다.

SK텔레콤 자회사의 수익성은 2011년까지 매우 부진했으나 2012년부터 개선되고 있다. SK브로드밴드는 SK텔레콤과의

시너지 효과로 2012년부터 흑자로 전환했으며 2013년부터는 이익 규모가 늘어날 것이다. 재판매, 기업사업 등으로 SK텔레콤과의 시너지 효과가 커지고 IPTV의 수익성이 개선되기 때문이다. 2014년 초에는 IPTV가 홈쇼핑 수수료 및 광고 증가로 흑자 전환할 전망이다.

SK플래닛은 Tmap, Tstore, 11번가 사업이 호전되고 있다. 2013년 초에 SK마케팅엔컴퍼니와 합병하면 대형 플랫폼, 마케팅, 광고업체로 위상이 높아진다. SK플래닛의 자회사인 로엔은 멜론 가입자가 증가하는 가운데 음원 가격 상승으로 수익이 호전될 것이다. SK하이닉스는 반도체 가격의 상승으로 2013년에 흑자 기반을 다질 전망이다. 이에 따라 2013년에는 SK텔레콤의 지분법이이익이 플러스로 돌아설 것이다.

〈표 2〉 SKT 주요 자회사 분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
SK 브로드밴드							
매출액	520.2	557.3	583.1	652.0	558.6	605.5	652.1
영업이익	15.1	18.8	19.5	11.1	15.9	17.0	19.7
순이익	(5.5)	(1.2)	0.6	(8.1)	1.0	3.3	6.4
SK 하이닉스							
매출액	2,793.2	2,758.4	2,291.1	2,553.2	2,388.4	2,632.0	2,423.5
영업이익	322.8	446.9	(276.8)	(167.5)	(260.0)	22.8	(15.1)
순이익	273.3	471.1	(561.1)	(239.9)	(271.1)	(53.2)	2.0
SK 플래닛							
매출액				280.7	244.5	250.0	260.0
영업이익				8.2	(2.9)	17.1	29.6
순이익				11.0	2.9	20.3	20.9
로엔							
매출액	34.6	42.7	43.1	46.8	44.0	46.0	47.1
영업이익	6.9	8.8	5.2	5.6	8.1	8.3	8.1
순이익	5.4	6.8	4.3	4.9	7.0	6.3	6.7
SK 컴즈							
매출액	59.3	67.1	70.4	65.3	52.7	54.0	51.2
영업이익	5.1	3.4	0.9	(4.1)	(9.5)	(8.2)	(12.0)
순이익	2.7	2.4	1.1	(2.0)	(6.8)	(5.6)	(8.1)

자료: SKT, 한국투자증권

〈표 3〉 SKT 주요 자회사 실적 전망

(단위: 십억원)

	SKB	SK 플래닛	SK 하이닉스	SK 컴즈	로엔
사업 내용	초고속인터넷 전화 IPTV	Tmap Tstore 11번가	반도체 인터넷	포털 SNS	멜론(플랫폼) 음원 유통 음원 제작
지분율(%)	50.6	100.0	21.1	64.6	67.6
자본금	1,479.8	30.0	3,488.3	21.7	12.6
자본총계	1,102.6	1,230.1	9,786.4	214.6	124.3
매출액					
2011	2,312.6	623.5	10,395.8	262.1	167.2
2012F	2,520.1	1,100.0	10,125.8	219.7	188.1
2013F	2,714.6	-	11,047.1	242.9	240.9
순이익					
2011	(14.2)	11.0	(56.6)	4.2	21.4
2012F	22.3	60.0	(211.8)	(15.4)	24.9
2013F	79.3	-	966.2	9.6	30.4

주: 1) SK 컴즈와 로엔은 11년 10월 SK 플래닛 자회사로 편입, SK 하이닉스는 12년 2월에 인수

2) SK 컴즈의 매출액 및 순이익 전망치는 컨센서스 기준, SK브로드밴드, SK하이닉스, SK 플래닛, 로엔은 한국증권 추정치

3) 자본금 및 자본총계는 12년 3분기 기준

자료: 각사, 한국투자증권

KT: 미디어, 렌탈 등 강세

KT의 비통신 사업은 미디어, BC카드, 렌탈 사업이 핵심이다. 미디어 사업은 경쟁력이 강화되어 높은 성장성을 지속하고 있다. 9월 KT그룹 미디어 사업(IPTV, Skylife)의 유료방송 시장 점유율은 27.1%(가입자 580만명)로 2년 만에 7.1%p 상승했다. 2012년 말 아날로그 방송 종료로 점유율 확대의 기회다. IPTV 사업은 2013년 초에 400만 가입자를 확보해 흑자로 전환될 전망이다. 매출 증가, 홈쇼핑 수수료 인상 등으로 수익성이 개선될 것이다. KT스카이라이프는 디지털 전환 및 공동주택 침투율 상승으로 가입자 증가가 지속되고 이익 마진이 높은 홈쇼핑출수수료수익 등 플랫폼 매출이 늘어 영업이익이 향후 3년간 연평균 60.9% 늘어날 전망이다. T커머스 진출, N스크린, 가입자당 매출액을 높일 수 있는 신규 플랫폼 등으로 KT그룹과의 시너지가 커지고 있다.

KT렌탈은 국내 1위(점유율 22%)의 자동차 렌탈 업체로 브랜드 가치가 높다. 동사는 국내 렌탈 시장이 성장성이 높은 데다 리스로 사업을 다각화해 매출 증가가 클 것이다. 신용카드 정보업체인 BC카드는 KT의 모바일 결제, 회선사업으로 사업 영역을 확대해 성장 여력이 높다.

KT는 12월 초에 미디어콘텐츠(KT미디어), 위성(KT sat), 부동산(KT에스테이트) 등 성장 가능성이 높은 분야의 전문회사를 설립하기로 했다. 자회사 분할, 설립으로 해당 사업의 기업가치가 재평가되고 2조원의 부동산 출자로 유휴 자산의 현금화가 가속화될 것이다.

〈표 4〉 KT 주요 자회사 분기 실적 (단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
BC카드							
매출액	763.3	769.8	789.7	827.6	783.5	794.7	765.7
영업이익	36.1	34.2	29.2	4.1	44.4	47.0	34.6
순이익	29.4	22.1	46.5	8.5	33.8	35.3	26.2
KT Skylife							
매출액	112.2	114.7	117.8	119.7	123.4	131.7	139.1
영업이익	10.9	9.6	12.0	9.2	19.5	16.2	17.1
순이익	8.7	6.8	9.4	6.4	14.8	12.7	16.8
KT 렌탈							
매출액	153.3	172.0	165.6	170.7	173.2	174.2	180.5
영업이익	17.6	24.5	18.9	20.9	21.8	21.3	23.5
순이익	4.4	10.5	5.3	6.8	7.7	7.2	9.1

자료: KT, 한국투자증권

〈표 5〉 KT 주요 자회사 실적 전망 (단위: 십억원)

	KT Skylife	KT 렌탈	BC카드	KT에스테이트
사업 내용	위성방송	렌탈	카드	부동산
지분율(%)	50.2	58.0	58.1	100.0
자본금	119.2	49.1	44.0	50.0
자본총계	332.3	261.1	604.4	1,290.8
매출액				
2011	464.4	661.5	3,150.4	4.5
2012F	546.7	703.9	3,200.0	8.5
2013F	662.5	-	-	-
순이익				
2011	27.0	27.0	106.5	0.1
2012F	55.1	30.0	125.0	2.6
2013F	101.5	-	-	-

주: 1) KT는 KT캐피탈 지분 83.6% 보유, KT캐피탈은 BC카드 지분 69.5% 보유

2) 자본총계는 12년 3분기, KT렌탈은 2분기, KT에스테이트는 4분기 기준

자료: KT, 한국투자증권

SKT는 8.7조원의 투자자산 가치가 반영될 것

SK텔레콤과 KT는 비통신 자회사에 대한 투자를 늘려 투자자산의 규모가 대폭 늘었다. 2012년 6월 SK텔레콤의 투자자산은 8조 7,376억원(10월 포스코 지분 1.4% 매각 제외)으로 총자산의 39.2%, 시가총액의 72.1%에 달한다. 그 동안 자회사들의 수익이 적자를 보여 투자자산의 가치가 주가에 반영되지 못했다. 하지만 2012년 상반기 SK브로드밴드에 이어 하반기에는 SK하이닉스가 흑자로 전환했다. 2013년부터는 흑자 규모가 늘어 자회사의 가치가 주가에 반영될 전망이다. SK플래닛은 분할 초기인 2012년에는 성장에 주력했으나 2013년부터는 SK마케팅앤컴퍼니와 합병, SK텔레콤과의 시너지로 수익성도 개선될 전망이다. 지주회사법상 SK텔레콤은 자회사 SK플래닛과 손자회사 SK컴즈, 로엔, 팍스넷 등의 소유 구조를 바꿔야 한다. SK브로드밴드, SK텔링크도 통합의 과정이 예상된다. SK플래닛과 SK M&C의 합병은 그룹 계열사 구조조정의 신호탄이 될 것이다. 이러한 자회사간 M&A로 기업가치가 증대될 것이다.

〈표 6〉 SKT 투자자산 현황

(단위: 십억원)

	지분율 (%)	순이익 (1Q12~2Q12)	장부가 (2Q12 기준)
주요 자회사			
하이닉스	21.0	(324.3)	3,374.7
SK 브로드밴드	50.6	4.2	1,242.2
SK 플래닛	100.0	23.2	1,234.9
SK 텔링크	83.5	(96.4)	144.7
하나 SK 카드	49.0	(0.5)	400.0
SK 마케팅앤컴퍼니	50.0	21.5	112.5
피에스엔마케팅	100.0	(14.3)	213.9
계(A)			6,723.1
기타 국내 투자자산(B)			1,220.6
해외 투자자산(C)			794.0
총계(A+B+C)			8,737.6

주: 1) 포스코 지분 1.4% 매각 반영

2) SK마케팅앤컴퍼니 순이익은 11년 기준

자료: SKT, 한국투자증권

KT 자회사는 대부분 수익성이 양호

KT의 자회사는 대부분 수익성이 양호하다. 최근 인수한 BC카드, KT렌탈도 이미 흑자를 내고 있는 업체들이다. 2012년 6월 KT의 투자자산은 1조 6,597억원으로 총자산의 6.3%, 시가총액의 16.6%이다. 12월에 신규로 설립되는 KT미디어, KT sat, KT에스테이트 등도 이미 흑자를 내는 사업이다. 이들 3사가 가세하면 투자자산은 3조 1,700억원으로 증가하고 비통신 자회사의 수익 규모는 대폭 증가할 것이다.

〈표 7〉 KT 투자자산 현황

(단위: 십억원)

	지분율 (%)	순이익 (1Q12~2Q12)	장부가 (2Q12 기준)
주요 회사			
KT 캐피탈(BC 카드 등)	83.6	11.1	267.1
KT 스카이라이프	50.2	27.5	311.7
KT 렌탈	58.0	14.9	157.0
KT 에스테이트	100.0	1.9	29.2
KT 파워텔	44.8	9.6	37.4
KT 네트워크	100.0	(6.0)	48.7
나스미디어	51.4	6.0	23.1
KT 뮤직	57.8	(1.1)	17.4
KTH	65.9	(6.2)	120.1
계(A)			1,011.6
기타 국내 투자자산(B)			575.4
해외 투자자산(C)			72.7
총계(A+B+C)			1,659.7

주: 1) KT에스테이트 순이익은 12년 1분기~3분기 기준, 나스미디어 순이익은 11년 기준
2) KT뮤직 지분율은 제3자 배정 유상증자 포함
자료: KT, 한국투자증권

KT의 투자자산 규모는 SK텔레콤의 19%(12월 말에는 3개 회사 설립으로 36.3%) 수준이나 이익규모는 다소 앞선다. SK텔레콤은 자회사의 성장성과 SK텔레콤과의 시너지에 중점을 두는 반면 KT는 수익성 확보가 우선이다. 단기적으로는 KT의 자회사 이익기여도가 높으나 중장기적으로는 투자 회수기에 들어선 SK텔레콤 자회사의 수익 기여도가 더욱 클 것이다.

ARPU 증가, 마케팅경쟁 완화, 배당 메리트

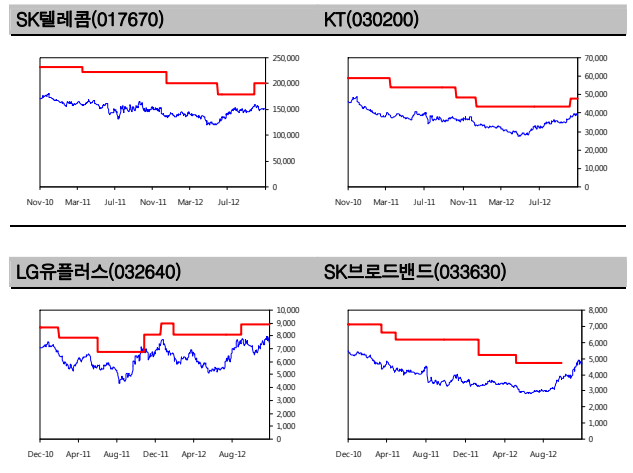
통신업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. 통신주는 6월 이후에 시장 대비 26.8%p outperform했다. 하지만 지난 1년간은 시장 수익률과 같고 지난 2년간은 12%p underperform했다. 비중확대 의견을 제시하는 이유는 다음과 같다. 1) LTE 효과로 이동 3사 2013년 가입자당 매출액(ARPU)은 평균 5.1% 증가할 것이다. 2) 3G에서처럼 LTE 보급률이 30%를 넘어서는 연말 연초부터 마케팅 경쟁이 완화될 것이다. 중도 약정해지 위약금제 도입으로 해지율이 낮아질 것이다. 3) Valuation이 매력적이다. 최근 주가 상승에도 12MF PER이 7.2배로 낮고 배당수익률이 5~6%로 높다. 4) LTE 투자가 마무리되면서 2013년부터 설비투자와 운영비용이 감소할 것이다.

용어해설

- LTE : WCDMA가 진화한 기술로 3.9G에 해당
- N스크린: 하나의 콘텐츠를 스마트폰, PC 등 다양한 디지털 기기에서 끊임 없이 공유할 수 있는 차세대 네트워크 서비스

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK텔레콤(017670)	2011.01.26	매수	233,000 원
	2011.04.15	매수	222,000 원
	2012.01.13	매수	200,000 원
	2012.06.26	매수	180,000 원
	2012.10.24	매수	200,000 원
KT(030200)	2010.12.28	매수	59,000 원
	2011.04.12	매수	54,000 원
	2011.11.07	매수	48,500 원
	2012.01.11	매수	43,500 원
	2012.11.05	매수	48,000 원
LG 유플러스(032640)	2011.01.31	중립	7,900 원
	2011.06.02	중립	6,800 원
	2011.10.27	매수	8,100 원
	2011.12.20	매수	9,000 원
	2012.01.30	매수	8,100 원
	2012.08.31	매수	8,900 원
SK브로드밴드(033630)	2011.01.10	매수	7,100 원
	2011.03.17	매수	6,600 원
	2011.04.30	매수	6,200 원
	2012.01.12	매수	5,200 원
	2012.05.08	매수	4,700 원
	2012.09.28	중립	-



Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 28일 현재 SK텔레콤, KT, LG유플러스, SK브로드밴드 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배유자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK텔레콤, KT 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.