

두 가지 변수의 변화 가능성에 주목한다





방송북터 남다른 **최남곤** 애널리스트입니다.

(02)3770-3549

namkon.choi@tongyang.co.kr



통신서비스

두 가지 변수의 변화 가능성에 주목한다

통신/휴대폰 Analyst
최남곤
02-3770-3549

Research Associate
김 술
02-3770-3496

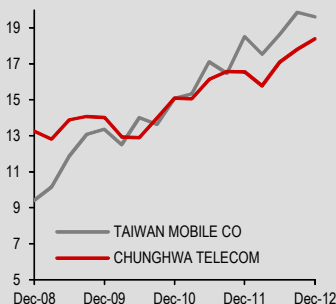
종목	투자 의견	목표주가 (원)
KT	40	50,000
LG 유플러스	40	15,000
SK 텔레콤	40	250,000
SK 브로드밴드	30	5,000

국내 통신사 주가 수익률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

대만 통신주 PER 추이



자료: 동양증권 리서치센터



Why This Report

두 변수(ARPU & 마케팅비용)의 긍정적 변화 가능성이 감지됩니다. 이러한 변화가 주가 측면에서도 상당한 도움이 될 것이라 확실하는 것은 우리가 지난 한달간 만난 많은 투자자들이 여전히 ARPU와 마케팅비용에 대한 신뢰가 낮다는 점에 근거합니다. 우리가 예상하는 대로 두 가지 변수의 긍정적 변화가 실현된다면, 금년 1분기 실적은 향후 2년간 실적의 저점이 될 가능성이 높아 보입니다.

Investment Point

ARPU와 데이터 트래픽

- ▶ SK텔레콤의 망내 무료 통화 요금제도 발표 이후 투자자들은 '경쟁에 의한 ARPU 하락 가능성'에 대해 우려하고 있음. 하지만 우리는 이러한 순환적 경쟁이 파괴적이지 않은 것으로 보고 있으며, 작년 이후 나타난 ARPU의 상승 기초가 바뀌지 않을 것으로 판단. 근거는 ① 피쳐폰 고객의 스마트폰 전환 속도가 빨라질 것이라는 점. ② 예산을 뛰어 넘는 데이터 트래픽의 증가를 통해 ARPU 상승이 실현될 가능성이 높을 것이라는 점. ARPU 상승률은 기존 컨센서스를 뛰어넘을 전망
- ▶ LTE 전환 가속화. 망내의 무제한 요금제 출시로 유선 → 모바일, 3G → 4G 전환 가속화
- ▶ 데이터 요금제도의 전환점. 음성은 싸게, 데이터는 비싸게!
- ▶ 데이터 트래픽 3월부터 급증하기 시작. 동영상, 스트리밍, 사진 용량 확대, 모바일 SNS 사용 증가

마케팅비용

- ▶ 마케팅경쟁 변화의 드라이버는 ①정부의 규제, ②통신사업자의 경쟁 방식 변화에 대한 의지로 정의. 결국 보조금 일변도의 마케팅 경쟁은 서비스 경쟁으로 전환될 것. 마케팅 경쟁에 비해 서비스 경쟁은 주주 관점에서 긍정적. ①변동성이 적어지고, 그만큼 예측 가능성이 높아지게됨. ②보조금 경쟁에 비해서는 주주 가치 측면에서 덜 파괴적인 것 2013년 보조금은 2012년에 비해 축소될 전망
- ▶ 방통위 역할. 보조금 규제에 Focus될 것
- ▶ 통신사업자의 자정적 노력. 본업 외의 대안 확보에 기인. 해지율 축소에 초점이 맞춰질 것
- ▶ 글로벌 트렌드. 보조금 축소가 대세. 단말 출고가 하락이 증명

Valuation 상승 지속될 것

- ▶ 두가지 변수의 변화는 2013~2014년 실적 상향 가능성을 높일 것이고, Valuation(현 상대가격수준)을 낮추게 될 것. 또한 이익의 안정성 확보로 과거와는 다른 Valuation 영역 대에 진입할 것으로 전망됨
- ▶ SK텔레콤의 Upside 가능성은 배당의 변화 가능성으로부터 창출. ARPU 상승, 경쟁 완화, 하이닉스 이익개선에 힘입어, 금년 배당성향은 50% 이하로 하락할 전망. 주주는 당연히 배당성향 50% 수준의 배당을 요구할 수 있고, 주주 가치를 증시하는 경영진은 이를 진지하게 고려할 것으로 믿고 있음
- ▶ LG유플러스는 성장과 이익 측면에서 주주의 기대치 이상을 달성하는 모습을 보여줄 전망. 연간 순이익 5,000억원 달성 시 시가총액 6조원도 가능할 전망

통신주에 대한 긍정적 시각 유지. 2분기 실적 이후를 주목

- Top pick : SK텔레콤 & LG유플러스 유지
- KT는 2분기 이후 상대수익률 회복될 전망

Contents

ARPU 와 데이터 트래픽 / 5

신 요금제 비교 요약 / 5

LTE 전환 가속화 / 7

데이터 트래픽의 빠른 증가와 데이터 전용 요금제로의 진화 / 9

마케팅비용과 서비스 경쟁 / 15

방통위의 역할. 보조금 규제에 Focus 될 것! / 15

통신사업자 대안이 생기다. / 17

글로벌 트렌드 – 보조금 축소가 대세다 / 21

보조금, 늘지만 않아도 긍정적이다. / 25

Valuation 상승 지속될 것 / 31

통신사업자의 실적을 결정하는 변수 중 ARPU와 마케팅비용의 긍정적 변화 가능성이 강하게 감지된다. 이러한 변화가 주가 측면에서도 상당한 도움이 될 것이라 확신하는 것은 우리가 지난 한달간 만난 많은 투자자들이 여전히 ARPU와 마케팅비용에 대한 신뢰가 낮다는 점에 근거한다. 우리가 예상하는 대로 두 가지 변수의 긍정적 변화가 실현된다면, 금년 1분기 실적은 향후 2년간 실적의 저점이 될 가능성이 높아 보인다.

ARPU와 데이터트래픽

3월 SK텔레콤의 망내 무료 통화 요금제도 발표 이후 통신사업자간 무료 통화 경쟁을 펼치면서 투자자들은 ‘경쟁에 의한 ARPU 하락 가능성’에 대해 우려하고 있다. 하지만 우리는 이러한 순환적 경쟁이 파괴적이지 않은 것으로 보고 있으며, 작년 이후 나타난 ARPU의 상승 기조가 바뀌지 않을 것으로 판단한다. 근거는 두가지이다. ① 피쳐폰 고객의 스마트폰 전환 속도가 빨라질 것이라는 점. ② 예상을 뛰어 넘는 데이터 트래픽의 증가를 통해 ARPU 상승이 실현될 가능성이 높을 것이라는 점이다.

신 요금제 비교 요약

SKT 신규 요금제 (단위: 원, 분)					
요금제	월정액	망외 음성	데이터	문자	실부담
T끼리 35	35,000	80	550MB	무제한	28,000
T끼리 45	45,000	130	1.1GB		33,750
T끼리 55	55,000	180	2GB		40,750
T끼리 65	65,000	280	5GB		48,250
T끼리 75	75,000	380	8GB		56,250
T끼리 85	85,000	400	12GB		65,000
T끼리 100	100,000	800	16GB		76,000

자료: SKT, 동양증권 리서치센터

KT 신규 요금제 (단위: 원, 분)					
요금제	월정액	망외 음성	데이터	문자	실부담
모두다올레 35	35,000	130	750MB	무제한	28,000
모두다올레 45	45,000	185	1.5GB		34,000
모두다올레 55	55,000	250	2.5GB		41,000
모두다올레 65	65,000	350	6GB		49,000
완전무한 67	67,000	망내외무제한(유/무선)	5GB		51,000
모두다올레 75	75,000	450	10GB		57,000
완전무한 77	77,000	망내외무제한(유/무선)	9GB		59,000
모두다올레 85	85,000	650	14GB		65,000
완전무한 97	97,000	망내외무제한(유/무선)	17GB		77,000
모두다올레 100	100,000	1,050	20GB		76,000
모두다올레 125	125,000	1250	25GB		95,000
완전무한 129	129,000	망내외무제한(유/무선)	무제한		99,000

자료: KT, 동양증권 리서치센터

LGU+ 신규 요금제					(단위: 원, 분)
요금제	월정액	망외 음성	데이터	문자	실부담
LTE 망내 34	34,000	110	750MB	무제한	27,000
LTE 망내 42	42,000	140	1.4GB		31,500
LTE 망내 52	52,000	195	2.1GB		38,500
LTE 음성 무한자유	69,000	망내외무제한	5GB		51,000
LTE 음성 무한자유	79,000	망내외무제한	8GB		58,000
LTE 음성 무한자유	89,000	망내외무제한(유/무)	12GB		66,000
LTE 음성 무한자유	99,000	망내외무제한(유/무)	16GB		76,000
LTE 무한 자유 124	124,000	망내외무제한(유/무)	무제한		99,000

자료: LGU+, 동양증권 리서치센터

SKT 기존 요금제와의 비교

	LTE 52	T 끼리 55	LTE 62	T 끼리 65	LTE 72	T 끼리 75
음성	250분	망외 180분	350분	망외 280분	450분	망외 380분
데이터	2GB	2GB	5GB	5GB	9GB	8GB

자료: SKT, 동양증권 리서치센터

KT 기존 요금제와의 비교

	LTE 52	모두다올레 55	LTE 62	완전무한 67	LTE 72	완전무한 77
음성	250분	망외 250분	350분	망내외무제한(유/무선)	450분	망내외무제한(유/무선)
데이터	2.5GB	2.5GB	6GB	5GB	10GB	9GB

자료: KT, 동양증권 리서치센터

LGU+ 기존 요금제와의 비교

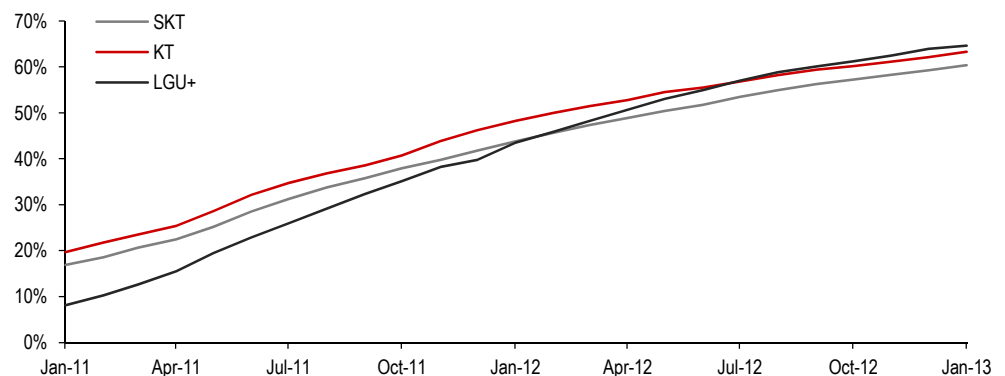
	LTE 52	LTE 망내 52	LTE 62	LTE 음성 무한자유	LTE 72	LTE 음성 무한자유
음성	250분	망외 195분	350분	망내외무제한(유/무선)	500분	망내외무제한(유/무선)
데이터	2.5GB	2.1GB	6GB	5GB	10GB	8GB

자료: LGU+, 동양증권 리서치센터

LTE 전환 가속화

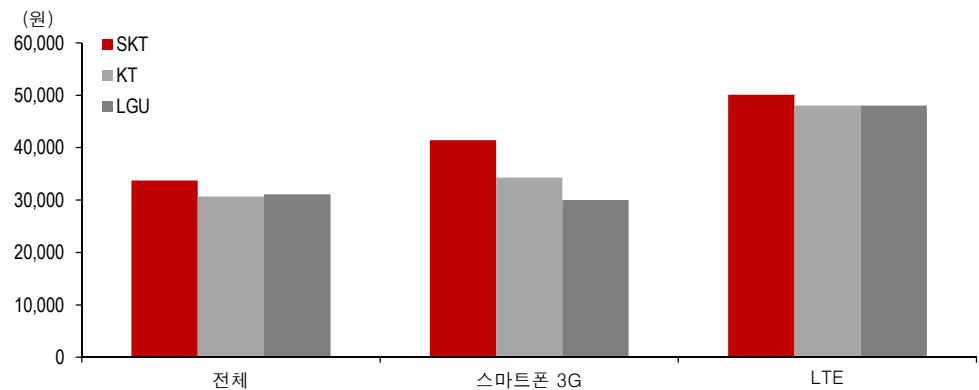
LTE 전환이 가속화될 것이다. 2013년 1월 스마트폰 이용 비율은 62.1%, 3월 기준 LTE 이용 비율은 36.8% 수준이다. 문제는 스마트폰 이용 비율이 정체되고 있다는 점이다. 여전히 피쳐폰 비중은 37%에 달한다. 피쳐폰 고객의 스마트폰 전환 비율이 높아져야, 질적 성장이 지속될 것이다. 스마트폰이 도입된지 4년 정도 지난 현재까지도 스마트폰으로 전환하지 않았다는 것은 단말기 외에 서비스 측면에서 이렇다할 교체 유인이 없었기 때문일 것이다. 여전히 피쳐폰 고객은 음성 서비스 의존도가 높을 것이다. 이런 맥락에서 **무제한 음성 통화 제공은 훌륭한 유인책이 될 수 있을 것이다**. 물론 음성 통화 이용을 많이 했던 일부 고객 군에서는 ARPU가 하락하는 질적 저하 현상이 나타날 수도 있다. 하지만 피쳐폰 고객의 ARPU는 2만원 수준에 불과하기 때문에, **전체 가입자 관점에서는 플러스 효과가 더 클 것으로 전망된다**. MIX 개선 효과가 가속화될 수 있음을 의미하는 것이다.

스마트폰 비중 추이



자료: 동양증권 리서치센터

세대별 ARPU 비교



자료: 동양증권 리서치센터. 주: 2012년 4분기 기준. 단 SKT의 스마트폰 ARPU는 전체 스마트폰(3G & 4G 스마트폰) 기준

LTE 비중에 따른 ARPU 변화율

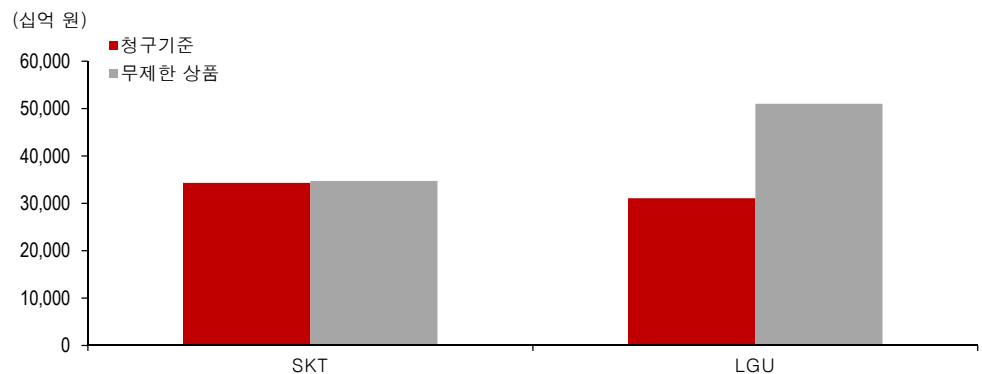
	SKT	KT	LGU+
ARPU 성장률	6.4%	7.1%	10.1%
LTE 비중 (2013)	51.6%	49.8%	75.1%
ARPU 성장률	7.5%	8.8%	13.3%
LTE 비중 (2013)	55.2%	54.4%	82.2%

자료: 동양증권 리서치센터

새롭게 출시된 요금제가 기존 ARPU보다 낮은 파괴적 성격을 갖지 않는다는 점도 중요하다. 2010년 출시된 3G 무제한 데이터 요금제의 경우 SKT가 아이폰에 대응하기 위해 내놓은 이른바 ‘자폭’ 수준의 요금제였다. 당시 55,000원 이상에서 제공되었던 무제한 요금제의 경우 할인 후 기준으로 34,000원 수준에 불과했다. 이는 당시 전체 ARPU에 비해 낮은 수준이었다. 하지만 이번엔 다르다. LGU+와 KT가 내놓은 무제한 통화 서비스는 최소 51,000원 이상의 실 부담금 이상의 요금제에서만 선택 가능하다. 이는 현재 양사의 ARPU 대비 약 70% 이상 높은 수준이다. 실제로 LG유플러스의 4월 신규 LTE 가입자 중 약 70%가 69요금제를 선택하고 있다고 한다. ARPU가 오히려 상승할 수 있음을 의미하는 것이다.

또한 당시와 다른 점은 3G 무제한 요금제의 경우 데이터를 무제한으로 제공하는 반면, 4G 무제한 요금제는 음성을 무제한으로 제공한다는 점이다. 사실 현재와 같은 통신 환경에서 음성 MOU는 지속적으로 하락할 수 밖에 없다. 카카오톡 등 다양한 커뮤니케이션 수단이 등장하고 있고, mVoIP 서비스도 활성화될 가능성이 상존하기 때문이다. 향후 통신 사업자의 먹거리는 데이터 이용 증대로부터 파생될 수 밖에 없다는 현실적 특수성을 감안하면, 음성 요금을 낮추고, 데이터 요금을 높이겠다는 통신사업자의 전략은 오히려 긍정적인 파급 효과를 가져올 수 있다. 반면 과거 3G 무제한 요금제의 경우 데이터 사용 확대라는 긍정적 영향을 가져오기도 했지만, 사실상 성장의 한계선을 미리 그어냈다는 점에서 한국 통신 역사 상 최악의 전략 중 하나였던 것으로 생각된다.

3G 무제한 데이터 요금제 VS 4G 무제한 음성 요금제 비교



자료: 동양증권 리서치센터. SKT 2010년 3분기, 무제한 데이터 요금제의 실부담금 기준. LGU 2012년 4분기 기준, 무제한 음성 요금제 실부담금 기준

데이터 트래픽의 빠른 증가와 데이터 전용 요금제로의 진화

2012년 하반기 이후 LTE 가입자당 트래픽이 증가하고 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 통상적으로 서비스 저변이 확대되면 Low Quality 가입자 비중이 증가하게 되고, 이는 일인당 데이터 사용량의 축소로 이어지게 된다. 하지만 작년 말에 일시적으로 데이터 이용량이 감소한 이후 12월부터 데이터 사용량이 증가하고 있다. 데이터 이용량이 유지된다면, LTE 가입자의 ARPU의 하락 속도도 그만큼 둔화될 것이다. ARPU 성장 폭에 기대치를 높일 수 있는 부분이다.

특히 SK 텔레콤의 4G 가입자 데이터 트래픽은 월 1.8GB 수준에서 머물러 있었으나, 지난 3월 2GB를 넘어선 것으로 파악된다. 통신 3사 중에서 동사의 트래픽 증가세가 가장 괄목할만한 수준이다. 이는 모바일 중심의 데이터 소비 형태 변화, 음악 스트리밍, 동영상 수요 증가 등에 기인한다. 류현진 선수의 투구 모습을 보기 위해 직장인들은 모바일 TV 서비스에 가입하고 있으며, 야구한 게임 시청은 약 800MB~1GB의 데이터를 소모한다. 지난 런던올림픽을 기점으로 네이버의 모바일 검색은 유선 검색을 넘어섰다. 갤럭시 S4가 출시되면서 카메라 화소수는 1300만 화소로 업그레이드 되고, 사진 용량은 더 커지게 된다. 카카오톡, 인스타그램 등 모바일 기반의 SNS가 활성화되고 있으며, 사진 용량 확대 & 이용 빈도 증가로 트래픽은 더욱 빠르게 증가하게 된다. 11번가의 모바일 거래액은 2011년 4분기 416억원에서 2012년 4분기 1,125억원으로 급증했다. 심지어 최근에서는 11번가 모바일에서 의류 구매까지 빈번하게 발생하고 있다고 한다.

가입자 당 트래픽 비교

(단위: MB)

	Jan-12	Feb-12	Mar-12	Apr-12	May-12	Jun-12	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13
가입자당 트래픽	470	483	540	588	650	688	753	805	786	835	855	938	1,070
피쳐폰	9	6	5	5	5	5	5	6	5	5	5	4	3
3G 스마트폰	958	921	991	1,005	1,043	1,051	1,100	1,143	1,062	1,117	1,102	1,180	1,359
4G 스마트폰	1,515	1,610	1,609	1,720	1,817	1,861	1,876	1,847	1,748	1,775	1,760	1,836	1,844

자료: 방송통신위원회

SK 텔레콤 월별 데이터 사용량

(MB)

SK 텔레콤	Jul-10	Dec-10	Jun-11	Dec-11	Jun-12	Dec-12
3G	96	534	803	954	1,017	1,117
LTE				1,016	1,670	1,838

자료: SK 텔레콤

KT 월별 데이터 사용량

MB

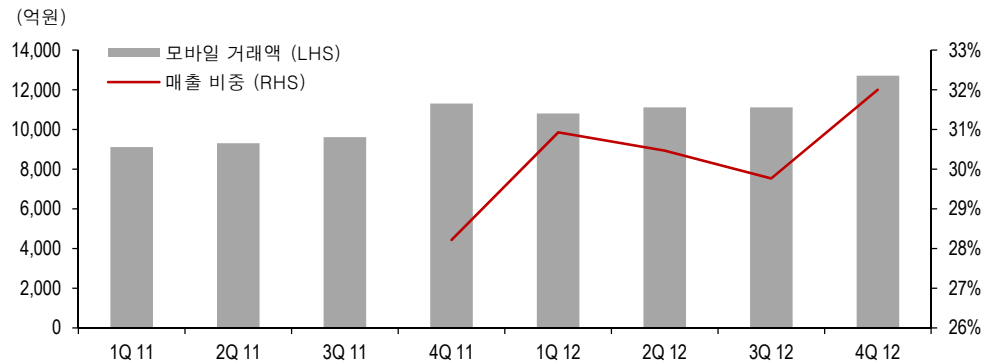
	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12
3G 스마트폰	992	1,054	1,100	1,275
LTE	1,509	1,627	1,608	1,673

자료: KT

LGU+ 월별 데이터 사용량 (GB)					
LGU+	Dec-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dec-12
사용량	1.80	2.52	2.53	2.31	2.34

자료: LG 유플러스

11 번가 모바일 거래액과 비중 추이



자료: SK 텔레콤

모바일 TV 서비스 등을 통한 데이터 트래픽 증가로 인해 일인당 월 데이터 사용량이 3GB 수준으로 높아진다면, LTE 가입자 ARPU는 4만원대 후반 이상으로 유지될 수 있다. 현재 52,000원 요금제 가입자는 2.5GB 내외, 62,000원 요금제는 5~6GB 정도의 무료 데이터를 제공 받는다. 따라서 평균 데이터 사용량이 3GB를 넘어선다면, 62,000원 이상 요금제 가입 비중이 비약적으로 상승할 전망이다. ※ 62,000원 요금제 약정 시 통신 사업자는 약 44,000원을 가져간다.

게다가 통신사업자는 무제한 통화 요금제를 내 놓으면서 대신 데이터 제공 용량을 줄였다. LG 유플러스의 69요금제와 KT의 67요금제는 데이터 제공 용량을 기존 6GB에서 5GB로 줄였다. 데이터 요금은 높이고, 음성 요금은 낮춰 나가겠다는 의미이며, 최근 LTE 이용자의 데이터 소비에 대한 높은 민감도와 음성에 대한 상대적 낮은 민감도를 반영한 것으로 판단된다. 이는 LTE 가입자의 ARPU를 5만원 대에 묶어 놓기 위한 다양한 시도 중 하나이다. 실제로 통신사업자의 LTE ARPU는 최근 들어 5만원 이하로 하락 중이다. 통신사업자는 이용자의 월 평균 데이터 이용 용량을 3GB까지 끌어 올리기 위해 콘텐츠 차별화 등 다양한 전략적 시도를 하고 있다. 이를 통해 데이터 민감도가 높은 고객은 62~72 요금제로 묶어 놓을 것이다. 데이터를 많이 사용하지 않지만, 음성을 많이 사용하는 고객의 경우에는 69요금제로 대응할 것으로 판단된다.

미국의 버라이즌은 이미 2012년 7월 데이터 중심 요금제를 도입한 바 있다. 버라이즌의 새 요금제 'Share Everything'은 월 40달러를 내면 음성통화와 문자메시지를 무제한 이용하고, 추가로 50~150달러를 내면 1~20GB 데이터를 제공한다. 이에 대해 투자자는 대체로 긍정적인 반응을 나타냈다. 버라이즌은 ARPU라는 용어를 없애고, ARPA라는 용어 도입했다. 이는 음성과 데이터에 대한 버라이즌의 View를 보여준다.

AT&T 역시 ‘Mobile Share’ 라는 요금제를 상용화했다. 버라이즌의 요금제와 마찬가지로 음성과 문자는 무제한으로 제공하되, 데이터량을 기준으로 요금제를 결정하며, 정해진 데이터량을 여러 대의 단말기로 공유할 수 있다는 점을 특징으로 한다.

2012년 버라이즌과 AT&T 가 상기 요금제를 출시했을 당시, 국내 규제 기관이나 KISDI 등에서는 데이터 전용 요금제는 국내 실정에 맞지 않고, 음성과 데이터 효율에 대한 리밸런싱이 소비자 선택을 저해하면서 부담을 높일 것이라는 지적을 한 바 있다. 하지만 LGU+와 KT 가 출시한 신 요금제는 사실 상 버라이즌과 AT&T 가 출시한 요금제와 그 성격이 크게 다르지 않다. 정부도 데이터 요금제에 대한 기존의 스탠스를 바꾼 것으로 판단되는 부분이다.

mVoIP 와 모바일 메신저 등 커뮤니케이션 서비스에 대한 주도권마저도 점차 빼앗기는 상황이 연출되다보니, 이동사는 결국 Dumb-Pipe 로 전락할 것이라는 우려가 제기되어 온 것이 사실이다. 하지만 이러한 요금제 개편은 통신사의 변화에 대한 적극적인 대응을 의미하며, 이동사 수익의 핵심이었던 음성 서비스, 그리고 데이터 수요에 대한 극적인 변화를 이끌어 내는 결과를 가져올 것으로 예상되는 부분이다. 결론은 이렇다. 데이터 수요는 계속 증가할 것이고, 통신사는 그 수요에 맞춰 요금제를 스마트하게 설계했다는 것이다. ARPU 는 어떤 형태로든 증가한다.

버라이즌 기존 요금제

음성		문자		데이터	
월정액	기본제공	월정액	기본제공	월정액	기본제공
\$33.99	450분	\$0 (종량)	—	\$0 (종량)	—
\$59.99	900분	\$10	100건	\$10	75MB
\$69.99	무제한	\$20	무제한	\$30	2GB
				\$50	5GB
				\$80	10GB

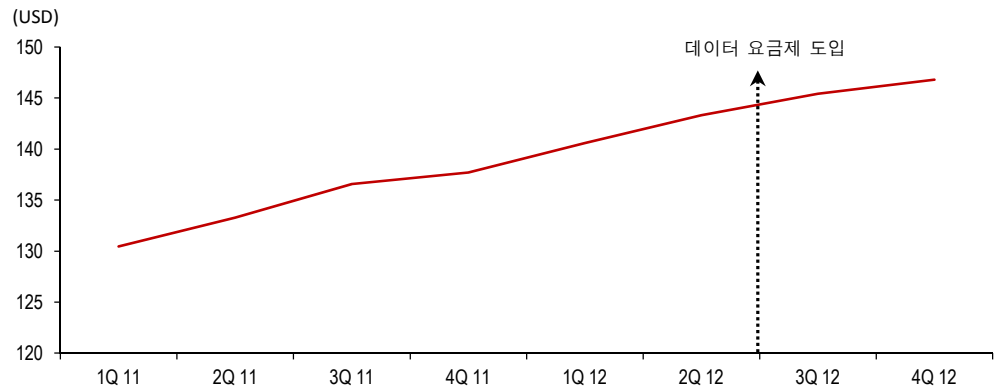
자료: 동양증권 리서치센터

버라이즌 요금제 변화 - 개편 후 : 데이터 중심 요금제

기기 (최대 10대)	월 회선 요금 (기기당)	월정액	기본제공		
			데이터	음성	문자
스마트폰	\$40	\$50	1GB	무제한	무제한
일반폰	\$30	\$60	2GB		
노트북/넷북	\$20	\$70	4GB		
태블릿	\$10	\$80	6GB		
		\$90	8GB		
		\$100	10GB		

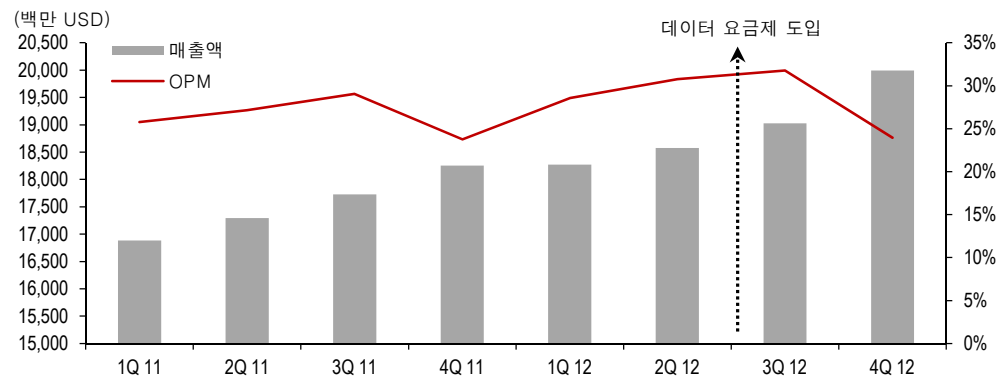
자료: 동양증권 리서치센터

버라이즌 이동통신 ARPA 추이



자료: 동양증권 리서치센터. 주: 버라이즌은 기존 ARPU (가입자당 매출) 대신 ARPA (계정당 매출) 정보를 제공

버라이즌 이동통신 부문 실적 추이



자료: 동양증권 리서치센터. 4분기 마진 하락은 아이폰 출시에 따른 계절적 요인

우리는 지난 4월 통신사업자의 Rerating 가능성 (03/11) 보고서를 통해 ARPU의 상승 폭에 대해 전망하였다. LTE 가입자의 ARPU를 2013년 말 기준 4만원 초반으로 가정했으나, 가정을 4만원 중반으로 변경할 경우에 ARPU의 성장 변화 수치를 시뮬레이션하였다.

주목할 만한 부분은 LG유플러스의 경우, 기존 전망에 비해 Bullish한 전망에 근접한 수치를 금년 1분기부터 보여주고 있다는 점이다. 3월 ARPU는 32,500원을 상회하는 것으로 파악되는데, 이는 우리의 전망 중 Bullish한 케이스의 결과에 근접한 것이다. 신규 출시 요금제의 ARPU 견인 효과가 나타나고, 데이터 트래픽이 좀 더 의미 있게 성장해주면, 타사의 경우에도 기존 예상을 뛰어 넘는 ARPU 성장세가 나올 수 있다.

9월에는 LTE Advanced 서비스가 SK텔레콤과 LG유플러스를 통해 제공될 예정이다. KT는 7월로 예정했다. 통신사업자는 이를 콘텐츠와 번들링하여 새로운 가격으로 포지셔닝하여 제시할 가능성이 높아 보인다. 이를 ARPU 상승의 또 다른 기회로 활용할 것이다.

다음은 지난번 보고서를 통해 언급한 시뮬레이션 결과이다. 좀 더 자세한 내용은 지난번 보고서를 참조하기 바란다.

SKT ARPU 시뮬레이션				(단위: 원)
ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 3Q	30,210	46,000	—	33,210
2011 4Q	26,948	42,600	62,000	32,588
2012 1Q	24,500	39,100	62,000	32,151
2012 2Q	23,000	38,100	60,000	32,743
2012 3Q	23,000	36,945	52,000	33,139
2012 4Q	22,425	36,000	50,100	33,761
2013 1Q	22,000	35,000	48,000	34,116
2013 2Q	22,000	34,000	47,000	34,869
2013 3Q	22,000	33,000	45,000	35,086
2013 4Q	22,000	33,000	43,000	35,928

자료: 동양증권 리서치센터

KT ARPU 시뮬레이션				(단위: 원)
ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 3Q	24,029	38,500	—	29,609
2011 4Q	22,667	36,000	—	28,826
2012 1Q	19,000	38,000	52,000	28,722
2012 2Q	19,000	36,550	52,000	29,447
2012 3Q	18,259	35,800	49,000	29,970
2012 4Q	19,878	34,300	48,000	30,697
2013 1Q	18,000	32,000	46,000	31,236
2013 2Q	18,000	31,000	44,000	31,998
2013 3Q	18,000	30,000	42,000	32,309
2013 4Q	17,000	29,000	40,000	32,888

자료: 동양증권 리서치센터

LGU+ ARPU 시뮬레이션				(단위: 원)
ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 3Q	22,635	40,000	—	25,934
2011 4Q	21,658	38,000	52,500	26,196
2012 1Q	17,000	33,000	54,000	26,645
2012 2Q	17,000	32,000	53,000	29,282
2012 3Q	16,960	30,000	50,000	30,633
2012 4Q	15,181	28,000	48,000	31,085
2013 1Q	15,000	26,000	45,500	31,773
2013 2Q	15,000	25,000	44,000	33,049
2013 3Q	15,000	24,000	42,000	33,749
2013 4Q	15,000	24,000	40,000	34,283

자료: 동양증권 리서치센터

SKT ARPU 시뮬레이션 - LTE ARPU 유지 시 (단위: 원)

ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 3Q	30,210	46,000	-	33,210
2011 4Q	26,948	42,600	62,000	32,588
2012 1Q	24,500	39,100	62,000	32,151
2012 2Q	23,000	38,100	60,000	32,743
2012 3Q	23,000	36,945	52,000	33,139
2012 4Q	22,425	36,000	50,100	33,761
2013 1Q	22,000	35,000	49,000	34,426
2013 2Q	22,000	34,000	48,000	35,239
2013 3Q	21,000	33,000	47,000	35,664
2013 4Q	20,000	32,000	46,000	36,788

자료: 동양증권 리서치센터

KT ARPU 시뮬레이션 - LTE ARPU 유지 시 (단위: 원)

ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 3Q	24,029	38,500	-	29,609
2011 4Q	22,667	36,000	-	28,826
2012 1Q	19,000	38,000	52,000	28,722
2012 2Q	19,000	36,550	52,000	29,447
2012 3Q	18,259	35,800	49,000	29,970
2012 4Q	19,878	34,300	48,000	30,697
2013 1Q	18,000	32,000	47,000	31,505
2013 2Q	17,500	31,000	46,000	32,539
2013 3Q	17,000	30,000	45,000	33,302
2013 4Q	16,000	29,000	44,000	34,749

자료: 동양증권 리서치센터

LGU+ ARPU 시뮬레이션 - LTE ARPU 유지 시 (단위: 원)

ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 3Q	22,635	40,000	-	25,934
2011 4Q	21,658	38,000	52,500	26,196
2012 1Q	17,000	33,000	54,000	26,645
2012 2Q	17,000	32,000	53,000	29,282
2012 3Q	16,960	30,000	50,000	30,633
2012 4Q	15,181	28,000	48,000	31,085
2013 1Q	15,000	26,000	47,000	32,481
2013 2Q	15,000	25,000	46,000	34,158
2013 3Q	15,000	24,000	45,000	35,652
2013 4Q	15,000	23,000	44,000	36,970

자료: 동양증권 리서치센터

마케팅비용과 서비스 경쟁

마케팅경쟁 변화의 드라이버는 ①정부의 규제, ②통신사업자의 경쟁 방식 변화에 대한 의지로 정의 내릴 수 있다. 결국 보조금 일변도의 마케팅 경쟁은 서비스 경쟁으로 전환될 것이다. 마케팅 경쟁에 비해 서비스 경쟁은 주주 관점에서 긍정적이다. 이유는 다음과 같다. ①변동성이 적다. 그만큼 예측 가능성이 높아진다. ②보조금 경쟁에 비해서는 주주 가치 측면에서 덜 파괴적일 것이다. 어닝이 훼손될 가능성은 극히 적을 것이다.

통신사업자는 소비자를 위한 메뉴를 다양화 할 것이다. 데이터 중심으로 요금제를 전환하는 한편, 음성 요금은 저렴하게 제공할 것이다. 어쩌면 보조금 대신 요금 할인을 선택할 수 있게 하는 추가 메뉴를 제공할 수도 있다. 이는 자급제라는 명칭으로 정부에 의해 도입 가능성이 계속 언급되는 제도이다. MVNO가 활성화되고, 인위적인 요금 규제 가능성은 낮아진다. 이미 정부는 2015년까지 단계적 가입비 폐지안을 발표했다. 이전 정부에 비하면 극도로 완화된 규제 안이 확정된 것이다.

방통위의 역할. 보조금 규제에 Focus될 것!

정부가 보조금을 규제하는 목적은 크게 두 가지이다. ① 소비자 차별을 억제하기 위함이다. 보조금 변동성이 지나치게 크기 때문에, 일부 소비자에게로 혜택이 집중되는 경향이 있고, 장기 가입자에 대한 우대 정책은 상대적으로 소홀한 경향이 있다. ② 서비스 경쟁을 유도하기 위함이다. 보조금 지급을 규제하면, 자연스럽게 서비스 경쟁은 확대될 것이다. 이를 통해 실질적 요금 인하를 기대할 수 있다.

현 정부에서 방통위의 역할은 이전에 비해 크게 축소되었다. 대부분의 권한이 미래창조과학부로 이전되었기 때문이다. 다만 주목할 것은 사후 제재에 대해서는 방통위에 권리가 남았다는 점이다. 특히 보조금 관련 규제에 그 권리가 집중될 것으로 예상된다.

방통위 이경재 내정자는 인사 청문회를 통해 불법 보조금 지급 시 선별적 제재를 할 것이라 언급하였다. 한 사업자에 대해서만 영업정지 선고를 할 수도 있다는 의미이다. 이는 통신사업자에 대한 실질적 제재 수단이 될 것이다. 한달 내내 영업해서 모집하는 순증 규모가 3만명을 넘기 힘든 상황에서, 하루만 영업정지 당하더라도 1~3만명 이상의 가입자를 잃게 되기 때문이다.

서비스와 단말기 유통 분리에 대해서도 언급되었는데, 이에 대해서도 미래창조과학부와 논의하겠다는 입장을 밝혔다. 유통이 분리될 경우, 소비자는 단말기 보조금 혹은 요금 할인 중에서 자유롭게 선택할 수 있게 된다. 소비자 선택권이 커지게 되며, 단말기 교체 주기가 길어지는 효과를 얻게 되어, 통신사업자의 마케팅비용이 축소되고 실적이 안정화되는 결과를 얻게 된다(통신사업자의 Rerating 가능성 (03/11) 보고서 26P~27P 내용 참조).

미래창조부/방통위 업무분담안

부처 및 주요 이슈	기본 원칙 및 내용
종합유선방송/뉴미디어 사업	미래창조부 관할권. 사업자 재허가 및 법률 제/개정은 방통위 사전 동의 필요
지상파 재송신	미래부 주관 가능성 높음. 지상파 관할 업무는 방통위, 유료방송은 미래부 주관
방송통신 기금	6월까지 공동 운영 하반기부터 방통위가 방송용 미래부가 통신용 나눠 관장
주파수	방송용 방통위, 통신용 미래부가 관할. 쪼개진 주파수 관할 외, 신규 분배 및 재배치는 국무 총리실 산하 위원회가 담당
보조금	미래부(가이드 제시) & 방통위(사후 제재)

자료: 동양증권 리서치센터

부처의 주요 이슈

부처 및 주요 이슈	기본 원칙 및 내용
방통위	공공성과 공익성 담보한 기본 원칙 사후 제재 성격 여당이 다수를 점한 합의제 기구
미래부	신산업 육성, 일자리 창출, 융합 등의 산업화에 초점 통신관련 전반 업무 담당 독임제 부처

자료: 동양증권 리서치센터

보조금 법제화도 금년 내 실현될 가능성이 높다. 방통위, 새누리당, 민주통합당 주도로 보조금 법제화 내용이 만들어지고 있으며, 차기 국회에서부터 본격적으로 논의될 가능성이 높다. 현재의 보조금 규제는 시행령으로 묶여 있어, 구속력이 상대적으로 적다. 법제화되면, 구속력이 커지게 되어 통신사업자의 실적이 안정화될 것으로 전망된다.

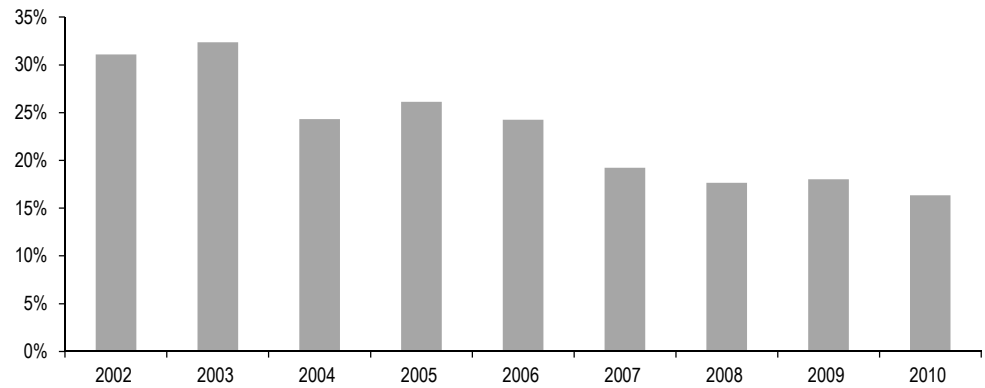
보조금 법제화 관련 내용

보조금 법제화 관련 내용	
방통위 (13.04.13)	유통구조 개선을 중심으로 한 휴대폰 보조금 문제 해결을 위해 총력. 보조금 차별 금지'를 내용으로 하는 전기통신사업법 개정 가입 유형별, 요금제별, 거주지역 등에 따른 보조금 차별을 금지하는 것을 포함 이통사 대리점 등에서 요금할인을 보조금으로 선전해 오인하게 만드는 마케팅 행위 금지 휴대폰 유통구조 개선과 관련한 대책은 미래부 출범 이후 구체적인 내용이 마련될 가능성
새누리당 (이재영. 12.11.22)	이통사 통신단말장치의 구입비용, 방통위가 정하는 금액을 초과해 지원 불가 휴대폰 보조금 지급 제한 사항 위반자는 5년 이하 징역 혹은 2억원 이하 벌금
민주통합당 (전병헌. 12.10.24)	보조금, 휴대폰 출고가의 30% 범위로 제한 약정 위약금 제도를 금지 통신서비스요금과 단말기 요금 분리, 정확한 휴대폰 기기값 인도 위약금 제도 폐지

자료: 동양증권 리서치센터

과거 2006년 이전에는 보조금 지급 행위가 법으로 금지되어 있었다. 보조금 지급 행위가 금지되었던 당시에 비해 통신사업자의 마진과 마케팅비용 비율은 큰 폭으로 악화되었다. 따라서 보조금에 대한 법 규제는 긍정적 측면이 더 많다고 볼 수 있다.

SK 텔레콤의 영업이익률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

통신사업자 대안이 생긴다.

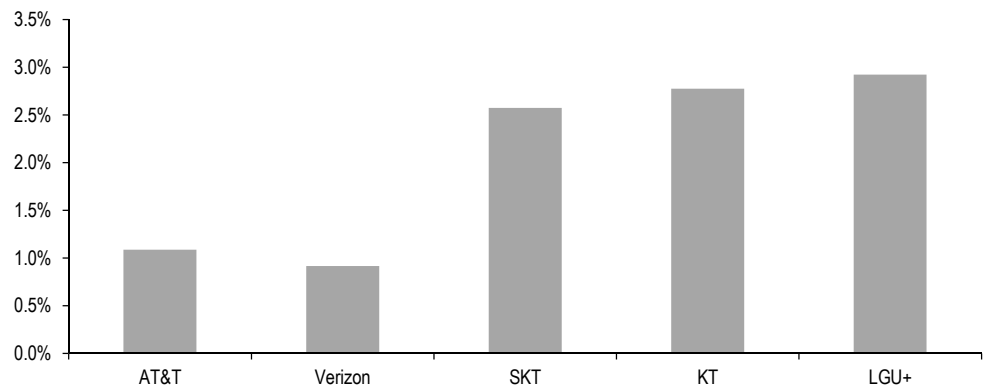
통신사업자에 의해 주도되는 보조금 축소 움직임은 크게 두가지 전략 방향으로 실현되고 있다. ① 해지를 어렵게 만드는 것이다. SK텔레콤이 작년 11월에 도입한 새로운 약정 위약금제도가 그러한 것이다. ②경쟁 방식을 다양화 하는 것이다. SK텔레콤이 3월 도입한 망내 무료 통화, KT와 LGU+가 도입한 망내외 무료 통화는 보조금 경쟁에서 서비스 경쟁으로의 변화를 이끄는 신호탄이었다. 각 사업자별로 특성 있는 요금제를 갖추게 되면서, 사람들은 과거에 비해 통신사를 적극적으로 바꿀만한 유인이 적어지게 되었다. 예를 들면 가족, 연인, 친구 등의 집단 수요가 발생할 수 있을 것이다.

망내 무료 통화 등이 일반화되어 있는 미국 혹은 일본의 사례를 보면, 국내 통신사에 비해 해지율이 절반 수준에 불과하다. 미국의 경우에는 국내와 달리 기기변경 시장(전체 수요의 약 70%. 한국의 경우 기기변경 수요는 30%)이 활성화 되어 있고, 이는 낮은 해지율 & SAC의 낮은 변동성 & 높은 EBITDA 마진으로 이어졌다. 버라이즌과 AT&T의 EBITDA 마진은 45% 이상을 기록하고 있다. 미국 통신사는 가입자를 묶어두는 것에 전략의 초점이 맞춰져 있는데, 버라이즌은 충성 고객에게 요금 할인과 함께 단말기를 무료로 제공하고 있으며, AT&T의 경우 장기 가입자 우대 서비스인 AT&T 플러스 프로그램을 시행 중이다.

망내 무료 요금제 출시를 계기로 국내에서도 기기변경 수요가 확대될 것이고, MNP 수요는 축소될 것이다. 요금제가 잘 자리 잡게 되면 해지율은 1%대로 진입할 것으로 전망된다.

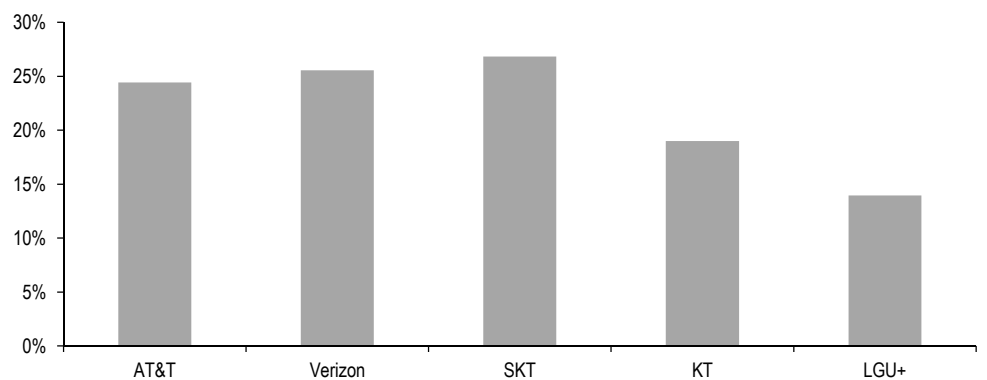
콘텐츠 사업에서도 차별화 움직임이 있을 것이다. 이미 SK텔레콤은 류현진 MLB 게임을 모바일 상에서 독점적으로 중계하고 있다. 사실 이는 보조금에 비하면 상당히 적은 비용을 필요로 한다. SK텔레콤의 경우 일 보조금이 약 60~100억원 이상 지출된다. 이러한 서비스에 들어가는 비용은 일 보조금 수준에도 못 미친다. 따라서 보조금을 조금이라도 줄일 수 있다면, 서비스 차별화에 초점을 맞출 당위성이 생기게 된다. 보조금 지급이 어려워지는 2분기 이후 이러한 움직임은 좀 더 본격화될 것으로 전망된다.

2012년 연 평균 해지율 비교



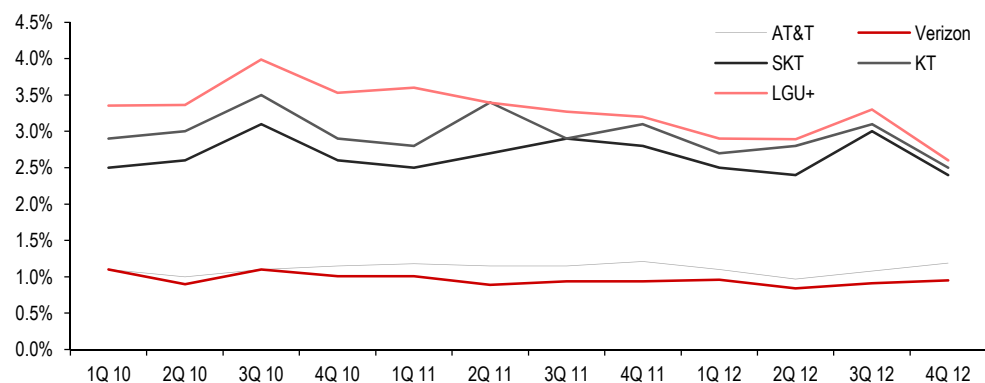
자료: 동양증권 리서치센터

2012년 EBITDA 마진 비교



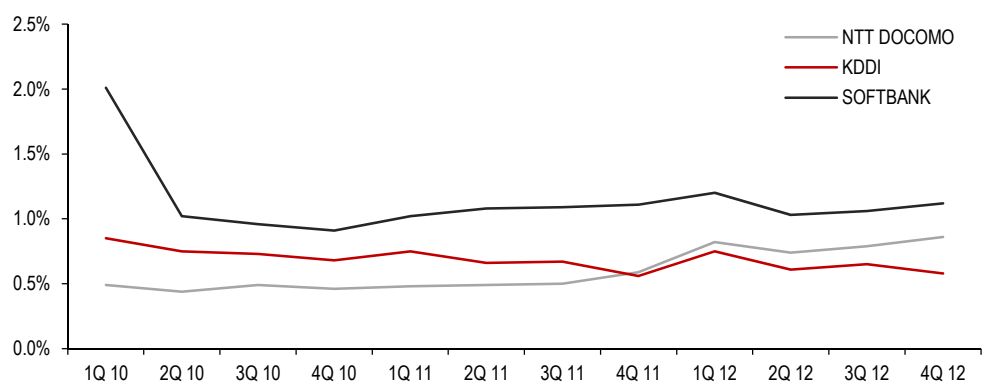
자료: 동양증권 리서치센터

해지율 추이 비교 (미국 & 한국)



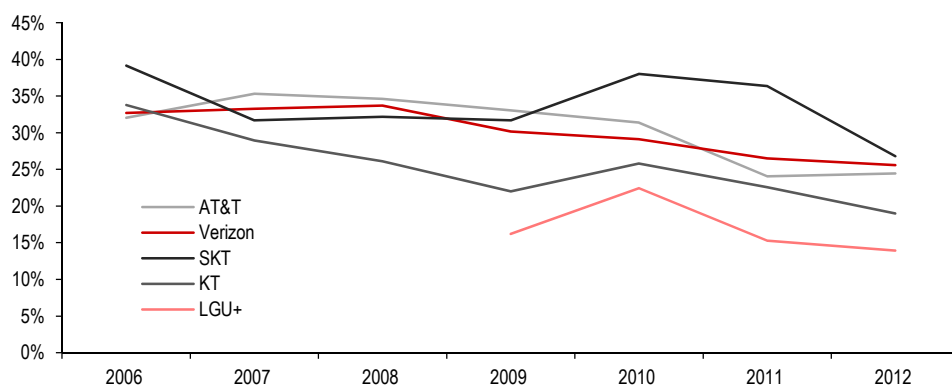
자료: 동양증권 리서치센터

해지율 추이 비교 (일본)



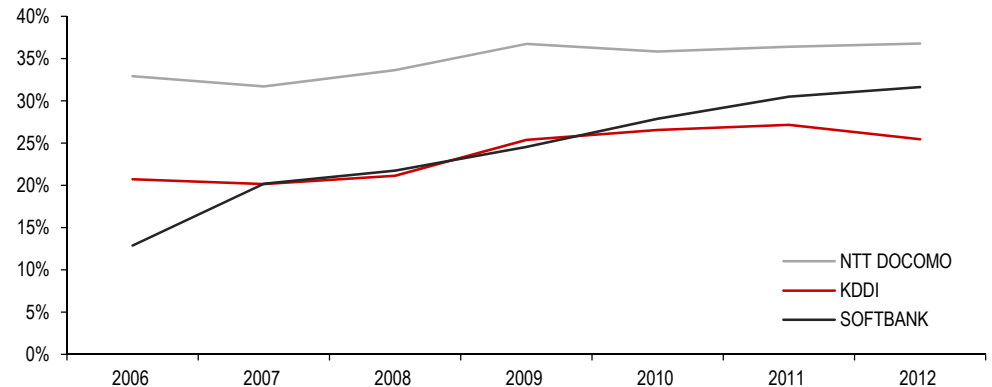
자료: 동양증권 리서치센터

EBITDA 마진 비교 (미국/한국)



자료: 동양증권 리서치센터

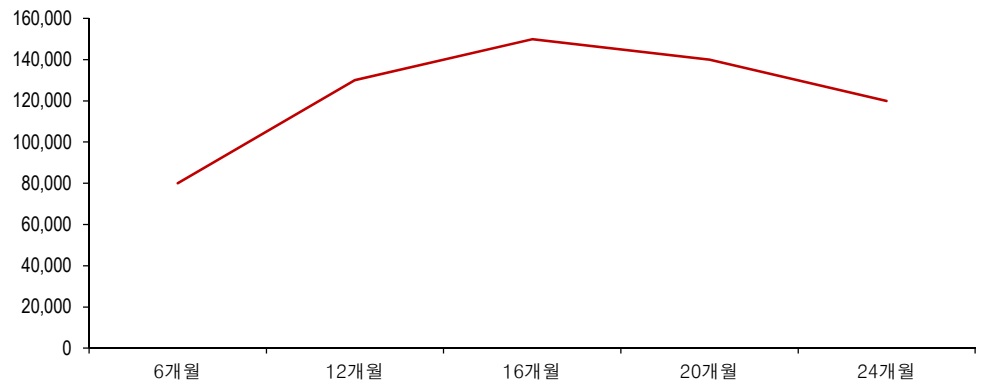
EBITDA 마진 비교 (일본)



자료: 동양증권 리서치센터

이와 같은 경쟁 양태의 변화는 SK텔레콤이 주도하고 있다. 동사가 2012년 도입한 새로운 약정 위약금 제도는 일종의 모험이기도 했다. 당시는 3사간 M/S 확보 경쟁이 2010년 이후 최고조로 올라가 있던 시점이었다. SK텔레콤의 마케팅 전략 변화는 하이닉스 인수에 따른 성장의 대안 확보라는 측면으로 이해할 필요가 있다. 확고한 성장 대안이 확보되면서, 본업은 안정화시킨다는 전략의 구체성이 확보된 것이다. 실제로 동사는 2015년까지 해지율 1%대 진입을 내부 목표로 제시하고 있다. 지금까지 나온 전략이 전부가 아니라, 앞으로도 해지율을 낮추기 위한 전략이 나올 것이다.

SK 텔레콤 이용 기간에 따른 위약금 (단위 : 원)



자료: 동양증권 리서치센터

SK 텔레콤 LTE 52 요금제 기준 / 2 년약정, 13~16 개월 이용하고 해지하면 가장 위약금이 큼

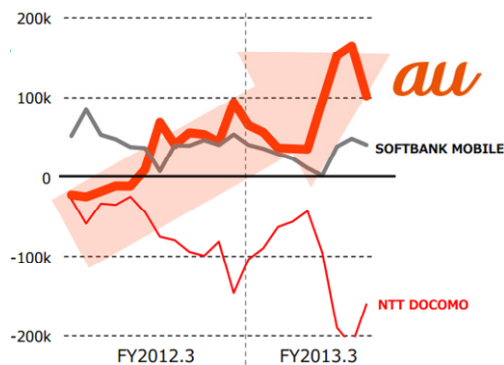
통신 3사의 새로운 위약금 부과율

위약금 부과율	SK 텔레콤	KT	LG 유플러스
	매달 16,000원 할인	매달 17,600원 할인	매달 18,000원 할인
0~6개월	100%	100%	100%
7~12개월	60%	60%	50%
13~16개월	35%	30%	30%
17~20개월	-15%	-20%	-20%
21~24개월	-40%	-45%	-40%
위약금 총액	176,000원	190,080원	183,600원

자료: 동양증권 리서치센터

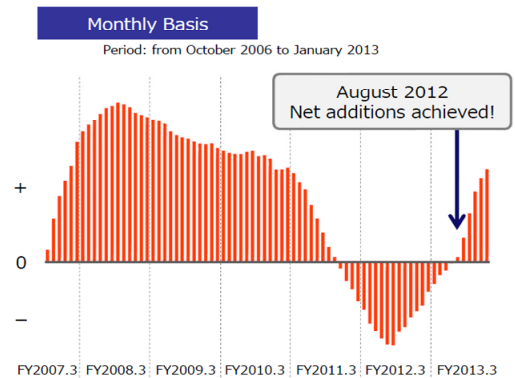
이러한 논리는 일본 통신 시장을 통해서도 간접적으로 확인되고 있다. 한국 시장만큼 가입자 확보 경쟁이 치열하게 전개되었던 일본 시장에서도 경쟁을 주도했던 Softbank가 미국의 Sprint를 인수한 이후 ‘경쟁’ 보다는 ‘안정’을 우선시 하는 변화가 감지되고 있다. 실제로 우리가 만난 일본의 KDDI에서는 Softbank가 Sprint 인수를 위한 자금 조달 차원에서 요금 경쟁을 자제할 것이라 언급한 바 있다.

일본 통신사의 MNP 순증 추이



자료: 동양증권 리서치센터

Softbank 대비 KDDI의 순증 추이



자료: 동양증권 리서치센터

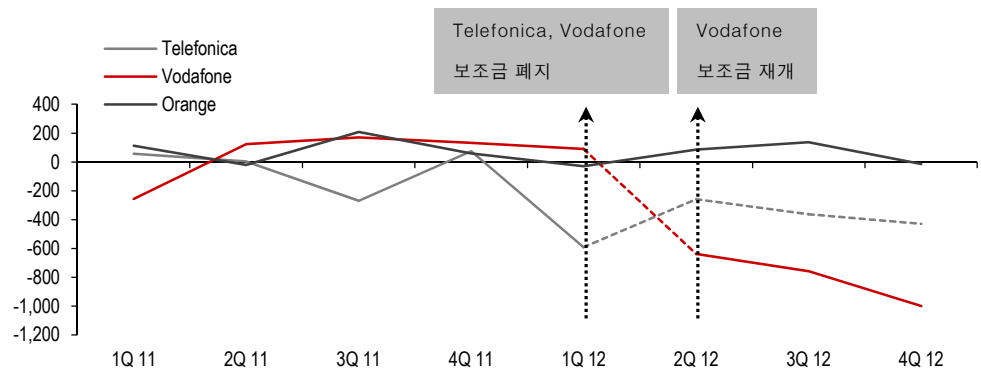
글로벌 트렌드 - 보조금 축소가 대세다

스페인에서는 Telefonica(1위)와 Vodafone(2위) 등이 휴대폰 보조금을 일부 폐지했다. 이들은 보조금 대신 할부 형태로 단말기를 판매하거나, 임대폰 등을 제공하고 있다. 독일 시장에서는 O2 Germany(Telefonica의 자회사)가 보조금을 제공하지 않는 대신 낮은 요금과 더 많은 데이터를 제공하는 My Handy 서비스를 전면으로 내세우고 소기의 성과를 거두었다. 유럽의 일부 국가에서는 정부 차원에서 보조금 약정 기간을 단축하는 정책 도입을 추진하고 있다. 핀란드는 관련 규정을 검토 중이라고 밝혔고, 덴마크는 약정 기간을 최대 6개월로 제한하고 있다. 일반적으로 보조금은 장기 약정과 높은 요금제와 연결되기 때문에, 이러한 연결 고리를 끊으려는 시도가 나오고 있는 것이다.

스페인에서 1위 사업자인 Telefonica는 2012년 4월 신규 고객에 대한 보조금 지급을 중단했다. 대신 월 이용 요금에 약 45달러를 추가하는 할부 제도(18개월 할부)를 신설하였다. 기기변경 고객에 대해서는 일부 보조금을 지급하는 등 기존 고객에 대한 유지 정책을 강화했다. 2위 사업자인 Vodafone은 곧 이어 동일한 정책을 실행했고, 3위 사업자인 프랑스텔레콤은 동참하지 않았다. 결과적으로 양 사(Telefonica, Vodafone)의 신규 고객은 2년 약정을 체결해도 iPhone을 할인된 가격에 구매할 수 없게 되었다. 2012년 8월 이용자 이탈 현상을 겪은 Vodafone은 보조금 지급을 재개했으나, Telefonica는 여전히 보조금 지급 중단 정책을 유지하고 있다.

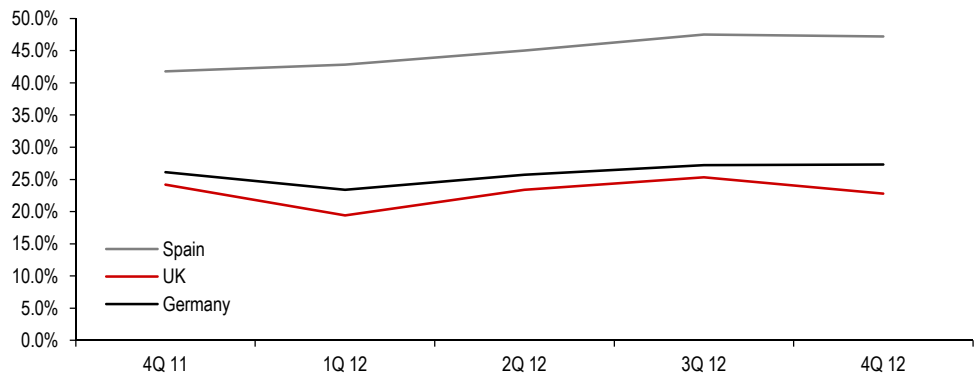
Telefonica는 M/S 방어를 성공적으로 해내면서도 OIBDA 마진은 2012년 1분기 42.8%에서 3분기 47.5%까지 상승했다. 동사의 CEO는 실적 발표를 통해 “보조금 폐지 정책을 독일, 체코까지 확대하였으며, 가입자 모집에 영향이 없었다” 라고 언급했고, “4년만에 처음으로 현금 흐름이 개선되었다” 고 발표했다. Vodafone에서는 서비스와 단말의 분리가 필요하다고 언급했고, 보조금 폐지 정책에 동참하지 않은 France Telecom에서도 2013년 4월 11일에 애플의 iPhone 가격이 유럽의 소비자를 떨게 만들고 있다고 경고한 바 있다.

스페인 가입자 순증 추이



자료: 동양증권 리서치센터

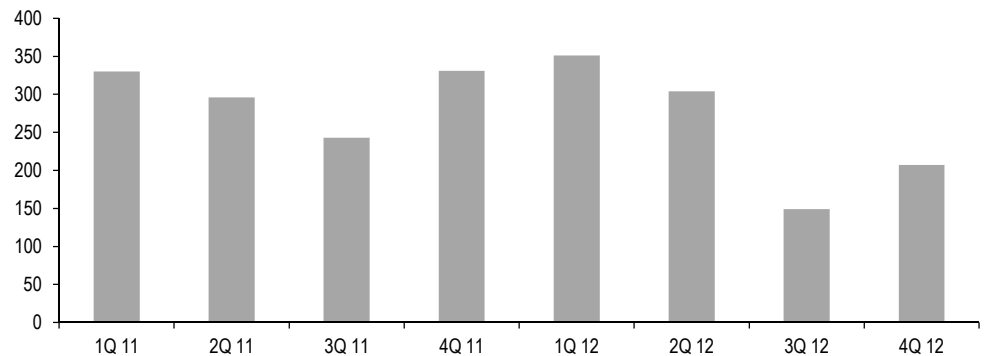
Telefonica의 지역별 OIBDA 마진 추이



자료: 동양증권 리서치센터

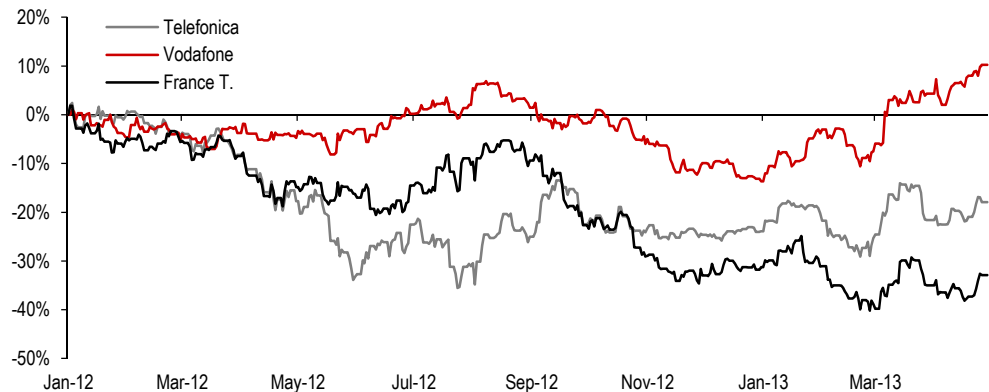
Telefonica의 단말기 매출액 추이

(백만 EUR)



자료: 동양증권 리서치센터

주가 수익률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

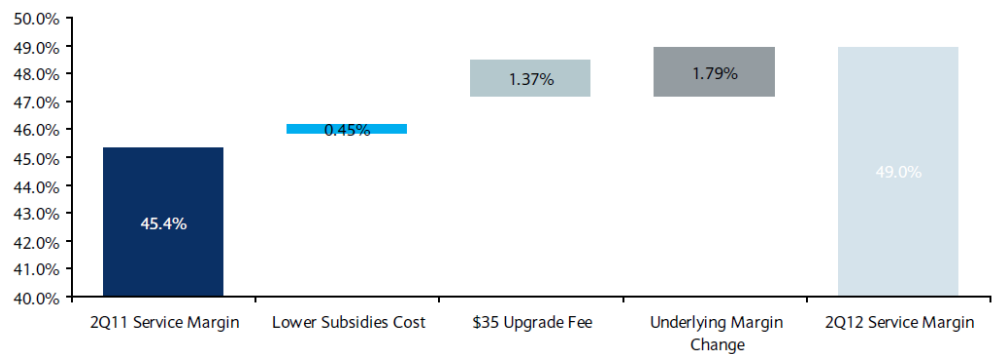
미국에서는 T-Mobile의 새로운 실험을 주목할 필요가 있다. AT&T와의 합병이 무산된 이후, 수익성 강화를 위해 동사는 보조금을 줄였고, 2012년 1분기 휴대전화 보조금 규모는 전년 동기 대비 42% 감소한 3.1억 달러를 기록했다. 마진 하락을 방어하기 위한 고육지책이었다.

지난해 12월에는 보조금 폐지 계획을 밝혔다. T-Mobile은 단말 보조금 폐지와 함께 iPhone 도입 계획을 지난 3월 26일 발표했다. 이에 따라 4월 12일부터 새로운 요금제인 Simple Choice를 적용한 iPhone5 판매를 개시하였다. 이는 보조금을 지불하는 기존 2년 약정 요금제도 대신 보조금 없이 단말 구매 비용에 대해 할부 지원하는 것이다. 이용자는 99.99달러로 iPhone5를 구매한 후에 2년간 월 20달러를 지불하는 방식으로 할부금을 지불하고, 월 50달러부터 시작하는 선불 요금제에 가입할 수 있다. 동 요금제 가입자는 매달 무제한 음성 통화와 500MB의 데이터를 사용할 수 있다. 동사는 이를 갤럭시 S4에도 적용할 예정이다. 타 이통사 요금제와의 또 다른 차이는 T-Mobile의 경우 2년이 지난 시점에서 월 이용 요금이 20달러 하락하지만, 타 이통사의 경우 요금제가 그대로 유지된다는 점이다.

이러한 T-Mobile의 새로운 전략에 대해 Verizon과 AT&T가 관심을 갖고 동참하려는 의사를 표명하였다. Verizon의 CEO는 인터뷰를 통해 T-Mobile의 새로운 보조금 계획은 훌륭한 시도라고 밝히며, 소비자 반응이 좋을 경우 Verizon도 신속하게 유사한 제도를 도입할 수 있다고 언급하였다. AT&T의 Ralph de la Vega CEO 역시 WSJ 인터뷰를 통해 T-Mobile의 움직임을 주시하고 있으며, 도입 가능성에 대해 암시하였다. 실제로 Verizon와 AT&T가 유사 정책을 실행한다면, 전세계 이동 및 휴대폰 업계에 막대한 변화의 바람이 몰아칠 것으로 전망된다.

한편 Verizon은 2012년 4월부터 단말기 교체 시 소비자에게 30달러의 비용을 부과하기 시작했다. Verizon의 경우 2분기부터 시작된 30달러의 업그레이드 비용 부과로 인해 2분기 EBITDA 마진이 1.37%pt 상승한 것으로 현지에서 분석되고 있다. 또한 업그레이드 비용 부과로 업그레이드 행위 빈도가 줄어들면서 마진은 추가적으로 0.45%pt 개선된 것으로 분석되었다. AT&T와 Sprint는 수수료 기준 대비 2배 높은 36달러로 인상했다.

Verizon - 30 달러 업그레이드 비용 부과에 마진에 대한 영향



자료: 동양증권 리서치센터

미국 통신업종 Fact Data

(단위: 백만달러, 천명, %, 달러)

	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13
무선 매출 (백만 달러)									
Verizon Communications Inc	16,881	17,293	17,726	18,254	18,273	18,577	19,024	19,994	19,523
AT&T Inc	15,310	15,603	15,606	16,696	16,136	16,353	16,632	17,642	16,691
Sprint Nextel Corp	7,413	7,452	7,516	7,920	7,950	8,067	8,042	8,275	8,089
T-Mobile USA Inc	5,161	5,050	5,228	5,179	5,034	4,883	4,893	4,909	
MetroPCS Communications Inc	1,194	1,210	1,205	1,238	1,277	1,281	1,259	1,284	
전체 무선가입자 수 (천명)	296,960	301,048	305,433	309,320	311,725	312,568	313,458	315,157	
Verizon Communications Inc	88,414	89,735	90,708	92,167	92,988	94,154	95,899	98,230	98,930
AT&T Inc	74,675	75,103	75,673	76,534	76,771	77,139	77,292	77,825	77,853
Sprint Nextel Corp	46,121	46,694	47,135	47,803	48,100	47,995	47,558	47,464	47,273
T-Mobile USA Inc	33,635	33,585	33,711	33,186	33,372	33,168	33,327	33,389	33,968
MetroPCS Communications Inc	8,881	9,080	9,149	9,347	9,478	9,292	8,980	8,887	8,995
해지율 (%)									
Verizon Communications Inc	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
AT&T Inc	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5	1.2	1.3	1.4	1.4
T-Mobile USA Inc	3.4	3.3	3.5	4.0	3.3	3.2	3.4	3.7	3.3
MetroPCS Communications Inc	3.1	3.9	4.5	3.7	3.1	3.4	3.7	3.6	2.9
ARPU (달러)									
Verizon Communications Inc	51.9	52.5	53.2	53.1	53.7	54.3	54.5	54.2	
AT&T Inc	48.2	48.2	47.7	47.0	46.9	47.1	47.1	46.9	46.9
Sprint Nextel Corp	48.0	48.0	49.0	49.0	49.5	49.9	50.1	50.0	50.4
T-Mobile USA Inc	46.0	46.0	46.0	46.0	45.0	43.9	42.8	41.3	
MetroPCS Communications Inc	40.4	40.5	40.8	40.6	40.6	40.6	40.5	40.9	41.0
AT&T Inc	48.2	48.2	47.7	47.0	46.9	47.1	47.1	46.9	46.9

자료: 동양증권 리서치센터

T-Mobile 실적 추이

(단위: 백만 달러)

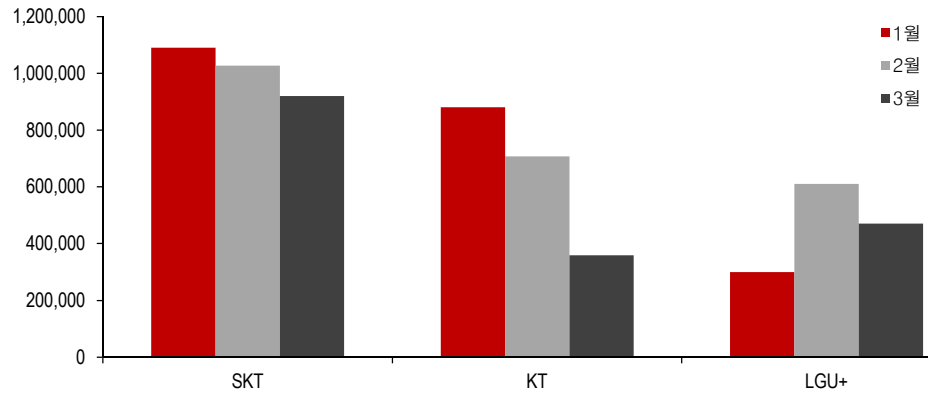
	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13
매출액	5,363	5,161	5,050	5,228	5,179	5,034	4,883	4,893	4,909
영업이익	613	453	509	663	639	503	519	577	242
영업이익률	11%	9%	10%	13%	12%	10%	11%	12%	5%

자료: 동양증권 리서치센터

보조금, 늘지만 않아도 긍정적이다.

한국 통신사업자의 보조금은 하향 안정화될 가능성이 높다. 사실 보조금 규모는 증가하지만 않아도, 실적에는 지극히 긍정적 영향을 미친다. 보조금 금지 정책에 힘입어, 통신사업자의 신규 숫자는 하향 안정화될 가능성이 높다. 신규 가입자 규모는 SAC과 비례하는 경향이 있는데, 현재의 규제 상황 상 SAC이 높아지기는 어려울 것으로 판단되기 때문이다. 실제로 지난 주 정부에서는 주말에 일시적으로 보조금이 상승한 것을 두고, 통신 3사의 마케팅 담당 임원을 소환했고, 개통 철회까지 시키는 일이 벌어졌다. 3월의 신규 & 기변 가입자는 큰 폭으로 감소했고, 이러한 분위기는 4월 들어 더욱 강화되고 있다.

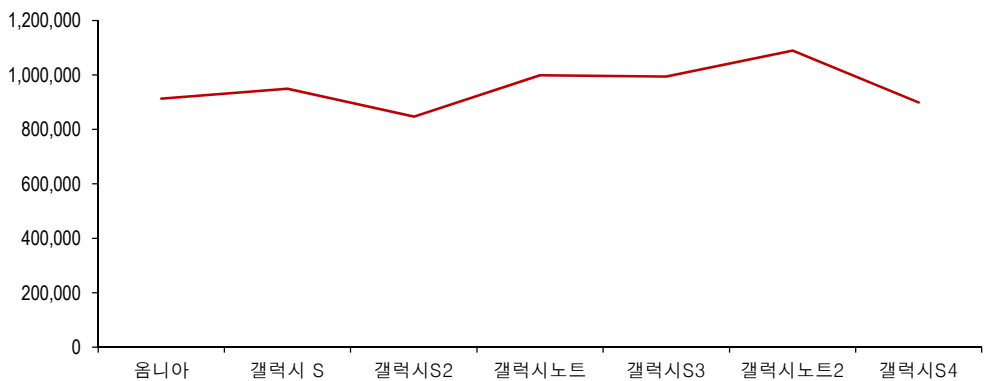
1~3월 신규 & 기변 가입자 수 (단위 : 명)



자료: 동양증권 리서치센터

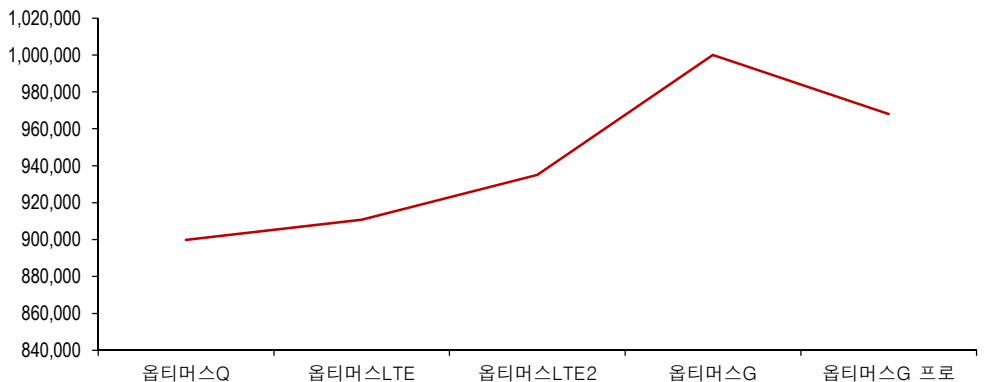
보조금이 축소되는 분위기가 형성된다는 것은 제조사가 더욱 민감하게 감지하는 것으로 생각된다. 최근 들어 나타나고 있는 단말기 출고가격의 하락은 이러한 사실을 증명한다.

삼성전자 주요 모델의 출고 가격 변화 (단위 : 원)



자료: 동양증권 리서치센터

LG 전자 주요 모델의 출고 가격 변화 (단위 : 원)



자료: 동양증권 리서치센터

SAC 변동성이 축소되면, 동시에 신규 가입자 규모도 하향 안정화된다. 마케팅비용은 신규 가입자와 SAC의 함수이다. 두 변수가 모두 안정화되면, 연간 마케팅비용은 축소될 가능성도 상존한다. 그리고 우리는 그러한 가능성이 매우 높다고 판단하고 있다.

다음 표를 보자. 신규 가입자 규모 축소 & SAC은 20만원 수준에서 안정되는 것으로 가정 시, 판매수수료 규모는 하향 안정화된다. 각 사업자의 연간 판매 수수료 규모는 연간 약 3% 내외로 감소할 수 있다. 이 경우 판매수수료 비율은 더욱 큰 폭으로 하락할 것이다. 2013~2014년에는 ARPU 상승으로 매출 증가율이 5% 이상 나타날 전망이다기 때문이다.

마케팅수수료 전망 로직													(단위: 십억원, 만명, 천원)		
	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13E	2Q 13E	3Q 13E	4Q 13E	1Q 14E	2Q 14E	3Q 14E	4Q 14E	2012	2013E	2014E
SKT (십억원)	689	899	987	690	865	736	756	757	727	747	777	747	3,265	3,114	2,997
신규 (만명)	1,983	2,023	2,500	2,138	1,818	2,200	2,300	2,200	2,050	2,150	2,200	2,050	8,644	8,518	8,450
기변 (만명)	933	933	990	817	1,217	800	800	900	900	900	1,000	1,000	3,673	3,717	3,800
SAC (천원)	191	258	245	187	240	200	200	200	200	200	200	200	220	210	200
모집+유지 (십억원)	558	764	853	554	728	600	620	620	590	610	640	610	2,729	2,568	2,450
관리수수료 (십억원)	131	135	134	136	136	136	136	137	137	137	137	137	536	546	547
KT (십억원)	399	549	694	588	608	600	600	600	570	581	611	611	2,230	2,409	2,372
신규 (만명)	1,423	1,271	1,502	1,280	1,300	1,300	1,300	1,200	1,150	1,200	1,250	1,200	5,476	5,100	4,800
기변 (만명)	540	630	600	800	640	600	600	700	600	600	700	750	2,570	2,540	2,650
SAC (천원)	91	173	225	177	200	200	200	200	200	200	200	200	167	200	200
판매수수료 (십억원)	179	329	474	368	388	380	380	380	350	360	390	390	1,350	1,528	1,490
관리수수료 (십억원)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	81	81	81	320	321	322
유선수수료 (십억원)	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	560	560	560
LGU+ (십억원)	300	418	438	337	415	364	371	367	361	377	378	362	1,493	1,517	1,478
신규 (만명)	997	1,139	1,162	915	1,020	1,020	1,050	1,030	1,000	1,050	1,050	970	4,213	4,120	4,070
기변 (만명)	290	354	280	340	370	320	320	320	320	350	350	350	1,264	1,330	1,370
SAC (천원)	160	217	238	193	230	200	200	200	200	200	200	200	202	208	200
판매수수료 (십억원)	205	323	343	242	320	268	274	270	264	280	280	264	1,113	1,132	1,088
관리수수료 (십억원)	45	45	45	45	45	46	47	47	47	47	48	48	180	185	190
유선수수료 (십억원)	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	200	200	200

자료: 동양증권 리서치센터

판매수수료 비율과 영업이익률 매트릭스				(%)
이동통신 판매수수료 비율(1)		2012	2013E	2014E
SKT		26.5%	23.4%	21.5%
KT		24.1%	24.3%	22.3%
LGU+		32.5%	28.0%	24.7%
영업이익률		2012	2013E	2014E
SKT		10.8%	12.2%	12.9%
KT		5.1%	5.8%	5.9%
LGU+		1.3%	5.5%	7.3%
이동통신 판매수수료 비율(2)		2012	2013E	2014E
SKT		26.5%	25.6%	24.3%
KT		24.1%	27.0%	25.8%
LGU+		32.5%	29.8%	27.0%
영업이익률		2012	2013E	2014E
SKT		10.8%	10.6%	10.8%
KT		5.1%	4.9%	4.8%
LGU+		1.3%	4.7%	6.4%
이동통신 판매수수료 비율(3)		2012	2013E	2014E
SKT		26.5%	26.3%	25.2%
KT		24.1%	27.8%	26.8%
LGU+		32.5%	30.7%	28.0%
영업이익률		2012	2013E	2014E
SKT		10.8%	10.0%	10.1%
KT		5.1%	4.7%	4.4%
LGU+		1.3%	4.4%	5.9%

자료: 동양증권 리서치센터

SAC과 신규 가입자 규모 축소를 가정할 때의 통신 3사 이익 전망은 다음 표와 같다. 2013~2014년 큰 폭의 이익 증가세를 기대할 수 있다. 물론 이와 같은 가정이 맞다고 100% 확신할 수 있는 단계는 아니다. 하지만 최근 규제 기관의 동향, 통신사업자의 전략 움직임 등을 종합하면, 아래와 같은 시나리오 대로 전개될 가능성이 매우 높아 보인다.

마케팅비용 축소 가정 시, SK 텔레콤 이익 전망

(십억원)

	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13E	2Q 13E	3Q 13E	4Q 13E	1Q 14E	2Q 14E	3Q 14E	4Q 14E	2012	2013E	2014E
연결매출	3,970	4,008	4,126	4,197	4,345	4,342	4,478	4,535	4,550	4,566	4,685	4,698	16,301	17,700	18,499
이동통신	3,007	3,068	3,098	3,159	3,286	3,309	3,347	3,393	3,439	3,480	3,498	3,498	12,332	13,335	13,915
기타	963	940	1,028	1,038	1,059	1,034	1,130	1,142	1,112	1,086	1,187	1,199	3,969	4,365	4,584
영업이익	499	416	301	545	402	620	615	524	575	668	629	509	1,760	2,162	2,381
기타영업비용	2,173	2,086	2,179	2,259	2,412	2,316	2,419	2,552	2,605	2,501	2,612	2,757	8,697	9,699	10,475
감가상각비	608	608	659	704	666	670	687	702	644	650	667	685	2,579	2,725	2,646
판매수수료	689	899	987	690	865	736	756	757	727	747	777	747	3,265	3,114	2,997
영업외비용	70	61	105	-36	-36	89	89	89	89	89	89	89	201	231	356
이자순비용	64	77	80	89	89	89	89	89	89	89	89	89	310	356	356
일회성비용(수익)	-66	0	0	-255	-125	0	0	0	0	0	0		-321	-125	0
기타	72	-16	25	130	0	0	0	0	0	0	0	0	212	0	0
순이익	300	121	176	519	351	425	421	348	389	463	432	336	1,116	1,545	1,620
가입자 수 (천명)	26,556	26,659	26,778	26,830	26,888	26,908	26,928	26,948	26,968	26,988	27,008	27,028	26,868	26,948	27,028
LTE 가입자 수	1,766	3,344	5,666	7,530	9,150	10,770	12,380	14,000	15,215	16,126	16,810	17,322	7,530	14,000	17,322
ARPU (원)	32,151	32,923	33,135	33,761	33,802	34,200	34,704	35,257	35,777	36,221	36,163	36,161	33,761	35,257	36,161
LTE ARPU	62,000	60,000	52,000	50,100	47,000	45,000	44,000	43,000	43,000	42,500	42,000	42,000	50,100	43,000	42,000
CAPEX	482	616	788	914	300	400	600	800	300	400	600	800	2,800	2,100	2,100

자료: 동양증권 리서치센터

마케팅비용 축소 가정 시, KT 이익 전망 세부

(십억원)

	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q 13E	2Q 13E	3Q 13E	4Q 13E	1Q 14E	2Q 14E	3Q 14E	4Q 14E	2012	2013E	2014E
연결매출	5,706	5,709	6,173	6,203	5,895	5,940	6,393	6,440	6,065	6,097	6,548	6,601	23,790	24,667	25,311
이동통신서비스	1,716	1,740	1,754	1,703	1,829	1,886	1,935	1,953	1,978	2,021	2,047	2,068	6,913	7,602	8,113
유선통신	1,572	1,536	1,534	1,560	1,486	1,457	1,429	1,400	1,378	1,349	1,321	1,293	6,202	5,772	5,341
유선전화	887	857	835	797	763	730	698	666	634	603	572	541	3,376	2,856	2,349
초고속	455	431	433	440	428	418	408	399	389	378	368	358	1,759	1,652	1,493
미디어	231	248	266	323	296	309	323	336	356	368	381	394	1,068	1,263	1,499
부동산	44	44	73	79	47	46	76	83	49	49	80	87	240	252	264
금융	836	844	939	955	920	929	986	1,002	966	975	1,035	1,053	3,574	3,837	4,029
기타	1,537	1,545	1,873	1,907	1,614	1,622	1,966	2,002	1,694	1,703	2,065	2,102	6,861	7,204	7,564
영업이익	584	349	230	51	399	430	394	197	474	470	380	162	1,214	1,420	1,486
기타영업비용	3,960	4,038	4,375	4,707	4,079	4,100	4,506	4,707	4,201	4,223	4,641	4,848	17,080	17,392	17,914
감가상각비	763	773	874	857	809	809	892	936	819	823	916	980	3,267	3,446	3,538
판매수수료	399	549	694	588	608	600	600	600	570	581	611	611	2,230	2,409	2,372
영업외비용	58	48	-239	-76	85	85	-65	-65	85	85	-65	-65	-209	40	40
이자순비용	58	64	78	62	60	60	60	60	60	60	60	60	262	240	240
일회성비용(수익)	0	0	-290	-265	0	0	-150	-150	0	0	-150	-150	-555	-300	-300
기타	0	-16	-27	127	25	25	25	25	25	25	25	25	84	100	100
순이익	408	238	372	94	251	276	367	210	311	308	356	182	1,112	1,104	1,157
가입자 수 (천명)	16,599	16,488	16,480	16,500	16,510	16,530	16,550	16,570	16,590	16,610	16,630	16,650	16,490	16,570	16,650
LTE 가입자 수	351	1,170	2,488	3,900	5,050	6,200	7,350	8,500	9,535	10,467	11,305	12,059	3,800	8,500	12,059
ARPU (원)	28,722	29,447	29,970	30,697	31,761	32,943	33,647	33,584	34,533	35,223	35,476	35,964	30,697	33,584	35,964
LTE ARPU	52,000	52,000	49,000	48,000	44,000	44,000	42,000	40,000	40,000	40,000	39,500	39,500	48,000	40,000	39,500
CAPEX	897	999	592	1,312	700	700	800	1,300	700	700	800	1,100	3,800	3,500	3,300

자료: 동양증권 리서치센터

마케팅비용 축소 가정 시, LGU+ 이익 전망 세부

(십억원)

	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013E	2014E
매출	2,552	2,799	2,821	2,755	2,872	2,930	2,955	3,034	3,018	3,136	3,101	3,111	10,928	11,791	12,365
이동통신서비스	894	988	1,057	1,039	1,104	1,155	1,204	1,243	1,270	1,289	1,301	1,313	3,978	4,706	5,173
유선통신	628	637	626	657	646	657	659	688	667	678	681	710	2,548	2,650	2,736
TPS	300	300	288	293	302	303	304	305	306	307	307	308	1,180	1,213	1,228
기업	328	337	339	365	344	354	355	383	361	372	373	402	1,368	1,436	1,508
기타	142	140	126	119	149	147	132	125	156	154	139	131	526	552	580
휴대폰 판매	889	1,035	1,012	940	973	972	959	979	924	1,015	980	957	3,876	3,882	3,876
휴대폰 ASP(천원)	691	693	702	749	700	725	700	725	700	725	700	725	709	713	713
영업이익	68	3	-6	72	98	182	191	173	242	248	226	190	137	644	907
기타영업비용	985	1,019	1,044	1,060	1,103	1,130	1,150	1,220	1,200	1,209	1,231	1,305	4,109	4,603	4,945
감가상각비	310	324	333	346	282	283	284	295	290	286	286	297	1,313	1,144	1,159
판매수수료	300	418	438	337	415	364	371	367	361	377	378	362	1,493	1,517	1,478
휴대폰원가	889	1,035	1,012	940	973	972	959	979	924	1,015	980	957	3,876	3,882	3,876
영업외비용	66	40	53	88	40	47	56	118	35	43	52	116	247	261	245
이자순비용	30	33	38	42	40	40	40	40	35	35	35	35	143	160	140
일회성비용(수익)	0	0	0	30	0	0	0	30	0	0	0	30	30	30	30
기타	36	7	15	46	0	7	16	48	0	8	17	51	104	71	75
순이익	22	-32	-38	-11	47	107	108	44	166	164	140	59	-59	306	529
가입자 수 (천명)	9,554	9,852	10,020	10,160	10,250	10,400	10,500	10,600	10,650	10,700	10,750	10,800	10,090	10,600	10,800
LTE 가입자 수	1,484	2,576	3,564	4,380	5,290	6,190	7,100	8,000	8,675	9,181	9,561	9,846	4,500	8,000	9,846
ARPU (원)	26,645	29,282	30,565	31,085	32,242	33,550	34,470	35,269	35,632	36,040	36,043	36,368	31,085	35,269	36,368
LTE ARPU	54,000	53,000	50,000	48,000	44,000	43,000	41,500	40,000	39,000	38,500	38,000	38,000	48,000	40,000	38,000
CAPEX	392	438	399	171	300	300	400	400	200	200	400	400	1,400	1,400	1,200

자료: 동양증권 리서치센터

Valuation 상승 지속될 것

우리는 앞에서 두가지 변수의 변화 가능성에 대해 살펴보았다.

ARPU의 변화 가능성은 ① 데이터 트래픽의 급성장, ② 신규 요금제의 ARPU 견인 가능성, ③ 유무선 대체 효과 가속화 등을 기반으로 한다. 이미 LG유플러스는 기대 이상의 ARPU를 기록하고 있으며, 금년에도 15% 이상의 ARPU 상승 가능성이 높을 것으로 전망된다.

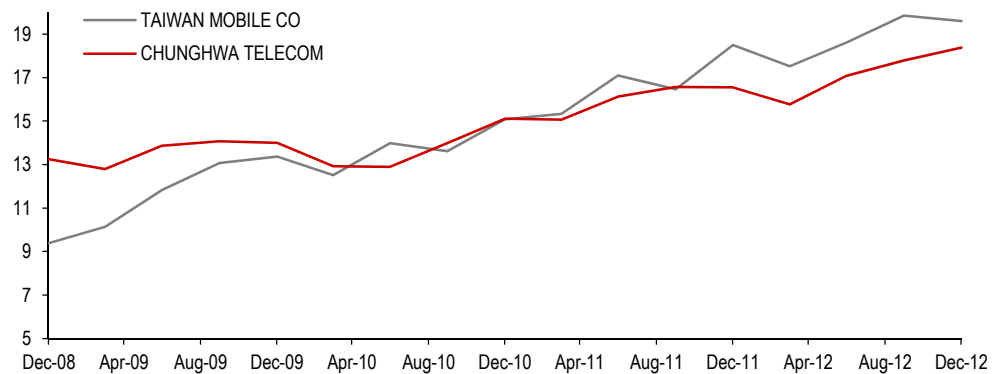
마케팅비용의 변화 가능성은 ① 예상보다 강력한 정부 규제, ② 보조금 법제화, ③ 서비스 경쟁으로의 변화, 그리고 이에 따른 해지율 하락, ④ 글로벌 보조금 축소 경향과 단말기 출고 가격의 하락 등에 기반한다. 2분기 실적을 통해 우리는 그 가시성을 확신할 수 있을 것이고, 이익의 변동성은 급속도로 축소될 것으로 전망된다.

이익 증가 시 수반될 수 있는 요금 인하 가능성에 대한 우려도 분명히 존재한다. 하지만 이미 미래창조과학부는 가입비 단계적 인하(2013~2015년, 2013년의 경우 40% 인하) 방안을 확정 짓고 발표했다. 이는 금년에는 요금 인하가 더 이상 없을 것임을 시사한다. 또한 인위적인 방식보다는 MVNO 활성화, 서비스 경쟁 유도 등의 변화를 추구할 것으로 전망된다. 이는 주주 관점에서 인위적인 방식에 비해 긍정적이라 판단되는데, 예측 가능하고, 변동성이 적기 때문이다.

결론적으로 두가지 변수의 변화는 2013~2014년 실적 상향 가능성을 높일 것이고, Valuation(현 상대가격수준)을 낮추게 될 것이다. 또한 이익의 안정성 확보로 과거와는 다른 Valuation 영역대에 진입할 것으로 전망된다. 글로벌 평균에 비해 근접하는 Valuation 상승 과정이 전개될 것으로 전망된다.

대만의 통신주는 리먼브러더스 사태가 발생한 2008년 이후 지속적인 Valuation 상승 과정을 거쳐왔다. 대만의 경우 이동통신 보급률이 125%를 넘어서는 등 성장성 측면에서는 한국 통신업종에 비해 매력적이라고 보긴 어렵다. 다만 사업자들이 수익성 위주의 경영을 하면서 이익 변동성이 극도로 적고, 배당성향이 90%를 넘어서는 등 글로벌 대표 방어주로 인정받으면서 주가 상승이 나타났다.

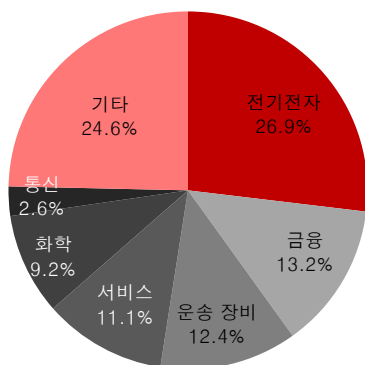
대만 통신주의 PER 레벨



자료: 동양증권 리서치센터

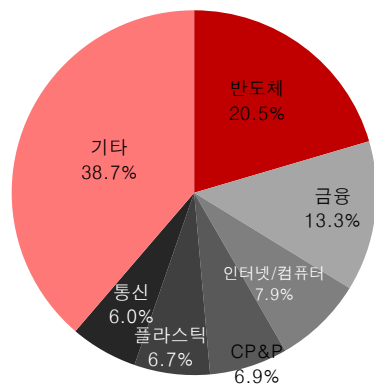
리먼 이슈 이후 Valuation이 상승했다는 것은 글로벌 주식 시장(혹은 대만 주식 시장)에서 안정적인 이익을 창출하는 기업에 대한 투자자들의 선호가 높아졌다는 점을 시사한다. 대만 시장의 경우에도 IT와 화학 등 경기 민감형 기업들이 주류를 이루고 있다. 경기 민감형 주식의 인기도가 낮아지면서 방어주에 대한 수요가 커진 것으로 볼 수도 있을 것이다. 한국의 경우는 어떠한가? 한국 주식 시장의 상승을 이끌었던 소재, 조선 업종 등의 주가 하락이 빠르게 진행되고 있다. 대만 혹은 글로벌 주식 시장에서 지난 몇 년 간 나타났던 변화가 2012년 이후 한국에서도 데자뷰 현상처럼 반복되고 있다. 이제 한국 통신업종이 보여줘야 할 모습은 단순하다. 예측 가능한 이익 창출력을 보여주는 것이다. 만약 경영진이 주가의 상승을 희망한다면 말이다.

대만 주식 시장의 업종별 구성비



자료: 동양증권 리서치센터

한국 주식 시장의 업종별 구성비



자료: 동양증권 리서치센터

글로벌 통신주 Valuation 및 EPS

	Company	Mkt Cap (USD mn)	PER		Div Yield		EPS (USD)	
			2012	FY 2013	FY 2012	2013	FY 2012	2013
Wireless								
Asia	ADVANCED INFO	26,987	17.8	20.7	5.2	4.7	0.4	0.4
	AXIATA GROUP BER	19,127	22.3	20.3	3.5	3.8	0.1	0.1
	BHARTI AIRTEL	22,263	30.1	45.8	0.3	0.3	0.2	0.1
	CHINA MOBILE	217,114	10.6	10.6	4.1	4.1	1.0	1.0
	DIGI.COM BHD	11,723	34.1	21.4	3.5	5.3	0.1	0.1
	FAR EASTONE TELE	8,010	22.8	19.1	4.1	5.2	0.1	0.1
	GLOBE TELECOM	4,423	21.1	17.6	4.8	5.1	1.2	1.9
	IDEA CELLULAR	7,660	45.2	41.4	0.0	0.0	0.1	0.1
	MAXIS BHD	16,753	26.9	23.3	1.2	5.9	0.1	0.1
	M1 LTD	2,353	16.8	17.6	4.8	4.8	0.1	0.2
	NTT DOCOMO INC	69,613	12.3	12.9	4.1	3.8	141.8	121.8
	XL AXIATA TBK PT	4,433	17.6	14.3	2.8	3.2	0.0	0.0
	RELIANCE COMMUNI	3,658	18.7	34.0	0.3	0.4	0.1	0.1
	SK TELECOM	14,401	11.8	9.8	4.8	4.7	15.8	19.0
	TAIWAN MOBILE CO	12,318	19.6	17.9	5.1	5.2	0.2	0.2
	TOTAL ACCESS COM	9,251	18.5	22.2	5.7	4.3	0.2	0.2
Europe	VODAFONE GROUP	149,570	12.5	12.8	5.5	5.3	0.2	0.2
	Average	35,274	21.1	21.3	3.5	3.9	9.5	8.6

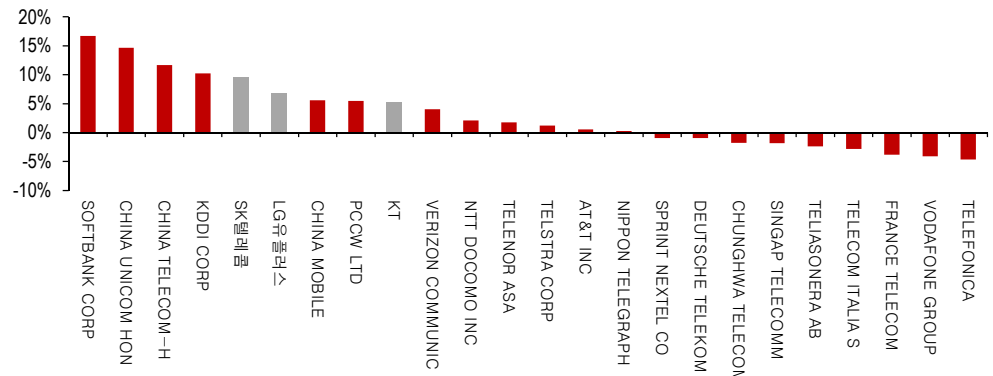
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터, 04.29 기준

글로벌 통신주 Valuation 및 EPS

	Company	Mkt Cap (USD mn)	PER		Div Yield		EPS (USD)	
			2012	FY 2013	FY 2012	2013	FY 2012	2013
Integrated								
Asia	CHINA TELECOM-H	40,555	17.1	13.7	0.0	0.0	0.0	0.0
	CHINA UNICOM HON	33,452	29.8	19.1	1.5	2.0	0.1	0.1
	CHUNGHWA TELECOM	24,760	18.3	18.7	5.2	5.1	0.2	0.2
	JUPITER TELECOM	9,039	17.8	20.7	2.3	1.7	75.9	62.0
	KDDI CORP	42,051	9.2	14.1	3.0	1.9	7.4	3.3
	KT CORP	8,524	N/A	N/A	5.7	5.6	N/A	N/A
	LG UPLUS CORP	3,884	N/A	N/A	1.3	2.4	N/A	N/A
	NIPPON TELEGRAPH	65,488	10.2	10.9	3.7	3.3	4.7	4.5
	PHILIPP LONG DIS	15,746	17.3	16.6	5.8	5.9	4.3	4.4
	INDOSAT TBK PT	3,297	28.7	26.2	1.6	1.7	0.0	0.0
	TELEKOMUNIKASI	23,741	17.1	15.5	3.5	4.1	0.1	0.1
	SINGAP TELECOMM	48,392	12.6	16.5	5.0	4.2	0.2	0.2
	SOFTBANK CORP	58,625	8.6	16.4	1.6	0.9	3.6	2.9
	STARHUB LTD	6,414	18.1	21.6	5.3	4.6	0.2	0.2
	TELEKOM MALAYSIA	6,468	17.1	24.0	3.6	4.1	0.1	0.1
North America	TELSTRA CORP	63,130	13.4	16.3	7.6	5.7	0.3	0.3
	AT&T INC	200,868	14.6	14.7	5.3	4.9	1.3	2.5
	VERIZON COMMUNIC	153,435	19.3	19.2	4.7	3.9	0.3	2.8
Oceania Europe	SPRINT NEXTEL CO	21,437	N/A	N/A	0.0	0.0	-1.4	-0.9
	TELSTRA CORP	63,130	13.4	16.3	7.6	5.7	0.3	0.3
	FRANCE TELECOM	28,133	26.9	7.6	9.4	9.5	0.4	1.4
	DEUTSCHE TELEKOM	50,569	14.0	12.7	7.8	5.9	0.8	0.9
	TELEFONICA	65,221	9.1	9.8	1.2	6.9	1.6	1.5
	TELECOM ITALIA S	14,908	4.9	5.4	4.7	4.0	0.2	0.2
	TELENOR ASA	34,679	18.5	12.9	5.4	5.2	1.0	1.7
	TELIA SONERA AB	29,214	9.6	10.7	6.5	7.4	0.7	0.6
	Average	41,456	15.9	15.6	4.0	3.9	4.1	3.6

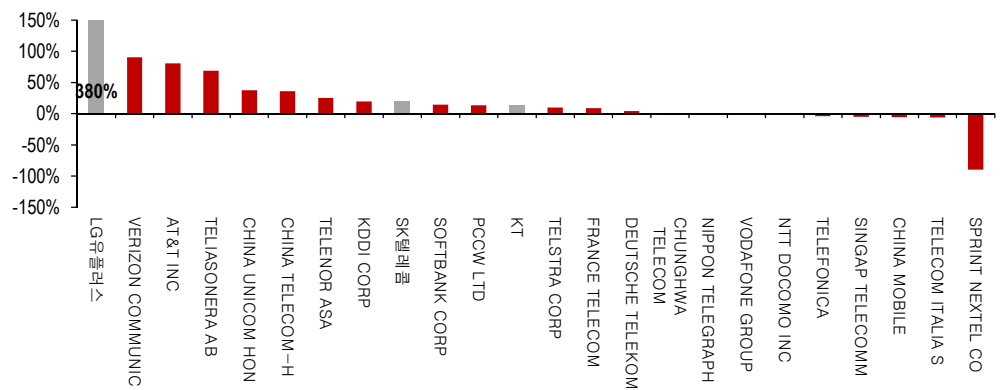
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터, 04.29 기준

글로벌 통신주 매출액 증가율 비교 차트 - 2013



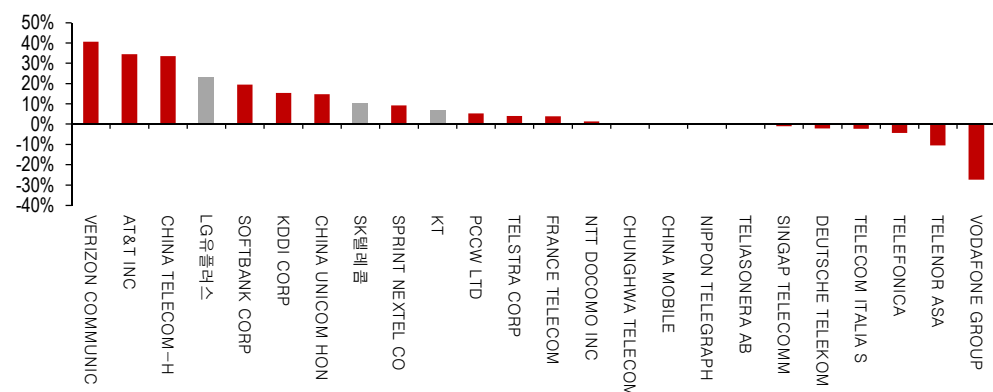
자료: 동양증권 리서치센터

글로벌 통신주 영업이익 증가율 비교 차트 - 2013



자료: 동양증권 리서치센터. 회계 기준 변경 등으로 인해 비교성이 떨어진 회사 제외

글로벌 통신주 EBITDA 증가율 비교 차트 - 2013



자료: 동양증권 리서치센터. 회계 기준 변경 등으로 인해 비교성이 떨어진 회사 제외

통신서비스 업종에 대해 긍정적 시각을 유지한다. 우리의 Top Pick은 SK텔레콤과 LG유플러스로 지속 유지한다. SK텔레콤은 한국 통신 대표주이고, LG유플러스는 성장 모멘텀이 워낙 강력하다.

SK텔레콤의 Upside 가능성은 배당으로부터 나올 것이다. 동사가 지난 2007년 이후 배당을 9,400원으로 유지해 온 것은 이익 수준이 회사와 투자자가 기대하는 정상 배당 수준에 못 미쳤기 때문이었다. 그 전의 배당 정책은 배당성향 50%였다. 하지만 금년에는 9,400원 지급 시, 배당성향은 50% 이하로 하락하게 된다. ARPU 상승, 경쟁 완화, 하이닉스 이익 개선 등이 이익 증가의 트리거가 될 것이다. 주주는 당연히 배당성향 50% 기준의 배당을 요구할 수 있고, 주가를 중시하는 회사의 경영진은 이를 진지하게 고려할 것으로 믿고 있다. 금년 순이익 전망 1.52조원 기준 배당성향 50% 적용 시에는 주당 배당금이 11,000원까지 상승 가능하다. 이 경우 현 주가기준 배당수익률은 5.8%로 높아지게 된다. 배당 상향이 실제로 이뤄진다면, 주가의 Revaluation 과정은 탄력을 받을 수 있을 것이다.

우리는 배당 증가 가능성, 실적 개선 가능성, 순수 모바일 회사라는 점, 한국 통신 시장의 해지율 하락, SK하이닉스의 이익 기여 포텐셜(당사는 SK하이닉스로부터 파생되는 지분법 이익을 SK텔레콤 이익에 고려하지 않았음)등의 이슈를 종합적으로 고려하여 동사의 목표 PER을 13배로 상향 조정한다. PER 13배는 새로운 통신 환경 기준에서는 절대 높은 수준이 아니다. 글로벌 이동통신 사업자의 평균 PER은 18배를 넘어선다. **목표주가를 기존 21.5만원에서 25만원으로 상향 조정한다.**

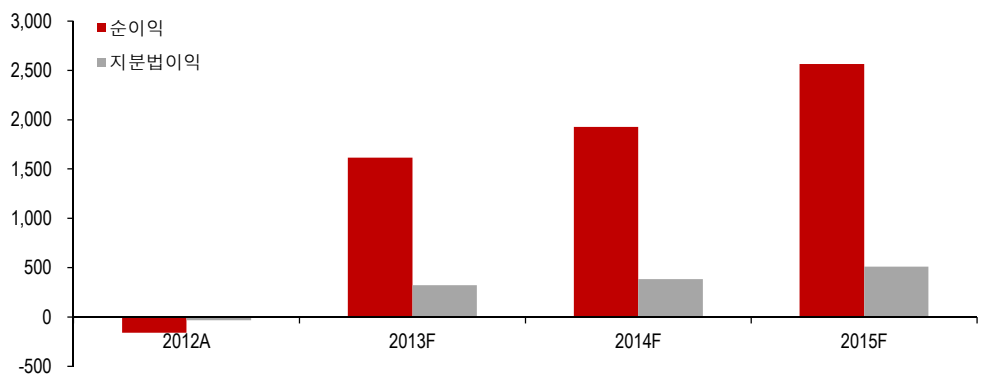
SK 텔레콤 주주 환원 정책

(단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
순이익 규모	15,747	16,424	12,776	12,883	19,470	16,943	12,427
배당 & 자사주 매입 규모	7,909	6,823	8,004	6,800	8,794	8,640	6,551
주주환원율	50.2%	41.5%	62.6%	52.8%	45.2%	51.0%	52.7%

자료: 동양증권 리서치센터

SK 하이닉스 이익 전망과 SK 텔레콤으로 유입되는 지분법 이익 규모 (단위 : 십억원)

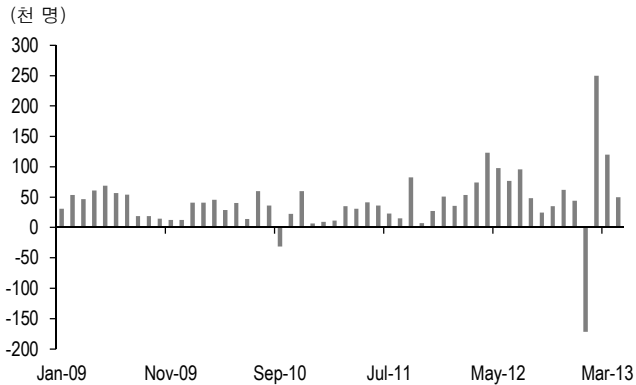


자료: 동양증권 리서치센터

주 : 당사는 SK 텔레콤 이익 전망치에 SK 하이닉스 지분법 이익은 고려하지 않았음

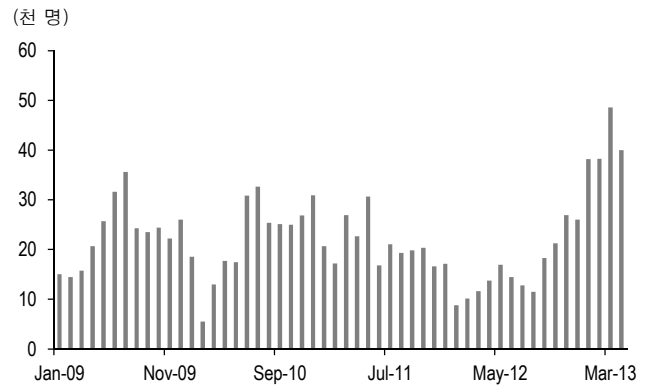
LG유플러스는 성장과 이익 측면에서 주주의 기대치 이상을 달성하는 모습을 보여줄 것으로 전망된다. ① ARPU는 이미 1분기부터 기대 이상을 달성할 전망이다. 3월 ARPU는 32,500원을 넘어섰다. 2분기 이후에도 ARPU 성장 추세는 오히려 강화될 것으로 전망된다. 신규 LTE 가입자의 70%가 69 요금제를 선택하는 등, ARPU 견인 효과가 나타날 것이다. ② 영업이익은 1분기 1,000억원을 넘어섰고, 2분기에는 최소 1,700억원 이상을 달성할 것으로 전망된다. 4월 신규 + 기변 가입자 수는 42만명으로 전월에 비해 약 5만명 감소했다. SAC도 하락하고 있어 마케팅비용은 1분기에 비해 약 600억원 이상 감소할 것으로 전망된다. 또한 ARPU가 상승하면서 매출액이 증가하고 있어, 분기 이익 증가추세는 700억원을 넘어설 가능성이 높아 보인다. ③ 가입자 증가 추세가 견조하게 진행되고 있다. 경쟁이 완화된 4월에도 동사의 이동통신 순증 규모는 5만명에 육박할 전망이다. 이는 분명히 의미가 있다. 동사가 돈을 써서 가입자를 끌어 모은 것이 아니라, 해지율이 낮아진 효과에 기인하기 때문이다. 동사 서비스의 만족도가 높다는 점을 간접적으로 시사한다. 해지율이 낮아지게 되면 경쟁이 완화되는 국면에서도 동사가 좋은 성과를 기록할 수 밖에 없다. 앞으로도 돈에 의한 마케팅 경쟁이 재발될 가능성이 낮다는 점에서, 가입자 증가 추세는 생각보다 견조할 가능성이 높다. ④ 이익의 변동성이 극히 적어질 것이다. 이는 한국 통신주에 전반적으로 적용될 새로운 준칙이기도 하다. 따라서 동사는 향후 매 분기 당 1,500억원 이상의 영업이익을 고정적으로 창출할 가능성이 높다. 그리고 매출 증가 효과가 더해지면서 2014년에는 분기별로 2,000억원 이상의 영업이익을 창출할 가능성도 있다. 우리는 동사의 2014년 영업이익이 8,500억원을 넘어설 것으로 전망하고 있으며, 순이익은 5,000억원을 넘어설 것으로 보고 있다.

LG 유플러스 이동전화 순증 추이



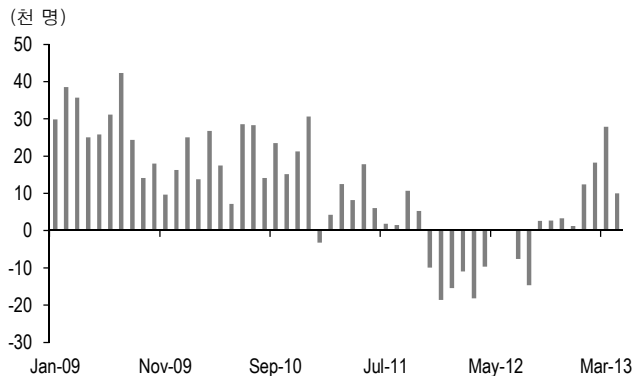
자료: 동양증권 리서치센터

LG 유플러스 IPTV 순증 추이



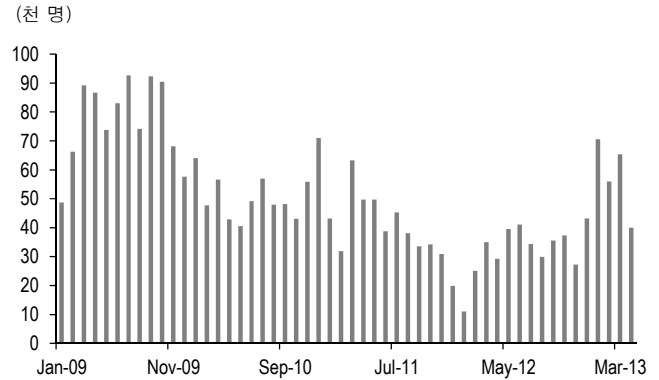
자료: 동양증권 리서치센터

LG 유플러스 초고속인터넷 순증 추이



자료: 동양증권 리서치센터

LG 유플러스 VoIP 순증 추이



자료: 동양증권 리서치센터

목표주가를 15,000원으로 상향 조정한다. 이익이 완전 정상화되는 2014년 실적 기준 PER 13배를 적용했다. 이는 1년 이상의 투자 기간을 수용할 수 있는 투자자에게 제시하기 위한 목표치이다. 글로벌 통신주 가운데 가장 뚜렷한 성장주로서의 모습이 높은 Valuation의 근거가 될 수 있다고 생각한다. ROE는 2012년 -1.6%에서 2013년 7.9%, 2014년 11.8%로 높아질 전망이다. 연간 순이익 5,000억원 달성이 가시화되면, 시가총액 6조원도 무리가 아닐 것이라 생각한다.

LG 유플러스 순이익 규모에 따른 배당 수준

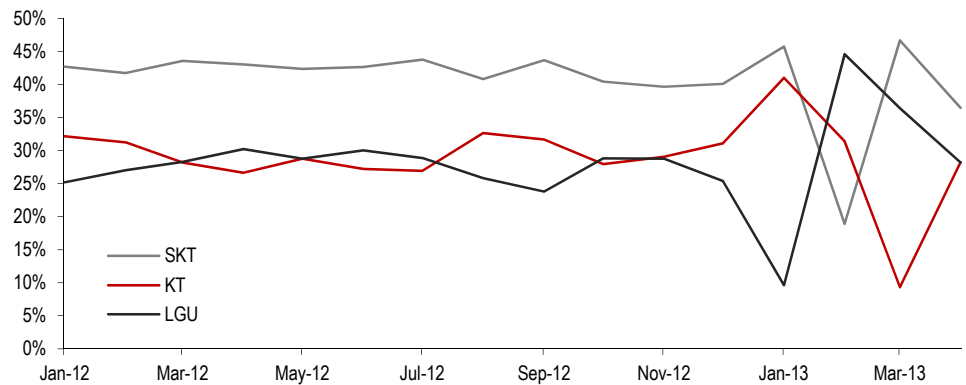
(단위: 억원, 원)

순이익(억원)	3,000	4,000	5,000
배당금(원)	200	300	350

자료: 동양증권 리서치센터

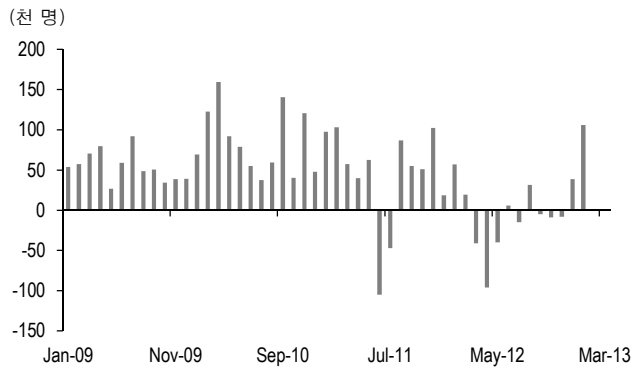
KT의 목표주가는 50,000원(PER 12배 적용)으로 상향 조정한다. KT의 목표 PER을 낮게 잡은 이유는 이익 증가율이 경쟁사에 못 미치고, 본업에서 투자자에게 증명해야 할 몇가지 모습이 남아 있기 때문이다. SK브로드밴드에 대해서는 목표주가 5,000원을 유지한다. 최근 들어 양사의 주가는 상대적으로 부진한 모습이 지속되고 있는데, 본업에서 경쟁사를 넘어서는 확고한 성적표를 보여주지 못함이라 생각된다. 예를 들면 KT의 경우 번호이동 M/S 부진이 지속되고 있다. 또한 이동통신 사업자의 망내외 무료 통화 경쟁으로 유선 전화 매출에 대한 우려가 당분간은 상존할 것이다. 아직은 유선전화 수요가 견조한 B2B 시장에서도 망내외 무료 통화 도입을 계기로 무선화가 진행될 것 인지에 대해서도 관찰이 필요하다. 또한 LTE Advanced 기술이 도입되는 9월 이후에는 브로드밴드 속도 기준으로 모바일이 유선을 앞세워진다. 초고속인터넷의 Cord cutting 가능성도 주시해야 한다.

이동전화 번호이동 M/S 추이



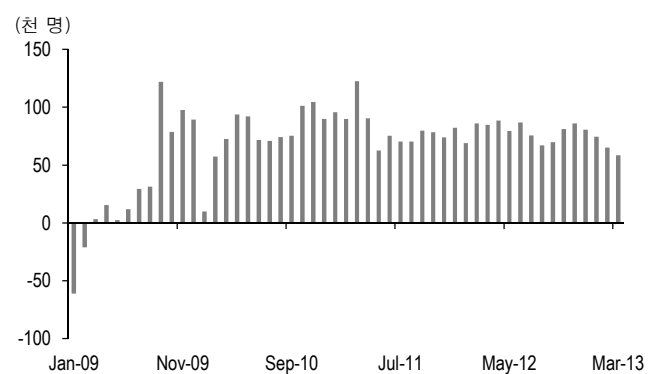
자료: KTOA, 동양증권 리서치센터

KT 이동전화 순증 추이



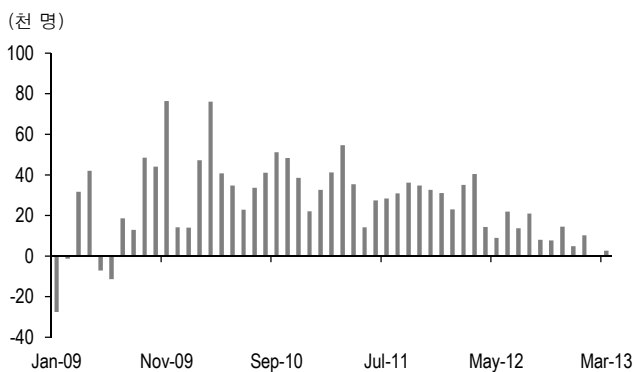
자료: 동양증권 리서치센터

KT IPTV 순증 추이



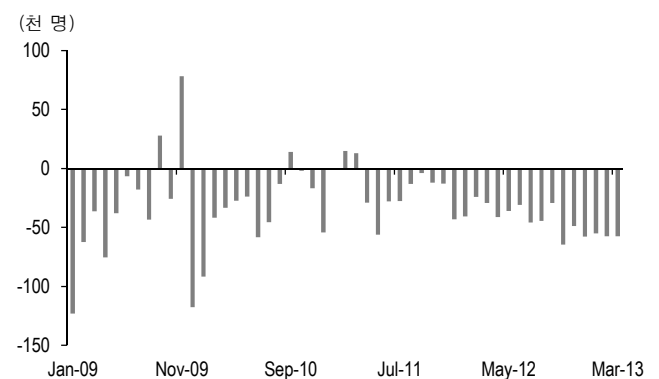
자료: 동양증권 리서치센터

KT 초고속인터넷 순증 추이



자료: 동양증권 리서치센터

KT 유선전화 순증 추이

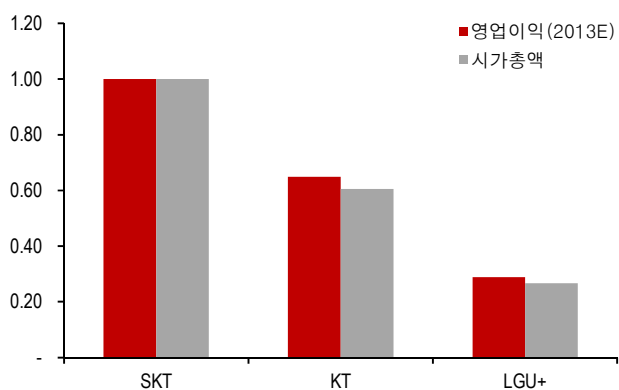


자료: 동양증권 리서치센터

다만 KT는 LTE 가입자 숫자가 회복되고 있고, Valuation 및 상대 주가수익률이 워낙 부진했다는 점에서 2분기 이후 상대수익률이 회복될 것으로 전망된다. 상대수익률 회복이라는 관점에서 2분기에는 KT도 관심권에 뒤야 할 것이다.

다음은 통신 3사의 영업이익 전망치와 현재 시가총액 비율을 비교해 본 수치이다. 주가 측면에서 LGU+가 많이 상승하긴 했지만, 2014년 영업이익 기준으로는 여전히 저평가된 상황으로 판단된다. 그만큼 이익 증가율이 높다는 점을 인식해야 한다.

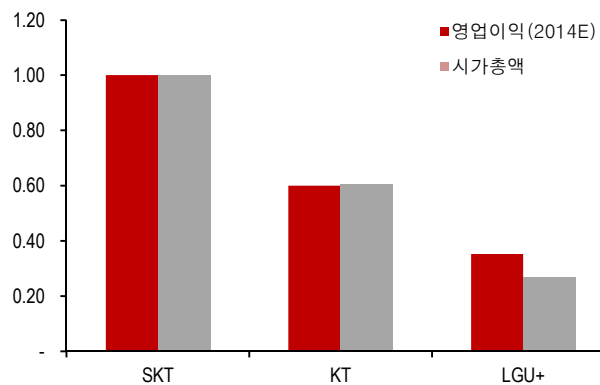
영업이익 VS 시가총액 비율 - 2013



자료: 동양증권 리서치센터

주 : SK 텔레콤을 1 로 가정. 시가총액은 4/26 일 기준

영업이익 VS 시가총액 비율 - 2014



자료: 동양증권 리서치센터

SK 텔레콤 (017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	159,265	163,005	178,651	185,504	189,310
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	159,265	163,005	178,651	185,504	189,310
판매비	136,309	145,403	157,579	161,877	165,213
영업이익	22,956	17,602	21,072	23,627	24,097
EBITDA	47,783	43,732	48,162	49,929	49,851
영업외손익	-549	-2,093	-1,518	-2,577	-2,384
외환관련손익	-37	-10	0	0	0
이자손익	-1,290	-3,124	-3,462	-3,271	-3,077
관계기업관련손익	-471	-243	1,655	1,655	1,655
기타	1,249	1,284	289	-961	-961
법인세비용차감전순이익	22,407	15,509	19,554	21,050	21,714
법인세비용	6,090	2,959	4,106	4,420	4,560
계속사업순이익	16,317	12,550	15,448	16,629	17,154
중단사업순이익	-497	-1,393	0	0	0
당기순이익	15,821	11,157	15,448	16,629	17,154
지배지분순이익	16,129	11,517	15,571	16,762	17,290
포괄순이익	11,910	7,961	15,448	16,629	17,154
지배지분포괄이익	12,066	8,516	15,571	16,762	17,291

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	61,175	52,944	69,194	86,381	103,510
현금및현금성자산	16,508	9,201	23,267	39,265	55,443
매출채권 및 기타채권	27,539	25,457	27,102	27,898	28,472
재고자산	2,196	2,421	2,564	2,642	2,697
비유동자산	182,486	203,011	197,373	192,524	188,225
유형자산	90,310	97,127	94,538	92,736	91,481
관계기업등 지분관련자산	13,846	46,325	43,161	39,997	36,834
기타투자자산	17,471	10,761	10,786	10,811	10,837
자산총계	243,660	255,956	266,567	278,904	291,735
유동부채	66,736	61,749	62,896	63,872	64,801
매입채무 및 기타채무	29,448	36,730	37,745	38,586	39,378
단기차입금	7,007	6,002	6,002	6,002	6,002
유동성장기부채	16,628	8,929	8,929	8,929	8,929
비유동부채	49,597	65,659	65,004	65,219	65,438
장기차입금	3,239	3,692	3,692	3,692	3,692
사채	32,290	49,792	49,792	49,792	49,792
부채총계	116,333	127,408	127,900	129,091	130,239
자본총계	127,327	128,548	138,667	149,814	161,496
지배지분	116,619	118,548	127,567	137,778	148,517
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
이익잉여금	116,425	121,247	130,266	140,477	151,215
비지배지분	10,708	10,000	11,099	12,036	12,980
자본총계	127,327	128,548	138,667	149,814	161,496
순차입금	29,847	53,380	39,191	23,068	6,762
총차입금	59,584	69,272	69,272	69,272	69,272

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	63,064	39,997	42,356	43,009	43,060
당기순이익	15,821	11,157	15,448	16,629	17,154
감가상각비	24,827	26,130	27,089	26,302	25,754
외환손익	44	5	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	-1,000	-1,000	-1,000
자산부채의 증감	21,802	2,043	-4,949	-4,862	-4,826
기타현금흐름	570	661	5,768	5,940	5,978
투자활동 현금흐름	-42,391	-53,096	-16,736	-16,433	-16,362
투자자산	-2,336	-30,517	3,164	3,164	3,164
유형자산 증가 (CAPEX)	-29,606	-33,943	-24,500	-24,500	-24,500
유형자산 감소	352	2,711	0	0	0
기타현금흐름	-10,801	8,653	4,601	4,904	4,974
재무활동 현금흐름	-10,793	5,853	-5,656	-5,555	-5,533
단기차입금	1,742	-614	0	0	0
사채 및 장기차입금	-3,572	12,485	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6,683	-6,551	-6,551	-6,551	-6,551
기타현금흐름	-2,280	533	895	996	1,018
연결범위변동 등 기타	34	-60	-5,899	-5,023	-4,986
현금의 증감	9,914	-7,307	14,066	15,998	16,179
기초 현금	6,594	16,508	9,201	23,267	39,265
기말 현금	16,508	9,201	23,267	39,265	55,443
NOPLAT	22,956	17,602	21,072	23,627	24,097
FCF	33,741	8,473	14,288	15,605	15,465

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,975	14,263	19,284	20,759	21,413
BPS	174,280	176,669	187,839	200,484	213,784
EBITDAPS	59,177	54,160	59,646	61,835	61,739
SPS	197,242	201,874	221,251	229,739	234,453
DPS	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400
PER	7.8	9.9	10.2	9.4	9.2
PBR	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.5	4.1	4.3	3.9	3.6
PSR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	2.6	2.3	9.6	3.8	2.1
영업이익 증가율 (%)	-10.7	-23.3	19.7	12.1	2.0
지배순이익 증가율 (%)	-12.4	-28.6	35.2	7.6	3.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	14.4	10.8	11.8	12.7	12.7
지배순이익률 (%)	10.1	7.1	8.7	9.0	9.1
EBITDA 마진 (%)	30.0	26.8	27.0	26.9	26.3
ROIC	13.2	11.0	12.7	14.4	14.9
ROA	6.8	4.6	6.0	6.1	6.1
ROE	14.0	9.8	12.7	12.6	12.1
부채비율 (%)	91.4	99.1	92.2	86.2	80.6
순차입금/자기자본 (%)	25.6	45.0	30.7	16.7	4.6
영업이익/금융비용 (배)	7.7	4.3	4.9	5.6	5.9

KT (030200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	212,720	237,904	250,482	254,512	255,192
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	212,720	237,904	250,482	254,512	255,192
판매비	195,236	225,765	236,801	240,344	241,523
영업이익	17,484	12,139	13,681	14,169	13,670
EBITDA	47,401	45,214	48,211	49,558	49,523
영업외손익	-1,450	2,086	1,416	1,406	1,396
외환관련손익	-670	2,649	-91	-91	-92
이자손익	-3,298	-2,637	-2,505	-2,515	-2,525
관계기업관련손익	-30	210	841	841	841
기타	2,547	1,864	3,172	3,172	3,172
법인세비용차감전순손익	16,034	14,225	15,097	15,575	15,065
법인세비용	3,159	2,795	3,321	3,426	3,314
계속사업순손익	12,874	11,430	11,776	12,148	11,751
중단사업순손익	1,646	-315	0	0	0
당기순이익	14,520	11,115	11,776	12,148	11,751
지배지분순이익	14,466	10,570	11,599	11,966	11,575
포괄순이익	14,597	9,980	6,206	6,578	6,181
지배지분포괄이익	13,964	9,375	6,113	6,479	6,088

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	97,907	104,828	107,237	110,425	113,868
현금및현금성자산	14,452	20,547	14,957	17,404	20,465
매출채권 및 기타채권	68,569	65,456	73,860	74,462	74,761
재고자산	6,747	9,349	8,859	8,913	8,909
비유동자산	222,948	239,967	244,772	247,724	250,215
유형자산	140,227	157,344	161,863	164,418	166,419
관계기업등 자본관련자산	5,292	4,108	4,784	5,460	6,135
기타투자자산	6,217	6,722	6,724	6,727	6,730
자산총계	320,854	344,795	352,010	358,149	364,083
유동부채	87,451	112,473	112,728	113,151	113,743
매입채무 및 기타채무	58,904	72,163	71,984	71,974	72,131
단기차입금	3,917	5,562	5,562	5,562	5,562
유동성장기부채	17,208	26,304	26,704	27,104	27,504
비유동부채	108,025	100,677	100,875	99,075	97,277
장기차입금	4,423	5,111	5,111	5,111	5,111
사채	84,439	77,256	77,256	75,256	73,256
부채총계	195,476	213,150	213,603	212,226	211,020
지배지분	117,042	123,092	129,803	136,895	143,595
자본금	15,645	15,645	15,645	15,645	15,645
자본잉여금	14,403	14,403	14,403	14,403	14,403
이익잉여금	102,196	106,464	113,189	120,280	126,980
비지배지분	8,336	8,553	8,603	9,028	9,468
자본총계	125,378	131,645	138,407	145,923	153,063
순차입금	94,296	88,813	94,762	90,673	85,971
총차입금	113,771	115,208	115,608	114,008	112,408

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	21,503	57,214	45,988	55,355	56,099
당기순이익	14,520	11,115	11,776	12,148	11,751
감가상각비	26,719	29,190	30,581	31,545	32,099
외환손익	792	-2,593	91	91	92
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-19,676	18,506	-4,311	3,614	4,234
기타현금흐름	-852	996	7,851	7,956	7,923
투자활동 현금흐름	-26,480	-38,444	-48,751	-48,408	-48,550
투자자산	-855	-112	-676	-676	-676
유형자산 증가 (CAPEX)	-32,083	-42,782	-35,100	-34,100	-34,100
유형자산 감소	5,943	16,762	0	0	0
기타현금흐름	516	-12,312	-12,976	-13,632	-13,774
재무활동 현금흐름	7,685	-12,665	-8,031	-9,847	-9,819
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	11,996	-3,216	400	-1,600	-1,600
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-5,952	-4,968	-4,976	-4,976	-4,976
기타현금흐름	1,641	-4,481	-3,455	-3,271	-3,243
연결범위변동 등 기타	127	-10	5,204	5,347	5,331
현금의 증감	2,835	6,095	-5,590	2,447	3,060
기초 현금	11,616	14,452	20,547	14,957	17,404
기말 현금	14,452	20,547	14,957	17,404	20,465
NOPLAT	17,484	12,139	13,681	14,169	13,670
FCF	-7,803	18,553	5,790	15,955	16,649

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,540	4,048	4,442	4,583	4,433
BPS	48,477	50,707	53,278	55,994	58,560
EBITDAPS	18,154	17,316	18,464	18,980	18,966
SPS	81,467	91,112	95,929	97,473	97,733
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
PER	6.9	8.2	8.1	7.9	8.1
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	4.7	11.8	5.3	1.6	0.3
영업이익 증가율 (%)	-12.9	-30.6	12.7	3.6	-3.5
지배순이익 증가율 (%)	11.6	-26.9	9.7	3.2	-3.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.2	5.1	5.5	5.6	5.4
지배순이익률 (%)	6.8	4.4	4.6	4.7	4.5
EBITDA 마진 (%)	22.3	19.0	19.2	19.5	19.4
ROIC	8.4	5.3	5.5	5.5	5.2
ROA	4.9	3.2	3.3	3.4	3.2
ROE	12.7	8.8	9.2	9.0	8.3
부채비율 (%)	155.9	161.9	154.3	145.4	137.9
순차입금/자본 (%)	80.6	72.2	73.0	66.2	59.9
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.7	4.0	4.2	4.0

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	91,864	109,046	116,377	123,098	127,659
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	91,864	109,046	116,377	123,098	127,659
판매비	89,071	107,779	110,289	114,775	117,639
영업이익	2,793	1,268	6,089	8,323	10,020
EBITDA	14,689	15,198	18,670	20,894	22,581
영업외손익	-1,108	-2,560	-2,274	-2,062	-1,903
외환관련손익	-8	11	-103	-103	-103
이자손익	-953	-1,429	-1,560	-1,388	-1,229
관계기업관련손익	12	7	0	0	0
기타	-159	-1,149	-611	-571	-571
법인세비용차감전순이익	1,685	-1,292	3,815	6,261	8,117
법인세비용	838	-696	763	1,252	1,623
계속사업순이익	847	-596	3,052	5,009	6,493
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	847	-596	3,052	5,009	6,493
지배지분순이익	846	-597	3,060	5,025	6,515
포괄순이익	623	-771	2,995	4,952	6,437
지배지분포괄이익	623	-771	3,001	4,963	6,452

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	26,232	25,729	28,812	34,300	40,585
현금및현금성자산	1,188	3,414	5,152	9,147	14,729
매출채권 및 기타채권	19,788	17,324	18,420	19,637	20,206
재고자산	3,722	3,464	3,686	3,950	4,071
비유동자산	84,253	85,158	87,488	87,829	88,180
유형자산	56,315	60,788	63,112	63,437	63,761
관계기업등 지분관련자산	121	126	129	131	133
기타투자자산	836	917	918	918	919
자산총계	110,485	110,887	116,300	122,129	128,766
유동부채	39,604	35,375	36,849	37,864	38,633
매입채무 및 기타채무	25,185	23,639	24,712	25,310	25,647
단기차입금	2,700	500	500	500	500
유동성장기부채	10,243	9,718	10,107	10,511	10,932
비유동부채	32,287	38,027	38,962	39,897	40,832
장기차입금	13,598	20,590	21,390	22,190	22,990
사채	12,363	11,965	12,057	12,150	12,242
부채총계	71,892	73,402	75,810	77,760	79,465
지배지분	38,577	37,468	40,472	44,349	49,279
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,366	8,366	8,366	8,366	8,366
이익잉여금	11,613	3,474	6,534	10,468	15,455
비지배지분	16	17	18	20	22
자본총계	38,594	37,485	40,490	44,368	49,301
순차입금	37,641	39,158	38,697	35,996	31,722
총차입금	39,169	42,975	44,256	45,553	46,865

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	2,976	18,747	18,081	19,271	21,258
당기순이익	847	-596	3,052	5,009	6,493
감가상각비	9,345	10,972	11,676	11,676	11,676
외환손익	6	-4	103	103	103
종속, 관계기업관련손익	-12	-7	0	0	0
자산부채의 증감	-10,731	4,405	556	-162	357
기타현금흐름	3,522	3,978	2,696	2,646	2,629
투자활동 현금흐름	-16,937	-19,856	-14,867	-12,872	-12,874
투자자산	-108	-33	-2	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-13,565	-19,458	-14,000	-12,000	-12,000
유형자산 감소	293	245	0	0	0
기타현금흐름	-3,557	-609	-865	-869	-871
재무활동 현금흐름	9,774	3,334	1,486	397	-27
단기차입금	451	-2,200	0	0	0
사채 및 장기차입금	10,626	5,654	1,281	1,297	1,313
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,514	-649	0	-1,092	-1,528
기타현금흐름	211	529	205	192	188
연결범위변동 등 기타	0	0	-2,962	-2,802	-2,775
현금의 증감	-4,187	2,225	1,739	3,994	5,583
기초 현금	5,375	1,188	3,414	5,152	9,147
기말 현금	1,188	3,414	5,152	9,147	14,729
NOPLAT	2,793	1,268	6,089	8,323	10,020
FCF	-10,997	-538	4,008	7,068	8,935

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	164	-122	701	1,151	1,492
BPS	7,837	8,582	9,270	10,158	11,287
EBITDAPS	2,853	3,111	4,276	4,786	5,172
SPS	17,845	22,322	26,655	28,194	29,239
DPS	150	0	250	350	450
PER	36.9	-53.9	14.0	8.5	6.6
PBR	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.7	4.7	4.4	3.8	3.3
PSR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	15.2	18.7	6.7	5.8	3.7
영업이익 증가율 (%)	116.0	-54.6	380.3	36.7	20.4
지배순이익 증가율 (%)	-85.1	-170.5	-612.8	64.2	29.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.0	1.2	5.2	6.8	7.8
지배순이익률 (%)	0.9	-0.5	2.6	4.1	5.1
EBITDA 마진 (%)	16.0	13.9	16.0	17.0	17.7
ROIC	2.4	0.9	7.2	9.6	11.4
ROA	0.9	-0.5	2.7	4.2	5.2
ROE	2.2	-1.6	7.9	11.8	13.9
부채비율 (%)	186.3	195.8	187.2	175.3	161.2
순차입금/자기자본 (%)	97.6	104.5	95.6	81.2	64.4
영업이익/금융비용 (배)	1.7	0.6	2.8	4.2	5.5

SK 브로드밴드 (033630) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	23,126	24,922	26,809	28,328	29,949
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	22,954	24,922	26,809	28,328	29,949
판매비	22,305	24,106	25,607	26,750	28,163
영업이익	821	816	1,202	1,578	1,786
EBITDA	5,364	5,558	5,758	6,122	6,321
영업외손익	-788	-589	-593	-595	-597
외환관련손익	-76	132	0	0	0
이자손익	-779	-572	-530	-532	-534
관계기업관련손익	-9	12	-7	-7	-7
기타	77	-161	-56	-56	-56
법인세비용차감전순이익	-142	226	609	983	1,189
법인세비용	0	1	0	0	0
계속사업순이익	-142	225	609	983	1,189
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-142	225	609	983	1,189
지배지분순이익	-142	225	609	983	1,189
포괄순이익	-218	174	455	829	1,035
지배지분포괄이익	-218	174	455	829	1,035

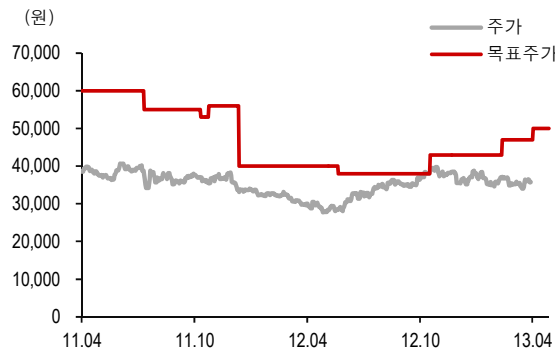
재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	8,985	6,848	11,673	12,844	14,212
현금및현금성자산	2,237	867	5,370	6,283	7,339
매출채권 및 기타채권	3,940	3,854	4,196	4,431	4,707
재고자산	273	408	367	376	397
비유동자산	24,970	23,944	23,964	23,997	24,039
유형자산	20,956	20,565	20,510	20,466	20,431
관계기업등 지분관련자산	216	228	275	322	369
기타투자자산	407	382	383	384	385
자산총계	33,955	30,792	35,637	36,841	38,251
유동부채	16,361	9,070	13,156	13,225	13,295
매입채무 및 기타채무	4,899	4,438	8,523	8,591	8,660
단기차입금	5,112	2,702	2,702	2,702	2,702
유동성장기부채	6,183	1,798	1,798	1,798	1,798
비유동부채	6,663	10,616	10,921	11,226	11,531
장기차입금	250	209	209	209	209
사채	5,381	9,572	9,872	10,172	10,472
부채총계	23,024	19,686	24,077	24,451	24,826
지배지분	10,931	11,105	11,560	12,389	13,424
자본금	14,798	14,798	14,798	14,798	14,798
자본잉여금	3,061	3,064	3,064	3,064	3,064
이익잉여금	-7,055	-6,839	-6,229	-5,246	-4,057
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	10,931	11,105	11,560	12,389	13,424
순차입금	12,839	12,074	7,859	7,233	6,464
총차입금	17,346	14,502	14,802	15,102	15,402

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	3,911	3,758	9,220	5,606	5,744
당기순이익	-142	225	609	983	1,189
감가상각비	4,718	4,742	4,556	4,544	4,534
외환손익	75	-133	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	9	-12	7	7	7
자산부채의 증감	-904	-1,630	3,555	-422	-481
기타현금흐름	155	566	494	494	495
투자활동 현금흐름	-2,995	-2,880	-4,007	-3,963	-3,953
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,042	-3,250	-4,500	-4,500	-4,500
유형자산 감소	248	85	0	0	0
기타현금흐름	-201	285	493	537	547
재무활동 현금흐름	1,273	-2,248	299	299	299
단기차입금	975	-2,410	0	0	0
사채 및 장기차입금	298	162	300	300	300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-1	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	-1,009	-1,029	-1,034
현금의 증감	2,190	-1,370	4,503	913	1,056
기초 현금	47	2,237	867	5,370	6,283
기말 현금	2,237	867	5,370	6,283	7,339
NOPLAT	646	816	1,202	1,578	1,786
FCF	1,418	673	4,813	1,201	1,340

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	-48	76	206	332	402
BPS	3,694	3,752	3,906	4,186	4,536
EBITDAPS	1,813	1,878	1,946	2,069	2,136
SPS	7,814	8,421	9,058	9,572	10,119
DPS	0	0	0	0	0
PER	-86.7	46.5	24.9	15.4	12.8
PBR	1.1	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.7	4.1	4.0	3.7	3.4
PSR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	8.2	7.8	7.6	5.7	5.7
영업이익 증가율 (%)	-386.2	26.2	47.4	31.3	13.2
지배순이익 증가율 (%)	-88.2	-258.7	170.8	61.4	20.9
매출총이익률 (%)	99.3	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	2.8	3.3	4.5	5.6	6.0
지배순이익률 (%)	-0.6	0.9	2.3	3.5	4.0
EBITDA 마진 (%)	23.2	22.3	21.5	21.6	21.1
ROIC	2.9	3.7	5.9	8.6	9.6
ROA	-0.4	0.7	1.8	2.7	3.2
ROE	-1.3	2.0	5.4	8.2	9.2
부채비율 (%)	210.6	177.3	208.3	197.4	184.9
순차입금/자기자본 (%)	117.5	108.7	68.0	58.4	48.2
영업이익/금융비용 (배)	0.7	1.1	1.7	2.3	2.6

KT (030200) 투자등급 및 목표주가 추이



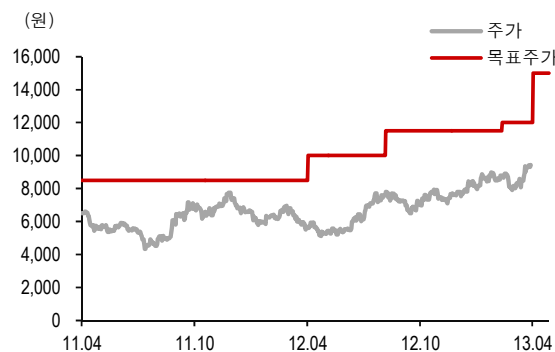
날짜	투자의견	목표주가
2013-04-30	BUY	50,000
2013-04-12	BUY	47,000
2013-04-01	BUY	47,000
2013-03-22	BUY	47,000
2013-03-11	BUY	47,000
2013-02-04	BUY	43,000
2013-01-28	BUY	43,000
2013-01-18	BUY	43,000
2013-01-08	BUY	43,000
2012-11-14	BUY	43,000

자료: 동양증권

- 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.
- 자료공표일 현재 당사는 KT 종목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 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.

LG 유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



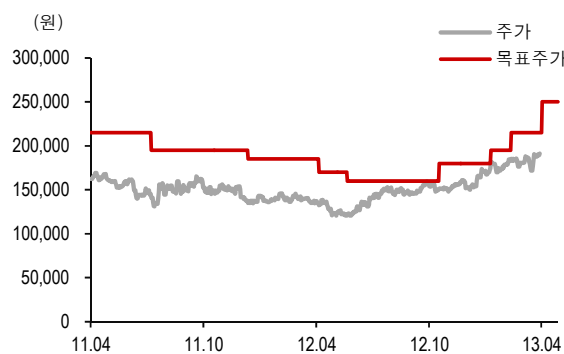
날짜	투자의견	목표주가
2013-04-30	BUY	15,000
2013-04-15	BUY	12,000
2013-04-12	BUY	12,000
2013-04-01	BUY	12,000
2013-03-22	BUY	12,000
2013-03-11	BUY	12,000
2013-01-31	BUY	11,500
2013-01-28	BUY	11,500
2013-01-17	BUY	11,500
2013-01-08	BUY	11,500

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최남근)
- 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 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 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.

SK 텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



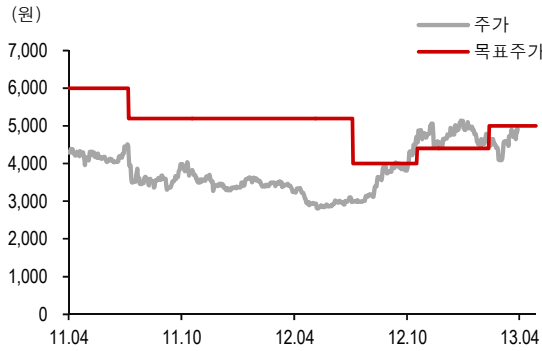
날짜	투자의견	목표주가
2013-04-30	BUY	250,000
2013-04-22	BUY	215,000
2013-04-12	BUY	215,000
2013-04-01	BUY	215,000
2013-03-22	BUY	215,000
2013-03-11	BUY	215,000
2013-02-06	BUY	195,000
2013-01-28	BUY	180,000
2013-01-17	BUY	180,000
2013-01-08	BUY	180,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최남근)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 SK 텔레콤종목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 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.

SK 브로드밴드 (033630) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-04-30	HOLD	5,000
2013-04-01	HOLD	5,000
2013-03-11	HOLD	5,000
2013-01-08	HOLD	4,400
2012-11-14	HOLD	4,400
2012-10-02	HOLD	4,000
2012-08-02	HOLD	4,000
2012-05-09	HOLD	5,200
2012-04-03	HOLD	5,200
2012-03-05	HOLD	5,200

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최남권)
- 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 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 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.