

# 통신서비스

## 상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

### 비중확대 (Initiate)

Industry Report  
2013. 6. 11

문지현  
02-768-3615  
jeehyun.moon@dwsec.com

#### 상시 접속의 시대, 통신서비스 지평의 확대

지금 우리는 '소유의 종말' 이후의 '새로운 디지털 시대'로 접어들고 있다. 사람들은 소유하는 형태인 '다운로드'보다는 일시적으로 접속해서 즐기는 '스트리밍'에 익숙해졌다. '일시 접속'에서 진화해 '상시 고속 접속'이 일상이 되었다. 커뮤니케이션의 질적 변화로 인해 통신서비스 업종의 성장성이 발견되는 또 하나의 변곡점이 바로 지금이다.

통신 네트워크 상에서 사람들이 '트래픽'을 발생시킴과 동시에 '데이터'를 생성하고 있는 것에도 주목된다. 통신서비스 기업들은 망 제공 사업자 및 간단한 데이터 통신 사업자 정도의 위상에서, 사용자의 경험을 기반으로 한 종합서비스를 제공하는 사업자로 진보하고 있다.

#### 배당과 실적의 동시 플레이가 가능해졌다!

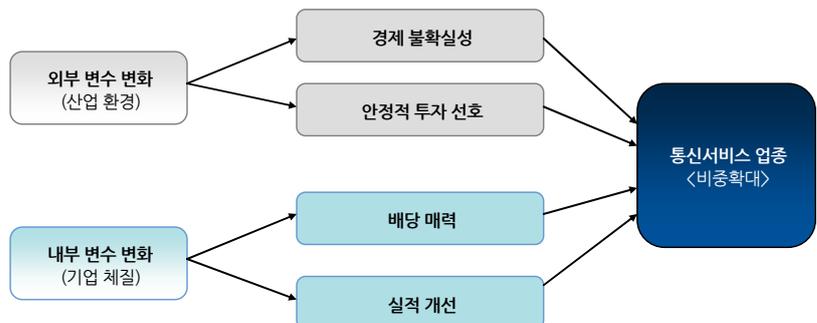
통신서비스 기업의 체질과 밀접한 내부 변수의 변화가 긍정적이다. 배당 매력력이 유지된 상황에서 실적 개선 모멘텀이 추가되면서 투자 매력도가 증가하고 있다. LTE 가입자 수 및 ARPU의 성장 추세를 기반으로 통신사업의 실적 개선과 Valuation 재평가가 동시에 진행되고 있다. 비통신 및 신규 사업 부문의 수익 기여도도 개선될 전망이다.

산업 환경과 관련된 외부 변수들도 통신서비스 업종에 대한 투자 관심을 증대시키고 있다. 경제의 불확실성이 대두되고, 저성장 및 저금리 추세가 지속되고 있다. 통신서비스 업종의 가입자 기반의 안정적인 사업 성격, 지속적인 배당 성향 등에 대한 재평가가 진행 중이다.

#### 한국 통신서비스 업종 '비중확대' 의견, Top Pick은 LG유플러스와 SK텔레콤 제시

한국 통신서비스 업종에 대해 투자 의견 '비중확대'를 제시하며 커버리지를 개시한다. 사용자당 매출액, 즉 ARPU와 통신 업종 지수의 추이는 장기적으로 거의 유사하게 동행하고 있다. ARPU의 성장세는 하반기에도 지속될 전망이다. 통신서비스 기업 입장에서는 요금제 및 마케팅 전략 등으로 ARPU를 조절할 수 있는 여력이 생기고 있다고 판단된다. Top Pick은 실적 및 배당을 고려하여 LG유플러스(032640/매수)와 SK텔레콤(017670/매수)을 제시한다.

#### 한국 통신서비스 업종 투자의견 '비중 확대'



자료: KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

## C O N T E N T S

<b>Investment Summary</b>	<b>3</b>
1. 통신서비스 업종 ‘비중확대’ 투자 의견 제시	3
2. Top Picks: 두 마리 토끼, 배당과 실적을 잡을 수 있는 종목!	4
<b>통신서비스 산업 분석</b>	<b>5</b>
1. 통신서비스의 성격: 상시 접속의 시대!	5
2. 통신서비스 업종의 결정 변수	11
3. LTE 시대	19
<b>통신서비스 산업 전망</b>	<b>23</b>
1. 구조적인 개선 가능성	23
2. 안정적인 사업 성격 부각	33
3. 비통신 및 신규 사업의 수익 기여 본격화	35
4. 재무 분석 및 전망	44
5. 통신서비스 산업의 리스크 점검	45
<b>통신서비스 산업 이슈</b>	<b>46</b>
1. 유통 패러다임의 변화	47
2. 요금 체계	52
3. 정부 규제 및 정책 방향	63
<b>투자 전략</b>	<b>71</b>
1. 통신서비스 업종 ‘비중확대’	71
2. 통신주 배당의 재평가	72
<b>Valuation</b>	<b>77</b>
1. Valuation 사례 분석	77
2. 글로벌 통신서비스 기업의 Valuation 수준 및 비교	81
<b>[부록] 통신서비스 산업 주요 용어</b>	<b>83</b>
<b>Top Picks 및 관심종목</b>	<b>84</b>
LG유플러스 (032640)	85
SK텔레콤 (017670)	94
KT (030200)	103
SK브로드밴드 (033630)	113

# Investment Summary

## 1. 통신서비스 업종 '비중확대' 투자의견 제시

한국 통신서비스 업종에 대해 투자의견 '비중확대'를 제시하며 커버리지를 개시한다.

**기업 체질과 관련된 내부 변수의 상황이 우호적이다.** 배당 매력에 유지된 상황에서 실적 개선 모멘텀이 추가되면서 투자 매력도가 증가하고 있다. LTE 가입자 및 ARPU 추세, 정부의 규제 환경 등으로 통신 사업의 실적 개선과 Valuation 재평가가 동시에 진행되고 있다. 비통신 및 신규 사업 부문의 수익 기여도도 개선될 전망이다.

**산업 환경과 관련된 외부 변수들도 통신서비스 업종에 대한 투자 관심을 증대시키고 있다.** 경제의 불확실성이 대두되고, 저성장 및 저금리 추세가 지속되고 있다. 가입자 기반의 안정적인 비즈니스, 배당 성향 등 통신서비스 업종의 특성에 대한 재평가가 진행 중이다.

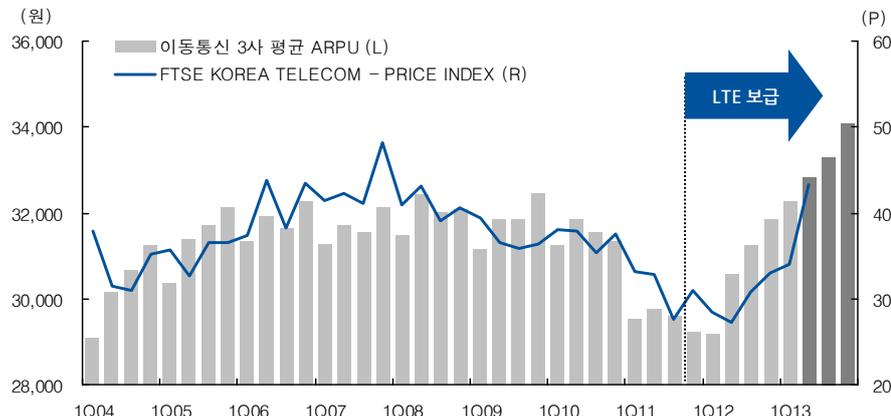
통신서비스 업종의 대상 시장은 내수 소비자 시장이다. 이동통신 보급률이 100%를 상회한 상황으로 양적 지표인 가입자의 성장 여력은 제한적이다. 현재는 LTE(Long-Term Evolution)라는 4G, 새로운 통신서비스 기술이 등장해 가입자의 기술 세대 간 이동이 일어나고 있다. 이러한 역동성으로 인해 LTE 가입자 수 등 양적 지표가 업종의 단기 변수로 작용했다. 그러나 LTE의 초기 보급 시기가 지나면서 양적 지표는 주가의 추가적인 동력으로 장기적으로 작용하기는 어려울 것으로 판단된다.

통신서비스 업종의 장기 결정 변수로는 **사용자당 매출액, ARPU (Average Revenue Per User)에 주목**하고 있다. ARPU와 통신 업종 지수의 추이를 장기적으로 살펴보면, 거의 유사하게 동행하고 있는 것으로 파악된다. 현재 4G 가입자의 데이터 사용량은 증가 추세이다. **상시 접속 상태가 기본인 새로운 디지털 시대에서는 소비자의 모바일 데이터 사용이 필수**가 되고 있다. 대용량 고품질의 콘텐츠 및 서비스의 등장도 하드웨어와 네트워크의 진화 속에서 지속될 전망이다.

통신서비스 기업 입장에서는 **요금제 및 마케팅 전략 등으로 ARPU를 조절할 수 있는 여력이 있다고** 판단된다. 과거 3G 스마트폰의 보급 시기는 모바일 데이터 시대의 원형(Prototype)으로서, 기업들은 요금제 및 마케팅 전략 등의 베타 모델을 적용했던 시기라고 해석된다. **불완전한 제품/서비스의 경우 초기 단계에 나오는 피드백이 결국 더 좋은 결과를 낼 수 있다.** 3G 시절의 데이터 이용 단가 산정, 무제한 요금제 도입, 주파수 경매, 음성통화 매출 하락 등의 다양한 경험, 소비자 및 정부로부터의 피드백 등이 쌓여있는 상황이다. 이러한 경험 기반 위에서 국내 통신 기업들은 마케팅 및 요금제 전략 구사 등으로 데이터 시대의 ARPU 상승을 촉진하고 있다.

통신서비스 업종의  
장기 결정 변수는  
질적 변수인 ARPU!

그림 1. 통신서비스 업종의 결정 변수와 주가 추이: 10년간 ARPU와 FTSE Korea Telecom 지수



주: ARPU(Average Revenue Per User)는 SK텔레콤, KT, LG유플러스 청구 기준 월간치 평균, 2Q13부터는 추정치  
자료: 각 사, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

## 2. Top Picks: 두 마리 토끼, 배당과 실적을 잡을 수 있는 종목!

통신서비스 업종 내에서도 배당과 실적 모멘텀이 동시에 부각되는 종목에 주목할 필요성이 있다. 국내 통신주는 배당 매력에 유지된 상황에서 실적 개선 모멘텀이 더해지고 있다. Top Picks는 LG유플러스와 SK텔레콤, KT이다. 업종 내 투자 매력도는 LG유플러스 > SK텔레콤 > KT > SK브로드밴드 순이다.

LG유플러스는 기업의 체질 개선 추세에 배당 매력까지 겸비되고 있다. 올해 순이익은 연간 흑자 전환이 예상된다. 가장 핵심 사업인 무선 통신 부문이 업종 내에서도 선행적으로 체질이 개선되는 모습이다. 유선 통신 부문도 미디어 결합 판매의 증가로 점유율이 상승하고 있다. 기업의 양적 변수인 LTE 가입자 수가 가장 빠르게 증가했고, 이제는 질적 변수인 ARPU의 성장성이 부각되고 있다. 작년과 달리 연말에 배당도 지급될 예정이다.

SK텔레콤은 실적 개선 폭과 높은 배당수익률이 돋보인다. 기존의 무선 통신 시장 내 지배력이 무선 LTE 시장 및 유선 미디어 시장에 과급되는 모양새다. 본사의 통신 사업은 LTE 가입자 비중이 점진적으로 상승하면서 실적 개선이 진행되고 있다. SK하이닉스 등 주요 자회사의 이익 기여도가 커지면서 작년 대비 순이익의 개선 폭이 커질 전망이다.

KT는 안정적인 실적 개선 추이와 가장 높은 배당수익률 지표를 나타내고 있다. 무선 LTE 시장 진입이 가장 늦어 상대적으로 느린 ARPU 개선 추이를 기록 중이다. 그러나 향후 LTE 가입자의 비중 증가 및 유선 미디어 부문의 수익성 증대 등으로 실적 개선 속도는 좀더 빨라질 가능성이 높다.

SK브로드밴드는 SK텔레콤 그룹 내 포지셔닝 향상 및 결합 마케팅 증가 등으로 영업실적 및 재무상태가 개선되고 있다. 방송의 디지털 전환 과정 및 무선통신의 LTE 보급 등이 맞물리면서 기존에 보유했던 IPTV의 성장성이 보강되고 있는 점이 긍정적이다.

하반기로 접어들수록 배당에 대한 관심은 더욱 증대될 것이다. 또한 투자자의 인식 전환으로 배당수익률이 높은 통신주는 장기적인 투자 대상으로도 자리매김되고 있다. 현재 주요 통신 3사 모두 배당 실시를 예정하고 있다. 배당수익률은 확정 배당 금액을 발표한 KT와 SK텔레콤이 4~5%대를 기록 중이며, LG유플러스는 배당성향 30% 예상 기준 2%대로 추정된다. SK브로드밴드는 재무 상태 개선이 진행중으로, 올해 배당은 실시하지 않을 전망이다.

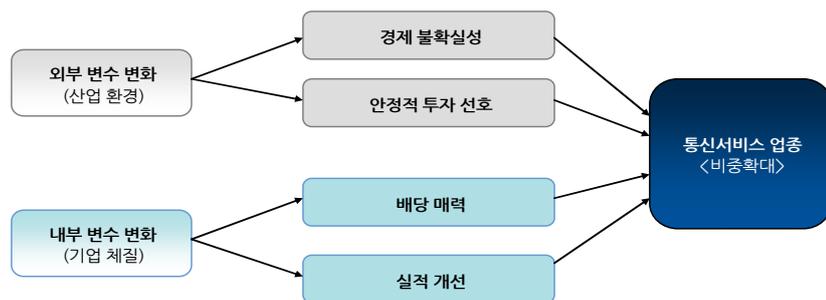
표 1. 통신서비스 업종 내 주요 종목의 투자 의견

(원, %, 배)

종목명	코드번호	투자의견	목표주가	상승여력	P/E	P/B	EV/EBITDA	EPS성장률	ROE	배당수익률
LG유플러스	032640	매수	15,000	29.3	15.4	1.5	4.4	흑전	8.4	2.2
SK텔레콤	017670	매수	270,000	28.0	10.0	1.7	5.0	47.8	14.0	4.5
KT	030200	매수	50,000	31.1	8.1	0.9	3.9	15.8	9.7	5.2
SK브로드밴드	033630	Trading Buy	6,000	21.3	19.5	1.5	4.0	233.6	6.6	0.0

주: 목표주가는 12개월 기준, Valuation 지표는 2013년 예상치 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 통신서비스 업종 투자이견 '비중확대'



자료: KDB대우증권 리서치센터

## 통신서비스 산업 분석

### 1. 통신서비스의 성격: 상시 접속의 시대!

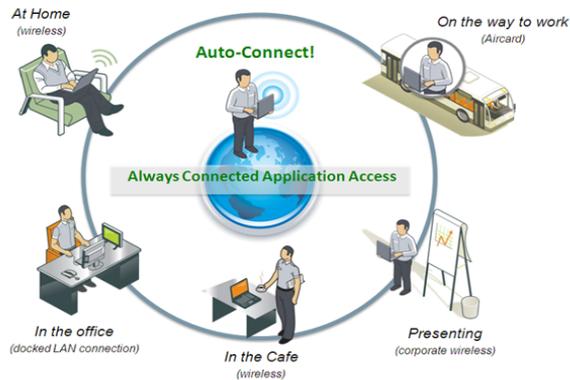
#### ■ '소유의 종말'에서 '새로운 디지털 시대'로 진행 중

2000년 미래학자 제러미 리프킨은 '소유의 종말 (The Age of Access)'에서 소유의 시대는 가고 시간과 체험의 상품화가 진행될 것이라고 예견했다. 자본주의 경제 초/중기에는 '소유'라는 개념이 주목 받았다. 산업화가 진행되면서 자본을 소유해 축적해서 생산을 늘리는 것이 중요했다. 그러나 리프킨은 21세기에는 '소유'보다는 '얼마나 '공유'하고 '연결'할 수 있는지가 더 중요해진다고 생각했다. 사람들은 영구적으로 소유하기보다는 일시적으로 접속하기를 더 선호하게 된다는 것이다.

2013년 구글 회장 에릭 슈미트는 '새로운 디지털 시대 (The New Digital Age)'에서 광섬유 케이블을 통해 나오는 데이터의 양이 약 9개월마다 2배로 늘어난다는 포토닉스 (Photonics) 법칙을 언급한다. 커뮤니케이션 기술의 진화가 가상 세계의 가능성을 폭발적으로 성장시키고 있다는 것이다. 기술, 산업, 문화, 사회 등 다방면에서 사람들은 혁신의 기회와 도전에 직면하고 있다고 지적하고 있다.

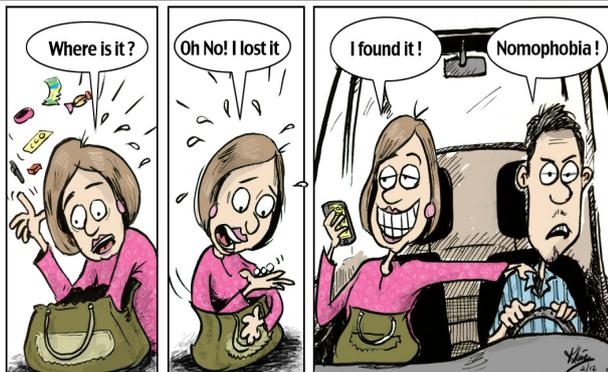
통신서비스 산업 관점에서 볼 때도 실제로 사람들은 소유하는 형태인 '다운로드'보다는 일시적으로 접속해서 즐기는 '스트리밍'에 익숙해졌다. 이제 음성통화 등의 단발성 커뮤니케이션 형태보다는 항상 접속된 온라인 상태에서 언제든지 대화를 하고 실시간 업데이트를 하는 것을 당연하게 여긴다. '일시 접속'에서 진화해 '상시 접속'의 시대로 접어들고 있다. '트래픽'의 양과 '데이터'의 질이 네트워크에서 결정된다. 커뮤니케이션이 질적으로 달라지면서 성장의 계기가 보이는 또 하나의 변곡점이 도래하고 있다.

그림 3. 상시 접속의 시대!



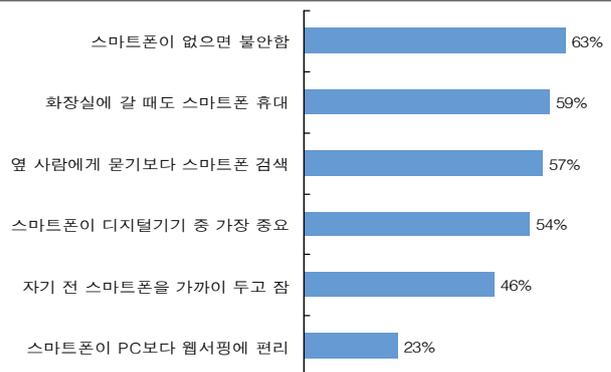
자료: DevCentral

그림 4. 노모포비아(Nomophobia)에 시달리는 현대인



주: Nomophobia는 no-mobile-phone-phobia의 준말, the fear of being without mobile phone contact, 자료: Cuboiart

그림 5. 국내 스마트폰 이용자 설문조사



주: 2012년 국내 전국 만 19~44세 성인남녀 1,000명을 대상으로 조사, 자료: Trendmonitor, KDB대우증권 리서치센터

■ 인간의 공간성 극복 → 네트워크 효과 중요성 증대 → 통신비 주목도 지속

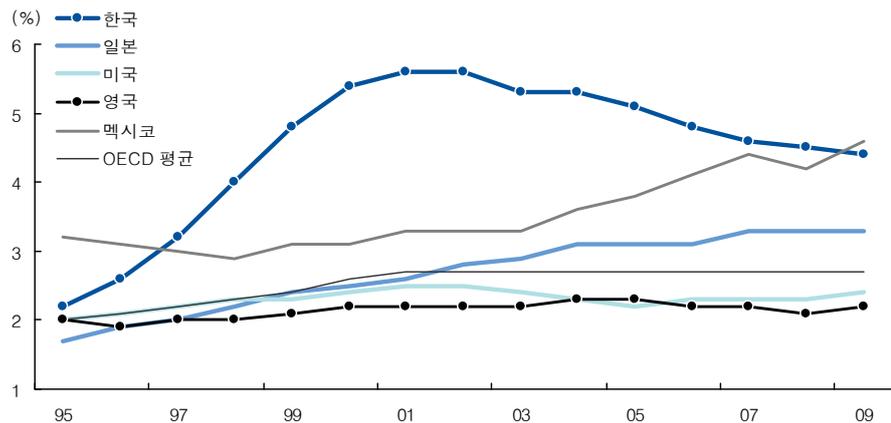
통신서비스는 인간의 공간성을 기술적으로 극복해준다. 인터넷이 발달함에 따라 ‘상호연결성’이 생기고 있고 경제의 네트워크 효과가 더욱 중요해지고 있다. 이러한 추세 속에서 통신 비용에 대한 정부 및 소비자의 관심은 더욱 커지고 있는 것이 현실이다.

가계 지출 내 통신비 비중은 실제로 점진적으로 증가해왔다. 동일한 기준에서 살펴보기 위해 OECD 통계 자료를 살펴보았다. 한국과 멕시코, 일본 등 국가의 가계 지출 내 통신비 비중은 OECD 평균치 대비 높은 편이다. 미국과 영국의 경우에는 평균보다 낮지만 점진적으로 그 비중이 상승하고 있다.

멕시코의 경우는 통신서비스 산업이 수십 년 동안 독점 상태였던 것이 가파른 통신비 상승을 불러일으켰다. 이에 대한 OECD와 멕시코 정치권의 비판이 고조되었다. 이윽고 2013년 4월, 멕시코 국회는 통신 산업 혁신 법안 (Telecoms Reform Bill)을 통과시켰다. 멕시코 정부는 통신서비스 산업의 경쟁과 독점 종료를 보장할 수 있는 권한을 가지게 될 전망이다.

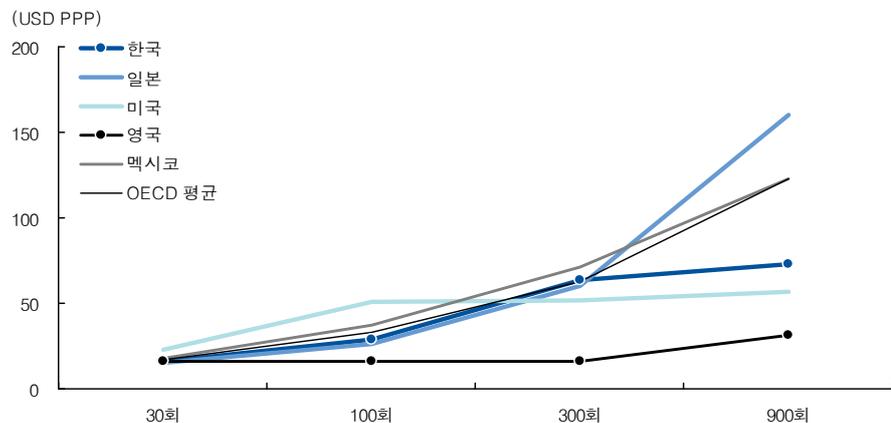
한국의 경우는 가계 지출 내 통신비 비중이 2001년도에 정점에 도달한 이후 점진적인 하락 추세에 있다. 실제로 2000년대 초반부터 정부의 통신비 인하 압력이 가시화되었다. 국내 통신서비스 기업들은 음성의 초당 과금 적용, 인터넷 전화 도입, 이동통신 가입비 인하, 3G 기술 도입시 무선인터넷 데이터 단가 인하, 기업 간의 마케팅 경쟁 등을 겪으면서 매출이 둔화되어 왔다.

그림 6. OECD 내 가계 지출 내 통신비 비중 비교



주: 1인당 국민소득 - 한국 2만불, 일본과 미국은 4만불, 영국은 3천7백불, 멕시코는 9천불 수준  
자료: OECD Communication Outlook (2011), KDB대우증권 리서치센터

그림 7. OECD 내 이동통신 통화요금 수준 비교



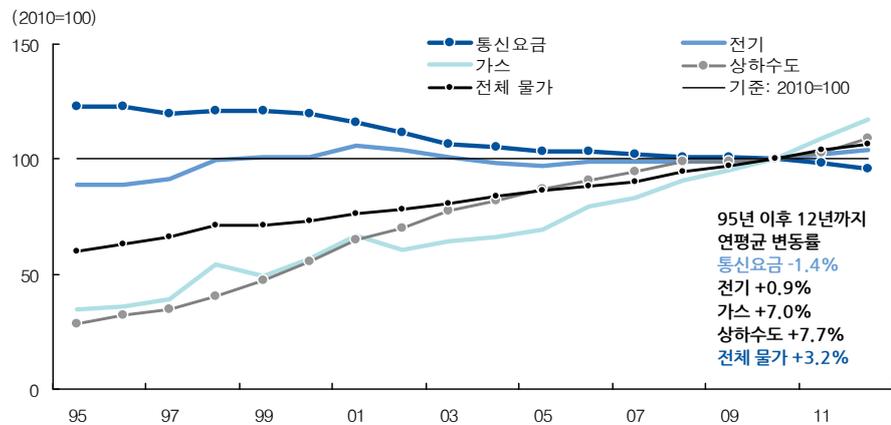
주: 통화 횟수에 따른 평균 요금 수준, 2010년 8월 기준,  
자료: OECD (2011), KDB대우증권 리서치센터

과거 한국의 가계 지출 내 통신비 비중의 상승세는 대체로 요금 인상보다는 사용량 자체의 증가에 기인한 것으로 해석된다. 국내 물가 지수 추이를 1995년 이래로 살펴보면, **통신요금 수준은 연평균 1.4% 하락**해 온 것으로 나타난다. 전기, 가스, 상하수도 등의 소비 가격이 꾸준히 상승한 것과 대조된다.

한편 한국 경제의 가계 부채 증가에 대한 우려가 많다. 가계 연체율과 신용카드 연체율 등이 상승 추세이다. 이러한 상황 속에서 **통신비 체납률은 오히려 점진적으로 하락**하고 있다. 현대인의 생활에 있어 통신서비스 사용의 필요성이 증대되고 있는 것으로 해석된다. 기업들은 통신비 자동이체 등의 지불 구조 안착, 서비스 간 결합 확대 등의 노력들로 체납 및 해지를 구조적으로 낮추어 왔다.

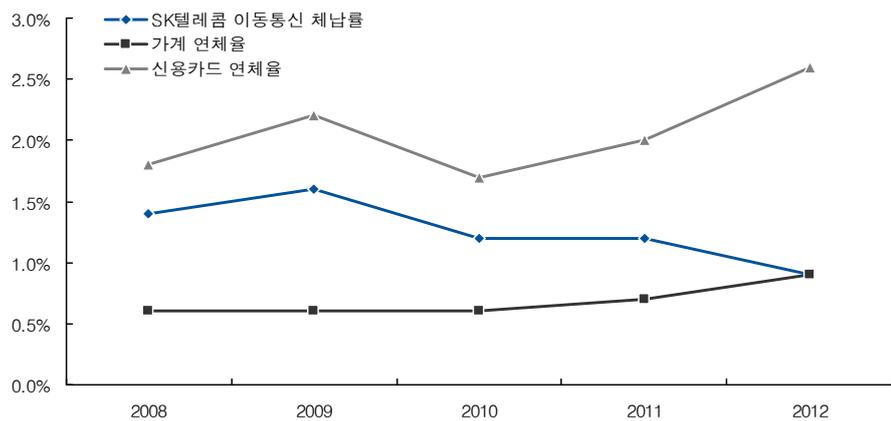
통신서비스 제반 여건들의 변화에 따라 소비자 및 규제당국 입장에서는 **1) 양질의 통신서비스에 대한 합당한 대가 감내 및 2) 통신비 인하 요구라는 상반된 관점들이 동시에 제기되고 있는 시점**이다.

그림 8. 한국 물가 지수 추이 비교



주: 2010년 수준을 기준으로 100으로 설정,  
자료: 통계청, 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 가계부채 부담 가운데 통신비 체납률은 점진적 하락세



주: 연간 평균치 기준,  
자료: SK텔레콤, 금융통계정보시스템, KDB대우증권 리서치센터

■ 정치와 문화의 매개체 → 정책 변수의 중요성

통신 네트워크 기술의 발달은 정치와 문화의 변화를 촉진해왔다. 기술의 발전은 항상 사회의 변혁을 일으키게 되는 기반이자 계기로 작용해 왔다. 이러한 특징으로 인해 통신서비스 업종은 정책 변수가 더욱 중요하게 작용되는 필연성이 있다.

**전화 모델** 및 새롭데이터맨 등의 등장으로 PC통신의 시대가 열렸다. ID라는 실명이 아닌 가상의 별명이 사용되기 시작했다. 각지에 묻혀있던 소위 ‘재야의 고수’들이 등장해 동호회들이 우후죽순 생겨났다. 텍스트에 기반한 커뮤니케이션이 위주였다. ‘번개’, ‘어썬’, ‘방가’, ‘그림 20000’ 등의 은어도 유행했다. 영화 ‘접속’이 흥행하며 ‘PC통신’은 확실한 문화 현상으로 자리잡았다.

**초고속 인터넷의 보급**은 인터넷 문화의 파급력을 더욱 확산시켰다. 디지털 카메라가 보급되면서 사진 등 이미지에 기반한 커뮤니케이션이 태동했다. 온라인 커뮤니티, 포털, 게시판, 홈페이지, 블로그, 온라인 게임 등 인터넷의 주요 서비스들이 형성되고 발달했다. 실시간 반응이 가능할 정도로 속도가 증진되면서 인터넷 여론 및 디지털 콘텐츠의 영향력도 커졌다. 다운로드 속도 및 공유 기능 확산으로 P2P나 웹하드 등의 불법 시장이 생기면서 콘텐츠 시장의 파괴적 혁신도 일어났다.

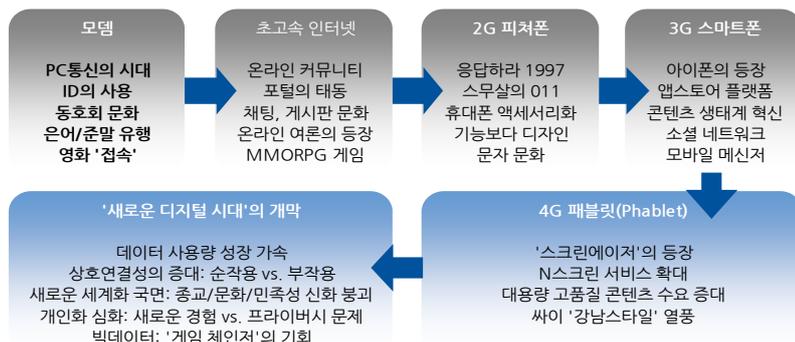
무선 통신 면에서는 **2G 피쳐폰 시대**부터 살펴볼 수 있다. 하드웨어의 기능과 네트워크의 속도가 제한적인 상황에서 그에 준하는 문화 현상이 유행했다. 개인화된 기기 및 서비스의 태동 시기라고 볼 수 있다. ‘스무살의 011’처럼 가구 단위가 아닌 개별 소비자를 타겟팅한 브랜딩이 시작되었다. 휴대폰의 기능이 몇 가지 피쳐(feature)로 제한된 상황이었으므로, 제조사들은 디자인을 다양화시켜 교체 수요를 발생시키는 전략을 사용했다. 핸드폰의 액세서리화가 진행되었다.

**3G 스마트폰** 시대에서는 ‘아이폰’의 등장으로 촉약할 수 있다. ‘앱스토어’라는 플랫폼이 등장하면서 기존의 폐쇄적인 디지털 콘텐츠 생태계가 파괴되고 개방형 생태계가 등장했다. 글로벌 소셜네트워크 서비스가 확산되었다. 국내 위주로 머물렀던 커뮤니티가 세계로 개방되고 연결되었다. 뉴스나 루머의 확산 속도도 가속화되었다. 빠른 무선 인터넷 속도가 구현됨에 따라 모바일 메신저가 유행하면서 기존의 문자/음성 매출 구조가 악화되었다. 디지털 콘텐츠 면에서는 음원 스트리밍 시장이 형성되었다.

**4G 패블릿** 시대에서는 빠른 다운로드 속도와 좀더 커진 화면이 구현되었다. 이러한 여건 속에서 유선 상에서 즐기던 콘텐츠와 서비스가 무선 상에서도 이용이 가능하게 되었다. 대용량 고품질의 전송이 무선에서 가능해짐에 따라 영상 서비스 및 콘텐츠의 공급 및 수요가 활성화되고 있다. 싸이의 ‘강남스타일’의 열풍은 모바일 상의 유튜브 트래픽이 늘어난 것과 무관치 않다.

‘새로운 디지털 시대’가 개막되고 있는 시점이다. 데이터 사용량의 성장이 가속화되고 있다. 상호 연결성, 개인화, 빅데이터 등의 심화로 세계화의 차원은 한층 달라지고 있다. 가상세계 및 현실세계의 상호작용 또한 더욱 가속화될 전망이다.

그림 10. 통신서비스의 발달 추이에 따른 정치/문화 주요 이슈



주: 스크린에이저(Screenager)는 Richard Watson, 새로운 디지털 시대(The New Digital Age)는 Eric Schmidt으로부터 인용  
자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 융합의 네트워크 → 전-후방 산업 간의 연결 고리

네트워크를 책임지는 통신서비스 업종은 산업 간의 중요한 연결 고리로 작용해 왔다. 과거의 통신서비스 산업과 관련이 깊은 진영은 통신서비스, 핸드셋 제조사, 장비 업체 정도였다. 그러나 현재는 반도체, 인터넷, OS 업체, 미디어 등으로 다변화되고 있다. 산업 참여자가 다양해지고, 각 사업 간의 교류 및 침범 등이 잦아지면서 ‘망중립성’ 및 ‘파워 게임’ 등의 갈등과 이슈도 생기고 있다.

정보통신 산업의 생태계를 C-P-N-T 구조로 살펴볼 때, 각 진영의 영향력 추세는 아래와 같다.

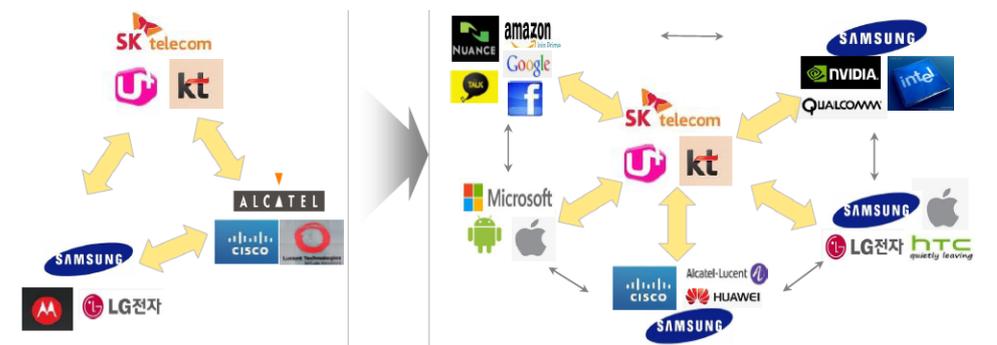
**C (콘텐츠, Contents) - 강화 중**이다. 플랫폼이 다양해지면서 저마다 콘텐츠의 중요성이 커지고 있다. 전송 속도의 증대로 소비자가 즐기는 콘텐츠의 종류와 양도 많아지고 있다.

**P (플랫폼, Platform) - 강화 중**이다. 특히 글로벌 기업인 Google과 Apple이 각각의 고유 사업으로부터 확장하고 있는 것이 주목된다. 앱스토어 등 모바일 상의 플랫폼과 운영체제(OS)를 만들면서 글로벌 콘텐츠 유통 허브 및 컨트롤 파워로서의 영향력이 커지고 있다. 심지어 Google은 Fiber 프로젝트 등으로 네트워크까지 영역을 넓히는 모습이다.

**N (네트워크, Network) - 약화 중**이다. 기존에 통신서비스 기업이 콘텐츠, 플랫폼, 디바이스 등에서 갖고 있었던 영향력이 축소되고 있다. 통신서비스 기업이 구성했던 폐쇄적인 유통 생태계는 스마트폰 시대에 접어들면서 위기를 맞았다. 다만 네트워크 고유 기능의 중요성과 가치는 커지고 있다고 판단된다. 많은 콘텐츠, 플랫폼, 단말들이 이제 상시 접속을 기본으로 전제하고 있기 때문이다.

**T (출구/단말, Terminal/Device) - 강화 중**이다. 특히 삼성과 Apple 등의 스마트폰 제조사의 글로벌 팽창 및 이익 신장이 현저하다. 풍부한 현금여력을 바탕으로 콘텐츠, 플랫폼 진영까지 투자하면서 영향력이 확대되고 있다.

그림 11. 통신서비스 관련 산업 참여자의 다변화 진행 중



자료: SK경제경영연구소

그림 12. 글로벌 플레이어들도 결국 통신 네트워크를 통해 비즈니스 구현

	Apple	Amazon	Google	삼성
C: 콘텐츠	○ 앱, 디지털 음원	○ 도서, 상품, 콘텐츠	○ 웹페이지, 콘텐츠	×
P: 플랫폼	○ iOS, 앱스토어	○ 아마존닷컴	○ Android OS, 구글	×
N: 네트워크	×	×	×	×
D: 디바이스	○ 아이폰/아이패드	○ 킨들	○ 안드로이드 기기	○ 가전 및 스마트폰

자료: KDB대우증권 리서치센터

■ ICT 산업 내 입지는 실적 면에서도 축소

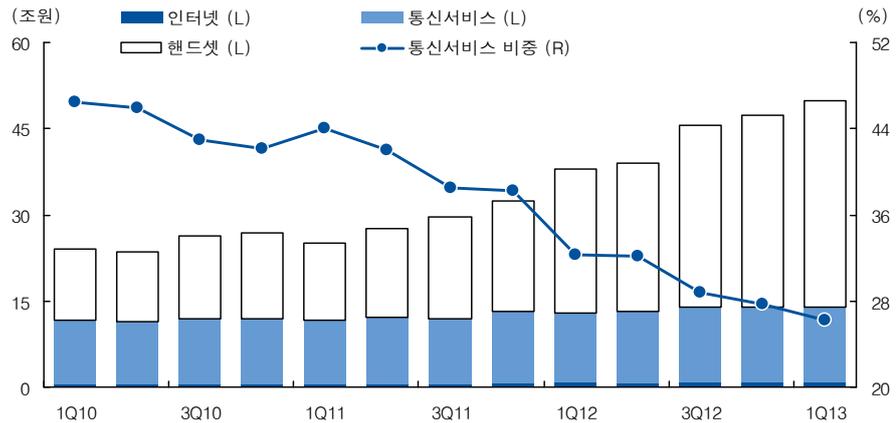
ICT(Information and communications technology, 정보통신기술) 산업 내에서 통신서비스 업종은 실적 면에서도 최근 3년간 축소되어 왔다. 통신서비스, 인터넷, 핸드셋 제조 산업의 종합 실적 추이를 주요 상장사 위주로 살펴보면, **통신서비스 업종의 매출 및 영업이익 비중은 축소 추세**이다. 반면 핸드셋 제조 산업이 2012년 이래로 성장세가 현저하다.

2010년 이래로 ICT 산업의 합산 매출액 내 통신서비스 비중은 2010년 1분기 46%에서 2013년 1분기 26%를 기록했다. ICT 산업의 합산 영업이익 내 비중은 2010년 1분기 45%에서 2013년 12%로 수익성 악화가 빠르게 진행되었다.

그 동안 인터넷 업종은 망 중립성 이슈를 촉발할 정도의 서비스의 성장 및 레버리지 효과가 있었다. 핸드셋 제조 업종은 특히 삼성전자 스마트폰의 글로벌 경쟁력이 확보되면서 국내 통신사들의 유통 헤게모니가 약화되는 효과를 야기해왔다.

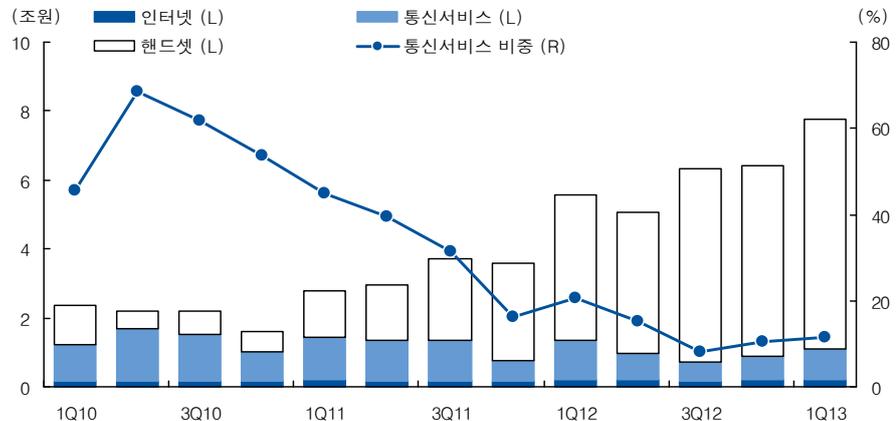
향후 통신서비스는 내수 산업으로서 ICT 산업 내 매출액 비중이 글로벌화된 핸드셋 및 인터넷 업종에 비해 둔화 추세가 지속되는 것은 피할 수 없을 전망이다. 그러나 **수익성 비중은 LTE 가입자 유치 마케팅 활동이 최고로 과열되었던 작년 3분기 이후, 점진적인 개선이** 진행되고 있다.

그림 13. 한국 ICT 산업 매출액 추이 및 통신서비스 비중



주: 인터넷은 NHN, 다음; 통신서비스는 SK텔레콤, KT, LG유플러스; 핸드셋은 삼성전자 IM, LG전자 핸드셋 부문  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 한국 ICT 산업 영업이익 추이 및 통신서비스 비중



주: 인터넷은 NHN, 다음; 통신서비스는 SK텔레콤, KT, LG유플러스; 핸드셋은 삼성전자 IM, LG전자 핸드셋 부문  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

## 2. 통신서비스 업종의 결정 변수

### ■ 가입자 수 (양적 변수)

#### 1) 인구 구조

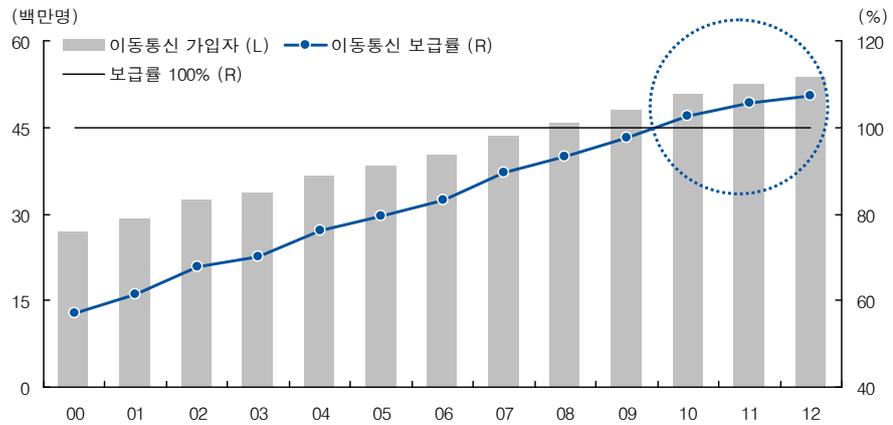
통신서비스 업종은 가입자 규모를 기반으로 하는 사업을 영위하고 있다. 결국 가입자 수의 양적 성장이 일차적인 성장 요건이 된다. 통신서비스는 각 국가의 기간 내수 산업이다. 가입자 수의 시장 규모의 기본은 결국 해당 국가의 인구 수 및 인구 구성이 결정한다.

한국은 2010년에 이동통신 가입자 수가 전체 인구 수를 상회하며 포화 시장 단계에 돌입했다. 한국의 이동통신 보급률은 미국과 일본 사이에 위치한다. 인구 수 및 1인당 GDP 규모가 유사한 대만과 비교시 아직은 보급률에 있어 상승 여력이 있는 것으로 판단된다.

한국은 저출산 등으로 인구 수는 정체되고 있고, 빠른 속도로 초고령화 사회로 진입하고 있다. 인구의 저성장은 곧 가입자 기반 비즈니스를 영위하는 제반 산업의 한계를 의미한다. 실제로 국내 이동통신 보급률의 상승 추이는 2009년 이래로 현저히 둔화되었다.

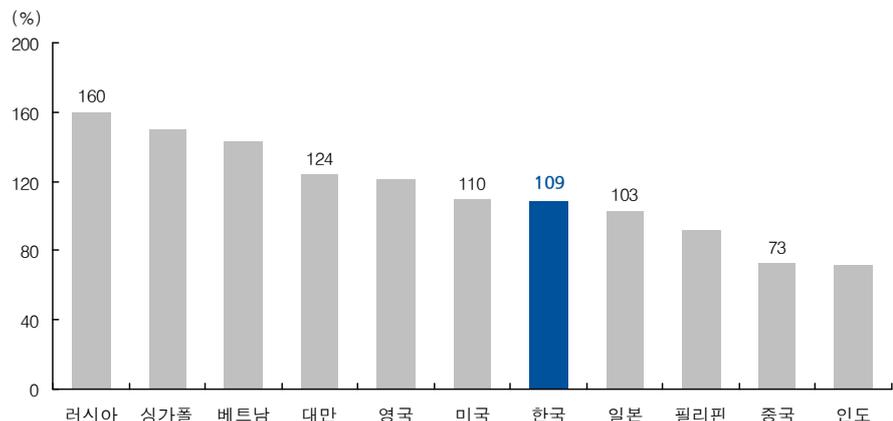
규모의 성장이 제한된 가입자 시장의 속성은 내수 기업의 마케팅 필요성을 증대시킴과 동시에 역설적으로 그 마케팅의 효율이 떨어지게 만든다. 내수 서비스 기업은 시장점유율을 확보하기 위한 소비자 대상 마케팅의 필요성이 극대화되고 있다. 그러나 포화 시장 내 새로운 기술 도입 등의 계기는 시장에 신규 가입자를 순증 유입시키기보다는, 기존의 가입자를 서로 간에 뺏고 뺏기는 소진적인 마케팅을 야기할 가능성도 높인다.

그림 15. 한국 인구 추이와 이동통신 가입자 추이: 내수 시장의 양적인 성장은 한계 도달



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 주요 국가의 이동통신 보급률



자료: Bloomberg, Wireless Intelligence, KDB대우증권 리서치센터

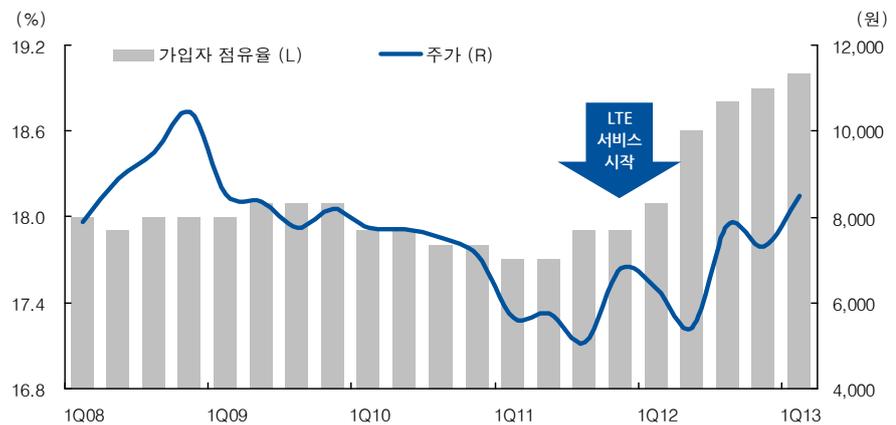
## 2) 가입자 점유율

결국 제한된 인구 성장 환경에서는 절대적인 가입자 수보다는 가입자 점유율의 변동이 중요하게 된다. 서로의 경쟁력에 근거해 가입자를 서로 뺏고 뺏기는 점유율 싸움이 일정한 방향성을 띄게 되는 유인이 있게 마련이다. 또한 가입자 기반 비즈니스이므로, 가입자 규모 및 그에 기반한 시장 지배력이 그 기업의 핵심 영업 가치가 된다. 점유율의 변동은 통신서비스 기업의 주가에도 중요한 결정변수로 작용해 왔다.

한국의 경우 최근 LG유플러스가 LTE 서비스를 선도적으로 시작한 이후 18% 아래였던 이동통신 가입자 점유율이 19%대로 진입했다. 주가도 가입자 점유율의 상승세와 동행하는 추세이다.

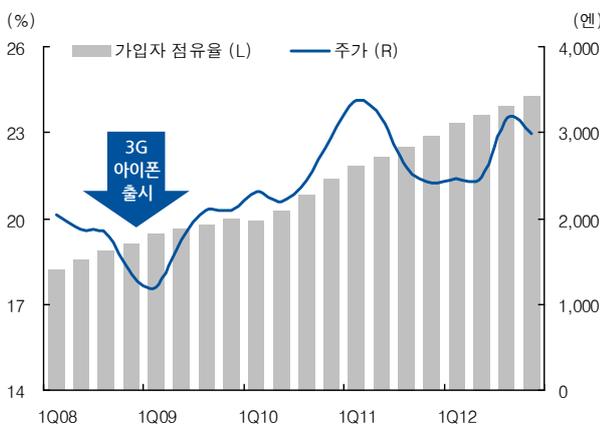
일본의 Softbank는 3G 아이폰을 출시한 이후 이동통신 가입자 점유율이 증가세를 보였으며, 주가도 긍정적인 방향성을 동시에 나타냈다. 미국 Verizon과 AT&T는 3위 이동통신 사업자와의 가입자 점유율의 격차가 확대되어 왔다. 복점 구조로 형성되면서 두 기업의 주가 및 실적의 탄력성이 증대되었다. 특히 Verizon은 2009년 가입자 점유율이 2위에서 1위로 올라서면서 주가의 프리미엄이 형성되었고, 실적도 향상되는 모습을 보여왔다.

그림 17. LG유플러스의 가입자 점유율과 주가 추이



자료: LG유플러스, 방송통신위원회, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 일본 Softbank의 가입자 점유율과 주가 추이



자료: Softbank, Bloomberg, KDB대우증권

그림 19. 미국 Verizon의 가입자 점유율과 주가 추이



자료: Verizon, Bloomberg, KDB대우증권

### 3) 새로운 통신서비스 기술의 도입에 따른 가입자 이동

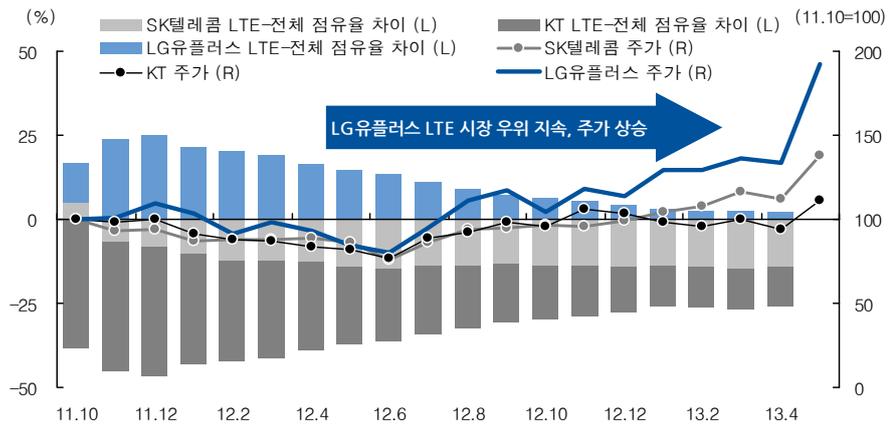
새로운 통신서비스 기술의 도입은 규모의 성장이 제한된 가입자 시장 내에서 가입자의 이동을 촉진하는 계기로 작용하기도 한다. 특히 각 기업 간에 기술 도입의 시점이 차이가 나고, 보조금 및 요금제 등의 마케팅 전략이 맞물렸을 경우 그 효과는 증대된다. 가입자 이동의 방향성이 일정 기간 동안 유지될 경우, 오랫동안 고착화된 가입자 점유율의 변화 가능성이 제기되고 주가에도 영향을 준다.

현재 한국 통신서비스 시장에서는 LTE 기술의 도입이 가입자를 자극하고 있다. 각 기업 간의 도입 시점 및 마케팅 전략의 차이 등으로 인해 가입자 점유율의 변동이 일어나고 있다.

특히 LTE 가입자는 고ARPU 및 장기 약정을 하는 신규 가입자라는 특징을 지니고 있어, 기존의 가입자 대비 질이 좋은 가입자 군으로 분류될 수 있다. 따라서 LTE 가입자 시장의 우위는 일차적으로 전체 가입자 점유율의 변동 가능성에 영향을 끼칠 수 있고, 이차적으로는 통신서비스 매출의 질 및 방향성에 대해서도 긍정적인 신호로 해석된다.

한국의 통신주는 LTE 기술 도입 이후 반년 정도가 지난 후 주가에 LTE 효과가 반영되기 시작했다. 그 중 LG유플러스는 2011년 후반부터 LTE 기술의 선도적인 도입을 시행한 이후 LTE 가입자 시장 내 상대적인 우위가 지속되면서 주가의 상승 탄력이 더해지는 모습을 보이고 있다. SK텔레콤과 KT도 전체 이동통신 가입자 점유율과 LTE 가입자 점유율 간의 격차가 차츰 축소되면서 주가가 회복되는 모습이다.

그림 20. LTE 시장에서의 우위와 각 통신서비스 기업 주가 추이

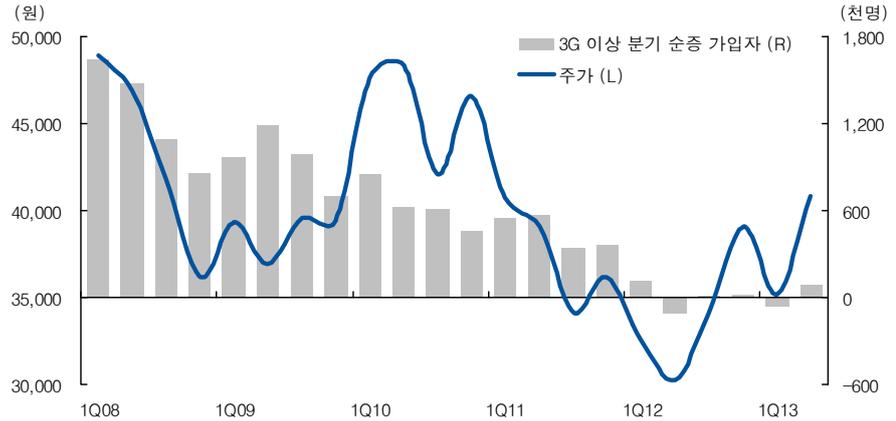


자료: 각 사, 방송통신위원회, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

전체 가입자 수보다는 새로운 통신 네트워크 기술에 해당하는 가입자 수의 추세가 주가를 더욱 잘 설명해 주고 있다. 해당 기업의 현 시점에서의 경쟁력뿐 아니라, 미래에도 유지될 가입자 규모 및 속성을 예측해줄 수 있는 선행적인 의미가 있는 변수이기 때문이다.

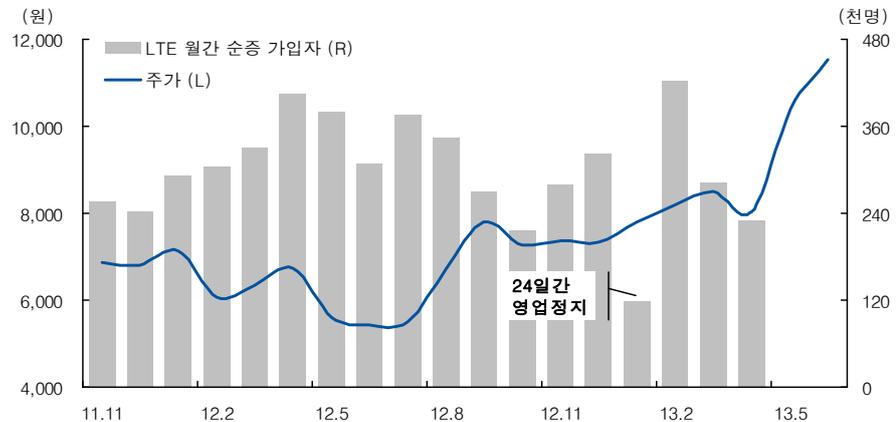
KT의 경우는 3G와 4G 등에 해당하는 가입자 수의 월간 순증 규모와 주가 흐름이 유사한 추이를 보이고 있다. LG유플러스는 앞서 언급한 것처럼 현재 LTE 순증 가입자 수 추이가 주가를 견인하는 모습이다.

그림 21. KT의 주가와 3G 이상 순증 가입자 수 추이



주: 2013년 2분기는 예상치  
자료: KT, 방송통신위원회, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. LG유플러스의 주가와 LTE 순증 가입자 수 추이



주: 매달 종순에 전월 가입자 수 발표됨, 4월까지 발표됨,  
자료: LG유플러스, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

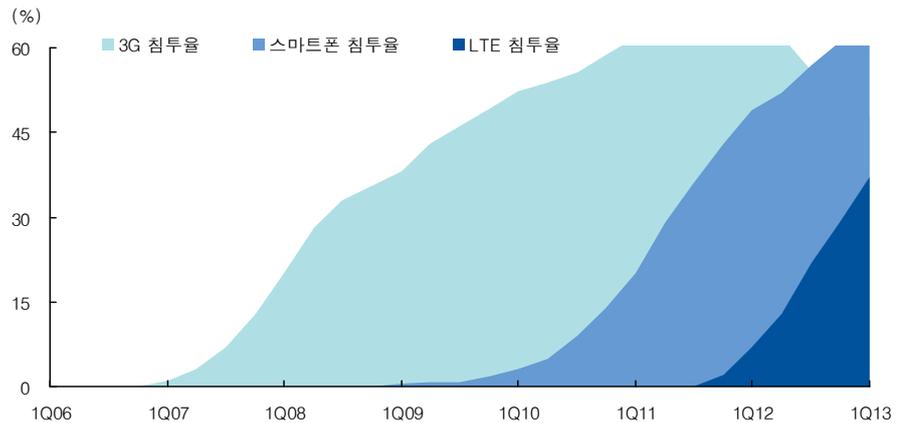
신규 통신서비스 기술의 도입과 연관해서 가입자 시장의 장기 추이를 살펴보았다. 가입자 등 양적 변수의 업종 내 중요도는 구조적으로 약화되고 있는 것으로 파악된다.

각 신규 서비스가 출시된 초기에는 통신서비스 기업들의 적극적인 마케팅 활동이 수반된다. 실제로 신규 기술이 도입된 후 초기의 가입자 모집 및 시장 순증 효과는 성공적이다. 국내 소비자는 기호 변화가 빠른 편이다. 새로운 서비스가 나오면 쉽게 수용하며, 신규 핸드셋 모델이 나오면 적극적으로 구매한다. 이러한 한국 소비자의 특성이 통신서비스 기업들의 마케팅을 만나면서 가입자 시장의 변동이 일어난다.

다만 이동통신 가입자 시장 전체가 성장하는 순증 효과는 차츰 약화되는 추세이다. 이동통신 보급이 포화 단계이기 때문이다. 실제로 2007년 때의 3G 도입 시기보다 2010년 스마트폰 도입 시기의 순증 가입자는 감소했다. 한국은 바로 2010년에 이동통신 보급률 100%를 돌파했다.

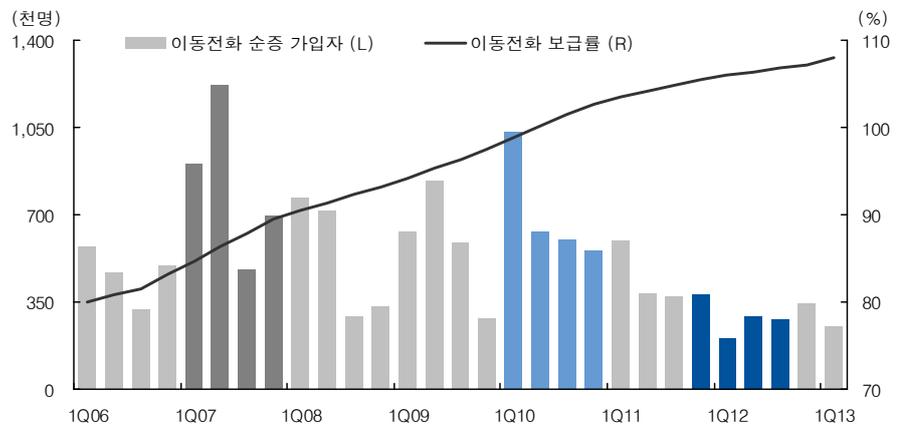
2012년에 LTE가 도입된 초기의 이동통신 가입자 순증 규모는 현저히 체감하는 모양이다. 향후 4G LTE 이후의 신규 서비스 도입 시에는 기업의 마케팅이 활발하더라도 큰 폭의 이동통신 가입자 시장의 성장은 어려울 전망이다.

그림 23. 신규 통신서비스 기술 도입 후 침투율 추이



주: 3G 가입자는 SK텔레콤과 KT 가입자 합산  
자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 이동전화 순증 가입자 수 및 이동전화 보급률 추이: 신규서비스의 순증 효과 체감중



자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

■ ARPU (질적 변수)

가입자 시장의 양적 성장이 구조적으로 체감하고 있다. 결국 평균 인당 매출액 (이하 ARPU, Average Revenue Per User) 등 질적인 성장이 더욱 중요해졌다.

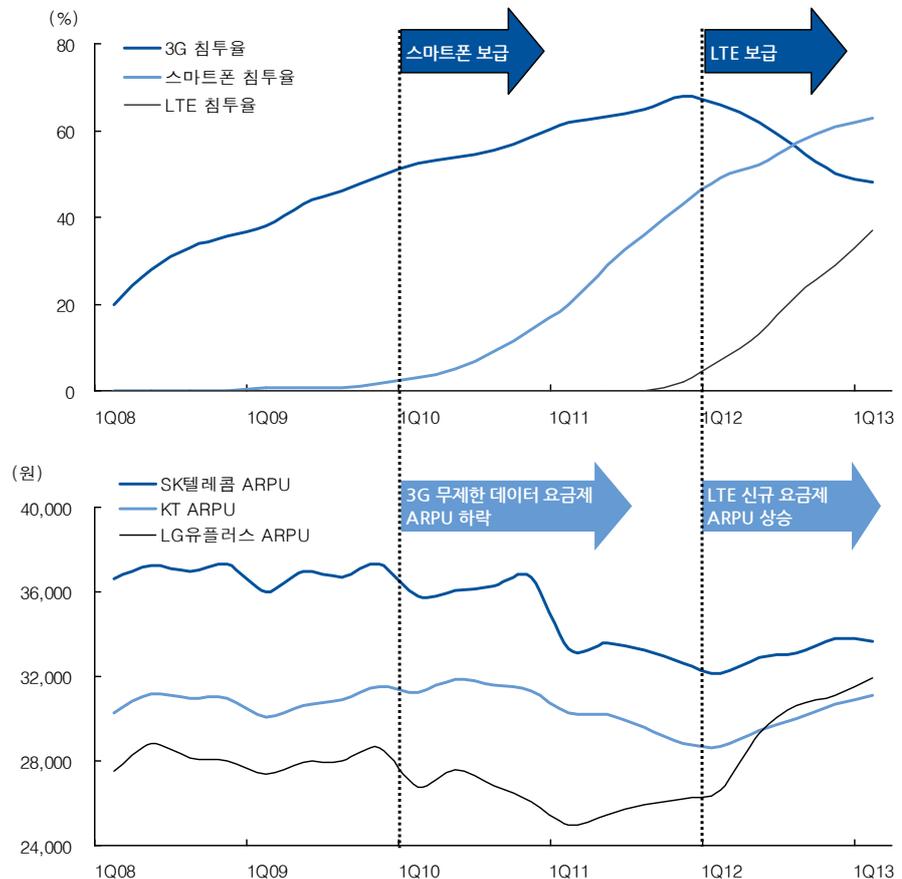
신규 통신서비스 기술의 도입과 관련하여 ARPU의 장기 추이를 살펴보았다. 3G 도입 초·중기에 ARPU는 회복했다. 스마트폰의 도입 이후에도 ARPU의 향상은 없었다. 오히려 모바일 인터넷 사용 촉진을 위해 무제한 데이터 요금제 등을 도입한 것이 ARPU에 부정적인 영향을 주었다. 무선 인터넷 데이터 이용 단가가 하락하면서 ARPU는 오히려 감소했다.

그러나 LTE 도입 이후인 2012년경부터 ARPU의 상승세가 현저하게 나타나고 있다. 인당 매출을 결정짓는 가격 요소인 요금제 경우에도 3G 대비해서 대체로 높은 가격 수준의 요금제가 채택되고 있다. 양적인 요소인 데이터의 사용량도 전송속도의 증대로 인해 구조적으로 늘어나는 추세이다.

LTE 도입으로 인한 ARPU의 성장 경로는 일차적으로 가격 수준, 이차적으로는 사용량이 중요하게 작용한다. 초기에는 요금제 가격 수준이 높은 가입자 비중이 늘어나면서 전체 평균 ARPU가 상승한다. 그 다음으로는 가격 수준이 이미 높아진 가입자가 사용량을 증가시키면서 추가적으로 매출이 늘어나는 효과가 중요하다.

한국의 LG유플러스는 LTE 도입으로 인한 ARPU의 구조적 상승 첫 구간을 통과하고 있는 중으로 파악된다. 현재 전체 가입자 내 LTE 침투율이 50% 수준을 지나고 있다. 향후 지속적인 ARPU의 성장을 위해서는 개별 가입자의 데이터 사용량 증가 및 매출 증대가 필요하다. LTE 가입자를 위한 추가적인 서비스 및 콘텐츠 공급, 요금제 도입 등에 있어 신중한 전략의 채택이 중요해질 전망이다.

그림 25. 서비스별 침투율과 주요 기업별 ARPU 추이: LTE 도입 이후 ARPU 증가세 현저함!

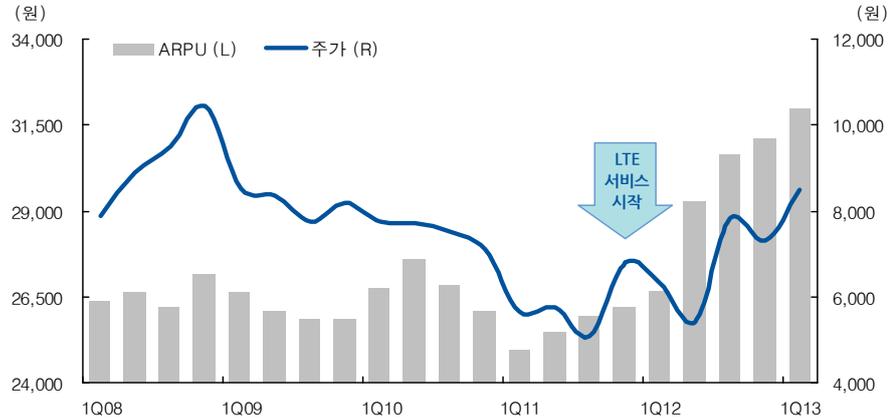


주: 3G 가입자는 SK텔레콤과 KT 합산, 2011년 1분기 후 SK텔레콤의 ARPU는 청구 기준, 자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

일본 Softbank는 과거 2008년 후반 3G 아이폰을 도입한 이후 ARPU의 상승세가 나타나면서 2010년까지 주가가 상승하는 모습을 보였다.

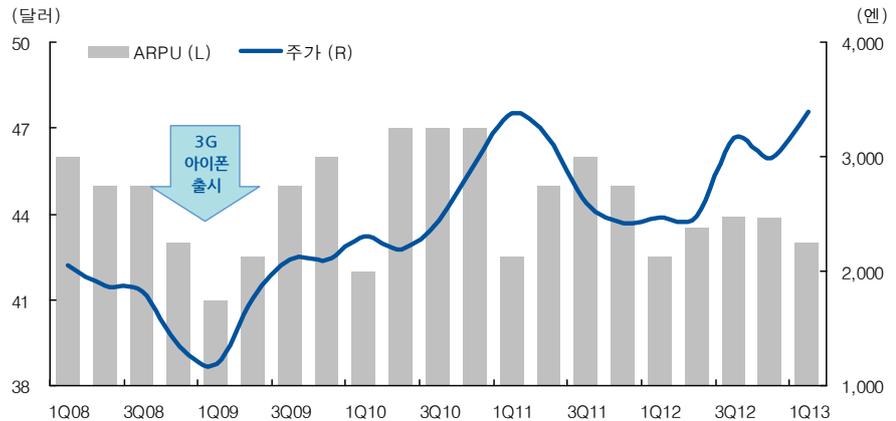
미국의 Verizon은 LTE 도입 이후 전형적인 ARPU 상승 패턴을 보여주고 있다. 첫 번째는 LTE 가입자의 비중이 상승하면서, 두 번째는 요금제의 개편 단행이 ARPU의 상승 요인으로 작용했다.

그림 26. LG유플러스 ARPU와 주가 추이: LTE 도입 후 상승



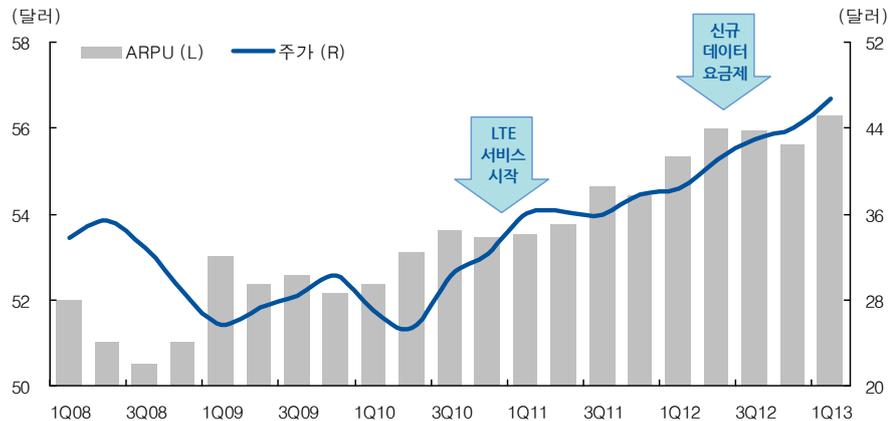
자료: LG유플러스, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 일본 Softbank의 ARPU와 주가 추이: 3G 도입 후 상승



자료: Wireless Intelligence, Softbank, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 미국 Verizon의 ARPU와 주가 추이: LTE 도입 후 상승



자료: Wireless Intelligence, Verizon, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

■ 통신서비스 이용량

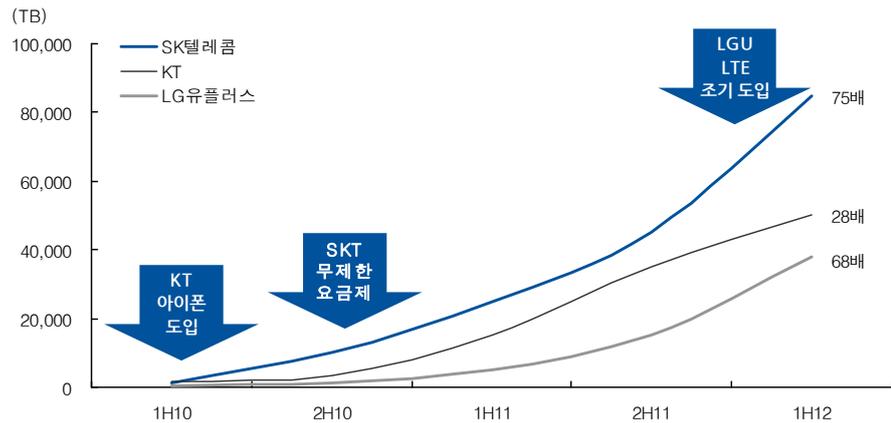
가입자는 거시적인 인구 구조에 기반을 두고 있다. 가격 요인 등은 기업이 아무리 상승시키려 노력하더라도 시장 내 경쟁 요인, 소비자의 저항, 정부의 인하 압력 등으로 제한이 있기 마련이다. 그렇다면 **현 시점에서 자연적인 성장을 비탈 수 있는 부문은 바로 커뮤니케이션의 질적 변화로 인한 소비자의 사용량의 증가이다.**

전통적인 통신서비스 범주인 음성 사용량 등은 감소하고 있다. 그러나 스마트 디바이스 보급으로 인한 ‘상시 접속’의 습관과 LTE로 인한 고속의 전송 속도가 맞물리면서 전체 데이터 사용량은 증가하고 있다. 향후 데이터 사용량의 추세는 음성 사용량 및 매출을 상회할 전망이다.

스마트폰 도입 초기와 LTE 도입 초기 시점을 기준으로 각 기업별 데이터 사용량을 비교해 보았다. 이동통신 가입자 수가 가장 많은 SK텔레콤의 경우는 75배, 자사 가입자 내 LTE 가입자 비중이 가장 높은 LG유플러스는 68배, KT의 경우는 28배 데이터 사용량이 증가했다.

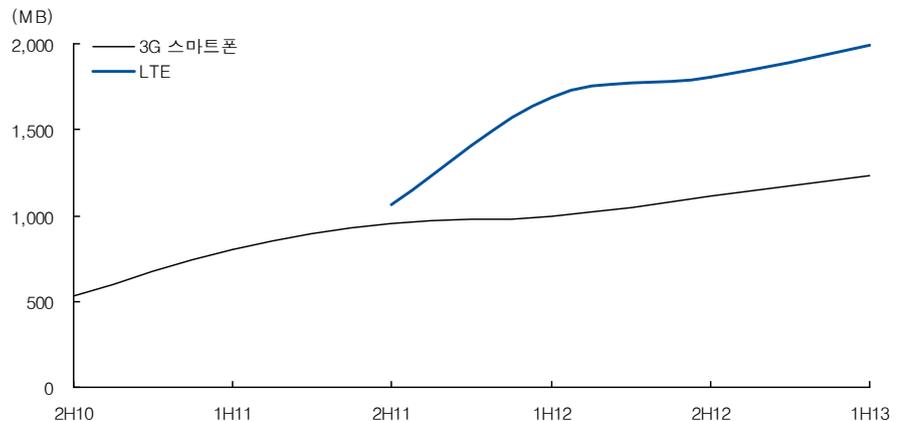
사용자 개인별 데이터 평균 사용량의 추이는 LTE 가입자가 3G 스마트폰 대비 높은 수준을 나타내고 있다. 또한 모바일 IPTV 등 영상 콘텐츠, 클라우드 등 서비스 증대, 소비자 데이터 사용 행태 및 습관의 변화 등으로 사용량은 차츰 증가하는 추세이다.

그림 29. 이동통신 서비스 기업별 데이터 사용량 추이



자료: SK경영경제연구소, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 이동통신서비스 세대별 인당 데이터 평균 사용량 추이



자료: SK텔레콤, 방송통신위원회, 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

### 3. LTE 시대

#### ■ 기존과의 차이점

4세대 이동통신 네트워크 기술인 LTE(Long-Term Evolution)는 빠른 전송 속도가 기존 네트워크 기술 대비 가장 큰 차이점이다. 엄밀히는 3.9세대로 칭해야 하나, 현재 4세대로 통칭되고 있다. 올 하반기에는 진정한 4세대 기술인 LTE-Advanced가 국내에 상용화될 예정이다.

무선 인터넷 속도가 유선 인터넷만큼 신장되면서 통신서비스 소비자의 만족도는 월등히 높아졌다. 특히 모바일 상의 콘텐츠 및 서비스 시장이 온라인 및 오프라인만큼 성장할 수 있는 기반이 갖춰진 것으로 해석된다. 소비자들이 유선 상에서 즐겼던 서비스와 콘텐츠를 빠른 속도 덕분에 모바일 상에서도 즐길 수 있게 되었기 때문이다.

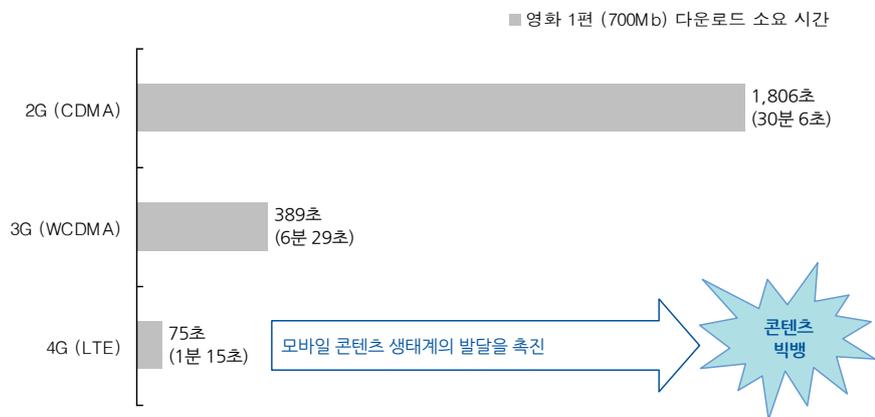
스마트폰 등 하드웨어의 발달과 통신서비스 네트워크 기술의 발전의 시너지로 콘텐츠 생태계의 발달이 더욱 촉진되고 있다. 콘텐츠 빅뱅이 일어나고 있다. 콘텐츠는 소유(다운로드) 방식에서 접속(스트리밍) 방식으로 이용 행태가 변하고, 그 대상은 데이터 용량이 작은 텍스트, 이미지, 음원 등에서 데이터 용량이 큰 영상 및 소프트웨어 등으로 확대되고 있다. 다기기 사용으로 N스크린 영상, 상호 동기화 등을 위한 클라우드 등 다양한 서비스의 사용도 증가세이다.

표 2. 세대별 통신 기술의 특징

세대	1세대	2세대	3세대	4세대 (3.9세대)	(4세대)
기술 이름		CDMA	WCDMA	LTE	LTE-Advanced
주요 특징	아날로그 방식	디지털 방식	영상통화 가능	초고속 무선인터넷	현재 유선인터넷 속도 능가
데이터 다운로드 최고 속도	-	14.4~64kbps	14.4Mbps	100Mbps	1Gbps

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 속도의 증대: 통신서비스 발달에 따라 콘텐츠 다운로드 시간 단축



자료: 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

■ 비즈니스 모델의 변화

LTE는 기본적으로 데이터 전송을 위해 설계된 네트워크이다. 과거 통신사들은 음성 통신은 서킷 방식, 데이터 통신은 패킷 방식을 사용해왔다. 그러나 LTE 상에서는 모든 통신 전송을 패킷 교환 방식으로만 사용할 수 있도록 되어 있다. 이러한 기술적 변화는 비즈니스 모델의 변화도 촉진하고 있다.

서킷 방식은 처음 통신을 연결할 때 선택한 경로를 연결을 끊을 때까지 동일한 경로를 사용하는 방식이다. 그래서 정보를 안전하게 보낼 수는 있으나 네트워크를 효율적으로 사용할 수는 없다.

패킷 방식은 전송할 데이터를 일정 크기의 단위로 조각(패킷)을 내서 서로 다른 경로를 통해 목적지까지 도달한 후, 이 조각을 다시 순서대로 조합해 사용하는 방식이다. 네트워크를 효율적으로 사용할 수는 있으나, 조각 후 재조합 과정에서 원래의 정보에 손실이 있을 수 있다는 단점이 있다.

서킷과 패킷 방식의 특징은 요금제 설계에도 영향을 주게 된다. 서킷은 결과적으로 커뮤니케이션이 되지 않더라도, 경로를 계속 점유하기 때문에 시간 단위 과금을 한다. 그러나 패킷은 전송된 정보의 양에 따른 과금을 하게 된다.

LTE 시대에 통신서비스 기업들은 이러한 기술적인 이유로 인해서도 패킷 증가, 즉 데이터의 증가를 촉진하는 것이 주 수익모델로 변화하게 된 상황이다. 기업들의 요금제 설계 변화, 콘텐츠의 공급, 부가서비스의 제공 확대 등이 더욱 중요해지고 있는 시점이다.

그림 32. 주요 수익 대상의 변화: 음성 → 데이터



자료: Google, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 글로벌 주요 이동통신 사업자 요금제 변경 현황

국가	회사명	2010	2011	2012	2013
미국	AT&T	6월 데이터 무제한 요금제 신규 가입 중단		8월 데이터 중심 음성-문자 통합형 요금제 (Mobile Share) 출시 기존 분리형 요금제 유지	
미국	Verizon	10월 데이터 종량제 방식 요금제 출시	7월 무선인터넷 무제한 요금제 신규 가입 중단	6월 데이터 중심 음성-문자 통합형 요금제 (Share Everything Plan) 출시 기존 분리형 요금제 폐지	
영국	O2	6월 아이폰4 출시와 함께 기존 스마트폰용 무제한 데이터 요금제 폐지	12월 무선인터넷 무제한 요금제 폐지		
영국	EE (Everything Everywhere)			(가을, Deutsche Telekom과 France Telecom 합작으로 영국 최초 LTE 서비스 시작)	기존 무제한 데이터 요금제 단계적 폐지 및 데이터 종량제 요금제 대체 추진 중 LTE 가입비 인상
스웨덴	TeliaSonera	7월 LTE 요금제 인상		9월 데이터 요금 인상 발표	
오스트리아	Telekom Austria				3월 LTE 데이터 요금제 가격 인상
일본	NTT Docomo	12월 데이터 무제한 요금제 폐지	9월 LTE 요금제 신규 발표로 LTE 요금 8% 인하		

자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

■ 시장 구도의 변화 자극

LTE는 국내 기존 통신서비스 시장 구도의 변화 가능성을 자극하고 있다. 각 사업자들이 오랫동안 고수했던 사업의 양적 및 질적 지표의 변화가 나타나고 있다.

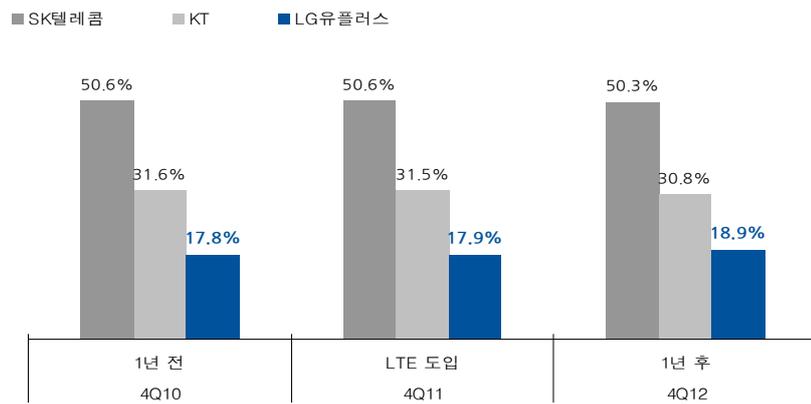
LTE 도입 시기를 기준으로 1년 전과 후를 비교해 보았다. LG유플러스가 가장 빨리 LTE를 도입한 후, 양적 지표와 질적 지표 모두 경쟁사와는 대조되는 뚜렷한 성장세를 시험하고 있는 점이 주목된다.

국내 각 이동통신 사업자의 가입자 점유율에 있어 순위 변동은 없으나, LG유플러스가 현저한 상승을 보였으며 SK텔레콤과 KT는 미미한 하락을 보였다.

무선통신 서비스 ARPU를 비교했을 때에는 LG유플러스가 LTE 도입 1년 후 KT를 따라잡은 것으로 나타난다. 가입자 비중이 LTE 위주로 빠르게 바뀌면서 ARPU 격차의 축소되고 있다.

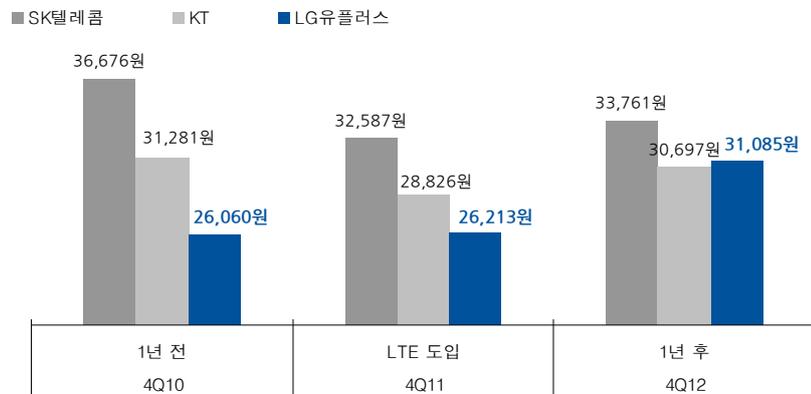
과거에도 새로운 기술 및 서비스의 신규 도입을 선도한 경우, 기존 시장 구도의 변화가 촉진되었던 바 있다. 해당 기업은 주가도 긍정적인 영향을 받았다. 초고속 인터넷 시대 LG데이콤의 인터넷 전화 도입, 3G 이동통신 시기 KT가 아이폰을 출시했던 경우 등이 대표적인 예이다.

그림 33. LTE 도입 전후 이동통신 가입자 기준 점유율 추이



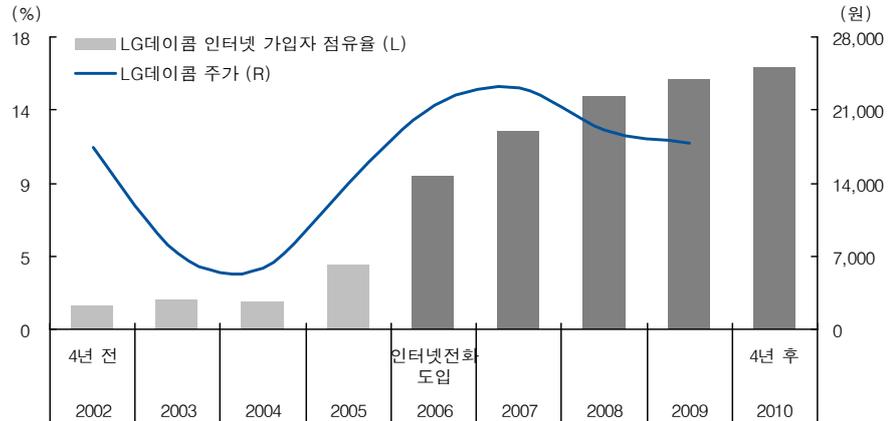
자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 34. LTE 도입 전후 무선통신 ARPU 추이



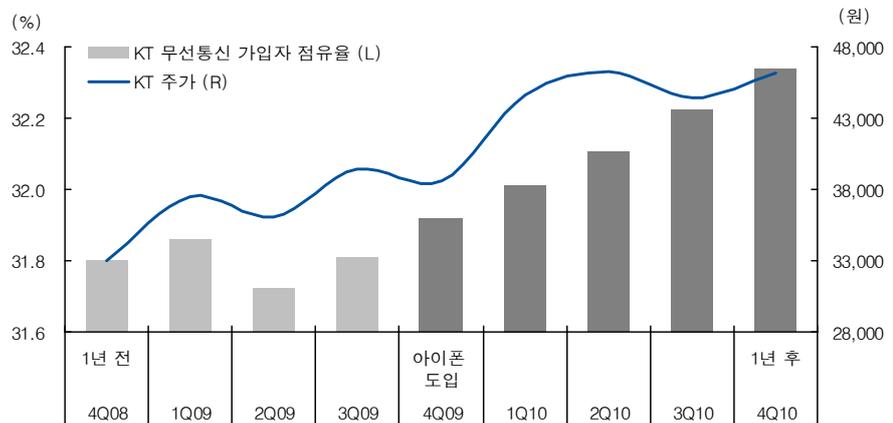
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 35. 새로운 기술 등장 시 시장의 역동성 발생: 초고속 인터넷 - LG데이콤 가입자 점유율 상승 사례



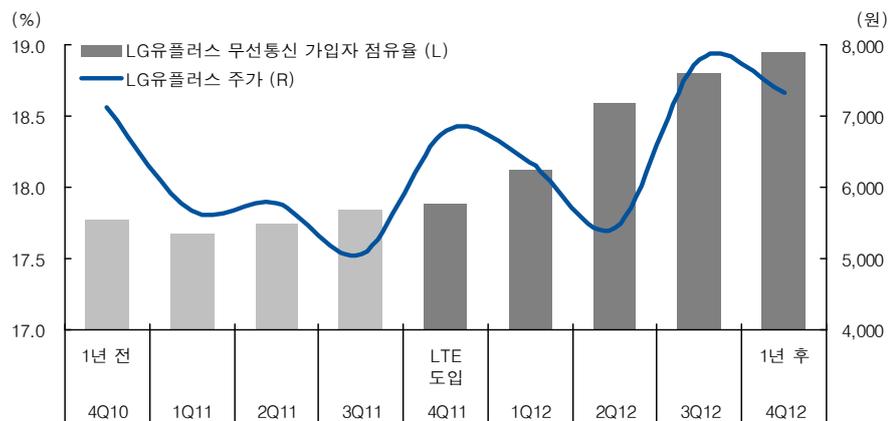
주: LG데이콤은 2010년 LG유플러스로 합병됨, 그 이후 가입자 점유율은 LG유플러스 기준  
자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 36. 3G 이동통신 - KT 아이폰 선도적 도입 후 가입자 점유율 상승 사례



자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 4G 이동통신 - LG유플러스 LTE 선도적 도입 후 가입자 점유율 상승 중



자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

## 통신서비스 산업 전망

### 1. 구조적인 개선 가능성

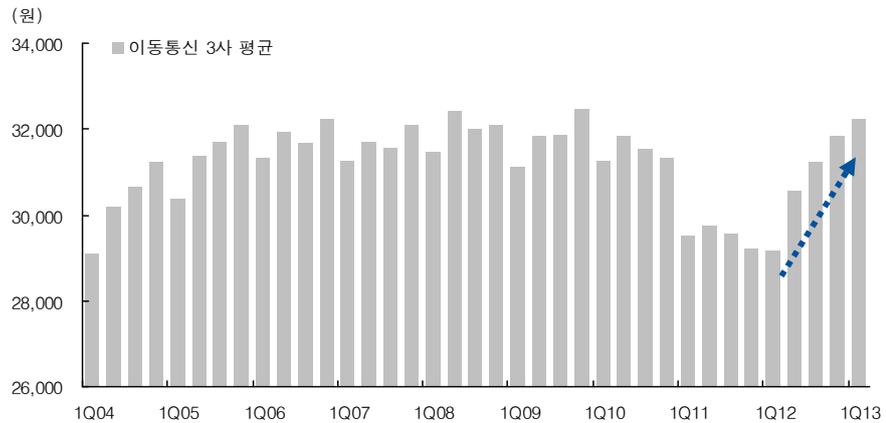
#### ■ 질적 성장의 단계에 돌입!

통신서비스 고유 사업의 구조적인 개선 추세가 나타나고 있다고 판단된다. 무엇보다도 단발적인 성공이 아니라, 통신 기술의 혁신 및 비즈니스 모델의 변화 등 과도기 동안의 시행착오와 가입자 규모 확보 등의 일련의 과정을 거쳐 나타나고 있는 결과라는 점이 주목된다.

무선통신 사업에서는 약 10년 만에 ARPU의 성장세가 분기 연속으로 뚜렷한 방향성이 나타나고 있다. LTE 도입 시점 및 가입자 구성의 차이로 인해 각 사업자간 속도의 차이가 다소 존재한다. 그러나 산업 전반적으로 개선되고 있는 점이 특징적이다.

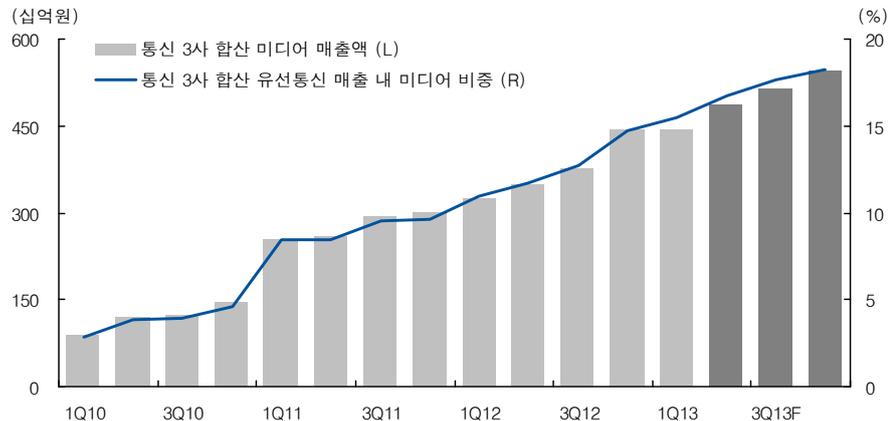
유선통신 사업은 항상 구조적인 위축 추세를 보여왔으나, 미디어 사업의 성장세가 전체 유선 통신 매출의 하락세를 보완하고 성장 동력으로 평가될 전망이다. 초창기에는 결합의 도구 성격이 강했던 IPTV 등 미디어 사업이 현재는 가입자 규모가 증대되면서 매출이 손익분기점에 도달할 것으로 예상된다. 가입자 규모를 기반으로 부가 매출이 증가하는 구간에 진입하면서 사업의 수익성도 개선되고 있다. 통신 3사 합산 유선통신 매출 내 미디어 사업의 비중이 2013년에는 20%에 근접할 전망이다.

그림 38. 무선통신: 이동통신 ARPU 최근 상승세



주: SK텔레콤, KT, LG유플러스 청구 기준 월간 ARPU 평균, 자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 39. 유선통신: 미디어 부문의 기여도 꾸준히 상승세



주: KT, LG유플러스, SK브로드밴드 합산, 자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

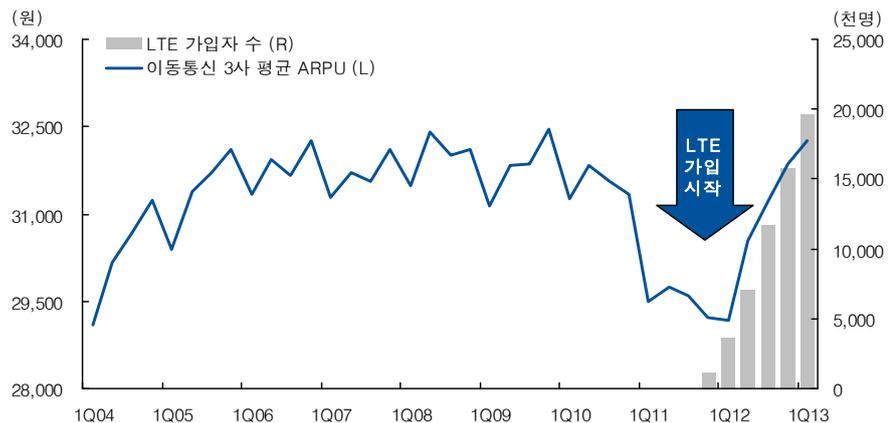
특히 무선통신 사업의 개선이 부각된다. 과거 3G 스마트폰의 보급 시기는 모바일 데이터 시대의 원형(Prototype)이었다고 판단된다. 각 기업들은 요금제 및 마케팅 전략 등의 베타 모델을 시험했던 시기였다. 불완전한 제품/서비스의 경우 초기 단계에 나오는 피드백이 결국 더 좋은 결과를 낳을 수 있다.

3G 시기 동안 통신서비스 기업들은 데이터 요금 단가의 하향 산정, 무제한 요금제 도입, 주파수 경매, 음성통화 매출 하락 등의 다양한 실패의 경험, 소비자와 정부로부터의 피드백 등이 쌓였다. 이러한 경험을 기반으로 통신서비스 기업들은 LTE 시대에 들어와 마케팅 및 요금제 전략 노하우를 구사하며 실질적인 데이터 시대의 ARPU 상승을 촉진하고 있다고 판단된다.

LTE 시기에는 크게 2단계의 ARPU 성장기가 나타난다고 추정된다. 1) ARPU가 높은 LTE 가입자 비중의 증가로 전체 평균 ARPU가 상승하는 시기이다. 그 다음 2) LTE 가입자의 데이터 트래픽 사용량 증가에 따라 개별적인 ARPU가 상승하는 것이다.

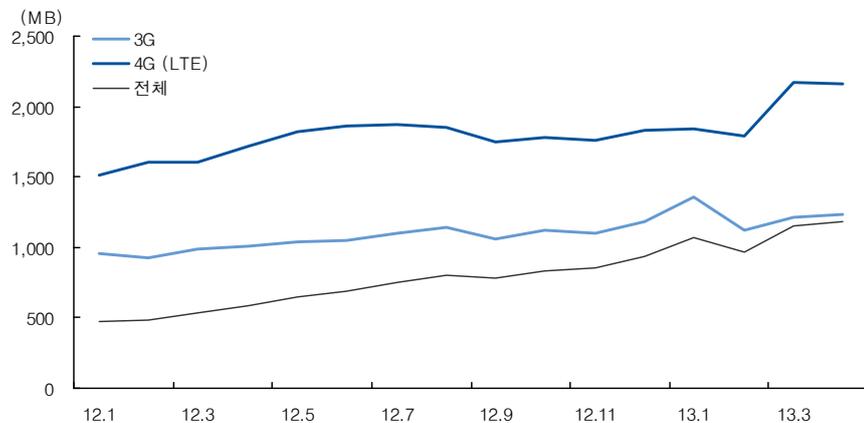
LTE 가입자 비중이 약 70%가 되기까지의 침투 기간 동안 1)의 단계가 진행된다. 국내 통신서비스 기업들은 하반기까지도 이러한 초기 ARPU 성장기를 누릴 전망이다. 2)의 단계는 하반기쯤부터 각 기업들이 시차를 두고 진입해 내년에 본격화될 전망이다. 하반기 LTE-Advanced의 도입이 예정되어 있고, 부가 서비스 및 콘텐츠 수요가 지속되고 있어 두 단계가 동시에 진행될 가능성도 있다.

그림 40. LTE 가입자 수 증가와 전체 ARPU 상승 동행 중



주: ARPU는 SK텔레콤, KT, LG유플러스 청구 기준 월간치 평균  
자료: 각 사, 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 41. LTE 가입자의 인당 데이터 트래픽 사용량, 타 세대 대비 월등



자료: 방송통신위원회, 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

■ 투자 규모 점진적으로 감소할 전망

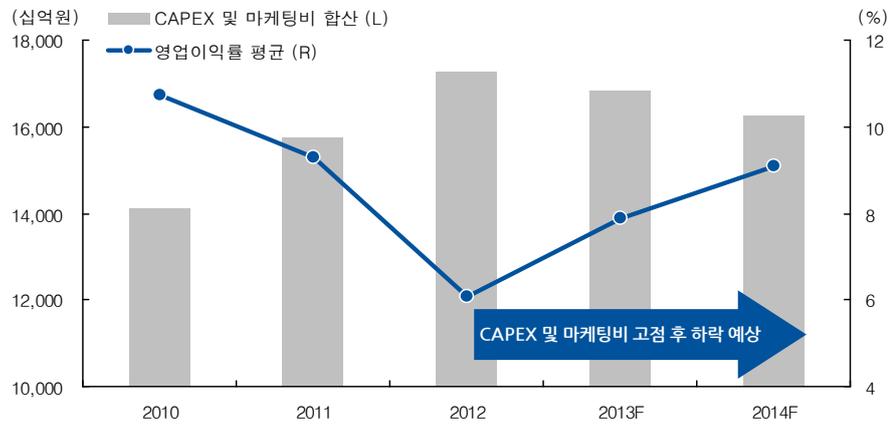
통신서비스 업종은 네트워크 투자가 중요하다. 네트워크 기술이 전환되는 시기에는 매출이 발생되기 전 선투자를 집행하고 사전 마케팅을 진행하기 때문에 투자 부담 및 수익성 악화가 동시에 발생한다.

국내 통신서비스 기업들의 합산 CAPEX 및 마케팅비와 평균 영업이익률의 연간 추이를 살펴보면 2012년이 가장 고통스러운 시기였다. 투자가 집중되었고, 마케팅은 최고로 과열되었다. 그에 따라 영업이익률은 현저하게 낮아졌다.

3G에서 4G인 LTE 네트워크로 전환시 대규모 투자가 실제로 필요했다. 서킷 통신에서 패킷 통신 위주로 재편되면서 신규 장비 투자 등이 대규모로 집행되었다.

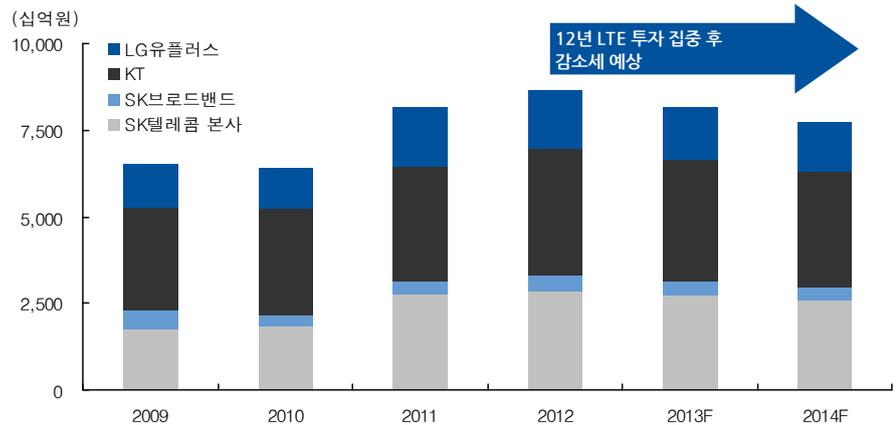
그러나 향후 3-4년간 대규모 투자는 제한적일 것으로 예상된다. 곧 상용화될 LTE-Advanced는 기존 LTE의 네트워크에 업그레이드만 하면 이용이 가능하다고 알려졌다. 각 사별 연간 추이 및 가이드스 등을 고려 시에도 투자 규모는 2012년에 최고 수준을 기록한 후 점진적으로 감소할 전망이다.

그림 42. 2012년 LTE 투자 및 가입자 유치 마케팅 동시에 집중되면서 수익성 하락



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 43. CAPEX 규모 연간 추이 및 전망



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

단기적인 투자 이슈는 무선 통신 부문에서는 LTE-Advanced, 유선 통신 부문은 기가인터넷이다.

1) **LTE-Advanced**는 올 하반기 이동통신사들이 모바일 트래픽 증가세에 대응하기 위해 이행할 예정이다. 진보된 LTE 기술을 적용해 기존의 주파수 효율을 높이는 방식이다. 주파수 결합기술(CA), 차세대 주파수 간섭제어 기술 등이 활용될 계획이다. LTE 속도는 유선 인터넷에 근접한 수준이었고, LTE-Advanced는 유선보다 빠른 무선 인터넷 속도를 구현할 전망이다. 각 사는 LTE-Advanced가 소프트웨어 업그레이드 정도의 수준으로서 대규모 투자 지출은 아니라고 밝히고 있다.

한편 무선 통신 부문에서 주파수 추가 경매가 예정되어 있으나, 사업을 위해서 중장기적으로 필요한 부분이며 사용기간 동안 장기적으로 상각할 예정으로 단기적인 재무 부담이 되지는 않을 전망이다.

2) **기가인터넷** 도입은 우선 정부 주도로 진행되고 있다. 최근의 무선 통신 위주의 투자로 상대적으로 소홀했던 유선 부문의 네트워크 품질을 향상시킬 전망이다. 현재 인터넷보다 최대 10배 빠른 속도가 예상된다. 아직 시범 사업 수준으로 정부 지원이 있으며, 기업 입장에서 아직 대규모 투자지출은 예정되어 있지 않다.

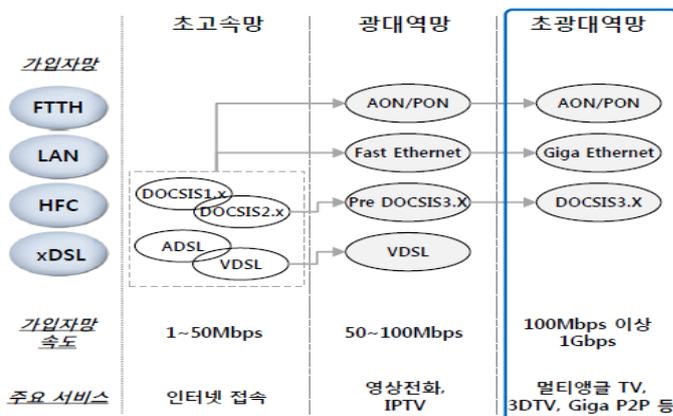
미래부는 2017년까지 전국의 90% 지역에 기가인터넷 망을 구축할 계획이다. 최근 기가인터넷 시범 사업자로 KT, SK브로드밴드, LG유플러스, CJ헬로비전, 티브로드 (모두 컨소시엄 형태) 등 5개 사업자가 선정되었다. 1개 컨소시엄당 최대 8억원의 사업비가 정부로부터 배정될 예정이다.

그림 44. 무선 통신 기술 및 네트워크의 진화: LTE-Advanced! 모바일 트래픽 증가세에 대응



자료: 방송통신위원회, Qualcomm

그림 45. 유선 통신의 네트워크 진화: 기가 인터넷 (초광대역망) 투자 예정



자료: 한국방송통신전파진흥원

■ 마케팅비는 하반기 감소될 전망

현재 마케팅 과열 시기는 지나가고 있는 것으로 판단된다. 올해 2분기부터 정부 규제 강화 등에 따라 보조금 지출도 현저한 감소세를 보이고 있다. 각 기업들 자체적으로도 마케팅 방식을 비용 지출적인 성격에서 요금제 및 서비스 경쟁 등으로 전환하고 있다.

마케팅 경쟁은 외부 및 내부 변수에 따라 나타난다. 외부적으로는 신규 통신 네트워크 기술 및 새로운 단말기 도입 등의 변수가 구조적으로 촉발하는 경향이 있다. ‘가정의 달’이나 졸업 및 입학 시즌 등 계절적인 요인, 규제 당국의 정책 변화 등도 작용한다. 기업 내부적으로는 각 사업자의 가입자 유치 및 점유율 전략에 따라 활성화될 수 있다.

과거 주요 마케팅 과열 시기를 살펴보면 다음과 같다. **2007년 1분기 이후 3G가 도입되던 시기**에는 SK텔레콤과 KT가 2007년 3월에 각각 W-CDMA를 도입했다. 2008년 3월 이후에는 보조금 규제가 폐지되고 의무 약정제가 허용되면서 마케팅비 비중이 가파르게 상승했다.

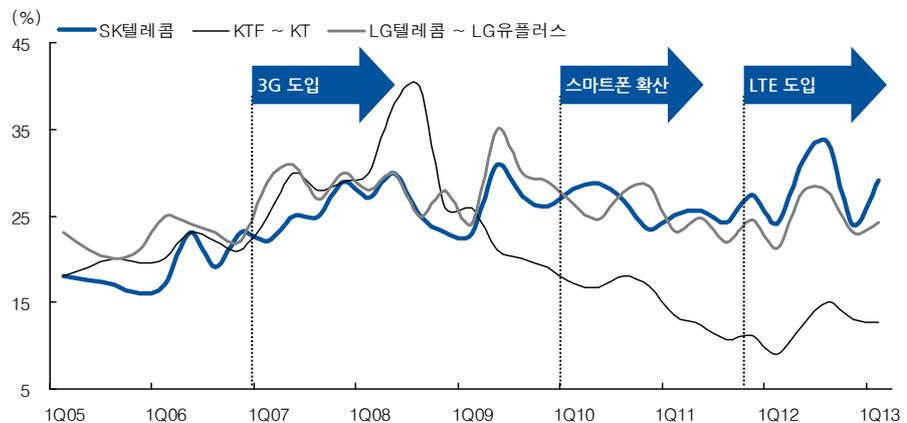
**2009년 4분기 이후에는 스마트폰 확산 시기**였다. KT가 2009년 11월에 아이폰을 도입한 후 스마트폰이 급속히 대중화되었다. 그러나 3G 초기 단계에 비해서는 마케팅비 비중이 일정한 수준을 유지했다.

**2011년 4분기 이후로는 LTE 도입 시기**이다. LG유플러스의 초기 적극적인 마케팅이 부각되었다. 올해 들어서는 단말기 출시 간격이 짧아지고 있다. 신규 단말기 출시 때는 보조금이 적더라도 소비자들의 자발적인 교체 유인이 자극되는 경향이 있다. 기존 단말기 대비 아주 혁신적인 모델이 아닌 개량적인 성격이 많아 통신사의 마케팅보다는 제조사의 판매장려금 정책이 중요해질 것으로 판단된다.

올해 LTE 침투율은 30~50% 등 대중화 구간의 통과가 진행되고 있다. 그러나 각 통신 사업자의 경우 초기 유치 단계를 지나, 마케팅 과열 시기는 지나고 있는 것으로 판단된다. 실제로 각 기업들은 요금 할인 위약금을 도입하고, 착한 기변 정책 등 가입자 뺏어오기 마케팅보다는 가입자 유지 전략으로 선회하는 모습이다. 또한 보조금 지출보다는 신규 요금제 출시 등으로 비용 지출이 아닌 방식을 구사하고 있다. 한편 보조금 지출이 방통위 규제 등으로 2분기에 현저히 감소하고 있다. 제조사는 출고가 인하도 시행하고 있다.

향후 LTE-Advanced 등 신규 네트워크 기술이 등장할 예정이다. 그러나 3G에서 LTE 전환을 한 경우 대비 투자 규모가 적을 것으로 예상되며, 마케팅비 규모도 체감될 것으로 전망된다.

그림 46. 서비스 매출액 대비 마케팅비 비중 추이: 과열 시기 지나고 있다



주: 2009년부터 KTF에서 KT 기준, 2010년부터 LG텔레콤에서 LG유플러스 기준, 2013년 1분기는 영업정지 요소 감안 필요  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

■ 정부 규제는 통신비 초점에서 차츰 벗어나는 중

정부의 규제 방향은 통신비의 직접적인 인하 압력 위주에서 차츰 벗어나고 있다. 다양한 간접적인 정책 도구가 등장하며 활용되고 있기 때문이다. 단말 유통 제도의 보완 및 신규 도입, 사업 비용 규제 등으로 다양해지고 있다.

과거 직접적인 통신비 인하의 경우 실효성이 크게 없는 편이었다. 2011년 9월의 기본료 1,000원 인하는 통신서비스 기업과 소비자 모두에게 불만족스러운 결과를 안겨줬다. 기업은 매출 감소를 감수해야 했고, 소비자는 체감 인하 정도가 낮았기 때문이다.

2012년에 알뜰폰(MVNO) 및 단말자급제(Blacklist) 등 신규 제도의 도입이 본격화되었다. 알뜰폰의 경우 케이블, 할인마트 등 기존의 가입자 및 유통 채널을 갖고 있는 대규모 사업자가 진입하면서 가입자가 증가하는 추세에 있다.

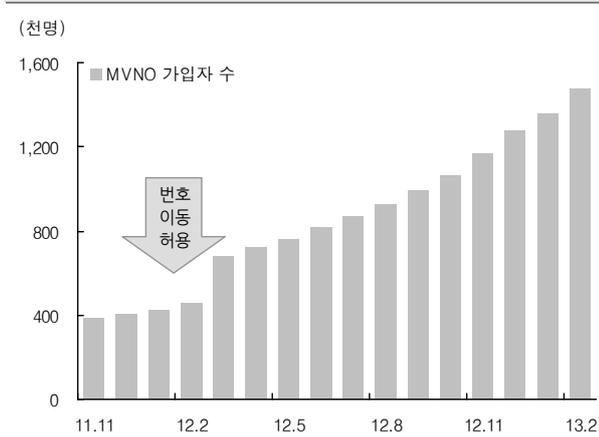
이번 정부는 우선 가입비의 점진적인 폐지를 계획하고 있다. 가입비는 소비자가 서비스에 가입할 때 한 번만 발생하는 매출이며, 기업 측은 서비스 약정 기간 동안 분할해서 매출로 인식한다. 예전의 통신비 기본료나 과금 단위 변경 때보다는 영향이 제한적일 전망이다.

표 4. 정부의 통신비 관련 주요 개입 내용

시기	내용
2004년	월 기본료 1천원 인하
2008년	SMS 요금 인하
2010년	음성통신 초당 과금제 도입
2011년	월 기본료 1천원 재인하, 매월 문자 50건 무료 제공
2012년	알뜰폰(MVNO) 도입 및 단말자급제(Blacklist) 본격화, mVolP 허용 거론
2013년~2015년	가입비 단계적 폐지 예정 2013년 8월중 이동통신 가입비 40% 인하 계획

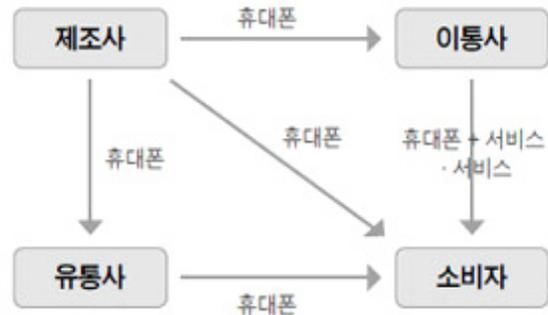
자료: 방송통신위원회, 미래창조과학부, 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. 알뜰폰 (MVNO) 도입 후 가입자 추세



자료: 방통위, 미래부, KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 단말자급제 (Blacklist) 도입 후 휴대폰 유통경로



자료: 방통위, KDB대우증권 리서치센터

■ 또다른 양적 성장의 기회

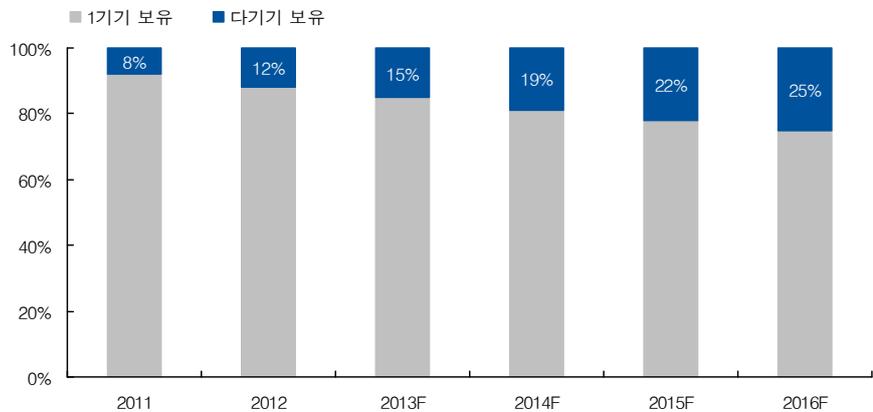
통신서비스 기업에 있어 기존의 시장은 B2C, 가구(유선) 및 개인 가입자(무선) 시장이었다. 해당 시장의 포화로 인해 기업들은 시장 저변을 확대하기 위해 노력하고 있다. 1) 기존 B2C 시장의 추가적인 침투, 2) 기업 시장으로의 진출, 3) 사람 간이 아닌 사물 간의 통신 등을 살펴볼 수 있다.

1) B2C 시장의 추가적인 침투는 다기기 가입 증가에서 찾아볼 수 있다. 이제 통신서비스 기업의 지표 중 인당 매출(ARPU)은 점진적으로 **계정별 매출 (ARPA, Average Revenue Per Account) 단위로 변화될 전망**이다. 한 소비자의 다기기 보유 비율이 증가하고 있기 때문이다. 통신서비스 기업들도 데이터 셰어링 요금제 등으로 한 계정 내 가입 단위 수의 성장을 꾀하고 있다. 1가입자 1기기 차원에서 1가입자 다기기 차원으로 확대될 전망이다.

미국 Verizon의 경우에는 현재 ARPA를 실적 지표로 발표한다. Verizon의 최근 가입자당 평균 기기 가입 개수는 약 2.7개로 나타나고 있다. 한국의 경우도 태블릿 등 스마트 디바이스의 보급, 무선 데이터 속도의 증진 등에 따른 서비스 사용량 증대, 기업의 데이터 위주 요금제 개편 등으로 기기 가입 개수가 늘어날 수 있을 전망이다.

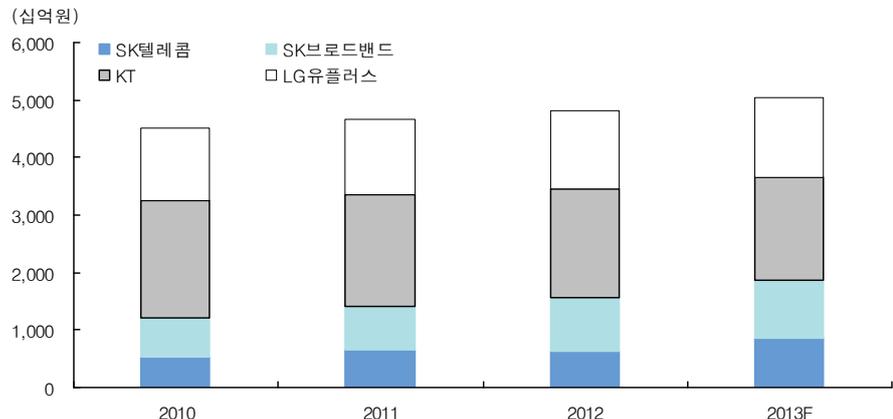
2) 기업 대상 시장에서 거두는 **매출 (B2B)이 증가** 중이다. 기업 전용회선 등 통신 관련 서비스와 컨버전스 솔루션 매출이 증가하고 있다. 최근에는 모바일 게임과 영상 서비스의 발달로 모바일 트래픽의 증가 및 변동성을 관리해주는 기업 대상 클라우드 서버 사업이 확대되는 추세이다. 통신서비스 기업의 소비자 시장 위주의 매출 (B2C) 체질이 점진적으로 변화될 전망이다.

그림 49. 다기기 보유 비율 증가



자료: Cisco, KDB대우증권 리서치센터

그림 50. B2C에서 B2B 시장으로 확대: 기업 서비스 매출의 성장세



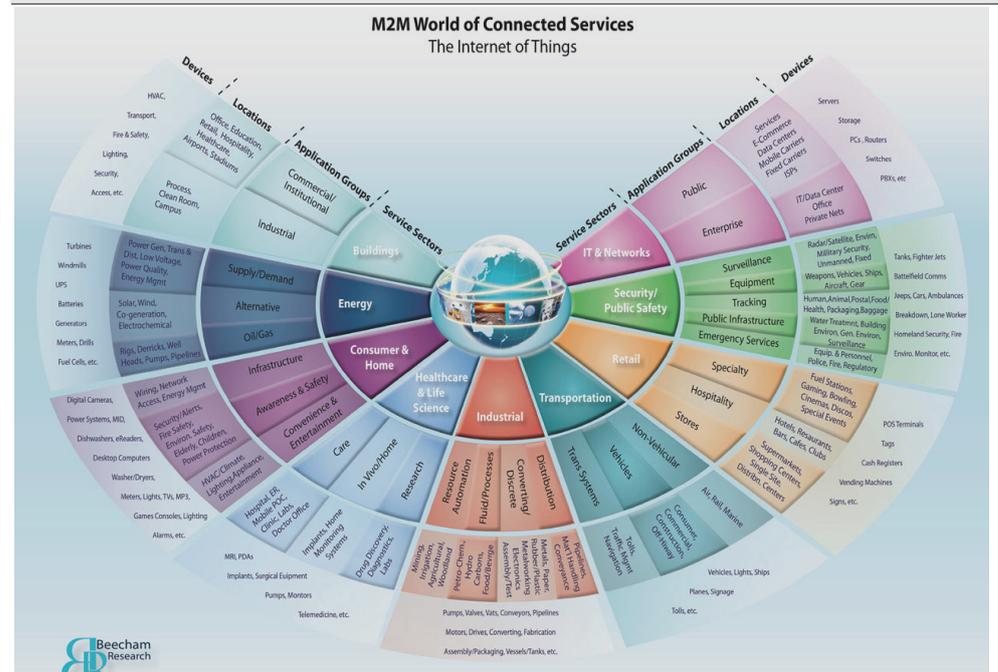
주: SK텔레콤 본사 신규사업/기타 부문, SK브로드밴드 B2B 부문, KT 전용회선 및 IT/솔루션 부문, LG유플러스 데이터 부문의 각 매출 자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

3) 사물인터넷(M2M: Machine-to-Machine 또는 IoT: Internet of Things) 시장도 통신 기업이 양적인 성장 차원에서 검토해 볼만한 영역이다. 기본적인 개념은 모바일 기기의 보급뿐 아니라, 기존의 기기 및 사물들(시계, 안경, 자동차 등)도 스마트화가 진행되고 인터넷에 연결되면서 통신 서비스의 사업 영역 및 대상이 확대되는 것이다.

통신 기업의 기존 사업은 해당 상품을 사용하는 사람 위주로 서비스 대상을 한정했다. 그러나 연결성이 사람 사이뿐 아니라, 다양한 기기와 사람, 심지어 사물 간으로 확대되면서 ‘가입자 subscriber’ 개념보다는 ‘계정 account’이 더 중요한 시대가 도래하고 있다.

해외의 경우 영국 Vodafone이 산업용 M2M 플랫폼에서 선도적인 기업이다. 2010년 2월에 미국의 Verizon, Qualcomm 계열의 nPhase 등과 함께 사업을 상용화했다. 한국은 통신 3사가 자체적으로 M2M 플랫폼을 확보하여 상용화 서비스를 전개 중이다. 최근에는 환경부가 음식물 쓰레기 종량제를 시작하면서 3G 이동통신망을 활용한 ‘스마트 종량제 음식물 쓰레기통’ 사업이 부각되고 있다.

그림 51. 사물인터넷이 가능한 영역



자료: Beecham Research

그림 52. 3G 통신망 활용한 '종량제 음식물 쓰레기통', 국내 3천억원의 시장 규모로 파악 중



주: LG유플러스가 현재 70% 정도의 시장점유율 1위 사업자로 추산, 자료: 조선일보

■ 구조적인 개선 추세를 보이는 해외 대표적인 사례: Verizon

미국 Verizon은 미국 통신서비스 업종에서 명확한 승자로 가려지는 분위기다. 최근 1분기 실적은 애널리스트 예상치를 상회했다. 가입자 순증이 지속되고 있고, 신규 요금제 등의 효과가 나타나고 있다. 자체 경영 노력 등에 따라 수익성 상승에도 탄력이 붙고 있다. **한국 통신 기업들에서도 유사한 추세가 나타나고 있는 상황으로서 Verizon의 사례에서 방향성을 찾을 수 있다.**

작년 6월 출시한 신규 데이터 요금제인 ‘Share Everything Plan’의 가입자 비중은 전체 가입자 내 30%에 이르고 있다. LTE 가입자 비중과 유사하다. 스마트폰 가입자 비중은 61%로서 향후 3G의 LTE 이동에 따라 ARPU는 더 증가될 전망이다.

수익성이 상승하는 배경으로는 크게 3가지 요인이 있다.

1) **모바일 데이터 매출이 증가**하고 있다. 수량(Quantity)의 증가세는 데이터를 많이 일으키는 성격을 지닌 LTE 가입자 수와 개별 가입자의 데이터 사용량 모두에서 동시에 진행되고 있다. 가격(Price)의 인상도 데이터 매출 증가를 촉진했다. 데이터 위주로 요금 구조를 전환하면서 수익성이 현저하게 향상되었다. 모바일 서비스 부문의 마진은 50.4%에 도달해 작년 40%대에서 상승했다.

2) **마케팅비가 구조적으로 감소**세에 있다. 스마트폰 신규 가입자 규모는 체감되고 있다. 스마트폰 초기 보급 단계를 지났기 때문이다. 따라서 가입자 유치 마케팅비가 구조적으로 감소되고 있는 것으로 파악된다. 또한 미국 내 이동통신 시장 구조가 복점(Duopoly) 구조가 되면서 마케팅 유인도 적어지고 있다. Verizon과 AT&T 중심으로 시장이 양분되었고, 이 두 사업자는 거의 유사한 전략으로 사업을 진행 중이다.

3) **비용 조절**에도 나서고 있다. 올해 영업비용 절감을 위해 노력 중이며, 설비투자도 감소세에 있다.

최근 투자 의견 및 목표주가는 상향되고 있는 추세이다. 현재 2013년도 기준 PER은 18배 수준으로 미국 시장 대비 프리미엄 수준에 거래되고 있다. Valuation이 비싸지고 있음에도 불구하고 여전히 긍정적인 평가를 받는 이유는 실적 개선 추세가 단발적인 것이 아니라, 구조적인 요인에 기인하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

표 5. Verizon 미국 현지 애널리스트의 추정치 및 의견 현황 (달러, 개)

	2Q13F	3Q13F	2013F	2014F
EPS 추정치 평균	0.73	0.75	2.80	3.23
1달 전 EPS 추정치 평균	0.73	0.75	2.80	3.22
3달 전 EPS 추정치 평균	0.72	0.75	2.77	3.14
1년 전 EPS	0.64	0.64	2.31	2.79
매출액 추정치 평균	29.82B	30.18B	120.49B	125.12B
1년 전 매출액	28.55B	29.01B	115.85B	120.39B
	<b>현재주가</b>	<b>평균</b>	<b>최저</b>	<b>최고</b>
목표주가	50.24	54.02	47	59
		<b>강력 매수</b>	<b>매수</b>	<b>중립</b>
투자 의견 증권사 수		8	11	15

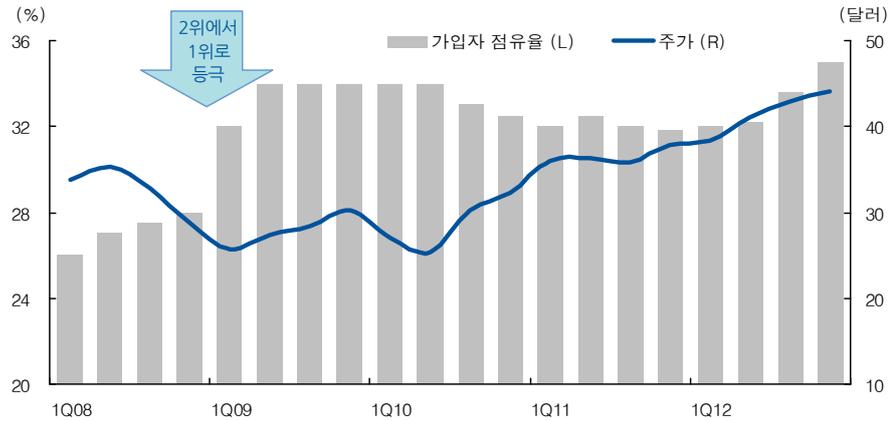
주: 2013년 6월 10일 기준, 매출액 수치 뒤의 B는 십억 단위 의미,  
자료: Yahoo Finance, KDB대우증권 리서치센터

표 6. Verizon의 수익성 및 Valuation 지표 (% , 배)

회계년도	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
항목	<b>영업이익률</b>			<b>PER</b>			<b>PBR</b>		
	11.4	20.8	22.2	16.8	18.0	15.6	4.3	3.9	3.6
항목	<b>EV/EBITDA</b>			<b>ROE</b>			<b>배당수익률</b>		
	7.9	5.9	5.5	3.3	18.8	22.8	3.8	4.1	-

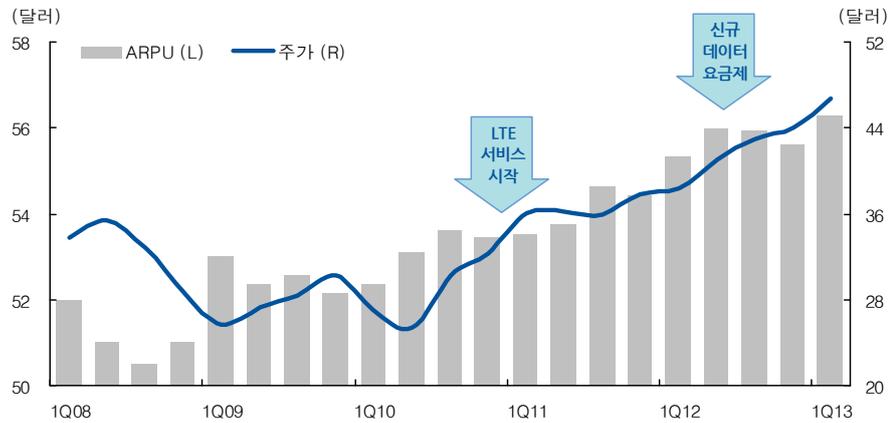
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 53. 미국 Verizon의 가입자 점유율과 주가 추이



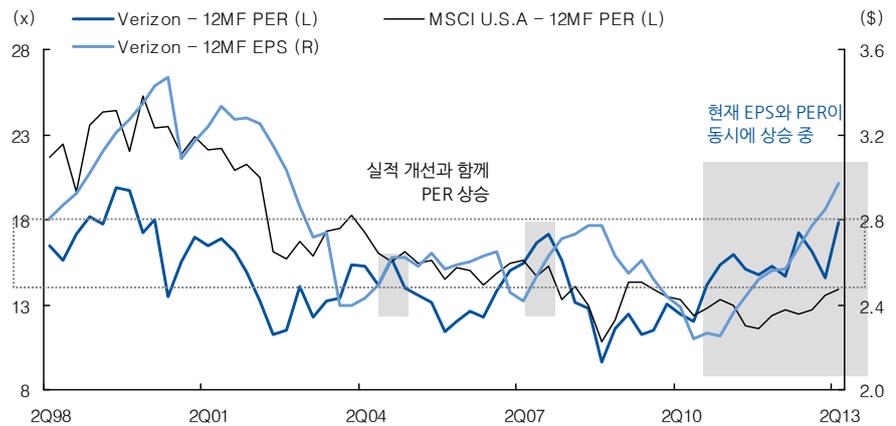
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 54. 미국 Verizon의 ARPU와 주가 추이



자료: Wireless Intelligence, Verizon, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 55. Verizon은 EPS와 Multiple이 동시에 상승 중!



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

## 2. 안정적인 사업 성격 부각

### ■ 스마트 환경에서의 통신서비스 중요성 증대

통신서비스 기업들은 1) 망 제공 사업자, 2) 음성 등 간단한 데이터 통신 사업자 정도의 위상에서 3) 사용자  
의 경험을 기반으로 한 개인화된 종합서비스를 제공하는 사업자로 이행하고 있다.

스마트 기기 사용과 실시간 업데이트가 일상화되면서 통신서비스의 중요성이 증대되고 있다. 네트워크에 연결되어야만 구동되는 디지털 서비스 및 기기들이 많아졌기 때문이다.

통신 네트워크 상에서 이루어지는 사용자들의 다양한 행태들이 ‘트래픽’을 발생시킴과 동시에 ‘데이  
터’를 생성하고 있는 것에도 주목된다. 현재는 ‘트래픽’에 주목하는 시기이다. ‘망 중립성’이 이슈화되  
는 이유이기도 하다. 그러나 차츰 ‘데이터’ 영역으로 아젠다는 이동할 전망이다. 효율적으로 데이터를  
수집할 수 있는 기회 자체가 ‘게임 체인저’로 작용할 수 있을 것이다.

그림 56. 상시 접속 생활화로 인해 통신서비스의 필수성 증대



자료: mankindunplugged, KDB대우증권 리서치센터

### ■ 가입자 기반의 견조한 비즈니스 모델

통신서비스 사업은 유료 가입자를 기반으로 한 안정적인 비즈니스 모델을 갖고 있다. 기본료 및 종량  
제 체계의 수익 구조를 갖고 있다. 매월 예측 가능한 현금 흐름이 꾸준히 발생하는 구조이다. 쌓인 현  
금을 기반으로 배당 지급도 한다. 이러한 사업 특성은 투자자들에게 신뢰성을 줄 수 있다.

2011년 하반기부터 미국 미디어 주식들은 경기 개선 등으로 일제히 상승세를 나타냈다. 그 중 가장  
성과가 좋았던 종목군은 유료 가입자 기반 사업을 하는 케이블SO와 위성방송이었다. 가입자 수 및  
ARPU 등 가시적인 신뢰도 높은 지표와 높은 배당 성향 등의 특성이 차별점으로 작용한 것으로 판단된다.

그림 57. 미국 미디어 중에서도 케이블, 위성 등 '유료 가입자 기반 사업' 종목의 성과가 긍정적

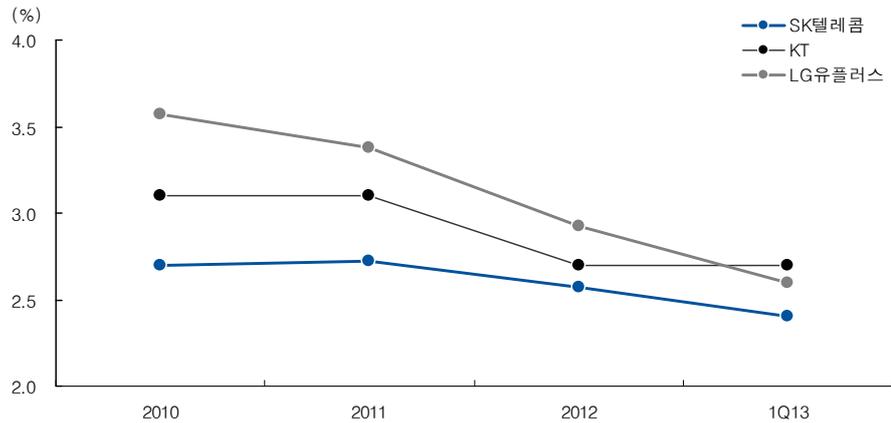


자료: Bloomberg

■ 서비스 해지율은 구조적 하락세

이동통신 가입자 해지율이 2010년 이래로 꾸준히 낮아지고 있다. 가입자 기반 사업의 안정성이 증진되고 있는 상황이라고 해석된다. 실제로 각 통신서비스 기업들은 최근 들어 장기 가입자 우대 정책을 도입하는 등 가입자 유지를 위한 정책을 강화하고 있다. 각 기업 간의 서비스 종류와 품질의 격차가 차츰 해소되고 있는 것도 해지 유인을 낮추고 있는 것으로 파악된다.

그림 58. 이동통신 가입자 월평균 해지율 추이



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

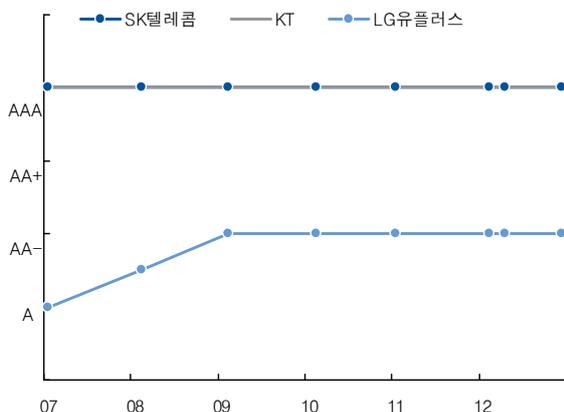
■ 채권 평가에서도 안정적인 사업 특성이 긍정적으로 작용

채권 시장에서도 통신서비스 사업의 안정적인 성격이 긍정적으로 작용하고 있다. 통신서비스 기업들의 신용등급은 대체로 높은 편이다. 한국기업평가에 따르면 SK텔레콤과 KT가 일반사채의 경우 AAA 등급으로 평가받고 있으며, LG유플러스는 2007년 이후부터 점진적으로 신용등급이 개선되어 2009년 이후 일반사채는 AA- 등급으로 평가받고 있다.

스마트폰 시대에 들어와 단말기 할부에 따른 매출채권이 재무적인 부담으로 작용하기 시작했다. 기존 피쳐폰 대비 가격이 비싼데다 교체 주기가 짧아졌기 때문이다. 2009년에 SK텔레콤이 단말기 할부채권을 유통화한 것을 시작으로, 2011년부터 통신서비스 3사 합산 유통화 물량은 급증했다.

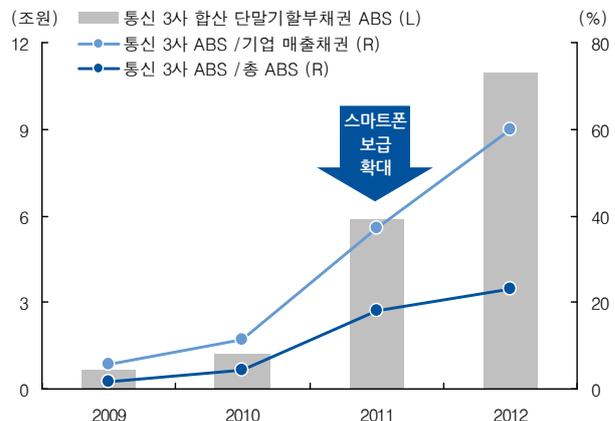
단말기 할부채권 ABS는 안전성과 비교적 높은 금리를 동시에 누릴 수 있어 투자자들에게 인기가 좋은 편이다. 일반 금융채나 회사채와 달리 담보가 있고, 신용등급이 우수한 통신 기업들이 보증하는 형태이기 때문이다.

그림 59. 주요 통신사의 회사채 신용등급 추이



자료: 한국기업평가, KDB대우증권 리서치센터

그림 60. 통신사 단말기 할부채권 유통화증권 (ABS) 발행 증가 추세



자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

### 3. 비통신 및 신규 사업의 수익 기여 본격화

#### ■ 미디어 사업 확대 중

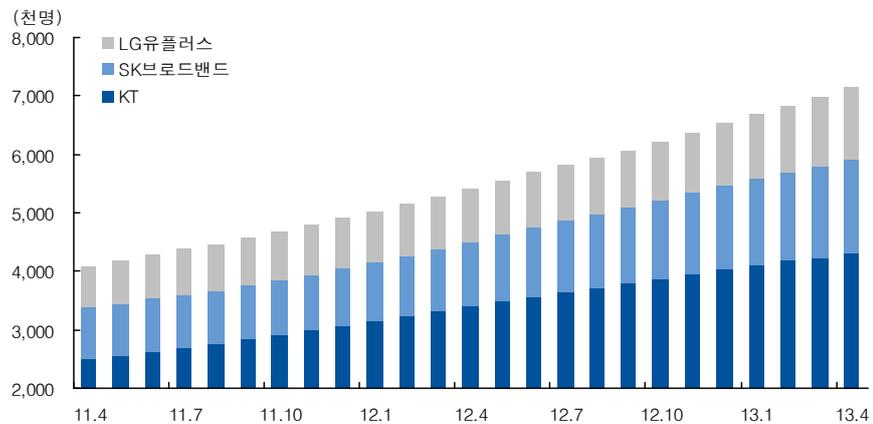
통신서비스 기업들의 비통신 사업 중 현재 가장 가시적인 성과를 나타내는 곳은 미디어 부문이다. IPTV 사업의 경우 초기에는 유선통신 사업의 하락세를 방어하기 위한 결합 상품 차원으로 접근했다. 그러나 **방송의 디지털 전환이라는 메가 트렌드, VOD 등 디지털 기능에 대한 소비자들의 선호 증대 등의 우호적인 여건**을 만나면서 사업의 위상이 달라지고 있다.

4월에 IPTV 가입자 수는 700만 명을 돌파했다. KT의 경우 자회사 스카이라이프가 디지털 위성방송을 운영하고 있다. 위성까지 포함한 통신 계열 미디어 가입자의 국내 유료방송 시장 점유율은 40%를 상회하고 있다. 케이블 방송의 디지털 전환율이 36% 수준인 점을 감안할 때 **디지털 미디어 시장에서 통신 기업의 위상은 커지고 있다고** 판단된다.

통신 계열의 IPTV와 위성 합산 가입자 수는 케이블 방송 가입자 수에 근접하고 있다. 전년 대비 가입자 수 증가율은 IPTV가 32.2%, 위성이 16.9%로 고성장하고 있는데 반해, 케이블은 정체 국면이다. 통신 가입자 대상의 결합 판매 등을 통한 마케팅 효과, 디지털 방송에 대한 소비자의 선호 등이 동시에 긍정적으로 작용하고 있다.

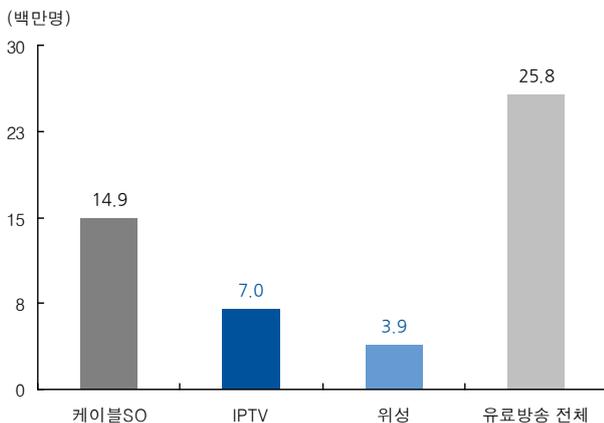
현재 가입자 수의 증가라는 양적 성장기를 누리고 있다. 향후 가입자 수가 규모의 경제 수준에 도달하고, 부가 수익의 증가에 따라 수익성까지 도모할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 초고속 인터넷 등 **망 제공 수준의 사업에서 IP 기반의 종합 서비스 제공으로 사업이 확대되고** 있는 점도 긍정적이다.

그림 61. IPTV 가입자 추이: 700만명 돌파



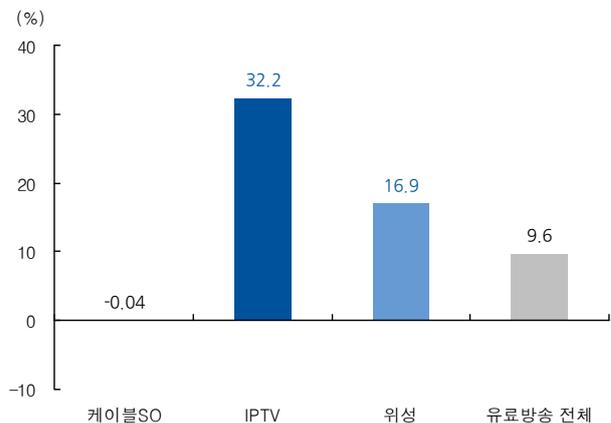
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 62. 유료방송 플랫폼별 가입자 수 현황 (1Q13)



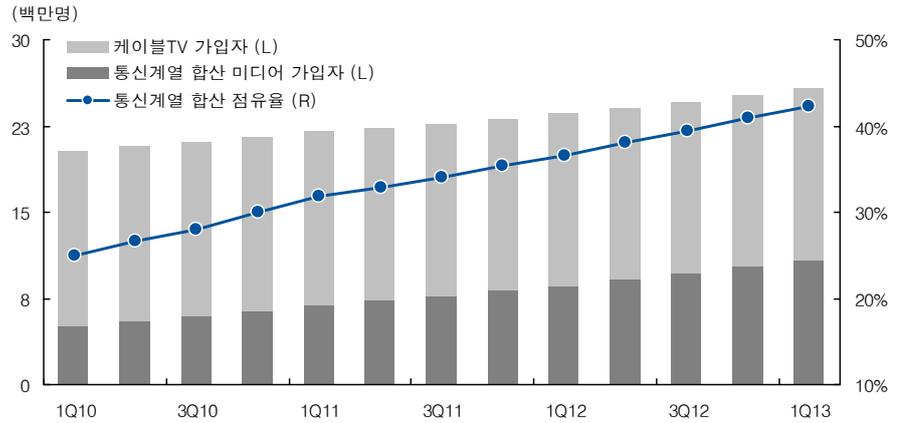
주: 케이블SO 가입자는 협회 집계 기준, 푸른색 계열은 통신서비스 기업 의미, 자료: ICTI, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 63. 유료방송 플랫폼별 가입자 전년 대비 증감률 (1Q13)



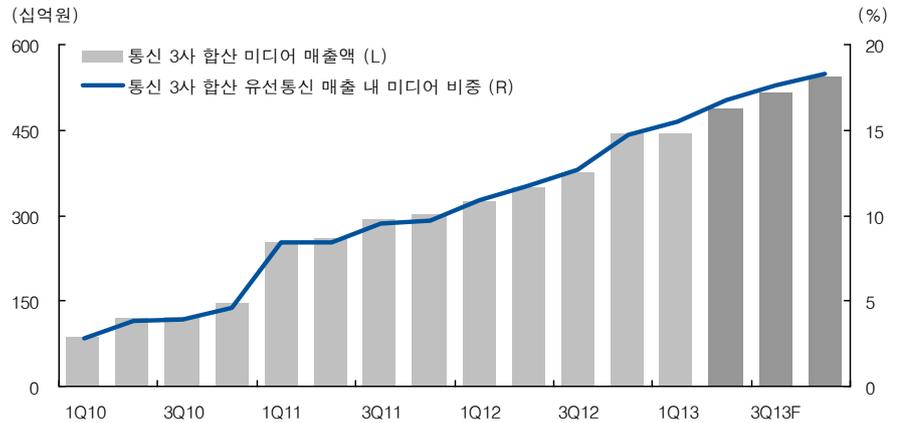
주: 케이블SO 가입자는 협회 집계 기준, 푸른색 계열은 통신서비스 기업 의미, 자료: ICTI, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 64. 통신 계열 미디어 가입자의 유료방송 시장 내 점유율 40% 상회



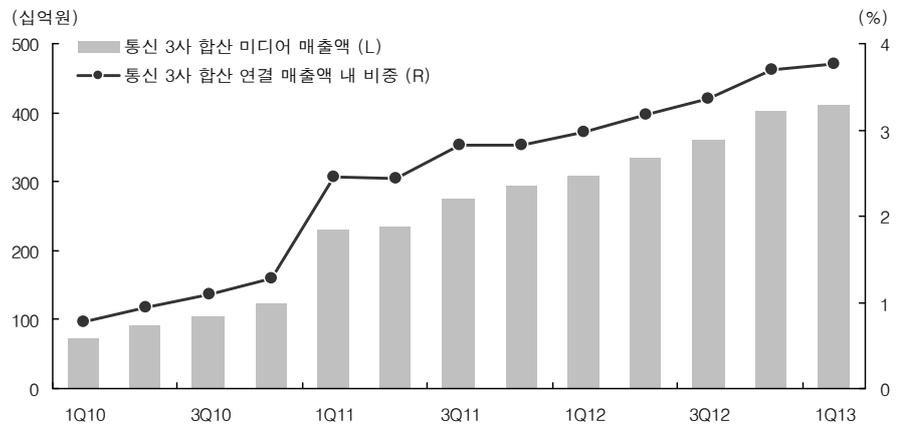
주: 통신 3사의 IPTV 가입자와 KT 계열 스카이라이프 위성 가입자 합산  
자료: 각 사, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 65. 미디어 부문의 유선통신 매출 기여도 상승세



주: KT, LG유플러스, SK브로드밴드 합산  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 66. 미디어 부문의 전체 매출 내 비중도 점진적 증가세



주: KT는 2011년부터 KT스카이라이프 미디어 매출이 연결 인식됨  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 67. 국내 1년 전 유료방송 시장 점유율 (1Q12)

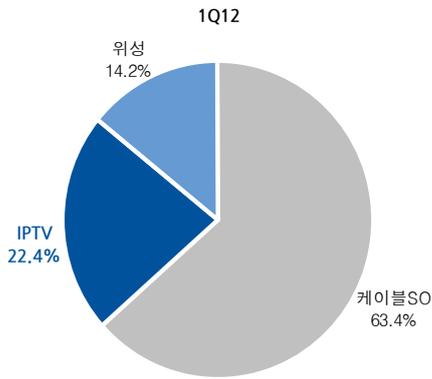
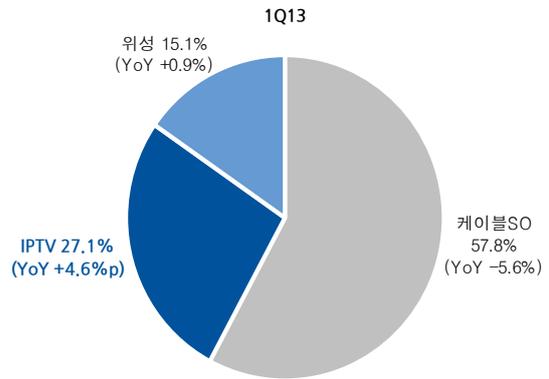


그림 68. IPTV의 점유율이 현저하게 확대 (1Q13)



자료: 각 사, ICTI, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 69. 국내 유료방송 업체의 가입자 현황 (1Q13)

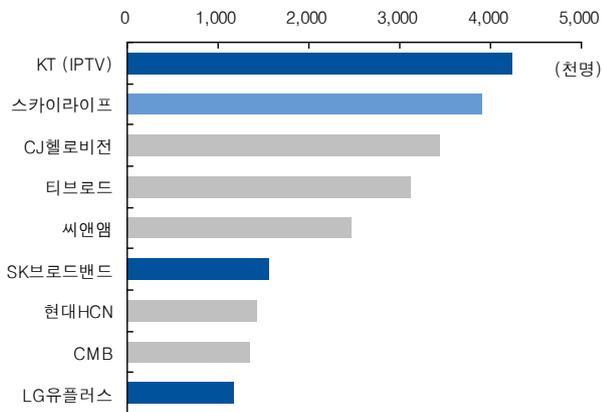
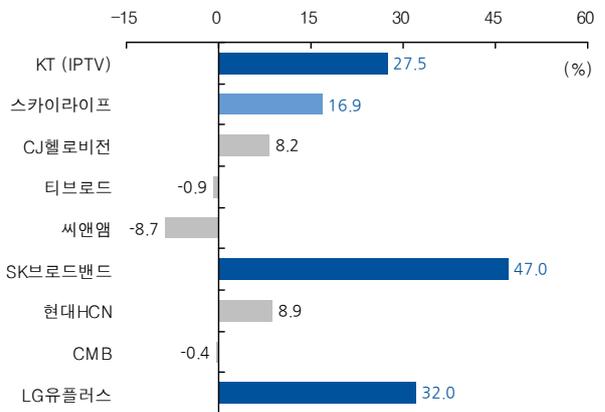


그림 70. 통신 계열 가입자가 전년 동기 대비 가장 많이 증가 (1Q13)



주: 케이블SO 가입자는 협회 집계 기준, 푸른색 계열은 통신서비스 기업, 회색은 케이블SO 의미, KT와 스카이라이프 가입자에는 OTS 결합상품 가입자 각각 포함  
자료: 각 사, ICTI, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 71. 북미 유료방송 플랫폼별 시장 점유율 전망 (2013)

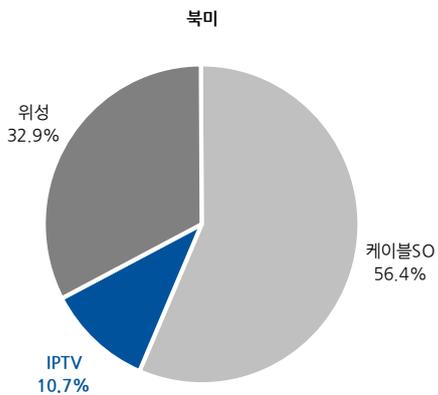
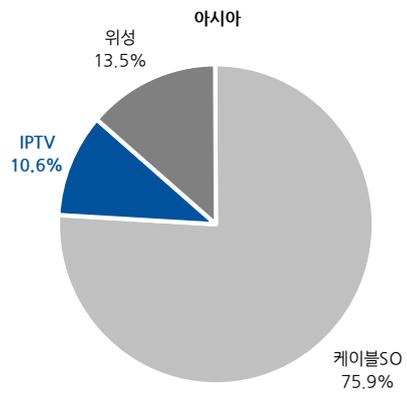


그림 72. 아시아 유료방송 플랫폼별 시장 점유율 전망 (2013)



자료: Digital TV Research, KDB대우증권 리서치센터

그림 73. 미디어 산업의 Value Chain



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 74. KT가 통신 기업 중 가장 많은 미디어 Value Chain 보유



주: 한국HD방송은 스카이라이프 자회사로 PP 사업 중, KTH는 KT 자회사로 영화 IP 판권 보유 및 T커머스 사업 중  
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 75. SK브로드밴드, LG유플러스는 IPTV 및 OTT 위주



자료: KDB대우증권 리서치센터

해외 여러 통신 사업자들도 미디어 사업을 확장하고 있다. 각 사의 미디어 사업 전략 및 동향은 국내 통신 사업자들에게 많은 시사점을 준다.

미국의 경우 AT&T가 가장 큰 IPTV 사업자이다. AT&T는 IPTV 브랜드로 U-verse를 사용하고 있다. 최근 1분기 실적 발표에서 IPTV 사업은 투자자들의 많은 관심을 받았다. 초고속 인터넷보다 가입자를 더 많이 모았기 때문이다. 현재 480만 IPTV 가입자를 보유하고 있으며, 1분기의 신규 가입자 수는 최근 2년 내 가장 많았다. 특히 IPTV 매출액이 전년 대비 31.5% 성장하면서 유선 통신 가계 매출액 전체도 전년 대비 2% 증가했다. IPTV 서비스가 음성 및 초고속인터넷 등 전통 유선 매출의 하락세를 효과적으로 상쇄해준 것이다. 최근에는 VOD 기능과 UI를 개편하여 성장세를 지원하고 있다. 한국에서 유선통신 사업 부문 및 가장 많은 IPTV 가입자를 보유한 KT에 시사점을 주고 있다.

미국의 Verizon은 FiOS라는 브랜드로 IPTV 사업을 하고 있다. 최근에는 'Free on Demand Marathon'이라는 VOD 프로모션 행사를 진행했다. 평상시에 유료로 제공되던 VOD를 Memorial Day 시즌에 무료로 볼 수 있는 행사를 한 것이다. 무료 VOD를 많이 이용한 고객일수록, 나중에 유료 VOD 이용 건수도 많았다는 사용자 통계를 기반으로 VOD 매출 증대를 꾀하는 전략이다.

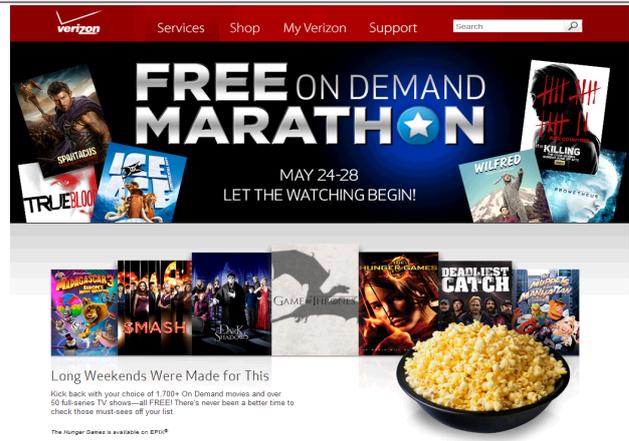
한국도 VOD 매출이 고성장세에 있다. KT의 경우 작년 VOD 매출이 1200억원을 돌파했는데, 전년 대비 약 70% 성장했다. SK브로드밴드와 LG유플러스도 작년 VOD 매출은 약 40% 증가한 것으로 파악된다. 최근에는 지상파 VOD 월정액 상품을 각사에서 출시하고 있다. 기존의 견별 결제 일변도에서 월정액 내 자유 이용 상품이 나오면서 VOD 이용률이 좀더 향상될 것으로 전망된다.

그림 76. 미국 AT&T는 IPTV 서비스인 U-verse의 기능 및 UI 개편



자료: AT&T

그림 77. 미국 Verizon은 'Free On Demand Marathon' VOD 프로모션



자료: Verizon

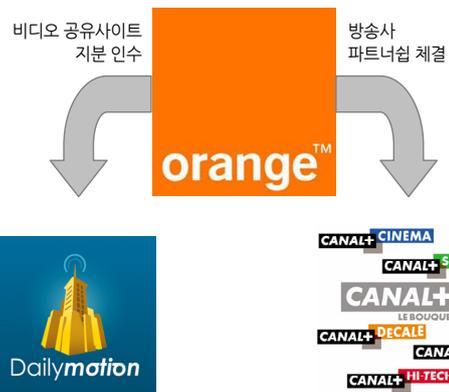
그림 78. 스페인 Telefonica는 미디어 유통플랫폼 Terra 18개국 서비스



Terra is a global digital media company and content producer with a presence in 18 countries, including the United States where it serves the growing Hispanic community. Focusing on lifestyle, entertainment, sports and news, Terra creates an interactive user experience for millions of U.S. Hispanics and provides solutions for advertisers seeking exposure among this key demographic. In Latin America, Terra is the region's leading Internet company, with 70 million unique visitors per month.

자료: Terra

그림 79. 프랑스 Orange는 비디오 공유사이트 인수 및 방송사 제휴



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

IPTV와 OTT 등 미디어 플랫폼 서비스의 경우 '콘텐츠 확보'가 가장 중요하다. 콘텐츠 공급자와의 제휴, 양질의 킬러 콘텐츠를 확보하기 위한 자금력도 중요하다. 콘텐츠를 전달하고 구현하는 과정의 품질 확보를 위해서 네트워크 서비스 등과 잘 연계하는 것도 필요하다.

스페인의 Telefonica는 2010년 스페인에서 미디어 유통 플랫폼인 Terra를 출시했고, 현재 18개국에서 서비스 중이다. 2012년에는 SundayTV라는 OTT 서비스도 시작했다. 광고, 온라인 미디어 렌탈 서비스와 연계하고 있다.

한국의 KT도 TV사업의 연계 매출 향상에 노력하는 모습이다. VOD 외에도 광고, T커머스, 모바일 IPTV 등 TV 가입자를 기반으로 한 다양한 사업이 본격화되고 있다. 올해 초부터 전국에 분포한 600여명의 IPTV 및 위성의 통합 가입자 기준으로 광고를 판매하면서 광고 단가 및 판매율이 향상되고 있다. KTH는 TV 상거래인 T커머스 사업을 본격화하고 있다.

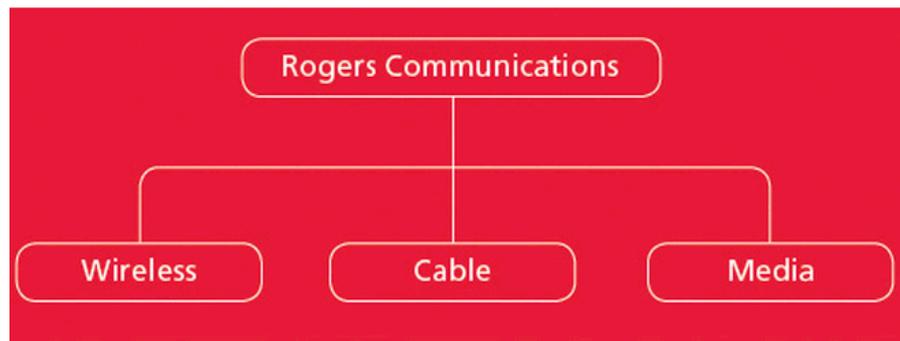
프랑스의 Orange는 인수 및 제휴를 통해 OTT 및 콘텐츠 확보를 하고 있다. 2011년 비디오 공유 사이트인 Dailymotion의 51% 지분을 인수한 후, 올해 나머지 49%의 지분을 또 인수했다. 방송사인 Canal+ 와 제휴해서 영화 등 프리미엄 콘텐츠를 강화했다.

캐나다의 Rogers Communications는 종합 통신/미디어 그룹이다. 무선통신, 케이블 (케이블 SO, 유선 통신), 미디어 (방송 PP, 인쇄, 인터넷) 사업 등을 하고 있다. 통신 기업이면서 케이블 SO를 보유하고 있다는 점이 특징적이다. 기존에 미디어 사업을 하고 있는 상황에서 무선통신 사업으로 확장한 케이스다. 현재는 오히려 무선통신 사업 부문의 실적 비중이 가장 크다. 2012년 사업부문별 성장세는 무선 통신 부문이 낮은 한 자릿수대 성장률이며, 케이블 및 미디어 부문은 정체 상태이다.

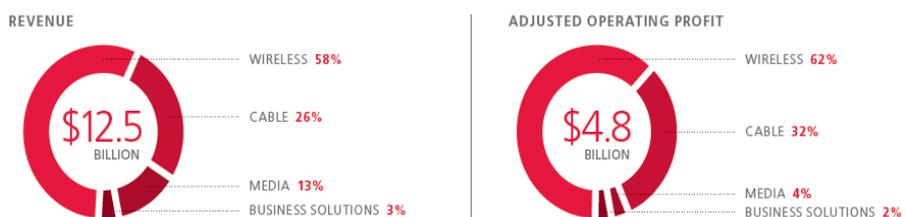
미국의 AT&T도 과거에 케이블 사업에 뛰어들었으나, 비싸게 인수해 싸게 매각했던 실패의 경험이 있다. AT&T는 기존에 유선통신 사업을 하던 중 케이블SO 사업으로 확장을 했었다. 그러나 미디어 분야로의 집중 투자로 인해 2000년대 초반 수익성이 저하되면서 기업 경영에 위기를 맞았다. 결국 사업 구조조정에 돌입했고, 2002년 케이블 부문을 Comcast에 매각했다.

한국은 케이블SO 시장이 규제 완화 및 디지털 전환 흐름 속에서 통합화 과정이 진행될 가능성이 높다. 일부 MSO의 경우 시장에 매물로 나오고 있기도 하다. 이상의 해외 사례 및 국내 상황을 고려해 봤을 때, 국내 통신사의 케이블 MSO 인수 가능성은 낮은 것으로 전망된다.

그림 80. 캐나다 Rogers Communication 사업 부문과 실적



2012 Consolidated Revenue and Operating Profit Profile



자료: Rogers Communications

■ 모바일 플랫폼 사업

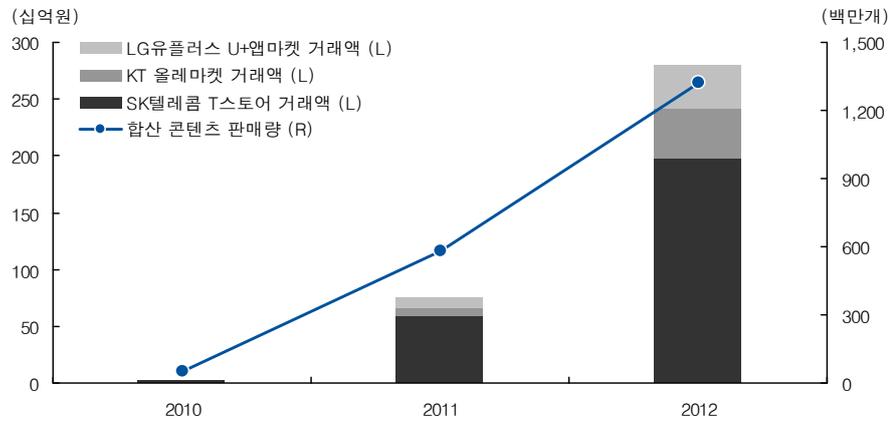
통신 사업자들의 모바일 플랫폼 사업으로는 대표적으로 앱스토어(Application Store)가 있다. 스마트폰 도입 이후 각 통신사들은 자체 앱스토어를 만들었다. 한국의 경우 글로벌 앱스토어가 늦게 진출한 것이 T스토어 등 로컬 앱스토어가 안착할 수 있는 시간을 확보하는데 도움을 준 것으로 판단된다.

그러나 지금은 애플과 구글이 한국에 직접 진출하여 정식 서비스를 하고 있는 상황이다. 카카오톡이나 라인 등의 모바일 메신저들도 앱 유통 시장에 뛰어들고 있다. 경쟁사의 증가로 인해 **통신사의 앱스토어 사업은 성장은 지속되고 있으나, 과도기를 겪고 있는 중이다.**

특히 사용자의 선호도가 높아 매출 규모가 크고 수익성이 좋은 모바일 게임들이 애플, 구글, 카카오톡 등 경쟁 플랫폼에서 주로 유통되고 있는 것이 위협적이다. 이로 인해 향후 통신사 계열의 앱스토어 거래액 성장세는 둔화될 가능성이 있다. **통신사 계열 앱스토어가 향후 성장세를 지속하기 위해서는 차별화가 필요할 것으로 보인다.**

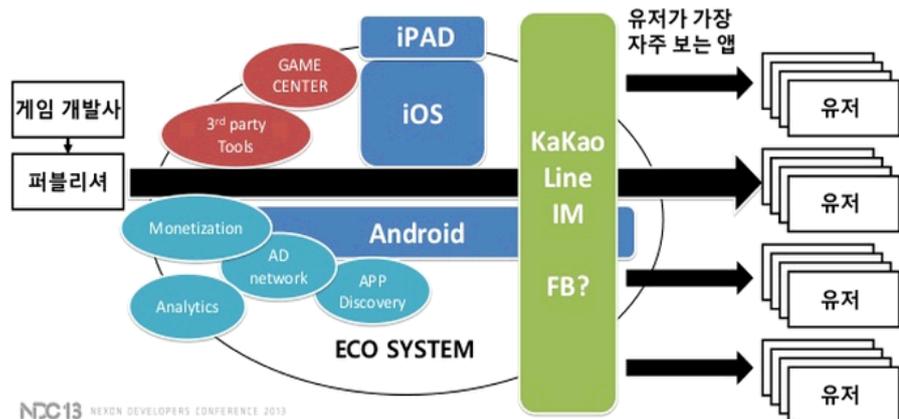
1) 게임 앱 유통과 관련해서는 선별 능력을 좀더 강화하는 것이 필요해 보인다. 현재 Google play에 등록된 게임은 70만개, Apple 앱스토어에는 80만개 정도이다. 카카오톡 게임하기에도 이제 국내 개발사들의 게임뿐 아니라 글로벌 게임사들의 게임도 출시될 예정이다. 앱이 무수히 많아지고 있기 때문에 앱 생태계에서도 검색 및 추천의 중요도가 커지고 있다. 2) 해외나 메신저 계열 앱스토어가 유통하기 어려운 카테고리의 콘텐츠에 강점을 두는 것도 필요할 것이다. 대표적인 것이 로컬 방송 및 영화 VOD 콘텐츠이다. 통신사들은 이미 IPTV 사업 등을 통해 영상 IP 권권을 확보하고 있기 때문에 좀더 쉬운 접근이 될 수 있다.

그림 81. 통신서비스 기업의 앱스토어 성장 추이



주: 각 년도의 9월 월간 데이터 기준, 자료: 국회, KDB대우증권 리서치센터

그림 82. 모바일 앱 유통 생태계: 글로벌 앱스토어, 모바일 메신저의 영향력 확대는 로컬 앱스토어에 부정적



자료: Wildcard, KDB대우증권 리서치센터

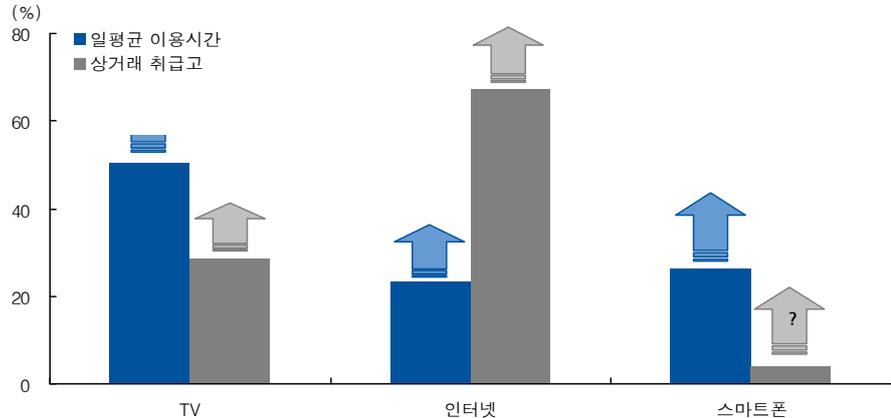
■ 커머스 사업

통신서비스 기업의 커머스 시장 내 영향력은 확대되고 있다. 국내 사용자들의 이용시간, 상거래 시장 규모를 기준으로 플랫폼 별 점유율을 살펴보았다. **이용시간 기준으로 상대적으로 상거래 시장의 성장 여력이 보이는 플랫폼은 TV와 스마트폰으로 판단된다.** TV는 홈쇼핑사들의 영역이었고, 모바일은 아직 시장 형성 초기이다.

SK텔레콤은 모바일 상거래 시장의 가능성을 보고 있다. 인터넷 상거래 시장의 경우, 현재 SK텔레콤의 자회사 SK플래닛(11번가)이 이베이코리아(G마켓과 옥션)에 이어 2위를 점하고 있다. 11번가는 SK텔레콤의 풍부한 자금과 가입자를 바탕으로 적극적인 프로모션, CF 등을 통한 대중 대상의 브랜드 마케팅을 통해 비교적 짧은 기간에 선두권으로 성장했다. 11번가는 온라인 상에서의 지배력과 SK텔레콤의 무선통신 가입자 기반을 바탕으로 모바일 상거래 시장에도 발을 넓히고 있다. 현재 모바일 거래액 기준 선두로 나서고 있는 것으로 파악된다.

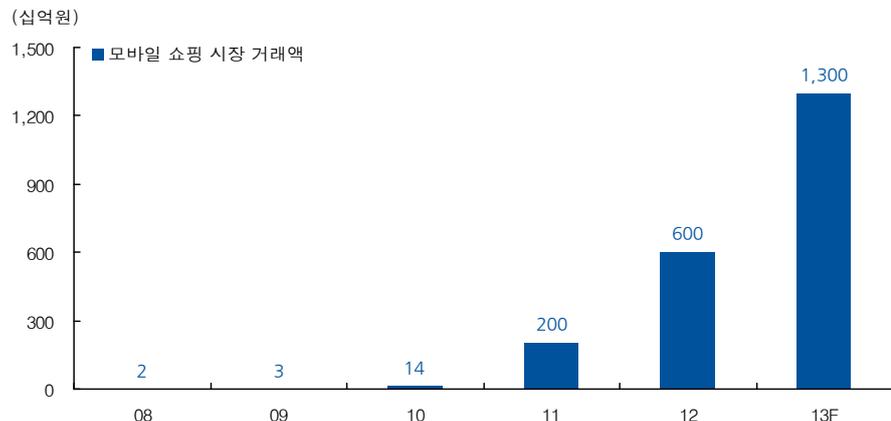
KT는 TV 상거래 시장 내 성장 가능성이 있다. KT는 국내에서 가장 많은 디지털 방송 가입자를 보유하고 있다. 이러한 TV 가입자를 기반으로 한 TV 커머스 사업을 확대 중이다. KT의 자회사 KTH는 채널형 T커머스 사업 '스카이쇼핑'을 하고 있다. KT의 IPTV와 스카이라이프 채널에 입점해있다. 3월에 스카이라이프 채널 번호가 43번에서 17번으로 변경되면서 거래액이 증가했다. 4월에는 스마트폰 결제제를 도입했고, 7월에 대규모 개편 후 상용 오픈을 예정하고 있다. 5월에는 132억원의 제3자 배정 유상증자를 결정했다. T커머스 사업 분야에 투자를 확대해 사업 확장 및 안정화를 도모할 계획이다.

그림 83. 국내 플랫폼별 이용 시간 및 상거래 시장 점유율: TV와 스마트폰에서의 거래 성장 잠재력 관찰



주: 일평균 이용시간, 2012년 연간 상거래 시장 규모 기준, 자료: KT경제경영연구소, KDB대우증권 리서치센터

그림 84. 국내 모바일 쇼핑 시장 추이 및 전망



자료: 한국온라인쇼핑협회, KT경제경영연구소, KDB대우증권 리서치센터

■ 하드웨어 사업 - 반도체 업황 개선 중

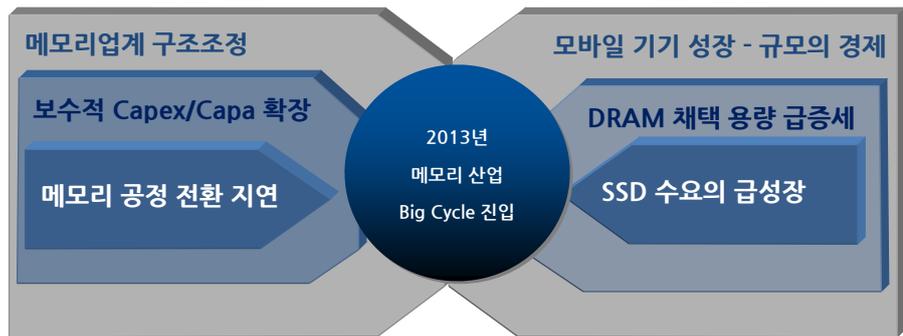
SK텔레콤의 지분법 이익의 큰 부분을 차지하는 SK하이닉스는 반도체 업황의 영향을 많이 받는다. 글로벌 반도체 산업은 Big Cycle에 진입하고 있다고 판단된다. 공급 축소 및 모바일 수요 증가의 선순환 과정을 나타내고 있다.

최근 모바일 DRAM 채택 용량은 1GB에서 2GB로 증가하고 있다. 하반기에는 3GB 용량을 채택하는 스마트 기기도 출시될 예정이다. 메모리 업체들은 모바일 DRAM 비중을 지속적으로 확대하고 있다. 그러나 하반기 수요의 증가 속도는 공급 증가세를 상회할 전망이다.

과거 PC 시장에서도 메모리 채택 용량은 증가해왔지만 점진적인 편이었다. 그러나 스마트폰의 PC화가 진행되면서 모바일 기기의 채택 용량 증가 속도는 훨씬 빠르다. 작년 스마트폰은 1GB 용량이 일반적이었으나, 올해 2GB를 채택하기 시작했다. 모바일 시장은 부품 수요의 급격한 변화를 가져오고 있다. 특히 모바일 DRAM은 ‘승수 효과’가 높은 부품에 해당한다.

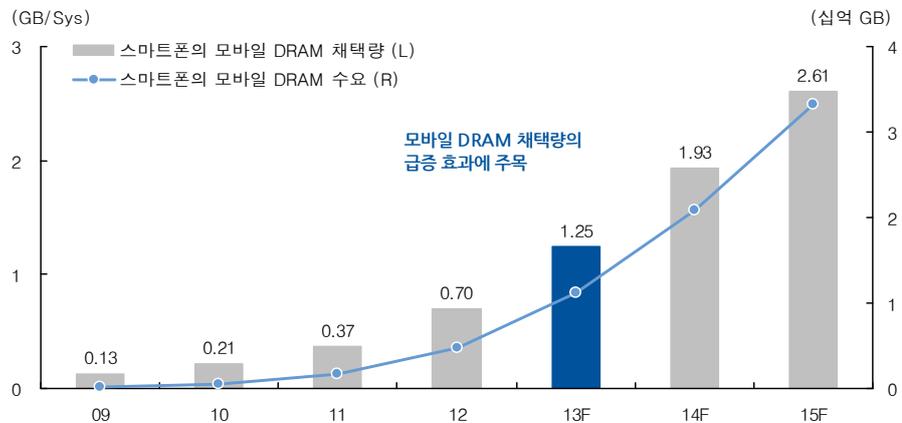
2분기 이후 2GB 용량의 모바일 DRAM 채택이 빠르게 증가할 경우, 모바일 DRAM 업체 전반적으로 공급 부족 현상이 심화될 전망이다. 이러한 과정에서 SK하이닉스의 수혜가 예상되고 있다.

그림 85. 반도체 업황: 모바일 수요 증가로 메모리 시장 Big Cycle에 진입



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 86. 모바일 수요 증가로 모바일 DRAM 채택량 급증세



자료: Gartner, IDC, KDB대우증권 리서치센터

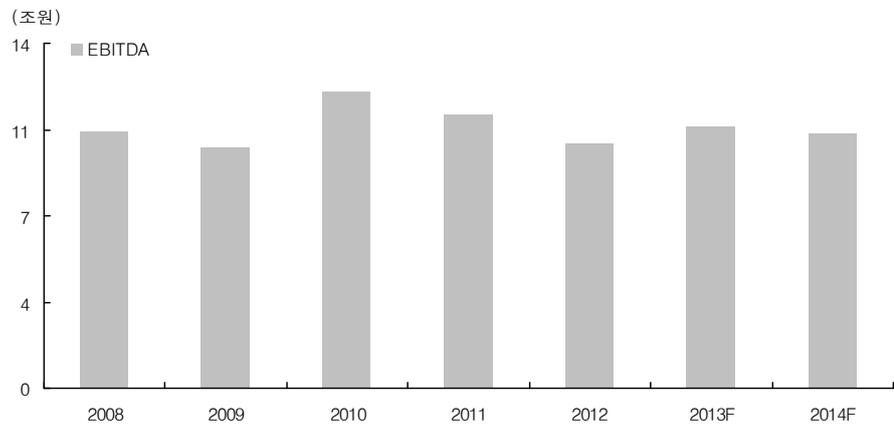
#### 4. 재무 분석 및 전망

통신서비스 업종은 2011년 하반기부터 재무 부담이 증가해 왔다. LTE를 위한 CAPEX 및 마케팅비 증가로 인해 영업이익 감소가 있었다. 스마트폰 판매 증가에 따른 단말 할부채권 잔액 증가도 재무 부담으로 작용했다. 각 사들은 분할 및 인수 이슈, 신사업 부문 증가 등으로 자금 유출 및 차입 규모 증가 이슈도 있었다.

그러나 2012년을 기점으로 재무 부담은 완화될 전망이다. 업종 합산 EBITDA는 2012년 저점으로 회복될 전망이며, 차입금 규모는 2012년을 고점으로 점진적으로 감소될 전망이다.

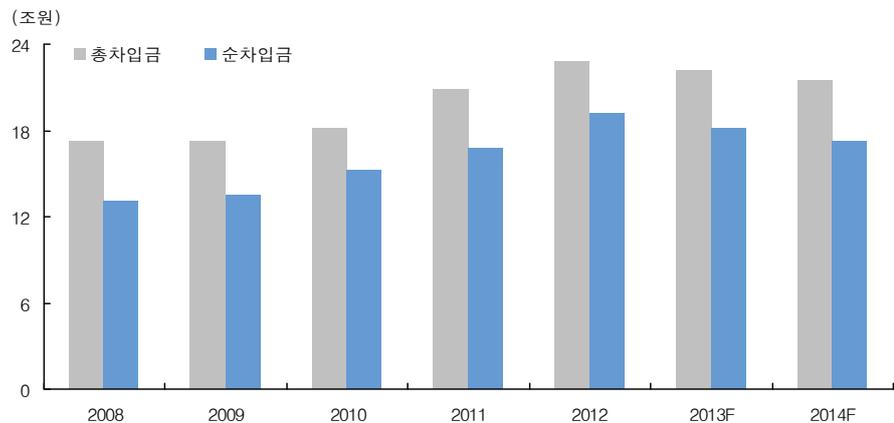
LTE 보급 초기가 지나면서 향후 마케팅비 및 투자 규모 완화가 예상된다. 통신 사업의 수익성이 향상되면서 영업활동을 통한 현금 창출이 지속될 전망이다. 단말 할부채권 유동화 및 매각으로 운전자본규모가 감소되면서 순차입금 규모가 점차 축소되고 있다. SK텔레콤과 KT는 활용 가능한 비영업용 자산 규모가 풍부하고, 통신서비스 기업 전반적으로 우수한 대외신인도를 보유하고 있어, 향후에도 우수한 재무적 융통성은 유지될 전망이다.

그림 87. 통신서비스 업종 연간 EBITDA 규모 2012년 이후 회복



주: SK텔레콤, KT, LG유플러스 연결기준 합산  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 88. 통신서비스 업종 연간 차입금 규모 향후 축소될 전망



주: SK텔레콤, KT, LG유플러스 연결기준 합산  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

### 5. 통신서비스 산업의 리스크 점검

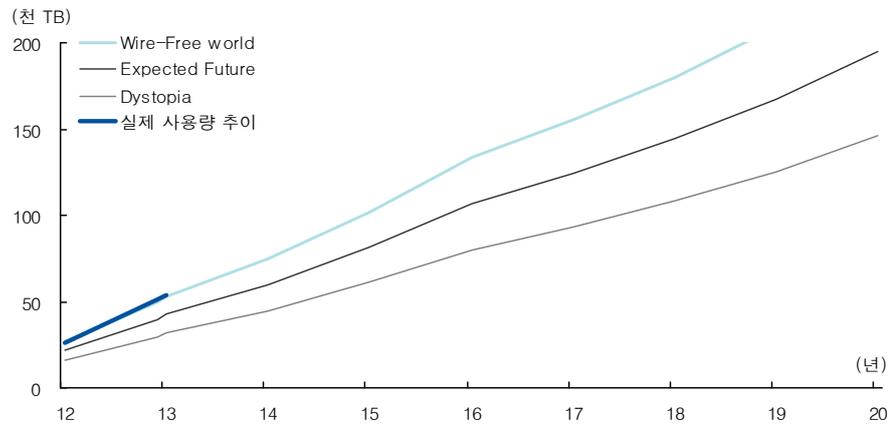
통신서비스 산업은 기간 산업으로서 정부의 정책 및 규제 대상이다. 단기적으로 7~8월에 규제 및 정책 리스크가 증폭될 가능성이 높다. 7월에 방송통신위원회의 보조금 경쟁 조사 후 과징금 등의 처벌 결과가 발표될 예정이다. 8월은 예정대로라면 미래창조과학부의 이동통신 주파수 재할당 결과가 나올 것이다. 각 발표에 따라 해당 기업의 사업에 단기 및 장기적으로 중대한 영향이 예상된다.

현재 과거와 대비해 사업자 간 서비스 품질 등의 격차가 많이 축소되었다. 이러한 상황이 경쟁을 오히려 촉발시킬 가능성이 있다. 예전에는 서비스 격차가 컸기 때문에 하위 사업자가 무리한 마케팅을 하지 않는 편이었다. 그러나 현재는 LTE 망 커버리지가 서비스의 종류, 요금제 등이 거의 유사한 상황이다. 시장 점유율이 뒤쳐진 사업자가 마케팅을 걸어볼 만한 상황이 조성되었다고 볼 수도 있다. 정부 또한 경쟁 촉진 등을 통한 소비자 편의 증대, 통신비 부담 경감 등을 목표로 하고 있다.

그러나 정부는 보조금 차별화에 대한 강력한 규제 의지를 밝히고 있다. 각 시간 비용 지출에 기반한 출혈 경쟁은 자제될 전망이다. 다양한 결합 서비스의 제공, 차별화된 서비스 및 콘텐츠 공급의 필요성, 요금제 혜택 등으로 경쟁 양상이 나타나고 있다.

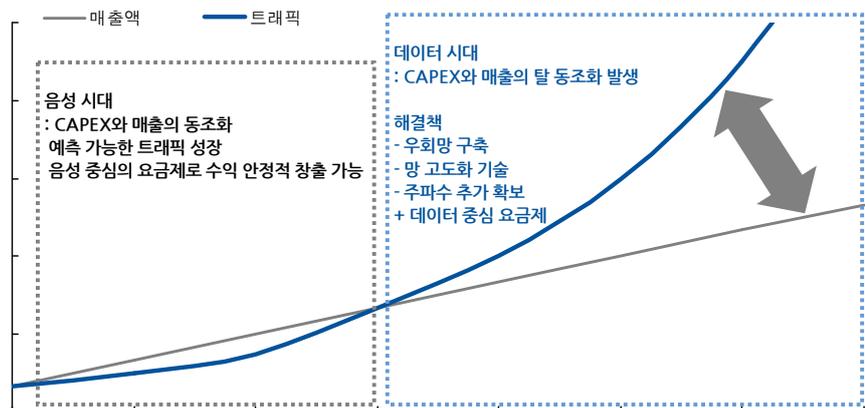
통신서비스 산업의 가장 본질적인 리스크는 데이터 시대로의 진입 후 나타날 수 있는 투자와 매출의 탈동조화 가능성이다. 현재의 모바일 데이터 트래픽 성장세는 2년 전 예측치를 상회하고 있다. 투자와 매출 간의 괴리가 일어날 경우 통신 사업의 수익성은 구조적으로 악화될 수 있다. 주파수 효율화 및 요금제 설계 등에 있어 업체의 효과적인 전략과 정책당국의 신중한 의사결정이 절실한 상황이다.

그림 89. LTE 도입 후 현재 모바일 데이터 트래픽 성장세는 2011년 예측 시나리오 상단에 위치



주: LTE 도입 이전 2011년 모바일 트래픽 예측치 경로 기준 실제 사용량 추이 대조  
자료: 방송통신위원회, 국회, 경희대학교, KDB대우증권 리서치센터

그림 90. 데이터 시대 진입으로 투자와 매출의 탈 동조화 발생 가능성



자료: Atlas, KDB대우증권 리서치센터

## 통신서비스 산업 이슈

통신서비스 산업의 주요 이슈를 정리해본다. 크게 1) 단말기 유통 구조, 2) 통신서비스 요금 체계, 3) 정부 규제 및 정책 관련 이슈들이다.

**1) 유통 구조 변화:** 통신사 위주의 단말기 유통구조가 변화될 가능성이 제기되고 있다. 기업 입장에서 단말기 구입 보조금 등의 마케팅 비용 증가로 인해 사업의 수익성이 악화되고, 단말할부채권 증가 등으로 재무 부담이 커지고 있다. 소비자 입장에서는 비대칭적인 정보로 인해 보조금 혜택에 있어 차별을 받는 경우가 생긴다. 정부 입장에서는 소비자와 기업 각각의 편익을 증대시키기 위한 방안을 고민하게 된다.

기업들은 점차 보조금 위주의 경쟁에서 벗어나 요금제나 서비스 등의 경쟁으로 마케팅 방식을 전환하고 있다. 정부는 보조금 규제 강화와 함께 MVNO(알뜰폰)와 Black List(단말기 자급제) 도입을 확산시켜 단말기 유통구조를 다변화하려는 노력을 하고 있다.

**2) 요금 체계 변화:** 통신 기술의 발달과 소비자의 사용 행태의 변화는 결국 통신사의 주요 수익원과 과금 방식을 변하게 만들었다. 음성 사용량이 줄고, 데이터 사용량이 폭증하고 있다. 통신서비스 기업들은 음성 중심으로 설계되었던 요금 체계를 데이터 중심으로 바꾸고 있다. 음성의 수익원으로서의 의미가 퇴색되면서 음성 무제한 요금제 형태가 도입되기도 했다. 한편 단말기 유통 구조에서 지적되었던 보조금을 서비스 가입 시에 구별하는 ‘분리요금제’의 도입도 검토되고 있다.

**3) 정부 정책 변화:** 정부는 저성장 국면에서 신산업을 진흥시켜 일자리를 창출하려는 목표를 갖고 있다. 모바일 데이터 사용량이 폭증하면서 무선통신 네트워크 영역을 맡고 있는 통신서비스 기업에게 주파수를 재할당해주는 등 정책적인 배려가 필요한 때이기도 하다.

거시적으로는 주파수 효율화 및 신규 확보 등을 위해 주파수 정책의 중요성이 증대될 것이다. 미시적으로는 생활의 필수가 되어가고 있는 통신비 부담을 경감시키기 위한 정책도 지속될 전망이다.

그림 91. 통신서비스 산업의 주요 이슈 구조도



자료: KDB대우증권 리서치센터

### 1. 유통 패러다임의 변화

#### ■ 통신사 위주의 휴대폰 유통 구조

통신서비스의 많은 이슈들은 바로 유통 구조에 관한 것이다. 비대칭적 정보에 의한 보조금 이슈, 할부 구조에 따른 약정 이슈, 휴대폰 판매와 요금제 결합으로 생기는 통신비에 대한 왜곡된 인식 등이 있다. 통신사들이 만약 휴대폰을 유통하지 않고 서비스만 제공한다면 이러한 이슈는 발생하지 않을 것이다.

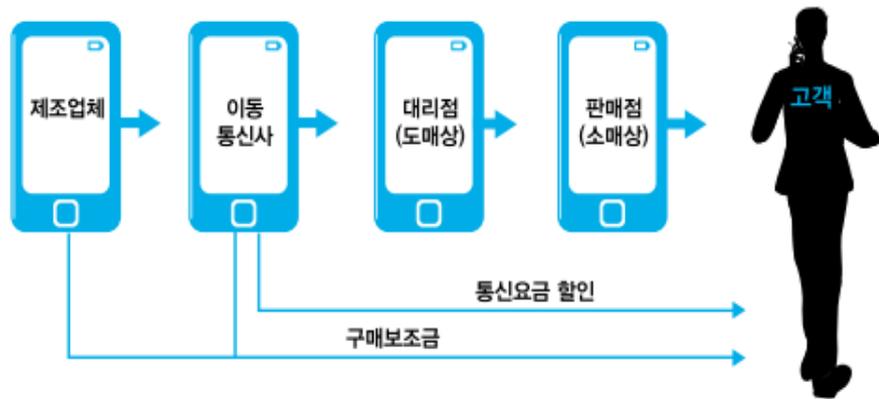
그러나 통신사 입장에서는 유통 체계모니를 계속 유지하려고 할 가능성이 높아 보인다.

스마트폰의 가격은 계속 상승하고 있는 가운데 소수 제조사의 지배력이 커지고 있다. 제조사들 입장에서는 지속적인 매출을 위해 휴대폰의 교체를 촉진해야 할 당위성이 있다. 스마트폰의 기능은 계속 좋아지고, 출시 간격도 짧아지고 있다. 소비자는 교체할 휴대폰의 가격(할부원금)을 기준으로 통신서비스를 선택한다. 통신사 입장에서는 고객 유치를 위해서라도 휴대폰 유통망의 체계모니가 필요한 것이다.

현재의 유통 체계에서 통신사의 보조금 지출은 지속될 가능성이 높다. 기업 간의 경쟁 요소 중 보조금의 효과가 가장 큰 것으로 나타나고 있기 때문이다. 네트워크 품질, 고객 서비스, 요금제 등의 경쟁 요소들은 통신 3사 간 격차가 많이 해소되어, 보조금 정도가 차별화 요인으로 작용되는 상황이다.

다만 최근 통신사들은 보조금 위주 경쟁에서 탈피해, 요금제 및 서비스 면의 경쟁에 나서고 있다. 정부 입장에서도 소비자 간 차별적 혜택의 문제점을 지적하며 보조금에 대한 규제 강도를 높이고 있다. 그리고 MVNO(알뜰폰), Black List(단말기 자금제) 등의 신규 유통 제도도 도입하고 있다.

그림 92. 휴대폰 유통 구조



자료: LTE신세계

■ MVNO(알뜰폰) 제도 및 시장 전망 → 통신 요금 인하 효과

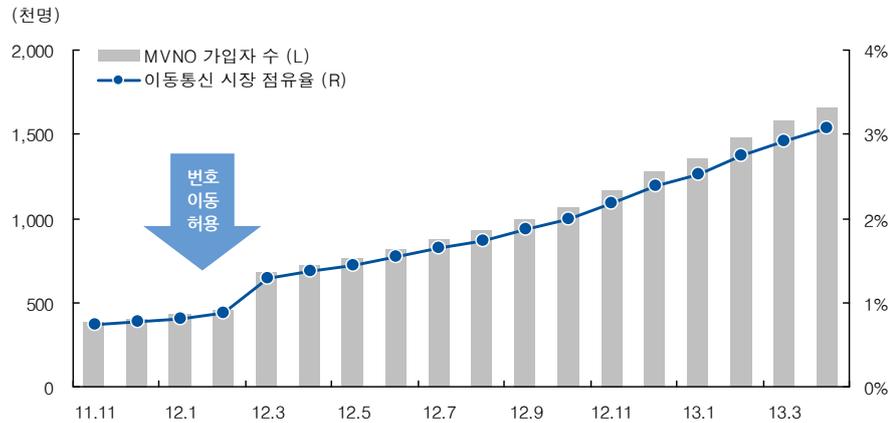
MVNO는 ‘Mobile Virtual Network Operator’의 약자로서, MNO로부터 빌린 네트워크, 즉 가상 망을 통해 수익을 창출한다. MVNO 입장에서는 네트워크에 대한 직접적인 투자가 없이도 사업을 운영할 수 있으므로, MNO보다는 저렴한 가격으로 소비자에게 통신서비스를 제공할 수 있다. SK텔레콤, KT, LG유플러스 등 이동통신 사업자를 영문으로 표기하면 MNO(Mobile Network Operator)라고 한다. MNO는 기본적으로 통신망을 직접 운영해 수익을 창출하는 사업자이다.

MVNO는 통신망을 빌릴 때, MNO에게 도매대가를 지불하게 된다. 다만, 망 도매대가의 수준은 고정비로 작용할 것이다. 2010년의 정부 자료에 따르면, 자체 설비 없이 이동통신사업자의 망과 전산시스템을 100% 임차해 서비스를 제공하는 MVNO의 경우는 31%, 일부 전산시스템을 보유한 MVNO의 경우 설비 보유 정도에 따라 소매요금에서 33~44%를 할인하는 수준이 적정하다고 제안되어 있다.

MVNO 시장의 기회 요인은 다음과 같다. 무엇보다 저가 요금제가 매력적이기 때문에, 통신비 인하 효과가 있다. 실제로 가입자가 증가하는 근본적인 요인이다. 2013년 4월 기준 MVNO 가입자 수는 KT 계약 83만명, SK텔레콤 계약 60만명, LG유플러스 계약 22만명에 이른다. 합산 MVNO 가입자 수는 전체 이동통신 시장 내 3%에 도달했다.

서비스 사업자 수도 증가 중이다. MNO 자회사 → 유료방송 기업 → 유통 기업 등이 차례로 시장에 진입하고 있다. 각 사업자의 시장 진입의 이유 및 배경을 살펴보면, 우선 유료방송 기업들은 결합 상품으로의 활용 가능성이 크다. CJ헬로비전은 통신사의 IPTV에 방어하기 위해 MVNO를 활용하고 있다. 유통 기업들은 기존 유통망을 활용할 수 있다는 점이 유리하고, 출점 및 영업시간 제한 등의 규제 속에서 신규 상품군의 개척이 필요한 것으로 보인다. 제조사 입장에서는 저가 서비스 요금제와 더불어 저가 핸드셋의 유통 기회로 활용할 수도 있다. 기존 이동통신사 MNO 입장에서는 본사 차원에서 마케팅비의 집행이 없이도 가입자 유치 및 점유율 확보가 가능하다는 점을 고려할 수 있다.

그림 93. MVNO 가입자 시장 추이



주: 번호이동은 1월부터 KT와 LG유플러스 도입되었고, SK텔레콤은 4월부터 시행됨  
자료: 방송통신위원회, 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

표 7. 국내 MVNO 주요 사업자 현황

MNO 사업자	SK텔레콤	KT	LG유플러스
MVNO 사업자 (후불 요금제)	한국케이텔레콤 SK텔레링크 우정사업본부?	CJ헬로비전 프리텔레콤 에넥스텔레콤 에버그린모바일 씨앤커뮤니케이션 위너스텔 KT 파워텔 홈플러스	몬티스타텔레콤 씨엔엠브이엔오 비엔에스솔루션 자티전자 에프아이텔 리더스텔레콤

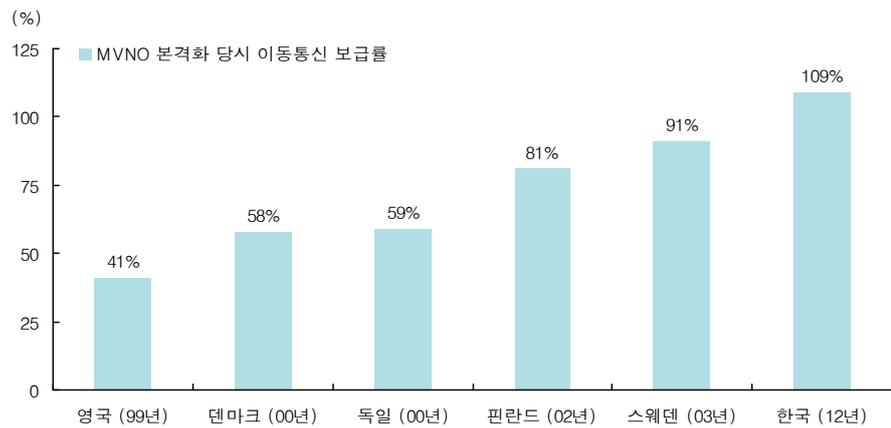
자료: 각 사, 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

그러나 국내 MVNO 시장은 제한적인 규모로 머무를 가능성이 크다고 전망된다. **제한 환경 요소들이 MVNO의 구조적인 성장을 어렵게 하고 있기 때문이다.**

- 1) 국내 이동통신 시장은 이미 보급률 포화 상태이다. 실제로 주요 유럽 국가의 MVNO 도입 사례를 살펴보면, 보급률이 100% 이하일 때 MVNO의 의미있는 침투율 형성이 가능했던 것으로 파악된다.
- 2) 후불 요금제가 안착된 상황이라는 점이다. 해외의 경우 선불 요금제 중심으로 MVNO가 많이 활성화되어 있다. 한국은 선불요금제의 필요성이 적고, 또한 선불폰에 대한 이미지도 좋지 않은 편이다.
- 3) 최근 MNO의 다양한 무제한 요금제의 도입과 mVoIP 허용 등이 통신비를 경감해주고 있다. MVNO의 차별화 요인인 저가 요금제라는 점이 희석되고 있다고 판단된다.

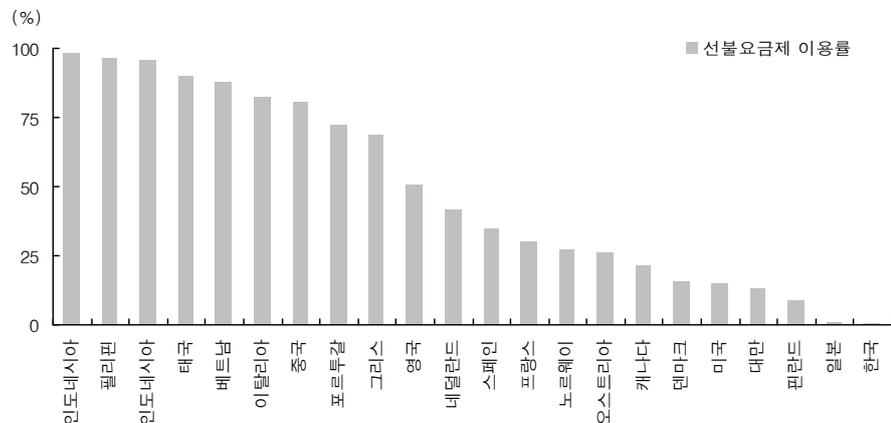
다만 정부는 통신서비스 분야의 유통구조 개선 방법의 하나로 MVNO에 주목하고 있다. 이번 정부조직개편을 통해 지식경제부(현 산업통상자원부)에서 미래창조과학부로 이관된 **우정사업본부가 MVNO 사업을 시작할 계획**이다. 전국에 분포되어 있는 3,600여개의 우체국이 알뜰폰의 새로운 판매 창구 역할을 할 전망이다. 정부는 알뜰폰이 활성화되지 못하는 이유 중의 하나로 400여개에 불과한 알뜰폰 판매점 수에 주목하고 있다. 우체국 판매를 통한 소비자와 알뜰폰의 접점의 확대로 현재의 통신 유통구조를 혁신할 수 있을지 관찰이 필요한 부분이다.

**그림 94. 주요 유럽 국가의 MVNO 진입 당시 이동통신 보급률**



주: 국가명 옆 괄호 안 연도는 MVNO 도입 시기  
자료: Bloomberg, OECD, KDB대우증권 리서치센터

**그림 95. 주요 국가별 선불 요금제 이용률**



주: 2009년 기준, 자료: Bloomberg, OECD, KDB대우증권 리서치센터

■ 이동전화 단말기 자급제(Black List) → 휴대폰 가격 인하 효과

이동전화 단말기 자급제는 “이용자가 스스로 구입한 단말기를 이용하여 희망하는 통신사와 요금제를 선택하여 이용할 수 있는 제도”이다. 할부만료 자기단말기, 중저가 단말기, 중고단말기 등을 이동통신사가 아닌 제조사, 온라인쇼핑몰, 마트, 개인간 직거래 등을 통해 구입하여 사용할 수 있게 한다.

휴대폰에는 다른 휴대폰과 구분할 수 있는 식별번호(IMEI, International Mobile Equipment Identity)가 있다. 과거에는 이동통신사에서 이 단말기 고유번호를 통제했다. 그러나 2012년 5월부터 이동전화 단말기 자급제가 실시되면서, 이동통신사는 IMEI 관리를 하지 않는다. Black List의 사전적 의미는 주의가 필요한 인물의 명단이다. 이 개념은 통신 시장에서의 Black List에서도 적용되어, 분실/도난 휴대폰의 경우 단말기 고유번호만을 관리하게 된다.

소비자 입장에서는 휴대폰과 통신서비스 구매가 완전히 분리된다. 따라서 이동통신사 간에는 휴대폰보다는 본연의 서비스 위주의 경쟁이 일어날 가능성이 있고, 제조사 입장에서는 외산폰의 국내 유통/경쟁으로 출고가 인하 효과가 나타날 수 있다. 특히 중고 휴대폰 유통이 활성화될 가능성이 높다.

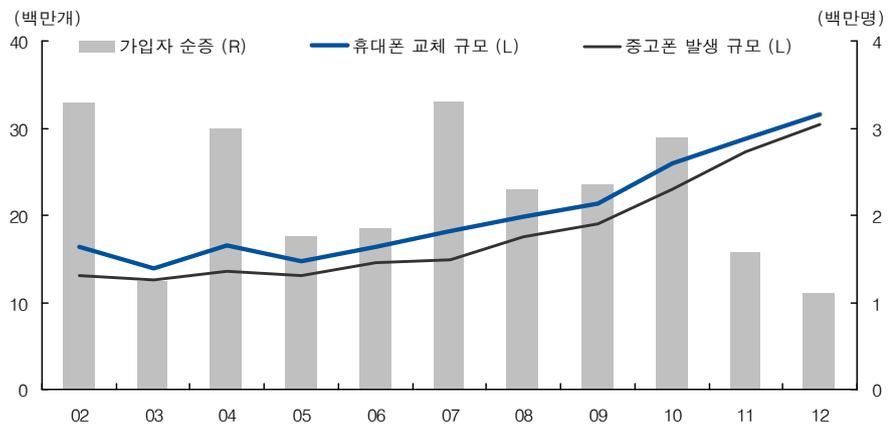
그러나 Black List 제도는 현 휴대폰 유통체계에서 보완적인 역할을 할 것으로 전망된다. 소비자 입장에서는 휴대폰 보조금의 존재 때문에 여전히 이동통신사의 대리점과 판매점을 이용할 가능성이 높다. 휴대폰 제조사 입장에서는 최상의 가격에서 최대의 물량을 파는 것이 목표이다. 이동통신사 외의 유통망에서 뚜렷한 유인이 없다면 획기적으로 유통 물량을 변화할 가능성은 적어 보인다.

그림 96. 이동전화 단말기 자급제 (Black List) 구조



자료: checkimei.kr

그림 97. 핸드셋 교체 규모 추이



주: 2012년도 교체 및 중고 휴대폰 규모는 추정치, 자료: 국회, KDB대우증권 리서치센터

### ■ 신정부의 '이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률안' 추진

2013년 5월 미래창조과학부는 '단말기 유통구조 개선방안'을 새로 다듬었다. 이동통신단말장치 유통구조 개선에 관한 법률' 제정을 추진할 예정이다.

2012년에 본격화된 MVNO, Black List 등 신규 제도를 보완하고, 보조금 관련 규제를 강화했다. 이동통신사 외에 제조사, 대리점/판매점 등 유통체계 관련 주체별 규제를 명시했다.

법률안에 따르면, 1) 차별적 보조금 지급 행위 등과 관련해 제조사도 조사·제재를 받을 수 있게 된다. 삼성전자와 LG전자와 같은 휴대폰 제조사도 보조금 관련 제재를 받을 수 있다. 지금까지는 이동통신사만 제재를 받았다. 제조사 장려금 등에 대한 자료 제출 의무도 부과한다. 예를 들어 갤럭시S4에 대해 과잉 보조금이 지급되면 삼성전자도 제재를 받을 수 있다.

특히 단말기 제조사가 특정 이동통신사를 부당하게 지원하지 못하도록 정당한 사유 없이 거래 거절·지연하는 행위, 단말기 기종, 대가, 장려금 등을 부당하게 차별하지 못하도록 했다.

2) 대리점, 판매점이 단말기를 판매할 때 소비자들을 속이는 위법 행위에 대해서도 과태료를 부과한다. 요금할인을 단말기 보조금으로 오해하도록 해 '공짜폰'이라고 말하는 등 이용자가 단말기 가격을 오인하도록 하는 광고 등에 대해 과태료를 부과할 계획이다. 이동통신사의 사전 승낙 없이는 대리점의 판매점 선임도 제한된다. 불법 보조금의 사각지대인 판매점에 대해서 관리감독을 강화할 계획이다.

3) 이용자의 가입유형, 요금제, 거주 지역 등에 따라 부당하게 차별적인 보조금을 지급하는 행위도 금지된다. 예컨대 기기변경에는 20만원의 보조금을 주고 번호이동에는 50만원을 주는 행위나 비싼 요금제에 가입하면 많은 보조금을 주는 행위도 금지된다.

4) 이동통신사들은 보조금 수준을 공시하도록 해 같은 단말기를 다른 가격에 사는 이용자 차별 사례를 사라지도록 하게 할 방침이다. 이동통신사는 홈페이지 등을 통해 단말기별 출고가와 보조금, 판매가격을 공시해야 한다. 정해진 공시 기간에는 이동통신별 '동일 단말기-동일 보조금'이 적용된다. 공시 주기는 수주 단위로 하며 매주 월요일에 공시하며 수시 공시는 허용하지 않는다. 다만 대리점, 판매점별로 이동통신사 공식 보조금의 15% 내에서는 추가로 보조금을 지급하는 것은 허용된다.

5) 서비스 가입시 보조금을 지급받지 않은 가입자는 보조금에 상응하는 요금할인을 제공받는다. 자급제 단말기 등 서비스만 가입하는 사람도 보조금에 해당하는 요금할인을 받을 수 있는 셈이다. '분리요금제'의 도입 가능성을 언급하고 있다.

6) 대리점이 보조금 지급 조건으로 고가 요금제, 부가서비스 의무 사용 등을 강제하고 이를 위반하면 위약금을 부과하는 내용의 계약도 체결할 수 없다. 예컨대 LTE72 요금제 6개월 의무 사용 조건으로 보조금을 지급하지 못하게 된다.

7) 시장과열주도 사업자에 대한 긴급중지명령도 도입될 예정이다.

## 2. 요금 체계

### ■ 요금 체계 변화 중

통신서비스 기업들로부터 신규 요금제 출시가 잦아지고 있다. 특히 요금 체계 자체가 변화하고 있는 추세이다. 근본적인 이유는 **전세계적으로 음성 및 문자 등 기존 통신서비스의 사용량이 감소**하고 있다는 것이다. 타 기업 진영의 유사 및 보완 서비스로 인해 매출이 침해 당하고 있는 모습이다.

한편 **데이터 사용량은 구조적으로 증가 추세를** 보이고 있다. 빨라진 다운로드 속도 및 패블릿 범용화로 콘텐츠의 단위당 데이터 용량이 증가하고 있다. 데이터 사용량 폭증을 대비한 네트워크의 투자 필요성이 증대되고 있고, 투자 주기도 단축될 가능성이 높다. 이러한 상황 속에서 **데이터 중심 과금제가 통신서비스 기업의 매출 증대에 효과적으로 작용할** 전망이다.

LTE의 기술적 특성도 요금 체계의 변화를 촉진하고 있다. LTE는 기본적으로 데이터 전송을 위해 설계된 네트워크이다. 과거 통신사들은 음성 통신은 서킷 방식, 데이터 통신은 패킷 방식을 사용해왔다. 그러나 LTE 상에서는 모든 통신 전송을 패킷 교환 방식으로만 사용할 수 있도록 되어 있다.

서킷 방식은 처음 통신을 연결할 때 선택한 경로를 연결을 끊을 때까지 동일한 경로를 사용하는 방식이다. 패킷 방식은 전송할 데이터를 일정 크기의 단위로 조각(패킷)을 내서 서로 다른 경로를 통해 목적지까지 도달한 후, 이 조각을 다시 순서대로 조합해 사용하는 방식이다.

서킷과 패킷 방식의 특징은 요금제 설계에도 영향을 주게 된다. 서킷은 결과적으로 커뮤니케이션이 되지 않더라도, 경로를 계속 점유하기 때문에 시간 단위 과금을 한다. 그러나 패킷은 전송된 정보의 양에 따른 과금을 하게 된다.

그림 98. 글로벌 이동통신 음성 트래픽 추이 및 전망

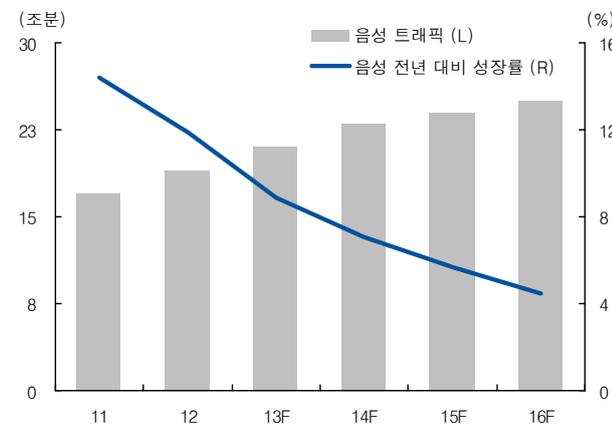


그림 99. 글로벌 이동통신 음성 매출 추이 및 전망

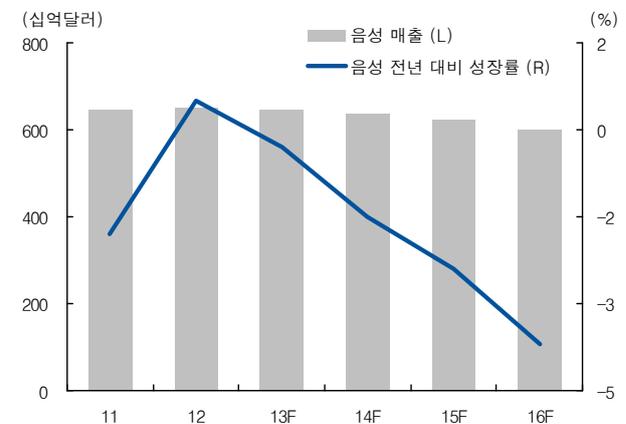


그림 100. 글로벌 이동통신 데이터 트래픽 추이 및 전망

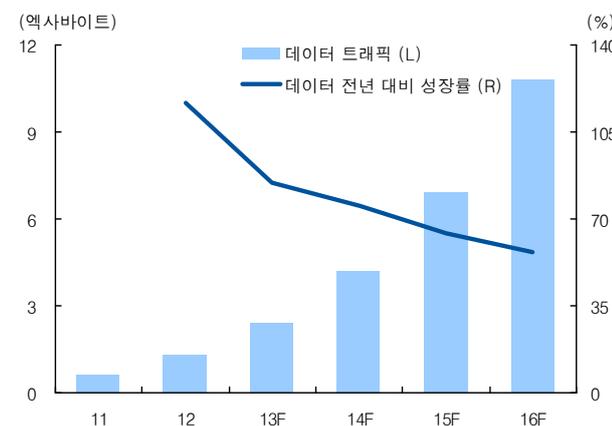
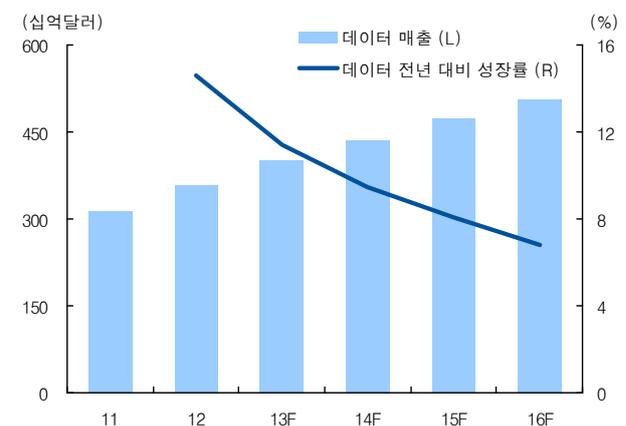


그림 101. 글로벌 이동통신 데이터 매출 추이 및 전망



주: 월간 사용량, 자료: KISDI, KDB대우증권 리서치센터

자료: KISDI, KDB대우증권 리서치센터

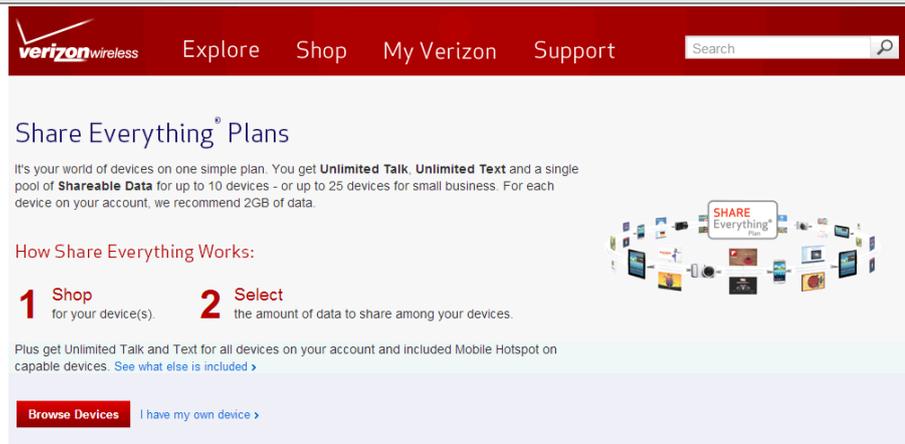
글로벌 통신서비스 기업들의 데이터 중심 요금제로의 변화가 일어나고 있다. 대표적인 선도 기업은 미국의 Verizon이다. 2012년 6월 Verizon은 LTE 데이터 공유 요금제인 'Share Everything Plan'을 출시했다.

Verizon은 데이터 중심으로 요금제를 개편하면서 수익 구조의 변화도 일어났다. 음성과 데이터 간 요금을 재조정하는 효과가 나타났다. 음성통화 및 문자는 무제한 제공했다. 데이터 기본 제공량은 기기 간에 공유할 수 있게 했다. 데이터 용량 및 추가 회선에 따라 요금을 세분화하고, 월정액을 인상했다. 그 외 가족 간의 데이터 공유를 허용하여 가입자 획득을 위한 마케팅 비용을 절감하고, 해지율도 낮추는 효과를 보였다.

Verizon의 'Share Everything Plan' 요금제의 가입자 비중은 전체 가입자 내 30%에 이르고 있다. LTE 가입자 비중과 유사한 상황이다. 현재 스마트폰 가입자 비중은 61%로서 향후 3G의 LTE 이동에 따라 ARPU는 더 증가될 가능성이 있다.

KT는 2012년 11월 LTE '데이터 셰어링 요금제'를 통신 3사 중 가장 먼저 출시했다. 장기적으로 Verizon의 요금제 안을 겨냥한 것이었다. 그러나 당시 요금제는 음성이나 문자 제공량은 제한된 상태에서 데이터만 공유 가능한 형태로서 Verizon의 요금제와는 차이가 있었다. 이후 KT는 2013년 4월 '유선무선 완전무한 요금제'에서 Verizon과 유사한 음성/문자 무제한에 데이터 용량을 차등한 요금제를 출시했다. 기기는 추가 2대까지 데이터 셰어링을 무료 제공하는 옵션이다.

그림 102. Verizon의 데이터 중심 요금제



자료: Verizon

그림 103. KT의 LTE 데이터 셰어링 요금제



LTE 스마트폰에서 사용하는 데이터를  
태블릿PC에서 함께 이용하는 서비스!

LTE 스마트폰의 제공 데이터 용량을 LTE/3G 태블릿PC  
(아이패드, 갤럭시 노트10.1 등)에서 자유롭게 공유하여  
사용할 수 있는 모바일 부가서비스입니다

월 **7,500원** (부가세 포함 8,250원)

자료: KT

■ 데이터 요금 구조도 진화 중: 용량 → 품질 및 서비스 차별화

기존 데이터 요금제는 데이터 제공량 위주로 설계되었다. 그러나 LG유플러스 등 통신서비스 기업들은 데이터 민감 요금제 도입 가능성도 시사하고 있다. 모든 고객에게 일률적인 데이터 정액제를 제공하기보다는 좀더 다양한 선택권을 줄 수 있는 요금제 방식이 출시될 가능성이 있다. **데이터도 양 뿐 아니라 속도 등 질을 선택할 수 있게 하는 것이다.**

우선 **데이터 전송 속도에 따른 요금제 차별화 가능성**이 있다. 1) 소비자에게 선택의 기회를 확대함으로써, 요금 인하 효과를 노릴 수 있다. 데이터 전송 속도에 따라 고객에게 세분화된 요금제를 제시할 수 있다. 아주 빠른 속도가 필요하지 않은 고객은 세부 설계 안을 선택해서 통신 요금의 절감 가능할 것이다. 2) 통신사 입장에서는 망 관리 효율성이 제고되어 주파수 자원을 효율적으로 이용할 수 있다. 데이터 사용량의 증가로 주파수 자원의 중요성이 증대되고 있다. 데이터 속도의 제한이 가능하다면 주파수 추가 할당 이전에도 기존에 보유한 주파수의 효율적 이용이 좀더 도모될 전망이다.

장기적으로는 **데이터 기반의 부가적인 서비스 모델**이 생길 수도 있다. 통신사들은 기존에 고객들에게 제공하는 데이터 용량 차원으로만 수익이 설계되어 있다. 빨라진 데이터 전송 속도를 비즈니스 기회로 활용할 수도 있는 것이다. 데이터 요금을 고객이 아닌 다른 사업자가 낼 수도 있을 것이다. 통신사 외의 모바일 서비스 회사는 고객들의 원활한 서비스 이용 및 프로모션을 위해 데이터 요금을 무료화 하고, 대신 그 해당 회사가 통신 데이터 요금을 지불하는 형태도 가능할 것이다.

표 8. 유럽 통신서비스 기업의 데이터 제공 속도에 따른 요금제 사례

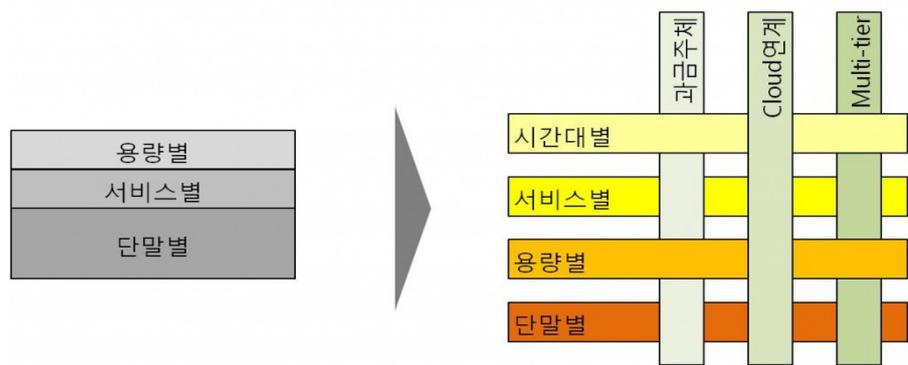
사업자	요금제	기본요금	데이터량	제공속도	사용량 초과시
유럽 스웨덴 Telia Sonera	Total	97.08 달러	30 GB	80 Mbps	120 kbps로 속도 제한
	Grand	59.79 달러	20 GB	20 Mbps	
	Medium	48.44 달러	10 GB	10 Mbps	
한국 KT	LTE-1300	130,000 원	무제한	최대 75 Mbps	속도제한 없음
	LTE-650	65,000 원	6 GB	최대 75 Mbps	400 kbps
	LTE-550	55,000 원	2 GB	최대 75 Mbps	

자료: 각 사, connectinglab, KDB대우증권 리서치센터

그림 104. 데이터 요금 구조 자체도 세분화될 가능성

기존 데이터요금 구조

새로운 데이터요금 구조



자료: connectinglab

■ 무제한 요금제 도입 이슈

연초부터 국내 통신서비스 기업들 간 이동통신 서비스 요금제의 신규 출시 경쟁이 이어졌다. LTE 초기 프로모션용 무제한 데이터 요금제는 LG유플러스가 선도적으로 도입했다. 한편, 음성 무제한 요금제는 SK텔레콤이 먼저 시도했다. 각 기업 간 어느 정도 도입 시기의 차이는 있었으나, 2013년 중반으로 접어든 지금 SK텔레콤, KT, LG유플러스는 모두 대동소이한 요금제를 갖추고 있는 상황이다.

경제학의 게임 이론에 나오는 ‘죄수의 딜레마’ 상황이 연상될 정도로 무제한 요금제 도입은 경쟁적으로 이어졌다. 이러한 요금제 출시의 시작은 경쟁적인 양상이었으나, 한편으로는 각각 결국 유사한 요금제를 보유하게 되었다는 점에서 역설적이게도 협조적인 양상으로 보이기도 한다.

‘무제한 요금제’라는 구조가 정액제를 기본으로 하고 있기 때문에 종량제의 추가적인 매출 가능성을 희석한다고 예상하는 것은 타당하다. 그러나 각 통신서비스 기업들은 요금제를 전략적으로 구사하면서 음성과 데이터의 요금 재조정 등을 진행하고 있다. ARPU를 조절할 수 있는 여력을 보여주고 있는 것이다.

과거 3G 스마트폰의 보급 시기는 모바일 데이터 시대의 원형(Prototype)으로서, 기업들은 요금제 및 마케팅 전략 등의 베타 모델을 적용했던 시기라고 해석된다. 불완전한 제품/서비스의 경우 초기 단계에 나오는 피드백이 결국 더 좋은 결과를 낼 수 있다. 지금의 4G 도입 시기에는 과거 3G 시절의 다양한 경험, 소비자 및 정부의 피드백 등이 쌓여있는 상황이다.

1) LTE 도입 초기 단계로서 이용 경험 자체를 촉발시킬 필요성이 있었다는 점, 2) 요금 수준 자체가 기존 대비 상향 조정되었다는 점, 3) 보조금 등 일회적인 지출성 마케팅보다는 요금제 선택 확대 등의 비지출성 마케팅으로 경쟁 국면이 전환되었다는 점 등이 긍정적이다. 또한 4) ‘데이터 무제한’이 한시적인 프로모션 차원으로 도입되었고, 5) ‘음성 무제한’은 음성 사용량이 구조적으로 감소되고 있는 상황 속에서 효과를 가진 카드로 활용되고 있는 적절한 시기라는 점도 주목된다.

그림 105. LG유플러스의 무제한 데이터 요금제 도입



주: 2013년 1월 25일 발표, 2월~4월말까지 실시  
자료: LG유플러스

그림 106. SK텔레콤의 무제한 음성 요금제 도입



주: 2013년 3월 22일 출시, 위 수치는 5월 30일 기준,  
자료: SK텔레콤

### 1) LTE 무제한 데이터 요금제 도입

LG유플러스가 LTE 무제한 데이터 요금제를 가장 먼저 도입했던 배경은 다음과 같이 추측할 수 있다. 1) LTE 가입자 시장 내 2위 굳히기 전략이었을 가능성이 있다. 3위 KT가 LTE 가입자 수를 추격하고 있는 중이다. 2) LG유플러스가 1월 영업정지 기간 중 많은 가입자를 SKT 및 KT에 뺏긴 상황이었다는 점도 고려된다. 영업정지가 풀리는 1월 31일이 해당 프로모션의 시작일이었다. 3) 경쟁사 대비 추가적인 차별화 필요성이다. 초기 LTE의 빠른 도입 및 대용량 데이터 제공량 등 차별화 포인트가 사라지는 상황이었다.

좀더 거시적으로는 4) 높은 ARPU 고객이 포진한 SK텔레콤과 KT 가입자 중 초기 아이폰 및 유선 인터넷 고객을 공략했다고 여겨진다. LG유플러스는 LTE 도입 이전에는 3사 중에 가장 낮은 ARPU를 기록하고 있었다. 5) 재무적인 차원에서도 실적이 악화되고 있었으므로, 지출 성격의 보조금보다는 요금제 상품 등으로 대처한 이유도 있었을 것으로 판단된다.

그 당시 KT와 SK텔레콤도 유사 요금제를 몇 시간 만에 출시했다. LG유플러스 다음으로 영업정지를 들어갈 상황이었고, 해당 요금제의 이점이 커 가입자 이동이 가시적일 것이었기 때문이다. 적극 대응할 수밖에 없었던 것으로 판단된다.

**현재는 3개월 간의 한시적인 프로모션으로 해당 요금제 가입이 종료**되었다. LG유플러스와 KT는 4월 말로 해당 요금제 추가 가입을 종료했고, SK텔레콤만 5월 말까지 1개월 연장했다. 따라서 해당 무제한 데이터 요금제 가입자 비중은 제한적인 상황이다. 직접적인 비용 지출이 아니라 요금 등의 구조를 활용한 마케팅이었기 때문에 단기적인 실적 수치 영향은 제한적이었던 것으로 추정된다.

표 9. 이동통신 LTE 데이터 무제한 요금제

요금제	SK텔레콤	KT		LG유플러스			
	LTE109	LTE-950	LTE-1100	LTE-1300	무한자유95	무한자유110	무한자유130
월정액 (VAT 포함)	11만9천900원	10만4천500원	12만1천원	14만3천원	10만4천500원	12만1천원	14만3천원
음성	1050분	650분	1050분	1250분	650분	1200분	1500분
SMS	1050건	650건	1050건	2500건	650건	1000건	1000건
데이터	무제한	무제한			무제한		
기준데이터	18Gb	14GB	20GB	25Gb	14GB	20GB	24GB
초과시 추가제공	일 3GB		일 3GB		일 3GB		
속도제한	제한 가능		2Mbps		2Mbps		

주: KT와 LG유플러스는 4월말로 종료, SK텔레콤은 5월말까지 연장, 자료: 각 사

다만, 1분기 때의 무제한 데이터 요금제 도입 시도는 투자자의 우려와 산업의 파동을 일으켰다. 특히 3G 대비 LTE에서의 긍정적인 면이 사라질 수도 있다는 가능성을 시사해주었다. LG유플러스와 LTE 시장에서 직접적으로 경쟁하고 있는 KT의 경우 2월 동안 주가가 조정세를 겪기도 했다.

**향후 무제한 데이터 요금제가 추가로 도입되거나 확대될 경우 다음과 같은 우려가 다시 제기될 전망이다.** 1) ARPU 증가 속도의 둔화 가능성, 2) 정액제 내 데이터 사용량의 증가로 네트워크에 관련된 투자와 매출의 괴리도가 벌어질 가능성 등이다. 특히 상시 접속 기기가 많아지고 있는 환경에서 무제한으로 빠른 속도를 누리게 되는 정액제 상황은 통신서비스 기업 입장에서는 최악이다. 무선 네트워크의 사용대가를 받을 수 있는 환경을 통신사가 스스로 망가뜨리는 자기파괴적인 상황이기 때문이다.

이는 당장 3) LTE 이후의 투자가 가속화될 가능성으로 이어질 수 있다. 단기적으로도 네트워크 추가 투자 기간의 단축 및 올해 예정된 주파수 재할당 경매 과열 등으로 나타날 수 있다. 4) LTE 무제한 데이터 사용은 기존의 유선 인터넷마저 잠식할 수 있다. 4G로 발달해오면서, 유선과 무선 인터넷 속도 간의 격차는 좁혀지고 있다. 3G 때 테더링(tethering, 인터넷 접속이 가능한 기기를 이용하여, 다른 기기에도 인터넷에 접속할 수 있게 해주는 기술)의 이용 비중이 낮았던 이유는 유선 대비 느린 속도 때문이었다.

미국 등에서도 일부 하위 사업자가 LTE 무제한 데이터 요금제를 실시하는 경우가 있다. 그러나 해당 기업들은 가입자 수가 많지 않고, 전국 커버리지 상황도 아니기 때문에 실질적으로는 무제한 요금제가 아닌 상황으로 파악된다.

그와 달리 한국의 주요 기업들은 전국 단위의 LTE 커버리지가 모두 완료된 상황이며 가입자 수도 빨리 증가하고 있다. 국내 통신서비스 기업들은 추후에 데이터 종량제 형태의 요금제 정착을 위해서도 데이터 무제한 요금제의 추가적인 확산은 고려하지 않을 가능성이 높은 것으로 전망된다.

## 2) 음성 무제한 요금제 도입

SK텔레콤은 3월 22일 'T끼리 요금제'를 신규 도입을 발표했다. 본질적인 변화는 망내 무제한 음성 통화를 제공하는 것이다. 단기적으로 실적에 다소 부정적인 영향이 예상된다. 1) 4G 뿐 아니라 3G 낮은 요금제 수준부터 도입되었고, 2) 무선통신 서비스 매출에서 여전히 음성 및 문자 등의 기존 서비스 형태의 매출이 상당한 비중을 차지하고 있기 때문이다.

다만 시장 내 50%의 가입자를 보유한 1위 사업자로서의 마케팅 전략 차원에서의 결단이 엿보였다. 또한 **매출 하락을 보완할 수 있는 안전장치가 결부되었다**. 1) 신규 요금제는 기존 유사 요금제 대비 기본료 수준이 상향 조정되었다. 2) 음성/문자와 데이터의 사용량 및 과금 중요도가 역전되고 있는 상황에서 데이터 용량은 변화시키지 않았다는 점이다. 한편, 신규 요금제에서는 3G에서도 월 54,000원 이상 요금제 제공했던 무제한 데이터 혜택도 제거되었다.

그림 107. SK텔레콤 LTE 'T끼리 요금제'와 기존 LTE 요금제와의 차이점

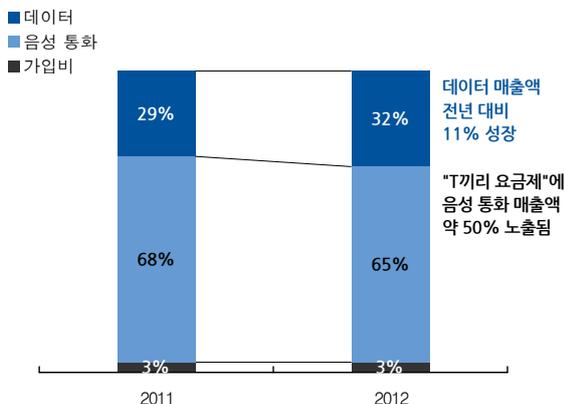
기존 요금제	요금(원)	34000	42000	52000	62000	72000	85000	100000
	음성	120분	180분	250분	350분	450분	650분	1050분
문자	200건	200건	250건	350건	450건	650건	1050건	
데이터	550MB	1.1GB	2GB	5GB	9GB	13GB	18GB	

새 요금제	요금(원)	35000	45000	55000	65000	75000	85000	100000
	음성	80분	130분	180분	280분	380분	500분	800분
문자	SK텔레콤 가입자간은 무료							
데이터	550MB	1.1GB	2GB	5GB	8GB	12GB	16GB	

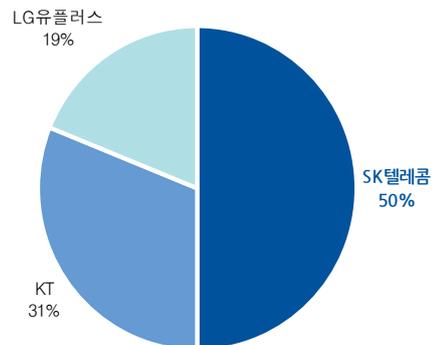
자료: SK텔레콤, 한국경제

그림 108. SK텔레콤의 무선통신 서비스 매출 구조



자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

그림 109. SK텔레콤의 이동통신 가입자 점유율 1위 (1Q13)



자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 10. 1차 망내 음성 무제한 요금제 경쟁: SKT와 KT 비교

요금	SKT 'T거리 요금제'			KT '모두다올레 요금제'		
	망외	데이터	요금할인	망외	데이터	요금할인
35,000	80	550MB	7,200	130	750MB	7,000
45,000	130	1.1GB	11,250	185	1.5GB	11,000
55,000	180	2GB	14,250	250	2.5GB	14,000
65,000	280	5GB	16,750	350	6GB	16,000
75,000	380	8GB	18,750	450	10GB	18,000
85,000	500	12GB	20,000	650	14GB	20,000
100,000	800	16Gb	24,000	1,050	20GB	24,000
125,000				1,250	25GB	30,000

자료: 각 사

표 11. 2차 망내/망외 음성 무제한 요금제 모두 도입: 3사 비교

SK텔레콤	월 요금	음성	문자	데이터
전국민무한75	7만5000원	무선 무제한		8GB
전국민무한85	8만5000원		무제한	12GB
전국민100	10만원	유무선무제한		16GB

KT	월 요금	음성	문자	데이터
완전무한67	6만7000원			5GB
완전무한77	7만7000원			9GB
완전무한97	9만7000원	유무선 무제한	무제한	17GB
완전무한129	12만9000원			무제한

LG유플러스	월 요금	음성	문자	데이터
무한자유69	6만9000원			5GB
무한자유79	7만9000원	무선 무제한		8GB
무한자유89	8만9000원		무제한	12GB
무한자유99	9만9000원	유무선무제한		16GB
무한자유124	12만4000원			무제한

주: 부가세 제외, 자료: 각 사

### ■ 위약금 도입 확대

국내 통신서비스 기업들은 2012년 하반기부터 이동통신 서비스의 위약금 범위를 확대하고 있다. 바로 '위약금3'로 불리는 제도이다. 단말기 관련 위약금과 별도로, 월정액에 대한 요금할인에 대해 위약금을 도입하는 것이다.

이동통신 시장은 인구 저성장 구조로 인해 순증 가입자가 체감 중이다. 이동통신 보급률은 포화 단계이다. 이에 따라 마케팅비의 효율성은 구조적으로 저하되고 있다. 결국 기업 입장에서는 기존의 가입자를 유지하는 전략이 중요해지는 것으로 판단된다. 이러한 전략은 위약금 도입 확대로 나타나고 있다. **약정 기간 내 해지율을 하락시킴으로써 번호이동 시장을 안정화하기 위한 시도로 평가된다.** 따라서 신규 가입자 유치 및 뺏어오기 마케팅이 구조적으로 감소될 가능성이 제기된다.

기존의 위약금은 단말기 약정 보조금에 대한 위약금이다. 단말기 약정 보조금에 대한 위약금은 이동통신사에서 단말기 개통 시점에 출고가 대비 일시 할인해주는 경우 약정이 설정되는데, 소비자가 약정 기간 내 해지할 경우 지불해야 하는 것이다.

미국과 유럽의 경우 단말기 관련 위약금만 존재하며, 일본은 단말기 및 요금 할인 관련 위약금이 모두 존재한다. **한국은 현재 단말기와 요금 할인이 동시에 시행되고 있어, 약정 기간 내 중도 해지할 경우 위약금이 2개가 동시에 발생하게 된다.** 그러나 일본은 단말기와 요금 할인이 분리되어 시행되고 있다. 단말기 보조금과 요금 할인 2개 중 하나를 택일해 가입하게 되어 있어, 각 가입 유형에 따라 위약금이 따로 발생하게 된다.

단말기 위약금은 사용 기간이 길어질수록 적게 발생하고, 사용 기간이 약정 기간을 상회하면 발생하지 않는다. 이러한 구조로 인해 가입자는 약정 만료 기간이 도래할수록 해지하기 쉬워지게 된다.

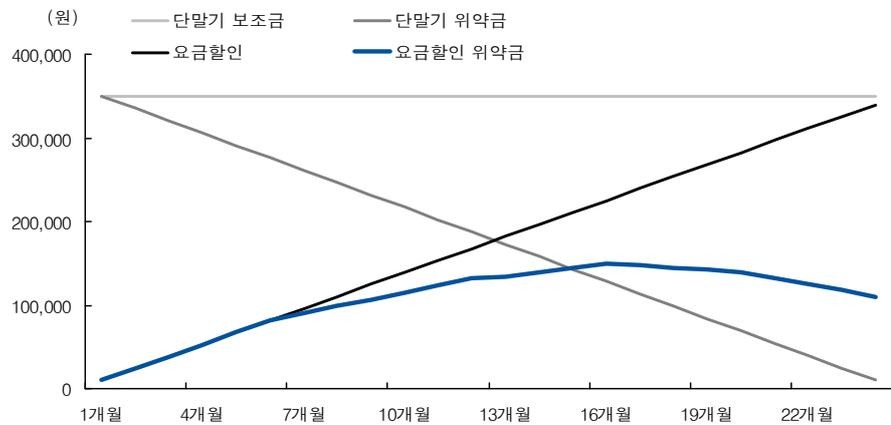
통신서비스 기업 입장에서는 위와 같은 해지를 줄이기 위한 목적은 달성하되, 가입자에게 무리한 위약금이 부과되지 않도록 약정 기간의 구간별로 위약금 할인율을 차별해서 적용하고 있다.

표 12. 요금 할인 위약금 도입 추이

통신서비스 기업	내용
SK텔레콤	2012년 11월 1일부터 시행
KT	2013년 1월 7일부터 시행
LG유플러스	2013년 3월 14일부터 시행

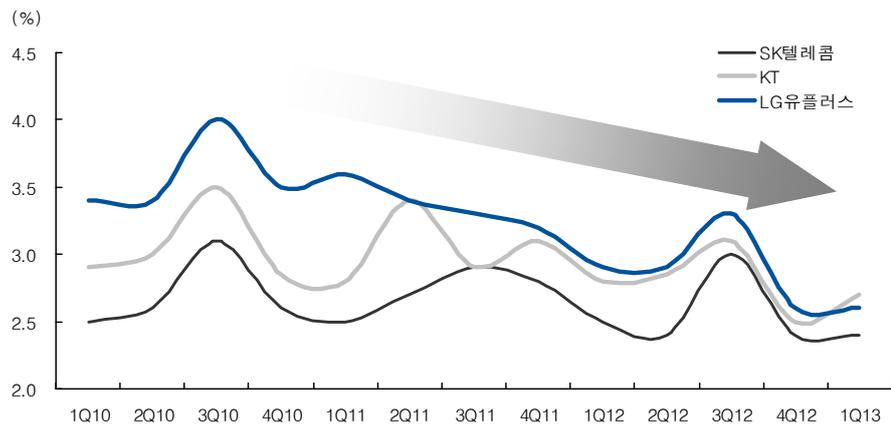
자료: 각 사, 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 110. 새로운 위약금 구조



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 111. 이동통신 해지율 하락세



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

■ 단말기 보조금과 통신서비스 요금 분리 가능성

1) 분리요금제 도입 가능성

5월 정보통신정책연구원은 ‘이동전화 단말기 유통구조 개선방안’에서 3번째 정책방안으로 ‘분리요금제’ 도입을 제안했다. 분리요금제는 ‘단말기 할인(보조금)’과 ‘통신서비스 할인(요금 할인)’을 분리하는 것이다. 제조사와 통신서비스 기업 간의 결합 형태를 가입시 요금제 선택 단계에서부터 분리하는 것이다.

분리요금제 도입으로 인한 효과를 통신서비스 기업 입장에서 살펴보면, 1) 경쟁 측면에서는 단말기 보조금에 대한 의존도가 낮아지고, 요금제 위주의 경쟁 국면이 전개될 가능성이 있다. 2) 규제 측면에서는 통신요금 자체에 대한 변화로 보조금에 관한 이슈로부터 자유로워질 전망이다. 단말기 제조사 입장에서는 통신 요금과 단말기 가격이 가입 단계에서부터 좀더 분명해지므로, 단말기 자체의 가격 즉 출고가 수준에 대한 여론으로 전환될 가능성이 있다.

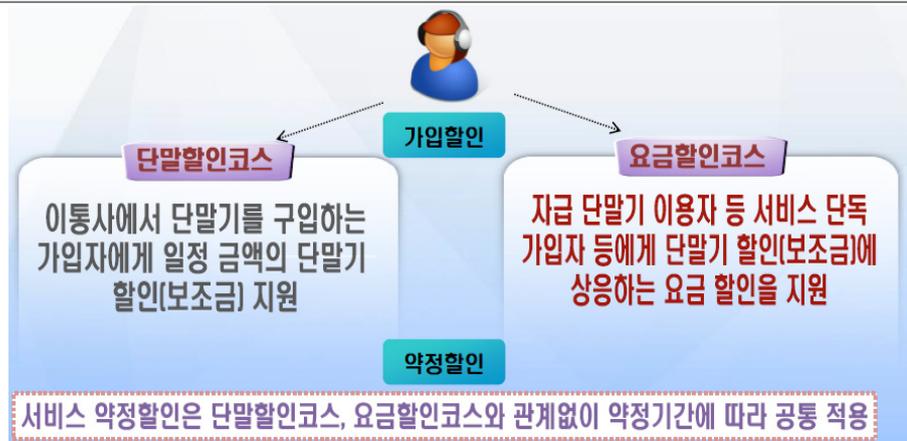
일본은 2007년에 분리요금제를 도입해 NTT Docomo, KDDI au 등의 사업자가 적용하고 있다. 독일의 T-Mobile, 호주의 Telstra, 프랑스의 Orange 등의 주요 통신 사업자도 분리요금제를 적용하고 있다. 이상 3개 기업의 요금 할인만을 제공하는 요금제는 보조금을 제공하는 일반 요금제 대비 월 평균 약 12,000원이 낮게 나타나고 있다.

일본의 NTT Docomo는 2007년 11월 분리요금제를 전면적으로 도입했다. NTT Docomo는 세계에서 가장 큰 이동통신사 가운데 하나이며, 일본에서 이동통신 시장점유율이 가장 높은 사업자이다.

단말기 할인이 있는 Basic Course와 단말기 할인(보조금)이 없는 Value Course로 요금은 분리되었다. 분리요금제 도입 후 Value Course의 가입률이 현저히 높았다. 신규로 단말기를 구입하는 이용자의 90% 이상이 단말기 구입비 지원보다는 요금 할인을 선택한 것이다. 지난 4년간 재무건전성은 좋아졌다. 이용자의 가입 개월 수가 증가했고, 영업이익률 등 수익성도 증대되는 효과도 거두었다.

그러나 분리요금제 도입 후 ARPU와 단말 매출의 감소세가 현저하다. 단말기 보조금 대신의 요금 할인이 일차적으로 작용하고 있는 것으로 파악된다. 보조금이 감소하면서 단말기 조달 비용과 판매점 수수료 등의 마케팅비도 감소하고 있지만, 음성 매출의 감소 규모는 상쇄해주고 있지 못하다. 또한 분리요금제의 경우 요금할인을 선택하는 사용자는 굳이 단말기를 통신사에서 살 필요가 없어져 단말 매출이 감소한 것으로 파악된다.

그림 112. 통신서비스 가입시 단말기 할인과 요금할인 분리 요금제 도입



자료: KISDI

분리요금제의 도입 자체가 단말기의 가격과 통신요금의 분리를 보장하지는 않는 상황이다. 2009년에 KT는 이미 분리요금제의 도입을 피했으나 뚜렷한 성과를 거두지 못한 바 있다. 해외 사례를 보면 보조금 대신 제공하는 요금 할인의 폭이 커야만 분리요금제의 안착이 가능한 것으로 파악된다.

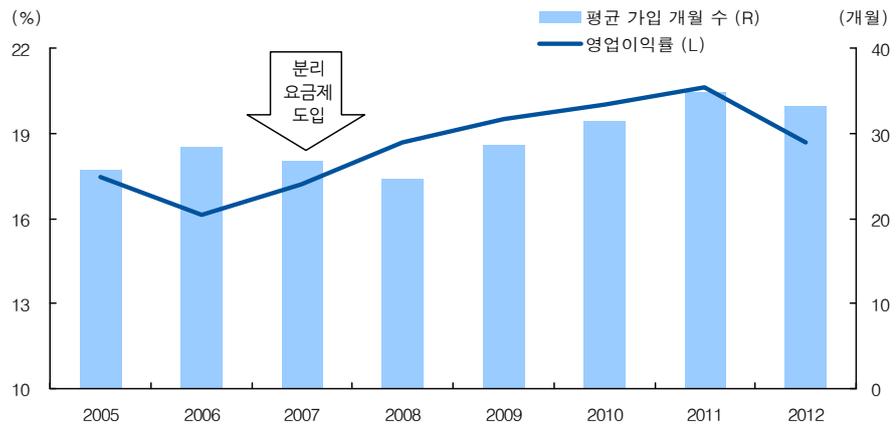
그러나 무선 데이터의 사용량 폭증으로 인한 투자 필요성이 커지고 있는 점, 추가적인 요금 할인으로 인한 ARPU 하락 가능성이 있는 점, 단말 매출의 감소 가능성 등을 고려할 때 통신서비스 기업 입장에서 분리요금제 도입은 환영하기 어려울 것으로 전망된다.

표 13. 일본 NTT Docomo의 LTE 요금 구조

	Basic Course (단말기 보조금)	Value Course (요금 할인)
기본료	1,560	1,560
2년 약정	-780	-780
ISP	315	315
데이터 정액	5,985	5,985
월간 요금 할인	-	-3,000
월 요금	7,080	4,080
단말 비용	52,800	52,800
단말 할인	15,000	-
월 단말 할부금	1,575	2,200
월 부담금	8,655	6,280

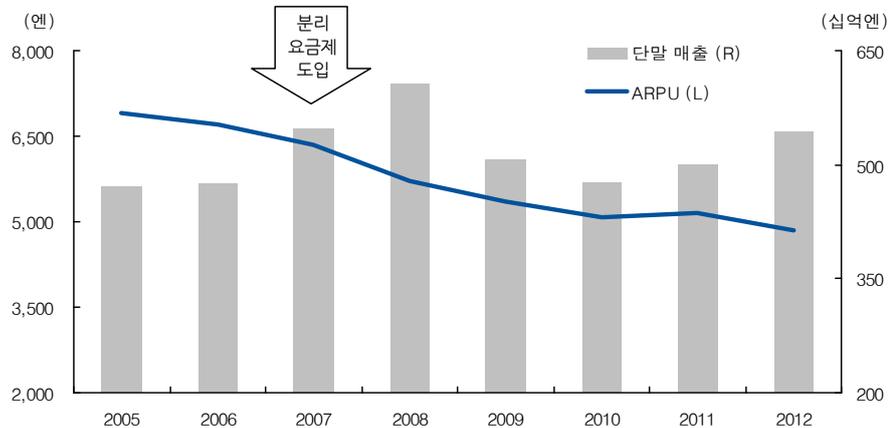
주: 2년 약정기간 내 해지시 위약금 9,975엔, 자료: NTT Docomo, KISDI, KDB대우증권 리서치센터

그림 113. 일본 Docomo 분리요금 도입 성과: 가입 개월 수 증가 및 영업이익률 상승



자료: NTT Docomo, KDB대우증권 리서치센터

그림 114. 일본 Docomo 분리요금 도입 후 ARPU 및 단말 매출은 감소세



자료: NTT Docomo, KDB대우증권 리서치센터

## 2) 보조금 폐지 가능성

미국에는 '요금 할인' 및 단말기 할부 제도가 없다. 소비자는 단말기를 일시불로 구매하거나 리볼빙을 한다. 단, '데이터중심요금제'가 도입된 후에는 '보조금 폐지'와 '할부제도 도입'을 검토 중이다.

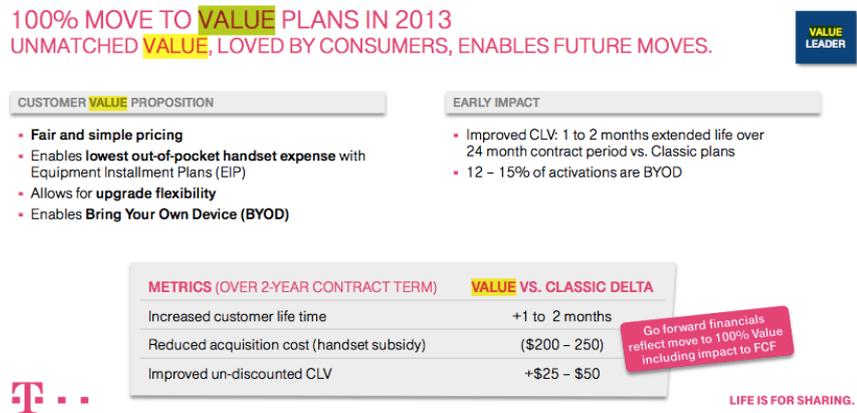
미국의 T-Mobile은 2013년부터 보조금 요금제 Classic Plan을 전면 폐지하고, 보조금이 전혀 없는 형태의 Value Plan 위주의 요금제를 제시하고 있다. Value Plan은 통신사가 소비자에게 휴대폰 보조금을 지불하지 않는 대신, 통신 서비스 요금 할인을 제시하는 형태이다.

보조금 폐지 배경에는 i) 경쟁사와 차별화된 마케팅 전략, ii) 수익성 방어, iii) 무보조금 요금제인 Value Plan의 성과 발견 등이다. 유럽에서도 Vodafone, 독일의 O2 등 30여 개 통신 기업들이 보조금 폐지를 이미 도입했거나 검토를 진행하고 있다.

그러나 **보조금 폐지가 전면 도입되기에는 어려울 것으로 판단된다.** i) 소비자 입장에서는 고가 휴대폰이 범용화되고, 교체 주기가 짧아짐에 따라 보조금을 받지 못하는데 대한 저항이 많다. ii) 통신사 입장에서 일부 사업자만 도입을 시도할 경우 경쟁 도구를 하나 포기하는 상황이 된다. 무보조금 정책의 도입이 가입자 이탈 및 매출 감소로 직결될 가능성이 매우 높은 것이다. 실제로 스페인의 Telefonica는 무보조금 정책을 도입한 후 작년 4~8월 동안 83만명의 가입자가 감소했다. 스페인의 Vodafone은 작년 2분기 동안에만 63.9만명의 가입자가 감소해, 작년 7월에 보조금 제도를 부활시켰다.

**현재는 보조금이 가입자 유치를 위한 가장 효과적인 경쟁 도구로 자리잡은 상황이다.** 통신사 입장에서도 영업환경 안정화 및 수익성 확보를 위해서 **보조금 폐지에 대한 중요성을 인식하고 있지만, 현실적으로 쉽지 않을 것으로 판단된다.**

그림 115. 미국 T-Mobile, 보조금 폐지한 Value Plan을 제시



자료: T-Mobile, TmoNews

그림 116. Vodafone의 보조금 없는 요금제

## Monthly fee discount instead of handset subsidy



자료: Vodafone

### 3. 정부 규제 및 정책 방향

#### ■ 신정부의 목표

이번 정부는 ICT 산업과 관련 정책을 미래창조과학부(미래부)와 방송통신위원회(방통위)로 나뉘어 담당하고 있다. 미래부가 산업 진흥, 방통위가 산업 규제 측면에 집중하는 것으로 파악된다.

**미래부의 목표는 “정보통신과 과학 산업 진흥을 통한 일자리 창출”이다. 통신서비스 산업과 관련해서는 투자와 규제 의지가 엇보인다.** 클라우드 컴퓨팅, 빅데이터, 사물인터넷 등의 신규 사업의 진흥, 유선 및 무선 네트워크의 추가적인 투자, 가계통신비 부담 경감 등을 계획하고 있다.

**방통위의 목표는 “공정하고 창의적인 방송통신 환경 조성”이다.** 국민의 권익 확대를 위해 방송통신 이용 환경의 개선, 이동통신 보조금 중심의 경쟁 차단 등을 계획하고 있다.

표 14. 미래창조과학부 업무보고 발제

주요 내용	세부 실천 예상안	관련 주요 종목
<b>창조경제 생태계 조성</b>		
<b>과학기술과 ICT 역량을 종합 지원</b>		
- 신산업 창조 및 신수요 창출	- 17년까지 10개의 프로젝트 추진	
- 인터넷 신산업 육성: 클라우드 컴퓨팅, 빅데이터, 사물인터넷 등	- 클라우드 컴퓨팅 발전법 제정	KT, SK텔레콤
- 국가 정보화 촉진		
<b>SW/콘텐츠를 핵심 산업화</b>		
<b>C-P-N-D 생태계 토양인 네트워크를 세계 최고 수준으로 조성</b>		
- 네트워크 인프라 확대: 유선 기가인터넷, 무선 무료 Wi-Fi존	- 17년까지 전국 90% 지역에 기가인터넷 보급	KT, SK브로드밴드, CJ헬로비전
- 무선 인터넷 속도 개선	- LTE보다 40배 빠른 무선 인터넷 개발	SK텔레콤, KT, LG유플러스
- 140MHz 폭의 주파수 LTE용으로 할당 추진	- 1.8/2.6GHz 대역 주파수 경매	SK텔레콤, KT, LG유플러스
- 1GHz 폭 이상의 신규 주파수 확보	- 모바일 광개토 플랜 2.0 수립	
<b>국민을 위한 과학기술과 ICT 구현</b>		
<b>가계통신비 부담 경감</b>		
- 요금/서비스 경쟁 활성화	- 이동전화 가입비 단계적 폐지	SK텔레콤, KT, LG유플러스
	- 맞춤형 요금제 확대	
	- 모든 스마트폰 요금제에 mVoIP 허용 추진	
- 알뜰폰 활성화 유도	- 신규 사업자 시장 진입 및 도매대가 인하	
- 보조금 차별 금지	- 단말기 유통구조 투명화	

자료: 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

표 15. 방송통신위원회 업무보고 발제

주요 내용	세부 실천 예상안	관련 주요 종목
<b>국민행복을 위한 방송통신 이용환경 조성</b>		
<b>이용자 편익 위주의 규제 강화</b>		
- 방송통신서비스 가입/이용/해지 등 전반에 대한 실태 점검		
- 이용자 이익저해행위 점검 및 개선 예정	- 방송통신 이용자 보호법 제정	
<b>이동통신 시장 보조금 중심의 경쟁 차단</b>		
- 보조금 조사의 신뢰성 확보 위해 표본추출 방식 개선	- 보조금 조사 확대 및 상시화	SK텔레콤, KT, LG유플러스
- 시장지배력 남용 또는 과열 주도한 사업자 선별, 가중 제재 방안 검토	- 보조금 시장 과열시 처벌 강화	
<b>방송통신 시장의 공정경쟁 환경 구축 노력</b>		
- 유료방송 플랫폼 사업자와 프로그램 제공사업자간 채널/프로그램 거래 점검, 개선		
- 유/무선 통신사업자와 CP 간 수익 배분 점검, 개선		
- 이동사와 알뜰폰 사업자 간 불공정 거래행위 점검, 개선		CJ헬로비전

자료: 방송통신위원회, KDB대우증권 리서치센터

■ 시장 실패 또는 정부 실패

통신서비스 관련 정부의 일련의 규제 추이는 점진적으로 통신비 인하에 도움을 주는 것으로는 나타나고 있다. 국내 가계 지출 내 통신비 비중은 2001년에 최고치를 기록한 후, 정부의 통신비 인하 정책 노력이 지속됨과 더불어 점진적인 하락 추세를 나타내고 있기 때문이다.

그러나 개별적인 통신비 인하 및 경쟁 규제의 경우 단기적인 실효성은 잘 발휘되지 못하는 편이다. 최근 1분기에는 2012년 3분기의 보조금 과열에 따른 처벌로 순차적인 영업정지가 시행되었다. 영업정지 기간 동안 마케팅이 되려 과열되는 모습이 나타났다. 영업정지가 시행 전인 2012년 4분기보다 영업정지가 있었던 2013년 1분기 번호 이동량이 더 많았던 것이다. 전형적인 ‘풍선효과’ 현상이 나타났다.

순차적인 영업정지 과정은 각 사업자에게 일시적인 위기와 기회를 차례로 제공했다. 역설적이게도 보조금 규제가 보조금 경쟁을 더 부추긴 상황이 되었다. 정부는 영업정지가 종료된 후인 3월에 각 사에 대한 재과징금을 결정하기도 했다. **규제 수단의 불완전성 등으로 인해 나타난 정부 실패**라고 볼 수 있다.

정부 측에서 휴대폰 보조금을 규제하는 근본적인 이유는 정보의 비대칭성 등에 기인한 가입 고객 간 차별화 가능성 때문이다. 고객 간 차별적이지 않은 마케팅은 다양한 요금제 혜택 등을 대표적인 예로 들 수 있다. 요금제 정보는 공개되어 있고, 가입자 간 공정한 손해가 가능하기 때문이다.

현재 통신서비스 시장 내 사업자들은 경쟁에 활용할만한 차별적인 도구를 잃어가고 있다. LTE 시대에 접어들면서 각 사간의 서비스 품질, 네트워크 커버리지, 요금제, 보조금 등의 경쟁 요소들이 각사의 경쟁력 향상 노력과 규제 환경 등으로 평준화 되어가고 있기 때문이다. 정부 입장에서는 보조금 경쟁의 결과이자 원인이라고 여겨지는 휴대폰 유통구조를 다각도로 개선하려 하고 있다. 이러한 일련의 과정 속에서 시장 및 정부 실패의 진폭은 예전보다는 줄어들 수도 있다고 판단된다.

표 16. 최근 정부 제재 및 시장 상황

통신서비스 기업	12월 과징금	영업정지 기간	3월 재 과징금	2012년 4분기 번호이동량	2013년 1분기 번호이동량
SK텔레콤	68.9억원	1/31-2/21, 22일간	31.4억원		
KT	28.5억원	2/22-3/13, 20일간	16.1억원		
LG유플러스	21.5억원	1/07-1/30, 24일간	5.6억원		
합계	118.9억원	1/07-3/13, 66일간	53.1억원	2,735,225명	2,905,823명

주: 번호이동량의 영업정지 전 시기는 4Q12, 영업정지 중은 1Q13 기준  
자료: 방송통신위원회, 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

표 17. 정부의 보조금 관련 규제 및 정책 추이

시기	내용
2000년	보조금이 사회적 이슈화. 정부는 이용약관에 보조금 금지 조치 신설
2002년 12월	전기통신사업법 개정, 보조금 지급 금지 법제화
2003년 3월	개정된 전기통신사업법 시행 시작. 법조문에 '한시적' 단서 추가. 2006년에 일몰 예정
2006년	한시적 보조금 금지법 2008년까지 연장됨. 한 이동통신사에서 휴대폰을 18개월 이상 사용 가입자에 한해 2008년까지 오직 한번 더 보조금을 받을 수 있다는 조건 추가. 6월에 통신 3사에 합계 732억원 과징금 부과.
2008년	보조금 금지법 일몰됨. 이후 보조금의 원칙적 허용, 예외적 금지 시행. 방송통신위원회는 단말기 보조금 27만원 초과를 금지하는 가이드라인 마련.
2012년	9월 방통위, 갤럭시S3 관련 보조금 과열로 시장 조사 시행 12월 방통위, 통신 3사에 합계 118.9억 과징금 부과 및 신규가입자 모집 금지 처분(영업정지) 결정
2013년	1월~3월까지 66일간 통신 3사 순차적으로 영업정지 시행됨 3월 방통위, 영업정지 종료 후 통신 3사에 합계 53억원 과징금 부과 5월 미래부, KISDI와 함께 이동전화 단말기 유통구조 개선방안 토론회 주최 5월 방통위, 이동통신사 휴대전화 보조금 조사에 착수 7월 방통위, 보조금 과열 경쟁 주도한 사업자 1곳을 선별, 과징금 또는 영업정지 등 강력한 제재 조치 예정

자료: 방송통신위원회, 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

■ 미시적인 차원: 통신비 인하

1) 정부는 가계 부담 경감과 소비자 편익 극대화가 목적

정부는 가계의 통신비 부담을 경감하기 위해 꾸준하게 통신비 인하 정책을 펼쳐 왔다. 정부의 통신비 관련 정책 방향은 통신비 직접 인하에서 **소비자 선택지를 확대하는 간접 인하로 확대**되고 있다.

과거 정부 측으로부터는 기본료 인하 및 음성통화 과금 단위 변화 등 통신비에 대한 직접적인 압박이 존재했다. 그러나 최근 정부는 가입 시에만 발생하는 가입비의 점진적 폐지, MVNO와 단말자급제 확대, mVoIP 허용 등으로 소비자 선택지를 확대하는 면을 좀더 강조하는 것으로 파악되고 있다.

규제 당국으로서의 정부 시각을 점검해보기 위해, 국민계정의 가계 소비 지출을 살펴보았다. 목적별 최종 소비지출을 보면, 현재 가계의 가장 큰 부담을 주는 지출(비용)을 파악할 수 있다.

한국 가계 목적별 최종소비지출 내에서 통신의 비중을 살펴보면, 2001년에 최고치 5.6%를 기록한 후 점진적인 하락 추세에 있다. 통신과 유사한 비중을 차지하는 목적 지출은 의료/보건 (6.7%), 교육 (6.2%), 음식/숙박 (7.9%) 등이다. 정부 등 규제당국 입장에서는 의료/보건과 교육은 이미 공공적인 성격이 있는 산업이고, 음식/숙박은 자영업자가 많아 규제하기 어려운 것으로 판단된다.

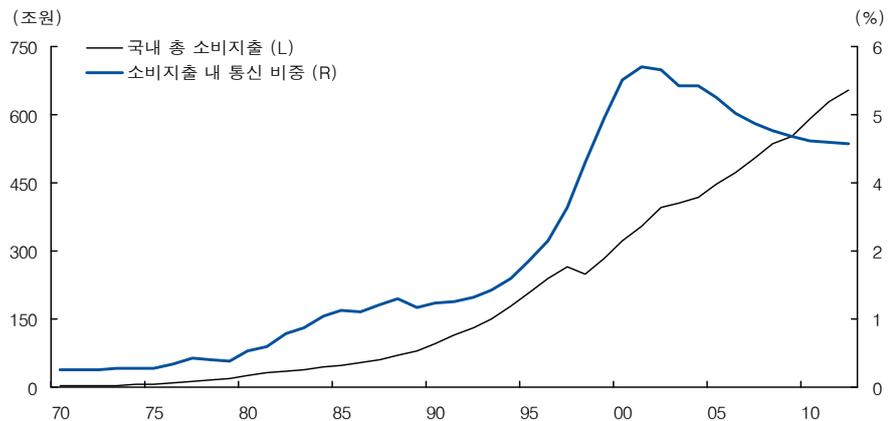
통신 소비 지출에는 유무선 통화료, 인터넷 사용료 등이 포함되어 있는 것으로 추산된다. 통신서비스 사업을 영위하는 주요 기업은 기간 통신사업체로서 그 수가 압축되어 있고 내수 시장 위주의 사업을 하고 있어, 규제 효과는 큰 편으로 판단된다.

표 18. 정부의 통신비 인하 정책 주요 추이

시기	내용
2004년	기본료 매월 1천원 인하
2010년	음성통신 초당 과금제 도입
2011년	기본료 매월 1천원 재인하, 매월 문자 50건 무료 제공
2012년	MVNO 도입 및 단말자급제(Blacklist) 본격화, mVoIP 허용 거론
2013~2015년	가입비 단계적 폐지 예정 2013년 8월중 이동통신 가입비 40% 인하 계획

자료: 방송통신위원회, 미래창조과학부, 언론 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 117. 국내 총 소비 지출과 통신 지출 비중의 연간 추이



주: 명목 기준, 자료: 통계청, 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

## 2) 멕시코의 규제 사례

멕시코는 OECD 가입국가 내에서도 가장 높은 수준의 가계지출 내 통신비 비중을 나타내고 있다. 통신서비스 시장이 수십년 동안 독점 상태였던 것이 통신비 인상을 야기했다.

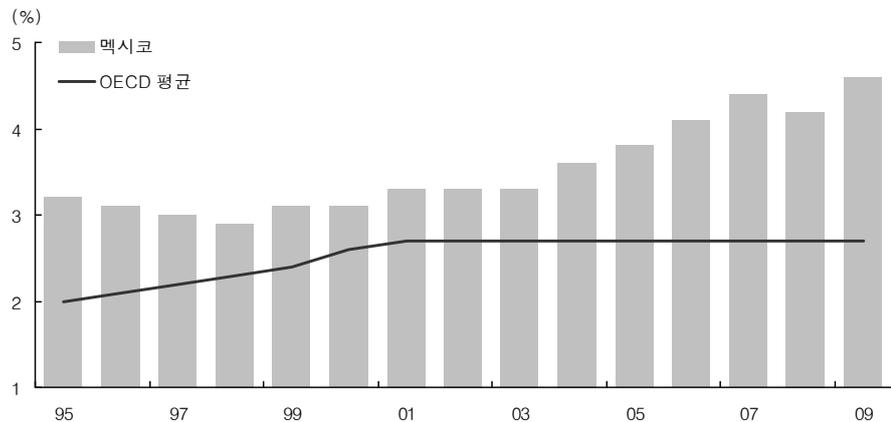
그러나 2013년 3월 멕시코 하원은 통신 혁신 법안(Telecoms Reform Bill)을 통과시켰다. 정부가 통신서비스 시장의 경쟁을 촉진시키고, 독점 구도를 종료하는 권한을 갖게 하는 법안이다.

멕시코의 America Movil은 자국내 유선 통신 시장의 75%, 무선 통신 시장의 70%의 시장 점유율을 보유하고 있는 독점 기업이다. 이러한 시장 구조로 인해 멕시코의 통신서비스는 높은 가격과 낮은 품질을 나타내왔다. OECD는 통신서비스 시장의 독점 구조가 멕시코의 경제 성장을 매년 2% 정도 저해했다고 분석했다.

America Movil의 주가는 2009년 이후 거의 횡보 상태였고, PER 10배 중반대로 거래되어왔다. 그러나 2013년 들어 규제로 인한 디스카운트가 주가에 반영되었다. PER이 10배 수준으로 디레이팅되면서 주가는 하락했다.

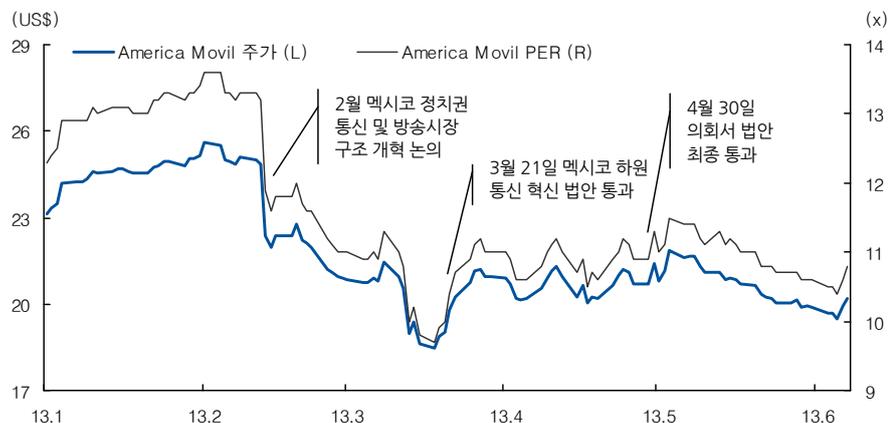
멕시코의 사례는 통신서비스 기업이 내수 필수 서비스를 제공하는 기업으로서, 정부의 규제로부터 자유롭지 못한 성격을 대표적으로 보여주고 있다. 특히 **경제 저성장 문제와 LTE 도입으로 인한 통신비 증가 상황이 맞물리면서 규제 가능성이 더욱 가시화된 것으로 판단된다.**

그림 118. 멕시코의 가계지출 내 통신비 비중 추이



자료: OECD Communication Outlook (2011), KDB대우증권 리서치센터

그림 119. 멕시코 독점 통신사 America Movil ADR 주가 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

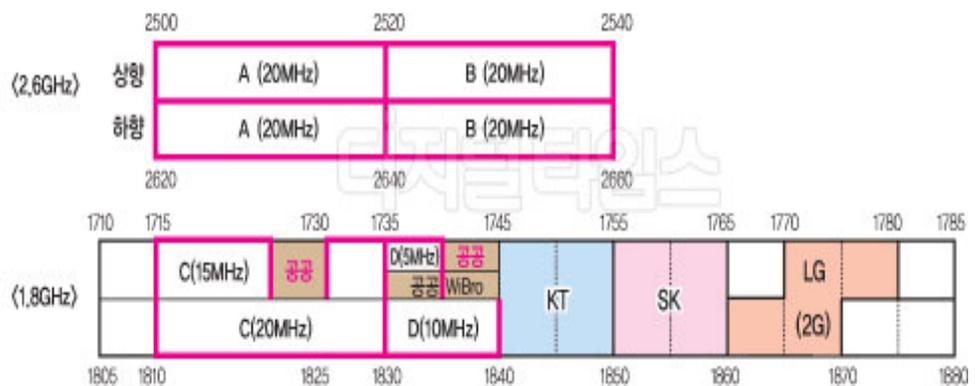
■ 거시적인 차원: 주파수 정책

1) 단기적 이벤트: 주파수 경매 및 재배분

미래창조과학부는 2013년 업무보고 중 방송의 디지털 전환 가속화를 위해 '유료방송 디지털전환지원 특별법 제정' 계획을 밝히기도 했다. 한편, 모바일 트래픽 사용량 증가에 대응하기 위해 140MHz 폭의 주파수 1.8 및 2.6 GHz 대역을 LTE용으로 할당할 계획을 밝혔다. 예정대로라면 3분기 중에 이동통신사에 주파수가 할당될 전망이며, 현재로서는 4개의 안이 검토 중이다.

현재 모바일 트래픽 증가세에 대응하기 위해 각 이동통신사는 LTE-Advanced를 준비 중이다. 그러나 추가적인 주파수 배분이 있어야만 중기적인 트래픽 증가 추세에 대응할 수 있을 것으로 판단된다. 현재 여전히 2G 및 3G 가입자의 LTE 가입자로의 전환이 일어나고 있다. 이미 LTE로 전환한 가입자 각각도 데이터 사용량을 늘리고 있다.

그림 120. 정부의 모바일 트래픽 수요 대응: 할당 고려중인 이동통신용 주파수 분포 현황



자료: 방송통신위원회, 디지털타임스

표 19. 정부의 주파수 할당 고려안

제안	날짜	내용	효과
1안	2월 18일	2.6GHz대역의 80MHz폭을 40MHz폭(상향 20MHz 하향 20MHz)으로 나누어 각각 A 및 B블록으로 나누고, 1.8GHz대역에서 35MHz폭(상향 15MHz, 하향 20MHz)을 C블록으로 할당 이미 1.8GHz 대역에서 LTE를 제공중인 KT와 SK텔레콤은 C블록의 경매 참여를 제한. 1.8GHz대역에서 2G 서비스를 제공하고 있는 LG유플러스가 C블록으로 낙찰받을 경우 2G 종료 후 2G 주파수를 반납하는 조건	SK텔레콤과 LG유플러스 선호
2안	2월 18일	1안의 A, B, C블록으로 나누는 방식은 동일하고 조건만 다름. 모든 사업자들이 C블록에 참여할 수 있도록 허용하되, KT와 SK텔레콤이 C블록을 확보할 경우 기존에 1.8GHz 대역에서 서비스하던 것을 새로 할당받은 대역으로 이전. LG유플러스가 C블록을 낙찰받을 경우에는 역시 2G 종료 후 2G 대역을 반납하는 조건은 1안과 동일	
3안	2월 18일	A, B, C 블록 이외에 1.8GHz 대역에서 15MHz폭(상향 5MHz 하향 10MHz)의 D블록을 추가. D블록은 KT가 현재 LTE를 서비스하고 있는 1.8GHz대역(20MHz폭)과 인접해 있음	KT 선호. KT가 D블록 할당받으면 광대역화 가능 SK텔레콤과 LG유플러스는 반대 중
4안	5월 14일	KT의 1.8GHz 주파수 인접대역(15MHz)을 (KT에) 할당하되, 1.8GHz 주파수 나머지 35MHz 대역을 SK텔레콤에 할당하는 방안을 검토 중. LG유플러스에는 SK텔레콤이 3G용 보유 중인 2.1GHz 주파수 20MHz를 양도하도록 함	KT와 SK텔레콤이 1.8GHz 주파수 대역에서, LG유플러스가 2.1GHz 주파수 대역에서 광대역 네트워크를 조기에 구현 가능 KT, SK텔레콤, LG유플러스 모두 반대
부가 조건	2월 18일	경매 참여 사업자는 4개 블록 중 1개만 입찰 가능. KT가 D블록 인접 대역 확보할 경우, 2013년 말까지 수도권, 2014년 6월까지 5대 광역이 광대역 서비스 제공하면 안됨. 경쟁 사업자의 따라잡는 기간 고려.	

자료: 방송통신위원회, 미래창조과학부, 언론, KDB대우증권 리서치센터

## 2) 장기적인 주파수 확보 계획 및 ICT 정책

한국도 2012년에 방통위가 ‘모바일 광개토 플랜 (1.0)’을 발표하며 2020년까지 최대 650MHz의 신규 주파수를 확보할 계획을 밝혔다.

이번 신정부의 미래부는 ‘모바일 광개토 플랜 2.0’으로 기존 계획을 발전시킬 예정이다. 최대 1GHz 폭 이상의 신규 주파수 확보를 목표로 기존에 계획한 650MHz 확보 규모보다 확대했다. 미래부와 방통위 간의 업무 조정으로 이제는 미래부가 해당 계획을 넘겨받았다.

한편, 면허를 받아야 하는 사업자 외에 개인 및 소규모 단체/업체의 소출력 비면허 기기의 이용도 확대되고 있다. 정부는 비면허 주파수도 신규 확보해 추가로 공급할 방안을 검토하고 있다.

‘상시 접속의 시대’, ‘새로운 디지털 시대’에는 주파수를 사용할 수 있는 여건이 중요하다. 정부가 신규로 확보할 주파수를 통해 기회를 얻게 될 산업과 기업들이 어느 곳이 될 지가 중요한 것으로 판단된다.

그림 121. 모바일 광개토 플랜 1.0 (2012) → 모바일 광개토 플랜 2.0 (2013)에서는 1GHz 폭 이상 확보 목표



자료: 방송통신위원회

그림 122. 소출력 비면허 기기 이용 확대에 비면허 주파수도 추가 공급할 방안 검토 중



주: 2012년 만들어진 계획으로 향후 미래부에서 수정 가능성 존재  
 자료: 방송통신위원회

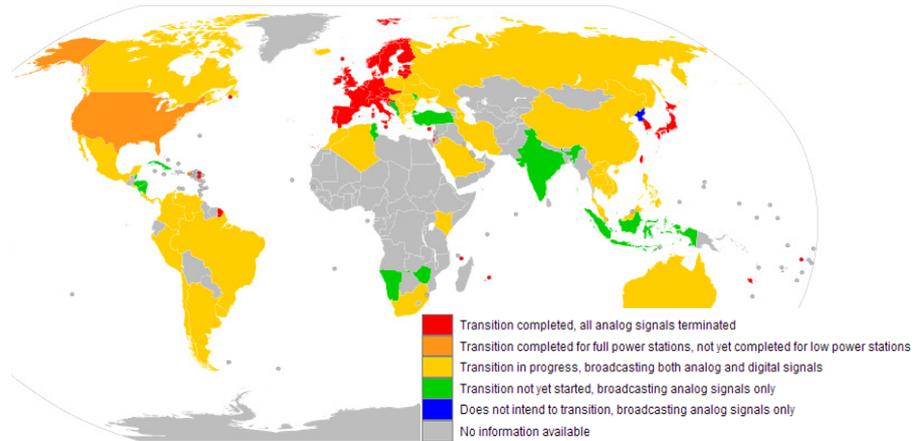
3) 주파수 부족 상황은 글로벌 현상, 주파수 효율화 필요성 증가

방송의 디지털 전환은 전세계적으로 진행되고 있다. 디지털 전환이 전세계적으로 동시에 이루어지고 있는 이유는 폭발적으로 증가하는 광대역 무선 서비스를 감당하기 위한 주파수가 부족하기 때문이다.

한국에서도 방송의 디지털 전환이 일어나고 있다. 작년부로 지상파 방송의 아날로그 방송의 종료 및 디지털 전환이 완료되었다. 현재는 유료방송 플랫폼의 디지털 전환이 진행되고 있다. 2012년 말 기준, 전체 유료방송 가입자 약 2,500만명 중 디지털 방송 가입자(디지털 케이블과 IPTV, 디지털 위성 가입자 합산)는 46%에 해당한다. 케이블SO의 디지털 전환율은 35% 수준이다.

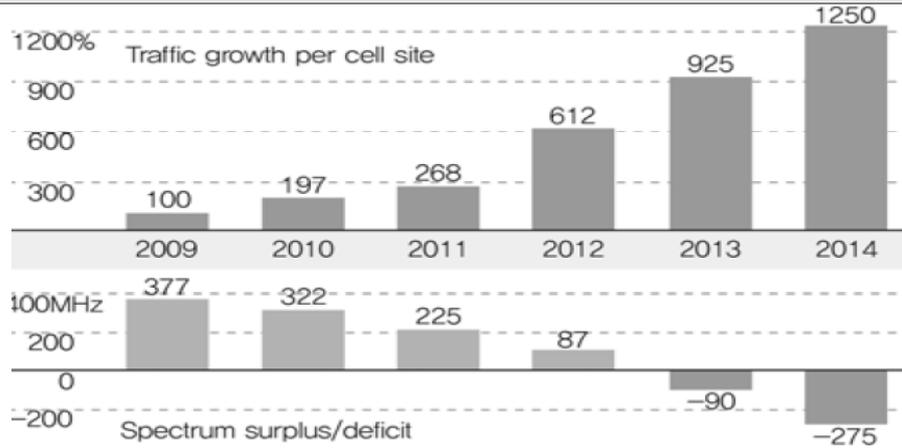
한편, 한국의 이동통신 LTE 가입자는 현재 2,000만명을 돌파했다. 이는 전체 이동통신 가입자의 37%에 해당하고, 전체 스마트폰 이용자의 58%에 해당한다. 특히 LTE 도입 이후 모바일 트래픽 사용량은 현저한 증가세를 나타내고 있다.

그림 123. 방송의 디지털 전환은 글로벌 트렌드: 주파수 부족 현상을 해결하기 위한 대응!



자료: Wikipedia

그림 124. 모바일 데이터 성장에 따른 주파수 부족 현상 예측



자료: FCC, ETRI

#### 4) 미국의 주파수 정책 사례

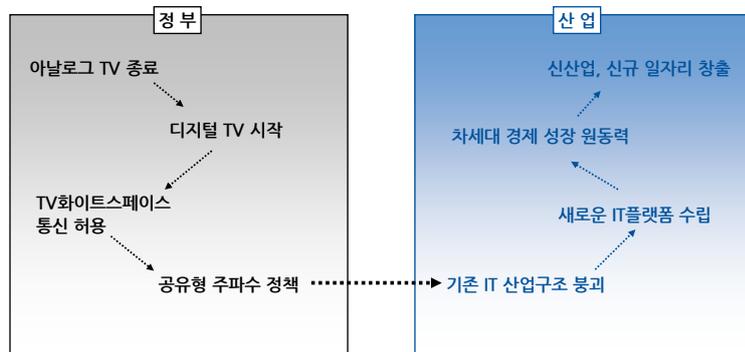
미국 정부도 경제 저성장과 실업률에 골머리를 앓고 있다. 미국은 약 10년 전부터 FCC(연방통신위원회) 주도로 일관된 ICT 정책 전개를 통해 일자리 창출을 도모해 왔다. 특히 Google과 Facebook 등 실리콘밸리 기업들의 성장과 모바일 혁명과 더불어 이러한 정책이 성과를 내고 있는 것으로 파악된다.

미국 FCC(Federal Communications Commission)는 미국재생법안(2009), 미국 전역의 광대역 인터넷망 확립 계획(2010), 오바마 대통령 교서(2010), 경제활성화를 위한 정부 주파수 활용 극대화 방안(2012) 등을 통해 무선망 확대 및 주파수 확보를 지속적으로 전개했다. 이러한 정책들의 목표는 1차적으로 '즉각적인 일자리 창출'이다. 2차적으로는 '경제적으로 고통받는 산업군을 지원하고, 국가 인프라, 교육, 건강, 청정 에너지에 투자하는 것이다.

특히 모바일 혁명이 디바이스 및 서비스 등에서 일어남에 따라 주파수 부족 현상이 심각해졌다. 미국 정부는 주파수 자원 자체가 부족하기보다는 기존의 정책이 주파수 부족 현상을 일으킨다고 판단했다. 결국 주파수 정책의 전환을 통해서 신규 ICT 산업을 지원했고, 경제 성장까지 도모했다. TV화이트스페이스(TVWS)를 허용하는 혁신적인 주파수 정책을 통해 ICT 산업의 구조를 뒤흔들었다. 성장하고 있는 기업과 신규 산업에게 주파수 사용의 기회를 제공하면서 신산업 및 일자리를 창출하고 있다.

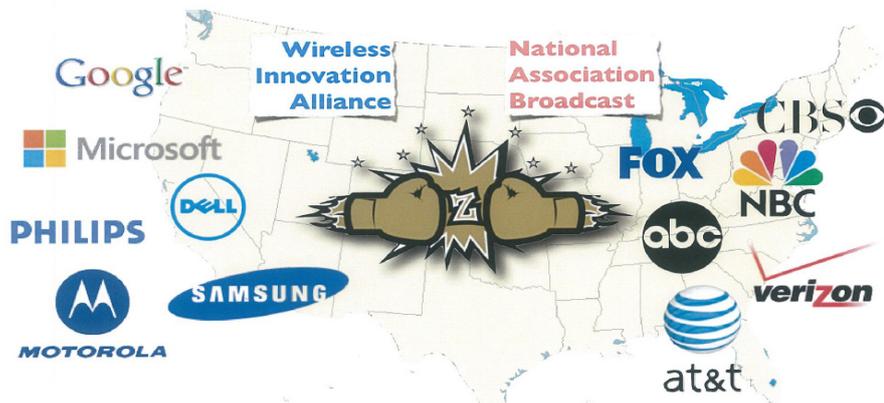
이러한 흐름 속에서 미국 내에서는 각 산업 진영 간의 주파수 확보 경쟁이 일어나고 있다. 이 경쟁 속에서 ICT 관련 기존 산업과 신규 산업 모두 경쟁력이 증진되고 있는 것으로 파악된다. 결국 주파수 정책의 중장기 방향성에 따라 ICT 산업의 양상과 성장 방향이 달라질 수 있다고 판단된다.

그림 125. 미국 정부는 주파수 정책을 통해 IT 산업의 혁명 및 신개념 일자리 창출에 노력



주: TV White Space는 주파수 면허를 받은 자가 시간/공간적으로 사용하지 않는 주파수를 비면허로 사용할 수 있는 대역  
자료: gatech.edu, KDB대우증권 리서치센터

그림 126. 미국의 주파수 전쟁: 서부 실리콘밸리의 무선 혁신 연합과 동부의 방송 통신 연합이 대립 중



자료: gatech.edu

## 투자 전략

### 1. 통신서비스 업종 '비중확대'

한국 통신서비스 업종에 대해 투자의견 '비중확대'를 제시하며 커버리지를 개시한다. **배당 매력**이 유지된 상황에서 실적 개선 모멘텀이 추가되면서 투자 매력도가 상승하고 있다.

1) 기업 체질과 관련된 내부 변수의 상황이 우호적이다. LTE 가입자 및 ARPU 추세, 정부의 규제 환경 등으로 통신 사업의 실적 개선과 Valuation 재평가가 동시에 진행되고 있다. 비통신 및 신규 사업 부문의 수익 기여도도 개선될 전망이다.

2) 산업 환경과 관련된 외부 변수들도 통신서비스 업종에 대한 투자 관심을 증대시키고 있다. 경제의 불확실성이 대두되고 있고, 저성장 및 저금리 등이 지속되고 있다. 가입자 기반의 안정적인 비즈니스, 배당 성향 등 통신서비스 업종의 특성에 대한 재평가가 진행되고 있다.

**Top Pick**으로 **LG유플러스**와 **SK텔레콤**을 제시한다. LG유플러스는 ARPU 상승 및 마케팅비 감소에 따른 실적의 구조적인 개선이 엿보이고, 시장 내 포지셔닝 변화로 영업 실적의 체질도 빠르게 변하고 있다. SK텔레콤은 LTE 시장에서도 여전히 가장 많은 가입자 수를 모집하며 1위 사업자로서의 지배력이 유지되고 있다. 기존의 통신 관련 사업 및 자회사의 체질 강화 추세도 돋보인다. 본사 및 자회사의 실적 개선 속도가 증진될 전망이며, 율등한 배당수익률도 돋보인다.

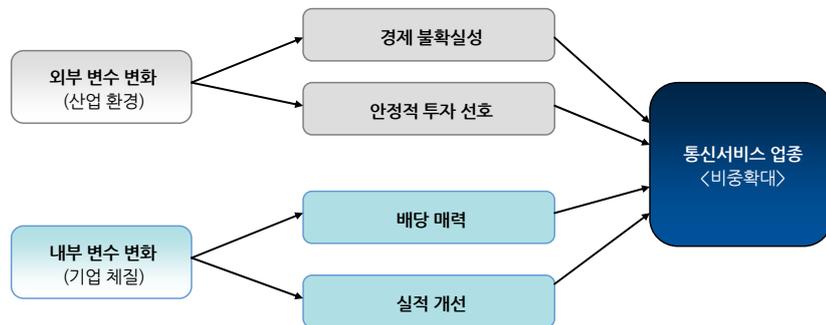
표 20. 통신서비스 업종 내 주요 종목의 투자 의견

(원, %, 배)

종목명	코드번호	투자의견	목표주가	상승여력	P/E	P/B	EV/EBITDA	EPS성장률	ROE	배당수익률
LG유플러스	032640	매수	15,000	29.3	15.4	1.5	4.4	흑전	8.4	2.2
SK텔레콤	017670	매수	270,000	28.0	10.0	1.7	5.0	47.8	14.0	4.5
KT	030200	매수	50,000	31.1	8.1	0.9	3.9	15.8	9.7	5.2
SK브로드밴드	033630	Trading Buy	6,000	21.3	19.5	1.5	4.0	233.6	6.6	0.0

주: 목표주가는 12개월 기준, Valuation 지표는 2013년 예상치 기준,  
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 127. 통신서비스 업종 투자 포인트



자료: KDB대우증권 리서치센터

## 2. 통신주 배당의 재평가

### ■ 저금리 시대, 높은 배당수익률 부각

2008년의 금융위기 이후 현재까지 실물 경제의 개선이 더디게 진행 중이다. 국내의 저금리 환경과 실물 경기 부진 때문에 안전 자산을 선호하는 현상이 강해지고 있다.

미국 등의 선진국은 민간과 정부의 부채 부담이 과도해지면서 과거의 침체 시기보다 성장률 하락이 더욱 현저해졌다. 한국은 가계 부채와 고령화라는 구조적인 문제에 직면해 있다. 부진한 내수 경기가 더디게 개선되고 있다. 한편 중국의 투자 둔화와 일본의 엔저 흐름 때문에 수출 경기에도 우려가 있는 상황이다.

국내의 저금리 현상이 고착화되면서 배당 투자에 대한 관심이 구조적으로 증대되고 있다. 투자자들의 배당에 대한 인식도 전환되고 있다.

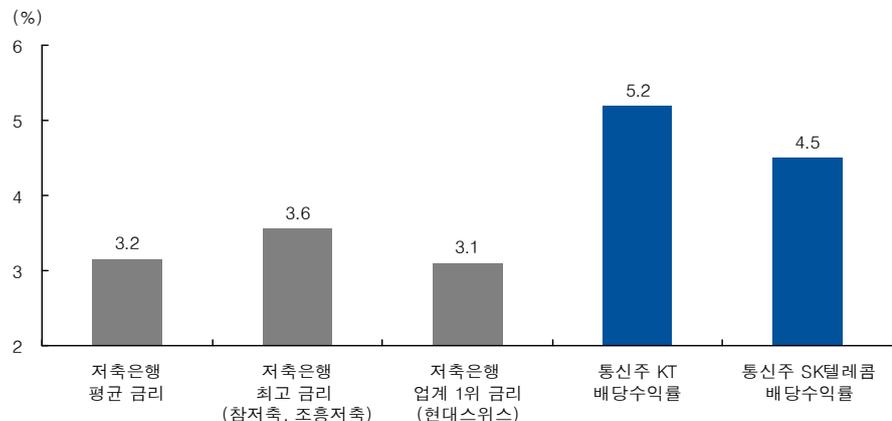
배당에 대한 기존의 인식은 경기 방어적인 특성, 시장 조정 시의 투자 도피처, 연말에만 투자하는 계절성 등이다. 그러나 이러한 고정관념이 깨지고 있다. 현재 통신주의 배당수익률은 저축은행 금리보다 높다. 장기 투자 대상으로서 계절성과 관계 없이 관심이 높아지고 있다. 비교적 위험자산으로 분류되는 주식이지만, 배당으로 안정적인 투자 성격을 갖고 있다는 점도 매력적이다.

그림 128. 배당에 대한 인식 전환의 필요성



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 129. 국내 주요 통신주의 배당 수익률과 국내 주요 저축은행의 금리 비교



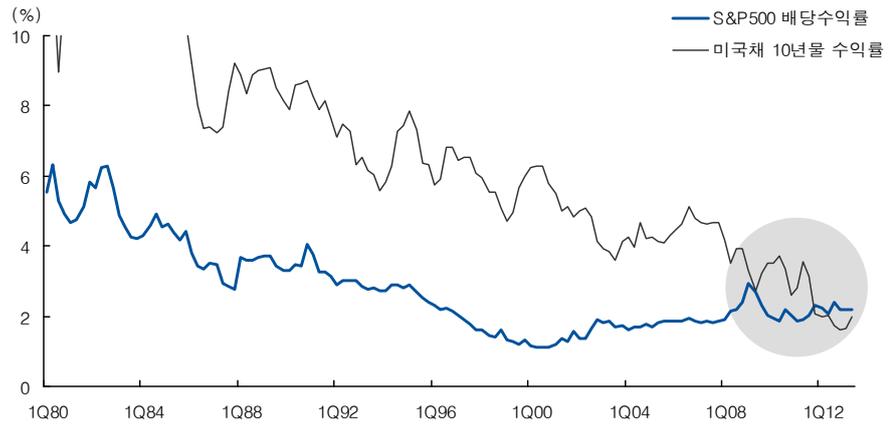
주: 2013년 6월 10일 기준,  
자료: 저축은행중앙회, 각 사, KDB대우증권 리서치센터

배당에 대한 시각을 달리해야 할 필요성이 근래 들어 더욱 커지고 있다. 글로벌 금융위기 이후 안전자산으로 분류되는 국채 금리보다 주식의 배당수익률 수준이 꾸준히 높게 나타나고 있기 때문이다.

채권과 주식을 비교하기 위해 미국과 일본의 배당수익률과 국채 10년물 금리를 살펴보면, 2008년 금융위기 이후 배당수익률이 장기 금리를 상회하고 있다.

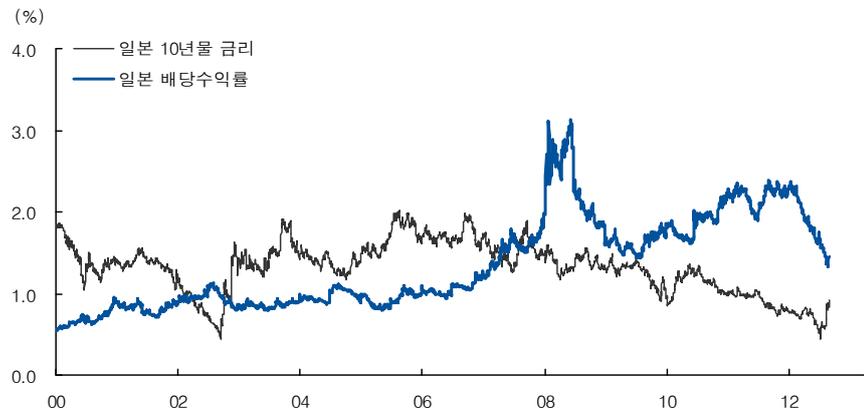
한국의 국고채 3년물 금리와 대표 통신주 SK텔레콤의 배당수익률 추이를 살펴보았다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조로 배당수익률이 국고채 3년물 금리를 상회하는 모습이다.

**그림 130. 미국 S&P500의 배당수익률과 미국채 10년물 수익률: 배당수익률 > 금리**



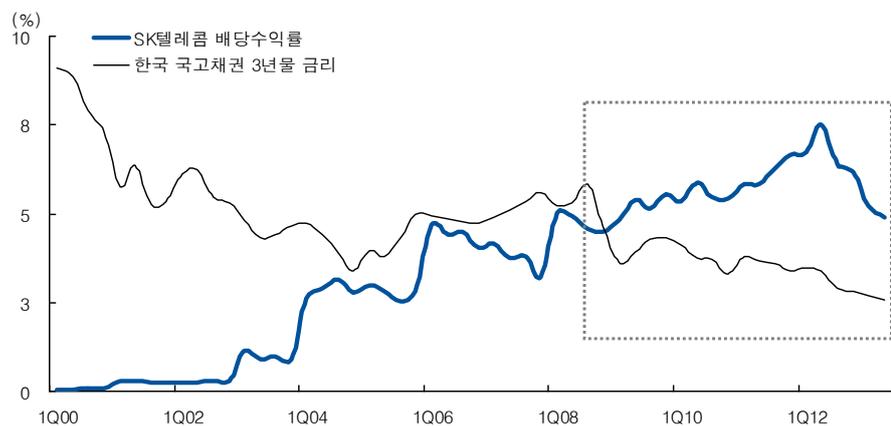
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

**그림 131. 일본 배당수익률과 국채 10년물 금리: 배당수익률 > 금리**



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

**그림 132. 한국 SK텔레콤의 배당수익률과 한국 국고채 3년물 수익률**



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

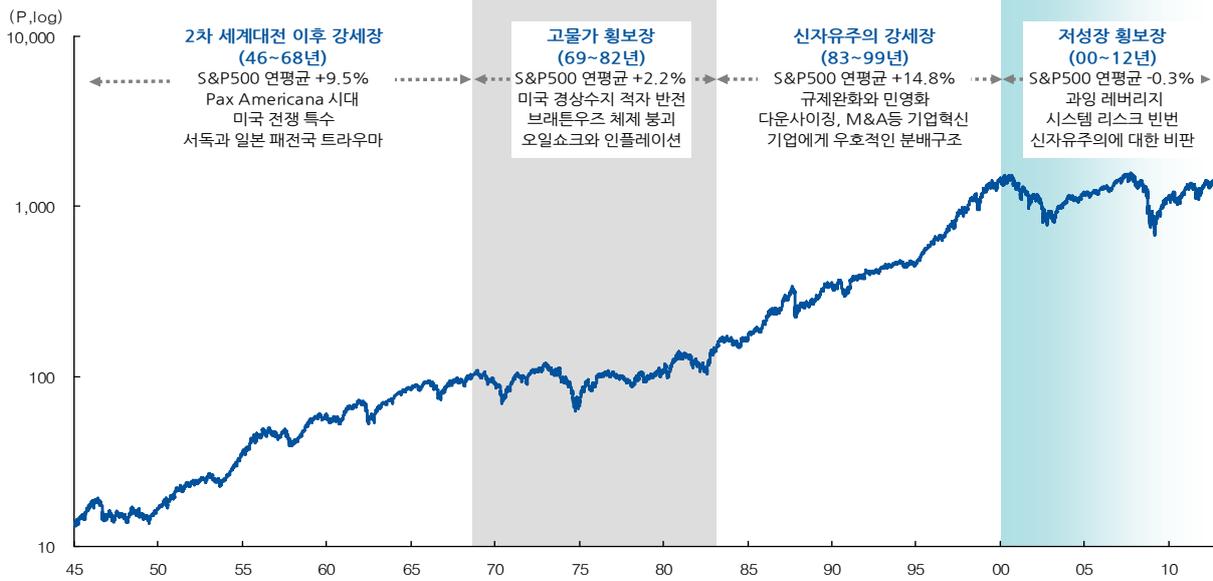
■ 불확실성 증대되는 투자 환경의 안정적 대안

한국의 잠재성장률은 하향 추세를 보이고 있다. 연평균 경제성장률은 1970년대 9.4%, 1980년대 9.1%, 1990년대에 97년 아시아 금융위기 전까지는 7.4%를 나타냈다. 그러나 1998년부터 2007년까지 기간 동안 4.7% 성장했고, 2008년부터 2012년까지의 연평균 경제성장률은 3.8%에 그쳤다. 설비투자 위축이라는 장기적인 요인과 글로벌 금융 위기의 여파, 정치적 불확실성 등의 단기적인 요인이 복합적으로 작용하고 있어 국내 저성장기에 대한 우려가 커지고 있다.

저성장 국면에서 기업의 주주 환원 정책은 주가의 장기 추이를 결정하는 핵심적인 요인이 될 것이다. 주주 배려를 위한 대표적인 수단으로 자사주 매입과 배당이 있다. 1) 자사주 매입은 아직까지 한국 증시에서 예측 가능한 변수가 아니다. 기업들이 간헐적으로 발표하는 경향이 있기 때문이다. 2) 반면 배당은 비교적 예측 가능한 변수이다. 기업의 배당 가능 재원은 당기 (또는 단기)의 성과를 반영하는 변동성이 큰 손익계산서 항목이 아니라, 기업의 설립 이후 줄곧 누적돼 온 대차대조표 항목이기 때문에 비교적 안정성이 높다. 또한 기업의 배당 정책은 일관되게 지속되는 경향이 있다.

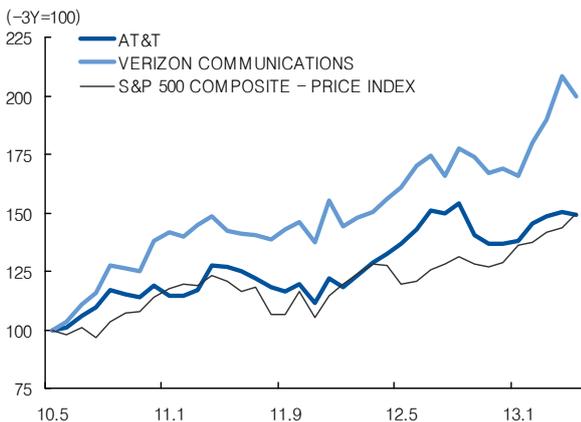
미국의 경우, 저성장 시대로 접어들면서 주가는 횡보하는 모습을 보여왔다. 박스권 내 주가 등락이 지속될 경우, 금리보다 높은 수준의 배당수익률을 나타내는 종목에 대한 관심이 커지게 된다. 배당수익률 자체의 투자 매력뿐 아니라, 시세차익의 가능성도 고려할 수 있기 때문이다.

그림 133. 저성장 시대에서 주가는 횡보: 미국 S&P 500 지수 추이



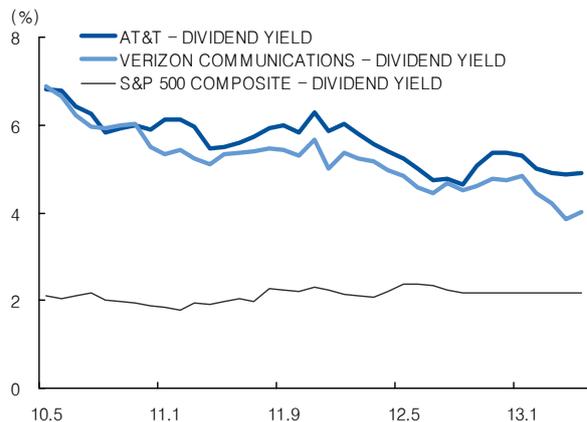
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 134. 미국 통신주 최근 3년간 시장 대비 상승세 뚜렷



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 135. 미국 통신주, 시장 평균 대비 높은 배당수익률 부각



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

특히 국민연금과 같이 주식을 장기 보유하는 투자자들이 늘어나고 있다는 점은 배당의 중요성을 증대시키는 요인이다. 장기 투자자에게 배당을 통한 재투자는 포트폴리오의 수익률을 결정짓는 중요한 변수로 작용하고 있다.

미국 증시에서도 배당은 장기 투자의 성과를 결정짓는 핵심 변수로 작용해 왔다. S&P500 지수와 배당에 대한 재투자가 감안된 S&P500 Total Return 지수를 대조해볼 수 있다. 특히 미국 증시가 장기 박스권에 갇혀 있던 2000년대에는 배당이 투자의 성과를 결정짓는 가장 중요한 변수로 작용했다.

한국의 경우도 배당주에 대한 관심이 커지고 있다. KODI(배당지수)의 KOSPI 대비 성과를 표시해 보면, 한국 증시의 배당수익률에서 시장 금리인 국채3년 수익률을 차감한 것과 유사한 추이를 보여왔다. 근래 둘 간의 격차가 확대되기도 했지만, 최근의 기준금리 인하로 저금리 기조가 다시 확인되면서 배당주 강세 현상이 뚜렷하게 나타나고 있다.

그림 136. 2000년대 미국 증시의 장기 박스권 장세에서 배당의 중요도가 더욱 상승



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 137. 배당지수의 KOSPI 대비 상대강도는 2002년과 2007년 저점 수준에서 반등



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

■ 고령화 추세와 함께 성장하는 '인컴 펀드'도 주목

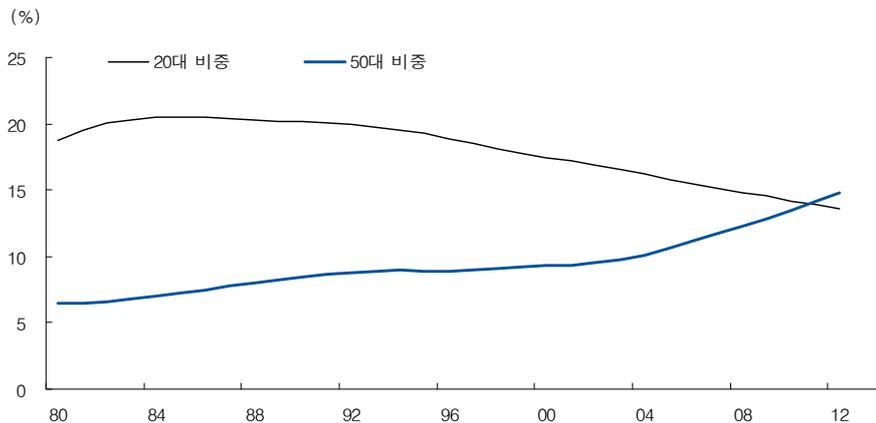
최근 인컴 펀드의 성장이 두드러지고 있다. 인컴 펀드는 배당주식과 고금리 해외채권에 집중 투자하는 대표적인 자산배분주 펀드이다. 주식 등의 가격 상승에 따른 차익보다는 이자·배당 등 정기적인 수익을 주축으로 하는 중위험, 중수익 상품이다.

인컴 펀드는 2012년 이후 큰 폭의 성장을 나타냈다. 미국과 유럽의 재정위기로 인해 경기둔화 우려가 커졌고, 글로벌 저금리 환경과 인구 고령화가 급속히 진행되면서 안정적인 수익을 추구하는 투자자들이 많아졌기 때문이다.

베이비붐 세대(1955~63년생)의 은퇴와 맞물려 더욱 가속화되는 고령화 추세도 인컴 펀드의 성장에 영향을 줄 전망이다. 이미 2011년 전체 한국 인구 중 베이비붐 세대인 50대 인구의 비중은 14.8%로 20대 비중인 13.6%를 넘어섰다.

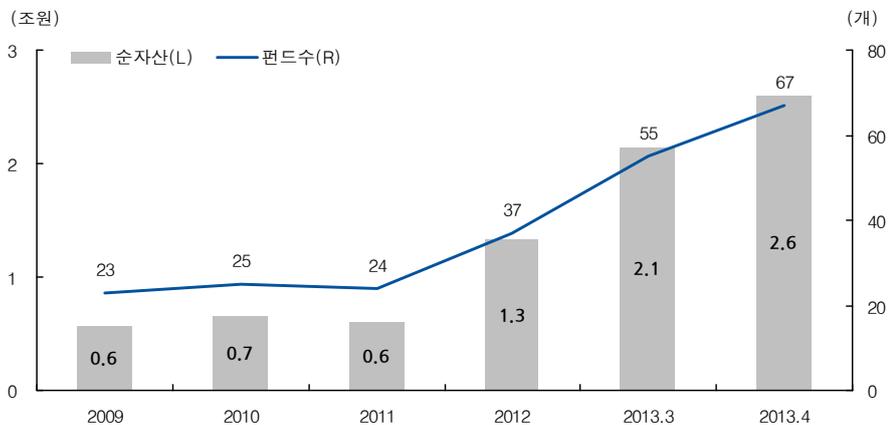
베이비부머들이 은퇴를 하면 근로소득이 감소하게 되는데, 금융자산 투자로 인한 손실이 발생할 경우 노후 생활이 어려워질 수 있다. 고령화가 가속화될수록 위험회피 성향은 증가하는 경향이 있다. 그러나 저금리가 지속되는 상황에서 베이비부머들은 예금 등 안전 자산에만 의존하기보다는 노후 대책을 위해, 위험성과 수익이 낮지만 “안정적인 수익+자본차익”을 낼 수 있는 인컴 펀드로의 관심이 늘어날 전망이다. 인컴 펀드의 구성항목에는 수익증권, 그 중 ‘배당주’의 비중이 큰 것으로 파악된다.

그림 138. 국내 전체 인구 중 20대와 50대 인구 비중 추이



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 139. 인컴 펀드의 순자산 및 펀드 수 추이



자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

# Valuation

## 1. Valuation 사례 분석

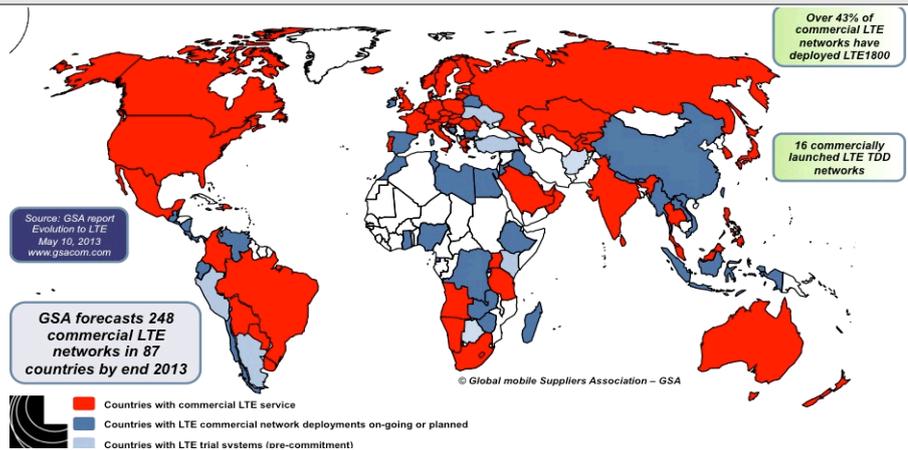
### ■ 통신주 Valuation Rerating 전개 중

배당 매력도가 유지된 상태에서 실적 개선이 진행 중인 기업이 특히 부각된다. 오랜만의 ARPU 등 지표의 질적인 성장으로 Valuation 재평가가 전개 중이다.

세계에 상장된 통신 기업들은 많다. 이 중에서 엄밀한 Global Peer는 LTE 보급 정도를 고려해 선택해야 될 것으로 판단한다. 현재 전세계 LTE 가입자는 약 1억 명으로 추산되지만, 그 중 90%의 가입자는 미국, 캐나다, 일본, 한국, 호주 위주로 분포되어 있다. 미국의 Verizon이 가장 많은 LTE 가입자를 보유하고 있으며 그 다음은 미국의 AT&T, 일본의 NTT Docomo 순이다.

한국의 통신 기업 SK텔레콤과 KT, LG유플러스도 빠른 속도로 LTE 가입자가 증가하고 있다. 가입자 동향 및 요금제 등 사업 전략 등을 고려해볼 때, LTE 선두에 있는 Verizon, AT&T, NTT Docomo의 실적 및 Valuation 지표들이 의미가 있을 것으로 판단된다.

그림 140. LTE 상용화 국가는 현재 70개국, 약 1억명 가입자 분포



자료: GSA

표 21. LTE 스토리가 적용되는 통신서비스 기업들의 수익성 및 Valuation 지표

(십억원, %, 배)

기업명	시가총액	영업이익률			P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			배당수익률	
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F		
한국	SK텔레콤	17,037	10.8	12.4	14.6	10.7	10.0	8.0	1.3	1.7	1.5	4.5	5.0	4.4	9.8	14.0	16.3	4.5
	KT	9,961	5.1	6.0	6.9	8.8	8.1	6.9	0.9	0.9	0.9	4.4	3.9	3.5	8.8	9.7	10.8	5.2
	LG유플러스	5,065	1.2	5.2	5.6	-	15.4	11.9	1.2	1.5	1.4	5.2	4.4	3.9	-1.6	8.4	10.1	2.2
미국	AT&T	215,505	10.2	18.2	19.1	15.0	14.2	13.1	2.2	2.2	2.1	8.7	6.3	6.0	7.7	15.6	16.7	5.1
	Verizon	162,415	11.4	20.8	22.2	16.8	18.0	15.6	4.3	3.9	3.6	7.9	5.9	5.5	3.3	18.8	22.8	4.1
일본	NTT Docomo	75,053	18.7	18.1	18.4	12.5	12.2	11.8	1.1	1.1	1.0	3.7	4.0	4.0	9.4	9.1	8.8	4.0

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

■ 통신주가 시장 Valuation 상회하는 케이스 분석

통신주는 현재 Valuation 재평가를 받고 있으며, 특히 주식 시장에서 프리미엄 수준으로 거래되고 있다. 전세계적으로, 한국 외에도 미국, 대만 시장에서 시장 대비 고평가가 현저하다. 다만 일본의 경우는 엔저 현상으로 인해 통신주가 시장 PER을 하회하는 것으로 해석된다.

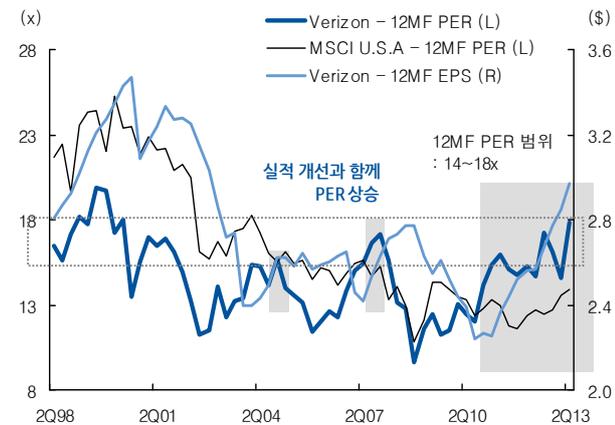
통신주가 시장 PER을 상회한 경우는 크게 두 가지다. 1) 펀더멘탈 강화 근거로써 실적 개선에依거한 PER 상승이다. 2) 시장 조정기에 방어주 컨셉으로써 배당 매력도가 부각되었을 때이다. 현재는 1)의 구간으로 해석되고 있다. 다만 과거와는 다른 저성장 경제 상황으로 2)의 테마도 꾸준히 투자자를 자극하고 있는 것으로 판단된다. 12개월 Forward PER 범위는 대체로 1)의 경우가 2)보다 높은 수준이다.

해당 년도 중에는 실적 컨센서스 추이 등에 따라 주가가 영향을 받으므로, 12개월 Forward 기준으로 2000년도 이후 Valuation 사례를 분석해보았다.

1) 실적 개선에 따른 Valuation 상승 및 시장 PER 상회 경우는 미국은 2004년, 2006년, 2010년 이후 현재까지이다. 일본은 NTT Docomo의 경우 2003년 및 2005년, Softbank는 2009년 이후이다. 대만 Chunghwa Telecom은 2005년과 2011년에 나타났고, 한국의 경우 SK텔레콤은 2002년, 2007년 및 현재, KT는 2002년, 2010년 및 현재, LG유플러스는 2005년 및 현재에 나타나고 있다.

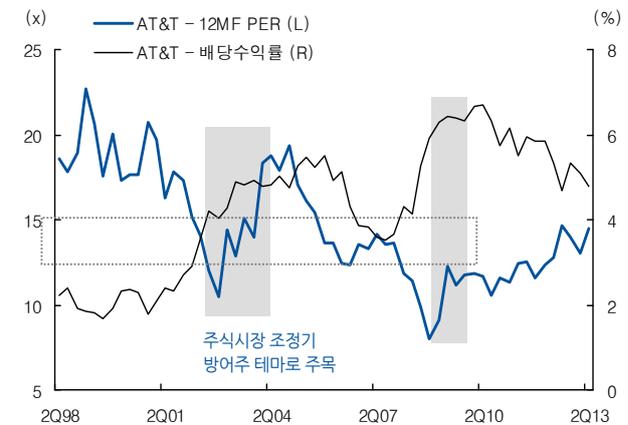
2) 방어주 테마로서 배당 매력도가 부각되어 Valuation 상승 및 시장 PER 상회 현상이 있었던 경우는 대부분 2008년이며, 미국은 2003년에도 현상이 나타났다.

그림 141. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: Verizon



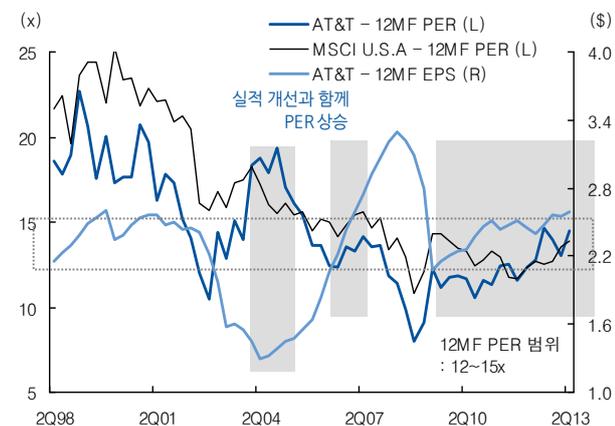
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 142. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: Verizon



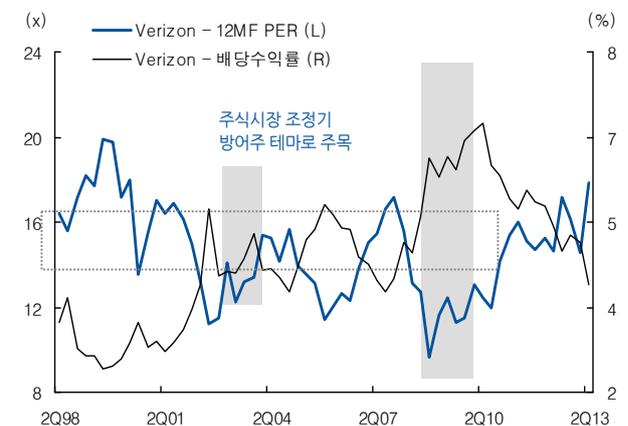
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 143. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: AT&T



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 144. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: AT&T

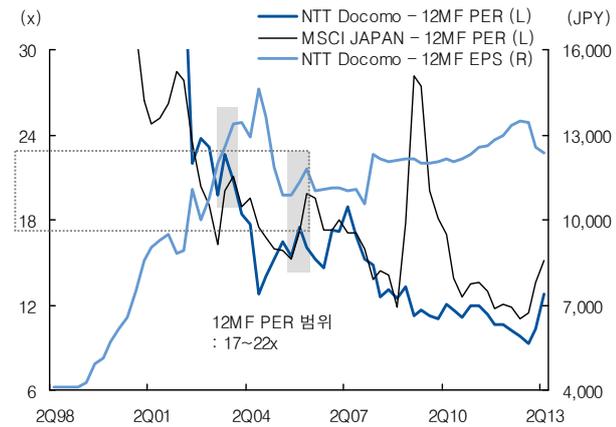


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

통신서비스

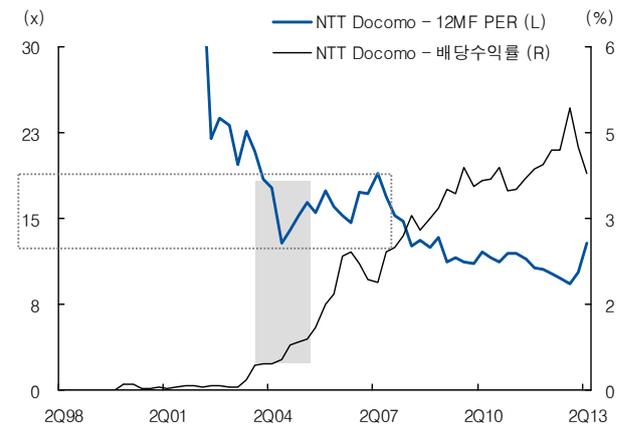
상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

그림 145. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: NTT Docomo



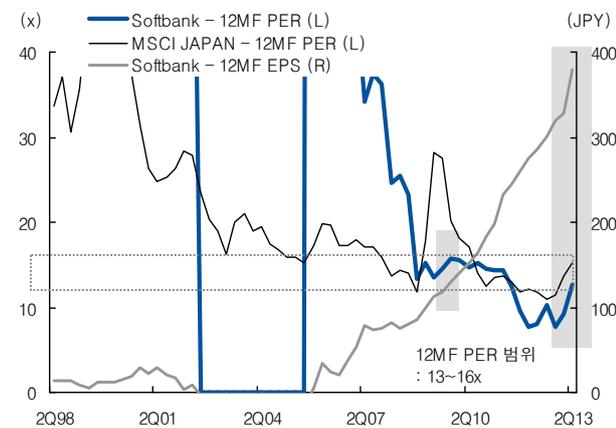
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 146. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: NTT Docomo



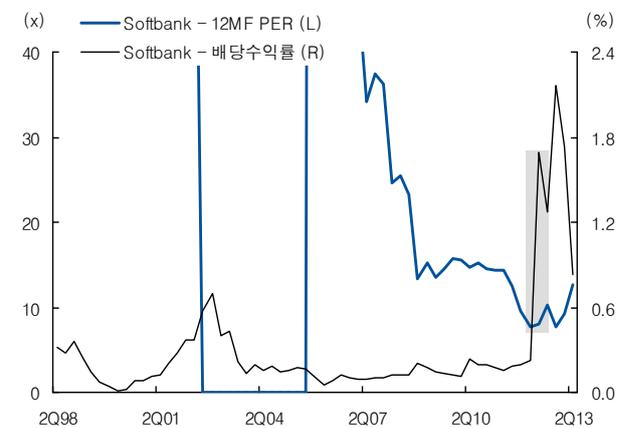
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 147. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: Softbank



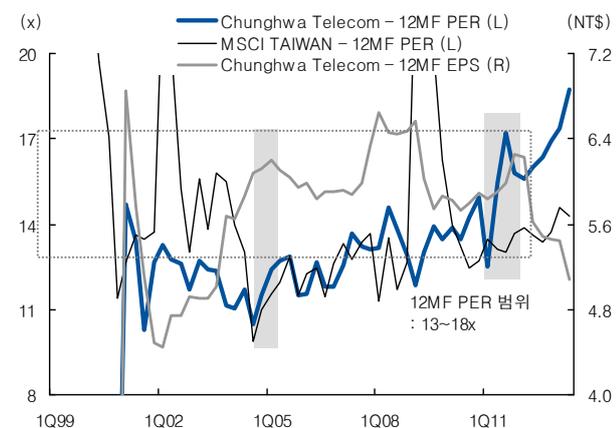
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 148. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: Softbank



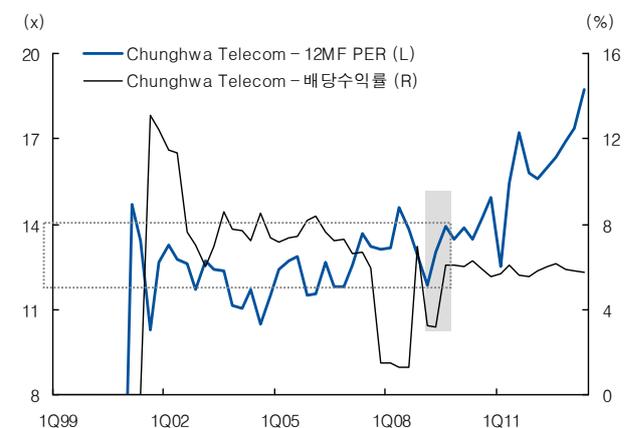
주: 배당 미미해 연관성 적음  
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 149. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: Chunghwa Tel.



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 150. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: Chunghwa Tel.

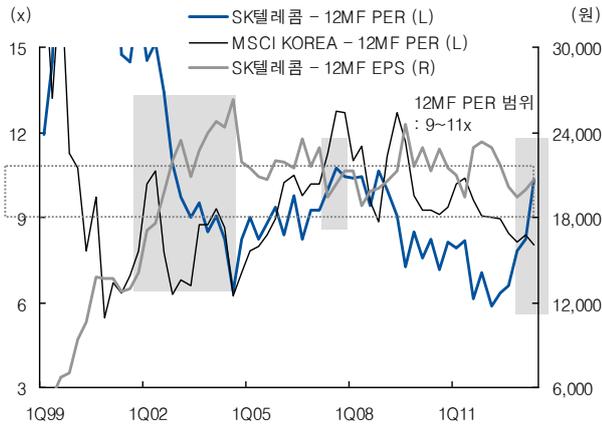


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

통신서비스

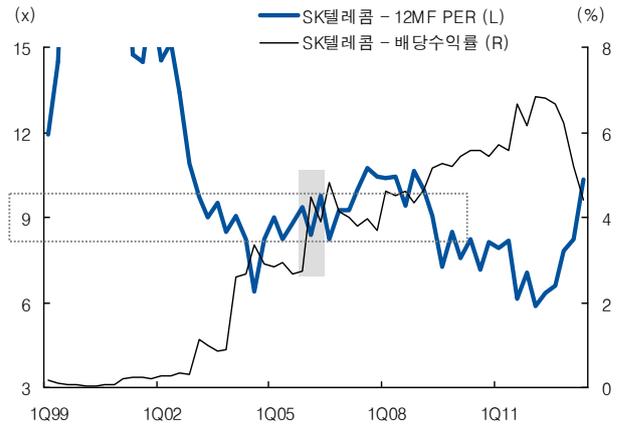
상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

그림 151. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: SK텔레콤



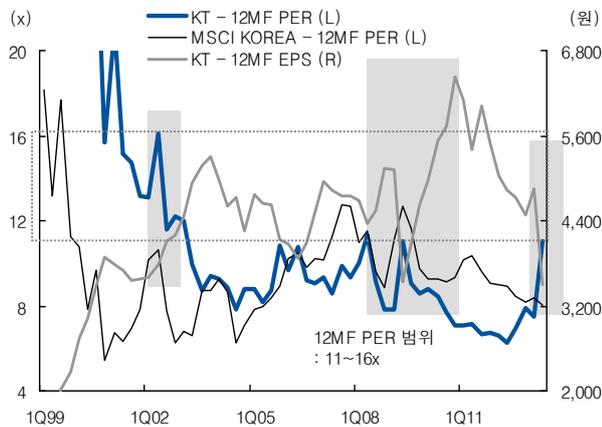
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 152. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: SK텔레콤



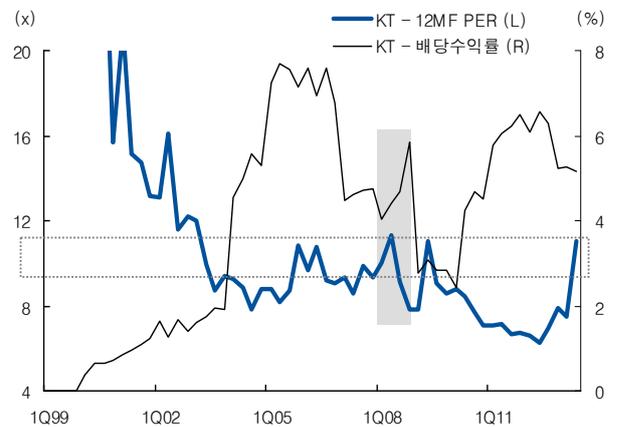
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 153. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: KT



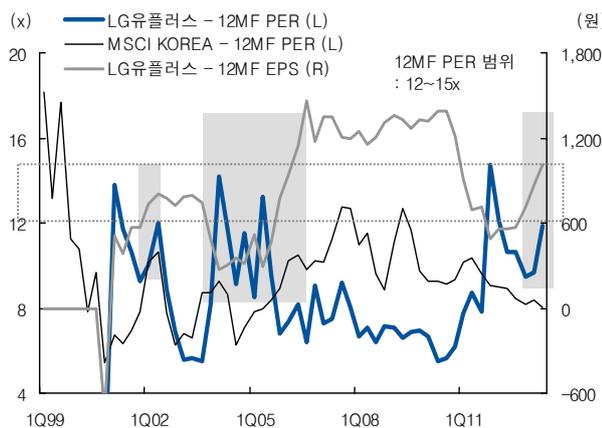
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 154. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: KT



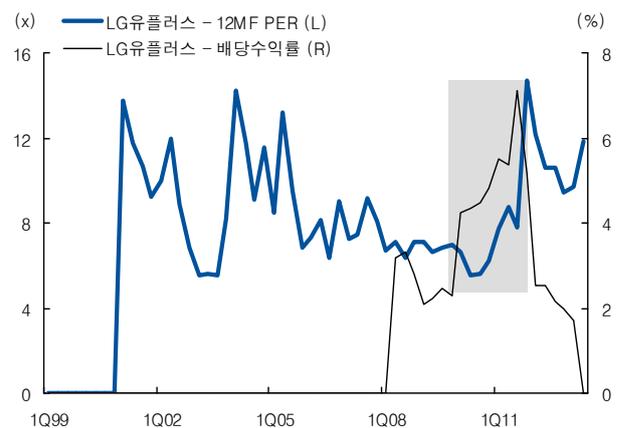
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 155. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: LG유플러스



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 156. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: LG유플러스



주: 배당 미미해 연관성 적음  
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

## 2. 글로벌 통신서비스 기업의 Valuation 수준 및 비교

국내 통신주는 아시아 통신서비스 기업군 내 높은 영업이익률 개선세가 부각되고 있다. 배당수익률 매력은 산업 평균 수준이다. 다만 아시아뿐 아니라 전세계 통신 기업 중에서도 한국 기업들이 LTE를 가장 선도적으로 수용하고 있다. 공격적인 투자 집행과 마케팅비 지출 상황을 고려시, 한국 통신주의 산업 평균 수준의 배당수익률은 고무적이라고 판단된다.

표 22. 종합 통신서비스 기업의 수익성 및 Valuation 지표

(십억원, %, 배)

기업명	시가총액	영업이익률			P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			배당수익률 13F	
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F		
한국	SK텔레콤	17,037	10.8	12.4	14.6	10.7	10.0	8.0	1.3	1.7	1.5	4.5	5.0	4.4	9.8	14.0	16.3	4.5
	KT	9,961	5.1	6.0	6.9	8.8	8.1	6.9	0.9	0.9	0.9	4.4	3.9	3.5	8.8	9.7	10.8	5.2
	LG유플러스	5,065	1.2	5.2	5.6	-	15.4	11.9	1.2	1.5	1.4	5.2	4.4	3.9	-1.6	8.4	10.1	2.2
일본	NTT Docomo	75,053	18.7	18.1	18.4	12.5	12.2	11.8	1.1	1.1	1.0	3.7	4.0	4.0	9.4	9.1	8.8	4.0
	Softbank	76,124	22.1	21.7	21.1	21.3	15.6	14.9	4.2	3.3	2.8	6.2	5.9	5.5	23.1	24.3	21.2	-
중국	China Unicom Hong Kong	35,916	5.0	6.0	7.6	24.5	18.2	13.2	0.9	0.9	0.8	4.2	3.8	3.4	3.8	4.9	6.5	1.5
	China United Network Communications	14,058	4.4	4.9	6.6	28.6	20.5	14.9	1.0	1.0	1.0	-	4.4	3.9	3.7	4.3	6.3	1.1
홍콩	PCCW	52,853	16.7	17.4	17.7	16.8	15.2	13.9	2.5	2.3	2.2	12.3	12.9	12.7	14.8	15.7	16.1	4.6
대만	Far Eastone Telecom	3,769	13.4	13.9	15.0	15.6	15.1	12.9	2.9	2.9	2.8	6.0	5.9	5.6		19.3	20.8	5.4
싱가폴	Singapore Telecom	8,972	16.5	17.5	18.2	22.4	19.3	17.4	3.3	3.1	3.0	12.0	8.4	7.8	14.6	16.3	19.7	4.0
필리핀	Philippine Long Distance Telephone	17,675	30.6	29.9	31.2	19.9	17.3	16.3	5.1	4.6	4.6	8.5	9.0	8.6	25.9	25.4	26.0	3.9
말레이시아	Maxis Bhd	18,329	34.3	33.7	34.1	28.9	23.5	22.1	7.3	8.2	9.2	12.7	12.6	12.2	23.4	32.7	39.6	4.7
	Axiata Group	20,749	23.2	23.1	23.7	22.5	20.5	18.6	2.8	2.7	2.7	9.4	8.3	7.8	12.5	13.5	14.4	3.4
미국	AT&T	215,505	10.2	18.2	19.1	15.0	14.2	13.1	2.2	2.2	2.1	8.7	6.3	6.0	7.7	15.6	16.7	5.1
	Verizon	162,415	11.4	20.8	22.2	16.8	18.0	15.6	4.3	3.9	3.6	7.9	5.9	5.5	3.3	18.8	22.8	4.1
	Sprint Nextel	24,690	-5.1	-0.5	4.4	-	-	-	3.4	4.2	6.1	7.3	7.0	5.7	-48.1	-47.3	-63.6	-
	Centurylink Inc	24,383	14.8	16.6	16.3	21.1	12.8	12.8	1.2	1.2	1.2	5.6	5.6	5.7	4.4	6.8	6.2	6.1
	Level 3 Communications	5,334	9.6	11.1	13.1	-	-	34.1	4.3	3.8	3.0	9.0	7.9	7.2		-5.1	10.2	-
Frontier Communications	4,690	21.3	21.5	21.6	18.2	18.5	18.8	1.0	1.0	1.1	5.0	5.2	5.4	3.7	6.1	5.1	9.6	
캐나다	Bce Inc	39,050	22.5	22.9	23.4	14.4	15.0	14.5	3.3	2.6	2.6	7.2	7.0	6.8	24.6	17.9	17.7	5.1
	Telus Corp	25,079	19.3	19.4	20.3	17.2	16.6	14.9	2.8	2.8	2.7	7.4	7.1	6.8	17.1	17.1	17.9	3.9
	Rogers Communications	26,220	23.5	26.6	26.9	12.9	13.0	12.4	5.9	5.2	4.8	7.7	6.9	6.7	45.3	43.7	40.8	3.8
유럽	Telefonica	70,851	17.3	16.4	16.4	11.5	9.5	9.2	2.2	2.0	1.9	5.3	5.5	5.5	19.0	21.4	20.4	3.3
	Deutsche Telekom	57,606	11.6	12.5	12.9	-	12.7	11.9	1.5	1.4	1.3	4.4	4.7	4.6	-16.0	10.7	11.1	7.8
	France Telecom	30,071	13.9	15.6	15.0	24.6	7.1	7.4	0.8	0.8	0.8	4.4	4.1	4.3	3.2	10.9	10.2	6.6
	Teliasonera Ab	32,794	13.8	23.7	24.9	9.5	10.7	10.2	1.8	1.7	1.6	7.6	7.2	7.0	18.3	15.2	15.8	6.5
	Tele2 Ab	6,286	12.9	18.4	9.8	13.0	17.9	15.0	1.7	1.6	1.6	6.6	7.1	6.6	15.8	38.7	12.4	8.8
	Belgacom Sa	8,707	16.2	14.7	13.8	8.0	9.0	9.9	1.9	1.9	1.9	4.8	4.5	4.6	21.6	20.3	19.2	12.6
	Telenor Asa	37,062	17.3	21.2	22.6	15.1	12.1	10.8	2.4	2.4	2.3	6.6	6.5	6.1	15.6	19.7	21.0	4.9
	Telecom Italia Spa	15,774	21.4	20.1	19.8	-	5.1	5.0	0.6	0.5	0.4	4.0	4.1	4.1	-8.7	10.0	9.3	3.4
Koninklijke Kpn Nv	9,873	14.7	13.8	13.6	6.6	7.7	8.6	1.5	0.9	0.9	3.8	4.9	4.9	20.0	15.5	11.1	-	
한국 평균			5.7	7.9	9.0	9.8	11.2	8.9	1.1	1.4	1.3	4.7	4.4	3.9	5.7	10.7	12.4	4.0
일본 평균			20.4	19.9	19.7	16.9	13.9	13.3	2.7	2.2	1.9	5.0	5.0	4.7	16.3	16.7	15.0	4.0
중국 평균			4.7	5.5	7.1	26.5	19.3	14.1	1.0	0.9	0.9	4.2	4.1	3.6	3.8	4.6	6.4	1.3
동남아 평균			26.2	26.0	26.7	22.0	19.1	17.7	4.4	4.5	4.7	10.7	10.7	10.3	19.1	21.8	24.0	4.1
미국 평균			10.3	14.6	16.1	17.8	15.9	18.9	2.7	2.7	2.8	7.2	6.3	5.9	4.8	8.4	12.2	6.2
유럽 평균			15.4	17.4	16.5	12.6	10.2	9.8	1.6	1.5	1.4	5.3	5.4	5.3	9.9	18.0	14.5	6.8
종합 평균			15.1	16.9	17.3	16.8	14.2	13.6	2.5	2.4	2.4	6.7	6.3	6.0	10.2	14.0	13.6	5.0

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 23. 유선 통신서비스 기업의 수익성 및 Valuation 지표

(십억원, %, 배)

기업명	시가총액	영업이익률			P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			배당수익률 13F
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	
한국 SK브로드밴드	1,464	3.3	4.6	4.7	61.4	19.5	16.4	1.5	1.5	1.4	4.7	4.0	4.0	2.0	6.6	7.3	0.0
일본 Nippon Telegraph & Telephone	78,422	11.2	11.2	11.6	12.0	10.5	10.1	0.7	0.7	0.7	3.3	3.8	3.8	6.5	6.7	6.5	3.1
중국 China Telecom	42,764	7.5	9.0	9.7	15.5	12.7	10.5	0.9	0.8	0.8	4.9	3.1	2.9	5.7	6.6	7.6	2.3
영국 Bt Group	42,841	17.0	18.0	19.1	11.6	12.0	11.0	-	9.8	6.9	5.1	5.5	5.3	-	-	-	3.4
미국 Windstream Corp	5,285	15.9	16.0	16.8	20.0	19.5	16.3	4.6	5.7	8.2	6.0	5.9	5.8	13.9	28.1	42.2	12.7
홍콩 HKT Trust	6,800	14.0	15.6	17.7	29.0	24.1	19.7	1.5	1.6	1.6	9.3	8.6	8.3	5.2	6.5	7.9	5.7
종합 평균		11.5	12.4	13.3	24.9	16.3	13.9	1.8	3.3	3.2	5.6	5.2	5.0	6.7	10.9	14.3	4.5

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

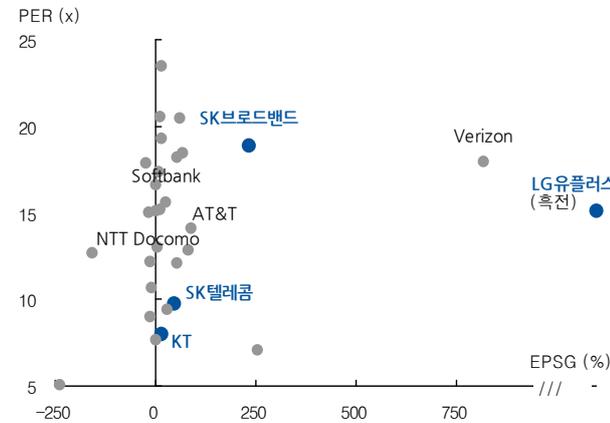
표 24. 무선 통신서비스 기업의 수익성 및 Valuation 지표

(십억원, %, 배)

기업명	시가총액	영업이익률			P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			배당수익률 13F
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	
한국 SK텔레콤	17,037	10.8	12.4	14.6	10.7	10.0	8.0	1.3	1.7	1.5	4.5	5.0	4.4	9.8	14.0	16.3	4.5
중국 China Mobile	230,417	27.8	24.8	21.9	9.7	9.9	10.3	1.7	1.6	1.4	4.2	3.4	3.4	18.8	16.6	14.7	4.3
영국 Vodafone Group	162,307	13.4	21.8	22.5	-	11.6	10.9	1.3	1.2	1.2	9.5	9.3	9.2	0.6	10.2	10.6	5.9
일본 Kddi	46,309	14.0	15.3	16.2	14.2	11.2	9.5	1.5	1.4	1.3	4.2	4.4	4.1	11.2	14.0	14.6	2.7
태국 Advanced Info Service (Thai)	29,486	32.2	32.5	36.3	22.4	20.7	17.7	20.9	16.9	15.9	11.3	11.8	10.3	-	-	-	4.0
대만 Taiwan Mobile	14,361	16.0	18.5	18.0	20.3	18.6	17.3	6.0	7.2	-	16.5	13.6	13.7	29.8	27.9	29.4	5.0
말레이시아 Digi.Com	13,386	25.0	32.0	33.8	30.5	22.3	20.6	-	-	-	12.5	12.2	11.6	-	-	-	3.4
미국 Us Cellular Corp	3,166	4.4	-1.6	-1.8	32.5	-	-	0.8	0.7	0.7	2.8	5.0	5.7	1.4	-0.1	-0.2	-
종합 평균		17.9	19.5	20.2	20.0	14.9	13.5	4.8	4.4	3.7	8.2	8.1	7.8	11.9	13.8	14.2	4.3

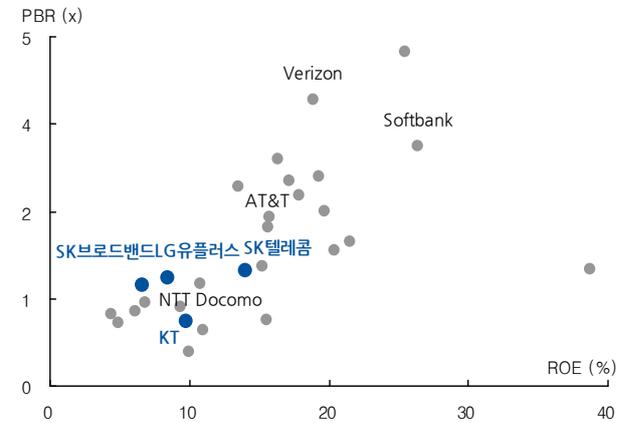
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 157. 2013F PER-EPSP



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 158. 2013F PBR-ROE



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

## [부록] 통신서비스 산업 주요 용어

단말기할부채권	스마트폰의 비싼 가격으로 인해 단말기 할부에 따른 매출 채권이 증가세
배당수익률	‘주당 배당금 / 주가’의 비율. 통신주의 배당성향으로 인해 투자 변수로 작용하고 있음
보급률	스마트폰 등 기기의 해당국 인구 대비 보급된 정도. ‘침투율’도 유사한 의미
보조금	통신사와 제조사의 마케팅 활동의 일환으로 단말기 구입시 단말기 가격의 일부를 할인 및 보조하는 금액.
사물인터넷	M2M(Machine to Machine), IoT(Internet of Things) 등으로 사물 간의 통신서비스를 지칭
서킷	Circuit. 흐를 수 있는 통로. 통신 연결시 선택한 경로를 연결을 끊을 때까지 동일한 경로를 사용하는 방식
위약금	계약(약정기간)을 위반한 경우 부과하는 벌금 성격. 현재 단말 위약금과 요금할인 위약금이 존재
주파수	주기적 파형의 단위 시간당 반복되는 횟수. 단위는 보통 Hz를 사용. 한정된 자원으로써 정책 중요성 대두
커버리지	Coverage, 네트워크 구축 범위 등을 지칭
패킷	Packet. 데이터 전송에서 송신/수신측에 의해 하나의 단위로 취급되어 전송되는 집합체 파일을 분할해서 전송하지만 수신하는 곳에서는 원래의 파일로 다시 재조립된다
ARPU	Average Revenue per User. 통신서비스 월 매출액을 평균 가입자 수로 나눈 수치
ARPA	Average Revenue per Account. 통신서비스 월 매출액을 평균 계정(가입자 및 가입 기기 여러 개) 수로 나눔
Black List	단말기 자급제로 통칭. 도난당하거나 분실된 휴대폰만 아니면 모두 등록해 사용할 수 있는 제도
CAPEX	Capital Expenditure, 투자 지출의 약자
CDMA	Code division multiple access. 2세대(2G) 통신 기술. 음성 전화와 메시지 전달이 가능
IPTV	Internet Protocol TV의 약자. 초고속 인터넷을 기반으로 제공되는 양방향 TV 서비스. VOD 시청 가능
LTE	Long-term-evolution의 약자. 기술 단계상 3.9세대에 해당하나 4세대(4G) 기술로 마케팅 중 3G 대비 12배 이상 빠른 속도로 통신할 수 있는 고속 무선 데이터 패킷 통신 규격
LTE-Advanced	LTE 다음 적용될 진정한 4G 통신 기술. 유선 인터넷 속도를 능가할 정도로 빠르고 끊김 없는 서비스가 가능
OTT	Over-the-Top 약자. 인터넷을 통해 드라마나 영화 등의 다양한 미디어 콘텐츠를 제공하는 서비스
MNO	Mobile Network Operator, SK텔레콤, KT, LG유플러스 등 직접 네트워크를 운영하는 통신서비스 기업
MVNO	Mobile Virtual Network Operator. 가상 이동통신망 사업자. 통신망을 임대해 이동통신서비스 제공하는 회사
M-VoIP	Mobile-Voice over Internet Protocol. 모바일 상의 인터넷 전화. 기존의 무선 통화 수익을 침해하고 있음
VOD	Video-on-Demand. 주문형 비디오. 시청자가 원하는 시간에 원하는 내용을 이용할 수 있는 쌍방향 서비스
WCDMA	Wideband code division multiple access. 3세대(3G) 통신 기술. 영상 통화 가능

## Top Picks 및 관심종목

### LG유플러스 (032640/매수) LTE의 강력한 질주!

- 업종 장기 결정 변수인 ARPU가 가장 빠르게 성장 중
- 양적 지표인 가입자 수 순증세 및 점유율 증가도 부각
- 기업 체질 강화 및 위상 향상으로 재평가 진행 중

---

### SK텔레콤 (017670/매수) 선두 굳히기 전략 시작

- 무선통신 LTE 가입자 1위 점유 지속
- 관련 사업 및 자회사의 체질 강화에도 주목
- 실적 개선 속도 증진 및 월등한 배당수익률

---

### KT (030200/매수) 방통 융합의 대표주

- 무선통신 LTE 커버리지 완료 후 ARPU 상승 국면에 진입
- 유선통신, 미디어 사업 확대로 시장 지배력 재강화
- 비통신 부문의 이익 기여도 증가, 높은 배당수익률 부각

---

### SK브로드밴드 (033630/Trading Buy) 재무구조 개선 속 성장동력 확보

- 디지털 방송 전환과 모회사 SK텔레콤과의 협력 수혜로 IPTV 가입자 증가 중
- 실적 턴어라운드 및 재무구조 정상화
- 다만 높은 Valuation 수준이 부담

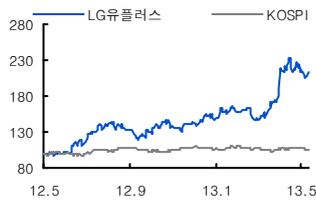
## LG유플러스 (032640)

### LTE의 강력한 질주!

#### 유무선통신

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	15,000
현재주가(13/06/10,원)	11,600
상승여력	29%

영업이익(13F,십억원)	619		
Consensus 영업이익(13F,십억원)	582		
EPS 성장률(13F,%)	흑전		
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.9		
P/E(13F,x)	15.4		
MKT P/E(13F,x)	9.3		
KOSPI	1,932.70		
시가총액(십억원)	5,065		
발행주식수(백만주)	437		
유동주식비율(%)	63.9		
외국인 보유비중(%)	23.8		
베타(12M,일간수익률)	0.05		
52주 최저가(원)	5,220		
52주 최고가(원)	12,850		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	58.0	107.9
상대주가	-3.5	59.3	102.6



#### 투자이견 ‘매수’, 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

LG유플러스에 대한 투자이견 ‘매수’, 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 19배는 LG유플러스의 12개월 Forward PER의 역사적 최고치에 30% 프리미엄을 대입한 값이다. 당사는 국내 통신주 중에서 실적 지표가 다방면으로 가장 빠르게 개선되고 있고 향후 전망의 가시성도 높다. LTE 시장으로의 진입 이후 시장 내 위상이 향상되고 있고, 작년 미지급했던 배당도 올해 실시할 예정으로 디스카운트 요인이 희석되고 있다.

#### 투자포인트 1) 업종 장기 결정 변수인 ARPU가 가장 빠르게 성장 중

LTE 시장에 선도적으로 진입하면서 LTE 가입자 비중이 국내 통신사 중 가장 높다. ARPU(인당 무선통신서비스 매출액, Average Revenue Per User) 성장도 가장 빠르게 나타나고 있다. LTE가 도입된 직후인 2012년 1분기 ARPU는 26,677원이었다. 2013년 1분기 ARPU는 31,963원으로 전년 동기 대비 20% 대폭 성장했다.

2분기 시작한 4월 ARPU도 32,500원 이상으로 파악되고 있다. ARPU의 1차 성장기인 요금제 수준이 높은 LTE 가입자의 비중 증가에 따른 과정을 순조롭게 통과하고 있다. 향후에는 LTE 가입자 개별 데이터 사용량 증가와 요금제 추가 변경 등을 통한 ARPU의 2차 성장기도 경쟁사보다 빠르게 맞이할 수 있을 전망이다.

#### 2) 양적 지표인 가입자 수도 순증세 지속

LG유플러스는 이동전화 번호이동 시장의 순증 가입자 점유율이 2012년 1분기부터 20% 후반대로 상승했다. LTE 시장으로의 성공적인 진입에 기반해 상위 경쟁사와의 서비스 격차가 좁혀졌고, 브랜드 인지도가 상승한 결과에 따른 것으로 해석된다. 2013년 1분기의 무선 및 유선통신 가입자 수는 각각 전년 동기 대비 8%, 13% 증가했다.

#### 3) 기업 체질 강화 및 포지셔닝 향상으로 재평가 진행 중

신규 시장 내 향상된 시장 지위로 디스카운트 요인이 희석되고 있다. 올해 순이익 흑자 전환 등 재무 구조 개선이 예상됨에 따라 배당도 재개될 예정이다.

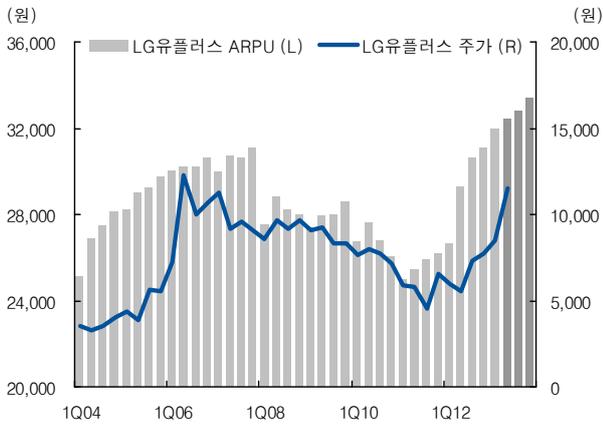
2분기 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 7%, 44% 증가할 전망이다. 2013년 연간 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 9%, 388% 개선될 전망이다. LTE 가입자의 무선 전체 가입자 내 비중은 1분기 말 50%를 기록했고, 연말에는 72% 수준에 도달할 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	7,975	9,186	10,905	11,952	12,920	13,316
영업이익 (십억원)	655	279	127	619	729	837
영업이익률 (%)	8.2	3.0	1.2	5.2	5.6	6.3
순이익 (십억원)	570	85	-60	329	426	521
EPS (원)	1,113	164	-122	754	975	1,193
ROE (%)	19.2	2.2	-1.6	8.4	10.1	11.5
P/E (배)	6.4	45.0	-	15.4	11.9	9.7
P/B (배)	0.9	1.3	1.2	1.5	1.4	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

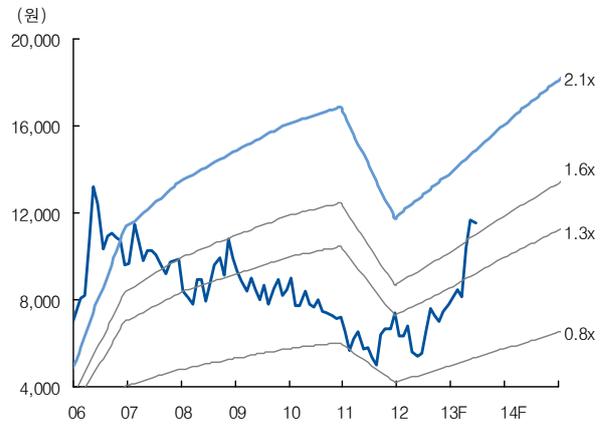
LG유플러스에 대한 투자의견 '매수', 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 19 배는 LG유플러스의 12개월 Forward PER의 역사적 최고치에 30% 프리미엄을 대입한 값이다.

그림 159. 분기별 무선통신 ARPU와 주가 추이



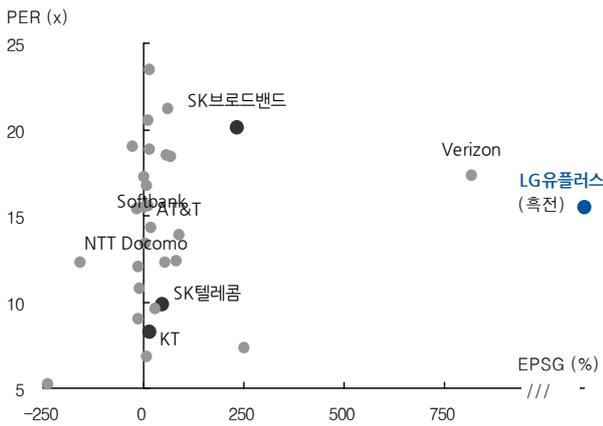
자료: LG유플러스, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 160. PBR 밴드 차트



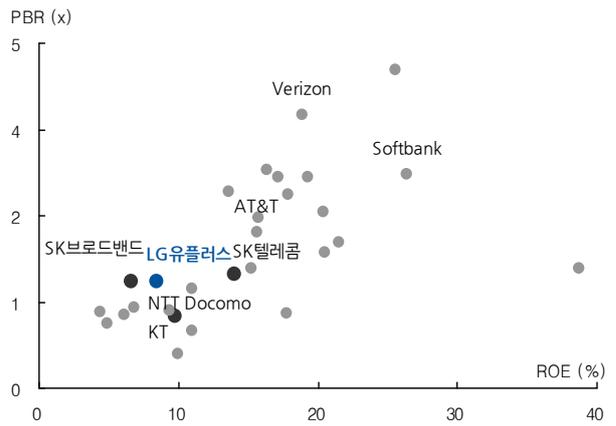
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 161. 2013F PER-EPSC



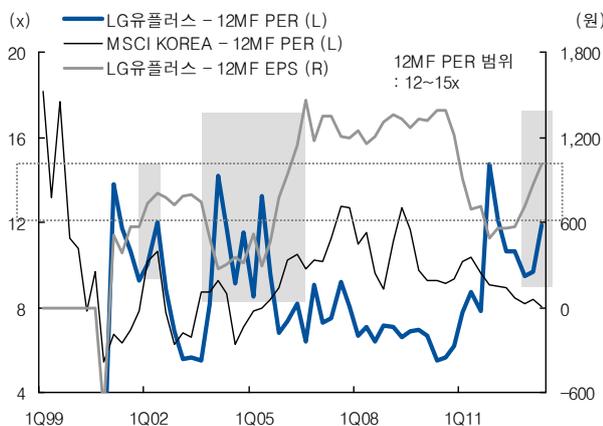
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 162. 2013F PBR-ROE



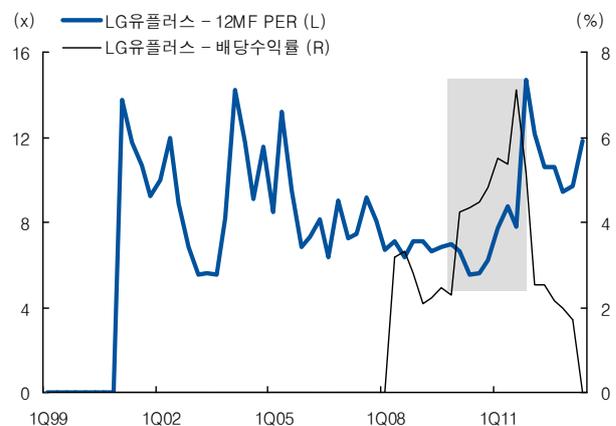
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 163. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: LG유플러스



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

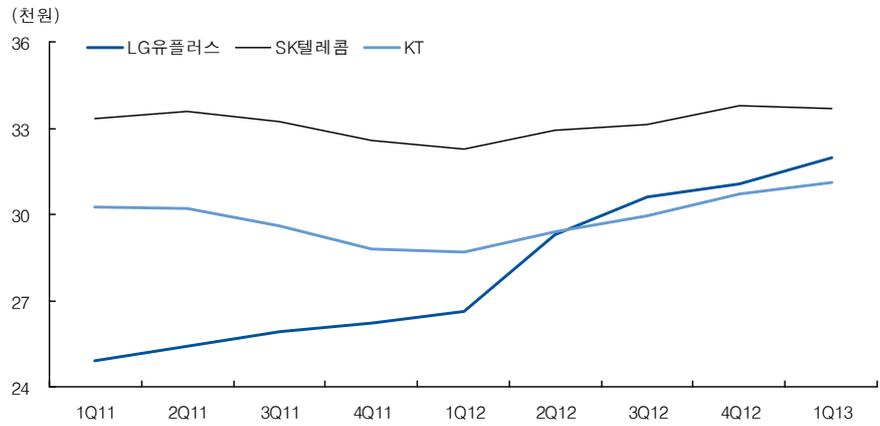
그림 164. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: LG유플러스



주: 과거 배당금 미미해 연관성 적음  
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

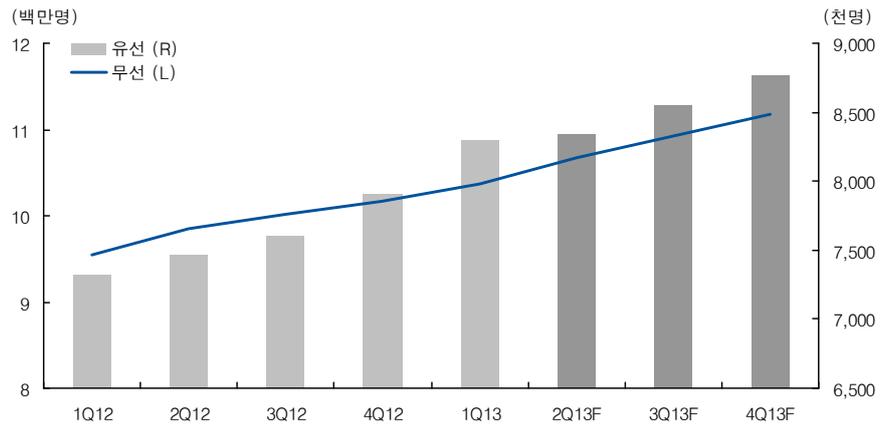
동사는 국내 통신주 중에서 실적 지표가 다방면으로 가장 빠르게 개선되고 있고 향후 전망의 가시성도 높은 편이다. LTE 시장으로의 진입 이후 시장 내 위상이 향상되고 있고, 작년 미지급했던 배당도 올해 실시할 예정으로 디스카운트 요인이 희석되고 있다.

그림 165. 투자포인트 1) 업종 장기 결정 변수인 무선 ARPU가 가장 빠르게 성장 중



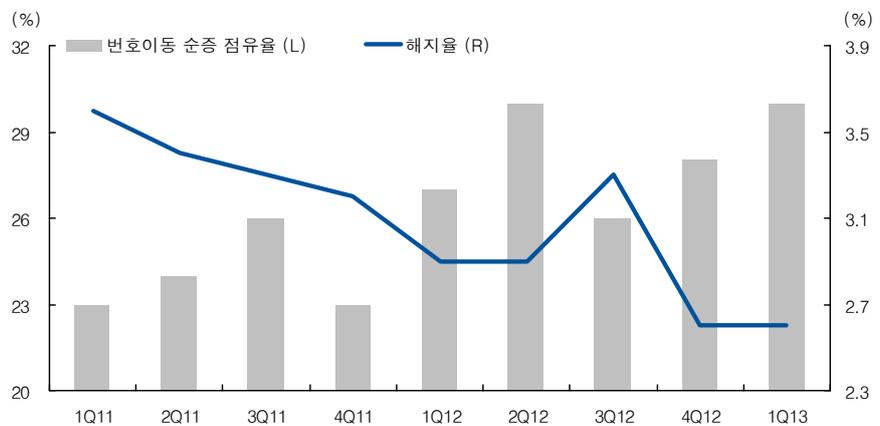
자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

그림 166. 투자포인트 2) 양적 지표인 가입자 수 호전: 무선 및 유선 동반 순증 추세



자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

그림 167. 투자포인트 3) 기업 체질 강화 및 포지셔닝 향상 중: 2012년 이후 LTE 긍정적 효과



자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

2분기 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 7%, 44% 증가할 전망이다.

2분기 번호이동 시장은 1분기 대비 안정 기조에 있어 통신서비스 시장의 전반적인 마케팅비의 감소가 예상된다. 월간 평균 전체 번호이동량은 2분기에 1분기 대비 6% 감소한 상황이다. LG유플러스의 2분기 번호이동시장 순증 가입자 수는 월간 5만명 수준으로, 경쟁사 대비 높은 수준이다. 4월 ARPU는 1분기 평균 및 3월 월간 수준 대비 상승하는 등 고성장 추세가 이어지는 것으로 파악되고 있다.

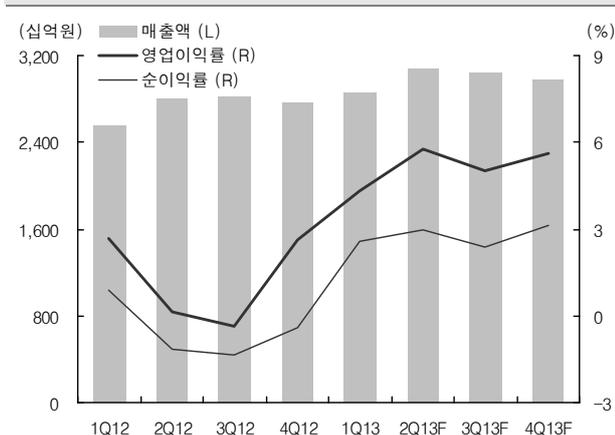
표 25. LG유플러스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
매출액	2,552	2,799	2,821	2,755	2,860	3,079	3,041	2,973	9,186	10,905	11,952
영업수익	1,647	1,748	1,804	1,811	1,848	1,935	1,993	2,040	6,419	7,013	7,817
무선수익	894	988	1,057	1,039	1,107	1,172	1,221	1,244	3,413	3,980	4,744
유선수익	750	760	748	772	740	763	772	796	3,067	3,030	3,071
단말수익	889	1,035	1,013	940	1,006	1,138	1,043	928	2,753	3,878	4,115
영업이익	68	3	-10	72	123	177	153	166	279	127	619
영업이익률	2.7	0.1	-0.4	2.6	4.3	5.8	5.0	5.6	3.0	1.2	5.2
순이익	22	-32	-38	-11	74	91	72	92	85	-60	329
순이익률	0.9	-1.1	-1.4	-0.4	2.6	3.0	2.4	3.1	0.9	-0.5	2.8
<b>YoY 성장률</b>											
매출액	20.6	21.5	18.4	12.9	12.0	10.0	7.8	7.9	15.2	18.7	9.6
영업수익	6.6	9.6	11.7	8.8	12.2	10.7	10.5	12.7	1.6	9.2	11.5
무선수익	8.7	16.6	22.8	17.8	23.8	18.7	15.5	19.8	-1.9	16.6	19.2
유선수익	3.8	1.3	-1.1	-0.8	-1.3	0.4	3.3	3.1	8.5	-1.2	1.4
단말수익	58.4	50.7	38.4	21.8	13.2	10.0	2.9	-1.4	67.0	40.9	6.1
영업이익	-24.1	-94.8	적전	7.8	80.7	5540.5	흑전	130.7	36.3	-54.6	388.6
순이익	-61.3	적전	적전	-82.5	236.6	흑전	흑전	흑전	-85.1	적전	흑전
<b>QoQ 성장률</b>											
매출액	4.6	9.7	0.8	-2.3	3.8	7.7	-1.2	-2.2			
영업수익	-1.0	6.1	3.2	0.3	2.1	4.7	3.0	2.4			
무선수익	1.4	10.5	7.0	-1.7	6.6	5.9	4.2	1.9			
유선수익	-3.7	1.4	-1.6	3.2	-4.2	3.2	1.2	3.0			
단말수익	15.2	16.4	-2.2	-7.2	7.0	13.1	-8.4	-11.0			
영업이익	2.0	-95.4	적전	흑전	70.8	44.0	-14.0	9.0			
순이익	흑전	적전	적지	적지	흑전	22.6	-21.5	29.0			
<b>주요 지표</b>											
무선통신 가입자	9,554	9,852	10,020	10,162	10,363	10,670	10,924	11,178	9,391	10,162	11,178
LTE 가입자	1,484	2,576	3,564	4,380	5,202	6,190	7,095	8,000	557	4,380	8,000
유선통신 가입자	7,317	7,467	7,605	7,905	8,292	8,336	8,552	8,767	7,260	7,905	8,767
미디어 가입자	893	938	980	1,054	1,179	1,289	1,406	1,524	862	1,054	1,524

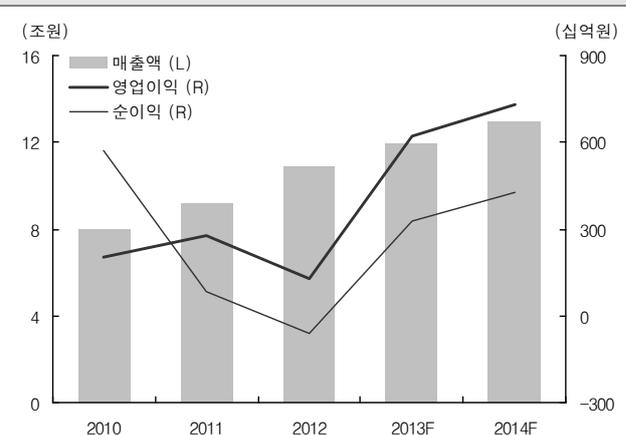
주: K-IFRS 연결 기준, 자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

그림 168. 분기 실적 추이



주: K-IFRS 연결 기준, 자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

그림 169. 연간 실적 추이



주: K-IFRS 연결 기준, 자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

LG유플러스는 이동 통신 사업, 전화 (국내, 국제, 부가전화 등), TPS (Triple Play Service - 초고속인터넷, VoIP, IPTV 서비스), e-Biz, IDC, 회선임대 및 솔루션 등의 사업을 영위하고 있다.

2008년에 'OZ' 브랜드로 3G 데이터 서비스를 출시했다. 2009년에 LG통신 3사인 LG텔레콤, LG데이콤, LG과워콤이 합병 승인되었다. 2010년에 통합 LG텔레콤 법인으로 출범했다. 2010년 6월에 LG유플러스로 상호가 변경되었다.

이동통신 가입자 수는 2008년에 800만명, 2012년 8월에 1,000만명에 도달했다. 2011년 7월 4G LTE 상용서비스를 국내에서 가장 먼저 시작했다. 무선통신 가입자 시장 점유율은 1분기에 19.2%를 기록했으며, LTE 도입 이후 성장세를 보이고 있다.

2012년 10월에는 구글 스마트TV와 IPTV가 합쳐진 U+ TV G를 출시했다. 초고속 인터넷과 결합 마케팅이 증가하면서 IPTV 및 인터넷 가입자도 증가세에 있다.

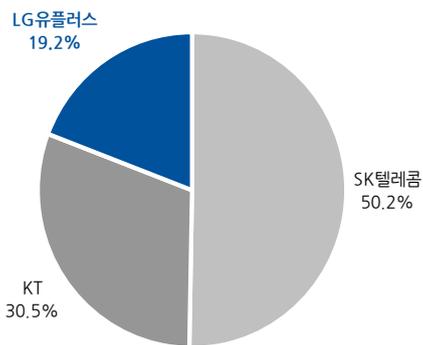
그림 170. LG유플러스: 기업의 비전 및 기존 사업 부문

### 통신의 한계를 벗어나 새로운 가치를 창조 하는 LG U<sup>+</sup>

<b>모바일</b> <b>U+ LTE</b> LTE 안내 VoLTE안내 추천서비스 USIM/NFC 서비스  <b>요금제</b> LTE 요금제 스마트폰/패드	<b>인터넷/Wi-Fi100</b> <b>인터넷</b> 서비스안내 요금안내 부가서비스  <b>Wi-Fi100</b> 서비스안내 요금안내 이용방법안내	<b>070</b> <b>070 인터넷전화</b> 서비스안내 요금안내 번호이동안내 단말기안내  <b>070 player II</b> 서비스안내 요금안내	<b>TV</b> <b>u+ tv G</b> 서비스안내 요금안내 주요서비스 이용가이드  <b>U+ TV</b> 서비스안내 요금안내	<b>결합상품</b> <b>홈 결합상품</b> 서비스안내 요금안내  <b>한방에 yo</b> 서비스안내 요금안내 가입안내	<b>국제전화/부가전화</b> <b>국제전화 002</b> 서비스안내 할인요금제안내 스마트002 국제SMS 서비스신청 요금조회/변경 고객센터
---	---	---	---	---	--

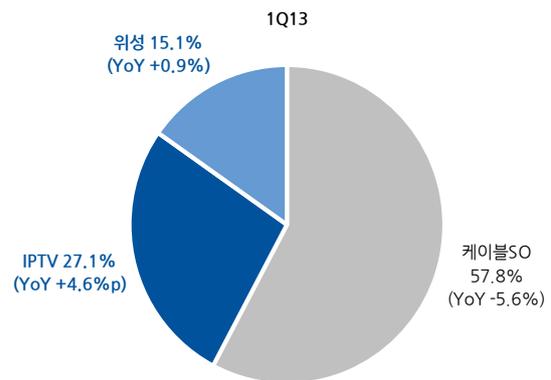
자료: LG유플러스

그림 171. 무선통신 가입자 시장점유율 (1Q13)



자료: 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

그림 172. 초고속 인터넷 가입자 시장점유율 (2012)

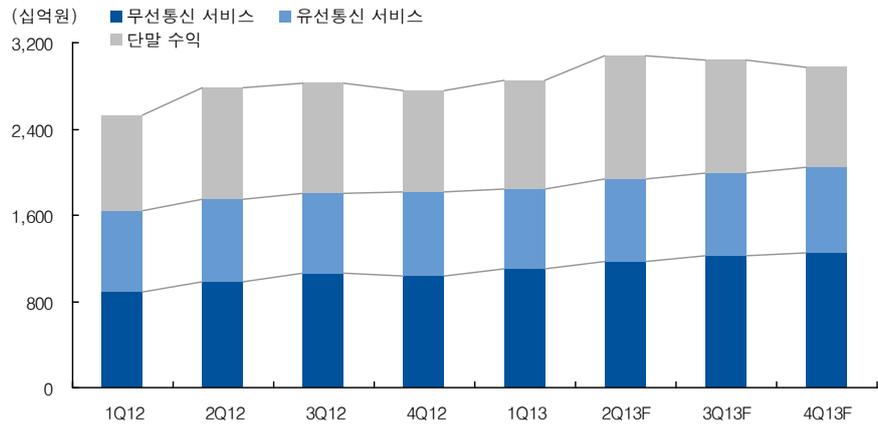


자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

LG유플러스는 현재 무선통신 사업에 LTE를 선도적으로 도입한 후 긍정적인 효과가 나타나고 있다. 올해 하반기에도 LTE-Advanced를 위한 추가적인 투자에 집중할 계획이다.

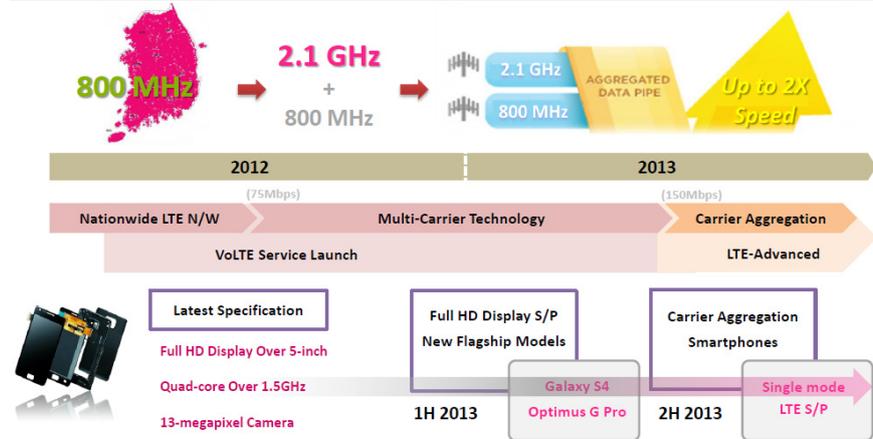
개인화, 융합화, 공유 등을 탈통신 서비스의 3대 요소로 삼고 있다. 모바일 IPTV인 U+HDTV, 클라우드 서비스인 U+Box, 클라우드 게임 서비스, 그 외 내비게이션, 음악, 쇼핑 등이다. 중장기적으로는 유무선 통합 서비스 및 B2B 솔루션 제공 등으로 사업이 확대될 전망이다.

그림 173. 세부 매출액 추이 및 전망



자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

그림 174. LTE 투자 로드맵



자료: LG유플러스

그림 175. LTE 관련 신규 서비스



자료: LG유플러스

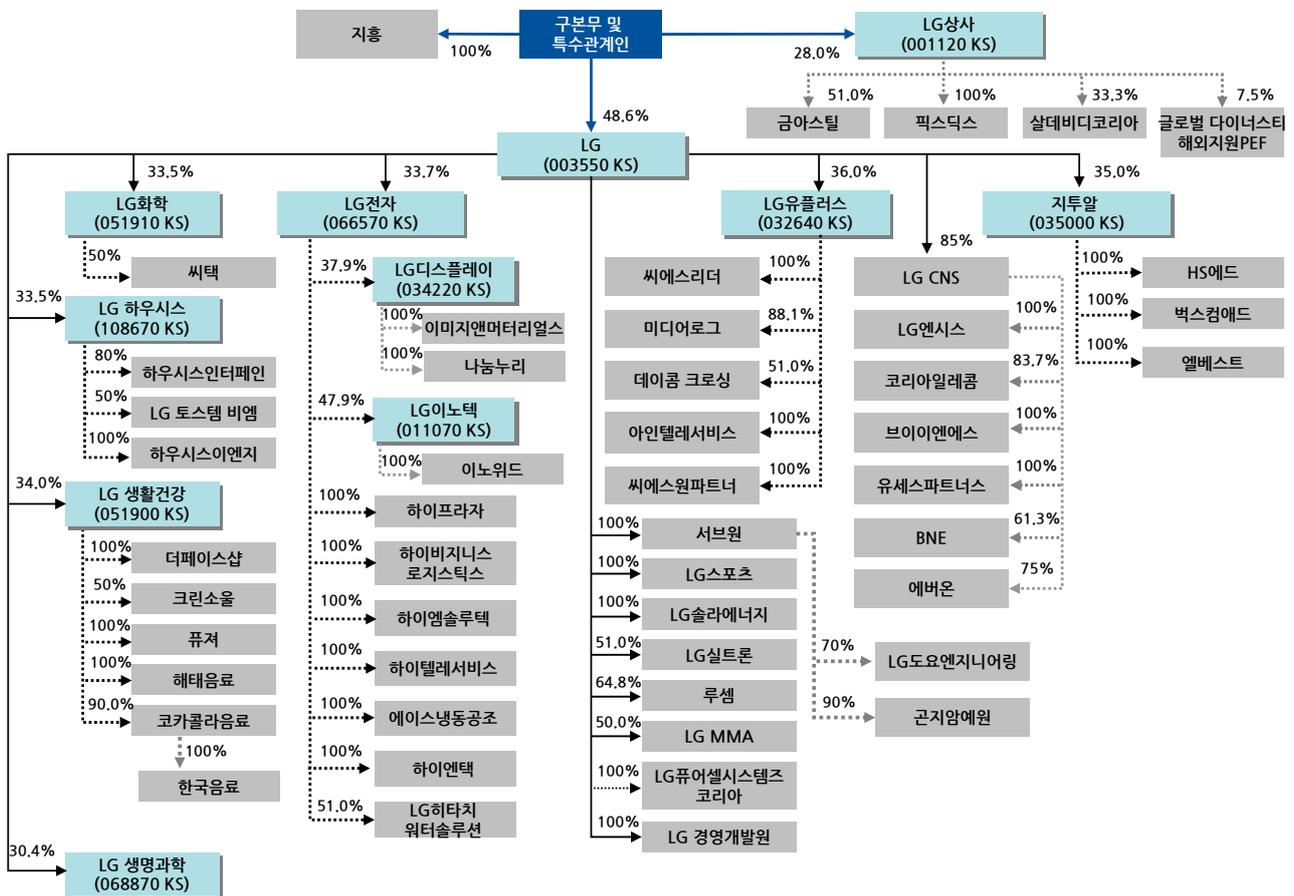
LG유플러스는 **LG그룹**에 속해있다. 대주주는 LG 지주이며, LG유플러스 산하에는 씨에스리더 등의 소규모 자회사가 분포되어 있다. 통합 법인으로 합병된 이후, 비통신 사업 등을 영위하는 대규모 자회사를 따로 보유하고 있지는 않다.

SK와 KT와는 달리 LG의 경우 IT 제조사와 통신서비스 기업을 동시에 보유하고 있다. 스마트폰 및 TV 가전 등과 통신서비스는 모두 민감한 소비자를 대상으로 하는 사업이다.

우리나라의 2대 IT 기업인 LG전자는 LG유플러스의 계열사이다. LG유플러스가 선도적으로 구글과 협력해 스마트TV가 결합된 IPTV 상품인 U+ TV G를 출시할 수 있었던 것은 LG전자의 TV 사업부 등의 존재가 작용할 수 있었을 것으로 판단된다.

LG전자의 경쟁력 상승 추세는 LG유플러스에 긍정적으로 작용할 전망이다. 단기적으로는 LG유플러스의 단말기 확보 등에, 중장기적으로는 LG 브랜드 가치 상승에 따라 시장 내 위상 향상 등에 도움이 될 수 있다.

그림 176. 기업 지배구조



주: 2013년 1분기 기준,  
자료: LG, KDB대우증권 리서치센터

LG유플러스의 재무구조는 점차 개선되고 있다. 사업역량의 강화를 통해 영업의 수익성이 개선되고 있다. 합병에 따른 운영 효율성 제고, 안정적 수익기반을 확보할 수 있는 가입자의 규모 증대, 정부의 마케팅 비용 규제, LTE 가입자 증가에 따른 ARPU 상승 등에 기반해 수익성 개선이 진행 중이다.

지속적인 투자에도 불구하고, 연간 영업활동현금흐름 규모가 CAPEX 규모에 근접하고 있어 자금 수지 상의 부담 요인은 크지 않은 것으로 판단된다. 단말할부채권 매각이 지속되고 있고, 안정적인 사업구조 및 양호한 현금창출력 등을 고려하면 재무 레버리지 증가는 통제 가능한 수준이다.

LG유플러스와 관련된 리스크 요인은 다음과 같다.

- 1) 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 ROE 및 배당수익률 등으로 Valuation 부담이 부각될 수 있다. 그러나 체질 강화에 따른 작년 이후의 순이익 흑자 전환 등의 실적 턴어라운드 및 배당 재개 등은 주가의 Valuation 프리미엄을 뒷받침해줄 전망이다.
- 2) LTE 보급 시기로서 ARPU 추세에 대한 불확실성이 존재한다. 현재 기업과 정부 등에서 월간 가입자 수와 무선데이터 사용량 등을 공개하고 있다. 이러한 데이터 추이 등을 토대로 실적 추정의 가시성은 보강될 수 있을 전망이다.
- 3) 국내 통신서비스 기업 중 가장 빠르게 LTE로 인한 체질 변화를 보여주고 있다는 것이 오히려 우려로 작용할 수도 있다. 초기의 고속 성장의 시기를 지난 후 주가 탄력이 둔화될 가능성이 있다. 유무선 통합 서비스 및 비통신 사업 등 중장기적인 사업 플랜의 필요성이 대두될 전망이다.
- 4) 한편, 한국전력은 LG유플러스의 지분을 3,840만주(8.8%) 보유하고 있는데, 현재 자산관리공사 등을 통해 매각 작업을 진행 중이다. 향후 주가에 있어 물량 부담으로 작용될 수도 있다. 다만 통신서비스 업황이 개선되는 추세에 있어, 해당 오버행 이슈는 유동성 확보 차원으로 해소될 수 있을 가능성이 높아 보인다.

통신서비스

상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

LG유플러스 (032640)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>10,905</b>	<b>11,952</b>	<b>12,920</b>	<b>13,316</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>10,905</b>	<b>11,952</b>	<b>12,920</b>	<b>13,316</b>
판매비와관리비	10,778	11,332	12,191	12,478
<b>조정영업이익</b>	<b>127</b>	<b>619</b>	<b>729</b>	<b>837</b>
<b>영업이익</b>	<b>127</b>	<b>619</b>	<b>729</b>	<b>837</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-256</b>	<b>-228</b>	<b>-224</b>	<b>-219</b>
순금융비용	143	122	107	74
관계기업등 투자손익	1	1	1	1
세전계속사업손익	-129	391	505	619
계속사업법인세비용	-70	62	80	98
계속사업이익	-60	329	426	521
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-60</b>	<b>329</b>	<b>426</b>	<b>521</b>
지배주주	-60	329	426	521
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-77</b>	<b>312</b>	<b>408</b>	<b>503</b>
지배주주	-77	312	408	503
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,520	1,798	1,696	1,634
FCF	-82	1,599	1,479	1,428
EBITDA마진율 (%)	13.9	15.0	13.1	12.3
영업이익률 (%)	1.2	5.2	5.6	6.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.6	2.8	3.3	3.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>2,060</b>	<b>1,689</b>	<b>1,569</b>	<b>1,516</b>
당기순이익	-60	329	426	521
비현금수익비용가감	1,703	1,469	1,271	1,113
유형자산감가상각비	1,097	967	792	649
무형자산상각비	296	212	176	147
기타	-168	-108	-118	-146
영업활동으로인한자산및부채의변동	441	-47	-48	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	452	-166	-154	-63
재고자산 감소(증가)	21	-33	-31	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-181	167	154	63
법인세납부	-23	-62	-80	-98
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,974</b>	<b>26</b>	<b>41</b>	<b>74</b>
유형자산처분(취득)	-1,921	0	0	0
무형자산감소(증가)	-54	-54	-54	-54
장단기금융자산의 감소(증가)	-5	0	0	0
기타투자활동	7	80	95	128
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>136</b>	<b>-202</b>	<b>-311</b>	<b>-333</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	368	0	0	0
자본의 증가(감소)	30	0	0	0
배당금의 지급	-65	0	-109	-131
기타재무활동	-198	-202	-202	-202
<b>현금의증가</b>	<b>223</b>	<b>1,513</b>	<b>1,298</b>	<b>1,257</b>
기초현금	119	341	1,855	3,153
기말현금	341	1,855	3,153	4,410

자료: LG유플러스, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>2,573</b>	<b>4,296</b>	<b>5,789</b>	<b>7,126</b>
현금 및 현금성자산	341	1,855	3,153	4,410
매출채권 및 기타채권	1,731	1,897	2,051	2,114
재고자산	346	380	410	423
기타유동자산	114	125	135	139
<b>비유동자산</b>	<b>8,516</b>	<b>7,473</b>	<b>6,640</b>	<b>5,930</b>
관계기업투자등	13	13	14	15
유형자산	6,079	5,112	4,320	3,671
무형자산	891	733	611	518
<b>자산총계</b>	<b>11,089</b>	<b>11,769</b>	<b>12,429</b>	<b>13,056</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,538</b>	<b>3,779</b>	<b>4,002</b>	<b>4,094</b>
매입채무 및 기타채무	1,735	1,901	2,055	2,118
단기금융부채	1,022	1,022	1,022	1,022
기타유동부채	781	856	925	954
<b>비유동부채</b>	<b>3,803</b>	<b>3,930</b>	<b>4,067</b>	<b>4,231</b>
장기금융부채	3,276	3,276	3,276	3,276
기타비유동부채	466	593	730	894
<b>부채총계</b>	<b>7,340</b>	<b>7,709</b>	<b>8,069</b>	<b>8,325</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,747</b>	<b>4,059</b>	<b>4,357</b>	<b>4,730</b>
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837
이익잉여금	347	677	993	1,383
<b>비지배주주지분</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,749</b>	<b>4,060</b>	<b>4,359</b>	<b>4,732</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	15.4	11.9	9.7
P/CF (x)	2.9	3.4	3.6	3.9
P/B (x)	1.2	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	5.2	4.4	3.9	3.3
EPS (원)	-122	754	975	1,193
CFPS (원)	2,730	3,454	3,190	3,017
BPS (원)	6,541	7,618	8,580	9,646
DPS (원)	0	250	300	400
배당성향 (%)	0.0	33.2	30.8	33.5
배당수익률 (%)	0.0	2.2	2.6	3.5
매출액증가율 (%)	18.7	9.6	8.1	3.1
EBITDA증가율 (%)	3.5	18.3	-5.7	-3.7
영업이익증가율 (%)	-54.6	388.6	17.7	14.9
EPS증가율 (%)	적전	흑전	29.3	22.4
매출채권 회전율 (회)	6.3	7.3	7.2	7.1
재고자산 회전율 (회)	30.4	32.9	32.7	32.0
매입채무 회전율 (회)	19.9	25.0	24.8	24.2
ROA (%)	-0.5	2.9	3.5	4.1
ROE (%)	-1.6	8.4	10.1	11.5
ROIC (%)	1.7	7.5	10.2	13.5
부채비율 (%)	195.8	189.9	185.1	175.9
유동비율 (%)	72.7	113.7	144.6	174.1
순차입금/자기자본 (%)	104.5	59.2	25.3	-3.2
영업이익/금융비용 (x)	0.6	3.1	3.6	4.1

## SK텔레콤 (017670)

### 선두 굳히기 전략 시작

#### 유무선통신

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	270,000
현재주가(13/06/10,원)	211,000
상승여력	28%

영업이익(13F,십억원)	2,146
Consensus 영업이익(13F,십억원)	2,101
EPS 성장률(13F,%)	47.8
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.9
P/E(13F,x)	10.0
MKT P/E(13F,x)	9.3
KOSPI	1,932.70
시가총액(십억원)	17,037
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	61.1
외국인 보유비중(%)	44.4
베타(12M,일간수익률)	0.00
52주 최저가(원)	120,000
52주 최고가(원)	230,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	34.8	72.2
상대주가	-1.2	36.1	67.0



#### 투자이견 ‘매수’, 목표주가 270,000원으로 커버리지 개시

SK텔레콤에 대한 투자이견 ‘매수’, 목표주가 270,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 13배는 국내 통신주가 2000년 이래로 실적 개선 시기에 기록했던 평균 12개월 Forward PER 상단을 대입한 값이다.

신규 시장에서도 기존의 1위 시장 지배력이 유지되고 있다. 주요 자회사들의 체질이 과거 대비 개선되면서 기업 가치에 기여가 높아지고 있는 점도 긍정적이다. 높은 배당수익률을 기록하고 있어 통신주로서의 배당과 실적 매력을 동시에 겸비하고 있다.

#### 투자포인트 1) 무선통신 시장 지배력 지속 중

LTE 시장에서도 SK텔레콤의 시장 지배력이 지속되고 있다. LTE 보급 대중화 구간에 진입 하면서 경쟁사 대비 LTE 가입자 수의 격차가 확대되는 모습이다.

서비스 가격 및 사용량 측면에서의 마케팅 전략도 성공적인 편이다. 선도적으로 도입한 음성 무제한 요금제 ‘T끼리 요금제’가 가입자의 요금제 수준의 상승을 꺾고 있다. LTE ‘놀’ 애플리케이션 캠페인은 LTE 가입자의 데이터 사용량 증가를 촉진하고, 데이터에 대한 지불 경험을 습관화시키고 있다.

#### 2) 관련 사업 및 자회사의 체질 강화에도 주목

SK텔레콤의 통신 사업 외에 비통신 사업을 하고 있는 연결 자회사의 실적이 개선되는 변곡 점이 관찰되고 있다. 과거 통신 위주였던 영업 가치에 모멘텀이 부가되고 있다.

과거 대비 주요 자회사들의 영업 환경이 호전되고 기업의 체질이 개선되고 있는 점이 긍정적이다. SK브로드밴드는 미디어 산업 환경이 호전되면서 재무구조 개선과 유선통신 사업의 체질 변화가 진행되고 있다. SK하이닉스는 반도체 업황 개선에 따른 수혜가 예상된다. SK텔레콤의 EPS 추정치의 추가 상승 가능성이 촉진되고 있다.

#### 3) 실적 개선 속도 증진 및 월등한 배당수익률 부각

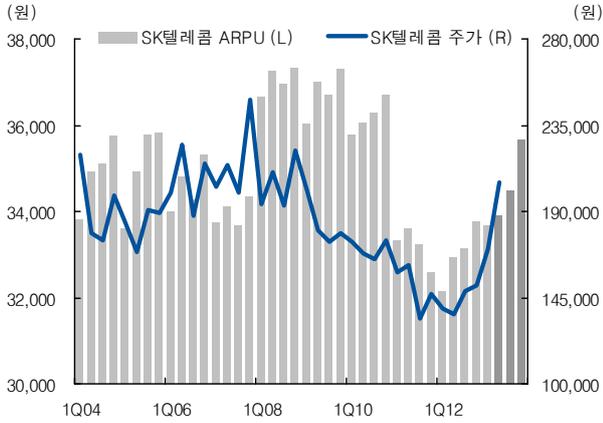
매출 측면에서는 LTE 가입자 수와 높은 요금제 가입 비중의 동반 증가로 ARPU 성장세가 진행되고 있다. 비용 측면에서는 정부의 보조금 규제와 요금제 위주의 마케팅 전환 등으로 전분기 대비 감소가 예상되고 있다. 2013년 매출액과 영업이익, 순이익은 전년 대비 각각 6%, 22%, 49% 증가할 전망이다. 6월 기준 배당수익률은 4%대를 기록하고 있다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	15,519	15,927	16,301	17,287	18,675	19,305
영업이익 (십억원)	2,286	2,296	1,760	2,146	2,717	2,815
영업이익률 (%)	14.7	14.4	10.8	12.4	14.6	14.6
순이익 (십억원)	1,842	1,613	1,152	1,702	2,125	2,209
EPS (원)	22,808	19,975	14,263	21,077	26,319	27,356
ROE (%)	16.4	14.0	9.8	14.0	16.3	15.6
P/E (배)	7.6	7.1	10.7	10.0	8.0	7.7
P/B (배)	1.4	1.2	1.3	1.7	1.5	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

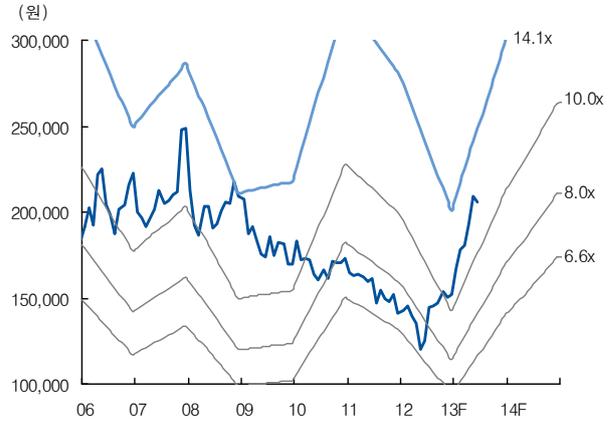
SK텔레콤에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 270,000원으로 커버리지를 개시한다. SK텔레콤은 통신주로서의 배당과 실적 매력을 동시에 겸비하고 있다. 목표 PER 13배는 국내 통신주가 2000년 이래 실적 개선 시기의 평균 12개월 Forward PER 상단을 대입한 값이다.

그림 177. 분기별 무선통신 ARPU와 주가 추이



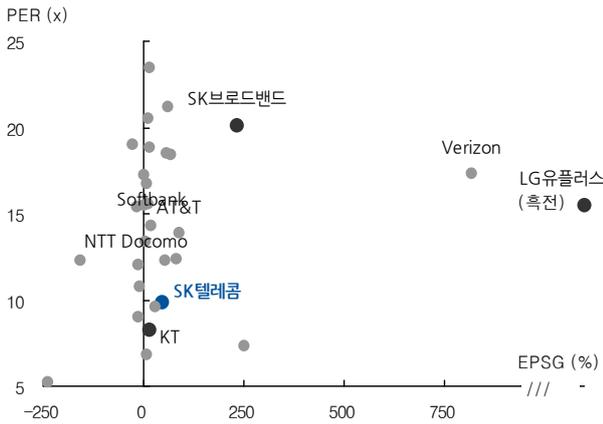
자료: SK텔레콤, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 178. PER 밴드 차트



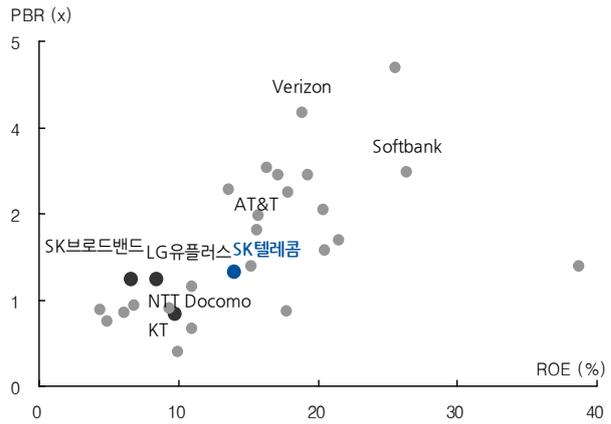
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 179. 2013F PER-EPSP



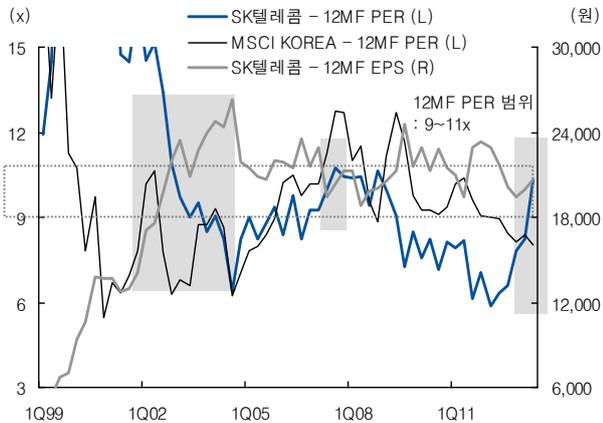
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 180. 2013F PBR-ROE



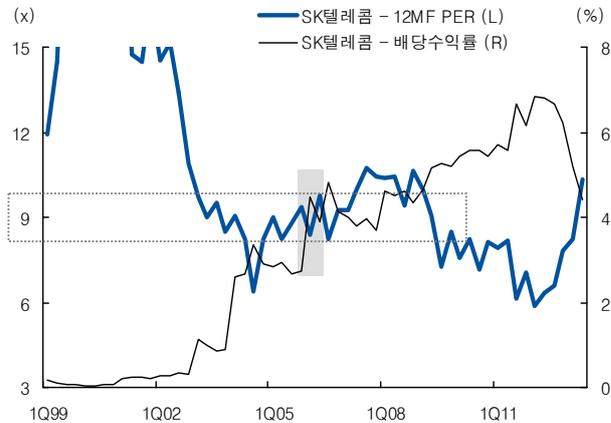
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 181. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: SK텔레콤



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

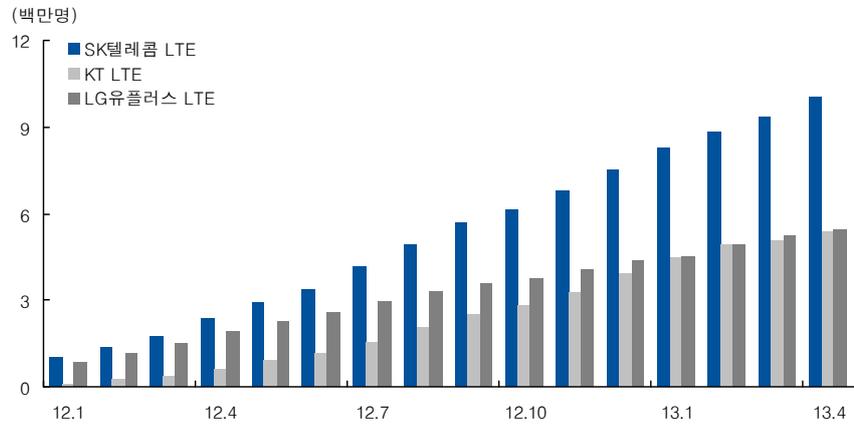
그림 182. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: SK텔레콤



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

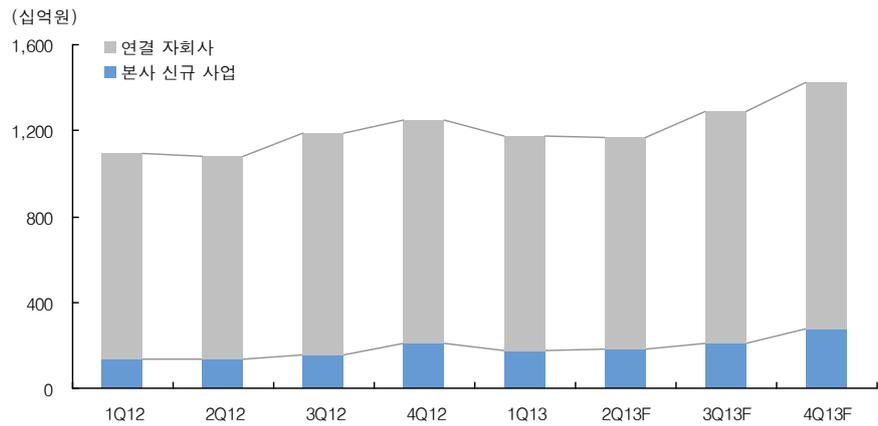
SK텔레콤의 투자포인트는 1) 신규 LTE 시장에서 여전히 유지되고 있는 시장 지배력, 2) 비통신 사업 및 자회사의 체질 강화, 3) 실적 개선 속도의 증진과 배당수익률이 동시에 부각되고 있다는 점이다.

그림 183. 투자포인트 1) 무선통신 LTE 가입자 수 격차 확대 중



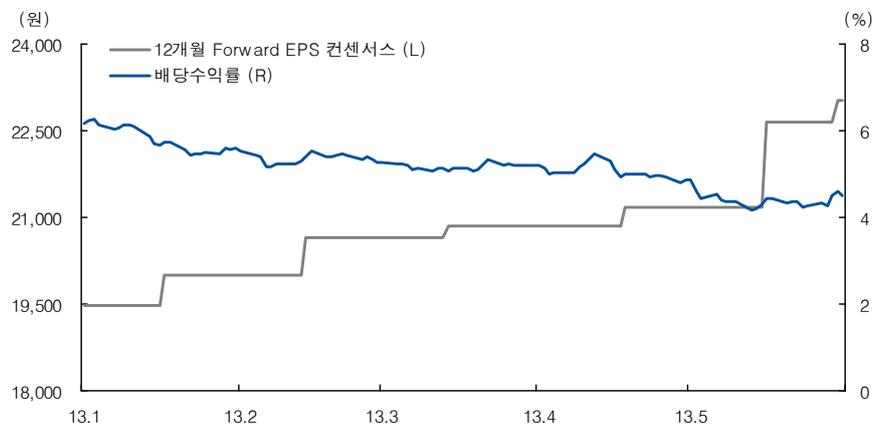
자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

그림 184. 투자포인트 2) 관련 사업 및 연결자회사 매출 증가세



자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

그림 185. 투자포인트 3) 실적 개선 추세 및 높은 배당수익률 동시 부각



자료: SK텔레콤, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

SK텔레콤의 2분기 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 2%, 36.5% 개선될 전망이다. 매출 측면에서는 LTE 가입자 수와 높은 요금제 가입 비중의 동반 증가로 ARPU 성장세가 진행되고 있다. 비용 측면에서는 정부의 보조금 규제와 요금제 위주의 마케팅 전환 등으로 전분기 대비 감소가 예상된다.

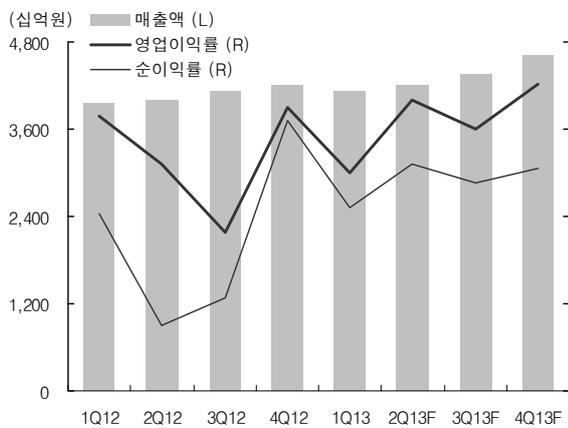
표 26. SK텔레콤 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
<b>매출액</b>	3,970	4,008	4,126	4,197	4,113	4,194	4,367	4,613	15,926	16,300	17,287
본사	3,007	3,069	3,098	3,159	3,112	3,208	3,288	3,471	12,551	12,333	13,079
무선 사업	2,875	2,930	2,941	2,948	2,937	3,025	3,080	3,191	11,903	11,695	12,233
신규 사업	132	138	157	211	175	183	208	280	648	638	846
연결 자회사	963	939	1,028	1,038	1,001	986	1,079	1,142	3,375	3,967	4,207
<b>영업이익</b>	499	416	301	545	411	560	525	650	2,296	1,760	2,146
영업이익률	12.6	10.4	7.3	13.0	10.0	13.4	12.0	14.1	14.4	10.8	12.4
<b>순이익</b>	323	121	176	519	346	435	415	469	1,582	1,116	1,666
순이익률	8.1	3.0	4.3	12.4	8.4	10.4	9.5	10.2	9.9	6.8	9.6
<b>YoY 성장률</b>											
매출액	1.9	-0.4	2.0	6.0	3.6	4.6	5.9	9.9	2.1	2.3	6.0
본사	-3.9	-3.8	-3.2	4.3	3.5	4.5	6.1	9.9	0.0	-1.7	6.1
무선 사업	-3.3	-3.0	-2.4	1.9	2.2	3.2	4.7	8.3	-1.0	-1.7	4.6
신규 사업	-15.4	-17.4	-17.4	56.3	32.6	32.6	32.6	32.6	24.1	-1.5	32.6
연결 자회사	25.5	12.3	21.8	11.7	3.9	5.0	5.0	10.0	10.7	17.5	6.0
영업이익	-23.1	-39.8	-46.4	37.6	-17.8	34.8	74.6	19.4	0.8	-23.3	21.9
순이익	-39.9	-74.1	-54.2	164.8	7.1	261.2	136.5	-9.6	-10.5	-29.5	49.3
<b>QoQ 성장률</b>											
매출액	0.3	1.0	2.9	1.7	-2.0	2.0	4.1	5.6			
본사	-0.7	2.1	0.9	2.0	-1.5	3.1	2.5	5.6			
무선 사업	-0.7	1.9	0.4	0.2	-0.4	3.0	1.8	3.6			
신규 사업	-2.2	4.5	13.8	34.4	-17.1	4.5	13.8	34.4			
연결 자회사	3.6	-2.5	9.4	1.0	-3.6	-1.5	9.4	5.8			
영업이익	26.1	-16.8	-27.6	81.1	-24.6	36.5	-6.3	23.9			
순이익	64.8	-62.7	45.7	195.6	-33.3	25.8	-4.6	12.9			
<b>주요 지표</b>											
무선통신 가입자	25,989	26,269	26,421	26,553	26,556	26,659	26,778	26,961	25,705	26,553	26,961
LTE 가입자	1,766	3,344	5,666	7,530	9,334	11,265	13,133	15,000	634	7,530	15,000

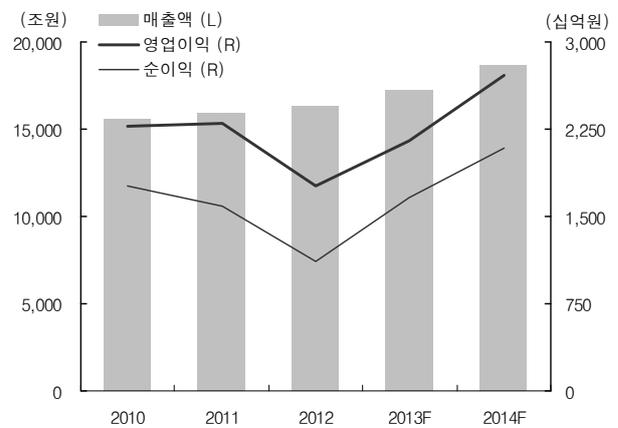
주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

그림 186. 분기 실적 추이



주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

그림 187. 연간 실적 추이



주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

SK텔레콤의 **사업 부문**은 연결 기준으로 다음과 같다.

- 1) 이동전화, 무선데이터, 정보통신사업 등의 무선통신사업이 있다. SK텔레콤, 피에스앤마켓팅, 네트워크앤에스 등이 있다. SK텔레콤 본사는 무선통신 위주의 사업을 영위하고 있다. 무선통신 가입자 점유율은 2006년 이래 약 50% 수준을 지켜오고 있다.
- 2) 전화, 초고속인터넷, 데이터 및 통신망 임대서비스 등을 포함한 유선통신사업 부문이다. 관련 종속 기업으로 SK브로드밴드와 SK텔링크 등이 있다.
- 3) 플랫폼 서비스, 인터넷포털 서비스, 음원 서비스 등의 기타 사업 부문이 있다. SK플래닛, SK컴즈, 로엔엔터테인먼트, YTK 인베스트먼트, Atlas 인베스트먼트 등이 있다.

2008년에 SK브로드밴드(구 하나로텔레콤) 주식을 추가 취득했다. 2009년에는 SK네트웍스의 전용회선 사업 등을 양수받았다. 2010년에 하나카드 주식을 취득했으며, 2011년에는 SK플래닛을 분사했다. 2012년 2월에는 SK하이닉스(구 하이닉스반도체)의 주식을 취득했다. 2013년 1월에는 SK플래닛과 SK마케팅앤컴퍼니가 합병되었다.

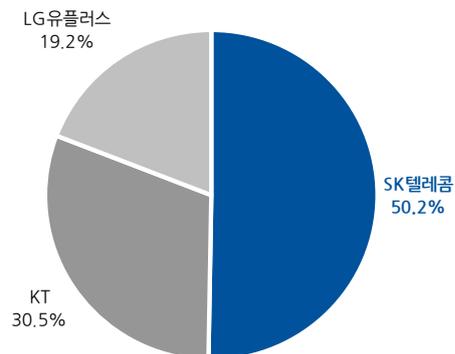
그림 188. SK텔레콤: 기업의 비전 및 기존 사업 부문 (B2C)

### 고객의 행복 네트워크 창조를 위한 Innovator!

이동전화 서비스	유무선 통합 서비스	유비쿼터스·컨버전스 서비스
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4G LTE</li> <li>• T ROAMING</li> <li>• 멤버십 서비스</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• T store</li> <li>• TB끼리 온가족무료</li> <li>• TB결합할인</li> <li>• 11번가</li> <li>• Melon</li> <li>• NATE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• T MAP</li> <li>• T cloud</li> <li>• Hoppin</li> </ul>

자료: SK텔레콤

그림 189. 무선통신 시장 가입자 점유율 (1Q13)



자료: 미래창조과학부

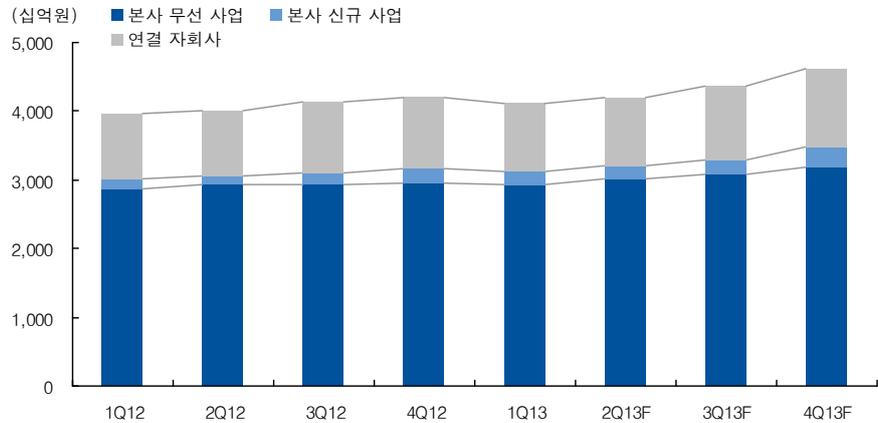
SK텔레콤의 신사업은 '솔루션'으로 요약된다. 스마트 헬스케어, 스마트 러닝, 클라우드 관련 사업, 녹색 정보기술(IT) 관련 사업 등이 있다.

작년 초 서울대병원과 융합형 헬스케어 합작투자회사 '헬스커넥트주식회사'를 설립했다. 의료에 IT를 결합해 시간·공간 제약이 없는 의료서비스를 실현한다는 계획이다. 작년 6월에는 건강관리 서비스 'Health-On' 서비스를 시작했다.

스마트폰·태블릿PC 등으로 다양한 교육콘텐츠를 이용할 수 있는 스마트러닝 플랫폼 'T스마트 러닝'도 출시한 바 있다. 교육과학기술부와 공동 솔루션을 개발하기도 하고, 작년 5월에는 인도네시아 통신사 Telkom과 스마트 러닝의 현지 서비스를 시작했다.

B2B 부문은 소상공인, 클라우드, 전력 관리 등을 중점으로 삼고 있다. 그 외에 스마트 워크, 모바일 광고 및 결제 솔루션 사업도 검토 중인 것으로 파악된다.

그림 190. 세부 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

그림 191. 신사업 부문 (B2B)

서비스	
▪ Smart Health(스마트헬스)	전자처방전 서비스
▪ T Smart learning(티스마트러닝)	손안의 스마트 학습 도우미
▪ T bizpoint(티비즈포인트)	클라우드 기반 다양한 기업 경영지원 솔루션 제공
▪ T Cloud biz(티클라우드비즈)	프리미엄 클라우드 인프라 제공
▪ Geovision(지오비전)	지리정보 기반의 프리미엄 GIS 솔루션 제공
▪ FTA Insight(FTA 인사이트)	FTA 원산지관리 서비스

자료: SK텔레콤

통신서비스

상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

SK그룹을 살펴보면, SK텔레콤이 통신과 미디어 사업을 총괄하고 있다. SK 지주회사의 주가 및 기업 가치에는 SK이노베이션, SK E&S 등 에너지 사업 부문의 영향이 커지고 있다.

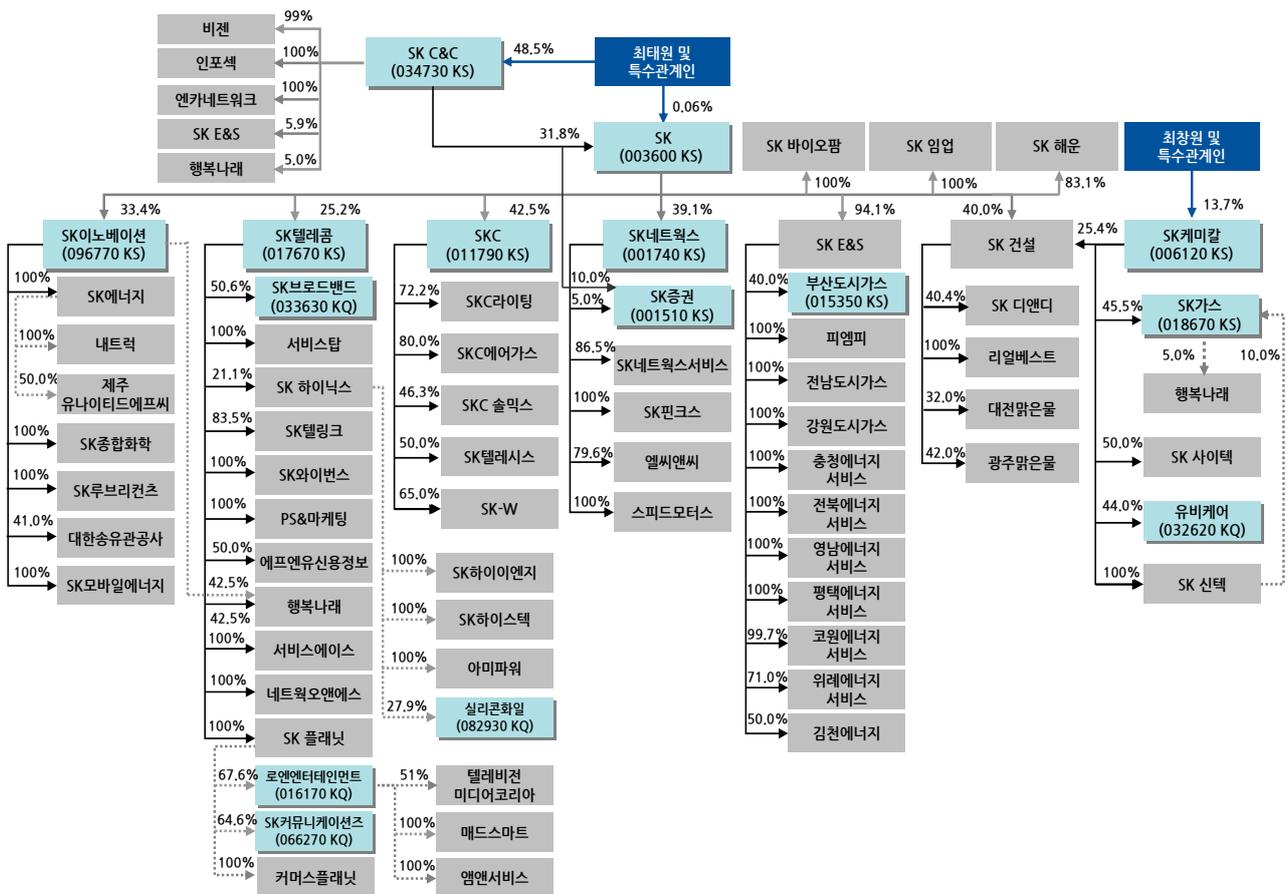
SK텔레콤의 통신서비스 사업은 여전히 지배적인 점유율을 보유하고 있다. 그러나 통신 시장 내 경쟁으로 인한 수익성 하락과 산업 외부의 유사 서비스 등장으로 인해 통신 수익 침해에 대한 우려는 지속되고 있다. 통신 인프라 부문을 본사에 남기고 비통신 서비스 부문은 SK플래닛으로 분할되어 있다. SK하이닉스에 대한 인수도 단행했다. 통신서비스 사업의 하락을 보완하기 위한 결정이라고 판단된다.

SK텔레콤의 경우 계열사 간의 사업 성격이 중복되거나 상충되는 경우가 있어왔다. 이로 인해 의사결정이 늦어져 신규서비스 시장의 선점 기회를 놓치기도 했다.

대표적인 사례가 SK플래닛의 자회사 SK컴즈의 네이트온 서비스이다. 네이트온은 유선 메신저 시장에서 지배적인 우위를 지닌 서비스였다. 스마트폰이 보급되면서 모바일 메신저 시장에서의 가능성이 부각되었다. 그러나 SK 텔레콤의 문자 수익에 대한 침해 우려에 따른 늦은 의사 결정과 개발 지연 등으로 모바일 버전이 늦게 출시되면서 시장 안착에 실패했다.

향후에도 컨버전스 추세는 지속될 전망이다. 관련 사업의 의사 결정 신속화를 위해 계열사 간 사업 정리는 좀더 진행될 필요성이 있어 보인다.

그림 192. 기업 지배구조



주: 2013년 1분기 기준.  
자료: SK, KDB대우증권 리서치센터

SK텔레콤의 **재무 구조**는 업계 최고의 수익성과 우수한 재무적 융통성이 돋보이고 있다. 규모의 경제를 실현할 수 있는 가입자 수, 경쟁사 대비 높은 ARPU 등에 기반해 사업의 수익성이 비교적 높다. 연간 EBITDA 규모가 4조원 내외로서 내부창출 자금으로 투자 부담에 대응할 수 있는 수준이다. 상당한 규모의 배당금 지급으로 자금 유출이 지속되고 있으나 잉여현금이 창출되는 등 현금흐름 구조를 안정적으로 유지하고 있다.

2011년 하반기 이후 SK플래닛 분할과 하이닉스반도체(SK하이닉스) 인수로 자금 유출 및 차입 부담 증가가 발생했다. 그러나 영업활동을 통한 지속적인 현금 창출 추세와 포스코 지분 등 활용 가능한 비영업용 자산 규모 등을 고려시, 차입 부담은 향후 점진적으로 축소될 것으로 기대된다. SK그룹의 핵심 계열사로의 지위와 안정적인 사업 기반 덕분에 우수한 대외 신인도를 보유하고 있어 향후에도 우수한 재무적 융통성이 유지될 전망이다.

SK텔레콤과 관련된 **리스크 요인**은 다음과 같다.

- 1) 무선통신 1위 사업자라는 점이 리스크로 작용할 수 있다. 지배적 사업자로서 규제 리스크가 상존한다. 시장 내 유연성도 제한적인 편이다. 특히 LTE라는 무선 신규 서비스의 도입으로 경쟁사 대비 서비스 격차 등이 다소 축소되어 시장 내 포지션의 기존 대비 약화 가능성이 거론될 수 있다.
- 2) LTE 가입자 수가 가장 많음에도 불구하고 오래된 2G 가입자도 여전히 많아 ARPU 종합 지표의 상승세가 경쟁사 대비 느린 편이다.
- 3) SK플래닛 등 통신 관련 플랫폼 사업의 수익성이 부진한 점이 지적된다. SK컴즈의 싸이월드, Hoppin, 11번가, T스토어 등 온라인 위주의 기존 플랫폼 사업은 모바일 서비스 확산으로 인해 위기와 기회를 동시에 맞이하고 있다. 향후 통신서비스 사업의 지평이 넓어지는 과정에서 특히 플랫폼 사업의 성장 및 영향력의 중요성이 증대될 것으로 판단된다. SK플래닛의 성장 및 수익성 추세가 SK텔레콤의 중장기적인 영업가치에 영향을 미칠 전망이다.
- 4) 투자 증가 부담이 제기될 수 있다. SK텔레콤은 가장 많은 LTE 가입자 수 보유 등으로 모바일 데이터 사용량 증가세가 빠른 편으로 파악된다. 통신 네트워크의 추가적인 투자 부담이 경쟁사 대비 큰 편으로 판단된다. 주요 자회사인 SK하이닉스의 반도체 사업 또한 지속적인 투자를 수반하는 성격을 갖고 있기도 하다.

SK텔레콤 (017670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>16,301</b>	<b>17,287</b>	<b>18,675</b>	<b>19,305</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>16,301</b>	<b>17,287</b>	<b>18,675</b>	<b>19,305</b>
판매비와관리비	14,540	15,140	15,958	16,490
<b>조정영업이익</b>	<b>1,760</b>	<b>2,146</b>	<b>2,717</b>	<b>2,815</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,760</b>	<b>2,146</b>	<b>2,717</b>	<b>2,815</b>
비영업손익	-209	168	184	203
순금융비용	312	374	264	153
관계기업등 투자손익	-24	0	0	0
세전계속사업손익	1,551	2,314	2,902	3,018
계속사업법인세비용	296	648	812	845
계속사업이익	1,255	1,666	2,089	2,173
중단사업이익	-139	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,116</b>	<b>1,666</b>	<b>2,089</b>	<b>2,173</b>
지배주주	1,152	1,702	2,125	2,209
비지배주주	-36	-36	-36	-36
<b>총포괄이익</b>	<b>796</b>	<b>1,346</b>	<b>1,770</b>	<b>1,853</b>
지배주주	852	1,402	1,825	1,909
비지배주주	-55	-55	-55	-55
EBITDA	4,373	4,353	4,330	3,994
FCF	1,527	3,715	3,568	3,137
EBITDA마진율 (%)	26.8	25.2	23.2	20.7
영업이익률 (%)	10.8	12.4	14.6	14.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	9.8	11.4	11.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>5,294</b>	<b>7,972</b>	<b>10,749</b>	<b>13,064</b>
현금 및 현금성자산	920	3,420	5,948	8,150
매출채권 및 기타채권	2,537	2,691	2,907	3,005
재고자산	242	257	277	287
기타유동자산	926	935	948	954
<b>비유동자산</b>	<b>20,301</b>	<b>18,480</b>	<b>17,129</b>	<b>16,123</b>
관계기업투자등	4,633	4,633	4,633	4,633
유형자산	9,713	7,506	5,893	4,713
무형자산	4,434	4,559	4,685	4,810
<b>자산총계</b>	<b>25,596</b>	<b>26,452</b>	<b>27,878</b>	<b>29,187</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,175</b>	<b>6,440</b>	<b>6,813</b>	<b>6,982</b>
매입채무 및 기타채무	2,065	2,190	2,366	2,446
단기금융부채	1,493	1,493	1,493	1,493
기타유동부채	2,617	2,757	2,954	3,044
<b>비유동부채</b>	<b>6,566</b>	<b>6,605</b>	<b>6,613</b>	<b>6,625</b>
장기금융부채	5,434	5,434	5,434	5,434
기타비유동부채	1,045	1,085	1,093	1,104
<b>부채총계</b>	<b>12,741</b>	<b>13,045</b>	<b>13,426</b>	<b>13,607</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>11,855</b>	<b>12,462</b>	<b>13,562</b>	<b>14,746</b>
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	12,125	13,032	14,432	15,916
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,000</b>	<b>945</b>	<b>889</b>	<b>834</b>
<b>자본총계</b>	<b>12,855</b>	<b>13,407</b>	<b>14,451</b>	<b>15,580</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>4,247</b>	<b>3,793</b>	<b>3,642</b>	<b>3,206</b>
당기순이익	1,116	1,666	2,089	2,173
비현금수익비용가감	3,290	2,687	2,241	1,822
유형자산감가상각비	2,613	2,207	1,613	1,179
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-90	542	449	357
영업활동으로인한자산및부채의변동	204	88	124	56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	111	-154	-216	-98
재고자산 감소(증가)	-109	-15	-21	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	335	125	176	80
법인세납부	-363	-648	-812	-845
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-5,193</b>	<b>-56</b>	<b>54</b>	<b>165</b>
유형자산처분(취득)	-3,123	0	0	0
무형자산감소(증가)	-125	-125	-125	-125
장단기금융자산의 감소(증가)	575	0	0	0
기타투자활동	-2,520	70	179	290
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>222</b>	<b>-1,238</b>	<b>-1,168</b>	<b>-1,168</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	1,166	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-655	-725	-725	-725
기타재무활동	-290	-443	-443	-443
<b>현금의증가</b>	<b>-731</b>	<b>2,500</b>	<b>2,528</b>	<b>2,202</b>
기초현금	1,651	920	3,420	5,948
기말현금	920	3,420	5,948	8,150

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	10.7	10.0	8.0	7.7
P/CF (x)	3.3	4.4	4.6	5.0
P/B (x)	1.3	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	4.5	5.0	4.4	4.2
EPS (원)	14,263	21,077	26,319	27,356
CFPS (원)	46,625	48,408	46,297	41,960
BPS (원)	121,754	127,723	139,798	152,910
DPS (원)	9,400	9,400	9,400	9,400
배당성향 (%)	56.9	38.5	30.8	29.7
배당수익률 (%)	6.2	4.5	4.5	4.5
매출액증가율 (%)	2.4	6.1	8.0	3.4
EBITDA증가율 (%)	-8.5	-0.5	-0.5	-7.8
영업이익증가율 (%)	-23.3	21.9	26.6	3.6
EPS증가율 (%)	-28.6	47.8	24.9	3.9
매출채권 회전을 (회)	8.6	8.6	8.7	8.5
재고자산 회전을 (회)	70.6	69.3	69.9	68.4
매입채무 회전을 (회)	72.6	66.1	66.7	65.3
ROA (%)	4.5	6.4	7.7	7.6
ROE (%)	9.8	14.0	16.3	15.6
ROIC (%)	11.1	13.3	20.1	24.3
부채비율 (%)	99.1	97.3	92.9	87.3
유동비율 (%)	85.7	123.8	157.8	187.1
순차입금/자기자본 (%)	41.5	21.2	2.2	-12.1
영업이익/금융비용 (x)	4.3	4.8	6.1	6.4

자료: SK텔레콤, KDB대우증권 리서치센터

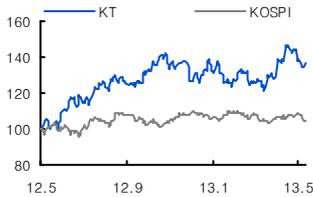
## KT (030200)

### 방통 융합의 대표주

#### 유무선통신

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	50,000
현재주가(13/06/10,원)	38,150
상승여력	31%

영업이익(13F,십억원)	1,494		
Consensus 영업이익(13F,십억원)	1,543		
EPS 성장률(13F,%)	15.8		
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.9		
P/E(13F,x)	8.1		
MKT P/E(13F,x)	9.3		
KOSPI	1,932.70		
시가총액(십억원)	9,961		
발행주식수(백만주)	261		
유동주식비율(%)	85.7		
외국인 보유비중(%)	45.5		
베타(12M,일간수익률)	0.08		
52주 최저가(원)	27,900		
52주 최고가(원)	41,250		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-1.7	0.7	30.0
상대주가	-1.1	1.9	24.7



#### 투자이견 ‘매수’, 목표주가 50,000원으로 커버리지 개시

KT에 대한 투자이견 ‘매수’, 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 11배는 SK텔레콤이 실적 개선 시기에 기록했던 12개월 Forward PER의 최고치 수준이다.

KT는 LTE 시장에 경쟁사 대비 늦게 진입하면서 무선통신 ARPU나 가입자 점유율 등의 지표 추세가 가장 점진적이다. 이러한 점을 고려하여 SK텔레콤이 과거에 시장 점유율이 크게 변하지 않는 상황에서 실적의 점진적인 개선으로 PER이 상승했던 경우를 참고했다.

#### 투자포인트 1) 무선통신, LTE 커버리지 완료 후 ARPU 상승 국면에 진입

KT는 주파수의 효율적 사용을 위해 2G를 강제로 종료한 후 LTE를 상용화했다. LG유플러스가 2011년 4분기에 LTE 서비스를 시작한 데 비해, KT는 2012년 1분기에 LTE 시장에 진입했다. 커버리지 완료 시기도 경쟁사 대비 뒤처지면서 가입자 수와 ARPU 등의 지표가 점진적인 속도로 개선되고 있다.

2G를 종료하기 위해 초기에 오랜 시간이 걸렸으나, 향후에는 오히려 부담이 없는 상황으로 작용할 수 있다. 2012년 2분기부터 LTE 효과로 ARPU는 상승 기조에 진입하기 시작했다. 3G 아이폰 도입 당시 확보했던 높은 ARPU 고객 군의 LTE 전환도 일어나고 있다.

#### 2) 유선통신, 미디어 사업 확대로 시장 지배력 재강화

KT는 국내 최대 유선통신 사업자이다. 이는 수년간 무선통신 위주의 산업 전개에서 오히려 부정적으로 작용해왔다. 그러나 미디어 관련 사업이 확장되면서 유선통신 사업의 하락 추세를 보완하고, 시장 지배력을 재강화하는데 도움을 줄 전망이다. IPTV와 스카이라이프 등 유료방송 플랫폼 사업과 가입자 규모 기반의 부가 매출의 증가, KT미디어허브의 VOD 및 영상 투자 등의 콘텐츠 사업, KTH의 영화 IP권 확보 및 T커머스 사업 등이 긍정적인 변곡점을 생성하고 있다고 판단된다.

#### 3) 비통신 부문의 이익 기여도 증가, 높은 배당수익률 부각

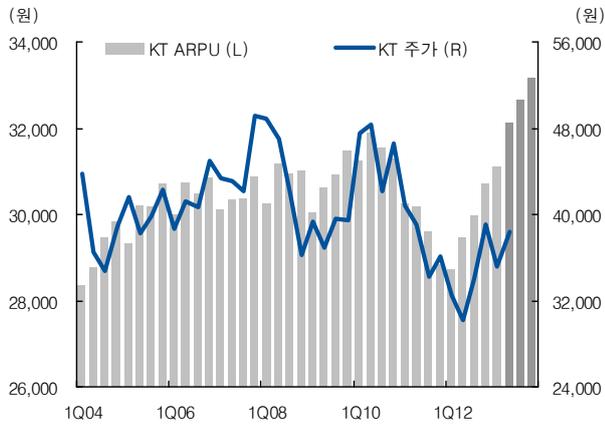
KT의 비통신 연결회사의 영업이익 기여도가 증가하고 있다. 2012년 1분기 10%에서 2013년에는 36%로 상승했다. 통신 사업의 수익성 저하 및 변동성을 비통신 사업이 보완해주고 있다. 실적의 변동성 축소는 기업의 재평가도 촉진할 전망이다. 한편, 통신주 중 가장 높은 수준의 배당수익률도 부각되고 있다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	20,009	21,258	23,790	24,839	25,860	26,903
영업이익 (십억원)	2,008	1,748	1,214	1,494	1,779	2,100
영업이익률 (%)	10.0	8.2	5.1	6.0	6.9	7.8
순이익 (십억원)	1,477	1,435	1,057	1,224	1,444	1,700
EPS (원)	5,655	5,497	4,048	4,689	5,531	6,512
ROE (%)	13.7	12.6	8.8	9.7	10.8	11.9
P/E (배)	8.2	6.5	8.8	8.1	6.9	5.9
P/B (배)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 기업명, KDB대우증권 리서치센터

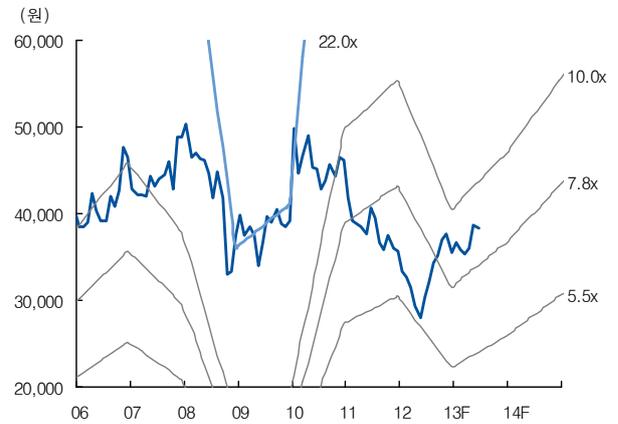
KT에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 11배는 과거 SK텔레콤이 실적 개선 시기에 기록했던 12개월 Forward PER의 최고치 수준을 대입한 것이다.

그림 193. 분기별 무선통신 ARPU와 주가 추이



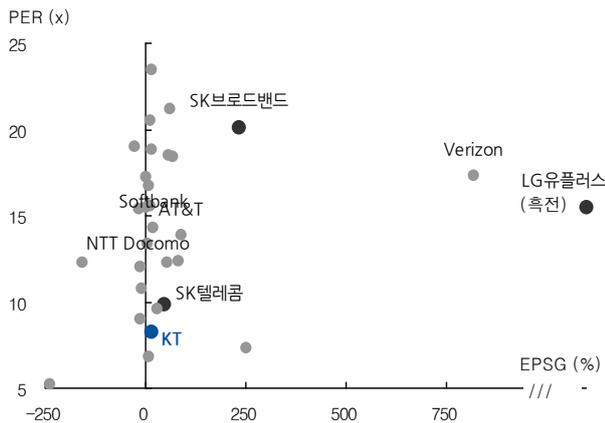
자료: KT, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 194. PER 밴드 차트



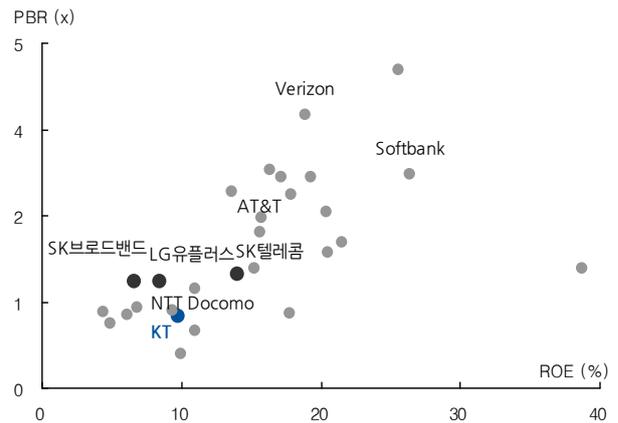
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 195. 2013F PER-EPSC



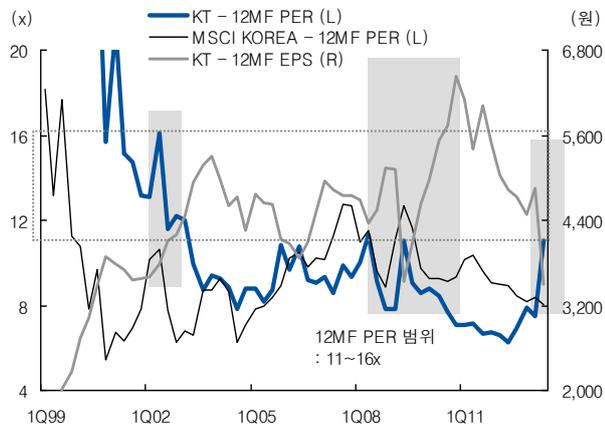
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 196. 2013F PBR-ROE



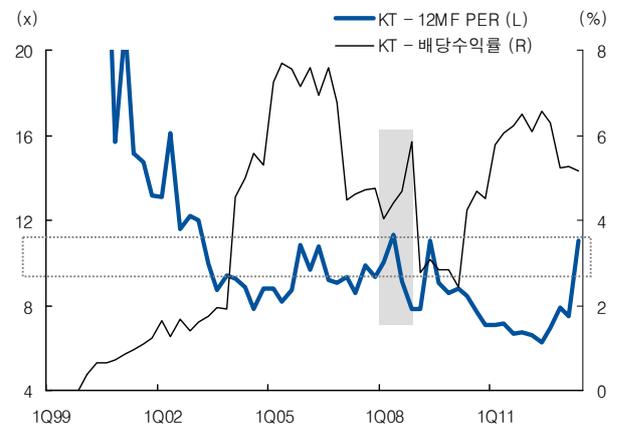
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 197. 펀더멘탈 근거, 실적 개선에 의한 PER 상승: KT



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 198. 방어주 컨셉, 배당 매력에 의한 PER 상승: KT

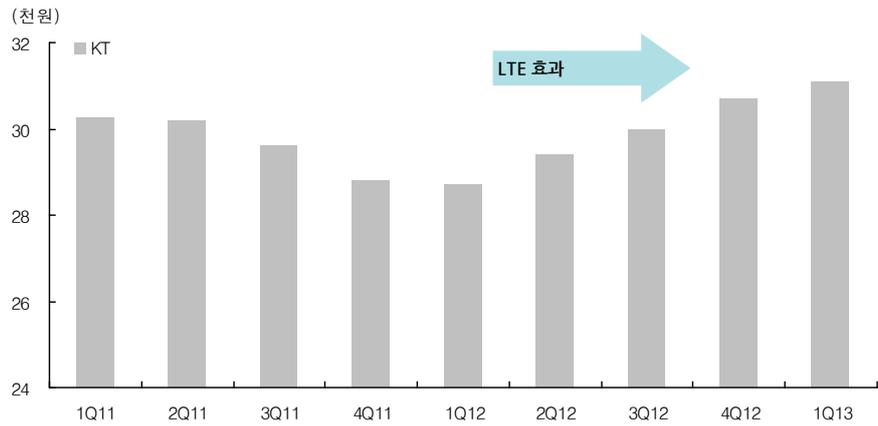


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

KT는 LTE 스토리의 반영 여력이 가장 풍부하다고 판단된다. 2G 종료 후 LTE 커버리지가 완료된 작년 2분기 이후 무선통신 ARPU 상승 국면에 진입했다.

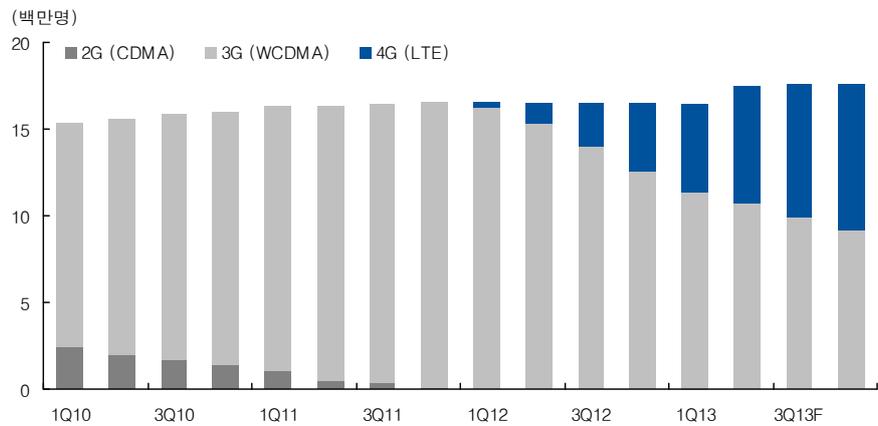
경쟁사와는 달리 2G 가입자가 없는 상황은 LTE 보급 증가에서 차별적으로 작용할 수 있다. 3G 스마트폰 및 아이폰 가입자의 LTE 이동으로 인한 ARPU 상승 탄력이 나타날 구간이 향후 나타날 전망이다.

그림 199. 투자포인트 1) 무선통신 ARPU 상승세 진입



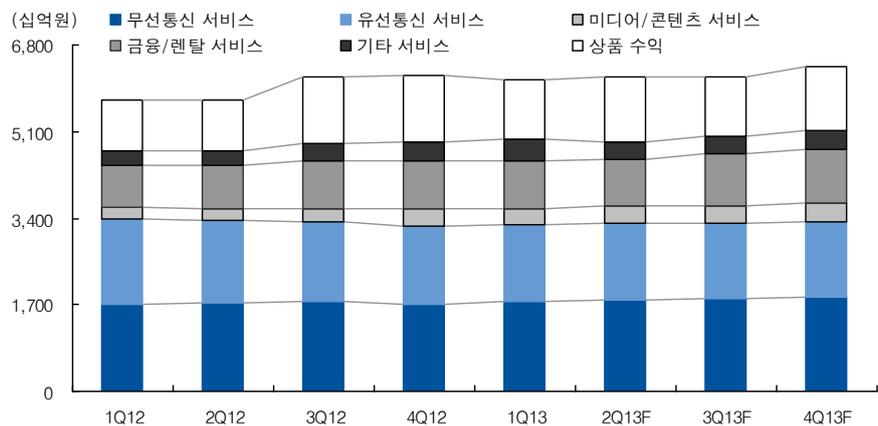
자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

그림 200. 무선통신 네트워크별 가입자 추이 및 전망



자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

그림 201. 세부 매출액 추이 및 전망



자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

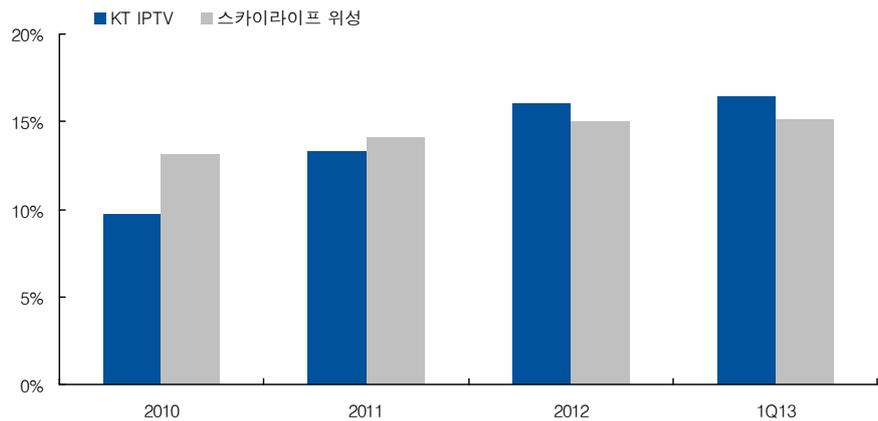
유선통신 부문은 미디어 사업의 확대로 시장 지배력이 다시 강화되고 있다. 유선통신 매출 감소세 둔화는 미디어 상품의 결합 효과로 일차적으로 보완되었다. 향후 가입자 규모 증대에 따른 부가적인 사업 기회 등은 유선통신의 사업의 지평을 확대할 전망이다.

IPTV와 스카이라이프 등 디지털 유료방송 플랫폼 사업이 순항하고 있다. 가입자 규모 기반이 커지면서 VOD와 홈쇼핑출 매출 등 부가적인 매출이 본격화되고 있다.

KT미디어허브는 IPTV의 성장으로 작년에 케이블 전체 VOD 매출 규모를 상회하는 VOD 매출액을 기록했다. 향후 영상 및 음원, 뉴미디어 등 콘텐츠 투자에도 나서고 있다. KTH는 영화 IP권을 국내에서 가장 많이 확보한 기업 중 하나이며, KT의 IPTV와 스카이라이프의 채널을 이용한 T커머스 사업에도 뛰어 들었다.

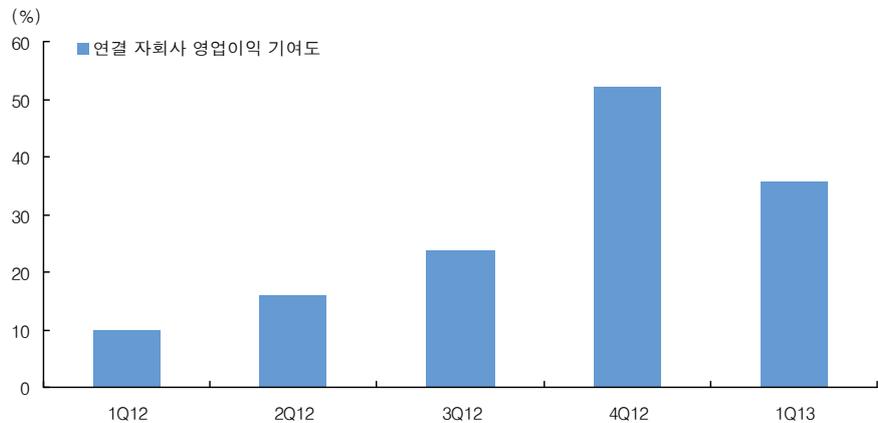
KT의 비통신 연결회사의 영업이익 기여도가 증가하고 있다. 2012년 1분기 10%에서 2013년에는 36%로 상승했다. 통신 사업의 수익성 저하 및 변동성을 비통신 사업이 보완해주고 있다. 실적의 변동성 축소는 기업의 재평가도 촉진할 전망이다. 향후 부동산 등 자산 효율화 등을 통한 추가적인 비통신 사업의 수익 증가는 배당여력을 증가시킬 수 있다. 현재도 국내 통신주 중 가장 높은 수준의 배당수익률의 전망이 좀더 밝아지는 측면이다.

그림 202. 투자포인트 2) 국내 유료방송 시장 내 KT 미디어 가입자 점유율 상승세



주: 유료방송 가입자 시장에는 IPTV, 위성, 케이블SO 가입자 포함  
자료: KT, 스카이라이프, KCTA, KDB대우증권 리서치센터

그림 203. 투자포인트 3) 비통신 사업부문의 이익 기여도 증가



자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

KT의 2분기 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 1.3%, 16.6% 개선될 전망이다. 무선통신은 LTE 가입자 비중의 증가에 따른 ARPU 상승이 긍정적인 전망이다. 미디어 사업 부문 매출에는 가입자 수의 증가와 VOD 및 홈쇼핑 송출 매출 등의 부가 매출이 증가하면서 성장세가 예상된다.

2013년 연간 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 4.4%, 23.1% 증가할 전망이다. 무선통신 부문의 오랜만의 외형 성장이 시현될 전망이다. 미디어/콘텐츠 부문은 가입자 순증과 부가 매출의 본격화가 고성장세를 지속하는데 도움을 줄 것으로 예상된다. 유선통신 부문은 미디어 및 무선서비스와의 결합 증가로 인한 해지율 하락, 초고속 인터넷의 결합 할인율 조정 등으로 매출 감소 폭이 둔화될 전망이다.

중장기적으로 미디어/콘텐츠 사업, 금융/렌탈, 기타서비스, 부동산 등의 비통신 사업 부문의 성장 여부가 전체 연결 매출의 방향성을 결정하는데 영향을 크게 미칠 전망이다.

표 27. KT의 분기 및 연간 추이와 전망

(십억원, %, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
<b>매출액</b>	5,706	5,709	6,173	6,203	6,104	6,184	6,168	6,382	21,258	23,790	24,839
서비스수익	4,708	4,736	4,860	4,885	4,941	4,905	5,016	5,116	16,947	19,189	19,977
무선통신	1,716	1,740	1,754	1,703	1,757	1,785	1,822	1,858	6,969	6,913	7,222
유선통신	1,664	1,611	1,568	1,549	1,522	1,508	1,472	1,468	6,951	6,392	5,970
미디어/콘텐츠	231	248	266	323	314	341	356	371	803	1,068	1,381
금융/렌탈	836	844	939	955	917	925	1,030	1,047	997	3,574	3,919
기타서비스	262	293	332	355	432	345	337	372	1,227	1,242	1,485
상품수익	998	973	1,312	1,318	1,163	1,280	1,152	1,267	4,311	4,601	4,861
<b>영업이익</b>	580	346	227	61	367	428	500	199	1,737	1,214	1,494
영업이익률	10.2	6.1	3.7	1.0	6.0	6.9	8.1	3.1	8.2	5.1	6.0
<b>순이익</b>	405	235	370	101	213	314	485	268	1,441	1,111	1,279
순이익률	7.1	4.1	6.0	1.6	3.5	5.1	7.9	4.2	6.8	4.7	5.1
<b>YoY 성장률</b>											
매출액	12.7	8.2	24.9	3.8	7.0	8.3	-0.1	2.9	6.2	11.9	4.4
서비스수익	18.0	15.8	19.4	1.8	4.9	3.6	3.2	4.7	3.2	13.2	4.1
무선통신	-1.4	-1.9	1.0	-1.0	2.4	2.6	3.9	9.1	-1.3	-0.8	4.5
유선통신	-5.1	-8.5	-10.2	-8.4	-8.5	-6.4	-6.1	-5.2	-7.7	-8.0	-6.6
미디어/콘텐츠	23.9	32.2	24.4	50.0	36.2	37.7	33.5	14.7	195.5	33.0	29.3
금융/렌탈	1460.8	1327.4	1730.7	14.7	9.6	9.6	9.6	9.6	467.5	258.7	9.6
기타서비스	2.2	-5.1	3.5	3.9	65.1	17.7	1.5	4.7	-10.7	1.2	19.6
상품수익	-7.2	-18.1	50.6	12.0	16.6	31.5	-12.2	-3.9	19.9	6.7	5.7
영업이익	6.0	-22.8	-57.6	-70.4	-36.7	23.9	120.5	224.2	-20.6	-30.1	23.1
순이익	-28.0	-44.9	45.1	-48.4	-47.5	33.3	31.1	163.9	7.7	-22.9	15.1
<b>QoQ 성장률</b>											
매출액	-4.5	0.1	8.1	0.5	-1.6	1.3	-0.3	3.5			
서비스수익	-1.9	0.6	2.6	0.5	1.1	-0.7	2.3	2.0			
무선통신	-0.2	1.4	0.8	-2.9	3.1	1.6	2.0	2.0			
유선통신	-1.6	-3.2	-2.7	-1.2	-1.8	-0.9	-2.4	-0.3			
미디어/콘텐츠	7.0	7.4	7.6	21.3	-2.8	8.5	4.3	4.3			
금융/렌탈	0.4	0.9	11.3	1.7	-4.0	0.9	11.3	1.7			
기타서비스	-23.4	12.0	13.5	6.8	21.7	-20.2	-2.2	10.2			
상품수익	-15.2	-2.5	34.9	0.4	-11.8	10.0	-10.0	10.0			
영업이익	179.8	-40.4	-34.4	-73.0	499.1	16.6	16.8	-60.2			
순이익	106.1	-41.9	57.1	-72.6	109.8	47.6	54.6	-44.8			
<b>주요 지표</b>											
무선통신 가입자	17,435	17,389	17,416	17,436	17,371	17,494	17,555	17,616	17,307	17,436	17,616
LTE 가입자	351	1,170	2,488	3,900	5,070	6,763	7,609	8,456	-	3,900	8,456
유선통신 가입자	29,331	29,523	29,794	30,058	30,303	30,494	30,629	30,733	28,867	30,058	30,733
미디어 가입자	4,547	4,710	4,900	5,125	5,341	5,593	5,796	6,039	4,275	5,125	6,039

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 및 소수주주 합산 순이익,

자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

KT는 한국 최대의 유선통신 사업자이며, 무선통신 사업은 2위의 가입자 규모를 점유하고 있다. 유무선전화, 초고속인터넷 등 통신서비스가 기본 사업이다. 통·방(통신-방송)융합, 유무선 융합 등에 맞추어, IPTV(인터넷TV), VoIP(인터넷전화), WiBro(개인휴대인터넷)등의 서비스도 제공하고 있다.

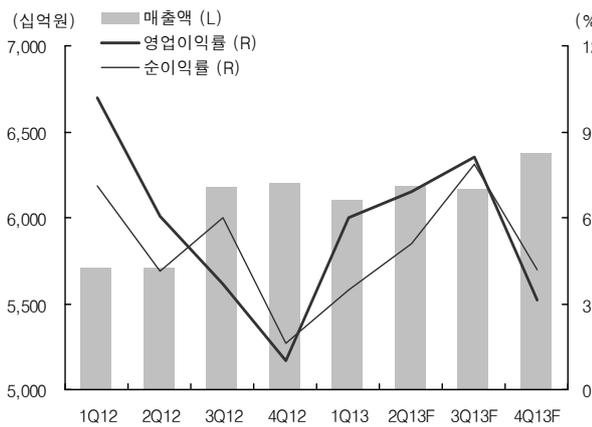
2008년 유선통신 기업 KT와 무선통신 기업 KTF가 합병되었다. 2009년 11월에는 Apple사의 iPhone3GS를 선도적으로 출시했다. 2010년 4월에는 스카이라이프가 계열로 편입되었고, 같은 해 5월에는 금호렌터카, 9월에는 KT estate 부동산 법인이 계열 편입되었다.

2010년 9월에 Apple의 iPhone 4를 출시하면서 3G 무제한데이터 요금제를 도입했다. 2011년에는 유선통신의 QOOK과 무선통신의 SHOW 등의 서비스 브랜드를 단일 브랜드인 올레(olleh)로 통합했다.

2011년 11월에 BC카드가 계열로 편입되었으며, 12월에는 IPTV 가입자 300만명에 도달했다. 2012년 1월에 LTE를 출시했으며, 2월에는 스마트폰의 가입자 비중이 50%를 돌파했다.

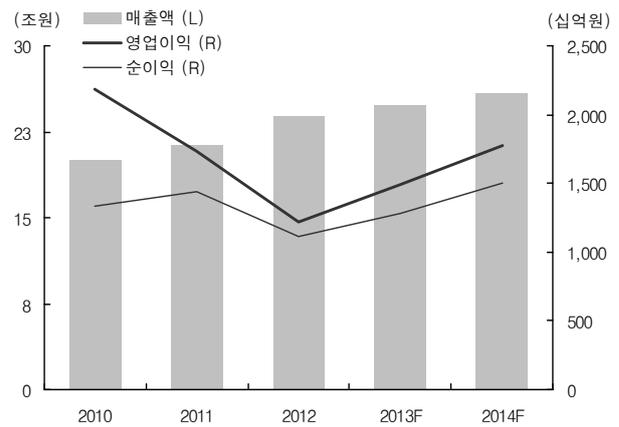
2012년 10월에는 부동산 출자 및 미디어/콘텐츠 전문회사 설립을 결정했으며, 11월에 위성사업 분할 계획을 승인했다. 따라서 KT Estate, KT 미디어허브, KT Sat 등의 전문법인 설립이 이루어졌다.

그림 204. 분기 실적 추이



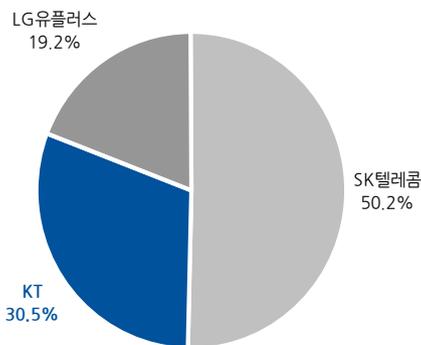
주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

그림 205. 연간 실적 추이



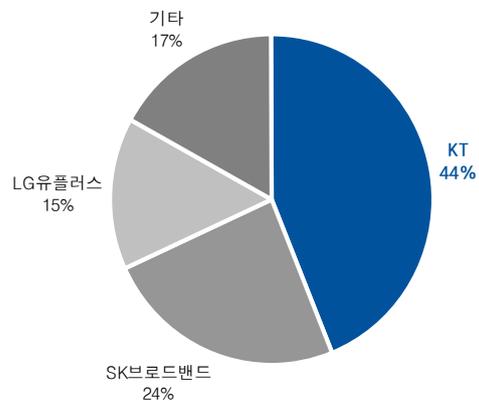
주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

그림 206. 무선통신 가입자 점유율 (1Q13)



자료: 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

그림 207. 초고속 인터넷 가입자 점유율 (2012)



자료: 미래창조과학부, KDB대우증권 리서치센터

KT의 신사업은 가상재화(Virtual Goods) 유통 그룹의 비전 중심으로 전개되고 있다.

계열사 간의 동반 성장을 계획하고 있다. 비통신 사업과의 연계를 통해 비통신 사업의 매출 비중을 2010년 27%에서 2015년 45% 수준을 목표로 삼고 있다.

글로벌 사업 확대를 위한 노력도 이어지고 있다. 가상재화의 글로벌 유통에 집중하고 있다. 유스트립, 지니, 스피 등의 플랫폼 회사들이 해당된다. 해외 사업은 지분투자 및 공동 사업, 글로벌 통신사 제휴 등을 검토하고 있다.

전문 법인 KT미디어허브, KT SAT, KT Estate 등을 중점 육성할 계획이다. 통신 영역에 가려 제대로 가치를 평가받지 못한 분야를 작년에 자회사로 독립시켰다. 각 미디어 및 콘텐츠, 위성, 부동산 사업을 저능적으로 담당하고 있다.

그림 208. KT: 기업의 비전 및 기존 사업 부문

## Global ICT Convergence Leader

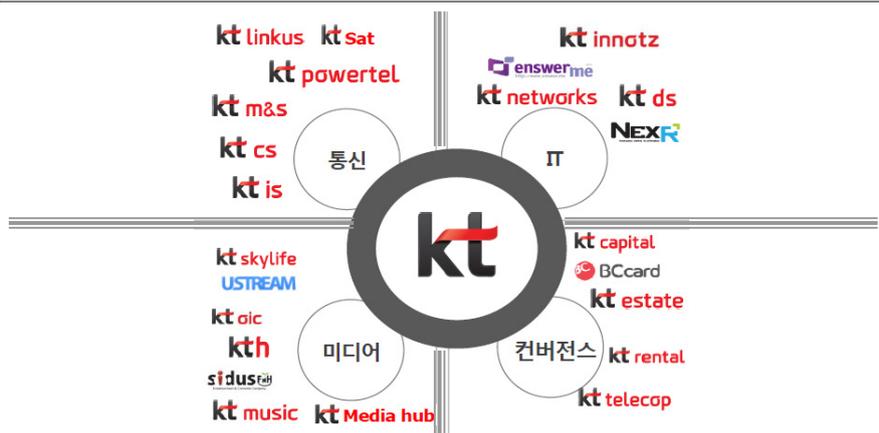
B2C	모바일	TV	인터넷	WiFi/4G WiBro
	전화	결합상품	ucloud	스마트홈/패드

B2B	데이터 전용회선	기업 Communication	모바일	대표 인터넷 허브ICC	비즈 솔루션	공간 솔루션
-----	----------	------------------	-----	--------------	--------	--------

글로벌	투자사업	ICT사업	네트워크 서비스	위성 서비스	이노베이션 센터
-----	------	-------	----------	--------	----------

자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

그림 209. KT 그룹 주요 계열사의 사업 분포



자료: KT

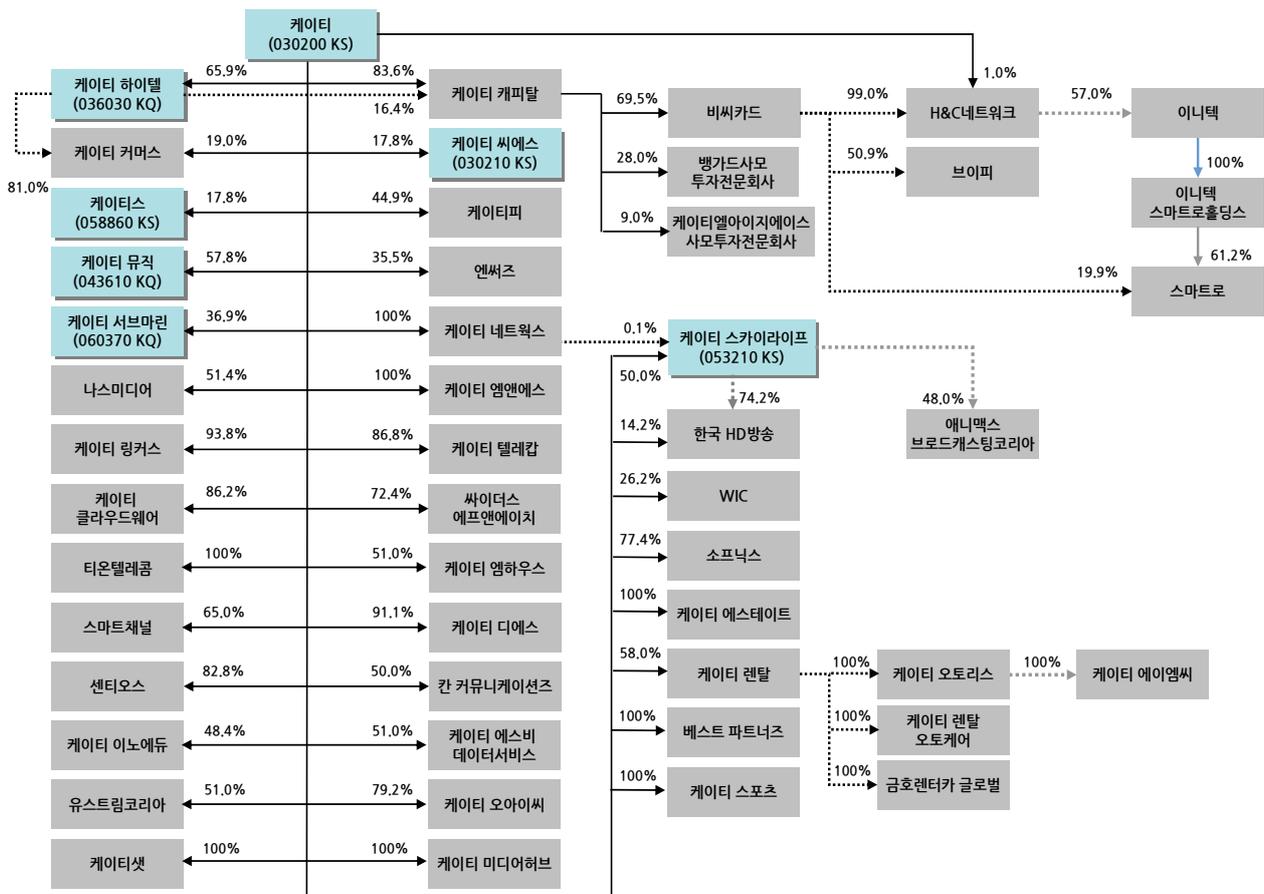
KT 그룹 주요 계열사의 사업은 대체로 통신, IT, 미디어, 컨버전스 등으로 나누어 볼 수 있다. KT 그룹 연결대상 종속회사의 세부 사업은 다음과 같다.

전기통신업으로 (주)케이티넷, (주)케이티네트웍스, 케이티와이텔(주)가 있으며, 신용카드업(비씨카드(주)), 위성방송서비스((주)케이티스카이라이프) 등이 있다. 온라인 콘텐츠 제작(케이티하이텔(주)), 전자상거래업(케이티커머스(주)), 데이터베이스 및 온라인 정보제공(주)케이티뮤직, 광고업(주)나스미디어) 등이 있다.

차량렌탈 사업((주)케이티렌탈), 오토리스 및 중고차 할부금융업((주)케이티오토리스), 부동산 개발·공급 및 임대·관리업((주)케이티에스테이트), 리스 및 기업대출(주)케이티캐피탈) 등이 있다. 해저케이블 건설(주)케이티서브마린, 경비 및 경호(케이티텔레캡(주)), 기계장비 및 관련 물품 도매업(주)케이티엠앤에스, 소프트웨어 개발 및 공급업(주) 케이티디에스, 공중전화 시설 유지관리 및 서비스업(케이티링커스(주)), 인력공급업(에이치엔씨네트웍스(주)주식회사), 보안사업(이니텍(주)주식회사), 경영컨설팅(이니텍스마트홀딩스(주)유한회사), 금융업(주)스마트로) 등이 있다.

많은 자회사가 분포되어 있는 상황이다. 효율적인 경영 및 운영, 의사결정 구조의 명확화 및 신속화, 기업가치의 발견 등을 위해 기업 구조를 추가로 변화시킬 가능성은 열려있다고 판단된다.

그림 210. 기업 지배구조



주: 2013년 1분기 기준,  
자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

KT의 **재무 구조**는 양호한 편이다. 통신 사업 부문은 합병에 따른 운영 효율성과 정부의 마케팅비용 규제 등이 수익성 개선에 긍정적으로 작용 중이다. 대규모 CAPEX와 배당금 지급 부담에도 불구하고 매년 잉여현금을 창출해 왔다. 총 자산 대비 차입금 비중은 28% 수준으로 양호한 차입금 의존도가 유지되고 있다.

2012년 이후 단말할부채권 매각, LTE 관련 투자 일단락 등으로 재무 부담이 완화되는 모습이다. 향후 부동산 및 구리선 등 유희 유형자산의 효율화 등으로 현금 창출력이 향상될 가능성이 있다.

KT와 관련된 **리스크 요인**은 다음과 같다.

- 1) LTE 시장의 늦은 진입으로 인해 경쟁사 대비 실적 지표 개선 속도가 저조하다. 또한 연결 실적의 유선통신 부문의 비중이 커 무선통신 관련 실적의 성과가 잘 부각되지 못하는 경향도 있다. 이상의 요인들은 KT 주가의 탄력성 둔화에 영향을 미치고 있다.
- 2) LTE 확산 과정 중 시도되고 있는 정부의 이동통신 보조금에 대한 강력한 규제가 KT의 신규 가입자 모집 및 ARPU 개선 추세를 둔화시킬 가능성이 있다.
- 3) 올해 중 시행될 미래부의 이동통신용 주파수 재할당 결과에서 KT가 광대역 확보에 실패할 경우, LTE 서비스 시장에서의 향후 사업 전망이 다소 어두워질 수 있다.
- 4) 유료방송 시장 내 점유율 상승으로 미디어 사업에 규제 위험이 제기될 가능성이 있다. 미디어 시장의 지배력이 증가되면서 점유율 제한 대비 가입자 상승 여력이 적어지고 있다. 다만 가입자 수의 초기 고성장세를 지난 후, KT는 증대된 미디어 가입자 규모를 기반으로 부가 매출의 확대 구간에 진입할 전망이다. 미디어 사업의 초점이 성장성 위주에서 수익성이 보완되는 방향으로 전환될 수 있다.
- 5) 주요 인수 기업들 중 BC카드 및 렌탈 등의 향후 사업 방향성과 기존 통신 사업과의 시너지가 불확실한 점도 지적된다.

통신서비스

상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

KT (030200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>23,790</b>	<b>24,839</b>	<b>25,860</b>	<b>26,903</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>23,790</b>	<b>24,839</b>	<b>25,860</b>	<b>26,903</b>
판매비와관리비	22,577	23,344	24,081	24,803
<b>조정영업이익</b>	<b>1,214</b>	<b>1,494</b>	<b>1,779</b>	<b>2,100</b>
<b>영업이익</b>	<b>1,214</b>	<b>1,494</b>	<b>1,779</b>	<b>2,100</b>
<b>비영업손익</b>	<b>209</b>	<b>104</b>	<b>94</b>	<b>94</b>
순금융비용	264	247	71	-101
관계기업등 투자손익	13	0	0	0
세전계속사업손익	1,423	1,599	1,873	2,194
계속사업법인세비용	280	320	375	439
계속사업이익	1,143	1,279	1,499	1,755
중단사업이익	-32	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,112</b>	<b>1,279</b>	<b>1,499</b>	<b>1,755</b>
지배주주	1,057	1,224	1,444	1,700
비지배주주	54	54	54	54
<b>총포괄이익</b>	<b>998</b>	<b>1,165</b>	<b>1,385</b>	<b>1,641</b>
지배주주	938	1,105	1,325	1,581
비지배주주	60	60	60	60
EBITDA	4,521	4,492	4,316	4,262
FCF	3,182	3,641	3,382	3,313
EBITDA마진율 (%)	19.0	18.1	16.7	15.8
영업이익률 (%)	5.1	6.0	6.9	7.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.4	4.9	5.6	6.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>5,925</b>	<b>4,140</b>	<b>3,883</b>	<b>3,814</b>
당기순이익	1,112	1,279	1,499	1,755
비현금수익비용가감	3,473	3,213	2,818	2,507
유형자산감가상각비	2,919	2,531	2,062	1,679
무형자산상각비	389	467	476	483
기타	-92	345	159	-13
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,720	-33	-59	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,840	-259	-252	-258
재고자산 감소(증가)	-288	-41	-40	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	178	318	310	316
법인세납부	-379	-320	-375	-439
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-3,487</b>	<b>-318</b>	<b>-142</b>	<b>30</b>
유형자산처분(취득)	-2,602	0	0	0
무형자산감소(증가)	-520	-520	-520	-520
장단기금융자산의 감소(증가)	-548	0	0	0
기타투자활동	183	202	378	549
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,827</b>	<b>-936</b>	<b>-936</b>	<b>-936</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-512	0	0	0
자본의 증가(감소)	11	0	0	0
배당금의 지급	-497	-487	-487	-487
기타재무활동	-830	-449	-449	-449
<b>현금의증가</b>	<b>610</b>	<b>2,886</b>	<b>2,805</b>	<b>2,907</b>
기초현금	1,445	2,055	4,941	7,745
기말현금	2,055	4,941	7,745	10,652

자료: KT, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>10,483</b>	<b>13,685</b>	<b>16,797</b>	<b>20,019</b>
현금 및 현금성자산	2,055	4,941	7,745	10,652
매출채권 및 기타채권	5,878	6,137	6,389	6,646
재고자산	935	976	1,016	1,057
기타유동자산	363	379	394	410
<b>비유동자산</b>	<b>23,997</b>	<b>21,842</b>	<b>19,993</b>	<b>18,286</b>
관계기업투자등	411	411	411	411
유형자산	15,734	13,203	11,142	9,462
무형자산	3,213	3,266	3,310	3,347
<b>자산총계</b>	<b>34,480</b>	<b>35,526</b>	<b>36,790</b>	<b>38,305</b>
<b>유동부채</b>	<b>11,247</b>	<b>11,599</b>	<b>11,941</b>	<b>12,291</b>
매입채무 및 기타채무	7,216	7,534	7,844	8,160
단기금융부채	3,273	3,273	3,273	3,273
기타유동부채	758	792	824	858
<b>비유동부채</b>	<b>10,068</b>	<b>10,085</b>	<b>10,109</b>	<b>10,121</b>
장기금융부채	8,334	8,334	8,334	8,334
기타비유동부채	1,185	1,202	1,227	1,238
<b>부채총계</b>	<b>21,315</b>	<b>21,684</b>	<b>22,050</b>	<b>22,411</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>12,309</b>	<b>12,927</b>	<b>13,764</b>	<b>14,857</b>
자본금	1,565	1,565	1,565	1,565
자본잉여금	1,440	1,440	1,440	1,440
이익잉여금	10,646	11,383	12,340	13,553
<b>비지배주주지분</b>	<b>855</b>	<b>916</b>	<b>976</b>	<b>1,037</b>
<b>자본총계</b>	<b>13,165</b>	<b>13,842</b>	<b>14,740</b>	<b>15,894</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	8.8	8.1	6.9	5.9
P/CF (x)	2.1	2.4	2.5	2.6
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	4.4	3.9	3.5	2.8
EPS (원)	4,048	4,689	5,531	6,512
CFPS (원)	16,715	16,171	15,247	14,792
BPS (원)	38,404	40,566	43,602	47,648
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	46.1	39.8	33.8	28.7
배당수익률 (%)	5.6	5.2	5.2	5.2
매출액증가율 (%)	11.9	4.4	4.1	4.0
EBITDA증가율 (%)	-4.4	-0.7	-3.9	-1.3
영업이익증가율 (%)	-30.6	23.1	19.1	18.0
EPS증가율 (%)	-26.4	15.8	17.9	17.8
매출채권 회전을 (회)	4.0	4.1	4.1	4.1
재고자산 회전을 (회)	29.6	26.0	26.0	26.0
매입채무 회전을 (회)	3.6	3.4	3.4	3.4
ROA (%)	3.3	3.7	4.1	4.7
ROE (%)	8.8	9.7	10.8	11.9
ROIC (%)	5.1	6.7	9.1	12.1
부채비율 (%)	161.9	156.7	149.6	141.0
유동비율 (%)	93.2	118.0	140.7	162.9
순차입금/자기자본 (%)	63.0	39.1	17.7	-1.9
영업이익/금융비용 (x)	2.7	3.3	4.0	4.7

## SK브로드밴드 (033630)

### 재무구조 개선 속 성장동력 확보

#### 유선통신

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	6,000
현재주가(13/06/10,원)	4,945
상승여력	21%

영업이익(13F,십억원)	121
Consensus 영업이익(13F,십억원)	114
EPS 성장률(13F,%)	233.6
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.9
P/E(13F,x)	19.5
MKT P/E(13F,x)	9.3
KOSDAQ	547.00

시가총액(십억원)	1,464
발행주식수(백만주)	296
유동주식비율(%)	49.4
외국인 보유비중(%)	3.9
베타(12M,일간수익률)	-0.05
52주 최저가(원)	2,830
52주 최고가(원)	5,660

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.7	3.5	73.5
상대주가	-6.1	4.7	68.2



#### 투자이견 ‘Trading Buy’, 목표주가 6,000원으로 커버리지 개시

SK브로드밴드에 대한 투자이견 ‘Trading Buy’, 목표주가 6,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 24배는 SK브로드밴드의 12개월 Forward PER의 역사적 평균에서 10% 할인한 값이다. 동사는 재무구조가 개선되고 있고, IPTV 및 기업사업 등의 성장동력을 확보하는 모습을 보여주고 있다. 그러나 유선통신 사업체로서 무선통신 기업 대비 정제된 성장성, 낮은 ROE 수준과 배당 미지급 전망 등을 감안하여 Valuation 고려시 할인을 적용하였다.

#### 투자포인트 1) 산업의 메가 트렌드와 모회사의 협력 가운데 성장동력 확보

B2C 매출 중 IPTV 사업이 성장동력으로 안착되고 있다. 디지털 방송 전환 흐름과 SK텔레콤과의 마케팅 협력이 가시화되면서 IPTV 가입자 수가 증가하고 있다. 국내 유료방송 시장의 디지털 방송 가입자 비중은 63%이며, 케이블 SO 내의 디지털 전환율은 36%이다. SK브로드밴드 등 IPTV의 추가 침투 여력은 충분한 것으로 판단된다. 경쟁사 KT는 디지털 위성 방송 기업인 자회사 스카이라이프와의 결합 마케팅 전략을 구사하고 있다. SK브로드밴드도 모회사 SK텔레콤과의 결합 마케팅이 본격화되면서 가입자 순증 폭이 커지고 있다.

한편 무선통신 시장의 LTE 도입으로 대용량 고품질의 영상 콘텐츠의 중요성이 커지고 있다. 동사의 모회사인 SK텔레콤은 국내 가장 많은 이동통신 가입자를 보유하고 있다. 과거 3G 스마트폰 보급 시기에 SK텔레콤의 음악 자회사인 로엔엔터테인먼트의 ‘멜론’이 성장의 수혜를 받았다. 이번의 LTE 보급 시기에는 SK브로드밴드의 IPTV 상품인 ‘Btv’와 모바일 IPTV인 ‘Btv mobile’이 수혜를 받을 전망이다.

B2B 매출인 기업 사업 부문은 그룹사 물량 등을 기반으로 성장세가 보이고 있다. 유선통신 기업 관련 시장 내 점유율이 상승하고 있다.

#### 2) 기업 체질 개선 및 재무구조 정상화 부각

SK브로드밴드의 실적 턴어라운드 및 재무구조의 개선 추세가 주목된다. 2013년 영업이익과 순이익은 각각 전년 대비 48%, 233% 개선될 전망이다.

IPTV의 해지율은 2012년 이후 2% 이하로 감소했다. 연간 순차입금은 지속적인 감소 추세를 보이고 있으며, 평균 차입금리는 2010년 6%대에서 2012년에는 4%대로 하락했다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	2,123	2,295	2,492	2,639	2,740	2,866
영업이익 (십억원)	-23	65	82	121	130	146
영업이익률 (%)	-1.1	2.8	3.3	4.6	4.7	5.1
순이익 (십억원)	-120	-14	23	75	89	111
EPS (원)	-405	-48	76	254	301	374
ROE (%)	-10.2	-1.3	2.0	6.6	7.3	8.4
P/E (배)	-	-	61.4	19.5	16.4	13.2
P/B (배)	1.7	1.1	1.5	1.5	1.4	1.3

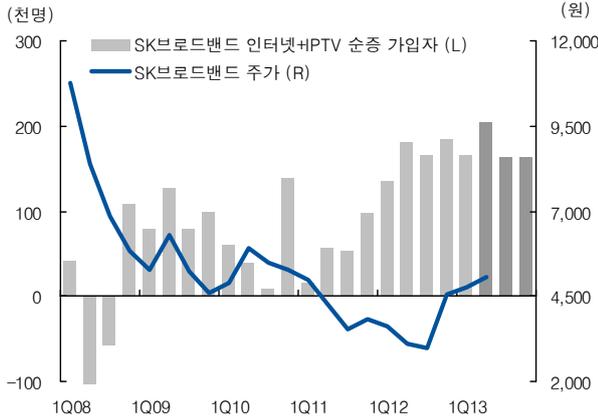
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 기업명, KDB대우증권 리서치센터

SK브로드밴드에 대한 투자 의견 'Trading Buy'와 목표주가 6,000원을 제시한다.

목표 PER 24배는 SK브로드밴드의 12개월 Forward PER의 역사적 평균에서 10% 할인한 값이다. 동사는 재무구조가 개선되고 있고, IPTV 및 기업사업 등 성장동력을 확보하는 모습을 보여주고 있다. 실적 개선에 따른 Valuation 정상화 과정을 통과하는 중이다.

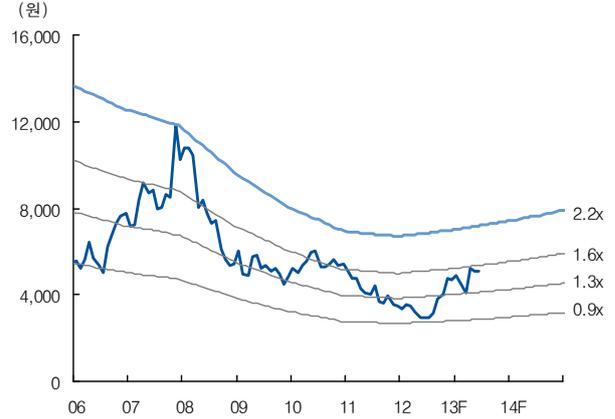
그러나 유선통신 사업체로서 무선통신 기업 대비 정체된 성장성, 낮은 ROE 수준과 배당 미 지급 전망 등을 감안하여 Valuation 산정시 할인을 적용하였다.

그림 211. 분기 인터넷 사업 순증 가입자와 주가 추이



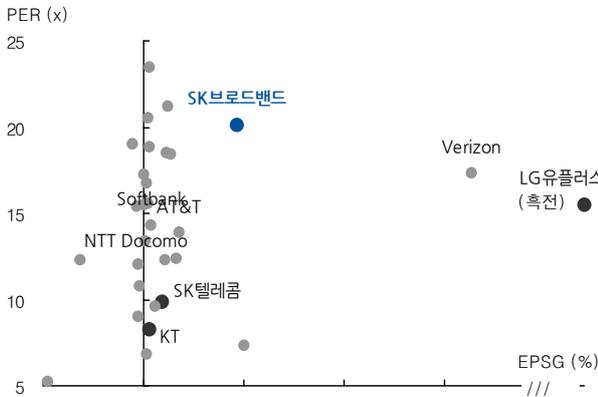
자료: SK브로드밴드, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 212. PBR 밴드 차트



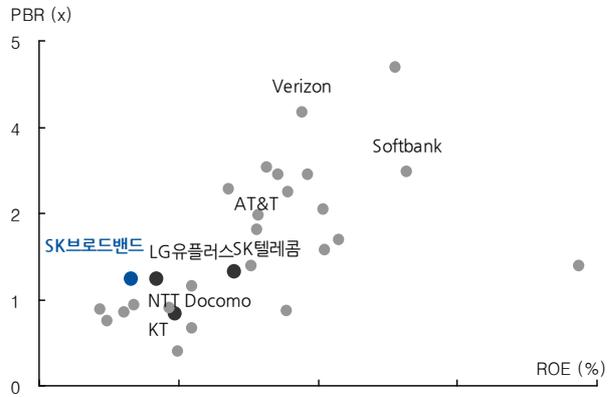
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 213. 2013F PER-EPSG



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

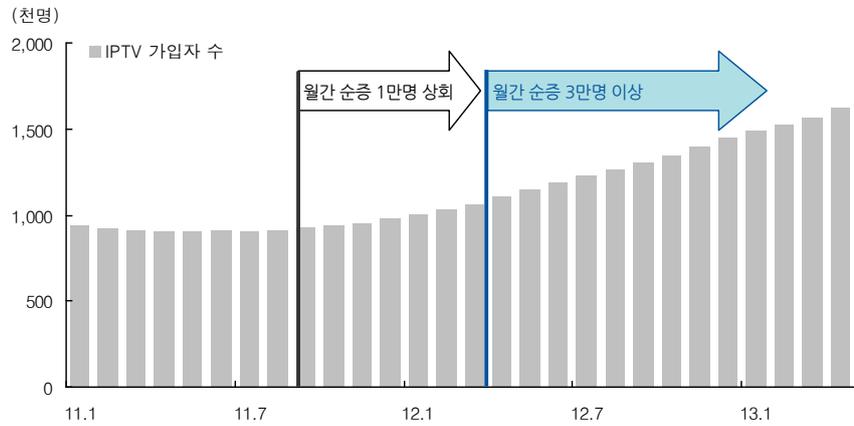
그림 214. 2013F PBR-ROE



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

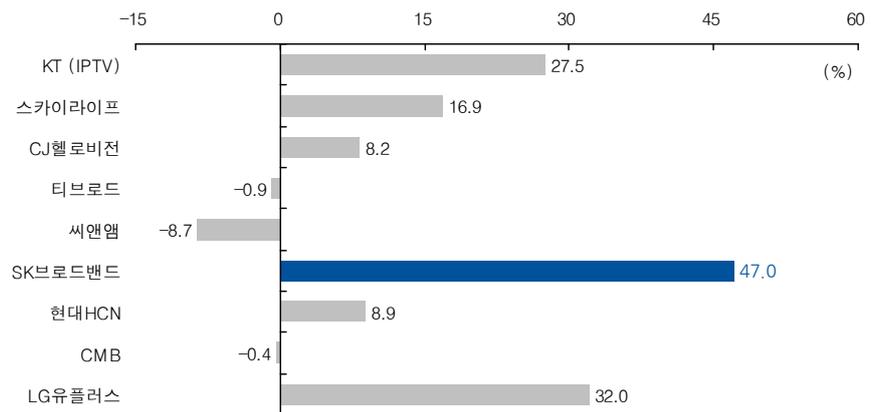
방송 및 통신 산업의 메가 트렌드 속에서 모회사인 SK텔레콤과의 협력이 행해지면서 IPTV 사업의 성장성이 부각되고 있다. 2012년 2분기 이후 IPTV의 월간 순증 가입자 수는 3만명을 상회하고 있다. 2013년 1분기에도 유료방송 시장 내에서 가장 높은 성장률을 시현했다.

그림 215. 투자포인트 1) 디지털 방송 전환과 모회사와의 협력 수혜로 IPTV 가입자 증가 중



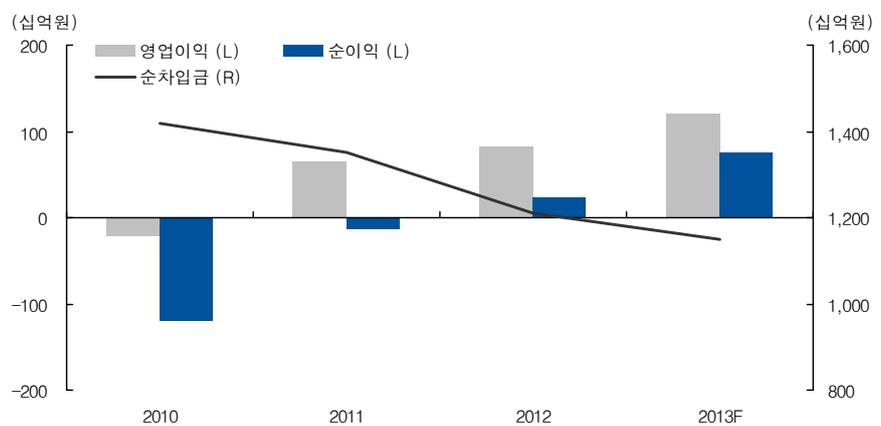
자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

그림 216. 유료방송 플랫폼 기업 중 가입자 수 전년 동기 대비 성장률 압도적 (1Q13)



주: 위에서부터 유료방송 가입자 전체 규모 순,  
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 217. 투자포인트 2) 실적 턴어라운드 및 재무구조 정상화



자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

SK브로드밴드의 기업 체질 강화에 따른 실적 개선이 주목된다. B2C 매출인 IPTV와 B2B 매출인 기업사업에서 성장세를 시현하고 있다. 2분기 매출액과 영업이익은 각각 전분기 대비 6.5%, 98.5% 증가할 전망이다. 2013년 영업이익과 순이익은 각각 전년 대비 48%, 233% 개선될 것으로 예상된다.

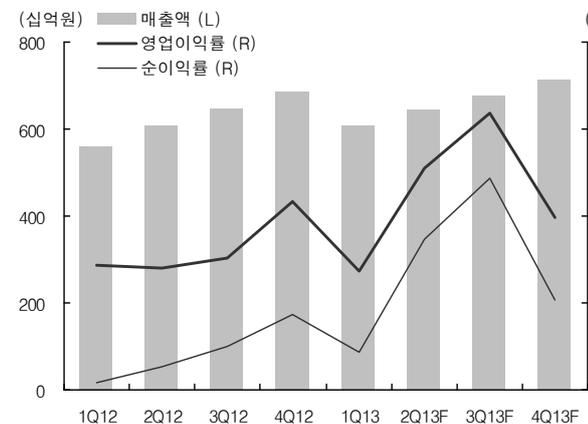
표 28. SK브로드밴드의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
<b>매출액</b>	559	606	648	688	605	644	676	713	2,295	2,492	2,639
브로드밴드	236	239	234	231	230	229	228	228	962	935	914
IPTV	47	52	59	67	73	83	91	99	152	220	347
집전화	68	67	61	62	56	57	57	57	281	257	227
기업사업	207	224	241	250	242	253	261	271	772	928	1,027
기타	1	23	54	78	4	23	38	58	129	153	123
<b>영업이익</b>	16	17	20	30	17	33	43	28	65	82	121
영업이익률	2.9	2.8	3.0	4.3	2.7	5.1	6.4	4.0	2.8	3.3	4.6
<b>순이익</b>	1	3	6	12	5	22	33	15	-14	23	75
순이익률	0.2	0.5	1.0	1.7	0.9	3.5	4.9	2.1	-0.6	0.9	2.8
<b>YoY 성장률</b>											
<b>매출액</b>	7.4	8.6	11.2	5.6	8.3	6.4	4.3	3.6	7.4	8.6	5.9
브로드밴드	-3.6	-1.9	-2.6	-6.4	-2.7	-4.5	-2.6	-1.4	-2.5	-2.8	-2.2
IPTV	40.7	43.3	47.0	60.6	54.9	58.9	54.2	47.6	26.6	44.6	58.0
집전화	-10.4	-10.1	-6.9	-10.1	-17.3	-14.6	-5.9	-7.3	-10.8	-8.7	-11.4
기업사업	29.6	22.2	17.6	-12.4	17.3	12.7	8.6	8.1	13.1	20.2	10.7
기타	-84.3	19.1	64.4	802.3	263.6	0.0	-28.5	-25.3	280.2	19.3	-19.5
<b>영업이익</b>	6.6	-9.6	0.5	168.5	3.1	93.8	120.2	-4.9	흑전	25.7	48.4
<b>순이익</b>	흑전	흑전	966.7	흑전	420.0	597.2	413.4	23.4	적지	흑전	233.6
<b>QoQ 성장률</b>											
<b>매출액</b>	-14.3	8.4	7.1	6.2	-12.1	6.5	4.9	5.5			
브로드밴드	-4.5	1.5	-2.1	-1.4	-0.7	-0.4	-0.2	-0.2			
IPTV	13.1	10.3	13.0	13.9	9.1	13.2	9.7	9.0			
집전화	-1.7	-1.9	-8.7	2.1	-9.5	1.2	0.6	0.6			
기업사업	-27.7	8.6	7.3	4.0	-3.2	4.4	3.4	3.5			
기타	-87.2	2000.0	132.0	44.8	-94.8	477.5	66.0	51.2			
<b>영업이익</b>	45.0	5.6	15.3	52.0	-44.3	98.5	31.0	-34.3			
<b>순이익</b>	흑전	220.0	100.0	85.9	-56.3	329.0	47.3	-55.3			
<b>주요 지표</b>											
브로드밴드 가입자	4,242	4,302	4,348	4,394	4,436	4,487	4,512	4,538	4,192	4,394	4,538
IPTV 가입자	1,067	1,187	1,307	1,445	1,569	1,723	1,861	2,000	981	1,445	2,000
전화(집,기업) 가입자	4,326	4,415	4,480	4,510	4,528	4,612	4,654	4,696	4,204	4,510	4,696

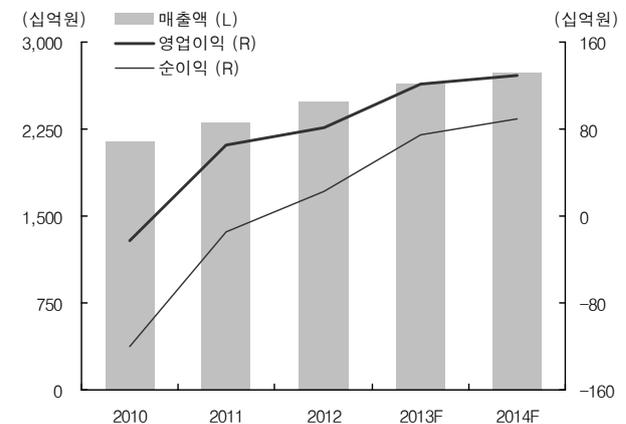
주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

그림 218. 분기 실적 추이



주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

그림 219. 연간 실적 추이



주: K-IFRS 연결 기준, 자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

SK브로드밴드는 전기통신관계법령에 의한 시내전화역무의 제공, 전기통신 회선설비 임대역무의 제공 및 전기통신망의 구축·소유·운영 등을 목적으로 1997년 9월 ‘하나로통신’으로 설립되었다.

1998년 11월에는 한국거래소 산하 코스닥시장에 상장되었다. 2001년에 드림라인을 인수했고, 2006년에는 두루넷을 흡수합병했다. 2006년 하반기에 VOD 위주의 하나TV 상용 서비스가 개시되었다.

2008년에는 당시 정보통신부가 SK텔레콤의 인수를 인가했다. 2009년에는 실시간 IPTV 상용 서비스를 실시했으며, 2010년에는 ‘B’로 유선통신 브랜드 이미지가 개편되었다.

현재 사업 부문은 초고속 인터넷, 전화, IPTV, 기업데이터 등 유선통신 사업 위주로 구성되어 있다. SK텔레콤이 50.56%의 지분을 보유하고 있다. 2013년 3월에는 전 SK텔레콤 CFO인 안승운 대표이사가 신규로 선임되었다.

초고속 인터넷(브로드밴드) 가입자 시장 내 점유율은 KT 다음 2위인 24%를 점유하고 있다. 브로드밴드의 매출액은 정체 추세이나, IPTV와 기업사업 매출의 증가세가 예상되고 있다.

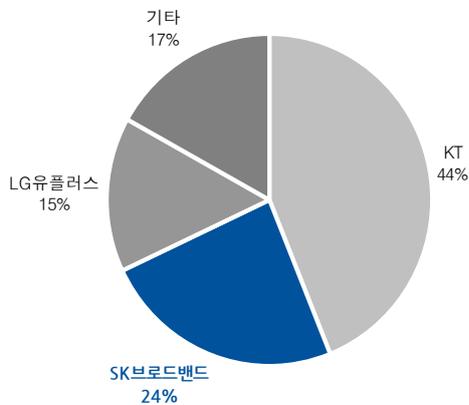
그림 220. SK브로드밴드: 기업의 비전 및 기존 사업 부문

### 고객의 행복을 추구하는 통신세상의 새로운 리더

B인터넷	B전화	B인터넷전화	B tv	결합상품	기업상품
스마트 표준 와이파이 하이랜 부가서비스	시내 시외 국제 부가	인터넷전화 부가서비스	실시간 모바일 VOD	온가족 프리 B tv 플러스 B set 스마트 TB 결합할인 TB phone	결합상품 기업데이터 기업전화 Biz 결합상품 IDC 기업솔루션

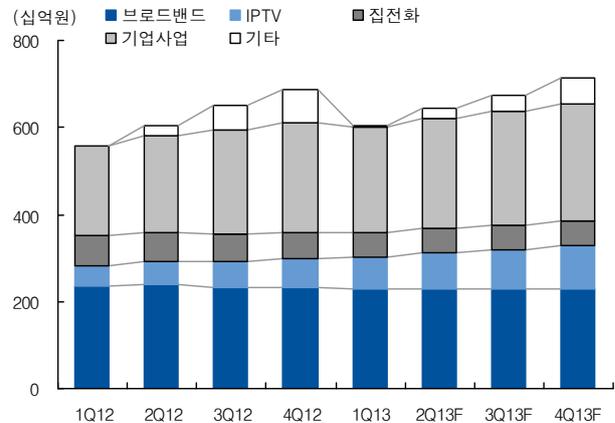
자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

그림 221. 초고속 인터넷 가입자 점유율 (2012)



자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

그림 222. 세부 매출액 추이 및 전망



자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

중장기적으로 B2C 부문의 모바일 IPTV 'Btv mobile'과 B2B 기업 사업 부문의 성장세가 기대된다.

무선통신 시장의 LTE 도입으로 대용량 고품질의 영상 콘텐츠의 중요성이 커지고 있다. 동사의 모회사인 SK텔레콤은 국내 가장 많은 이동통신 가입자를 보유하고 있다. 과거 3G 스마트폰 보급 시기에 SK텔레콤의 음악 자회사인 로엔엔터테인먼트의 '멜론'이 성장의 수혜를 받았다. 이번의 LTE 보급 시기에는 SK브로드밴드의 모바일 IPTV인 'Btv mobile'이 수혜를 받을 전망이다.

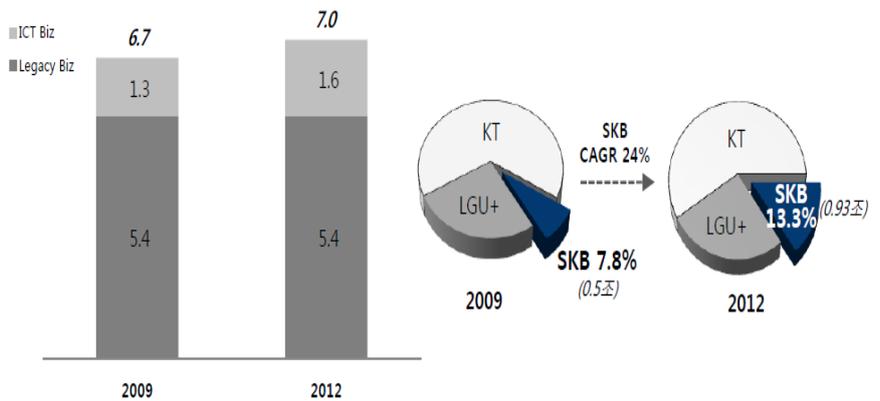
기업 사업 부문에서는 고객 기반이 확대되면서 시장 점유율이 상승하고 있다. 1) 전화 부문에는 집전화 PSTN 외에도 인터넷 전화, 국내 및 국내 전용회선 사업이 포함되어 있다. 기업 대상의 전국 대표번호 사업이 활성화되고 있다. 2) IDC 부문에는 코스콤, 다음, IBM, EBS 등 기업 고객이 분포되어 있다. 3) CDN 부문은 대용량 미디어 트래픽 증가에 대응해 서비스 활성화를 예정하고 있고, 솔루션 영업도 증대하고 있다. 현재 EBS, SBS콘텐츠허브, 카카오톡, 넥슨 등에 서비스를 제공하고 있다.

그림 223. 신사업 부문: Btv mobile 상품 및 요금제 현황



자료: SK브로드밴드

그림 224. 신사업 부문: 기업 사업의 시장 규모 및 점유율 변화



주: 좌측 단위는 조원, 자료: SK브로드밴드



SK브로드밴드의 재무 구조는 매출 성장세가 회복되면서 영업의 수익성과 현금 창출력이 개선되고 있다. 가입자 기반 확대 및 IPTV 및 기업 사업의 매출 성장세, 상대적으로 수익성이 높은 기업 부문의 매출 비중 상승 등을 고려하면 수익성 개선은 점진적으로 지속될 전망이다. 연간 순차입금은 지속적인 감소 추세를 보이고 있으며, 평균 차입금리는 2010년 6%대에서 2012년에는 4%대로 하락했다.

SK브로드밴드와 관련된 리스크 요인은 다음과 같다.

- 1) SK텔레콤과의 결합 마케팅 및 관련 수주 사업의 증가로 실적이 증가하고 있는 점이 기업의 자체 고유 경쟁력에 대한 의문으로 제기될 수 있다. 2013년 1분기 SK텔레콤이 이동통신 영업정지 처벌을 받았을 때, SK브로드밴드의 IPTV 순증 가입자 추세가 주춤했던 경향이 있다. 모회사와의 사업 연관성이 강화되는 모습이다. SK텔레콤과의 합병 가능성도 꾸준히 제기될 전망이다. 기업 사업의 경우 일감 몰아주기 규제 위험에 노출될 수 있다.
- 2) 방송의 디지털 전환의 대중화 흐름 속에서 유료방송 시장의 경쟁 상황이 격화되고 있다. 마케팅비 지출 규모의 증가 가능성이 상존한다. 또한 IPTV 사업 부문의 가입자 확보 노력과 지상파 방송사 등의 영향력 증가 등의 구조적인 요인으로 콘텐츠 수급 비용이 구조적으로 증가할 수 있다.
- 3) 낮은 ROE 및 높은 부채비율을 기록하고 있어, Valuation 부담이 제기될 수 있다.

SK브로드밴드 (033630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>2,492</b>	<b>2,639</b>	<b>2,740</b>	<b>2,866</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,492</b>	<b>2,639</b>	<b>2,740</b>	<b>2,866</b>
판매비와관리비	2,411	2,518	2,610	2,720
<b>조정영업이익</b>	<b>82</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>146</b>
<b>영업이익</b>	<b>82</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>146</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-59</b>	<b>-45</b>	<b>-40</b>	<b>-35</b>
순금융비용	57	55	35	18
관계기업등 투자손익	1	1	1	1
세전계속사업손익	23	76	90	112
계속사업법인세비용	0	1	1	1
계속사업이익	23	75	89	111
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>23</b>	<b>75</b>	<b>89</b>	<b>111</b>
지배주주	23	75	89	111
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>106</b>
지배주주	17	70	84	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	556	552	461	402
FCF	215	529	441	381
EBITDA마진율 (%)	22.3	20.9	16.8	14.0
영업이익률 (%)	3.3	4.6	4.7	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.9	2.8	3.3	3.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>436</b>	<b>546</b>	<b>458</b>	<b>399</b>
당기순이익	23	75	89	111
비현금수익비용가감	577	477	372	291
유형자산감가상각비	474	431	332	255
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-60	-5	-19	-31
영업활동으로인한자산및부채의변동	-163	-5	-2	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-23	-16	-20
재고자산 감소(증가)	-100	-2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-53	12	8	10
법인세납부	0	-1	-1	-1
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-273</b>	<b>-7</b>	<b>13</b>	<b>30</b>
유형자산처분(취득)	-317	0	0	0
무형자산감소(증가)	-17	-17	-17	-17
장단기금융자산의 감소(증가)	8	0	0	0
기타투자활동	53	10	31	48
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-300</b>	<b>-66</b>	<b>-66</b>	<b>-66</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-225	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-75	-66	-66	-66
<b>현금의증가</b>	<b>-137</b>	<b>474</b>	<b>406</b>	<b>364</b>
기초현금	224	87	561	966
기말현금	87	561	966	1,330

자료: SK브로드밴드, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>685</b>	<b>1,185</b>	<b>1,608</b>	<b>1,995</b>
현금 및 현금성자산	87	561	966	1,330
매출채권 및 기타채권	385	407	423	442
재고자산	41	43	45	47
기타유동자산	17	18	18	19
<b>비유동자산</b>	<b>2,394</b>	<b>1,996</b>	<b>1,683</b>	<b>1,451</b>
관계기업투자등	23	24	25	26
유형자산	2,057	1,626	1,294	1,039
무형자산	172	189	206	224
<b>자산총계</b>	<b>3,079</b>	<b>3,180</b>	<b>3,292</b>	<b>3,445</b>
<b>유동부채</b>	<b>907</b>	<b>934</b>	<b>952</b>	<b>976</b>
매입채무 및 기타채무	202	214	222	233
단기금융부채	450	450	450	450
기타유동부채	255	270	280	293
<b>비유동부채</b>	<b>1,062</b>	<b>1,066</b>	<b>1,075</b>	<b>1,099</b>
장기금융부채	1,000	1,000	1,000	1,000
기타비유동부채	32	36	45	70
<b>부채총계</b>	<b>1,969</b>	<b>2,000</b>	<b>2,027</b>	<b>2,075</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,111</b>	<b>1,181</b>	<b>1,265</b>	<b>1,370</b>
자본금	1,480	1,480	1,480	1,480
자본잉여금	306	306	306	306
이익잉여금	-684	-609	-520	-409
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,111</b>	<b>1,181</b>	<b>1,265</b>	<b>1,370</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	61.4	19.5	16.4	13.2
P/CF (x)	2.8	2.9	3.5	4.0
P/B (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	4.7	4.0	4.0	3.6
EPS (원)	76	254	301	374
CFPS (원)	1,678	1,710	1,421	1,236
BPS (원)	3,173	3,351	3,576	3,874
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	8.6	5.9	3.8	4.6
EBITDA증가율 (%)	3.6	-0.7	-16.5	-12.9
영업이익증가율 (%)	25.7	48.4	7.0	13.1
EPS증가율 (%)	흑전	233.6	18.7	24.4
매출채권 회전율 (회)	6.5	6.7	6.6	6.6
재고자산 회전율 (회)	73.1	62.8	62.2	62.5
매입채무 회전율 (회)				
ROA (%)	0.7	2.4	2.8	3.3
ROE (%)	2.0	6.6	7.3	8.4
ROIC (%)	3.6	5.9	7.6	10.2
부채비율 (%)	177.3	169.4	160.3	151.4
유동비율 (%)	75.5	126.9	168.9	204.5
순차입금/자기자본 (%)	108.7	62.1	25.9	-2.6
영업이익/금융비용 (x)	1.1	1.8	2.0	2.2

## 통신서비스

상시 접속 시대! 상시 관심 업종!

### Compliance Notice

- SK텔레콤, KT: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. SK텔레콤, KT: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자요건 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☒))  
▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

