

통신

통신산업은 주파수가 8할이라...



2013. 7. 31

Analyst 김준섭

02.3779-8919

jskim@etrade.co.kr

Neutral

8월말 주파수 경매 진행으로 데이터 중심의 통신 본격화

8월말 주파수 1.8GHz 및 2.6GHz대역의 주파수 135MHz 대역에 대한 경매가 진행될 예정이다. 이번 주파수 경매로 광대역주파수를 할당하게 되어, 무선인터넷이 유선인터넷의 속도를 넘어서는 빠른 인터넷을 구현하게 된다는 측면에서 의미가 있다.

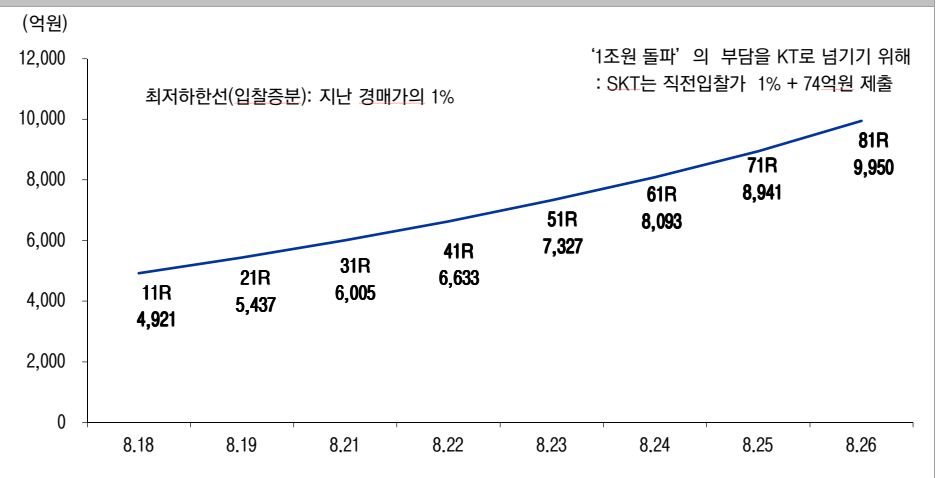
정보가 일부 공개된 죄수의 딜레마

죄수의 딜레마는 서로간의 의사소통이 불가능한 상황에서, 각자는 스스로에게만 가장 이익이 되는 상황을 선택하게 마련이며 전체 편익은 서로 불리한 상황으로 가는 모습을 말한다. 하지만, 이번 사례는 다양한 시그널링 등으로 일부 정보가 공개된 죄수의 딜레마라고 판단되며, 통신사 각자가 선호하는 주파수 대역이 다름에 따라, 서로에게 도움이 되는 균형점을 찾을 수 있다고 예상한다.

주파수 경매에서 전략적 자유도가 높은 SK텔레콤 추천

SK텔레콤은 선택의 변수가 가장 많은 상황이다. KT는 광대역 무선인터넷을 제공하기 위해서는 D2블록을 확보해야만 하는 상황이며, LG유플러스는 이를 막기 위해 밴드플랜 1을 관철시켜야 하는 상황이다. 반면, SK텔레콤은 C2블록을 확보하면 좋겠지만, 다른 밴드를 받더라도 나쁘지 않은 상황이다. 게다가 타사대비 자금여력도 충분한 상황으로, 이번 주파수 경매에서 전략적 자유도가 매우 높다. 통상 전략적 자유도가 높으면 최선의 선택을 하게 마련이다.

2011년 경매당시 일자별 최종 경매가



자료: , 이트레이드증권 리서치본부

Contents

Investment Summary	3
I. 주파수 경매 개요	4
1. 경매대상 주파수: 1.8GHz와 2.6GHz	4
2. 주파수할당을 위한 경매절차 개요	6
II. 주파수 경매 향방에 대한 소고(小考)	8
1. 각 이동통신사의 경매대상 주파수에 대한 호불호	8
2. 각 이동통신사는 주파수경매에 얼마나 쓸 수 있을까	10
3. Top pick. SK텔레콤 (017670)	12
III. 과거 주파수 경매 사례 Review: 승자의 저주가 확인되지는 않는다	13
1. 2011년 한국, '승자의 저주'를 감내한 자가 이겼다	13
2. 해외사례를 감안하더라도 승자의 저주를 본 사례는 아직 없었다	15
Appendix. 주파수가 10년간 이동통신사의 미래를 좌우	16
기업분석.	19
SK텔레콤 (017670/Buy/TP 250,000원) – 지키는 시장에서 돋보이는 M/S 50%	20
KT (030200/Market Perform/TP 40,000원) – 강점을 보이는 시장(유선통신)에서 기회를 보는 중	27
LG유플러스 (032640/ Market Perform/TP 14,500원) – 우울했던 과거로부터의 결별	36

Investment Summary

주파수 경매의 구조: 변형된 '죄수의 딜레마'

죄수의 딜레마는 게임이론의 유명한 사례로, 게임에 참여하는 두 사람에 서로 정보가 단절되어 있을 경우, 각자는 스스로에게 가장 이익이 되는 상황을 선택하게 마련이며 전체 편익은 서로 불리한 상황으로 가는 모습을 말한다. 죄수의 딜레마는 서로간의 의사소통이 불가능하다는 것이 전제조건이며, 미래부는 담합 등에 대해 주파수 할당 취소 등의 제재를 가할 것으로 일견 죄수의 딜레마와 유사해 보인다. 하지만, 현재 각 이동통신사가 언론에서 다양한 시그널들을 보내고 있다는 점에서 전통적인 '죄수의 딜레마'게임과는 조금 다르다.

또, 각 이동통신사가 이번 주파수 경매에서 원하고자 하는 주파수 대역이 각각 다른 상황으로 보인다. SK텔레콤이 가장 선호하는 주파수는 C블록, KT가 가장 선호하는 주파수는 D블록, LG 유플러스가 가장 선호하는 주파수는 B블록일 것으로 예상된다. 이는 Nash Equilibrium(균형) 상태를 찾을 수 있는 점이라고 판단한다.

각 통신사는 주파수 경매에 얼마나 쓸 수 있을까

주파수 낙찰가액이 얼마나 될지 예측하는 것은 매우 어려운 영역이다. 하지만, 주파수입찰가격은 무형자산 상각비로 8년간(이번 주파수입찰의 경우) 정액 상각한다는 것을 감안하면, 주파수입찰가액이 수익성에 얼마나 영향을 미치는지 확인할 수 있다. 만일 1조원에 주파수를 낙찰받게 되면, 매년 1,250억 원의 비용이 추가적으로 발생한다.

또, 낙찰직후 낙찰금액의 25%를 일시불로 납부해야 한다는 점에서 주파수 경매에 얼마나 쓸 수 있을지 가늠할 수 있다. 1조원에 주파수를 낙찰받으려면 최소한 2,500억원의 현금을 보유하고 있어야 한다.

2011년 SK텔레콤, 주파수낙찰로 성장동력 확보

2011년 당시 주파수 운용상황 측면에서 SK텔레콤은 수세(KT, 3G분야 강점으로 적극적으로 시장공략)에 물리고 있었던 상황으로, 주파수 낙찰이 다소 절실했던 상황이었다. 이와 같은 상황에서 SK텔레콤은 9,950억원이라는 다소 과도한 것처럼 보이는 금액에 주파수를 낙찰받았지만, 결국 LTE 시장 점유율 1위로 성장동력을 확보한 사건이었다.

한편, 당시 주파수 경매 Event는 경매 직전 및 직후를 제외하고는 주가에 미치는 영향은 거의 제한적이었다. 오히려, 주파수 경매라는 이벤트보다는, 주파수 경매에 따른 전후 결과에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

Top Pick: SK텔레콤

KT에게는 광대역인터넷을 위해서 D블록이 필수불가결하며, LG U+에게는 LTE시장에서 확보한 기득권을 지속하기 위해서 밴드플랜 1이 필수다. 하지만, SK텔레콤의 경우에는 이와 같은 상황에서 자유롭기 때문에, 경매의 상황을 잘 이용하면 타사 대비 저가에 주파수를 인수할 수 있는 상황이다.

I. 주파수 경매개요

1. 경매 대상 주파수 1.8GHz와 2.6GHz

주파수 1.8GHz 대역 50 MHz, 2.6GHz대역 80MHz 가 대상

이번 주파수 경매에서 할당되는 주파수 대역은 1.8GHz 대역 35MHz와 2.6GHz대역 2개의 40MHz이다. 밴드플랜에 따라 KT보유 주파수 인접대역 15MHz(D블록)가 추가로 경매대상이 될 수 있어 135MHz 대역(D블록 15MHz포함)이 주파수 할당 대상이다. 이번 경매에서 주파수를 낙찰 받게 되면, 약 8년간 사용할 권리를 가진다.

매력적으로 보이는 주파수 1.8GHz 대역, 하지만 제약사항도 커...

경매대상인 C블록과 D블록이 포함된 1.8GHz 대역은 이번 경매에서 ‘황금주파수’라고 불리는 대역이다. 그 이유는 LTE를 운용하는 다수의 글로벌 이동통신사가 LTE대역으로 1.8GHz를 활용하고 있다는 점, 또, KT와 SKT의 경우는 이미 1.8GHz LTE 장비(RRH, Radio Remote Head module)를 전국에 확보하고 있다는 측면에서 큰 투자없이 해당대역을 사용할 수 있다는 점 때문이다. KT가 D블록(1.8GHz대역 15MHz)을 확보하게 될 경우에 큰 투자 없이 이미 깔려있는 RRH 장비를 활용하여(자본적 지출과 투자 시간을 최소화하여) 광대역 LTE를 제공할 수 있기 때문에, KT가 D블록을 할당받는 지가 업계의 초미 관심사인 것으로 보인다.

하지만, 1.8GHz 대역은 제약사항이 존재한다. 1.8GHz 대역은 큰 투자없이 광대역 LTE를 제공할 수 있기 때문에, 방송통신위원회는 시간제약을 부과해두었다. 특히, C블록을 확보하는 이동통신사는 기존에 보유하고 있던 1.8GHz 대역을 반납해야 한다는 조건이 있어, 매력이 다소 떨어지는 것도 사실이다. 현재 1.8GHz 주파수 대역에서 SK텔레콤의 LTE 보조 주파수, KT의 LTE 메인 주파수, LG유플러스의 2G CDMA가 서비스 중이다. SK텔레콤외에는, C블록을 할당 받게 될 때 일정기간 서비스를 중단해야 하는 문제가 발생한다.

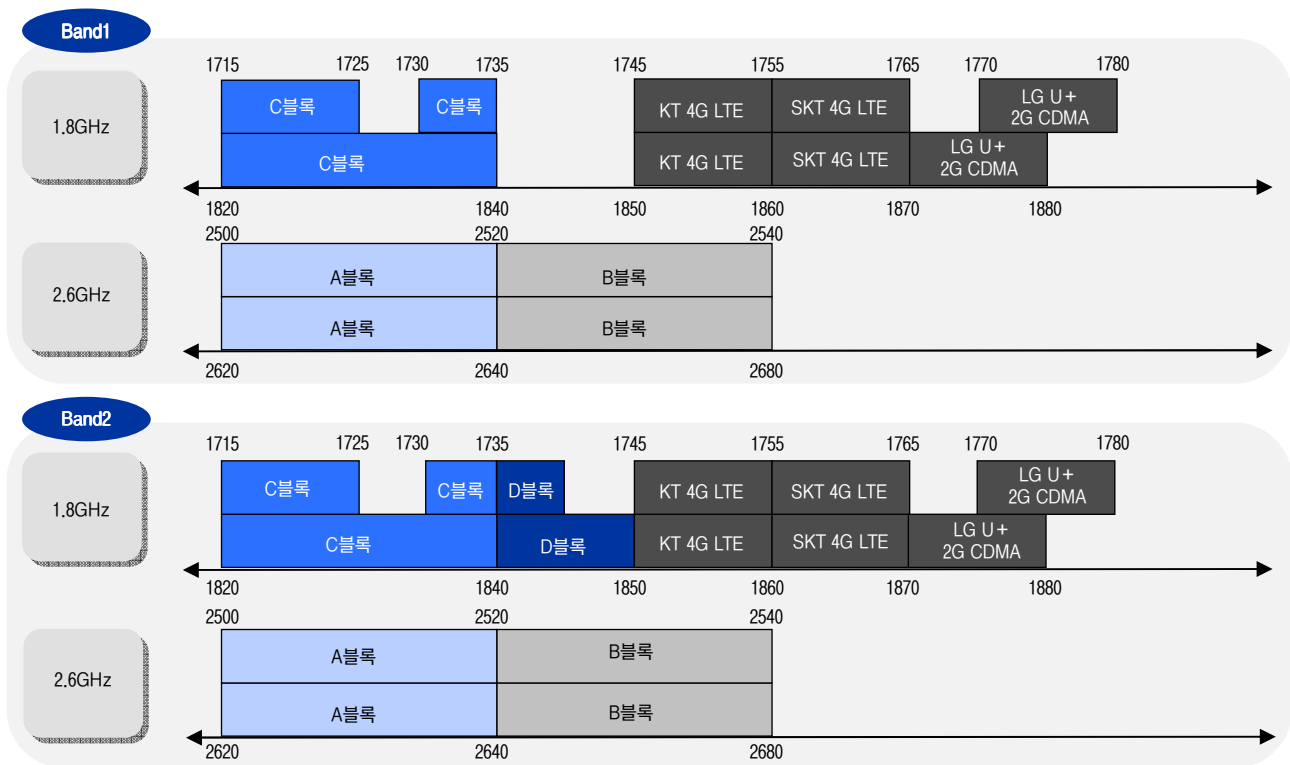
2.6GHz대역: 현재 부각받지 않으나, 점진적으로 매력 커질 것

주파수 대역의 중요성은 네트워크 효과에 있다. 즉, 글로벌 이동통신사가 많이 사용하는 대역인지에 따라, 단말기 보급이 원활해진다든지, 다른 나라 이동통신사와의 협조가 필요한 로밍서비스 등을 제공하기 용이하다.

A블록과 B블록이 포함된 2.6GHz 대역은 유럽, 북미의 이동통신사들을 중심으로 LTE 중심대역으로 사용되기 시작할 것으로 예견되고 있다. 즉, 현재 LTE 자동로밍서비스는 활성화되어 있지 않으나, 향후 이 대역이 황금주파수로 불릴 가능성이 크다.

또, 2.6GHz를 보유한 이동통신사들이 증가함에 따라, 향후에는 휴대폰 보급 측면에서도 이 대역을 보유하고 있는 것이 유리하게 작용할 수 있는 환경이다. 다만, A, B 두 블록 중에서는 B블록이 매력적이다. 왜냐하면, A블록은 Wifi와의 혼선이 일어날 가능성이 일부 제기되고 있어 매력이 떨어지기 때문이다.

[그림1] 2013년 주파수 경매대상



주: 자료 전에 위치함
자료: 이트레이드증권 리서치본부

2. 주파수할당을 위한 경매절차 개요

50라운드까지는 ‘동시오름 입찰’, 결론이 나지 않으면 ‘밀봉입찰’

주파수 할당을 위한 경매는 ‘동시오름 입찰’과 ‘밀봉입찰’을 조합한 두개 플랜의 혼합경매 방식으로 진행된다. 50라운드까지는 ‘동시오름 입찰’ 방식을 취하고, ‘동시오름 입찰’ 방식으로 낙찰자가 결정되지 않은 경우 ‘밀봉입찰방식’으로 시행하는 2단계에 걸친 입찰 방식이다. 제시된 두 개의 밴드플랜 중 낙찰가격이 높은 밴드플랜이 최종 선택이 되는 형태이며, 낙찰가격이 높은 밴드 플랜에 입찰한 입찰자들이 낙찰하게 된다.

‘동시오름 입찰’

‘동시오름 입찰’에서는 두개의 밴드에 대한 해당 라운드의 ‘최고가블록조합’을 계산할 때에는 해당 라운드에서 입찰이 이루어진 블록은 최고가 입찰을 계산에 포함하고, 입찰이 이루어진 블록의 경우에는 직전 라운드의 입찰가액 또는 최소입찰액 중 높은 값을 계산에 포함한다. 매 라운드 종료 후 각 밴드플랜의 ‘최고가블록조합’을 비교하여 ‘승자밴드플랜’을 결정하며, ‘승자밴드플랜’에 포함된 입찰자는 다음 라운드에 입찰할 수 없다. 또, 최고가블록조합에 포함되지 않은 입찰자(라운드 패자)는 다음라운드에서 참여제한이 없는 모든 블록 중 1개의 블록에 입찰해야만 하며, 총 2회의 입찰유예를 신청할 수 있다.(2개 라운드 연속 입찰 유예 불가능) 각 입찰참여자는 입찰가액의 범위는 밴드별 직전 라운드 승자의 입찰액(또는 입찰자의 해당 블록에 대한 최고 입찰액)의 입찰증분(증분은 미래부가 결정하며, 상한선은 3%이상)만큼 입찰가액을 제시하여야 한다.

[표1] 1단계 오름입찰 경매 진행예시

(단위: 억원)

Round	A1	B1	C1	D1	Band1 합계			A2	B2	C2	D2	Band2 합계	
최저경쟁가	4,788	4,788	6,738	2,888	19,202			4,788	4,788	6,738	2,888	19,202	
1	4,788	4,788	6,940	2,888	19,404			4,788	4,788	6,940	2,974	19,490 최고가조합	
2	4,788	4,788	7,148	2,888	19,612 최고가조합			4,788	4,788	6,940	2,974	19,490	
3	4,788	4,788	7,148	2,888	19,612			4,788	4,788	7,148	3,063	19,787 최고가조합	
4	4,788	4,788	7,362	2,888	19,826 최고가조합			4,788	4,788	7,148	3,063	19,787	
5	4,788	4,788	7,362	2,888	19,826			4,788	4,788	7,362	3,154	20,092 최고가조합	
6	4,788	4,788	7,629	2,888	20,093 7,582 최고가조합			4,788	4,788	7,362	3,154	20,092	
생 략													
46	4,788	4,788	16,077	2,888	28,541 15,991			4,788	4,788	13,282	5,682	28,540	
47	4,788	4,788	16,077	2,888	28,541			4,788	4,788	13,680	5,852	29,108 최고가조합	
48	4,788	4,788	16,645	2,888	29,109 16,559 최고가조합			4,788	4,788	13,680	5,852	29,108	
49	4,788	4,788	16,645	2,888	29,109			4,788	4,788	14,090	6,027	29,693 최고가조합	
50	4,788	4,788	17,230	2,888	29,694 17,144 최고가조합			4,788	4,788	14,090	6,027	29,693	

주: 파란색 □업체, 하늘색 □업체, 회색 □업체 입찰
자료: 이트레이드증권 리서치본부

‘밀봉입찰’

50라운드까지 주파수 경매가 진행되더라도 낙찰자가 결정(입찰자들이 한 쪽 밴드를 배분하거나, 한쪽 밴드가 2회 이상 최고가 조합으로 결정)되지 않는 경우 “밀봉입찰방식”의 경매를 진행하게 된다. 입찰자는 입찰 제한이 없는 모든 블록(SK, KT는 C1블록 제외한 6개 블록, LG U+는 7개 블록 모두)에 입찰이 가능하며, 각 입찰자는 1단계에서 제시하였던 최대입찰가 이상으로 입찰하여야 하며, 미래부의 최대입찰액 산식(최고입찰블록의)에 따라 도출된 최대입찰액보다 낮은 가격을 써 넣어야 한다.

[표2] 2단계 밀봉입찰 경매 진행예시

(단위: 억원)

	A1	B1	C1	D1	Band1 합계	A2	B2	C2	D2	Band2 합계
ㄱ업체입찰액	4,788	4,788	6,738	2,888	19,202	4,788	4,789	6,738	6,027	22,342
최소입찰액	4,788	4,788	6,738	2,888		4,788	4,788	6,738	6,027	
최대입찰액	4,789	4,789	6,739	2,888		4,789	4,789	6,739	6,028	
2 단계 입찰증분비율	1.000	1.000	1.000	1.000		1.000	1.000	1.000	1.000	
ㄴ업체입찰액	4,788	4,788	7,148	2,888	19,612	4,788	4,788	29,409	6,028	45,013
최소입찰액	4,788	4,788	7,148	2,888		4,788	4,788	14,090	2,888	
최대입찰액	9,993	9,993	14,919	6,028		9,993	9,993	29,409	6,028	
2 단계 입찰증분비율	1.000	1.000	1.000	1.000		1.000	1.000	2.087	2.087	
ㄷ업체 입찰가	4,788	4,788	17,230	2,888	29,694	4,789	4,788	6,738	2,888	19,203
최소입찰액	4,788	4,788	17,230	2,888		4,788	4,788	6,738	2,888	
최대입찰액	4,789	4,789	17,233	2,888		4,789	4,789	6,739	2,888	
2 단계 입찰증분비율	1.000	1.000	1.000	1.000		1.000	1.000	1.000	1.000	
최고가 조합가	4,788	4,788	17,230	2,888	29,694	4,789	4,789	29,409	6,028	45,015
낙찰업체						ㄷ업체	ㄱ업체	ㄴ업체	ㄴ업체	

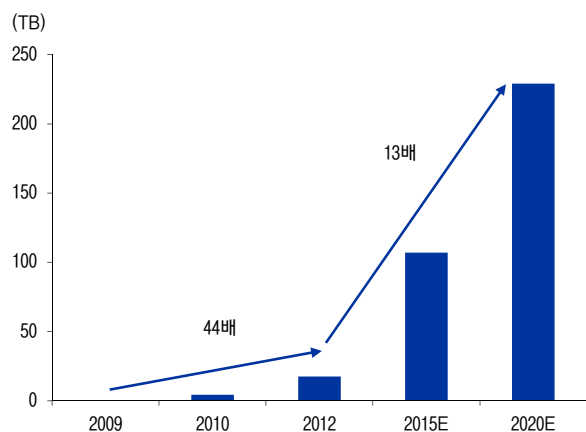
자료: 이트레이드증권 리서치본부

주파수 경매 불참가능성에 대하여...

최근 주파수경매관련 이슈사항이 급격하게 늘어남에 따라, 언론 등에 주파수 경매불참가능성이 회자되고 있다. 물론 수지타산이 맞지 않으면 주파수 경매에 불참할 수도 있겠지만, LTE 주파수에서 발생하고 있는 트래픽 관점에서 보면 주파수 경매에 불참할 것이라는 전망은 부정적으로 생각된다.

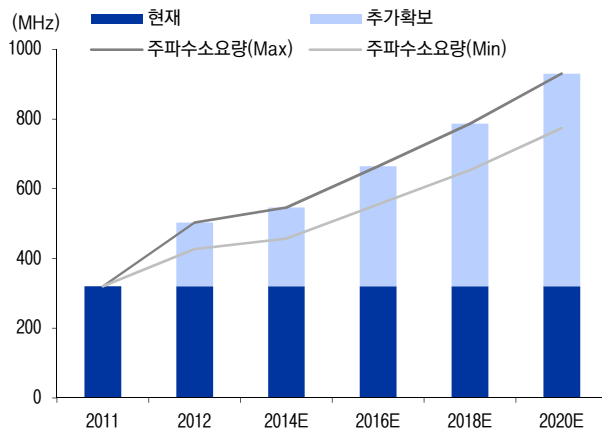
SK텔레콤과 LG유플러스는 각각 40MHz, KT는 50MHz의 LTE주파수를 보유하고 있는 상황이다. 업계에 따르면, 일반적으로 20MHz당 최대 LTE가입자 수용인원을 400만 명으로 평가한다. SK텔레콤의 LTE가입자가 1,100만, KT와 LG유플러스의 LTE가입자가 각각 600만명임을 감안하면 포화가 임박한 상황임을 알 수 있다. 오히려, 이번 주파수 경매에서 할당되지 않는 대역은 2014년까지 할당되지 않으므로, 이동통신사의 주파수 경매불참가능성은 가능성이 떨어지는 이슈로 보인다.

[그림2] 국내 모바일 트래픽 전망치



자료: Spectrum.or.kr, 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 주파수 소요량 전망



자료: Spectrum.or.kr, 이트레이드증권 리서치본부

II. 주파수경매 향방에 대한 소고 (小考)

1. 각 이동통신사의 경매대상 주파수에 대한 호불호

‘죄수의 딜레마’?

죄수의 딜레마는 게임이론의 유명한 사례로, 2명이 참가하는 비제로섬 게임이다. 이 사례는 서로가 욕심을 내지 않을 때 서로에게 가장 이익이 되는 상황이지만, 참가자 서로에 대한 정보 불충분으로 서로에게 불리한 상황을 선택하는 문제를 보여주는 사례이다.

광대역 무선인터넷(LTE-A, 100Mbps이상 무선인터넷)을 제공하기 위한 방법으로 CA를 이용하는 방법과 광대역 주파수를 이용하는 방법이 있는데, 방법에 따라 가입자 편익이 다르다. CA를 통해 LTE-A를 제공할 경우 전용 단말기를 보유한 가입자만이 LTE-A(150Mbps)를 사용할 수 있는 반면, 광대역 주파수를 이용할 경우 전용단말기를 보유한 가입자뿐만 아니라 일반 LTE단말기를 보유한 가입자 역시 그 편익(기존 LTE 75Mbps이나 100Mbps 속도까지 사용 가능)을 얻을 수 있다. CA를 이용하기 힘든 상황에 처해있는 KT가 광대역 주파수를 이용하는 서비스를 빠르게 제공하고자 자신이 보유하고 있는 주파수 인접대역(D블록)을 확보하고자 하는 것이며, 경쟁사인 SK텔레콤과 LG U+는 KT가 광대역 주파수를 이용한 LTE-A 제공이 미칠 여파에 의혹을 갖고 있는 상황이다.

죄수의 딜레마

두 명의 사건 용의자가 체포되어 서로 다른 취조실에서 격리되어 심문을 받으며 서로 간의 의사소통은 불가능하다. 이들에게 자백여부에 따라 다음의 선택이 가능하다.

- 둘 중 하나가 배신하여 죄를 자백하면 자백한 사람은 즉시 풀어주고 나머지 한 명이 10년을 복역해야 한다.
- 둘 모두 서로를 배신하여 죄를 자백하면 둘 모두 5년을 복역한다.
- 둘 모두 죄를 자백하지 않으면 둘 모두 6개월을 복역한다.

구 분	죄수 B의 침묵	죄수 B의 자백
죄수 A의 침묵	죄수 A, B 각자 6개월씩 복역	죄수 A 10년 복역, 죄수 B 석방
죄수 A의 자백	죄수 A 석방, 죄수 B 10년 복역	죄수 A, B 각자 5년씩 복역

* CA(Carrier Aggregation): 떨어져 있는 주파수

KT는 D > B > A > C의 순서로 효용이 클 것

각 이동통신사별로 각 주파수대역에 대한 호불호를 살펴보면 다음과 같다.

우선, KT는 무엇보다 D블록을 확보하길 원하는 상황이다. LTE서비스의 보조대역으로 할당받았던 900MHz 대역이 외부기기와의 혼선이 발생함에 따라, CA방식으로 LTE-A를 구현하기 쉽지 않은 상황이기 때문이다. **D블록을 확보하게 되면, 광대역 주파수를 활용(CAPEX 약 7,000억원 가량)하여, 광대역무선인터넷을 제공할 수 있다.**

만일 2.6GHz 대역인 A, B블록을 확보하여 CA를 통한 광대역 LTE를 구현하는데 드는 비용은 2조원(~3조원)으로 알려져 있다. 즉, D블록을 확보하게 되면 구축비용 1.3~1.5조원을 절감할 수 있다.

또, 개시 시점에 대한 조건 측면에서도 $D > B > A > C$ 의 순서로 효용이 클 것이다. C블록을 활용하여 무선통신 서비스를 제공할 경우, 수도권은 할당직후 즉시, '14년 6월부터 광역시, '14년 12월부터 전국서비스 가능이라는 제약조건이 붙지만, D블록은 수도권은 할당직후 즉시, '14년 3월부터 광역시, '14년 7월부터 전국서비스 가능하다는 제약조건으로 B블록보다 D블록이 나을 것이다. 한편, 2.6GHz 기지국 장비를 전국적으로 산개하는데 걸리는 시간은 최소 6개월(LTE 서비스를 개시하는데 걸린 시간)이상 걸릴 것으로 예상된다. KT는 당장 사용할 수 있는 주파수 대역이 필요하다.

SK텔레콤은 $C > B > A > D$ 의 순서로 효용이 클 것

SK텔레콤에게는 C블록의 효용이 다른 어느 블록보다 클 것으로 판단한다. SK텔레콤이 C블록을 확보하게 되면, 앞서 살펴본 KT사례와 마찬가지로 1.8GHz에 확보된 장비들에 대한 소규모 Capex투자로 광대역 LTE를 제공할 수 있게 된다. 가지고 있던 1.8GHz 대역 주파수를 반납하더라도 LTE(보조)대역을 반납하는 것으로 부담스럽지 않다.

나머지 3개의 블록 중에서는 D블록은 A, B블록보다 대역폭이 작기 때문에 효용이 떨어진다. 즉, SK텔레콤의 효용 측면에서는 $C > B > A > D$ 순서일 것으로 보인다.

LG유플러스는 $B > A > D > C$ 의 순서로 효용이 클 것

B블록은 LG유플러스는 효용을 극대화할 수 있을 것. LG U+ 역시 C블록을 확보하게 되면, 운용 중이던 2G 서비스를 종료하여야 하는 제약조건이 있다. 2011년 말 KT가 LTE서비스를 제공하기 위해 2G 서비스를 강제 종료했다가 브랜드가치를 떨어뜨린 바 있다. 따라서, LG유플러스에 선호되는 주파수 블록은 $B > A > D > C$ 순일 것으로 생각된다.

전통적 '죄수의 딜레마'에서는 자백(배신)이 균형점이나, 변형된 게임에서는 다른 이야기

죄수의 딜레마에서는 서로 간의 의사소통이 불가능하다는 것이 전제조건이다. 의사소통이 불가능한 상황에서는 서로가 협력할 방법이 없기 때문에, 죄수들은 상대방의 행동은 고려하지 않고 자신의 이익을 최대화하는 자백(배신)을 선택하게 된다. 하지만, 의사소통이 되는 상황이고 상대방을 신뢰할 수 있는 상황이라면 침묵이라는 선택을 하게 될 것이다.

미래부는 할당공고 이후 경매가 종료될 때까지 담합에 대해, 주파수 할당취소 및 2년 내 주파수 할당 신청제한 등의 제재를 가할 것이라고 공고한 바 있으나, 현실은 의사소통을 완벽히 통제하기는 어려울 것이라고 생각한다.

2. 각 이동통신사는 주파수경매에 얼마나 쓸 수 있을까

원하는 주파수를 확보하기 위해서 수익성 훼손을 얼마나 감내할 수 있을까

주파수낙찰액에 따라, 주파수이용권 감가상각비 및 주파수이용료 등의 형태로 수익에 영향을 미치게 된다. 이번에 낙찰된 주파수는 2021년 6월까지 사용하게 되어 있으므로, 입찰액은 8년간 정액 상각되는 형태가 될 것이다. 즉 주파수 입찰금액은 무형자산상각비 형태로 매년 상각하는 형태가 되어 수익성에 영향을 미친다.

2012년 각 이동통신사에서 발생하였던 주파수관련비용은 SK텔레콤 2,100억원, KT는 1,500억원, LG유플러스는 635억원이다. 이 값에 (주파수 낙찰금액/8)을 더한 값이 매년 무형자산감가상각비 형태로 비용 발생할 것이다. 이를 반영한 주파수 낙찰가에 따른 영업이익률 변화는 아래와 같다.

[그림4] 과거 적용되던 실제매출액 기준 할당 대가의 산정

$$\text{실제매출액기준 할당대가} = (\text{이동통신 매출액} - \text{지불접속료}) \times \left(\frac{\text{매출기준 주파수 대역폭}}{\text{보유한 전체 주파수 대역폭}} \right) \times 1.6\%$$

자료: 방송통신위원회

[표3] SK텔레콤의 주파수낙찰가액에 따른 영업이익률 (단위: %, 십억원)

	-5	-3	0	3	5	7
0	10.77	10.78	10.80	10.82	10.83	10.84
400	10.45	10.47	10.49	10.52	10.54	10.55
600	10.28	10.31	10.34	10.37	10.39	10.41
800	10.12	10.15	10.19	10.22	10.25	10.27
1000	9.96	9.99	10.03	10.07	10.10	10.12
1200	9.80	9.83	9.88	9.92	9.95	9.98
1400	9.64	9.67	9.73	9.78	9.81	9.84

주: x축- 2012년 기준 영업수익증분, y축- 주파수 낙찰가액
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표4] KT의 주파수낙찰가액에 따른 영업이익률 (단위: %, 십억원)

	-5	-3	0	3	5	7
0	7.44	7.44	7.45	7.45	7.46	7.46
400	7.12	7.13	7.14	7.15	7.16	7.17
600	6.95	6.97	6.99	7.01	7.02	7.03
800	6.79	6.81	6.83	6.86	6.87	6.88
1000	6.63	6.65	6.68	6.71	6.72	6.74
1200	6.47	6.49	6.53	6.56	6.58	6.60
1400	6.31	6.34	6.37	6.41	6.43	6.45

주: x축- 2012년 기준 영업수익증분, y축- 주파수 낙찰가액
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표5] LG유플러스의 주파수낙찰가액에 따른 영업이익률

(단위: %, 십억원)

	-5	-3	0	3	5	7
0	3.35	3.36	3.38	3.39	3.40	3.40
400	2.87	2.89	2.92	2.94	2.96	2.97
600	2.63	2.66	2.69	2.72	2.74	2.76
800	2.39	2.42	2.46	2.50	2.52	2.55
1000	2.15	2.18	2.23	2.28	2.31	2.33
1200	1.91	1.95	2.00	2.06	2.09	2.12
1400	1.67	1.71	1.77	1.83	1.87	1.91

주: x축-2012년 기준 영업수익증분, y축-주파수 낙찰가액
 자료: 이트레이드증권 리서치본부

보유하고 있는 현금은 어느 정도의 주파수낙찰 가액을 감내할 수 있을까

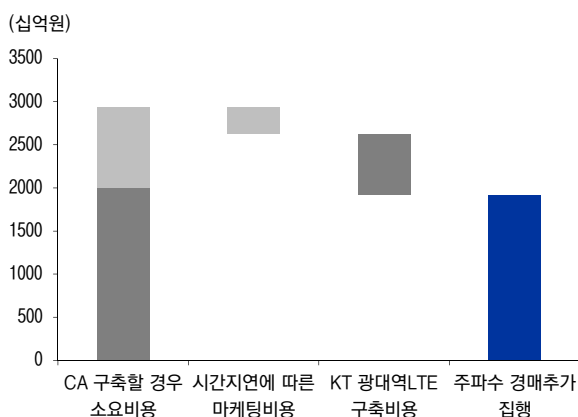
현금 측면에서 각 이동통신사는 어느 정도까지의 낙찰가액이면 부담스럽지 않을까? 방통위에 따르면 낙찰 직후 낙찰금액의 25%를 일시불로 납부하며, 나머지 75%를 8년간 분할 납부하여야 한다. 초기에 납입해야 하는 대규모 현금유출이 발생하게 된다.

1분기말 별도 기준 이동통신사의 현금성 자산 및 그 등가물을 확인하면 다음과 같다. SK텔레콤은 6,778억원, KT는 9,610억원, 그리고 LG유플러스 3,906억을 보유하고 있다. 다소 무리스럽지만, 각 이동통신사가 보유하고 있는 현금을 모두 경매에 쓴다고 가정하면, 각 이동통신사는 SKT 2.7조, KT 3.8조, LG유플러스 1.6조까지 경매에 사용할 수 있을 것이다.

특히, KT는 얼마나 더 쓸 여지가 있을까

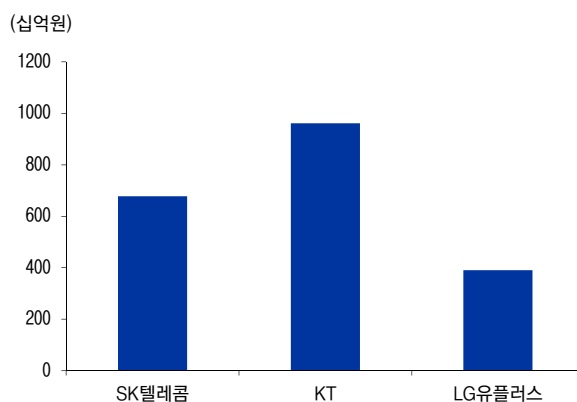
동일한 시점까지 광대역통신망을 구축하고, 경쟁사 대비 구축이 늦어지는데 대한 마케팅비용을 지출해야 한다는 점을 고려하면, 주파수경매에 각 이동통신사가 추가로 지출할 여지를 감안해야 할 것으로 보인다. 결론부터 이야기하면, KT는 CA를 구축하는 경우와 광대역 LTE를 구축하는 경우를 비교할 경우 1.3~1.5조원가량 추가 지출이 가능할 것으로 생각된다. SK텔레콤과 LG유플러스의 CA에 따른 LTE-A 전국망 확보에 걸리는 시간이 3개월 정도 더 걸린다고 가정하면, 주파수의 실제가치보다 SK텔레콤은 3,000억원, LG유플러스는 2,200억원 (최근 12분기 최대마케팅비용 - 최소마케팅비용)의 마케팅비용을 지출하는 것보다 주파수경매에 지출하는 것이 나을 것으로 보인다.

[그림5] 주요집행 비용을 고려한 KT의 경매 지출 여력



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] 통신 3사의 현금 유동성 보유현황



주) 1분기말 기준
 자료: 이트레이드증권 리서치본부

3. Top Pick: SK텔레콤 (017670)

타사와는 달리 자유롭게 주파수 경매에 참여할 수 있는 상황

SK텔레콤과 LG유플러스는 Carrier Aggregation(CA, 주파수집성)기술을 활용하여 LTE-A (100Mbps 속도 이상의 무선인터넷) 서비스를 제공하게 되었지만, KT의 경우에는 주파수 집성을 위해 2010년 할당받았던 주파수 대역이 주파수 혼선이 잦은 대역으로 CA기술을 활용하더라도 LTE-A서비스를 제공하기 어려워진 상황이다. 따라서 KT의 경우, 자신이 보유한 주파수 인접 대역을 할당 받아야만, 확보하고 있는 통신장비를 활용하여, 광대역 주파수를 활용한 LTE-A를 제공할 수 있다. 따라서, 다소 무리하더라도, 해당 블록을 받을 필요가 있다.

LG유플러스 역시, KT의 광대역 주파수 할당을 저지할 필요가 있다. 통신이 LTE세대로 진화하기 전까지는 만년 3위 업체였으나, LTE 시장으로 넘어오며 확고한 2위 자리를 확보하였기 때문이다. LTE라는 단어에 대한 최초상기도가 가장 높은 브랜드가 LG유플러스이기도 하다. 하지만, KT가 만일 지금 당장 제공가능한 LTE-A를 제공한다면, 쌓아놓은 브랜드 파워를 허물어버릴 가능성도 배제할 수는 없다. 따라서, LG유플러스는 다소 비용을 쓰게 되더라도, KT의 광대역 주파수 할당을 저지하고자 할 것이다.

하지만, SK텔레콤은 이 같은 상황에서 자유로운 것으로 보인다. CA기술을 활용한 LTE-A 서비스도 6월말 상용화 시작하는 등 LTE-A 세대로 변화에 가장 빠르게 적응하고 있는 상황이다. 물론, 광대역 주파수를 활용한 LTE-A서비스 시행이 CA기술을 활용한 LTE-A보다 넓은 가입자군(모든 LTE가입자)에 혜택을 주는 것도 사실이지만, 광대역 주파수를 활용한 LTE-A 서비스할 때까지 시간을 벌 수 있기 때문이다. SK텔레콤이 갖고 있는 자금 여력도 이번 주파수 경매에서 긍정적으로 보이는 요인이다. SK텔레콤은 경매의 상황을 잘 이용하면, 저가에 주파수를 인수할 수 있는 기회라고 판단된다.

III. 과거 주파수경매 사례 Review: 승자의 저주가 확인되지는 않는다

1. 2011년 한국, '승자의 저주'를 감내한 자가 이겼다

1-1. 2011년 경매 Review

주파수 운용상황에서는 수세에 몰리고 있던 SK텔레콤

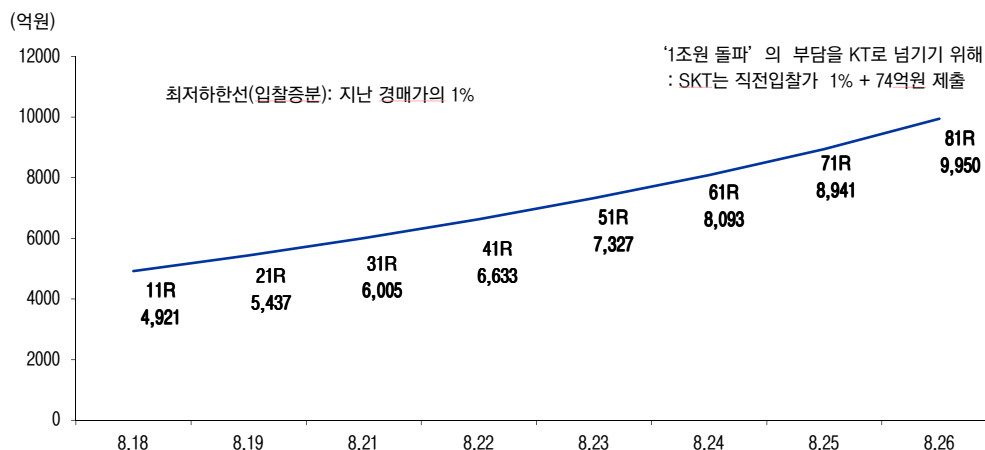
2011년 당시 SK텔레콤은 1.8GHz 대역을 확보하지 못하고 있던 상황으로, 1.8GHz는 당시 글로벌 이동통신사에게 LTE대역으로 다소 인기가 있는 대역이었다. 또, KT에 1.8GHz대역을 광대역으로 뺏기게 되면, 향후 있을 속도 경쟁에서 열위에 서게 되는 상황이었다.

반면, KT는 이미 1.8GHz 대역을 확보하고 있는 상황이었으며, 1.8GHz대역에서 서비스하고 있는 2G서비스를 종료하면 해당 대역에서 LTE서비스를 제공할 수 있는 상황으로 상대적으로 경매가 시급하지 않은 상황이었다.

SK텔레콤의 전술이 빛을 발했던 경매

2011년 당시 주파수 경매에서 KT와 SK텔레콤은 매 라운드마다 최저하한선인 직전 경매가 대비 1% 인상된 입찰가를 제시하며 경매가 진행 중이었다. 81라운드에서 SK텔레콤이 입찰가로 9,876억원을 제시할 것으로 예상되었지만, SK텔레콤은 그보다 74억원을 더한 9,950억원을 제시하였다. 순서대로 가자면 SK텔레콤이 83라운드에서 1조 70억원을 써내야 하는 상황이었지만, 1조원이 넘는 입찰가에 대한 부담을 KT로 넘기면서 결국 SK텔레콤이 해당 주파수 대역을 확보하게 되었다. 당시 KT는 9,950억원에서 경매를 포기하였으며 800MHz대역을 2,300억원에 할당받았다.

[그림7] 2011년 경매당시 일자별 최종 경매가



자료: , 이트레이드증권 리서치본부

오히려, 확보한 1.8GHz대역 주파수를 바탕으로 강하게 Drive를 걸 수 있었던 기회확보

1.8GHz에서 처음으로 이뤄진 주파수 경매는 SK텔레콤과 KT가 9일간 83라운드에 달하는 격전을 벌인 끝에 SK텔레콤이 9,950억원에 주파수를 낙찰 받았다. 최저 입찰가격이 4,455억원이었다는 점에서 승자의 저주라고 일컫는 사람도 있었다. 하지만, 당시 확보했던 1.8GHz 대역이 SK텔레콤이 LTE 보조대역으로 사용하는 주파수 대역이며, 황금주파수라고 회자되고 있는 대역이다. 지금은 당시 1.8GHz 대역의 가치가 1.5조원 가량이라는 의견이 대다수이다.

1-2. 주파수 경매 Event가 주가에 미치는 영향은 제한적

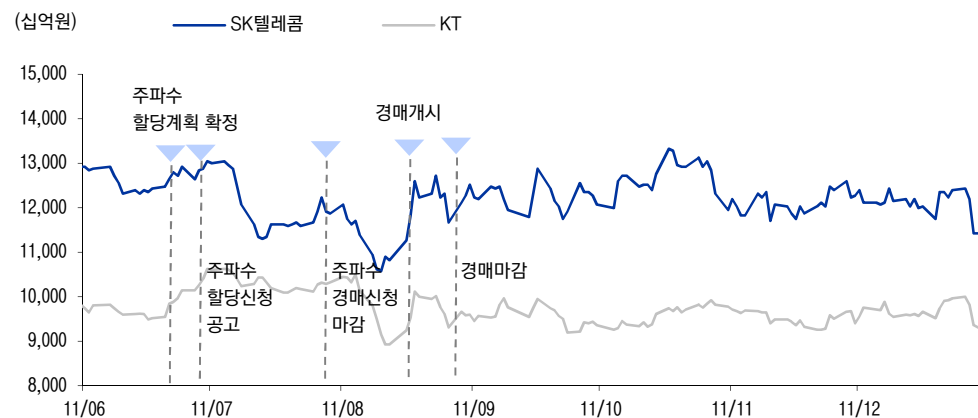
경매 개시 직전과 직후는 다소 영향을 주었으나...

경매직전 약 일주일 간은 경매에 대한 기대감으로 주가가 영향(양사 모두 주파수 경매 개시 일주일 전 대비 6% 가량 상승)을 받았으나, 경매가 개시(8.16)되고 입찰가가 지속적으로 높아지는 과정에서 SK텔레콤과 KT의 주가는 오히려 부정적인 영향(경매 종료 개시 일주일 전 대비 3% 가량 하락)을 받았던 것으로 보인다. 당시 단독경매로 주파수를 낙찰 받았던 LG유플러스는 주가 변화가 거의 없었다고 해도 무방할 것이다.

주파수 경매 Event가 전반적으로 주가에 미치는 영향은 제한적

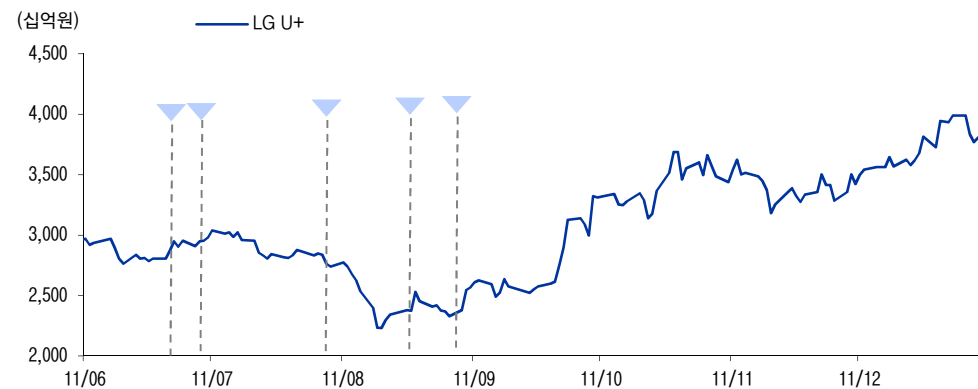
즉, 주파수 경매 Event가 주가에 미치는 영향은 제한적이었던 것으로 보인다. 통신업종에 있어서 주파수 확보가 중요한 이슈이긴 하지만, 주파수 경매결과는 수익과 비용형태로 드러나기 때문에, 투자자들은 수익과 비용 그리고 자산가치로 들어나는 퍼포먼스를 더 중요시한 것으로 보인다. 주파수 경매에 참여했던 SK텔레콤과 KT의 시가총액을 나타낸 그림 8과 따로 주파수 경매 없이 2.1GHz 주파수를 확보한 LG유플러스의 시가총액인 그림 9을 비교하여 보면, 주파수 경매 Event가 주가에 미치는 영향은 제한적이었음을 알 수 있다.

[그림8] 2011년 경매 당시 일자별 시가총액 변동



자료: , 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 2011년 경매당시 일자별 시가총액 변동



자료: , 이트레이드증권 리서치본부

2. 해외사례를 감안하더라도 승자의 저주를 본 사례는 아직 없었다

해외업체들의 매출액 대비 낙찰가는 약 5~15% 수준

낙찰가격에 대한 평가 수단으로 낙찰업체의 매출액 대비 낙찰가를 사용할 수 있다. 주파수 사용대역 및 사용연한에 따라 다르긴 하겠지만, 낙찰가격이 매출의 10~15% 정도면 높은 수준이 아니라는 평가가 지배적이다.

실제로 지난 2011년 낙찰된 주파수 경매에서 다수 전문가들은 1.8GHz대역 20MHz 주파수의 적정가격이 약 1.5조원 수준이었다고 이야기하고 있다. 이는 SKT의 2010년 매출액 대비 12.0%, KT의 2010년 매출액 대비 9.0% 수준이다. KT의 작년 무선부문 매출액대비 15% 수준은 1조원 수준이다.

특히, 최근 주파수를 낙찰받은 해외 이동통신사들의 사례를 보면, 그 매출액 대비 낙찰가 수준이 점차 높아지고 있는 경향을 보이며, 아일랜드의 텔레포니카의 경우 30MHz 대역에 대한 10년 사용권의 경우 매출액의 30배 가량에 낙찰되기도 하였다.

해외업체들 낙찰금액 단가는 약 1,000원/MHz/인 선

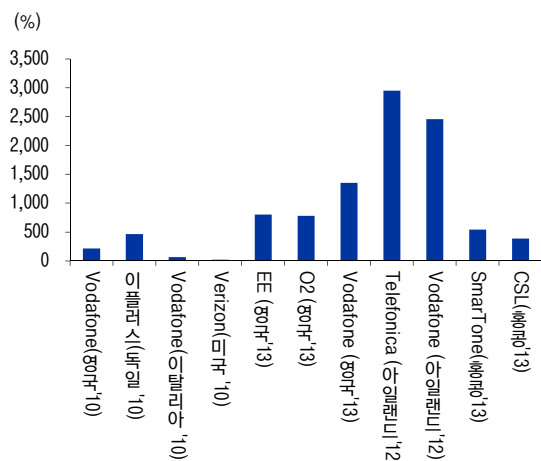
한편으로, 통신가입자에 대한 비용 관점에서 낙찰금액에 대한 사용인구당 MHz당 단가를 낙찰가격의 Bench mark로 볼 수 있을 것이다. 대역 낙찰 금액의 인구당 MHz당 단가는 원화 환산 기준 약 1,000(원/MHz/인)선인 것으로 보인다. 만일, 사용인구당 MHz당 단가가 2,000원선이 적절한 선이라고 가정하면, 경매되는 1.8GHz KT 인접대역 15Hz(D블록)에 대한 가격은 약 7,500억원 선일 것이다.

[표6] 영국 800MHz, 2.6GHz 대역 주파수 경매 1단계 인구당 MHz당 단가

	방식 1	방식 2	방식 3
800MHz	0.64	0.70	0.67
2.6GHz paired	0.071	0.114	0.089
2.6GHz unpaired	0.062	0.066	0.089

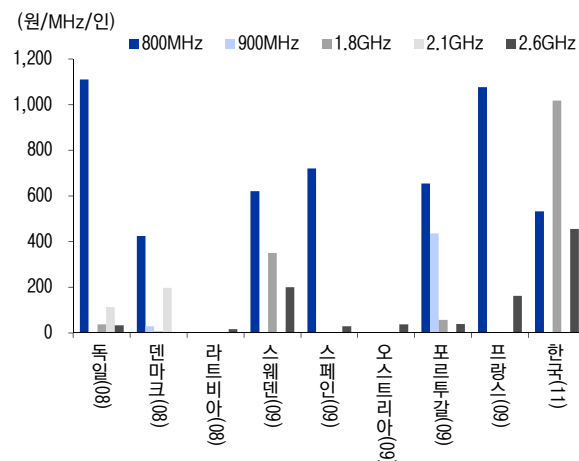
자료: Policy Tracker (2013), KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 해외업체들의 매출액 대비 낙찰가



자료: 이트레이드증권리서치본부

[그림11] 주요국 LTE 주파수 경매현황



자료: 이트레이드증권 리서치본부

Appendix. 주파수가 10년간 이동통신사의 미래를 좌우

차별화가 쉽지 않은 통신업종의 특성

무선통신업종은 공공재인 주파수를 활용하여, 통신서비스를 제공하는 것이 업의 본질이다. 이와 같은 특성으로 인해, 서비스 차별화가 쉽지 않은 특성을 갖고 있다. 이와 같은 이유로, 통화 품질 및 부가서비스, 결합상품이 타사대비 경쟁포인트로 작용해왔다.

이마저도 쉽지 않았기 때문에 신규가입자(소비자)에 대한 휴대폰 보조금 지급이 가입자에 대한 소구점으로 활용되어 왔다. 특히, 신규가입자 및 번호이동 가입자 등 자신의 가입자가 아닌 사람에 대한 어필이 필요했던 탓에, 기변가입자 보다는 신규가입자 및 번호이동 가입자를 중심으로 보조금을 지급해 왔다.

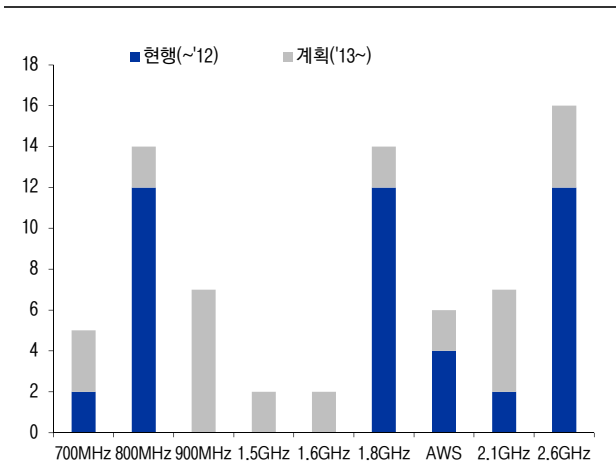
주파수에 따라 단말기 차별화 및 글로벌 로밍 서비스 등의 마케팅 전략에 영향

글로벌 업체들이 대다수 사용하고 있는 주파수를 활용할수록 네트워크효과를 얻을 수 있다.

단말기 제조사는 규모의 경제 등의 이유로 인기있는 주파수 위주, 대체를 이루는 통신방식의 단말기를 생산하게 마련이다. 과거 LG텔레콤은 비동기식 CDMA가 대체가 되는 와중에 비동기식 CDMA 기술인 WCDMA를 채택함에 따라, 단말기 라인업에서 열위에 있을 수 밖에 없었다. 주파수의 보유 여부에 따라 '가난의 대물림' 이 발생할 수 있는 것이다.

또, 글로벌 자동 로밍 서비스 역시 주파수 보유에 따라 결정되는 요인이다. 통신사 입장에서는 가장 높은 ARPU를 보이는 고객군이 업무용(비즈니스 용도) 가입자이며 이들은 통신요금의 가격보다는 통화(무선인터넷) 품질과 편의성을 중시하기 때문이다. 이동통신사가 글로벌 자동 로밍 서비스를 제공하기 위해서는 제휴하고자 하는 국가에 자신이 보유한 것과 동일한 주파수 대역에서 서비스(같은 방식 CDMA 또는 WCDMA, LTE)하는 이동통신사가 존재하여야 한다. 현재까지 대다수의 글로벌 통신사들은 800MHz 대역과 1.8GHz 대역을 주로 사용하고 있으며, 향후에는 900MHz와 2.6GHz 대역이 LTE 망으로 부각될 것으로 보인다.

[그림12] 주파수대역별 LTE운용 통신사 수



자료: LTE Asia 이트레이드증권 리서치본부

[표7] 국내 이동통신사별 자동로밍 가능국가수

	SK텔레콤	KT	LG유플러스
CDMA	15		16
WCDMA	103	85	179
LTE	5	2	220

자료: 각사 홈페이지(13년 7월 1일 기준), 이트레이드증권 리서치본부

[표8] 글로벌 통신사의 LTE주파수 운용대역

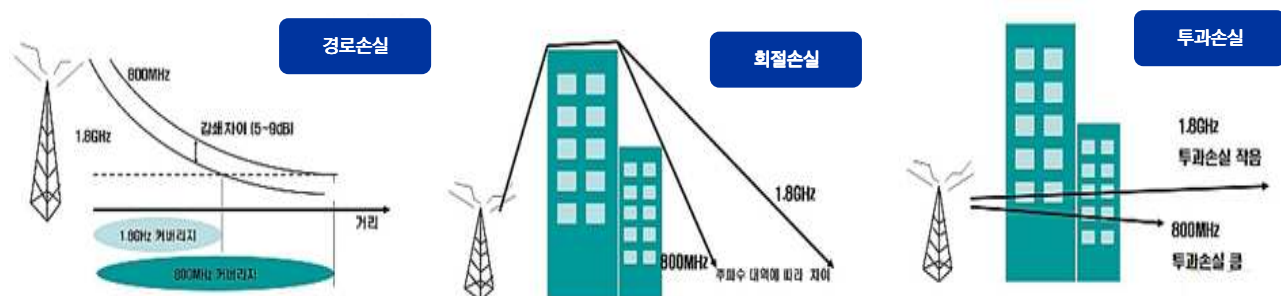
밴드(NAME)	Up Link	Down Link	Width	대표적인 통신사
1 (2.1GHz)	1920~1980	2110~2170	60	LG U+(한국), NTT Docomo, KDDI, Softbank(일본), Smart(필리핀)
2 (PCS 1900)	1850~1910	1805 ~ 1880	60	
3 (DCS 1800)	1710 ~ 1785	2110 ~ 2155	75	
4 (AWS)	1710 ~ 1755	869 ~ 894	45	EE(영국), Emobile(일본), AT&T Mobility, Big River Broadband, T-mobile, Verizon wireless(미국)
5 (850MHz)	824 ~ 849	875 ~ 885	25	
6 (UTRA only)	830 ~ 840	2620 ~ 2690	10	SKT, LG U+(한국)
7 (2.6 GHz)	2500 ~ 2570	925 ~ 960	70	
8 (900 MHz)	880 ~ 915	1844.9 ~ 1879.9	35	Telstra and Optus(오스트레일리아, 2014예정)
9 (1700 MHz)	1749.9~1784.9	2110 ~ 2170	35	
10 (Extended Aws)	1710 ~ 1770	1475.9 ~ 1495.9	60	KT(한국, 주파수혼선 문제로 사용하고 있지 않음), Telstra(오스트레일리아)
11 (1.5 GHz lower)	1427.9~1447.9	729 ~ 746	20	
12 (A+B+C)	699 ~ 716	746 ~ 756	17	KDDI(일본)
13 (700MHz lower)	777 ~ 787	758 ~ 768	10	
14 (700MHz upper)	788 ~ 798	1805 ~ 1880	10	C spire, US Cellular (미국)
17 (B+C)	734 ~ 746	704 ~ 716	12	

자료: 3GPP, 이트레이드증권 리서치본부

주파수에 따라서 CAPEX 및 OPEX가 결정되는 경향

현재는 그런 경향이 많이 줄어들기는 하였지만, 전자기파의 경로손실, 회절손실, 투과손실 등으로 인하여, 동일한 서비스 커버리지를 확보하기 위해서는 전자기파의 길이가 길수록(800MHz > 1.8GHz > 2.1 GHz > 2.3GHz), 기지국 및 중계기 등에 대한 투자를 더 많이 집행해야만 했다. 전자기파의 길이가 길수록 경로손실, 회절손실로 인한 전자기파의 감쇄가 적기 때문이다. 1세대, 2세대 통신서비스 시절 1.8GHz를 자원으로 서비스하던 KT와 LG텔레콤은 800MHz를 자원으로 서비스하던 SK텔레콤 대비 1.73배 가량 기지국에 더 투자하여야 동일한 수준의 통화(통신) 품질을 유지할 수 있었던 이유이다. 주파수 대역은 기지국의 수에 직접적인 영향을 미치며, 기지국의 수를 많이 필요로 할 수록 중계기의 수가 비례해서 늘어야하며, 이를 위한 부지(부동산) 임대비가 늘어나게 마련이다.

[그림13] 주파수가 Capex에 영향을 미치는 이유



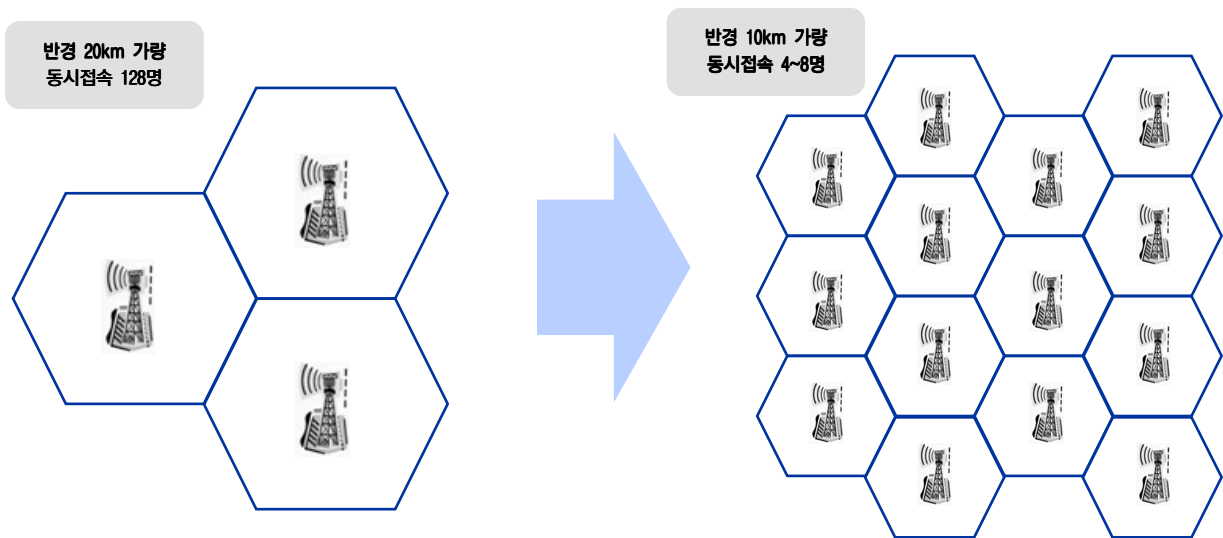
자료: 업계자료, 이트레이드증권 리서치본부

Macro Cell에서 Femto Cell로 진화중

다만, 최근에는 통신서비스의 패러다임 변화, 주파수대역의 무차별화가 진행되고 있는 상황이다. 통신서비스 가입자(소비자)들이 서비스 ‘커버리지’ 확장보다는 데이터 전송속도(주파수의 대역폭 및 네트워크 용량이 영향)를 더 중요하게 고려하는 방향으로 변화하고 있다. 이로 인해 기지국이 커버하는 영역의 규모가 점차 작아지고 있다. (Macro Cell → Femto Cell)

따라서, Macro Cell 중심으로 구축되던 과거에 비해 Pico Cell 및 Femto Cell의 커버리지가 점차 늘어나면서, 특정 주파수 대역 확보가 CAPEX 및 OPEX에 미치는 영향은 과거보다 줄어들고 있는 상황이다. 또, 과거에는 SK텔레콤이 800MHz대역을 거의 독점하는 상황이었으나, 2007년 이후에는 각 통신사들이 각 대역을 골고루 갖고 있는 상황이기도 하다.

[그림14] Macro Cell에서 Femto Cell로 진화중



자료: 업계자료, 이트레이드증권 리서치본부

기업분석

SK텔레콤	(017670):	지키는 시장에서 돋보이는 M/S 50%	20
KT	(030200):	강점을 보이는 시장(유선통신시장)에서 기회를 보는 중	27
LG유플러스	(032640):	우울했던 과거로부터의 결별	36

SK텔레콤 (017670)

2013. 7. 31 통신/미디어

Buy(initiation)

Analyst 김준섭

02.3779-8919

jskim@etrade.co.kr



지키는 시장에서 돋보이는 M/S 50%

목표주가: 261,000원

현재주가: 220,000원

Target PBR 1.7배인 TP 261,000원, 투자의견 Buy제시

ROE 15.7%에 근거한 적정 Target PBR은 1.7배 수준이다. 2013년 F/BPS는 153,963원으로 추정되며, 이에 따라 산출한 목표주가는 261,000원이다. 현 주가 220,000원 대비 18.6%의 주가 상승여력이 존재한다. 또, 통신시장의 LTE 및 LTE-A세대로 진화에 따른 시장전반적 성장 등을 고려하여, 투자의견 Buy를 제시한다.

지키는 시장에서 돋보이는 M/S 50% 그리고 수성(守城) 전략

정부 정책적으로 보조금 위주의 마케팅 경쟁에 대한 정책적 제재에 따라, 하반기 마케팅 경쟁환경도 안정적으로 유지될 것으로 예상된다. 보조금 경쟁이 줄어들면, 타통신사의 가입자를 유인하기 어려워지는 환경이 형성되므로, 시장점유율 50%를 차지하고 있는 동사에 유리한 환경으로 보인다.

최근 LTE '날'서비스와 음성무제한 요금제 최초 출시 등 SK텔레콤의 전략 방향성 역시도 수성전략에 초점이 맞춰져 있는 것을 볼 때, 향후에도 지속적인 실적이 뒷받침될 것으로 전망된다.

신규서비스 출시에는 마케팅 비용 지출이 과했던 Trend가 리스크 요인

통상적으로 통신사들은 신규서비스를 출시하면, 마케팅비용 지출을 늘려서 가입자를 확보하고자 하는 전략을 취한다. 신규서비스 가입자는 보통 고부가가치의 가입자(약정 감안시 2~3년간)이기 때문이다. 하지만, LTE-A의 요금제가 따로 존재하지 않아, 이를 확보하기 위해 마케팅비용지출이 과할 경우는 리스크로 작용한다.

Stock Data

KOSPI(7/30)	1,917.05pt
시가총액	177,641억원
발행주식수	80,746천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	141,000/225,500원
90일 일평균거래대금	471억원
외국인 지분율	45.3%
배당수익률(13.12E)	4.2%
BPS(13.12E)	153,963원

주주구성

SK(주)외 3인	25.2%
Citibank ADR	24.0%
SK텔레콤	13.7%

Stock Data



Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	15,926	2,296	2,241	1,582	19,975	16.9	4,778	7.1	3.0	1.0	14.0
2012	16,300	1,760	1,551	1,116	14,263	-28.6	4,373	10.7	4.0	1.0	9.8
2013E	16,887	2,164	2,364	1,895	23,568	65.2	4,851	9.5	4.7	1.5	15.7
2014E	17,480	2,349	2,670	2,161	26,759	13.5	4,931	8.4	4.3	1.3	16.5
2015E	17,977	2,592	2,969	2,403	29,757	11.2	5,175	7.6	3.8	1.2	16.4

자료: 이트레이드증권 리서치본부

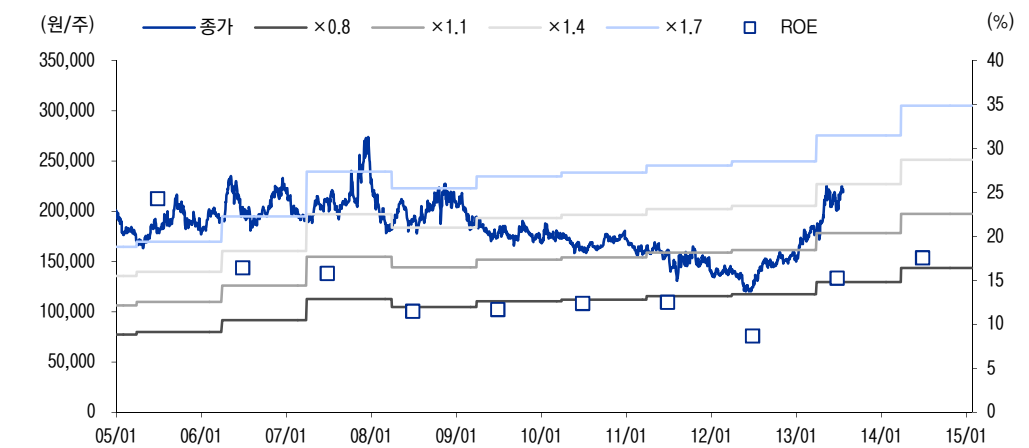
I. Valuation 및 투자의견

Target PBR 1.7배인 목표주가 261,000원 및 Buy 의견제시

SK텔레콤의 ROE레벨은 2007년 ROE 수준으로 회복할 것으로 보인다. LTE 침투율(Penetration)이 점진적으로 높아지며, 영업수익단이 증가하고 있으며, 단말기 보조금에 대한 정부규제로 인해 마케팅 비용 역시 줄어들고 있기 때문이다. 따라서, 12년 ROE는 9.8%에 불과하였지만, 2013년 추정 ROE는 15.7%로 2007년, 2008년 ROE수준인 15%대를 회복할 것으로 보인다. 현재 주가는 PBR 1.4배 수준이나, 적정 Target PBR은 1.7배로 판단된다.

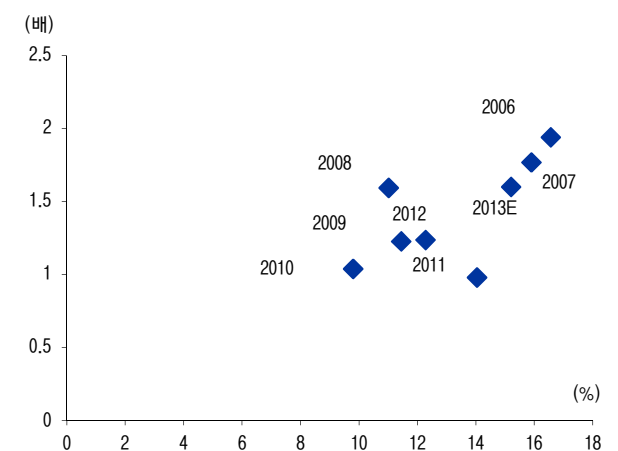
2013년 F/BPS는 153,963원으로 추정되며, 이에 따라 산출한 목표주가는 261,000원이다. 현재 주가 220,000원 대비 18.6%의 상승여력이 존재한다. EPS growth 역시 2012년 기저효과 및 LTE침투율에 따른 시장성장으로 전년대비 65% 증가하는 모습을 보일 것으로 판단한다.

[그림15] SK텔레콤의 PBR-ROE Band



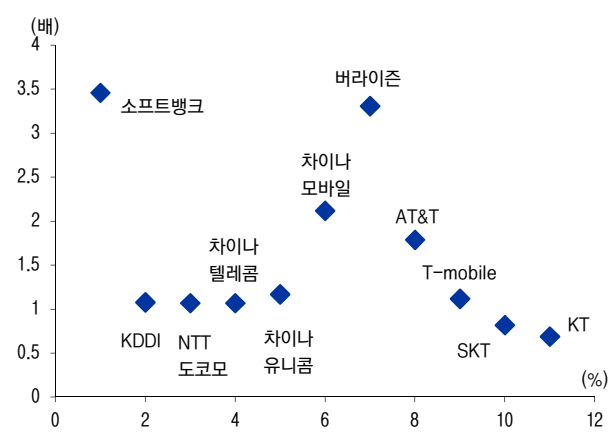
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] SK텔레콤의 PBR - ROE



자료: Quantwise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림17] 2012년 기준 글로벌 이동통신사의 PBR - ROE



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

II. Investment Point

1. 지키는 시장에서 돋보이는 M/S 1위

정부 주도의 과열경쟁 제재 지속

보조금 위주의 마케팅 경쟁에 대한 정책적 제재에 따라, 하반기 마케팅 경쟁환경도 안정적인 것으로 예상된다. 기존까지 정부의 제재와 다른 점이 있다면, 일회성이 아니라 지속적인 제재로, 통신 3사가 나란히 영업정지를 받던 방식보다 단독 영업정지하는 방식으로 변화하고 있다는 점이다.

과거 보조금 규제는 단발성 이벤트에 가까웠으나, 신정부에서는 지속적으로 보조금 위주의 마케팅 경쟁에 대해 제재를 가할 것으로 보인다. 방송통신위원회는 지난 7월 18일, KT에 영업정지를 부과하자마자, 하반기 보조금 제재를 위한 시장조사를 진행 중에 있다. 이동통신사 입장에서 제재가 일회성 이벤트라면 벌금 등을 각오하고 가입자를 유치하는 것이 나은 전략이지만, 제재가 지속적으로 가해진다면 벌금을 각오하기 쉽지 않다.

전형적인 '치킨게임'인 보조금 경쟁이 사라지게(줄어들게) 되면, 시장점유율이 가장 높은 SK텔레콤이 수혜를 보는 환경이 조성된다고 판단한다. 보조금 경쟁이 사라지게 되면, 타통신사의 가입자를 유인하기 하기 쉽지 않으므로, 기존 확보하고 있는 가입자의 재가입이 더 중요하게 된다. 통신서비스는 네트워크 효과가 크므로, 시장점유율 1위인 SK텔레콤이 유리한 환경이다.

[표9] 방송통신위원회의 과거 보조금 규제 사례

	영업정지(단위: 일)			과징금(단위: 억원)		
	SKT	KT	LG U+	SKT	KT	LG U+
2001.06.25	90			1	21	11
2002.04.08				100.1	58.1(KTF)/15	27.1
2002.10.28	30	20(KTF)/ 10	20			
2004.02.23				217	75	41
2004.06.07	40	30(KTF)/ 20	30			
2004.12.29				75	20	6
2005.05.09				231	11	27
2006.03.06				138	37	15
2006.04.18				78	21	7
2006.06.26				426	120(KTF)/36	150
2007.04.24				75	58(KTF)/16	47
2010.09.24				129	48	26
2011.09.19				68.6	36.6	31.5
2012.12.24	22	20	24	68.9	28.5	21.5
2013.03.14				31.4	16.1	5.6
2013.07.18		7		364.6	202.4	102.6

주: SKT- SK글로벌, KT- KTF, LG U+- LG텔레콤 포함
자료: 이트레이드증권 리서치본부

SK텔레콤의 지키기 전술: LTE ‘눌’ 과 음성무제한

눈에 잘 띄지는 않지만, 외부의 환경뿐만 아니라 SK텔레콤 스스로가 네트워크 효과를 만들기 위해 다양한 전략을 구사하고 있다. 그 대표적인 사례가 ‘무한능력 눌’이라는 어플리케이션으로 서비스하는 “데이터 선물하기”, “데이터 리필하기” 서비스이다. SK텔레콤의 ‘눌’을 보며, 2000년대 TTL을 떠올리는 건 심한 비약일까?

“데이터 선물하기”는 부모님 등의 가족으로부터 데이터를 자동선물 받거나, 줄 수 있는 기능을 제공함으로써 10대, 20대 고객을 타겟으로 부모 세대까지 Lock-in 하는 효과를 꾀하는 것으로 보인다. 마찬가지로, “데이터 리필하기”는 2년 이상 장기고객에 대해 기본 제공되는 데이터를 100% 충전할 수 있는 서비스로 기존 고객의 이탈을 막는 도구로 활용될 것으로 전망된다.

마찬가지로 이동통신사의 음성무제한 요금제의 시초로 3월경 출시했던 “T끼리 음성무제한”은 50%이상의 시장점유율에서 생성되는 네트워크 효과를 활용하고자 한 것이다. SK텔레콤은 네트워크 효과를 활용하는 서비스를 지속적으로 개발할 것이 전망되며, 이는 SK텔레콤의 수익성 개선에 크게 기여할 것으로 보인다.

1999년의 TTL

“최근 이동전화의 주고객층으로 부상하고 있는 18~23세의 신세대를 겨냥, 파격적인 요금할인 혜택과 함께 각종 패밀리 레스토랑의 할인 혜택 등 다양한 서비스를 제공하는 신세대 전용 이동전화상품이 등장했다. TTL은 ‘지역요금 할인요금’, ‘지정번호할인요금’, ‘커플요금제’를 제시하고 있으며, TTL회원들이 음악 및 영화감상, 인터넷 검색 등을 할 수 있도록 하는 문화공간 ‘TTL존’을 전국 주요 도시에 마련하여 이용할 수 있도록 한다.” -1999년 연합뉴스-

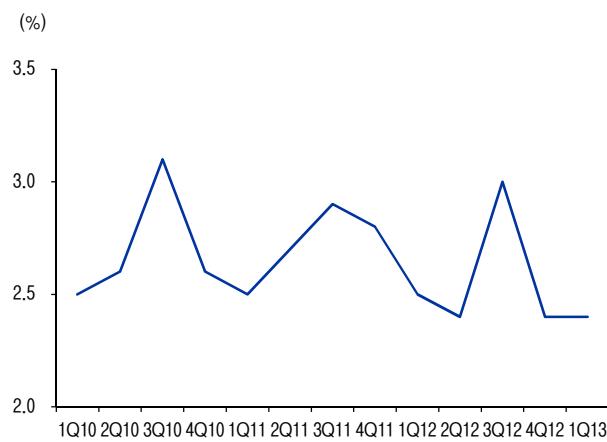
T멤버십 ‘눌’의 의도

“영화, 음악, 만화 등 다양했던 젊은이들의 여가와 놀이문화가 점차 디지털화되고 스마트폰으로 흡수되며, 젊은층들의 데이터에 대한 요구가 늘고 있다”, “눌 앱은 과거와 같이 광고와 보상 형태처럼 일방적인 전달 방식을 뛰어넘어 놀이를 통해 고객과의 접점을 만들려 게임의 개념을 접목”

- SK텔레콤 -

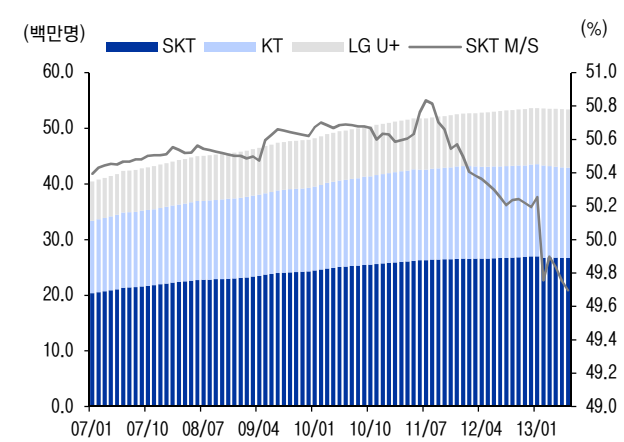
* 출처: Connectinglab

[그림18] SK텔레콤의 가입자 이탈률 (Churn Out Rate)



자료: SK텔레콤, 이트레이드증권 리서치본부

[그림19] 통신사별 이동통신 가입자 수 및 SKT의 시장 점유율



자료: 이트레이드증권 리서치본부

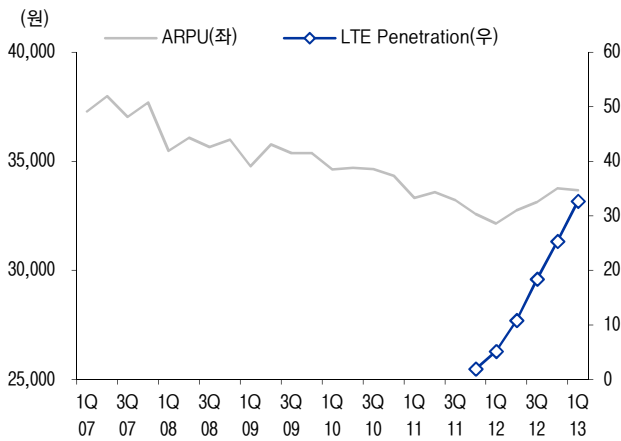
2. 40%대로 다소 여유 있는 LTE 침투율

ARPU를 높일 여지가 있는 LTE 침투율

현재 SK텔레콤의 LTE가입자는 1,100만 명으로, 전체 가입자 대비 39.2%를 차지하고 있다. 경쟁사인 LG유플러스의 LTE침투율이 50%임을 감안하면, LTE가입자를 추가적으로 모을 여지가 충분히 있다는 이야기다. 향후 SK텔레콤의 2G 및 3G 가입자 저변을 감안하면, 가입자들이 LTE시장으로 넘어오면서 ARPU가 커질 여지가 남아있을 것으로 예상된다. LTE요금제의 ARPU는 약 50,000원선이다. LTE고객이 많아질수록 ARPU는 높아질 수 밖에 없다.

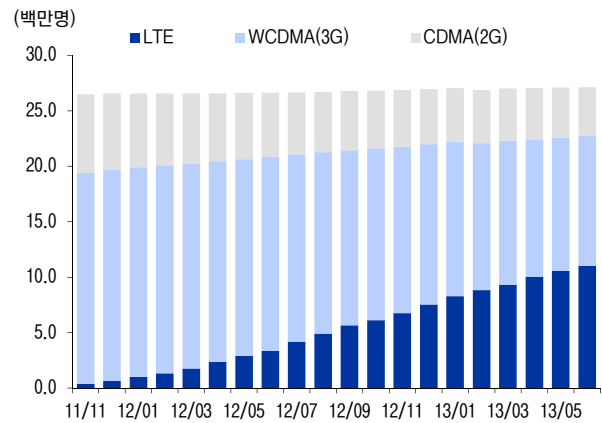
더구나, 지난 6월부터 LTE-A 서비스를 국내 최초로 개시하면서, 타사의 Early-adopter를 이끌고 있는 것으로 보인다. 서비스개시 한 달만에 20만 명을 확보하였다.

[그림20] SK텔레콤 ARPU 및 LTE Penetration Trend



자료: SK텔레콤, 이트레이드증권 리서치본부

[그림21] SK텔레콤 가입자의 기술방식별 분류



자료: KTOA, 이트레이드증권 리서치본부

III. Risk 요인: LTE-A도입이 Risk가 될 수도...

통신사의 수익성은 마케팅 비용 통제가 필요

통신업종에서는 새로운 서비스가 도입될 때, 경쟁사 대비 가입자를 유지하거나 더 확보하기 위해서 지출하는 마케팅비용 통제가 이익의 핵심이라고 할 수 있다. 마케팅 비용은 보조금 형태의 소비자 지원금 형태가 될 수도 있고, 광고선전비 형태가 될 수도 있다. 시장에서 가입자 쟁탈전이 벌어지면 통신업종의 수익성이 나빠지는 이유이다. 통신사의 마케팅 비용은 전형적인 치킨게임(게임이론)에 입각한 모습을 보여왔다.

LTE-A 출시가 매출을 높이는 효과, 아직은 미미

당연한 이야기지만 LTE-A 시장 선점에 따른 매출 증가가, LTE-A 시장선점을 위한 마케팅 비용보다 높다면 문제될 일이 없다. 하지만, 현재 SK텔레콤과 LG유플러스는 LTE-A 요금제에 대한 허가를 신청하지 않고 있는 것으로 알려져 있으며, 과거 SK텔레콤은 3G 이동통신서비스에서 WCDMA에서 HSPA 및 HSPA+ 등으로 세대가 진화하였지만 별다른 요금제가 출시되지 않았던 과거 사례가 있다. 또, SK텔레콤은 실적발표에서 LTE-A 요금제 출시를 하지 않을 것으로 시사하였다.

정부의 강한 규제외지는 보조금 형태 마케팅 비용을 통제하는 효과

확실히 신정부의 보조금 경쟁에 대한 강한 규제외지는 마케팅 비용 통제에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 보인다. 정부 출범후 방송통신위원회는 보조금 경쟁을 주도하는 이동통신사는 치명적 제재를 가하겠다고 밝혔으며, 그 후 각 통신사들의 마케팅 비용은 빠르게 줄어드는 모습을 보였다. 따라서, LTE-A 가입자 확보경쟁이 시작되었지만, 보조금의 치킨게임 양상은 나타나기 힘들 것으로 예견되어, 마케팅 비용을 통제할 수 있을 것으로 보인다.

일단 SK텔레콤의 LTE-A 출시는 Quality Start

지난 6월말에 출시하였던 LTE-A서비스는 비용을 최소화하고 다수 가입자를 확보하는 기능을 보였다는 측면에서 나쁘지 않은 출발이었던 것으로 보인다. 서비스를 출시한지 한 달 만에 SK텔레콤의 LTE-A 가입자는 20만 명을 넘어섰다고 한다. 언론 등에 따르면, 보조금은 거의 지급되지 않았음에도 불구하고, LTE-A 가입자 수가 빠르게 늘어나는 양상이라고 한다.

[표10] SK텔레콤의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2012	2013E	2014E	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2QP	13.3QE	13.4QE
영업수익	16,300	16,887	17,480	3,970	4,008	4,126	4,197	4,113	4,164	4,285	4,324
영업수익 성장률 (%)	2.3	3.6	3.5	1.8	-0.4	2.0	6.2	3.6	3.9	3.9	3.0
원가율(%)	89.2	87.2	86.6	87.4	89.6	92.7	87.0	90.0	86.7	86.3	85.8
영업이익	1,760	2,164	2,349	499	385	301	576	411	553	587	613
영업이익 성장률 (%)	-23.3	22.9	8.6	-18.7	-42.8	-46.1	27.7	-17.8	43.9	95.2	6.5
영업이익률(%)	10.8	12.8	13.4	12.6	9.6	7.3	13.7	10.0	13.3	13.7	14.2
순이익	1,116	1,895	2,161	300	121	176	519	346	468	527	554
순이익(지배주주)	1,152	1,903	2,161	306	143	179	523	354	468	527	554
순이익률(%)	6.8	11.2	12.4	7.6	3.0	4.3	12.4	8.4	11.2	12.3	12.8
EPS(원)	14,263	23,568	26,759	현금성 자산				1,758	1,002	2,030	1,198
PER(배)	10.7	9.5	8.4	총차입금				6,867	6,867	6,867	5,867
PBR(배)	1.0	1.5	1.3	순차입금				5,109	5,865	4,838	4,669

주: 2분기 실적은 잠정치

자료: SK텔레콤, 이트레이드증권 리서치본부

SK텔레콤(017670)

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	6,117	5,294	4,653	5,507	5,799
현금 및 현금성자산	1,651	920	545	1,258	1,417
매출채권 및 기타채권	2,732	2,537	2,869	2,962	3,046
재고자산	220	242	235	243	250
기타유동자산	1,515	1,595	1,004	1,045	1,087
비유동자산	18,249	20,301	20,618	20,374	20,933
관계기업투자등	2,906	5,571	5,984	6,227	6,480
유형자산	9,031	9,713	9,626	9,048	9,262
무형자산	4,746	4,434	4,441	4,509	4,576
자산총계	24,366	25,596	25,271	25,882	26,732
유동부채	6,674	6,175	6,291	6,483	6,673
매입채무 및 기타채무	1,703	2,065	2,377	2,454	2,523
단기금융부채	2,368	1,493	1,070	1,070	1,070
기타유동부채	2,602	2,617	2,844	2,959	3,079
비유동부채	4,960	6,566	5,766	4,782	3,799
장기금융부채	3,595	5,434	4,797	3,797	2,797
기타비유동부채	1,365	1,132	969	985	1,002
부채총계	11,633	12,741	12,057	11,266	10,472
지배주주지분	11,662	11,855	12,432	13,834	15,477
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	11,643	12,125	12,784	14,186	15,829
비지배주주지분(연결)	1,071	1,000	783	783	783
자본총계	12,733	12,855	13,214	14,616	16,260

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	6,306	4,000	3,693	4,317	4,567
당기순이익(손실)	1,582	1,116	1,895	2,161	2,403
비현금수익비용가감	3,226	3,290	2,371	2,078	2,080
유형자산감가상각비	2,483	2,613	2,687	2,582	2,583
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	43	-137	-317	-504	-503
영업활동 자산부채변동	2,180	204	-521	78	84
매출채권 감소(증가)	2,201	111	-158	-93	-84
재고자산 감소(증가)	-132	-109	-12	-8	-7
매입채무 증가(감소)	71	335	-326	77	69
기타자산, 부채변동	41	-133	-26	101	105
투자활동 현금	-4,239	-5,310	-2,109	-1,844	-2,649
유형자산처분(취득)	-2,925	-3,123	-2,572	-2,004	-2,797
무형자산 감소(증가)	-595	-125	-67	-68	-68
투자자산 감소(증가)	-326	567	349	251	240
기타투자활동	-393	-2,628	181	-23	-24
재무활동 현금	-1,079	585	-1,960	-1,759	-1,759
차입금의 증가(감소)	-183	1,166	-1,304	-1,000	-1,000
자본의 증가(감소)	-668	-655	-655	-759	-759
배당금의 지급	668	655	655	759	759
기타재무활동	-228	74	-2	0	0
현금의 증가	991	-731	-375	713	158
기초현금	659	1,651	920	545	1,258
기말현금	1,651	920	545	1,258	1,417

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	15,926	16,300	16,887	17,480	17,977
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	15,926	16,300	16,887	17,480	17,977
판매비 및 관리비	13,631	14,540	14,723	15,131	15,385
영업이익	2,296	1,760	2,164	2,349	2,592
(EBITDA)	4,778	4,373	4,851	4,931	5,175
금융손익	-106	-286	-253	-199	-143
이자비용	297	412	352	299	247
관계기업등 투자손익	-47	-24	533	520	520
기타영업외손익	98	101	-80	0	0
세전계속사업이익	2,241	1,551	2,364	2,670	2,969
계속사업법인세비용	609	296	469	509	566
계속사업이익	1,632	1,255	1,895	2,161	2,403
중단사업이익	-50	-139	0	0	0
당기순이익	1,582	1,116	1,895	2,161	2,403
지배주주	1,613	1,152	1,903	2,161	2,403
총포괄이익	1,203	830	1,876	2,161	2,403
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	14.4	10.8	12.8	13.4	14.4
EBITDA마진률	30.0	26.8	28.7	28.2	28.8
당기순이익률	9.9	6.8	11.2	12.4	13.4
ROA	6.9	4.6	7.5	8.4	9.1
ROE	14.0	9.8	15.7	16.5	16.4
ROIC	12.5	11.2	14.1	16.4	18.4

주요 투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표 (배, %)					
P/E	7.1	10.7	9.5	8.4	7.6
P/B	1.0	1.0	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	3.0	4.0	4.7	4.3	3.8
P/CF	2.4	2.8	4.3	4.3	4.1
배당수익률(%)	6.6	6.2	4.2	4.2	4.2
성장성(%, 십억원)					
매출액	3.2	2.3	3.6	3.5	2.8
영업이익	18.2	-23.3	22.9	8.6	10.3
세전이익	33.9	-30.8	52.4	13.0	11.2
당기순이익	22.0	-29.5	69.8	14.0	11.2
EPS	16.9	-28.6	65.2	13.5	11.2
안정성(%, 십억원)					
부채비율	91.4	99.1	91.2	77.1	64.4
유동비율	91.7	85.7	74.0	84.9	86.9
순차입금/자기자본	23.5	41.5	35.3	20.0	10.7
영업이익/금융비용	7.7	4.3	6.1	7.8	10.5
총차입금	5,963	6,927	5,867	4,867	3,867
순차입금	2,989	5,338	4,669	2,929	1,743
주당지표(원)					
EPS	19,975	14,263	23,568	26,759	29,757
BPS	144,427	146,816	153,963	171,322	191,679
CFPS	59,542	54,560	52,827	52,499	55,516
DPS	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400

KT (030200)

2013. 7. 31 통신/미디어

Marketperform (Initiation)

Analyst 김준섭

02.3779-8919

jskim@etrade.co.kr



강점을 보이는 시장(유선통신)에서 기회를 보는 중

목표주가: 42,000원

현재주가: 36,700원

Target PBR 0.88배, TP 42,000원, 투자의견 Market Perform 제시

ROE 10.2%에 근거한 Target PBR은 0.88배 수준이다. 2013년 추정 BPS는 48,195원으로 산출한 목표주가는 42,000원이다. 현 주가 36,700원 대비 14.4%의 주가 상승여력이 존재한다. 투자의견 Market Perform을 제시한다.

자신이 강점을 갖고 있는 전장(유선통신)에서 싸우게 끔하는 것을 전략이라 한다

KT는 유선통신의 저변을 바탕으로 미디어사업을 확대하는 중에 있다. 초고속 유선 인터넷 시장에서 KT의 시장점유율은 43%에 달하며, 최근 5년간 그 점유율을 유지하고 있다. 초고속 인터넷에서의 압도적인 우위를 바탕으로 전체 IPTV가입자 700만가구 중 430만 가구를 시청자로 확보하고 있다. 이와 같은 유료방송분야 경쟁우위는 지속될 것으로 판단된다.

LTE 시장에서의 경쟁력 회복 하는 중

KT는 LTE시장에 뒤늦게 진입함에 따라, 지난 1년간 고전을 면치 못하였다. 하지만, 최근 무선통신분야에 확보하고 있던 저변을 바탕으로, 지난 5월 KT는 LG유플러스 대비 열위에 있던 LTE 가입자 수를 역전하였다. 그리고, 아직은 LTE로 전환하지 않은 다수의 가입자들이 있어, ARPU상승의 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

주파수 경매결과가 리스크로 작용하나...

주파수 경매결과가 KT의 고부가가치 가입자 확보에 직결되는 이슈이며, 그 결과를 예측하기 어렵다는 측면에서 분명 리스크라고 판단한다. 하지만, 산업편에서 살펴본 바와 같이 KT는 보유주파수 인접대역을 확보하기에 충분한 현금 및 펀더멘털을 지녔다고 판단되어 낙찰가능성이 다소 높을 것으로 예상하고 있다.

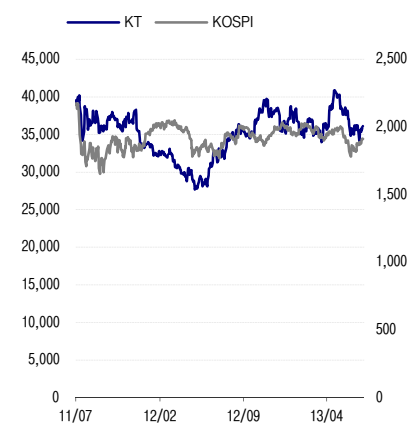
Stock Data

KOSPI(7/30)	1,917.05pt
시가총액	95,828억원
발행주식수	261,112천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	31,750/40,850원
90일 일평균거래대금	401억원
외국인 지분율	43.4%
배당수익률(13.12E)	5.5%
BPS(13.12E)	48,195원

주주구성

국민연금공단	6.8%
미래에셋자산운용(주)	5.7%

Stock Data



Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	21,272	1,748	1,603	1,452	5,540	11.6	4,740	6.4	3.8	0.8	12.7
2012	23,790	1,214	1,423	1,111	4,048	-26.9	4,521	8.8	3.9	0.8	8.8
2013E	24,835	1,805	1,644	1,296	4,845	19.7	5,287	7.6	3.3	0.8	10.2
2014E	26,097	2,092	1,984	1,594	6,105	26.0	5,560	6.0	3.0	0.7	12.1
2015E	27,096	1,884	1,811	1,455	5,572	-8.7	5,365	6.6	3.0	0.7	10.3

자료: 이트레이드증권 리서치본부

I. Valuation 및 투자의견

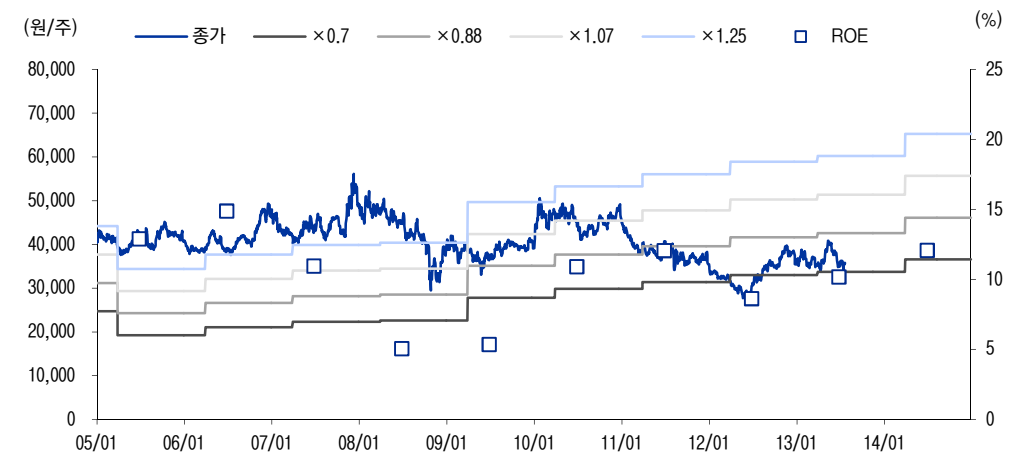
Target PBR 0.88배인 목표주가 42,000원, 투자의견 Market Perform 제시

ROE 10.2%에 근거한 Target PBR multiple은 0.88배 수준을 제시한다. 2012년 EPS가 역성장하는 국면보다는 나은 상황으로 보이기 때문이다.

2013년 F/BPS는 48,195원으로 추정되며, 이에 따라 산출한 목표주가는 42,000원이다. 현 주가 36,700원 대비 14.4%의 주가 상승여력으로, 투자의견은 Market Perform을 제시한다..

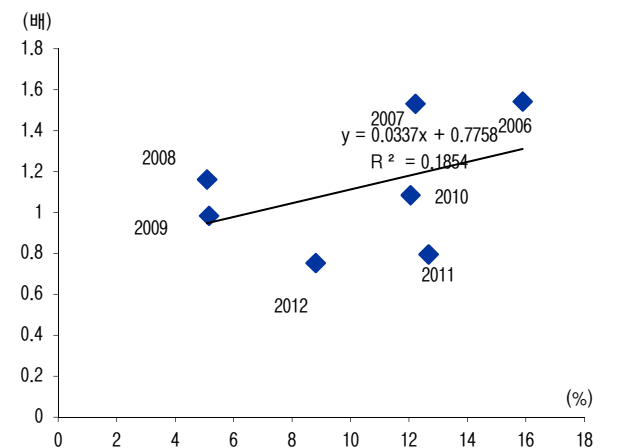
다만, EPS 12년 4분기 EPS 361원을 저점으로, 점진적으로 개선되는 국면에 있다는 점은 긍정적으로 보이는 요소이다. EPS개선은 LTE침투율 증가에 따른 영업수익에 따른 것으로 당분기 뿐만 아니라, 침투율이 경쟁사와 유사해지는 수준까지 지속적으로 이루어질 것으로 보인다.

[그림22] KT의 PBR-ROE Band



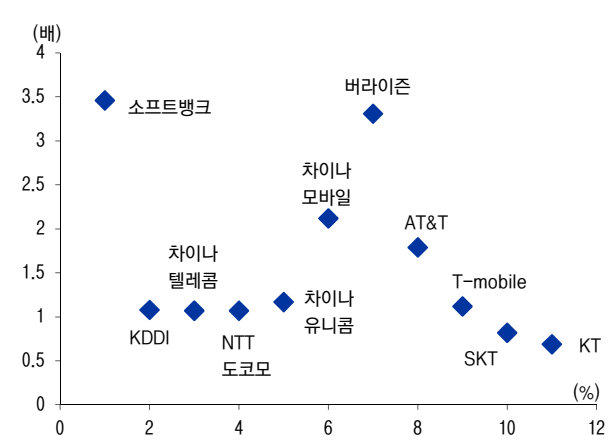
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림23] KT의 과거 PBR vs ROE trend 추이



자료: Quantiwise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림24] 글로벌 이동통신사의 2012년 PBR vs ROE 분포



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

II. Investment Point

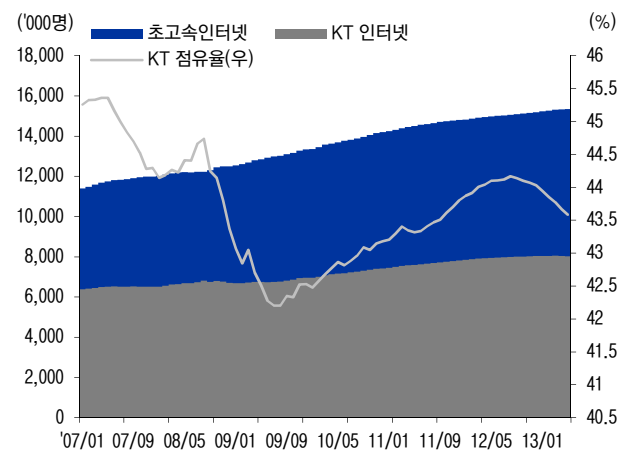
1. 유선통신의 저변을 바탕으로 미디어 사업확대 중

現 IPTV 전체 가입자 700만 중 430만명이 KT IPTV 가입자

KT는 유선통신사업에서 절대 강자라고 할 수 있다. 특히, 초고속 인터넷의 경우 KT에 가입된 가입자 수는 800만 명에 이르며, 초고속인터넷 가입자 중 점유율 43.6%를 차지하고 있다. 최근들어, 유선통신에 강점이 있는 KT에서 초고속인터넷의 ARPU가 떨어지고 있는 상황에 대한 우려의 목소리가 있는 것도 사실이다. 하지만, IPTV부문의 Subscription fee까지 포함해서 보면 이야기가 달라진다. IPTV의 수익까지 감안하면 일정수준을 유지함을 알 수 있다.

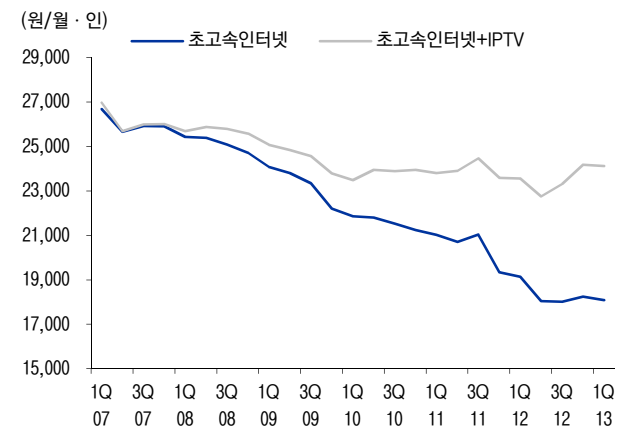
오히려, 아날로그 방송(공중파)의 종료 및 아날로그 케이블 방송의 디지털 전환 등의 이슈로 유료방송이 부각되는 상황임을 주지할 필요가 있다. IPTV를 시청하기 위해서는 우선적으로 초고속인터넷 망에 가입되어 있어야 한다는 점을 감안하면, KT는 초고속인터넷 가입자 43.6%를 확보하고 있다는 점에서 타 IPTV사업자 대비 가입자 유치에 강점이 있다.

[그림25] 초고속인터넷 가입자 현황



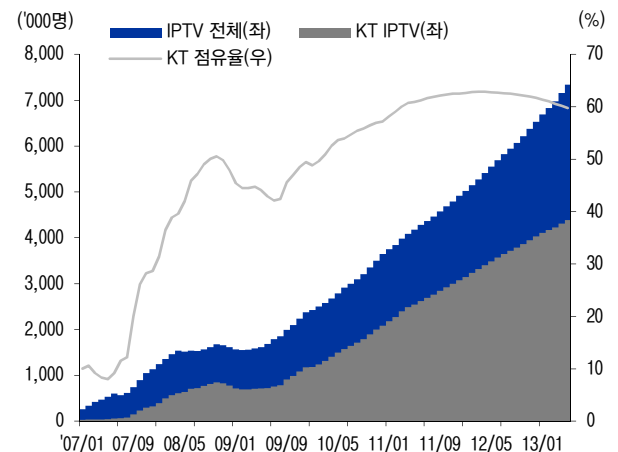
자료: 방송통신위원회, 이트레이드증권 리서치본부

[그림26] KT의 초고속인터넷 부문 ARPU Trend



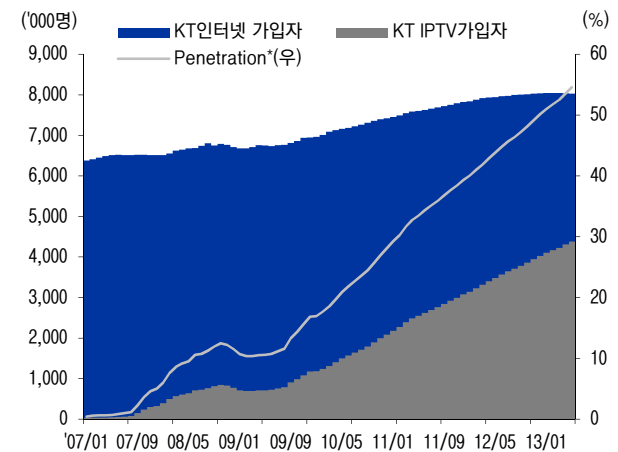
주1: 초고속인터넷 수익/분기평균 인터넷가입자 수,
주2: (초고속인터넷 수익+IPTV수익)/분기평균 인터넷 가입자수
자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

[그림27] KT의 초고속인터넷 가입자대비 IPTV가입자 현황



자료: IPTV 3사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림28] KT의 초고속인터넷 가입자대비 IPTV가입자 현황



주: KT의 IPTV가입자 수를 KT의 초고속인터넷 가입자 수로 단순 나눈 값
자료: KT, 방송통신위원회, 이트레이드증권 리서치본부

탈통신 노력(CP)에는 아직 시간이 필요해 보이나, 본사 사업과의 시너지 발생 기대

KT미디어 사업부문에는 본사의 IPTV사업부문, KT Skylife, 유스트림과 같은 플랫폼과 가입자 기반을 갖춘 만큼, Sidus F&H(영화제작 및 배급), KT미디어허브(디지털사이니지 및 통합광고 플랫폼), KT Music(유무선 음악서비스, 오프라인 음반 유통 및 온라인 음원 유통) 등 직접 콘텐츠를 만들거나 유통하는 자회사(Content Provider)의 역할이 부각될 수 있는 환경을 갖고 있다.

CP자회사들의 실적을 보면, 2012년 기준 Sidus F&H의 영업이익은 1.6억원, KT뮤직의 영업이익은 5.9억원 가량으로 1.5조원인 KT의 전체 영업이익에 차지하는 비중은 아직 미미한 상황이다. 콘텐츠를 생산, 제공하는 CP사업은 규모의 경제가 중요한 것으로 알려져 있는데, 아직까지 규모를 달성하지 못하였기 때문으로 보인다. 이들 CP들이 자체 수익으로는 미미하지만, 이들은 모바일에 적합한 콘텐츠를 생산, 유통하는 업체들임을 감안할 때, 본사 사업인 이동통신과의 시너지가 발생할 것(이동통신서비스의 마케팅 요소로 작용)으로 기대된다.

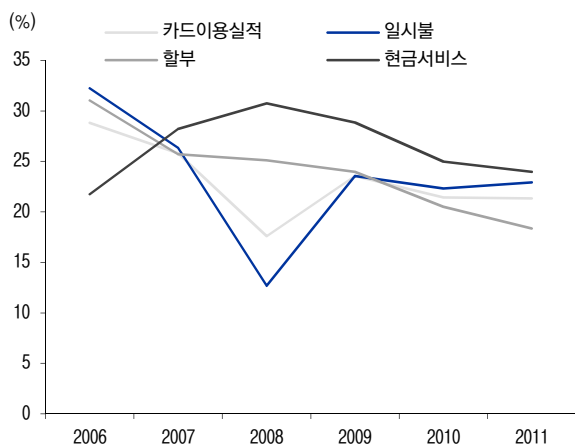
2. 이종교배 [異種交配]의 과실

BC카드: 통신과 관계된 사업이, KT로 인해 통신과 융합중

KT의 계열사는 54개(2013년 4월 기준)으로 웬만한 대기업보다 더 많은 자회사를 보유하고 있다. 그 중 통신과는 직접적인 관련성은 떨어지지만, 스마트혁명에 의해 통신사업과 융합되고 있는 사업군을 주요 연결대상 자회사로 보유하고 있다. 금융업의 BC카드(12년 기준 영업이익 1,430억원), 렌탈서비스를 영위하는 KT렌탈(12년 기준 영업이익 840억원)등이다

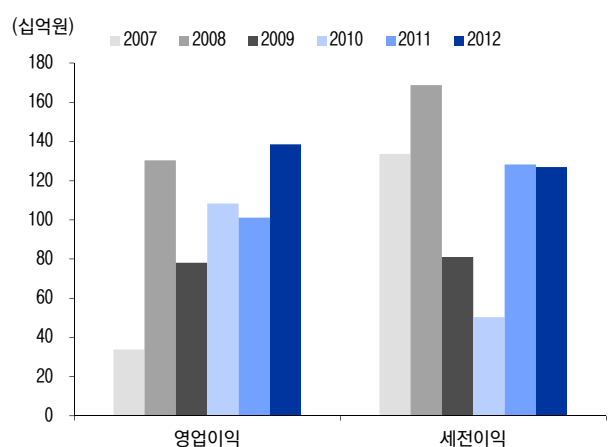
KT는 보유하고 있는 네트워크를 기반으로 카드 결제와 관련된 시스템을 개선하여 비용절감한다는 목표로 2011년 9월 BC카드를 인수(정식 계열사 편입 11월)하였다. BC카드는 우리은행 및 국민은행 등 11개 금융기관을 회원사로 보유한 국내 최대 신용카드사다. 가맹점의 망 이용료 및 업무 대행에서 수익을 얻는 것이 기본 수익구조인데, 결제프로세스 개방과 플라스틱 카드의 모바일화 등을 진행함으로써 수익성이 제고 가능하다. 현재 BC카드는 NFC(근거리통신) 기술을 이용한 결제 서비스 표준을 보유하고 있다.

[그림29] 전체 신용카드 거래 중 BC카드 점유율



자료: 금융통계정보시스템, 이트레이드증권 리서치본부

[그림30] BC카드의 연간 영업이익 추이



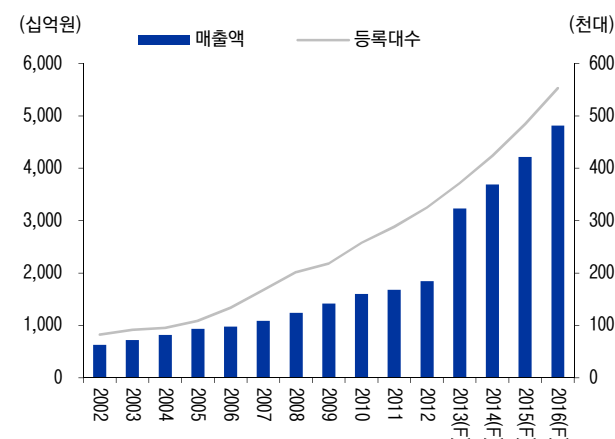
주: BC카드 실적은 2012년부터 KT의 연결실적에 포함
자료: BC카드, 이트레이드증권 리서치본부

KT렌탈: 렌탈사업 = (부동산 + ICT) X 규모의 경제

KT는 2010년 4월 렌터카 업계 1위인 금호렌터카를 인수하였다. KT는 금호렌터카(합병당시 시장점유율 24.1%)를 인수하여, B2B 중심의 자회사 KT렌탈(합병당시 시장점유율 1.8%)과 합병하였다. 언론 등에 따르면 KT는 다양한 통신인프라를 활용하여, 편의성과 차량관리의 효율성, 주차가능여부를 포함한 교통정보를 제공하는 모바일 텔레메틱스 사업 추진을 위함이라고 한다.

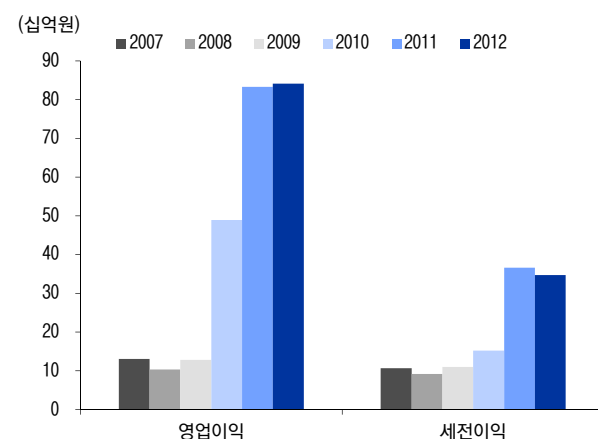
부각받기 시작한 공유경제에서 렌트, 리스, 할부금융이 주요 수단이 되는데, KT렌탈은 렌터카 시장에서 주도적인 업체이다. 이 공유경제에 적합한 최근 RFID의 IT기술을 활용한 자동차 임대서비스와 차량공유 서비스(카셰어링, 미국의 ZipCar가 대표적)를 선보인바 있다. 또, 최근에는 렌터카뿐만 아니라, 자전거 및 모터사이클 등 다양한 렌트 영역을 시도하고 있다.

[그림31] 렌터카 시장 규모 및 시장 전망



자료: AJ렌터카, 이트레이드증권 리서치본부

[그림32] KT렌탈의 영업이익 및 세전이익 추이



주: 2010년 이전(인수전)은 KT렌탈 + 금호렌터카 합산
자료: KT렌탈, 금호렌터카, 이트레이드증권 리서치본부

3. 무엇보다 LTE시장에서의 경쟁력 회복이 관건

LG유플러스 대비 열위에 있던 LTE가입자 수의 역전

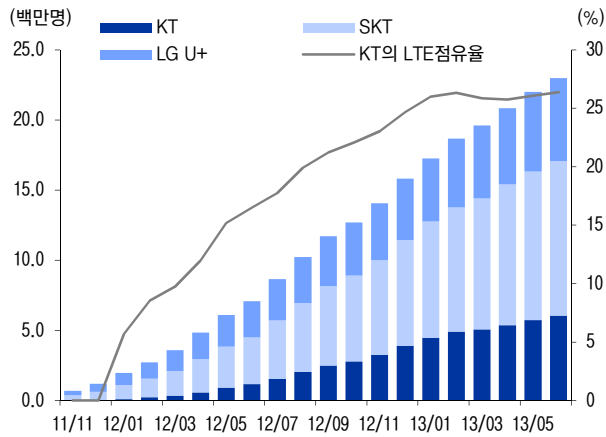
KT는 경쟁사 대비 LTE 서비스를 뒤늦게 출시함에 따라 다소 열위에 있는 모습을 보여왔다. 하지만, 기존 3G 시장에서의 가입자 저변을 바탕으로 회복하고 있는 중이다. LTE시장 초기에는 시장에 일찍 진입한 SK텔레콤과 LG U+ 대비 LTE시장의 점유율이 낮은 모습을 보였으나, 현재 LTE시장 점유율 26.3%선까지 올라왔으며, LG U+의 점유율 25%를 추월한 모습이다.

이와 같은 모습을 보이는 근간에는 KT가 전체 이동통신서비스 가입자 점유율 30%를 확보하고 있기 때문이라고 판단한다. 타 통신사의 가입자를 확보하는 것보다, 자신의 가입자를 LTE로 바꾸는 것이 훨씬 수월하기 때문이다.

LTE가입자로 인해 ARPU 상승중

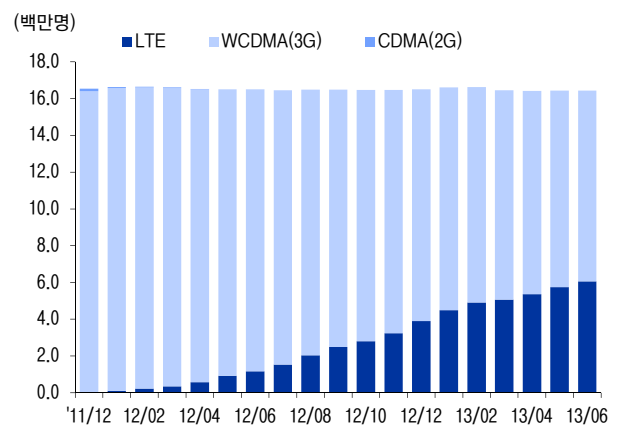
KT역시 1분기 LTE서비스 가입자가 유입됨에 따라 11년 하반기 이후 ARPU가 점차 개선되는 모습을 보이고 있다. 주력LTE 요금제가 타사와 유사한 62요금제 및 72요금제임을 감안하면, KT가입자 중 LTE 점유율이 점차 높아질수록 ARPU가 개선될 것으로 보인다.

[그림33] 통신3사의 LTE가입자 추이



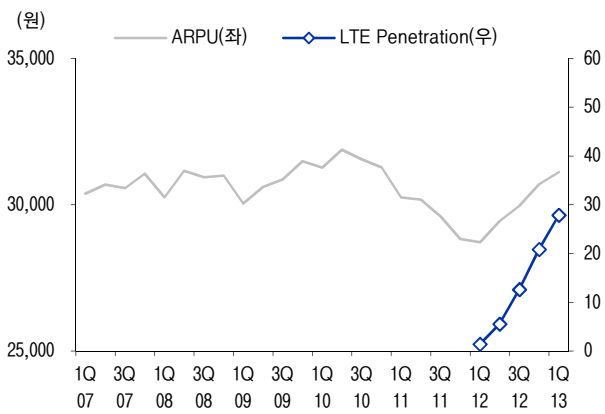
자료: KTOA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림34] KT가입자의 기술세대별 분류



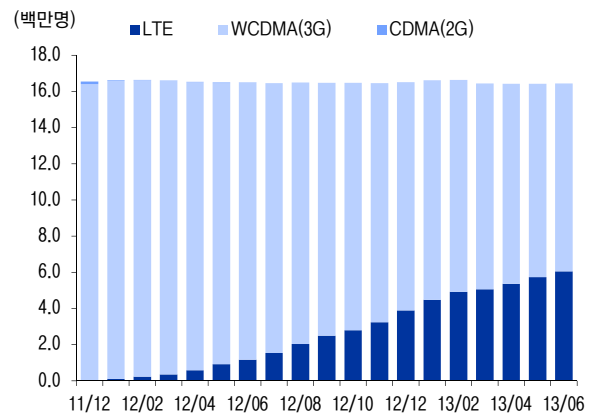
자료: KTOA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림35] KT의 무선통신 분야 ARPU 및 LTE침투율



자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

[그림36] KT가입자의 기술세대별 분류



자료: KTOA, 이트레이드증권 리서치본부

III. Risk 요인: 주파수경매에서 1.8GHz 인접대역 획득여부

광대역 무선 인터넷 서비스를 제공해야 할 시점

전 세계 이동통신사의 기술상황 및 소비자의 니즈 등을 고려하면, 100Mbps를 넘는 무선인터넷을 제공해야 할 시점이 왔다. 방식이 CA(Carrier Aggregation)이든 광대역주파수를 활용하든 방식은 중요하지 않지만, KT의 경쟁사인 SK텔레콤과 LG유플러스는 전국서비스는 아니지만, 이미 CA를 이용한 LTE-A를 제공하기 시작하였다. 소비자가 2~3년의 약정계약을 맺는 특성상 현 시점을 놓치면 고부가가치의 소비자를 놓치게 되는 상황이다.

900MHz 혼선: KT가 CA를 이용한 LTE-A를 제공하기 위해 선결해야 할 문제

KT가 CA를 이용한 LTE-A를 제공하기 위해서는, KT가 LTE-A를 위해 보유하고 있는 900MHz대역(Ulink 905~915MHz, Dlink 950~960MHz)의 전파간섭 문제를 먼저 해결해야 한다. 해당 대역에는 과거 RFID와 가정용 무선전화 등이 사용되던 대역으로 이들 제품 사용이 혼선문제를 일으킨다. 전파간섭으로 인해 해당 대역을 활용한 업로드 단절, 데이터 다운로드 속도가 1/2로 줄어드는 현상이 발생한다고 한다.

KT에 따르면, 현재 CA가 적용된 기지국 4,000개 개통 등 기술적 준비는 되어있으나, 전파간섭해결 지연으로 인해 **금년내 CA를 이용한 LTE-A를 제공하기는 어려워 보인다.**

기대되는 광대역 주파수 확보

빠른 시간 내에 광대역 무선인터넷을 제공하기 위해서 남은 방안은, 설비투자 시간을 최소화해야 하며, KT가 이미 보유하고 있는 주파수(800MHz, 1.8GHz, 2.1GHz)인근에 광대역의 주파수를 확보하는 것이다. 마침 이번 8월말 예정되어 있는 주파수 경매에 1.8GHz 인접대역의 주파수가 포함되어 있다.

광대역 주파수에 의한 LTE-A는 단말기를 교체할 필요없이 LTE전용 단말기이기만 하면, 기존 속도(이론적 최대속도 75Mbps)대비 33%증가한 속도(이론적 최대속도 100Mbps) 서비스가 가능하다. 때문에, SKT, LGU+는 KT가 D블록을 확보하는 것을 원치 않는다. 주파수 경매가 시작되지도 않은 상황에서 많은 잡음이 생기는 이유이기도 하다.

KT보유 주파수 인접대역이 낙찰되지 않을 경우는 리스크이나...

KT 보유 주파수 인접대역에 대한 낙찰 여부 예측은 쉽지 않다. 게다가 낙찰되지 않을 경우, KT는 광대역 인터넷을 당장 제공하기 힘들어지게 될 것이고, 고부가 가치의 가입자는 경쟁사로 이탈할 수도 있다. 충분히 리스크 요인으로 판단한다.

하지만, 산업편에서 살펴본 바와 같이 KT가 주파수 경매에 참여할 수 있는 펀더멘털은 이미 갖춰져 있을 것으로 판단한다. 경쟁사 역시 주파수 경매 낙찰가를 올리는 상황은 본인의 수익성 측면에서 바람직하지 않은 상황임을 감안할 때 KT가 인접대역을 낙찰받을 가능성이 다소 클 것으로 예측한다.

[표11] KT의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %)

	2012	2013E	2014E	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2QE	13.3QE	13.4QE
영업수익	23,790	24,835	26,097	5,723	5,773	6,519	5,775	6,104	6,081	6,343	6,307
영업수익 성장률 (%)	11.8	4.4	5.1	7.9	8.1	30.6	2.5	6.7	5.3	-2.7	9.2
원가율(%)	94.9	92.7	92.0	89.9	93.6	91.7	104.8	94.0	93.8	91.7	91.6
영업이익	1,214	1,805	2,092	579	372	539	-276	367	375	529	533
영업이익 성장률 (%)	-30.6	48.7	15.9	-20.3	-14.0	4.4	적전	-36.6	1.0	-1.7	흑전
영업이익률(%)	5.1	7.3	8.0	10.1	6.4	8.3	-4.8	6.0	6.2	8.3	8.4
순이익	1,111	1,296	1,594	406	238	372	96	213	285	396	402
순이익(지배주주)	1,057	1,265	1,594	384	220	359	94	182	285	396	402
순이익률(%)	4.7	5.2	6.1	7.1	4.1	5.7	1.7	3.5	4.7	6.2	6.4
EPS(원)	4,048	4,845	6,105	현금성자산			3,308	2,746	3,043	3,616	2,618
PER(배)	8.8	7.6	6.0	총차입금			11,607	11,682	11,682	11,682	10,682
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	순차입금			8,299	8,936	8,639	8,065	8,064

주: 2분기 실적 전망은 최근 1달간 블룸버그 컨센서스 기준으로 함 / IFRS 연결기준

자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

KT(005380)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	9,791	10,483	10,609	10,821	10,957
현금 및 현금성자산	1,445	2,055	1,326	1,191	954
매출채권 및 기타채권	6,159	5,878	5,993	6,210	6,448
재고자산	675	935	1,111	1,151	1,195
기타유동자산	1,512	1,616	2,180	2,268	2,360
비유동자산	22,295	23,997	23,447	23,652	23,822
관계기업투자등	959	832	846	881	917
유형자산	14,023	15,734	15,930	15,848	15,736
무형자산	2,643	3,213	3,243	3,356	3,457
자산총계	32,085	34,479	34,057	34,473	34,779
유동부채	8,745	11,247	11,571	11,872	12,199
매입채무 및 기타채무	5,890	7,216	7,325	7,591	7,882
단기금융부채	2,167	3,273	3,384	3,384	3,384
기타유동부채	688	758	861	896	933
비유동부채	10,802	10,068	8,983	8,027	7,072
장기금융부채	9,265	8,334	7,297	6,297	5,297
기타비유동부채	1,538	1,734	1,686	1,730	1,775
부채총계	19,548	21,315	20,554	19,899	19,272
지배주주지분	11,704	12,309	12,584	13,656	14,589
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
이익잉여금	10,220	10,646	10,931	12,003	12,936
비지배주주지분(연결)	834	855	919	919	919
자본총계	12,538	13,165	13,503	14,575	15,507

현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	2,334	5,590	4,457	5,109	4,986
당기순이익(손실)	1,452	1,111	1,296	1,594	1,455
비현금수익비용가감	3,421	3,473	4,209	3,508	3,523
유형자산감가상각비	2,672	2,919	3,074	3,055	3,055
무형자산상각비	320	389	408	413	427
기타현금수익비용	-394	-816	727	40	41
영업활동 자산부채변동	-1,784	1,720	-877	7	8
매출채권 감소(증가)	-1,412	1,840	-25	-218	-238
재고자산 감소(증가)	32	-288	-173	-40	-44
매입채무 증가(감소)	99	178	85	266	291
기타자산, 부채변동	-502	-10	-764	-1	-1
투자활동 현금	-2,832	-3,713	-3,731	-3,722	-3,701
유형자산처분(취득)	-2,614	-2,602	-3,048	-2,973	-2,943
무형자산 감소(증가)	-462	-520	-517	-527	-527
투자자산 감소(증가)	-307	157	4	-83	-86
기타투자활동	551	-749	-169	-139	-145
재무활동 현금	768	-1,266	-1,458	-1,522	-1,522
차입금의 증가(감소)	1,152	-512	-904	-1,000	-1,000
자본의 증가(감소)	-595	-485	-488	-522	-522
배당금의 지급	595	497	488	522	522
기타재무활동	212	-269	-66	0	0
현금의 증가	284	610	-728	-135	-238
기초현금	1,162	1,445	2,055	1,326	1,191
기말현금	1,445	2,055	1,326	1,191	954

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	21,272	23,790	24,835	26,097	27,096
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,272	23,790	24,835	26,097	27,096
판매비 및 관리비	19,524	22,576	23,030	24,005	25,212
영업이익	1,748	1,214	1,805	2,092	1,884
(EBITDA)	4,740	4,521	5,287	5,560	5,365
금융손익	-397	1	-273	-126	-91
이자비용	461	445	365	296	268
관계기업등 투자손익	175	13	4	4	4
기타영업외손익	76	195	108	14	14
세전계속사업이익	1,603	1,423	1,644	1,984	1,811
계속사업법인세비용	316	280	348	390	356
계속사업이익	1,287	1,143	1,296	1,594	1,455
중단사업이익	165	-32	0	0	0
당기순이익	1,452	1,111	1,296	1,594	1,455
지배주주	1,447	1,057	1,265	1,594	1,455
총포괄이익	1,509	1,136	1,272	1,594	1,455
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.2	5.1	7.3	8.0	7.0
EBITDA마진률	22.3	19.0	21.3	21.3	19.8
당기순이익률	6.8	4.7	5.2	6.1	5.4
ROA	4.9	3.2	3.7	4.7	4.2
ROE	12.7	8.8	10.2	12.1	10.3
ROIC	7.5	4.9	7.0	8.1	7.2

주요 투자지표					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표 (배, %)					
P/E	6.4	8.8	7.6	6.0	6.6
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.8	3.9	3.3	3.0	3.0
P/CF	1.9	2.0	1.7	1.9	1.9
배당수익률(%)	5.6	5.6	5.4	5.4	5.4
성장성(%)					
매출액	4.7	11.8	4.4	5.1	3.8
영업이익	-12.9	-30.6	48.7	15.9	-9.9
세전이익	-4.6	-11.3	15.6	20.7	-8.7
당기순이익	10.4	-23.5	16.6	23.0	-8.7
EPS	11.6	-26.9	19.7	26.0	-8.7
안정성(% , 십억원)					
부채비율	155.9	161.9	152.2	136.5	124.3
유동비율	112.0	93.2	91.7	91.1	89.8
순차입금/자기자본	70.1	63.0	59.7	49.0	40.8
영업이익/금융비용	3.8	2.7	4.9	7.1	7.0
총차입금	11,432	11,607	10,682	9,682	8,682
순차입금	8,786	8,299	8,064	7,146	6,330
주당지표(원)					
EPS	5,540	4,048	4,845	6,105	5,572
BPS	44,825	47,141	48,195	52,299	55,871
CFPS	18,661	17,556	21,084	19,540	19,064
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

LG유플러스 (032640)

2013. 7. 31 통신/미디어

Marketperform (initiation)

Analyst 김준섭

02.3779-8919

jskim@etrade.co.kr



우울했던 과거로부터의 결별

목표주가: 14,500원

현재주가: 13,050원

Target PBR 1.5배인 TP 14,500원, Market Perform 의견 제시

ROE 10.7%에 근거한 PBR은 1.5배 수준으로 판단한다. 2013년 F/BPS는 9,547원으로 추정되며, 이에 따라 산출한 목표주가는 14,500원이다. 현재가 13,050원 대비 11.1% 주가 상승여력이 존재하여, Market Perform의 투자의견을 제시한다..

우울했던 과거로부터의 결별 1 - 선제적 LTE 투자의 성과

LG유플러스는 과거 2007년 3G사업(동기식 3G가 업계 표준화 됨에 따라, 비 동기식 3G를 보유한 LG텔레콤의 수익성 문제)을 포기함에 따라, 2000년대 후반 단말기 수급 및 마케팅 측면에서 열위에 있었다. 이 같은 열위를 극복하고자 LTE에 선제적으로 투자했고, 높은 LTE침투율 및 ARPU 등으로 대변되는 호실적을 확보하게 되었다.

우울했던 과거로부터의 결별 2 - 파워콤합병으로 발생하던 무형자산상각비 청산

또, 2010년 LG그룹의 통신부문 3사(파워콤, 데이콤, 텔레콤)를 합병하면서, 파워콤의 고객관계 무형자산을 6,400억원을 인식하였으며 지난 3년간 상각비 처리하였다. 매 분기 540억원의 비용으로 인식되었으며, 2012년 이를 모두 상각함에 따라, 더 이상 비용 발생하지 않게 되었다.

지속적으로 잘하기 위해서 필요한 무언가, 일단은 LTE-A

전체 가입자 중 LTE가입자가 50%를 차지하는 상황에서, ARPU를 끌어올리기 위해서는 타 이동통신사에서 가입자를 확보해야 한다. 하지만, 정부가 가입자에게 보 조금 지급이라는 수단을 강력하게 제재하고 있는 상황이다. 이번 LTE-A서비스 출시로, 타 이동통신사에서 가입자를 이동시킬 재료는 확보된 셈이다.

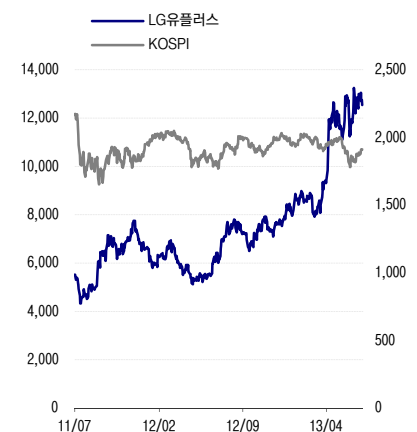
Stock Data

KOSPI(7/30)	1,917.05pt
시가총액	56,978억원
발행주식수	436,611천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	6,500/13,250원
90일 일평균거래대금	361억원
외국인 지분율	25.3%
배당수익률(13.12E)	0.0%
BPS(13.12E)	9,547원

주주구성

(주)LG와 4인	36.1%
한국전력공사	8.8%

Stock Data



Financial Data

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	9,186	279	168	85	164	-85.4	1,469	45.0	5.2	1.0	2.2
2012	10,905	127	-129	-60	-121	적전	1,520	-64.2	4.8	0.9	-1.6
2013E	11,215	612	470	424	971	흑전	2,038	13.4	5.0	1.4	10.7
2014E	12,682	808	674	617	1,414	45.6	2,533	9.2	3.9	1.2	13.8
2015E	14,848	984	862	789	1,808	27.9	2,964	7.2	3.2	1.0	15.4

자료: 이트레이드증권 리서치본부

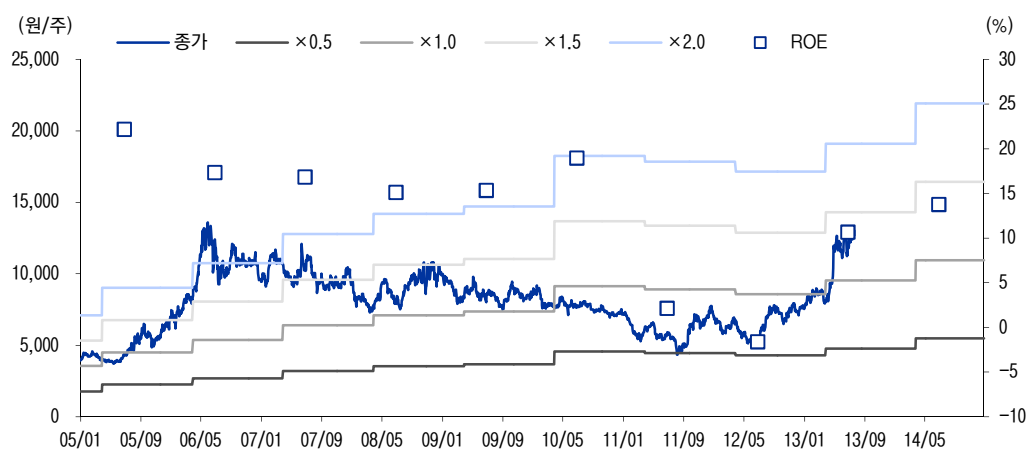
I. Valuation 및 투자의견

Target PBR 1.5배인 목표주가 14,500원 및 투자의견 Market Perform 제시

LG유플러스의 ROE레벨은 확실히 12년 이전과 달리 한 단계 레벨업한 모습을 보이고 있다. 2011년, 2012년 ROE가 각각 2.2%, -1.6% 수준에 불과하였으나, 2013년부터는 연간 약 2,000억 이상 발생하던 고객관계 무형자산 상각비가 더 이상 발생하지 않게 됨으로써 ROE 레벨이 달라진 것으로 보인다. 2013년 추정 ROE는 10.7%이다.

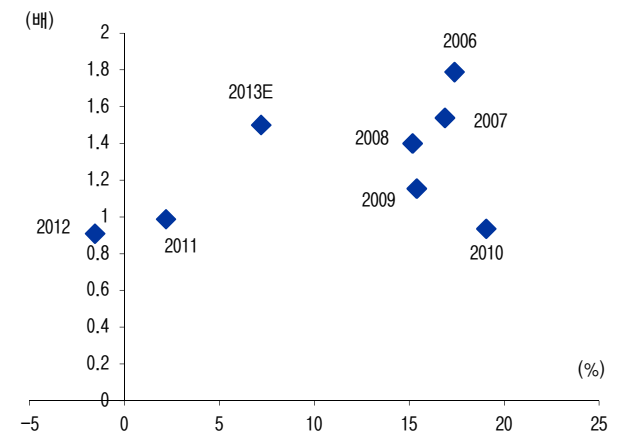
동사의 LTE가입자 증가 및 정부정책에 따른 마케팅비용 감소 효과에 따라 모멘텀이 작용하는 것은 사실이나, 동사의 LTE penetration이 이미 50%를 넘어선 상황임을 고려하여, 적정 PBR Multiple은 Mid Cycle 상단인 1.5배 수준으로 판단한다. 2013년 F/BPS는 9,547원으로 추정되며, 이에 따라 산출한 목표주가는 14,500원이다. 현 주가 13,050원 대비 11.1%의 성장여력이 존재한다. 따라서, 투자의견은 Market Perform을 제시한다.

[그림37] SK텔레콤의 PBR-ROE Band



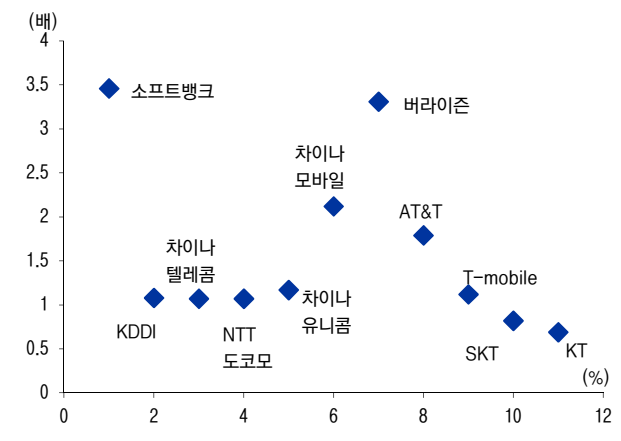
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림38] LG유플러스의 PBR - ROE



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림39] 2012년 기준 글로벌 이동사의 PBR - ROE



자료: 이트레이드증권 리서치본부

II. Investment Point

1. LTE시장에서 경쟁력을 확보

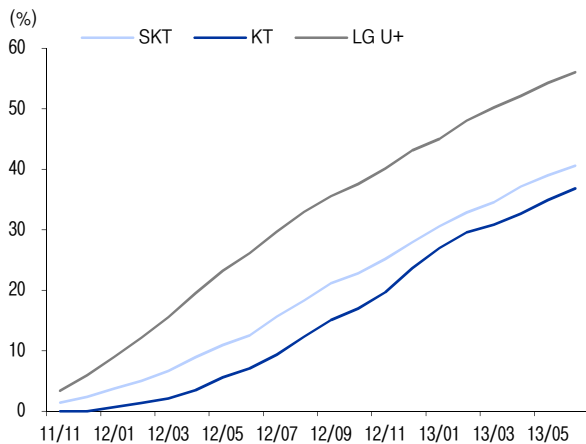
높은 LTE 침투율로 경쟁사대비 높은 ARPU 지속

LG유플러스 무선서비스의 ARPU는 36,000원대이며, 경쟁사인 KT(31,000원대)나 SKT(33,000원대)대비 우위를 갖고 있다. 경쟁사 대비 LTE가입자로 대변되는 고부가가치의 가입자 비중이 높기 때문이라고 할 수 있다. 마케팅 전략관점에서 ARPU가 높으면, 전략 선택의 자유도가 높다

경쟁사대비 높은 LTE 최초 상기를

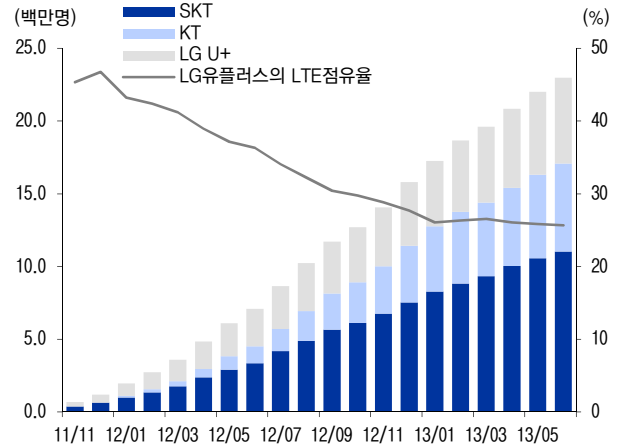
각종 마케팅 조사에 따르면, LG유플러스는 LTE시장에 적극적으로 대응한 결과, 현재 LTE의 최초상기도로 LG U+가 가장 높은 것으로 알려져 있다. LTE서비스에 가입하지 않은 사람들이 LTE에 가입해야겠다고 생각할 때 LG U+를 먼저 떠올린다는 것은, 3G(또는 2G)에서 LTE서비스로 세대 교체가 되고 있는 現통신서비스 시장에서 강점으로 작용할 것이 분명하다.

[그림40] 통신 3사의 자사 가입자 대비 LTE 침투율



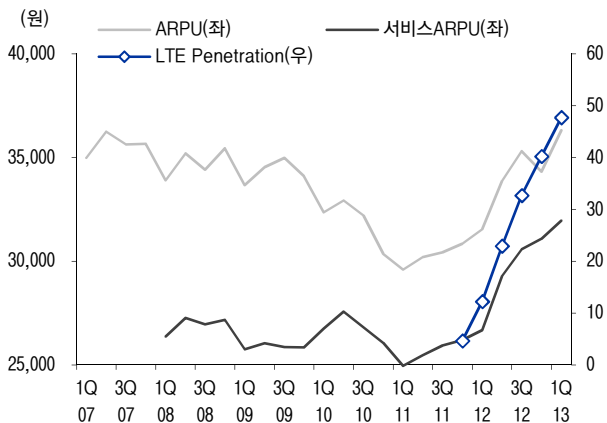
자료: KTOA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림41] 통신사별 LTE 가입자 수 및 LG유플러스의 LTE점유율



자료: 이트레이드증권 리서치본부

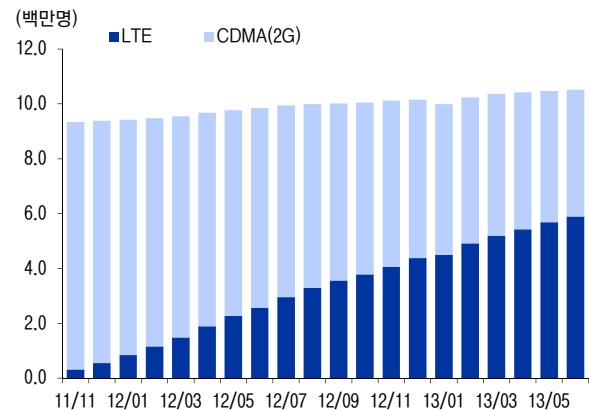
[그림42] LG유플러스 무선부문 ARPU 및 LTE Penetration Trend



주: 서비스 ARPU는 접속료 및 가입비 수익을 제외한 ARPU

자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

[그림43] LG유플러스 무선부문 기술세대별 가입자 Break Down



자료: KTOA, 이트레이드증권 리서치본부

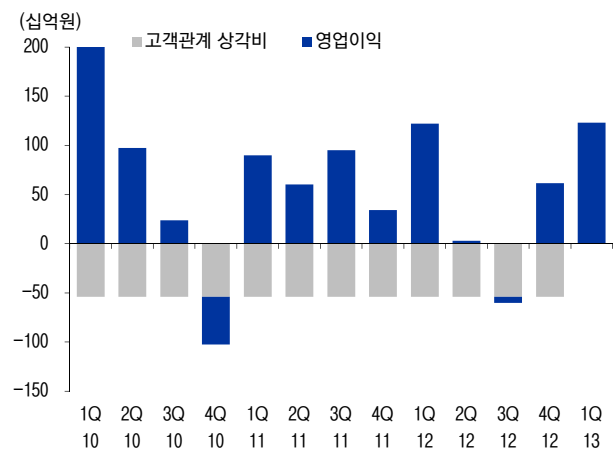
2. 과거 LG파워콤 및 LG데이콤 합병의 여파가 마무리

매 분기 540억원 발생하던 비용의 해소

LG유플러스는 2010년 유선인터넷부문의 LG파워콤, 유선전화부문의 LG데이콤, 무선전화부문의 LG텔레콤의 합병법인이자. 당시 합병으로 LG유플러스는 LG파워콤 등의 고객을 인도하며 무형자산으로 6,476억원 인식하였다. 고객관계 무형자산을 2012년까지 3년간 균일하게 상각(매 분기 540억원 가량)하게 되었다. 고객관계가치에 대한 무형자산 상각비가 12년까지 LG유플러스의 실적이 부진했던 가장 큰 이유 중 하나로 작용하였다. 고객관계가치 상각비가 더 이상 발생하지 않게 됨에 따라 분기영업이익이 540억원 상승하는 효과가 발생하였다.

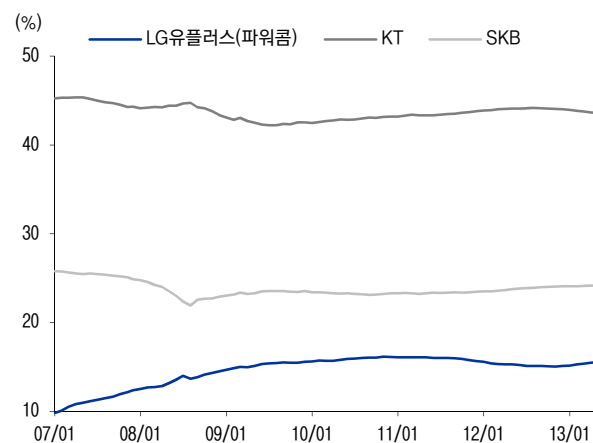
지난 1분기 실적에서 고객관계가치에 대한 무형자산 상각비가 사라진 효과를 확인할 수 있다. 1분기 마케팅비용이 전년동기대비 28.3%, 직전분기대비 7.7% 증가한 수준을 보였음에도 불구하고, 통신 3사 중 유일하게 실적개선을 보였다. 향후에도, 마케팅 비용 등이 1분기 수준을 크게 벗어나지 않는다면 분기 영업이익 1,000 ~ 1,500억원은 기대할 수 있다고 해석해도 좋을 것이다.

[그림44] 분기별 고객관계가치 비용 상각비 및 영업이익



자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

[그림45] 초고속 인터넷 시장 점유율



자료: 이트레이드증권 리서치본부

3. 유선부문 IPTV사업의 실적 개선세

IPTV시장은 VOD 기능을 등에 업고 빠르게 성장 중

시청자의 행동패턴이 소위 '본방사수'하는 패턴에서 VOD(주문형 비디오)를 찾는 패턴으로 변화함에 따라 VOD시청이 가능한 IPTV 및 디지털케이블TV가 부각 받고 있다. 특히, N스크린 서비스 및 IPTV가 VOD시장을 급격하게 키우는 동인이며, 과거 비디오대여 등의 수요가 VOD로 넘어옴에 따라 급격하게 커지는 속도를 가속화시키는 요인으로 보인다. 이와 같은 사회현상은 다시 IPTV 및 디지털케이블TV 시장을 키우고 있는 것으로 보인다. 이에 따라, VOD시장은 11년대비 12년 2배 정도로 커졌으며, IPTV 12년말 기준 가입자는 640만 명으로 급성장하는 모습을 보이고 있다.

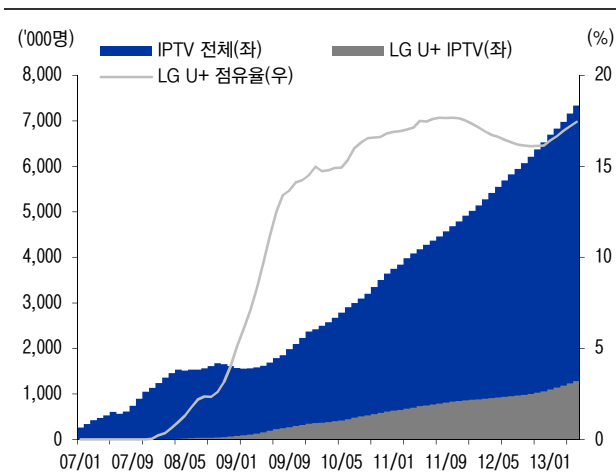
특히, 시장의 관심을 받고 있는 tvG 서비스

특히, LG유플러스가 '12년 4분기 출시한 tvG 서비스는 TV에서 보던 프로그램을 휴대폰단말기에서도 끊임없이 볼 수 있는 Seamless Service라는 점, 구글의 스마트TV 플랫폼을 활용한 구글 TV서비스라는 데에서 더욱더 시장의 관심을 받고 있는 모습이다. 구글의 스마트TV플랫폼을 사용하고 있어, 유튜브 등 인터넷 중심의 VOD 및 구글 앱스토어의 어플리케이션 등을 사용하기 용이하기 때문이다.

tvG는 당분간 ARPU를 낮추는 효과를 보일 것이나 보다 많은 가입자 증가 유도할 것

다만, 아이러니하게도 동사가 야심차게 내놓은 tvG서비스는 요금제가 10,000원대로 저렴하다. 과거 동사의 IPTV서비스의 ARPU가 17,000원대까지 높았던 것과 비교하면, tvG서비스에 가입자가 늘어날수록 ARPU를 희석하는 효과를 보이게 될 것이다. 하지만, LG유플러스의 이와 같은 전략은 네트워크 효과를 확보하기 위한 투자관점에서 봐야 할 것으로 생각된다. 가입자들이 tvG의 구글플랫폼에 Lock-in되면 이탈률(Churn rate)이 떨어지는 효과를 보일 것이며, 가입자가 가입자를 부르는 선순환 효과 역시 보일 것으로 판단되기 때문이다. 또, 일단 서비스가 Lock-in되는 모습을 보이기 시작한 후, 요금제 다변화에 따른 가격차별을 해도 늦지 않다.

[그림46] 국내 IPTV가입자 수 및 LG유플러스의 IPTV시장 점유율



자료: 각 통신사, 이트레이드증권 리서치본부

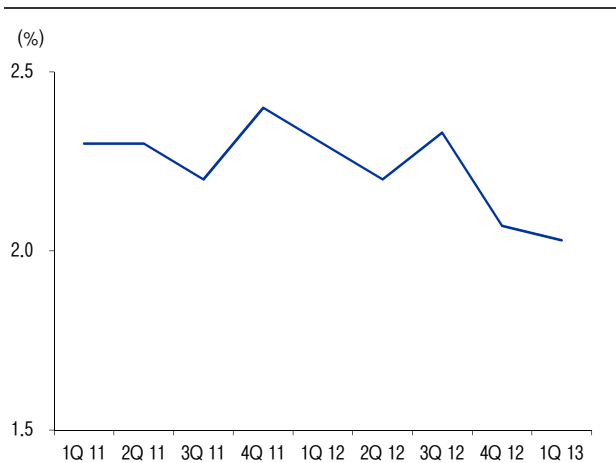
[표12] LG유플러스의 tvG 요금제

	요금제	셋톱박스 임대요금	월 납입 총계
무약정	14,900원 (16,390원)	8,000원 (8,800원)	22,900원 (25,190원)
1년약정	13,400원 (14,740원)	6,000원 (6,600원)	19,400원 (21,340원)
2년약정	11,400원 (12,540원)	4,000원 (4,400원)	15,400원 (16,940원)
3년약정	9,900원 (10,890원)	3,000원 (3,300원)	12,900원 (14,190원)

주: 현재는 프로모션으로 셋톱박스 임대요금을 받지 않고 있음

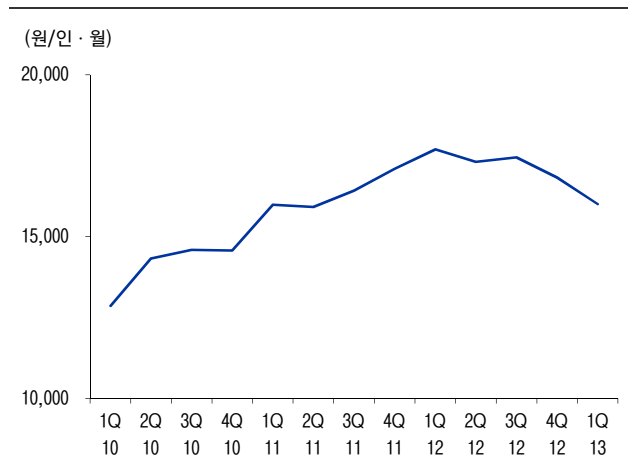
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림47] LG유플러스 IPTV 가입자 이탈률 (Churn Out Rate)



자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

[그림48] LG유플러스 IPTV의 ARPU Trend



주: IPTV 매출 / 가입자수

자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

III. Risk 요인: 이미 높은 LTE침투율(Penetration)

LTE시장에서의 선전으로 시장 장악, LTE 가입자 추가확보의 모책이 필요

LG유플러스의 주가를 설명하는 것은 최근 1년간 LTE시장에서의 선전이 큰 부분을 차지하고 있는 것으로 보인다. LG유플러스는 LTE 시장이 개화하자마자 가입자를 빠르게 확보하였으며, 이에 기반한 ARPU증가 효과를 톡톡히 봤다. 전술한 바와 같이 LTE 침투율(Penetration) 측면에서 경쟁사는 30%대에 불과하나, LG유플러스는 이미 50%에 육박한 상황이다.

LG유플러스가 LTE가입자를 지속적으로 확보하고, ARPU를 끌어올려 성장을 지속하기 위해서는 다른 이통사의 가입자를 끌어올 모책이 필요한 상황으로 보인다.

보조금 위주의 마케팅 경쟁을 강력 제재하는 정부 정책

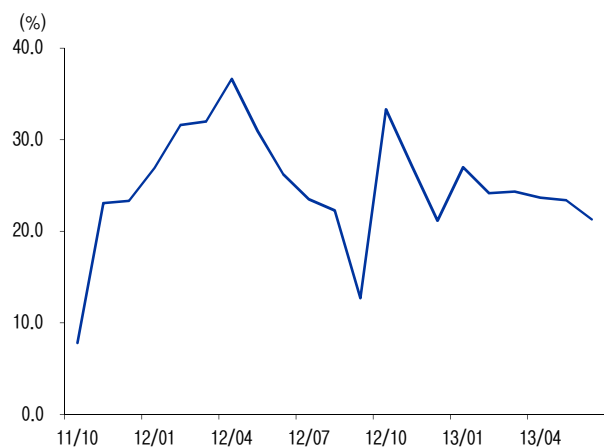
하지만 마침 정부는 보조금 위주의 마케팅 경쟁에 칼을 빼든 상황이다. 7월 18일 방송통신위원회 방송부터 벌금 102억원 부과를 받았지만, 거기에서 끝난 것이 아니다. 방통위는 지속적으로 보조금 위주의 마케팅 경쟁에 대해 제재를 가할 것으로 시사하고 있다. 이와 같은 상황에서, 다른 이통사에서 가입자를 끌어오는 주요 수단인 보조금을 제공할 수도 없는 노릇이다. 새로운 단말기가 출시에 따른 시장활성화를 기대해야 하지만, 저가 스마트폰이 시장을 차지하면서 그마저도 쉽지 않다.

늦지 않은 LTE-A 서비스 개시 그리고 낮아지는 가입자 이탈률

다만, 늦지 않은 LTE-A 서비스를 개시(7월 20일)하였다는 점이 이와 같은 Risk를 줄여줄 수 있는 요인이 될 것으로 보인다. 한달 앞서 LTE-A 서비스를 개시한 SK텔레콤의 경우 20만 가입자를 확보했다고 하며, 어느 정도는 시장동인으로 작용하는 모습이다. 게다가, 경쟁사인 KT의 경우 아직 LTE-A 서비스를 개시할 시점이 요원하기 때문에, 이를 전략적 수단으로 활용할 수 있을 것으로 보인다.

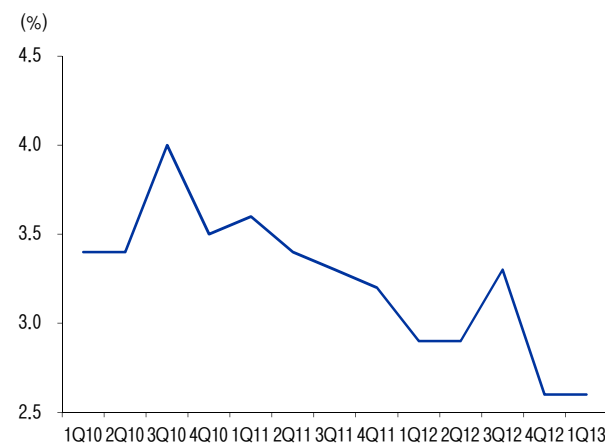
게다가, 다른 이통사의 가입자를 끌어오기 어려워진 상황에서는 LG유플러스 고객의 이탈을 최소화해야 한다. LG U+에 재가입하는 비율과 가입자 이탈률을 확인해보면, 일단은 자기 고객의 이탈이 최소화되는 모습을 보이고 있다는 점에서 긍정적이라 할 수 있다.

[그림49] LG U+의 번호 이동고객 중 LG U+재가입하는 비율



자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

[그림50] LG유플러스 이동통신 가입자 이탈률 (Churn Out Rate)



자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

[표13] LG유플러스의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2012	2013E	2014E	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2QP	13.3QE	13.4QE
영업수익	10,905	11,215	12,682	2,541	2,786	2,819	2,759	2,860	2,763	2,751	2,840
성장률 (%)	18.7	2.8	13.1	20.4	21.9	19.9	13.0	12.6	-0.8	-2.4	3.0
원가율(%)	98.8	94.5	93.6	97.4	100.3	100.8	96.6	95.7	94.8	94.1	93.6
영업이익	127	612	808	67	3	-6	63	123	145	162	183
성장률 (%)	-54.6	383.1	32.0	-25.9	-94.8	작전	84.7	85.1	4,504.1	흑전	189.0
영업이익률(%)	1.2	5.5	6.4	2.6	0.1	-0.2	2.3	4.3	5.2	5.9	6.4
순이익	-60	424	617	22	-32	-38	-11	74	82	120	148
순이익(지배주주)	-60	424	617	22	-32	-38	-11	74	82	120	148
순이익률(%)	-0.5	3.8	4.9	0.9	-1.2	-1.4	-0.4	2.6	2.9	4.4	5.2
EPS(원)	-121	971	1,414	현금성자산			382	428	1,468	427	392
PER(배)	-64.2	13.6	9.3	총차입금			4,298	4,422	4,822	4,822	4,822
PBR(배)	0.9	1.4	1.2	순차입금			3,916	3,994	3,354	4,395	4,430

주: 2분기 실적은 잠정발표 실적 기준 / IFRS연결기준

자료: LG유플러스, 이트레이드증권 리서치본부

LG유플러스(032640)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	2,623	2,573	2,787	3,188	3,971
현금 및 현금성자산	119	341	350	336	635
매출채권 및 기타채권	1,978	1,731	1,793	2,115	2,490
재고자산	372	346	484	571	672
기타유동자산	154	154	161	167	174
비유동자산	8,425	8,516	9,174	9,607	9,789
관계기업투자등	84	97	97	101	106
유형자산	5,631	6,079	6,470	6,767	6,831
무형자산	1,154	891	994	1,061	1,107
자산총계	11,049	11,089	11,961	12,796	13,760
유동부채	3,960	3,537	3,580	3,992	4,470
매입채무 및 기타채무	1,906	1,735	2,223	2,622	3,087
단기금융부채	1,294	1,022	1,049	1,049	1,049
기타유동부채	760	781	309	321	334
비유동부채	3,229	3,803	4,211	4,017	3,823
장기금융부채	2,623	3,276	3,773	3,573	3,373
기타비유동부채	606	527	438	444	450
부채총계	7,189	7,340	7,791	8,009	8,293
지배주주지분	3,858	3,747	4,168	4,785	5,466
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	1,161	347	767	1,384	2,065
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2
자본총계	3,859	3,749	4,170	4,787	5,467

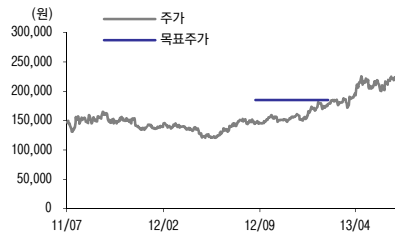
현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	298	1,875	1,635	2,345	2,771
당기순이익(손실)	85	-60	424	617	789
비현금수익비용가감	1,514	1,703	1,478	1,730	1,985
유형자산감가상각비	935	1,097	1,198	1,352	1,586
무형자산상각비	255	296	228	373	394
기타현금수익비용	26	38	52	5	5
영업활동 자산부채변동	-1,073	440	-223	-2	-3
매출채권 감소(증가)	-1,340	452	-216	-322	-375
재고자산 감소(증가)	-231	21	-106	-87	-101
매입채무 증가(감소)	322	-181	76	399	465
기타자산, 부채변동	175	148	23	8	8
투자활동 현금	-1,694	-1,986	-2,149	-2,159	-2,162
유형자산처분(취득)	-1,327	-1,921	-1,658	-1,649	-1,649
무형자산 감소(증가)	-356	-54	-439	-440	-440
투자자산 감소(증가)	-11	-3	-3	-4	-5
기타투자활동	1	-7	-49	-65	-68
재무활동 현금	977	333	523	-200	-309
차입금의 증가(감소)	1,129	368	523	-200	-200
자본의 증가(감소)	-151	-35	0	0	-109
배당금의 지급	151	65	0	0	109
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-419	223	8	-14	300
기초현금	538	119	341	350	336
기말현금	119	341	350	336	635

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	9,186	10,905	11,215	12,682	14,848
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,186	10,905	11,215	12,682	14,848
판매비 및 관리비	8,907	10,778	10,602	11,873	13,864
영업이익	279	127	612	808	984
(EBITDA)	1,469	1,520	2,038	2,533	2,964
금융손익	-96	-141	-136	-136	-124
이자비용	166	213	211	213	204
관계기업등 투자손익	1	1	1	1	1
기타영업외손익	-16	-116	-8	1	1
세전계속사업이익	168	-129	470	674	862
계속사업법인세비용	84	-70	46	57	73
계속사업이익	85	-60	424	617	789
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	85	-60	424	617	789
지배주주	85	-60	424	617	789
총포괄이익	74	-56	421	617	789
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	3.0	1.2	5.5	6.4	6.6
EBITDA마진률	16.0	13.9	18.2	20.0	20.0
당기순이익률	0.9	-0.5	3.8	4.9	5.3
ROA	0.9	-0.5	3.7	5.0	5.9
ROE	2.2	-1.6	10.7	13.8	15.4
ROIC	2.1	1.2	6.9	8.5	10.0

주요 투자지표					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표 (배, %)					
P/E	45.0	-64.2	13.4	9.2	7.2
P/B	1.0	0.9	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.2	4.8	n/a	3.9	3.2
P/CF	2.4	2.3	3.0	2.4	2.1
배당수익률	2.0	0.0	0.0	1.9	1.9
성장성 (%)					
매출액	15.2	18.7	2.8	13.1	17.1
영업이익	-57.4	-54.6	383.1	32.0	21.7
세전이익	-70.3	적전	흑전	43.4	27.9
당기순이익	-85.1	적전	흑전	45.6	27.9
EPS	-85.4	적전	흑전	45.6	27.9
안정성 (% 배, 십억원)					
부채비율	186.3	195.8	186.8	167.3	151.7
유동비율	66.2	72.7	77.9	79.9	88.8
순차입금/자기자본	97.5	104.5	106.2	88.6	68.4
영업이익/금융비용	1.7	0.6	2.9	3.8	4.8
총차입금	3,917	4,298	4,822	4,622	4,422
순차입금	3,764	3,916	4,430	4,242	3,741
주당지표 (원)					
EPS	164	-121	971	1,414	1,808
BPS	7,494	8,582	9,547	10,961	12,518
CFPS	3,105	3,343	4,356	5,375	6,353
DPS	150	n/a	n/a	250	250

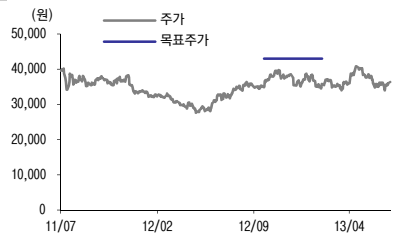
SK텔레콤 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2012.09.21	2012.10.11	2012.11.7	2012.11.27	2013.03.01	2013.04.01	2013.05.03	2013.07.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	커버리지제외	담당자변경	Not Rated	Buy
목표가격	185,000원	185,000원	185,000원	185,000원		김준섭		261,000

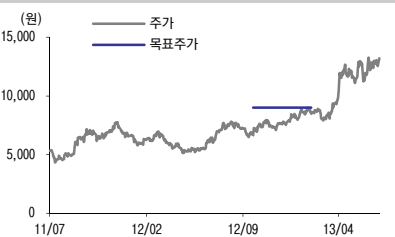
KT 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2012.09.21	2012.10.22	2012.11.06	2012.11.15	2012.11.29	2012.04.01	2012.04.17	2012.05.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Not Rated	Not Rated
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	김준섭		
일 시	2013.07.30							
투자 의견	Buy							
목표가격	42,000							

LG유플러스 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2012.09.21	2012.10.22	2012.11.02	2013.03.01	2013.04.01	2013.05.02	2013.07.05	2013.07.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	커버리지제외	담당자변경	Not Rated	Not Rated	Buy
목표가격	9,000d원	9,000d원	9,000d원		김준섭			14,500d원

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김준섭)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)

업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)

2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류



