



통신서비스 [비중확대]

CHAOS 시대의 등불



>> Top-pick: SK텔레콤

LTE와 비통신부문에서 의미있는 성장 기대

2014년 통신서비스에서 화두는 역시 LTE다. 2013년까지는 LTE를 통해 가입자를 모집했다면, 2014년에는 광대역LTE와 LTE-A가 집중 부각될 전망이다. 국내 LTE 가입률이 절반을 넘었지만 계속 성장할 것으로 보는 이유는 스마트폰 사용자 중 비LTE 가입자가 30% 수준으로 LTE로의 전환여력이 충분하고, 2G와 3G 가입자들도 속도가 빠른 서비스에 구매력을 자극 받을 것으로 보기 때문이다. 3G 시대에 가장 큰 고민이었던 저성장을 타개하기 위해서는 통신의 컨버전스가 자주 회자 되었고, 통신사업자들은 준비를 해 왔다. LTE로 인해 잠시 잊혀졌지만, 2014년에 다시 화두가 될 것이고, 사업자별로 차별화된 포인트가 될 수 있을 전망이다.

마케팅에서 보조금이 주력인 시대는 저물어

ARPU는 상승할 전망이다. 신규 LTE 가입자는 이전보다 더 높은 요금을 선택할 것이고, 가입자당 데이터 트래픽과 요금 체계를 고려할 때 기존 가입자의 하향 가능성도 매우 제한적일 것이다. 데이터 사용량은 증가되면 되었지, 감소하지는 않을 것이다. 마케팅 경쟁은 계절적으로는 강해질 수 있으나, 대체로 안정세가 유지될 전망이다.

Top Pick: SK텔레콤

통신의 사용 패턴이 음성에서 데이터로 전환되어 간다. 데이터 시대에는 데이터 사용량이 수익의 지표로 가입자가 아닌 트래픽이 매우 중요한 투자 지표가 될 것이다. 통신업종에 대해 비중 확대를 제시하고, 최선호주는 SK텔레콤을 제시한다. LTE 가입자의 증가 여력이 높고, 지난 2년에 걸쳐 통신산업의 많은 변화에도 지배적 사업자로써 위상의 변화가 없이 비통신부문에서도 앞서갈 것으로 전망한다.

TOP PICK

SK텔레콤 (017670)

투자의견

매수(유지)

목표주가

300,000원

현재가 (11/13)

225,000원



통신서비스/지주회사

김 장 원

02 6915 5661

jwkim@ibks.com



CONTENTS

Prologue.....	3
LTE 효과는 2014년에도 지속된다.....	3
데이터가 통신서비스의 주역으로 부상.....	4
2013년 Review.....	5
가입자 / 증가.....	5
ARPU 상승, 비용 통제.....	7
주요 이슈.....	9
2014년 Outlook.....	10
가입자 / 증가세 지속.....	10
마케팅 / 규제와 리텐션으로 안정 기조.....	12
수익 / LTE 가입자와 비용 통제로 개선 추세 이어질 전망.....	13
네트워크 / LTE-A와 광대역LTE가 공존.....	14
주요이슈.....	15
투자전략.....	16
주가 상승을 견인한 포인트는 여전히 살아있다.....	16
2014년 상승세 지속.....	17
해외 통신서비스 Valuation.....	18
기업분석.....	22
SK텔레콤 (017670)	
: 미래의 뚜렷한 성장 방향성 / 매수(유지) / 목표주가: 300,000원.....	23
KT (030200)	
: 성장을 위한 여건은 갖춰져 있다 / 매수(유지) / 목표주가: 43,000원.....	27

Prologue

LTE 효과는 2014년에도 지속된다

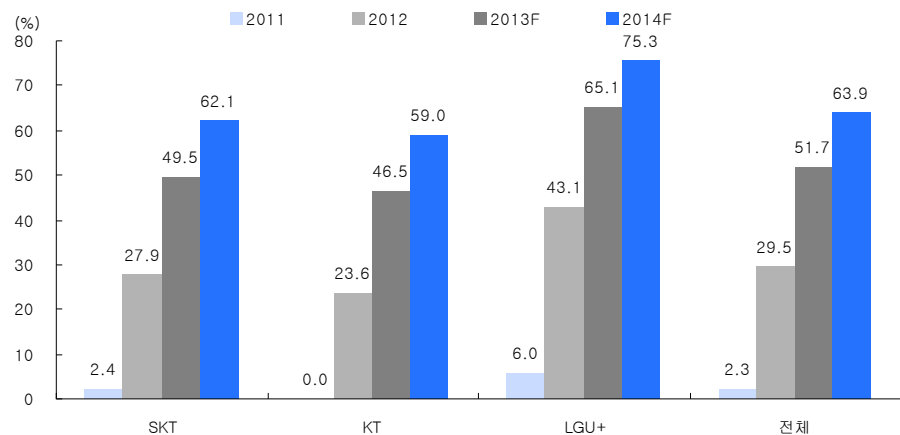
LTE 가입자는 성장 여력이
충분하다

2014년 통신업을 전망하면서 가장 고민한 것은 1년 6개월이상 상승세를 지속할 수 있을까? 였다. 지금까지 상승의 원동력은 LTE 가입자라는 것을 누구도 부인할 수 없을 것이다. 그 런데 2014년에도 LTE 가입자가 상승을 이끌 것이라고 하면 의구심을 가질 수 있다. 이미 가입율이 절반에 이르러 추가 상승여력이 있을까 하는 생각이 들기 때문이다. 그러나 아직 은 상승 여력이 충분하다고 본다. 스마트폰 이용자가 LTE 가입자보다 많기 때문이다. 최소 한 이 가입자들은 단말기 교체 시점에 LTE로 전환될 고객이다. 더구나 내년부터 전국 서비 스가 진행되는 광대역LTE는 LTE 가입자 증가에 일조를 하게 될 것이다.

차분한 마케팅에서도
성장은 지속된다

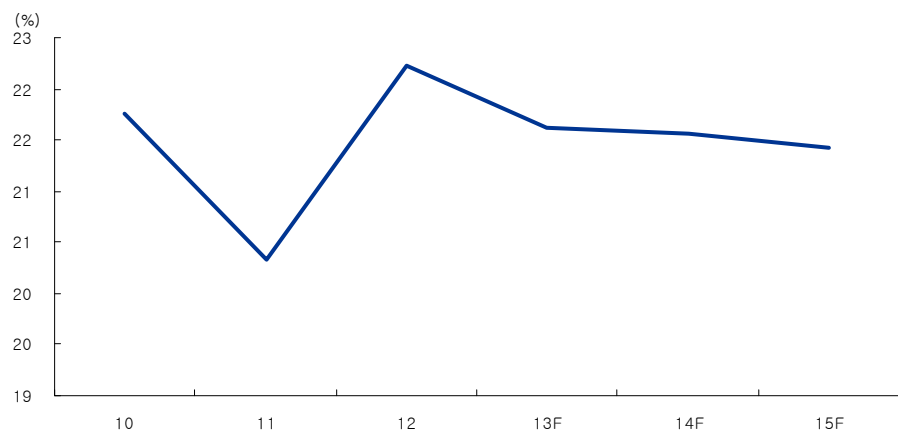
새로운 서비스가 출시될 때에는 보조금이 가입률에 큰 영향을 미친다. 높아지는 ARPU에 보조금이 보상 차원으로 작용하기 때문이다. 2014년 보조금이 안정되더라도 LTE 사용으로 얻는 만족도가 높아 가입율 상승에는 변화가 없을 것 같다.

그림 1. LTE 가입률



주 : 가입률은 전체 가입자 기준 자료: 각 사 자료, IBK투자증권

그림 2. 마케팅비 비중



주 : 마케팅비 비중은 매출액대비로 통신 3사(SK, KT, LGU+)의 마케팅비 평균. 자료: 통신 3사, IBK투자증권

데이터가 통신서비스의 주역으로 부상

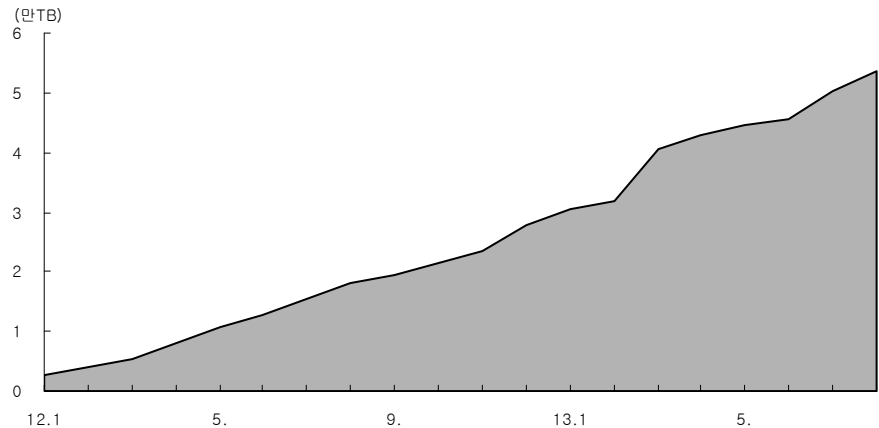
데이터 시대에 성장의
열쇠는 트래픽.

음성이 주력이던 시대는 가입자 수가 성장의 열쇠였다면 데이터 시대에는 데이터 트래픽이 성장의 열쇠다. 2012년초 LTE(4G)에서의 전체 트래픽은 2,838(TB¹)였는데, 1년 8개월이 지난 지금은 19배가 증가한 53,578(TB)이다. 데이터 트래픽은 LTE 가입자가 늘고, 데이터 사용을 촉진하기 위한 여러 프로모션으로 계속 늘어날 전망이다. 데이터 사용이 늘어남에 따라 원활하고 안정적으로 트래픽을 처리하기 위해 주파수 확보와 전송속도가 매우 중요하며, LTE-A와 광대역LTE로 데이터 트래픽에 대한 처리 능력은 확보된 상태다.

가입자당 트래픽이 2GB를
넘어 현재 ARPU 유지

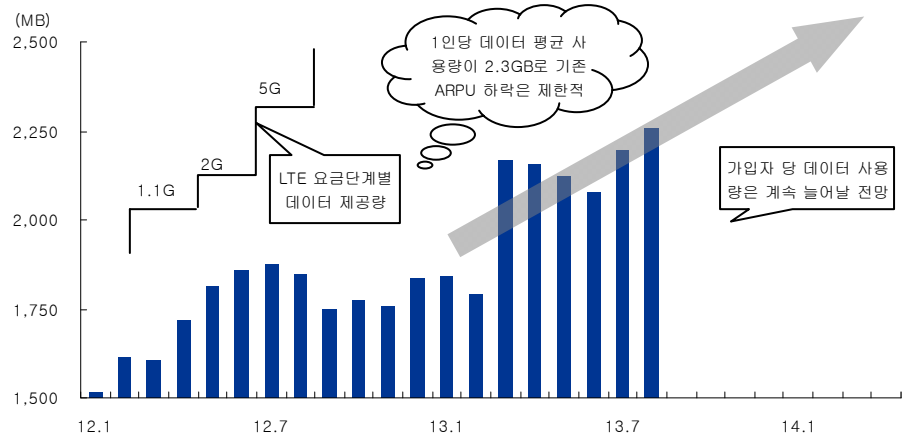
가입자당 데이터 트래픽이 2012년 1,515(MB)에서 지금은 1.5배 증가한 2,259(MB)를 사용한다. 통신요금제별 데이터 제공량은 2GB 다음 5GB로 설계되어 가입자가 평균 2GB를 넘음에 따라 기존 가입자의 요금 하락 가능성은 제한적이라 본다.

그림 3. 4G 스마트폰의 전체 트래픽



자료 : 미래창조과학부

그림 4. 4G 스마트폰 가입자당 데이터 트래픽



자료 : 미래창조과학부, IBK투자증권

¹ TB : Tera Byte, 1조 바이트로 1TB = 1,024GB, 1TB = 1,048,576MB

2013년 Review

가입자 / 증가

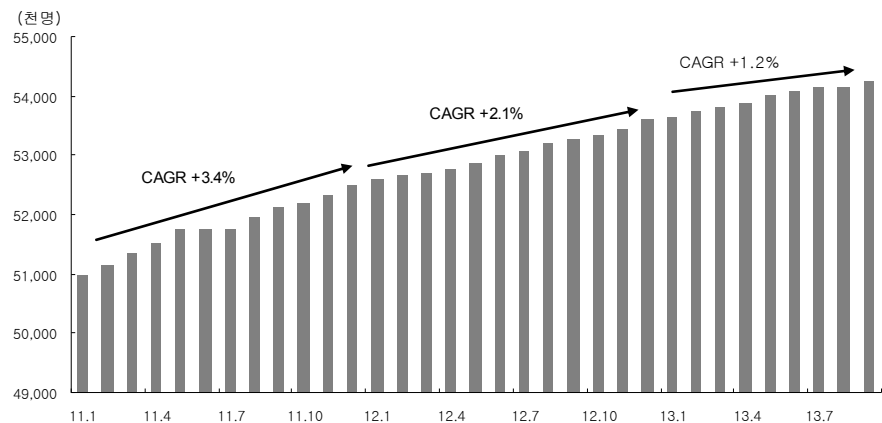
이동통신서비스 가입자
꾸준히 증가. LGU+의
성장이 돋보여

2013년 국내 이동통신서비스 가입자는 5,440만 명에 이를 것으로 추산이 된다. 국내 이동통신서비스 가입율이 100%를 넘은 지 3년이 훨씬 넘어 증가폭은 매년 떨어지고 있으나, 증가 추세는 지속되고 있다. 사업자별로는 LGU+가 9월말기준 5.3% 증가하고, SK텔레콤이 1.7% 증가한 반면, KT는 0.5% 감소했다. LTE 서비스에서의 선점 효과가 금년까지도 영향을 미쳤다고 본다. LTE 초기 시장을 선점한 LGU+는 경쟁사대비 높은 성장률로 점유율도 연초대비 0.7%p 상승하였다.

이동전화번호이동은
하반기 안정

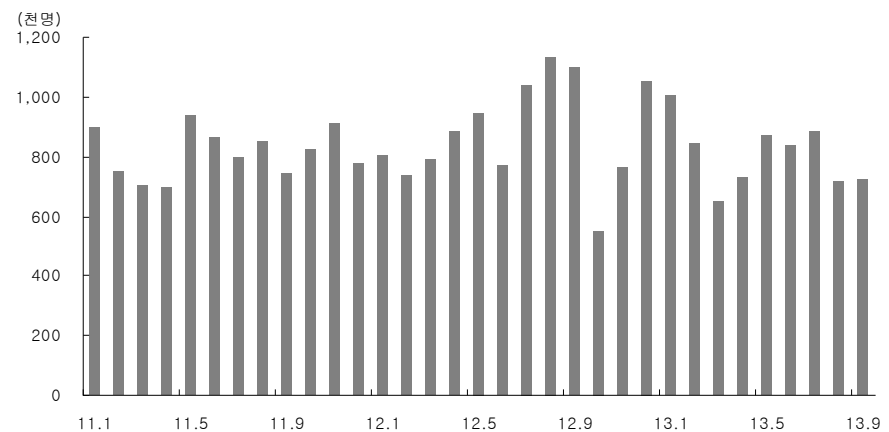
2013년은 제재를 받으면서 시작했다. 마케팅이 엄청 과열되었던 2012년 3분기의 조사 결과가 2013년 1분기에 발표되어 통신서비스 3사가 영업이 순차적으로 정지되었다. 하지만 이 기간에도 마케팅 경쟁은 수그러들지 않아 과열을 주도한 사업자를 중과하는 강도 높은 규제가 발효되게 되었다. 이후 가입자 시장은 규제와 마케팅 전략의 변화로 안정되었다.

그림 5. 이동전화가입자 추이



주 : CAGR은 전월대비 합산 기준. 자료: KTOA, IBK투자증권

그림 6. 이동전화번호이동 가입자 추이



자료: KTOA, IBK투자증권

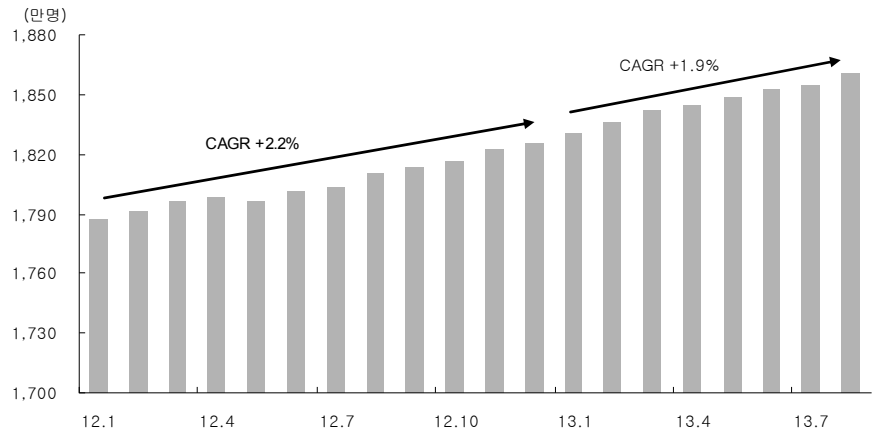
초고속인터넷은 통신사에
주요 경쟁력 중 하나

통신서비스는 크게 무선과 유선으로 나뉘며, 무선은 이동통신서비스를 의미하고, 유선은 무선과 달리 여러 서비스가 있다. 유선으로 연결된 전화서비스가 통신의 시초로 유선을 기반으로 초고속인터넷, IPTV 등으로 서비스가 확산되었다. 이중에서 초고속인터넷과 IPTV가 유선에서의 주요 수익기반이다. 초고속인터넷도 무선과 마찬가지로 업력이 오래된 서비스임에도 가입자가 꾸준히 늘고 있다. 2013년 초고속인터넷 가입자는 2%에 가까운 성장세를 기록할 전망이다. 그러나 사업자 별로 점유율은 변화가 거의 없다. 유무선서비스 결합 상품이 주류를 이루고, 전송속도, AS 등 질적 부문에서 큰 차이가 없기 때문이다.

2013년 IPTV 가입자는
전년대비 23.4% 증가

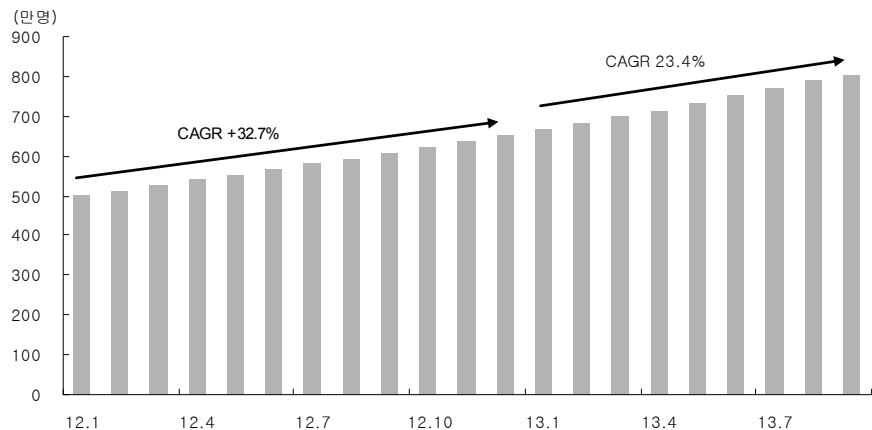
통신사업자들이 이동전화를 가장 큰 수익원으로 생각한다면 유선에서는 IPTV를 매우 중요하게 생각하고 있다. 국내 Pay View 시장이 새로운 시장은 아니다. 케이블, 위성 채널이 이미 오랜 기간 영업을 해 왔었다. 그럼에도 IPTV가 높은 성장을 기록하는 것은 이미 설치되어 있는 초고속인터넷망을 통해 서비스가 즉시 가능하고, 확실한 마케팅 정보로 접근성이 높았기 때문이다. 2012년 32.7% 성장한 IPTV 가입자는 2013년에도 23.4%의 성장세를 기록할 것으로 추정한다.

그림 7. 초고속인터넷 가입자 추이



주 : CAGR은 전월대비 누계. 자료: KTOA, IBK투자증권

그림 8. IPTV 가입자 추이



주 : CAGR은 전월대비 누계. 자료: KTOA, IBK투자증권

ARPU 상승, 비용 통제

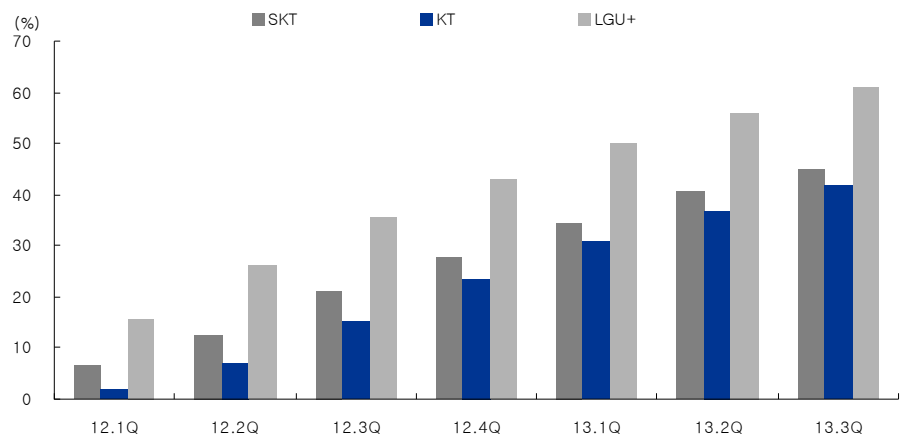
서비스 시작 2년만에 LTE 가입률 47.3%

LTE 가입자와 ARPU는 정의 관계. 가입률이 가장 높은 LGU+가 ARPU 상승폭도 가장 커

국내에 LTE가 시작된 시점은 2011년 4분기로 이때 가입률이 2.3%였는데, LTE가 시작된 지 2년 만에 47.3%가 되었다. 사업자 별로는 LGU+가 61%로 가장 높고, SK텔레콤과 KT가 각각 45.1%, 41.8%를 기록하고 있다.

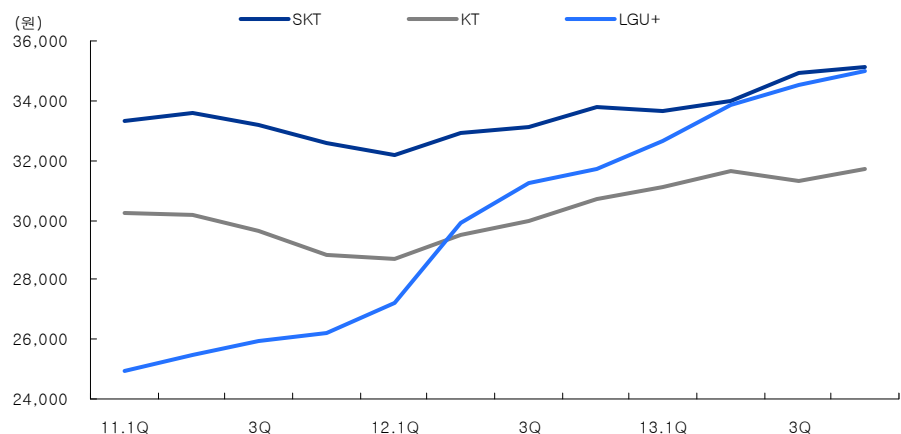
LTE 가입자가 늘어나자 ARPU도 상승 추세가 지속되고 있다. LTE(4G)는 통신요금이 3G 스마트폰보다 높아졌으며, 요금할인을 통한 마케팅 경쟁이 지양되면서 ARPU에 플러스 영향을 주었다. LTE 시대를 대비해 준비를 해왔던 LGU+는 초기 시장 선점으로 LTE 가입자가 빠르게 증가했고, ARPU도 같은 궤적을 나타냈다. SK텔레콤도 초기 시장에 대응은 잘했으나, 절대 가입자가 많은 상황에서 LTE 전환 고객이 기존 고 ARPU 고객들로 LTE 효과가 초기에는 크지 않았지만, 가입자가 누적되면서 상승세로 전환하였다. 반면 초기 대응이 늦었던 KT는 본격적으로 가입자가 늘기 시작한 2012년 4분기부터 회복세를 나타내고 있다. 결국 LTE 가입자는 ARPU에 플러스 영향을 미쳤다.

그림 9. LTE 가입률



주 : 전체 가입자 대비. 자료: 각 사, IBK투자증권

그림 10. ARPU 추이



주 : ARPU는 통화+데이터이며 가입비는 제외, MVNO 가입자와 수익은 제외
자료: 각 사 발표 기준, IBK투자증권

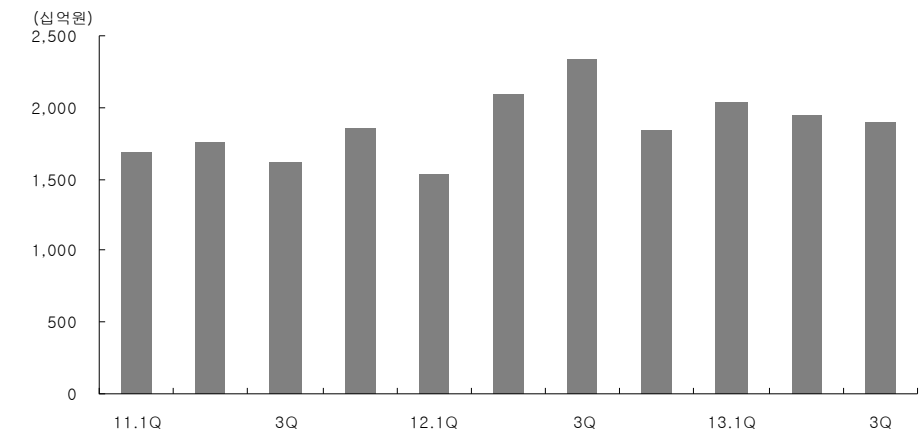
2013년 마케팅은 안정

LTE 가입자 늘어나는데 마케팅이 지대한 영향을 미쳤으나, 그만큼 수익에도 큰 부담을 주었다. LTE 서비스가 시작된 이래 가장 경쟁이 치열한 시점은 2012년 3분기였다. 새로 출시된 갤럭시S3는 소비자들에게 반응이 좋았고, 선점효과를 최대한 누리하고자 하는 통신사업자의 전략에 맞아떨어져, 해당 분기에 통신 3사의 마케팅비용은 2,3조원 이상이 지출되었다. 이후 보조금 규제가 강화됨으로써 마케팅은 1,9조원 수준으로 떨어지는 등 안정세가 유지되었다.

마케팅과 수익은 부의 관계

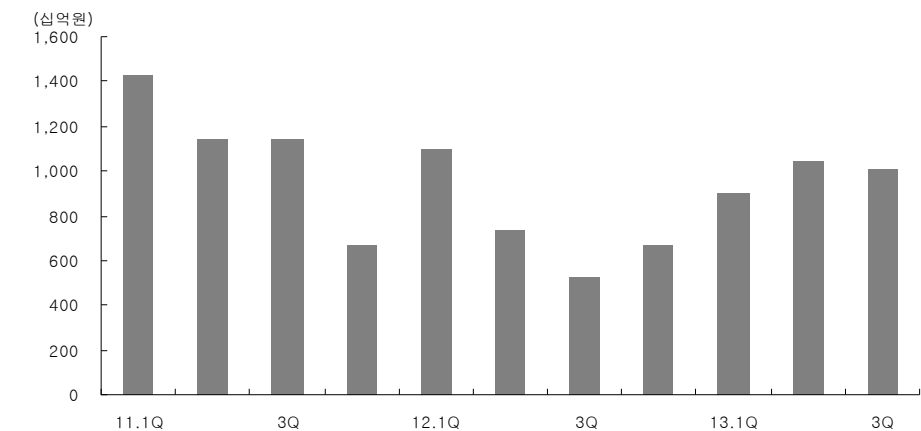
마케팅이 강해지면 가입자는 늘어나, 그만큼 단기 비용 부담이 커진다. 가입자가 지불하는 ARPU는 24~30개월 나눠서 들어오지만, 보조금은 한꺼번에 지급되기 때문이다. 마케팅비용과 영업이익은 부의 관계를 갖는다. 마케팅이 매우 과열되어 있었던 2012년 3분기에 영업이익이 가장 낮은 것을 그래프를 통해 확인할 수 있다. 반대로 마케팅이 안정을 찾은 2013년에는 수익이 개선되었다.

그림 11. 마케팅비 추이



주 : 마케팅비용은 판매수수료와 광고선전비, 마케팅비용은 별도기준
자료: 각 사 실적자료, IBK투자증권

그림 12. 영업이익 추이



주 : 영업이익은 연결 실적 기준
자료: 각 사 실적자료, IBK투자증권

주요 이슈

요금인하를 위한 노력 지속	통신 요금을 내리기 위한 노력이 지속되었다. 신규 가입 혹은 번호이동을 할 때 내는 가입비가 순차적으로 줄어 2015년에 완전 폐지될 예정이다. 금년 3분기부터 40%가 내려갔으며, 내년에 30%가 추가 인하된다. 알뜰폰의 유통채널 확대도 요금 인하 효과를 기대하는 한 부분이다. 우체국에서 판매를 대행하는 등 유통채널을 확대함으로써 이용자의 접근을 용이하게 만들었다.
통신의 수익원이 음성에서 데이터로 인식되는 첫 시발점	2013년은 통신의 주력 서비스가 음성에서 데이터로 바뀌는 전환점이라 볼 수 있다. 통신 3사가 69,000원 요금 이상에서 음성통화를 망내외 무제한 사용할 수 있는 요금제를 출시하였다. 대신 데이터 제공은 타이트하게 관리한다는 방침이다. 하반기에 데이터 두 배 더주기, 중저가 대에서 데이터 더 주기 등이 있었으나, 이는 데이터 사용을 촉진시키기 위한 일시적인 프로모션으로 데이터 퍼 주기로 확산되지 않았다. 실제 데이터 두 배 더 주기는 프로모션 기간이 끝나면서 폐지되었다.
보조금 과열을 주도한 사업자에 차등 제재	2013년 초 통신 3사가 22~24일간 영업정지를 당했음에도 보조금 경쟁이 여전한데 따라 마케팅 과열을 주도한 사업자에게 중과를 하겠다는 방침을 방송통신위원회가 실행에 옮겨 통신사업자들을 당혹하게 했다. KT는 지난 7월말 과징금 외에 영업정지가 추가되었다. KT만 정지가 된 것으로 이 제재 이후 통신사업자들의 마케팅 전략은 변화가 생겼다.
마케팅은 리텐션 위주로 진행	지금까지 통신사업자의 마케팅은 주로 보조금 위주였으나, 2013년 2분기부터는 리텐션 마케팅이 주류를 이루고 있다. 확보한 가입자에 마케팅을 강화하는 것으로 그 동안 기기변경 가입자에게는 신규나 번호이동보다 혜택이 적었으나, 혜택을 동일하게 제공한다. 이로 인해 해지율이 하락하고, 번호이동가입자가 감소하는 효과가 나타났다.
주파수 경매 결과. 통신 3사는 LTE-A와 광대역LTE 서비스 병행	2013년 가장 큰 관심사 중 하나였던 주파수 경매는 SK텔레콤과 KT가 1.8GHz대역을 확보하고, LGU+는 2.6GHz대역에서 넓은 대역을 비교적 저렴한 가격에 낙찰받았다. 이번 주파수 경매에서 최대의 관심사는 KT가 광대역LTE를 할 수 있는 1.8GHz대역의 확보 여부였다. 결국 KT가 광대역LTE를 할 수 있는 대역을 확보했지만, SK텔레콤도 1.8GHz대역을 확보함으로써 마케팅의 효과는 희석된 느낌이다. KT는 1.8GHz대역을 LTE 주력망으로 사용하고, SK텔레콤도 1.8GHz대역을 보조망으로 사용하고 있어 큰 투자없이 광대역LTE가 가능해졌다. 이에 LGU+도 2.6GHz대역에서 광대역LTE를 서비스한다고 밝히고, 2014년 7월까지 전국망을 갖출 예정이다. 이로써 통신 3사는 광대역LTE를 모두 서비스하게 되어 LTE-A와 광대역LTE가 공존하게 되었다.

2014년 Outlook

가입자 / 증가세 지속

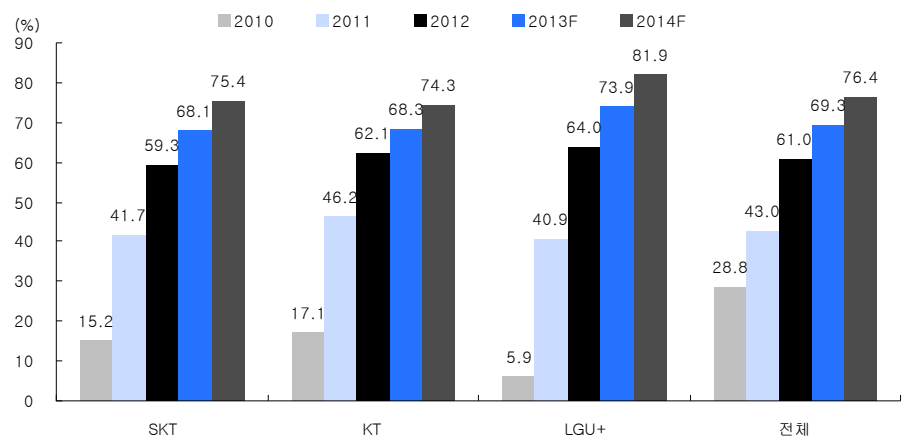
자연 증가분과 테블릿PC
수요 증가로 이동통신
가입자 증가

2014년 이동통신서비스 전체 가입자는 증가폭이 지난해 2%에서 1.8%로 다소 둔화되겠지만, 자연 증가분과 테블릿PC 수요 등으로 꾸준히 증가할 전망이다. 테블릿PC의 경우 와이 파이 전용이 아닌 경우 전화번호가 부여되어 한 가입자로 취급한다. 스마트폰을 가진 고객이 테블릿PC를 추가할 경우 두 개의 전화번호를 갖게 되어 통신사업자에는 한 가입자 늘어나는 효과가 생긴다. 전송속도가 빨라지고, 콘텐츠가 많아짐으로써 테블릿PC도 수요가 늘어날 전망이다.

스마트폰 위주로 라인업
구성. LTE 가입률 상승

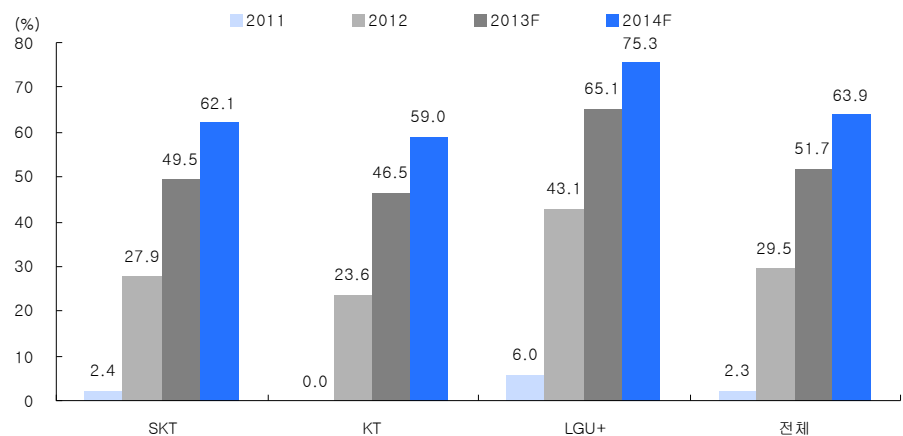
제조사뿐만 아니라 통신사업자도 스마트폰 위주로 제품 라인을 구성함으로써 스마트폰 사용률은 계속 높아질 전망이며, LTE-A와 광대역LTE로 LTE 가입률도 2013년 평균 51.7%에서 2014년에는 64%에 이를 것으로 전망한다.

그림 13. 스마트폰 사용률 전망



주 : 스마트폰 사용률 = 스마트폰 사용자/전체 가입자
자료: 각 사 자료, IBK투자증권

그림 14. LTE 가입률 전망



주 : 가입률은 전체 가입자 기준
자료: 각 사 자료, IBK투자증권

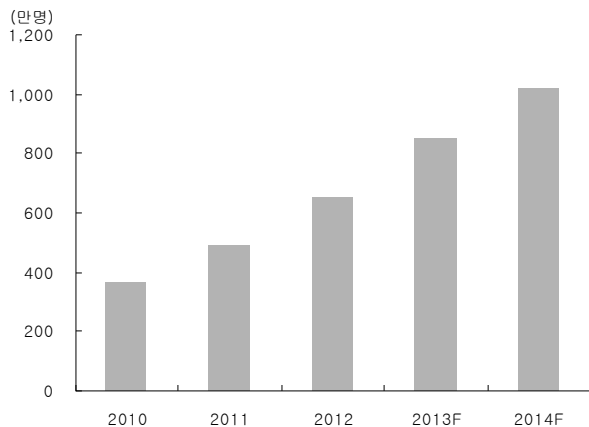
초고속인터넷은 기가급
속도로 가입자 꾸준히 증가

2014년 유선서비스의 마케팅은 2013년과 비슷한 양상이 예상된다. 초고속인터넷과 IPTV에 마케팅이 집중될 것으로 전망한다. 초고속인터넷은 한 가구당 한 개 이상 라인이 추가될 것으로 본다. IPTV 가입자가 늘고, 교육방송 시청으로 추가 라인 수요가 발생하기 때문이다. 더구나 전송속도가 기가급으로 업그레이드되면서 속도에 만족도가 높아지는 것도 가입자 증가에 큰 도움이 될 전망이다.

IPTV는 유선뿐만 아니라
모바일에도 중요 서비스로
부각. 가입자 증가세 지속

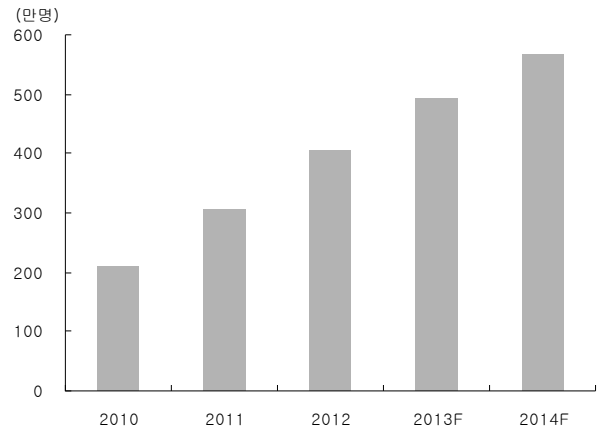
통신사업자는 자체 서비스에서 IPTV를 가장 대표적인 킬러 어플리케이션으로 생각한다. 유선뿐만 아니라 모바일에서도 IPTV 기능을 확장할 계획이다. IPTV 가입자는 2012년 33% 증가한 데 이어 2013년에도 30%, 2014년에도 20% 성장이 예상된다. IPTV는 유료TV시장에서 후발주자임에도 결합서비스를 바탕으로 높은 성장세를 나타내고 있다. 초고속인터넷 가입자를 기준으로 IPTV 가입자의 비중은 2012년 43%에서 2013년 52%로 추정되며 2014년에는 더 늘어날 전망이다. 아직은 손익분기점에 도달하지 못한 것으로 추정이 되나, 내년 상반기 이후에는 손익분기점을 넘어설 전망이다. KT가 60% 이상 점유한 상황에서 SK브로드밴드와 LGU+가 적극적인 영업으로 점유율이 높아지는 추세다.

그림 15. IPTV 가입자 전망



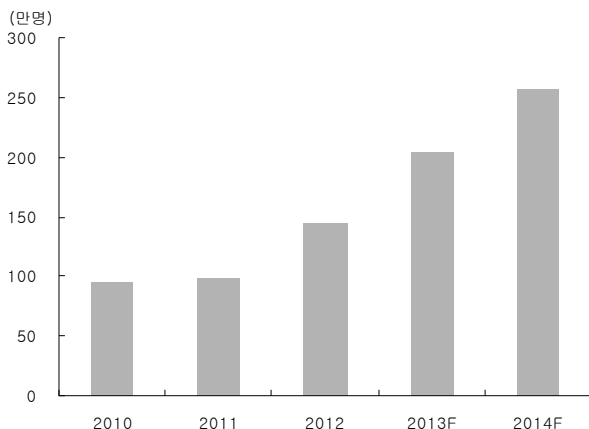
자료: KTOA, 통신 3사, IBK투자증권

그림 16. KT의 IPTV 가입자 전망



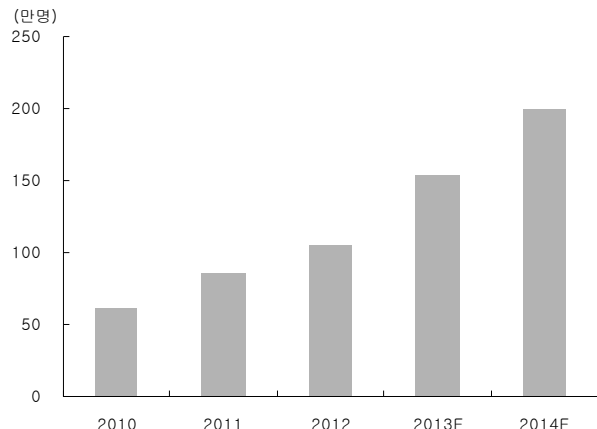
자료: KTOA, KT, IBK투자증권

그림 17. SK브로드밴드 IPTV 가입자 전망



자료: KTOA, 통신 3사, IBK투자증권

그림 18. LGU+ IPTV 가입자 전망



자료: KTOA, KT, IBK투자증권

마케팅 / 규제와 리텐션으로 안정 기조

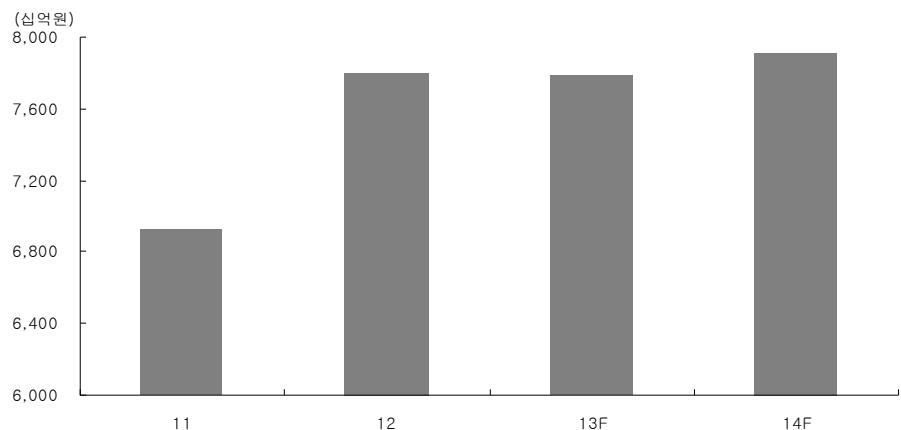
보조금 위주의 마케팅은
자연스럽게 축소

통신서비스의 마케팅은 방법이 여러가지가 있다. 우리가 알고 있는 보조금외에도 요금할인, 데이터 더 주기 프로그램 등이 있는데, 이중 보조금을 주시한다. 구매력을 자극하는 가장 적극적인 방법이며, 시장 과열의 주범이기도 하다. 보조금 위주의 마케팅은 한계에 다다랐다고 본다. 가입률이 100%를 넘은 상황에서 새로운 스마트폰이 출시되지만, LTE 서비스가 3년째 접어들고, 통신 3사가 비슷한 서비스를 제공하면서 보조금으로 얻는 수익이 과거처럼 크지 않다. 그리고 규제도 더욱 엄격해지고, 강해지기 때문이다. 과열된 보조금에도 통신사업자의 가입자 점유율은 차이가 없었다. 다 같이 보조금을 쓰기 때문이다.

리텐션 마케팅은
2014년에도 지속

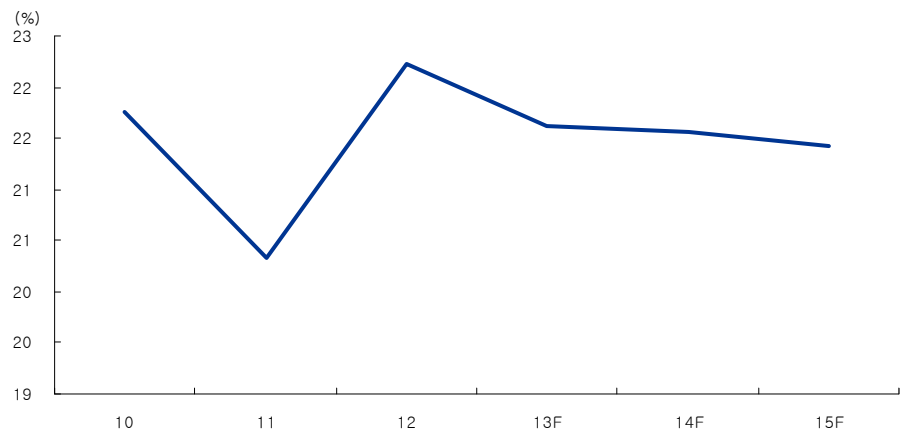
2014년 자의든 타의든 보조금이 인색해지면서 굳이 사업자를 옮겨야 할 이유도 크지 않아 번호이동가입자는 줄 것으로 전망한다. 대신 기기변경 가입자에 혜택이 늘어난 리텐션 마케팅이 지속될 전망이다. 번호이동가입자가 줄어 마케팅비용이 감소할 것 같지만, 기기변경에 혜택이 커지면서 마케팅비 절대금액은 현 수준내지 소폭 많아질 수 있다. 그렇지만 매출액 대비 마케팅비 비중은 내려갈 전망이다.

그림 19. 마케팅비 전망



주 : 통신 3사(SKT, KT, LGU+) 합산 자료: 각 사 자료, IBK투자증권

그림 20. 마케팅비 비율



주 : 마케팅비 비율은 매출액대비 마케팅비용. 통신 3사(SKT, KT, LGU+)의 마케팅비 비율 평균 자료: 각 사 자료, IBK투자증권

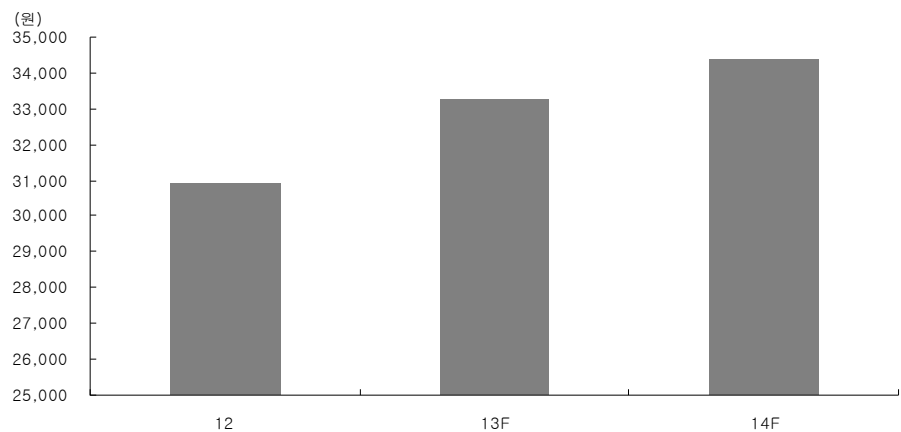
수익 / LTE 가입자와 비용 통제로 개선 추세 이어질 전망

LTE 가입자 증가
LTE는 수익에 플러스

2014년에도 성장의 축은 LTE 가입자다. 3년차에 접어든 LTE서비스는 가입자의 성장 여력이 충분하다는 판단이다. 2013년 3분기 기준 국내 LTE 가입자는 2,565만명으로 전체 가입자에서 47%이며, 스마트폰을 사용하는 비 LTE 가입자가 1,100만명으로 이 가입자들은 단말기 교체 주기가 다가올 때 LTE 전환 가능성이 매우 높은 고객으로 분류할 수 있다. 이외에 3G 일반폰을 사용하는 고객도 1천만명이 있어 마케팅 대상은 충분하다. 가입자의 사업자 이동이 리텐션 마케팅으로 현저히 줄어든다는 가정에서 스마트폰을 사용하는 비 LTE 가입자는 SK텔레콤이 가장 많고, 그 다음이 KT, LGU+순인데, LGU+는 3G망이 없지만 스마트폰 위주로 제품 라인업을 구성함으로써 2G 가입자들이 우선 대상자가 된다.

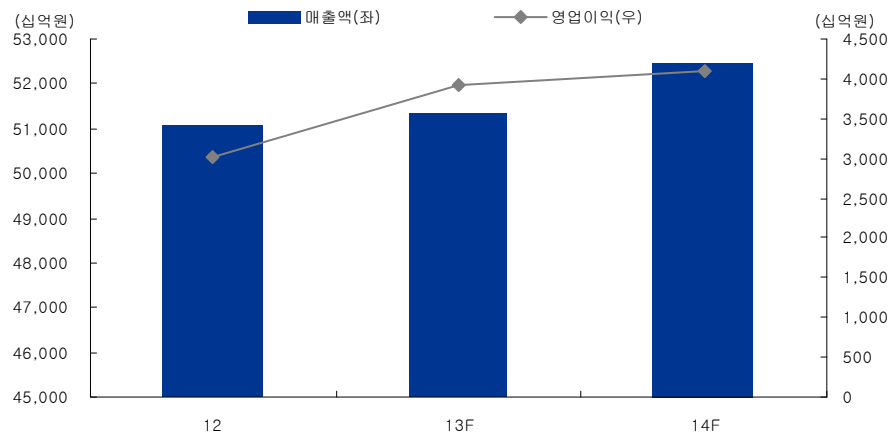
ARPU는 LTE 비중이 늘어 상승 추세가 이어질 전망이다. 보조금 경쟁을 지양하고, 단말기 교체 주기가 길어질 것으로 전망함에 따라 매출은 단말기 수익 등이 줄어 정체내지 감소할 가능성이 있으나, 수익은 비용 통제로 개선될 전망이다.

그림 21. ARPU 전망



주 : 통신 3사(SK, KT, LGU+) 평균 데이터, 이동전화수의 기준으로 회사측 발표치와 차이가 있을 수 있음
자료 : 각 사 실적발표, IBK투자증권

그림 22. 수익 전망



주 : 통신 3사(SK, KT, LGU+) 연결 실적 합산
자료 : 각 사 실적 발표, IBK투자증권

네트워크 / LTE-A와 광대역LTE가 공존

통신 3사는 LTE-A와
광대역LTE를 서비스
네트워크에서 차별성이
크지 않아

2014년 네트워크의 가장 큰 화두는 광대역LTE의 전국 서비스로 2014년 7월 전국에서 서비스될 예정이다. SK텔레콤과 LGU+가 서비스 시기를 당기지 않는 한 이미 광대역LTE 전국 서비스가 가능한 KT가 7월부터 서비스를 할 수 있기 때문이다. LTE의 보완재이자 광대역LTE의 대응으로 생각되었던 LTE-A가 광대역LTE와 공존한다. 동일 주파수 대역에서 서비스가 진행된다면 지역적으로 광대역LTE가 우선이고, LTE-A는 차선이다. 기존 주파수 대역에서 활용이 가능한 SK텔레콤과 KT뿐만 아니라 LGU+도 광대역LTE를 준비해 무선 네트워크에서 사업자간 차별화는 크지 않을 것 같다.

CAPEX는 감소 추세

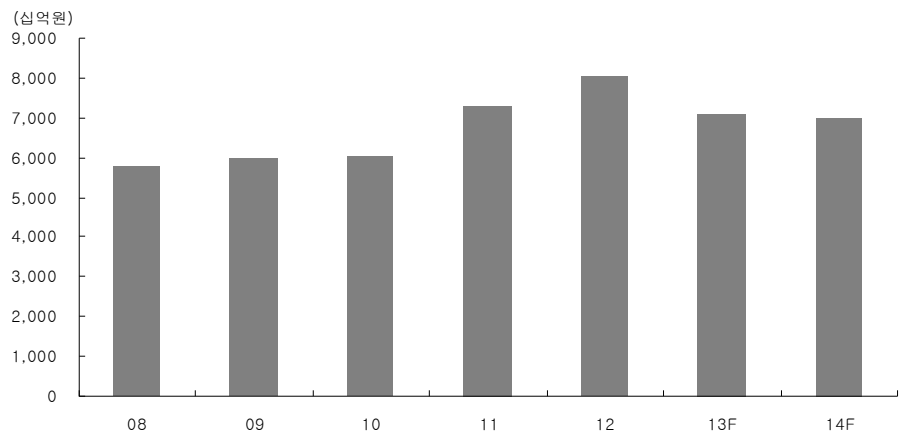
CAPEX는 2012년을 정점으로 감소할 전망이다. 다만 2014년에는 광대역LTE 투자로 전년 수준을 유지할 가능성이 있으나, 트렌드는 감소 추세이다. 사업자별은 SK텔레콤과 KT가 감소내지 전년수준을 유지하나, LGU+는 신규 주파수에서 광대역LTE를 투자함으로써 증액될 가능성이 있다.

표 1. 통신사별 주파수 및 사용 현황

회사명	주파수대역	대역폭(MHz)	서비스 용도	가입자비중
SK텔레콤	800MHz	10	2G	15%
		20	LTE	45%
	2.1GHz	60	WCDMA	40%
	1.8GHz	35	광대역LTE, LTE-A	
	2.3GHz	27	Wibro	
KT	1.8GHz	35	광대역LTE	42%
	2.1GHz	40	WCDMA	58%
	900MHz	20	LTE-A	
	2.3GHz	27	Wibro	
LGU+	1.8GHz	20	2G	39%
	800MHz	20	LTE	61%
	2.1GHz	20	LTE-A	
	2.6GHz	40	광대역LTE	

주 : LTE 가입자 비중은 LTE, 광대역LTE, LTE-A를 모두 포함한 수치
자료: 각 사, IBK투자증권

그림 23. CAPEX 전망



주 : 통신 3사(SK, KT, LGU+) 합산 기준 자료: 각 사, IBK투자증권

주요이슈

알뜰폰(MVNO)에 관심이
높아져. 그러나 MNO에
부정적이지만은 않다

2014년은 주파수 경매와 같이 대규모 자금 수요가 발생하는 특별한 이벤트는 없는 대신 유통구조 개선, 보조금 규제의 법제화, 망 중립성 등이 주요 이슈로 부각될 것 같다. 통신사업자(MNO)로부터 네트워크를 빌려 통신사업을 하는 MVNO를 국내에서는 알뜰폰이라 하는데, 우체국에서 판매를 대행하는 등 정책적 도움으로 가입자가 2백만명을 넘어 성장세가 지속될 듯하다. 2013년말 기준 국내 알뜰폰 가입률은 5% 내외로 추산하는데, MNO에 위협적인 수준은 아닐 것으로 본다. 통신서비스가 음성통화에서 데이터로 주력 서비스가 바뀌는 상황에서 알뜰폰의 경우 데이터 제공량이 많지 않아 주로 음성통화 위주의 저가 요금대를 선호하는 고객에 만족도가 높을 것 같다. 따라서 낮은 요금을 선호하는 고객에게 선택의 폭이 넓어짐으로써 MNO에 요금인하 압박은 크지 않을 전망이다.

단말기 유통구조의 변화는
통신사의 경쟁력에
무관하며, 수익에는 긍정적

이미 시행 중인 이동전화 단말기 자금제가 좀 더 활성화될 전망이다. 이용자가 장소에 구애 없이 단말기를 구입해 희망하는 통신사와 요금제를 선택하여 이용하는 제도로서 보조금을 받는 대신 높은 요금대를 선택하는 부담을 줄일 수 있게 된다. 따라서 보조금을 받지 않아 단말기 구입 비용이 커지게 되는데, 지금과 같이 단말기 상태를 고려치 않은 교체 주기가 합리적으로 바뀔 가능성이 크다. 또한 데이터 사용이 많아지는 시대로서 요금단계별 데이터 제공량과 통신사의 월 평균 데이터 사용량을 대비할 때 현 주력 요금대가 내려가지는 않을 것 같다. 즉 유통구조의 변화는 통신사업자에 불리할 것이 없다는 판단이다.

보조금 규제 법제화는 시장
안정화에 큰 도움이 될 듯

통신사업자에게 보조금은 어쩔 수 없다는 표현이 맞을 것 같다. 과열을 주도한 사업자에 중과를 하는 규제에 반감이 없다는 것에서 알 수 있듯이 보조금을 규제하는 것은 통신사의 부담을 덜어주는 긍정적 포인트다. 그런 보조금 규제를 법제화하는 것은 지금보다 규제 강도가 좀 더 강해질 수 있지만, 결과적으로는 시장 안정과 수익 개선을 기대할 수 있어 긍정적이라 판단한다.

트래픽이 늘어날수록 망
중립성이 부각

통신망은 한정된 자원으로써 데이터 트래픽이 기하급수적으로 늘어날 가능성이 높아 합리적인 관리와 이용이 필요하다. 이에 트래픽 관리의 투명한 기준안에 관심이 높아지며, 이미 다수의 이용자를 보호하고, 공평한 인터넷 이용환경을 보장하기 위해 초다량 이용자의 트래픽을 통신사업자가 관리할 수 있는 것이 망 중립성이 부각되는 시작이라 본다.

그림 24. 알뜰폰



자료: 방송통신위원회

그림 25. 단말기 자금제



자료: 방송통신위원회

투자전략

주가 상승을 견인한 포인트는 여전히 살아있다

성장의 Key. LTE 가입자는
증가세가 지속될 전망

LTE 서비스로 ARPU가 상승했고, 수익이 개선되어 통신업 주가도 크게 상승하였다. LTE가 처음 시작할 때보다는 가입자 증가세가 둔화되었지만, 여전히 성장 여력이 충분하다는 판단이다. 앞서 언급했듯이 스마트폰을 사용하는 가입자 중 비 LTE 가입자가 1천만명에 달하고, 이 가입자 대부분이 단말기 교체 시기가 다가오고 있다. 설사 단말기가 견재하다 하더라도 LTE가 LTE-A와 광대역LTE로 전송속도가 최대 5배 이상 빨라 구매력을 자극하기 충분하기 때문이다. 더구나 지금 전환하는 가입자는 비교적 저 ARPU 고객으로 수익에 기여도가 크며, 현재 LTE 가입자 평균 가입 요금보다 낮은 요금대에 가입하더라도 수익에 미치는 기여도는 조기수용자(Early Adopter) 못지 않다.

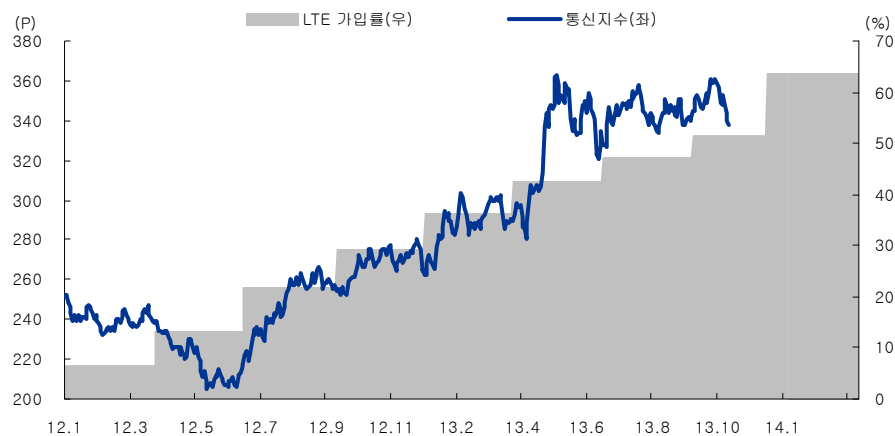
수익의 Key. 마케팅은
안정세가 유지

마케팅은 통신사에 유리할게 전개될 것으로 전망한다. 약간의 경쟁과 과열은 가입자 증가로 이어질 수 있어 꼭 나쁘게 볼 필요는 없다. 과열의 강도와 기간이 문제인데, 이는 규제와 법제화 등으로 적절히 조절이 될 전망이다. 빠른 전송속도와 지금보다 더 다양한 콘텐츠가 가입자의 LTE 전환을 유도할 것이며, 가입자 증가폭이 더디더라도 통신사업자의 수익은 매출이 유지되는 상황에서 비용 통제로 더 좋아질 가능성이 높다.

통신과 비통신의 융합은
시대의 대세

2014년을 전망하면서 2015년을 전망하는 것은 시기상조이나, 통신사업자의 수익은 비교적 단순한 구조로서 LTE 증가로 2014년의 성장을 설명할 수 있으나, 그 이후에는 다소 궁색해질 수 있다. 통신사는 3G에서 성장성 둔화의 걱정을 이미 경험한 바 있어 2~3년전부터 비통신부문에서의 성장모멘텀을 준비해 왔다. 과거 통신에서 성장성이 둔화되어 이종산업과의 융합을 언급할 때는 인프라가 갖춰지지 않아 이종산업이 굳이 통신과 연계할 필요가 없었다면 지금은 LTE로 무선에서의 전송속도가 유선에 버금갈 정도로 빨라짐에 따라 통신과 연계해 사업성이 충분하다고 느낀다. 비통신사업자들도 오프라인에서의 성장에 한계를 느껴 온라인에서의 사업모형을 필요로 한다. 비통신사업자가 통신사와 네트워크를 찾는 시대가 바로 우리 앞에 와 있다.

그림 26. 통신업 지수와 LTE 가입률



자료: Quantiwise, IBK투자증권

2014년 상승세 지속

2014년 통신서비스 업종에
비중확대

통신뿐만 아니라 비통신을
고려해 SK텔레콤을
최선호주로 제시

통신업 지수는 2012년 상반기 바닥을 찍은 이후 1년 6개월 상승세를 지속하였다. 상승의 배경은 LTE 가입자가 빠르게 늘고, ARPU가 상승하였기 때문이다. 이시기에 마케팅은 강하게 시작해 점차 약해졌다. 이제 LTE 가입율이 절반을 넘었고, 그간의 상승 피로로 통신주를 불안하게 볼 수도 있지만, 그렇게 볼 필요가 없다는 판단이다. LTE 서비스가 초기를 넘어 중기에 접어들어 따라 가입율 상승폭은 둔화되겠지만, 가입자는 계속 증가할 것이다. 광대역LTE와 LTE-A의 빠른 전송속도가 구매력을 높여주기 때문이다. 통신업종의 가장 큰 리스크는 마케팅의 과열 여부가 아닌가 생각하는데, 보조금에 규제 강도와 통신환경을 고려할 때 마케팅은 안정 기조가 유지될 것으로 전망한다.

마케팅의 안정은 번호이동 가입자가 크지 않다는 것을 의미한다. 비슷한 서비스와 차별화 없는 단말기에서 기변에도 혜택이 큰 리텐션 마케팅이 지속되는 한 사업자를 굳이 바꿔야 할 이유가 없다는 것이다. 확보한 가입자에서 LTE 성장이 가장 클 사업자와 이를 바탕으로 비통신과 연계한 사업모델이 가장 잘 준비되어 있다고 판단하는 SK텔레콤을 통신주 중에서 최선호주로 제시한다. 네트워크의 우위를 바탕으로 비LTE 가입자의 LTE 전환이 많을 전망이고, 다양한 어플리케이션으로 데이터 트래픽도 계속 증가할 전망이다. 주주친화적인 정책은 더 강화될 것으로 전망한다.

표 2. 통신서비스 Valuation

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		SK텔레콤	KT	LG유플러스	SK브로드밴드
투자요건		매수	매수	매수	중립
목표주가(원)		300,000	43,000	15,000	-
주가(11/13)		225,000	33,000	11,150	4,340
시가총액(십억원)		18,168	8,617	4,868	1,284
배당금(2012년)		9,400	2,000	-	-
배당수익률(시가)		3.7	6.1	-	-
중간배당 유무		○	X	X	X
매출액	2012	16,300	23,790	10,905	2,486
	2013F	16,578	23,357	11,311	2,469
	2014F	17,014	23,495	11,645	2,564
영업이익	2012	1,760	1,214	127	68
	2013F	2,063	1,215	572	60
	2014F	2,283	1,310	675	88
자배주주 순이익	2012	1,152	1,057	-60	26
	2013F	1,821	517	329	14
	2014F	2,088	777	378	41
EPS	2012	14,263	4,048	-122	89
	2013F	22,558	1,980	754	46
	2014F	25,862	2,976	865	140
PER	2012	10.7	8.8	-	52.3
	2013F	9.9	16.5	15.3	95.5
	2014F	8.6	11.0	13.3	31.5
PBR	2012	1.7	1.0	1.2	1.1
	2013F	2.0	0.9	1.5	1.4
	2014F	1.7	0.8	1.3	1.3
EV/EBITDA	2012	4.4	4.3	4.8	4.7
	2013F	4.9	4.1	4.9	4.7
	2014F	4.5	4.0	4.6	4.2

주: SK텔레콤 배당수익률은 중간 배당금 1,000원 제외 자료: 각 사, IBK투자증권

해외 통신서비스 Valuation

글로벌 통신사업자의 M&A
등 변화가 많아

2013년 글로벌 통신서비스업계는 변화가 많았다. 일본 소프트뱅크가 미국 통신서비스 3위 사업자 스프린트를 인수했으며, AT&T는 립와이어리스를 12억달러에 인수했다. 립와이어리스는 700MHz 주파수를 보유한 이동통신사업자로 1998년 쉐림에서 분사하여 선불 이동전화서비스를 주력으로 미국 내 35개주에서 사업을 했었다. AT&T가 립와이어리스를 인수한 가장 큰 이유는 주파수와 저렴한 서비스를 위한 기반 마련에 있다고 본다. 이후 버라이즌으로부터 700MHz 대역을 추가 인수해 700MHz대역에서 LTE망을 구축할 계획이다. 우리나라도 방송용으로 사용하다 유휴대역으로 남는 700MHz대역에 관심을 갖는 이유가 세계적으로 이 주파수대역이 LTE로 많이 사용되어 경쟁력이 높을 것으로 전망하기 때문이다.

국내 통신사는 Valuation이
글로벌 대비 저평가

미국처럼 사업자끼리 주파수를 매매하는 것이 우리에게는 낯설지만, 주파수가 고갈된 이후에는 우리도 생각해 볼 이슈인 것 같다. 서비스가 음성 위주일 때에는 가입자 수가 중요했으나, 데이터 위주의 시대에서는 데이터 증가가 수익으로 연결되도록 수익구조가 만들어짐에 따라 성장이 지속되리라 본다. 그런 점에서 해외 통신사보다 밸류에이션이 낮은 국내사업자에 긍정적인 의미를 부여해도 괜찮을 것 같다.

표 3. 해외 주요 통신서비스 업체 실적 추정치

(단위: 미국달러, 백만달러, 배)

		AT&T	버라이즌	스프린트	NTT도코모	KDDI	소프트뱅크	차이나모바일	차이나텔레콤	차이나유니콤
현재가		35.2	50.2	7.0	15.9	60.0	76.2	10.4	0.5	1.5
시가총액		185,698	143,545	27,486	69,380	53,802	91,440	208,595	41,338	36,048
매출액	2012	127,434	115,846	36,005	54,098	44,322	40,886	88,819	44,864	39,452
	2013F	128,664	120,528	35,388	47,386	42,281	64,326	100,831	52,666	47,769
	2014F	131,074	125,241	35,555	47,899	44,046	74,679	106,697	57,586	53,722
영업이익	2012	12,997	13,160	-3,849	10,132	6,204	9,016	24,653	3,358	1,986
	2013F	22,933	25,721	-1,340	8,620	6,611	10,659	23,927	4,587	2,866
	2014F	24,111	28,145	474	8,782	7,379	10,735	22,659	5,281	3,821
EBITDA	2012	31,140	29,620	-	18,606	11,326	13,915	40,702	11,227	11,663
	2013F	41,279	42,263	5,273	16,207	11,717	18,720	41,767	15,929	13,940
	2014F	42,843	44,738	6,586	16,333	12,614	21,841	42,114	17,191	15,637
순이익	2012	7,264	875	-5,577	5,998	2,922	3,502	20,488	2,365	1,125
	2013F	13,578	8,053	-3,129	5,277	3,332	4,312	20,736	2,947	1,817
	2014F	14,058	13,423	-2,198	5,394	4,126	3,990	19,836	3,463	2,470
EPS	2012	1.3	0.3	-1.5	1.4	3.8	3.1	1.0	0.03	0.05
	2013F	2.5	2.8	-0.9	1.3	4.0	3.6	1.0	0.04	0.1
	2014F	2.7	3.5	-0.5	1.3	4.9	3.5	1.0	0.04	0.1
BPS	2012	16.5	11.6	2.4	13.9	31.2	14.0	5.8	0.5	1.4
	2013F	16.1	13.6	4.8	14.1	33.3	18.2	6.5	0.6	1.5
	2014F	16.6	9.8	4.0	14.8	37.0	21.0	7.0	0.6	1.6
PER	2012	14.6	19.3	-	12.3	9.2	8.6	11.3	19.3	33.3
	2013F	14.2	17.8	-	12.7	14.8	21.0	10.0	13.8	19.7
	2014F	13.1	14.5	-	12.4	12.1	21.8	10.4	11.7	14.5
PBR	2012	2.0	3.7	-	1.1	1.0	2.9	2.0	1.1	1.1
	2013F	2.2	3.7	1.5	1.1	1.8	4.2	1.6	0.9	1.0
	2014F	2.1	5.1	1.7	1.1	1.6	3.6	1.5	0.8	0.9
EV/EBITDA	2012	8.1	7.6	-	3.8	4.2	6.4	4.2	4.9	4.9
	2013F	6.3	5.7	10.2	4.2	5.4	8.9	3.3	3.5	3.9
	2014F	6.1	5.4	8.1	4.1	5.0	7.7	3.3	3.3	3.5

주: 11/12일 종가 기준 자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 27. 한국 주식시장에서의 통신업 비중



주: 시가총액 기준 자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 28. 미국 주식시장에서의 통신업 비중



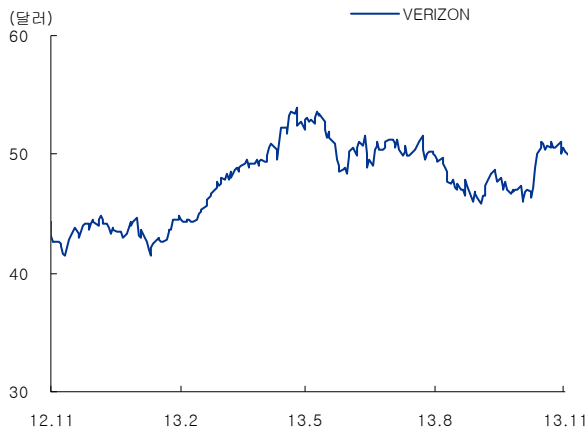
주: 시가총액 기준 자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 29. 일본 주식시장에서의 통신업 비중



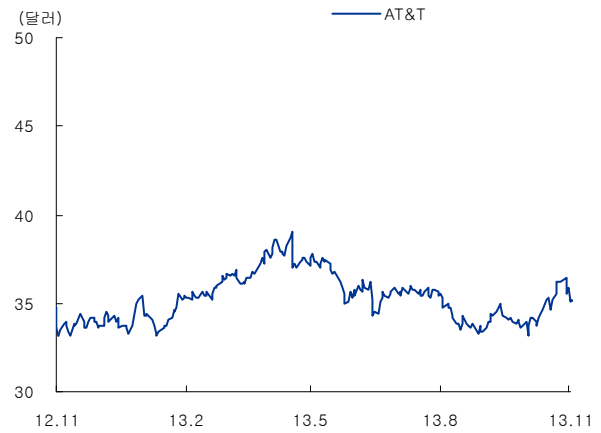
주: 시가총액 기준 자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 30. Verizon 주가



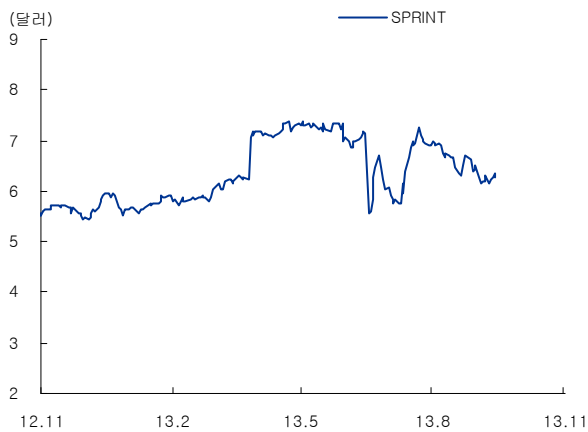
자료: Bloomberg

그림 31. AT&T 주가



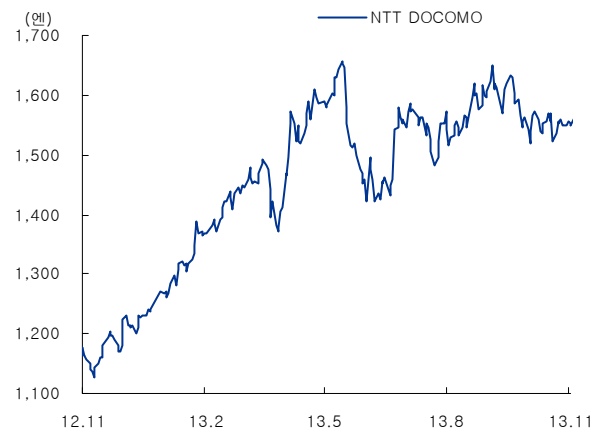
자료: Bloomberg

그림 32. SPRINT 주가



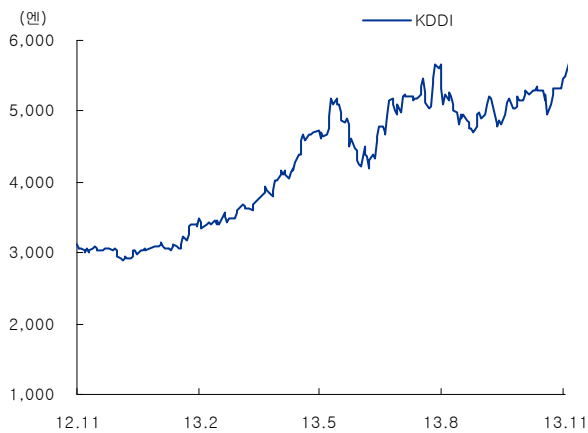
자료: Bloomberg

그림 33. NTT DOCOMO 주가



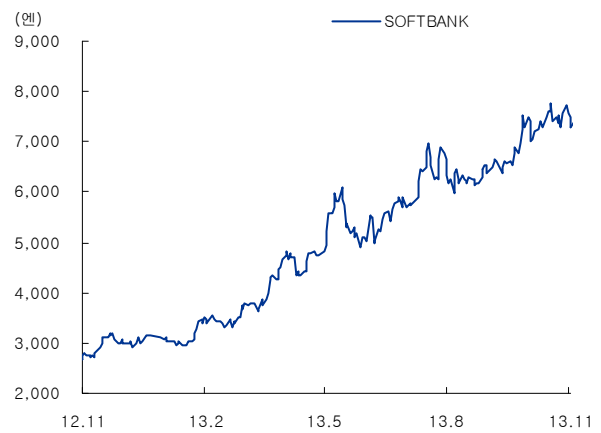
자료: Bloomberg

그림 34. KDDI 주가



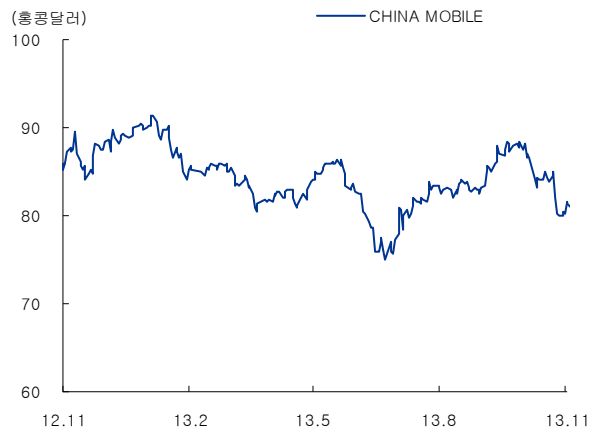
자료: Bloomberg

그림 35. SOFTBANK 주가



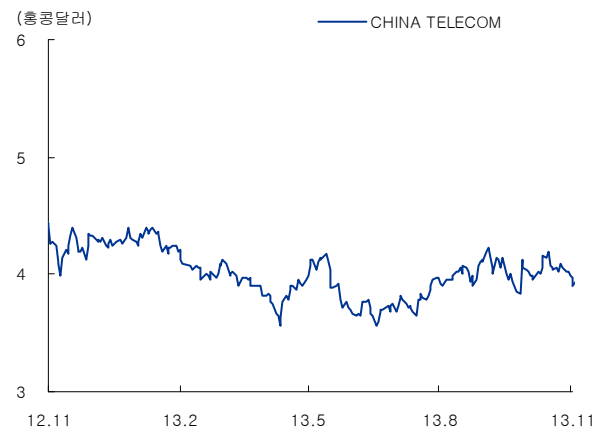
자료: Bloomberg

그림 36. CHINA MOBILE 주가



자료: Bloomberg

그림 37. CHINA TELECOM 주가



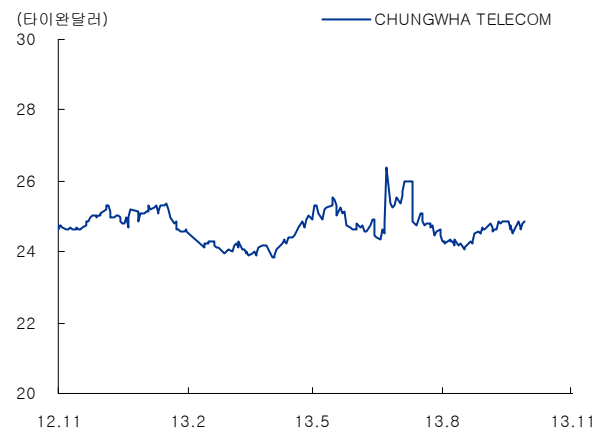
자료: Bloomberg

그림 38. CHINA UNICOM 주가



자료: Bloomberg

그림 39. CHUNGHWA TELECOM 주가



자료: Bloomberg



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
SK텔레콤 (017670)	매수(유지)	300,000원
KT(030200)	매수(유지)	43,000원

매수 (유지)

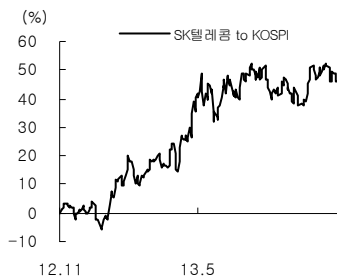
목표주가	300,000원
현재가 (11/13)	225,000원
KOSPI (11/13)	1,963.56pt
시가총액	18,168십억원
발행주식수	80,746천주
액면가	500원
52주 최고가	237,500원
최저가	148,000원
60일 일평균거래대금	42십억원
외국인 지분율	49.0%
배당수익률 (12.12월)	4.0%

주주구성	
SK 외 3인	25.22%
국민연금공단	6.10%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	0%	50%
절대기준	2%	-1%	44%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	300,000	300,000	-
EPS(13)	22,558	22,558	-
EPS(14)	25,862	25,862	-

SK텔레콤 상대주가 (%)



SK텔레콤 (017670)

미래의 뚜렷한 성장 방향성

성장을 위한 여건은 충분

2013년 3분기 LTE 누적 가입자는 1,227만명이며, 스마트폰 이용자는 1,792만명으로 LTE 가입자가 스마트폰을 사용하는 것을 감안하면 스마트폰을 사용하는 고객 중 564만명은 아직 3G망을 사용한다는 것을 의미한다. 이 고객들은 LTE 전환 우선 대상으로 볼 수 있다. 3G망에서 일반폰을 사용하는 가입자도 516만명으로 LTE 전환 가능 대상자가 약 1천만명이며, 이는 현재 LTE 가입자의 88% 수준으로 LTE의 성장 여력은 충분하다고 본다.

2013년 신규 사업이 전년대비 두 배 성장한 것으로 추정한다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 적지만, 성장폭은 의미가 있다고 본다. 2014년에도 솔루션 등에서 높은 매출 성장을 기대하며, 2013년말 B2B에서 B2C 마케팅이 확장되는 헬스케어도 의미있는 성장을 기대해 본다.

수익 개선 지속

마케팅은 계절성과 사업자간의 경쟁 상황에 따라 매우 가변적이다. 때때로 경쟁 강도가 강해질 수 있겠지만, 대체로 안정세가 유지될 전망이다. 마케팅이 강해야 하는 이유보다는 약할 이유가 더 많기 때문이다. ARPU는 가입자당 데이터 트래픽과 요금체계를 고려할 때 기존 가입자의 ARPU 변화 가능성은 적어 보이고 비LTE 가입자의 LTE 전환은 ARPU에 플러스 영향을 줌으로써 상승 추세가 지속될 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 30만원(유지)

지배적 사업자로 네트워크에서의 높은 경쟁력이 유지되고, 전체 가입자의 점유율에 변화가 없이 리텐션 마케팅에 주력함으로써 LTE를 중심으로 성장 여력이 충분하다는 판단이다. 비통신분야에서도 사업 모델이 확장되어 성장과 수익에 도움을 줄 전망이다. 투자의견 매수와 목표주가 30만원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	15,988	16,300	16,578	17,014	17,516
영업이익	2,131	1,760	2,063	2,283	2,421
세전이익	2,183	1,551	2,090	2,629	2,549
지배주주순이익	1,613	1,152	1,821	2,088	2,012
EPS(원)	19,975	14,263	22,558	25,862	24,916
증가율(%)	16.9	-28.6	58.2	14.6	-3.7
영업이익률(%)	13.3	10.8	12.4	13.4	13.8
순이익률(%)	9.9	6.8	10.9	12.3	11.5
ROE(%)	14.0	9.8	14.4	14.7	13.0
PER	7.1	10.7	9.9	8.6	9.0
PBR	1.7	1.7	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	3.6	4.4	4.9	4.5	4.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

성장 여력은 충분

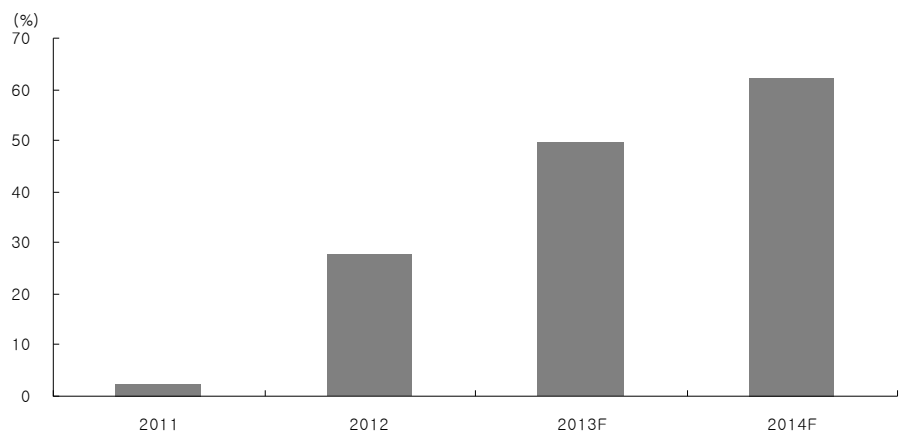
LTE 전환 대상자가 우선
대상자 564만명을 포함해
총 1천만명이 존재

SK텔레콤의 2013년 3분기 LTE 누적 가입자는 1,227만명으로 전체 가입자중 45%이며, 스마트폰 이용자는 전체 가입자중 66%에 이르고 있다. LTE에 가입한 고객은 스마트폰을 사용한다. 그러면 스마트폰 이용자중 LTE 가입자를 제외한 나머지 이용자들은 3G 서비스를 사용하는 것으로 이미 대화면 디바이스를 사용한 경험이 있어 단말기 교체 주기가 다가올 때 대부분이 LTE를 선택하리라 본다. 이런 가정을 바탕으로 스마트폰을 사용하는 고객 중 비LTE 가입자가 564만명이고, 3G에서 일반폰을 사용하는 가입자가 516만명이다. 해지율이 떨어지면서 고객 이탈이 크지 않은 상황으로 LTE 전환 대상 고객이 1천만명 정도가 아직 있다. 이 수치는 현재 LTE를 사용하는 고객의 88%로 결코 적은 수가 아니다. LTE 가입율은 2013년 전체 가입자에 절반에 이를 것이며, 2014년에는 62%를 예상한다.

솔루션 등 신규 사업에서
성장 폭 확대. 그리고
헬스케어 등 융합사업에서
의미있는 결과 기대

2013년 신규 사업이 B2B 호조 등으로 전년대비 두 배 정도 성장할 것으로 추정한다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 아직 크지 않지만 성장폭에서는 의미가 있으며, 콘텐츠 사용이 많아지는 시대를 감안할 때 성장폭은 더욱 커질 전망이다. 또한 비통신산업과의 컨버전스를 꾸준히 추진했으며, 그 중 헬스케어가 B2B에서 B2C로 영업을 확장하여 2014년에는 이를 눈여겨 볼 필요가 있다. 수익에 직접적인 영향보다는 가입자 확보와 유지 등 간접적인 영향이 클 것으로 본다.

그림 40. SK텔레콤 LTE 가입률



자료: SK텔레콤, IBK투자증권

수익 개선 기대

마케팅은 강해질
이유보다는 안정될 이유가
훨씬 많다

마케팅은 안정될 것으로 보는데, 이유는 첫째, 정부의 규제 의지가 매우 강하다. 과열을 주도한 사업자에 중과를 하고 있어 특히 SK텔레콤은 지배적 사업자로서 매우 조심스러울 수밖에 없다. 둘째, LTE 서비스가 시작된 지 3년차에 들어간다. 가입률을 계속 높여가야 하지만, 방법에서 무리수를 두면 역효과가 더 클 것이라는 것을 회사는 알고 있다. 셋째, 단말기 라인업에서 LTE 스마트폰이 대부분을 차지해 선택의 폭이 좁다. 넷째, LTE는 LTE-A, 광대역LTE로 전송속도가 진화하여 한번 사용해 본 사람은 이탈이 어렵고, 추가 ARPU에도 만족도가 높아 가입자 스스로 관심을 가질만한 서비스이기 때문이다. 마케팅의 안정에서 최대 변수는 통신사업자 자신들이 아닐까 생각한다. 간간히 마케팅이 강해질 수는 있겠지만, 대체로 안정세가 유지될 것으로 본다.

리텐션 마케팅 = 해지율
하락

2013년부터 리텐션 마케팅이 강화되면서 해지율이 하락하였다. 자연스러운 이동은 있겠지만, 보조금 등의 이유로 이동이 많아지는 것은 아닐 것 같다. 통신 3사가 비슷한 서비스와 스마트폰을 구비함으로써 과거보다 사업자를 옮겨야 할 이유가 적어지기 때문이다. 아마 낮은 ARPU 고객들이 알뜰폰으로 넘어가는 경우는 지금보다 많아질 가능성이 있으나, 이 경우에도 유무선 결합서비스를 고려할 때 실익을 고민하게 되어 증가폭은 제한적일 것으로 보며, 사업자의 수익에 미치는 영향도 크지 않을 전망이다.

2014년 실적 개선 기대

2014년 수익은 계속 좋을 것으로 전망한다. 가입자당 데이터 트래픽과 통신요금 체계를 고려하면 기존 가입자들의 ARPU 하락 가능성은 상당히 제한적이다. LTE 증가폭은 줄겠지만, 증가세는 유지가 될 것이며, 신규 사업은 성장세가 지속될 것으로 본다. 마케팅은 매우 가변적이나, 규제와 리텐션 전략은 변화가 없을 것으로 전망하여 안정세가 유지될 것으로 본다. 다만 마케팅비용은 리텐션 전략이 기변에도 신규나 번호이동만큼 보조금을 지급함으로써 전년과 비슷한 것으로 전망한다.

표 4. SK텔레콤 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2013F				2014F				연간	
	1Q	2Q	3Q	4Q(F)	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	2013	2014F
매출액	4,113	4,164	4,125	4,176	4,204	4,234	4,267	4,308	16,578	17,014
영업이익	411	553	551	547	567	633	592	491	2,063	2,283
순이익	346	468	502	499	415	599	591	485	1,815	2,090
마케팅비용	907	853	827	832	856	850	859	870	3,419	3,435
(매출액대비)	29.1	26.6	25.7	25.6	26.2	25.9	26.0	26.1	26.7	26.0
영업이익률	10.0	13.3	13.4	13.1	13.5	14.9	13.9	11.4	12.4	13.4
순이익률	8.4	11.2	12.2	12.0	9.9	14.1	13.9	11.3	10.9	12.3

주: K-IFRS 연결 기준. 마케팅비용은 SK텔레콤 별도 영업수의 기준

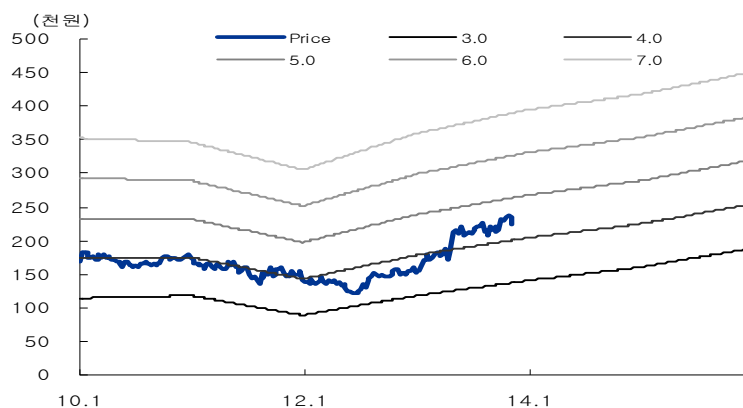
자료: SK텔레콤, IBK투자증권

투자의견

변화가 적은 시기에 수혜의
폭이 커질 수 있다

지배적 사업자로 네트워크에서 높은 경쟁력이 유지되고, LTE 전환대상 가입자가 1천만명에 이르는 가운데 마케팅 안정으로 수혜의 강도가 클 것으로 전망한다. SK텔레콤에 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가 300,000원을 유지한다.

그림 41. EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	15,988	16,300	16,578	17,014	17,516
증가율(%)	3.6	2.0	1.7	2.6	3.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	15,988	16,300	16,578	17,014	17,516
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	13,688	14,540	14,515	14,731	15,095
판매비율(%)	85.6	89.2	87.6	86.6	86.2
영업이익	2,131	1,760	2,063	2,283	2,421
증가율(%)	9.7	-17.4	17.2	10.7	6.0
영업이익률(%)	13.3	10.8	12.4	13.4	13.8
순금융손익	99	-191	-378	-272	-219
이자손익	-129	-312	-271	-272	-219
기타	228	121	-107	0	0
기타영업외손익	0	6	-35	12	-35
중속/관계기업손익	-47	-24	441	606	382
세전이익	2,183	1,551	2,090	2,629	2,549
법인세	599	296	275	539	535
법인세율	27.4	19.1	13.2	20.5	21.0
계속사업이익	1,584	1,255	1,815	2,090	2,014
중단사업손익	-2	-139	0	0	0
당기순이익	1,582	1,116	1,815	2,090	2,014
증가율(%)	22.0	-29.5	62.7	15.2	-3.7
당기순이익률 (%)	9.9	6.8	10.9	12.3	11.5
자배주주당기순이익	1,613	1,152	1,821	2,088	2,012
기타포괄이익	-391	-320	-8	0	0
총포괄이익	1,191	796	1,807	2,090	2,014
EBITDA	4,614	4,373	4,874	5,129	5,197
증가율(%)	-4.1	-5.2	11.5	5.2	1.3
EBITDA마진율(%)	28.9	26.8	29.4	30.1	29.7

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	19,975	14,263	22,558	25,862	24,916
BPS	85,653	91,901	114,174	131,049	148,227
DPS	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400
밸류에이션(배)					
PER	7.1	10.7	9.9	8.6	9.0
PBR	1.7	1.7	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	3.6	4.4	4.9	4.5	4.1
성장성지표(%)					
매출증가율	3.6	2.0	1.7	2.6	3.0
EPS증가율	16.9	-28.6	58.2	14.6	-3.7
수익성지표(%)					
배당수익률	6.6	6.2	4.0	4.0	4.0
ROE	14.0	9.8	14.4	14.7	13.0
ROA	6.7	4.5	7.0	7.8	7.3
ROIC	12.3	8.8	14.1	16.1	16.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	91.4	99.1	83.3	72.7	65.3
순차입금 비율(%)	33.8	46.2	35.9	25.9	15.6
이자보상배율(배)	7.7	4.3	5.9	6.0	6.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.5	8.6	7.9	7.5	7.5
재고자산회전율	86.6	70.6	69.7	72.9	74.1
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 자배주주순이익 및 자배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	6,117	5,294	5,836	6,726	7,955
현금및현금성자산	1,651	920	1,873	2,650	3,800
유가증권	95	60	147	147	147
매출채권	1,823	1,955	2,227	2,297	2,370
재고자산	220	242	234	233	240
비유동자산	18,249	20,301	20,391	20,345	20,089
유형자산	9,031	9,713	9,467	8,821	8,295
무형자산	4,746	4,434	4,303	4,303	4,203
투자자산	3,132	5,709	6,242	6,842	7,212
자산총계	24,366	25,596	26,226	27,071	28,044
유동부채	6,674	6,175	5,605	5,350	5,234
매입채무및기타채무	195	254	230	215	222
단기차입금	701	600	61	57	56
유동성장기부채	1,663	893	1,553	1,503	1,453
비유동부채	4,960	6,566	6,314	6,049	5,849
사채	3,229	4,979	5,358	5,108	4,908
장기차입금	324	369	24	24	24
부채총계	11,633	12,741	11,919	11,399	11,083
자배주주지분	11,662	11,855	13,523	14,885	16,172
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	3,314	3,314	3,314
자본조정등	-3,201	-3,205	-3,093	-3,093	-3,093
기타포괄이익누계액	260	-26	-28	-28	-28
이익잉여금	11,643	12,125	13,284	14,646	15,933
비자배주주지분	1,071	1,000	785	787	789
자본총계	12,733	12,855	14,307	15,672	16,961
비이자부채	5,675	5,877	4,911	4,694	4,629
총차입금	5,958	6,864	7,008	6,705	6,454
순차입금	4,308	5,943	5,135	4,055	2,654

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,306	4,000	3,640	4,235	4,370
당기순이익	1,582	1,116	1,815	2,090	2,014
비현금성 비용 및 수익	3,226	3,290	2,968	2,500	2,648
유형자산감가상각비	2,483	2,613	2,812	2,846	2,776
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	2,180	204	-842	-83	-73
매출채권등의감소	62	-183	-160	-70	-73
재고자산의감소	-132	-109	-30	1	-7
매입채무등의증가	5	75	-20	-14	7
기타 영업현금흐름	-682	-610	-301	-272	-219
투자활동 현금흐름	-4,239	-5,310	-4,465	-2,244	-2,137
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,961	-3,394	-2,585	-2,200	-2,250
유형자산의 감소	35	271	7	0	0
무형자산의 감소(증가)	-595	-125	-45	0	100
투자자산의 감소(증가)	-51	-3,001	-1	0	13
기타	-668	940	-1,840	-44	0
재무활동 현금흐름	-1,079	585	-395	-1,214	-1,083
차입금의증가(감소)	-420	398	-347	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-659	187	-48	-1,214	-1,083
기타 및 조정	3	-6	2,173	0	0
현금의 증가	991	-731	953	777	1,150
기초현금	659	1,651	920	1,873	2,650
기말현금	1,651	920	1,873	2,650	3,800

매수 (유지)

목표주가 43,000원
현재가 (11/13) 33,000원

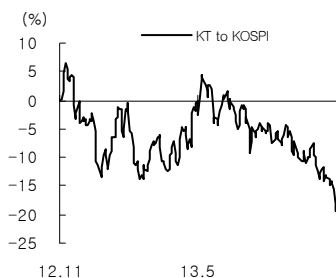
KOSPI (11/13)	1,963.56pt
시가총액	8,617십억원
발행주식수	261,112천주
액면가	5,000원
52주 최고가	40,850원
최저가	31,600원
60일 일평균거래대금	44십억원
외국인 지분율	43.0%
배당수익률 (12.12월)	5.4%

주주구성
국민연금공단 9.98%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-18%	-14%
절대기준	-6%	-19%	-17%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	43,000	47,000	▼
EPS(13)	1,980	2,323	▼
EPS(14)	2,976	3,155	▼

KT 상대주가 (%)



KT (030200)

성장을 위한 여건은 갖춰져 있다

성장 여건은 마련되어 있다

2013년 3분기 누적기준 LTE 가입자는 682만명으로 전체 가입자중 42%이며, 스마트폰 이용자는 전체 가입자에서 68%를 차지한다. LTE 가입자는 스마트폰을 사용하기에 스마트폰 가입자에서 LTE를 제외한 가입자는 423만명으로 이 고객들은 LTE 전환 우선 대상자로 볼 수 있다. 광대역LTE가 수도권을 시작으로 내년 7월부터는 전국에서 서비스가 가능해 LTE 전환율은 더 빨라질 것으로 전망한다. 나머지 가입자는 3G 네트워크에서 일반폰을 사용하는 고객들로 2G 서비스를 종료해 일반 음성서비스만 사용하는 가입자를 고려할 때 이 가입자를 모두 LTE 전환 대상자로 보는 것은 무리가 있지만, 9백만명 정도의 전환 대상자가 있다는 것은 리텐션 마케팅하에서 큰 경쟁력이 될 수 있다.

수익을 우선시 한 마케팅 기대

LTE를 경쟁사보다 늦게 시작했고, 본격적으로 시작한 이후에도 브랜드 인지도의 회복속도가 더디면서 마케팅에서 다소 무리수를 두기도 했지만, 결과는 신통치 않았다. LTE 가입률이 SK텔레콤과 비슷한 수준임에도 2013년 3분기 ARPU가 하락한 것은 아쉽다. 2014년에는 이익이 늘어날 전망이다. LTE 가입자 증가와 수익을 고려한 마케팅으로 ARPU가 상승하고, 마케팅의 필요성을 인정하지만 적절한 범위내에서 실행할 것으로 전망하기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 43,000원(하향)

2014년에는 변화가 많을 전망이다. 신임 CEO의 성장 전략과 방향이 실적과 주가에 큰 영향을 미치리라 본다. 2013년은 실망스럽지만, 이를 반면교사로 삼아 2014년에는 개선될 것으로 전망한다. 추가 투자 없이 광대역LTE를 서비스하게 되었고, 이를 바탕으로 LTE 가입률이 상승하고, 마케팅도 안정될 것으로 예상하기 때문이다. 이에 투자의견은 매수를 유지한다. 하지만 목표주가는 실적 하향 조정을 감안하여 43,000원으로 하향 조정한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	21,990	23,790	23,357	23,495	24,293
영업이익	1,974	1,214	1,215	1,310	1,514
세전이익	1,598	1,423	865	1,093	1,335
지배주주순이익	1,447	1,057	517	777	949
EPS(원)	5,540	4,048	1,980	2,976	3,636
증가율(%)	23.8	-26.9	-51.1	50.3	22.2
영업이익률(%)	9.0	5.1	5.2	5.6	6.2
순이익률(%)	6.6	4.7	2.6	3.7	4.3
ROE(%)	12.7	8.8	4.2	6.2	7.4
PER	6.4	8.8	16.5	11.0	9.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.0	4.3	4.1	4.0	3.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

성장 여건은 마련되었다

LTE 전환 우선 대상자는
423만명으로 확보한 LTE
가입자의 62% 수준

2013년 3분기 KT의 LTE 가입자는 누적 기준 682만명으로 전체 가입자중 42%이며, 스마트폰 이용자는 전체 가입자에서 68%를 차지하고 있다. LTE 가입자는 스마트폰 이용자 중 LTE 가입자를 제외한 423만명은 향후 LTE 전환 우선 대상으로 볼 수 있다. 나머지 가입자들은 3G에서 일반폰을 사용하는 고객들로 528만명이 있는데, 2G 서비스를 중단한 상황에서 일반폰을 유지하고자 하는 고객들이 있음을 감안할 때 이 고객들을 LTE 전환 대상으로 보는 것은 다소 무리가 있지만, LTE 전환 대상자를 900만명 이상 보유하고 있는 것은 성장 여력이 충분하다는 것을 의미한다.

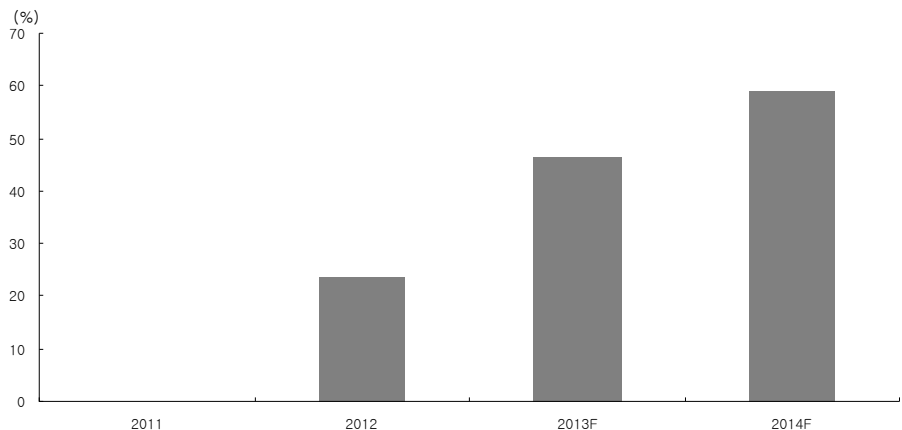
광대역LTE로 LTE 전환을
앞당길 수 있을 전망

LTE 서비스의 주력 주파수대역에서 광대역LTE를 서비스하게 된 것은 네트워크 경쟁력에 큰 힘이 될 것으로 본다. 경쟁사 모두 광대역LTE를 서비스함에 따라 광대역LTE 마케팅이 다소 희석은 되나, 2G 서비스 종료 관계로 LTE 서비스가 늦어져 뒤쳐졌던 인지도를 반전시킬 여건은 확보했다는 판단이다.

유선의 감액을 줄여야 하는
숙제는 미디어/콘텐츠에서
해결점을 찾자

2014년 무선의 경쟁력은 2013년보다 강해질 것으로 본다. 그러나 과거 유선에서의 높은 경쟁력과 점유율이 지금은 역성장의 부담을 주고 있다. 유선전화와 초고속인터넷 그리고 무선을 결합한 서비스로도 유선의 감소를 막기에 다소 역부족 같다는 생각이 든다. 유선에서의 감액을 줄여야 하는 과제를 안고 있는 KT는 미디어사업에서 해결점을 찾을 수 있지 않을까 생각된다. 3분기 실적에서 별도든 연결이든 유무선 사업이 역성장을 한 반면 미디어/콘텐츠는 성장을 했다.

그림 42. KT LTE 가입률



자료: KT, IBK투자증권

수익은 개선될 전망

2013년은 여러 방법을
사용했지만 아쉬워

LTE 서비스를 경쟁사보다 늦게 시작했고, LTE를 본격적으로 시작한 이후에도 브랜드 인지도의 회복속도가 더디면서 마케팅에서 다소의 무리수를 두기도 했지만, 결과는 신통치 않았다. LTE 가입률이 SK텔레콤과 비슷한 수준임에도 3분기 ARPU가 하락한 것은 아쉽다. 데이터 더 주기 프로그램의 영향이라고는 하지만, 결국 경쟁력 회복을 위해 강화한 마케팅이 초래한 결과라 생각한다.

2014년에는 수익성에
기반을 둔 마케팅 예상

2014년에는 수익성이 개선될 것으로 전망한다. 데이터 더 주기는 한시적 프로그램으로서 예정된 시점에 종료가 되었고, LTE 가입자가 늘어나면서 ARPU도 상승이 예상되며, 보조금에 대한 모니터링 지속과 강한 규제로 마케팅 활동도 적정한 범위내에서 실행될 전망이다. 적정한 범위라 표현한 것은 KT는 광대역LTE 등 장점을 부각시켜 인지도를 끌어올리기 위한 마케팅이 필요하다. 그렇지만 보조금 위주의 마케팅은 실효성 측면에서 한계에 도달했다는 것이 당사의 판단이다. 따라서 비교적 강한 마케팅을 펼칠 가능성이 크지만, 시장을 교란시킬 정도는 아닐 것이라고 예상한다.

표 5. KT 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2013F				2014F				연간	
	1Q	2Q	3Q	4Q(F)	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	2013	2014F
매출액	6,104	5,757	5,735	5,761	5,771	5,844	5,909	5,971	23,357	23,495
영업이익	367	348	307	192	321	338	345	305	1,215	1,310
순이익	213	133	136	134	169	187	194	313	616	863
마케팅비용	687	637	611	598	609	614	620	624	2,532	2,466
(매출액대비)	14.3	14.6	14.7	14.4	14.6	14.6	14.6	14.6	14.5	14.6
영업이익률	6.0	6.0	5.4	3.3	5.6	5.8	5.8	5.1	5.2	5.6
순이익률	3.5	2.3	2.4	2.3	2.9	3.2	3.3	5.3	2.6	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 마케팅비용과 비율은 별도 영업이익 기준

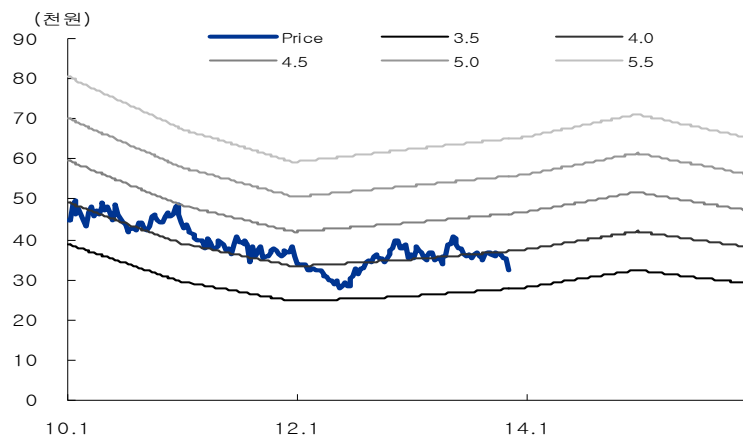
자료: KT, IBK투자증권

투자의견

투자의견 매수, 목표주가
43,000원(하향)

2014년 KT는 변화가 많을 전망이다. 신임 CEO가 어떤 성장 전략과 방향을 제시할지 궁금하고, 이는 KT의 실적과 주가에 매우 큰 영향을 미치리라 본다. 2013년은 LTE 가입자가 증가함에도 ARPU는 경쟁사에 비해 상승폭이 매우 미미하고, 전체 가입자도 번호이동가입자가 순감하면서 감소하였다. 2013년을 반면교사로 삼아 2014년에는 나아질 것으로 전망한다. 광대역LTE 전국 서비스로 LTE 가입율이 상승하고, 마케팅도 안정되며, 리더십도 회복될 것이기 때문이다. 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 예상실적 하향 조정을 감안하여 43,000원으로 하향 조정한다.

그림 43. EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	21,990	23,790	23,357	23,495	24,293
증가율(%)	3.1	8.2	-1.8	0.6	3.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,990	23,790	23,357	23,495	24,293
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	20,016	22,576	22,143	22,185	22,779
판매비율(%)	91.0	94.9	94.8	94.4	93.8
영업이익	1,974	1,214	1,215	1,310	1,514
증가율(%)	-9.3	-38.5	0.1	7.9	15.5
영업이익률(%)	9.0	5.1	5.2	5.6	6.2
순금융손익	-373	-283	-404	-378	-366
이자손익	-330	-264	-358	-378	-366
기타	-43	-20	-46	0	0
기타영업외손익	0	471	50	156	183
중속/관계기업손익	-3	21	4	4	4
세전이익	1,598	1,423	865	1,093	1,335
법인세	317	280	249	230	280
법인세율	19.8	19.6	28.8	21.0	21.0
계속사업이익	1,281	1,143	616	864	1,055
중단사업손익	171	-32	0	0	0
당기순이익	1,452	1,111	616	864	1,055
증가율(%)	21.8	-23.5	-44.5	40.1	22.2
당기순이익률 (%)	6.6	4.7	2.6	3.7	4.3
자배주당당기순이익	1,447	1,057	517	777	949
기타포괄이익	8	-113	11	0	0
총포괄이익	1,460	998	627	864	1,055
EBITDA	4,965	4,521	4,773	4,888	5,068
증가율(%)	-9.1	-8.9	5.6	2.4	3.7
EBITDA마진율(%)	22.6	19.0	20.4	20.8	20.9

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	5,540	4,048	1,980	2,976	3,636
BPS	34,701	34,838	36,415	39,044	42,121
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션배					
PER	6.4	8.8	16.5	11.0	9.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.0	4.3	4.1	4.0	3.8
성장성지표(%)					
매출증가율	3.1	8.2	-1.8	0.6	3.4
EPS증가율	23.8	-26.9	-51.1	50.3	22.2
수익성지표(%)					
배당수익률	5.6	5.6	5.4	5.4	5.4
ROE	12.7	8.8	4.2	6.2	7.4
ROA	4.9	3.3	1.8	2.6	3.1
ROIC	7.9	6.0	3.1	4.3	5.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	155.9	161.9	153.1	145.7	137.4
순차입금 비율(%)	76.9	71.4	74.5	71.4	65.0
이자보상배율(배)	4.1	2.7	2.6	2.8	3.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.1	5.4	6.1	6.3	6.3
재고자산회전율	33.1	29.6	26.1	27.0	27.0
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	9,791	10,483	10,111	10,462	10,977
현금및현금성자산	1,445	2,055	1,831	1,915	2,208
유가증권	254	245	38	38	38
매출채권	4,791	3,961	3,658	3,791	3,914
재고자산	675	935	854	885	913
비유동자산	22,295	23,997	23,679	23,263	22,963
유형자산	14,023	15,734	16,251	16,130	16,118
무형자산	2,643	3,213	2,843	2,446	2,104
투자자산	1,151	1,083	1,012	1,016	1,019
자산총계	32,085	34,479	33,790	33,725	33,940
유동부채	8,745	11,247	10,761	10,377	10,127
매입채무및기타채무	1,635	1,823	1,095	1,134	1,171
단기차입금	392	556	944	926	912
유동성장기부채	1,721	2,630	2,854	2,854	2,854
비유동부채	10,802	10,068	9,678	9,621	9,519
사채	8,444	7,726	7,406	7,406	7,406
장기차입금	442	511	556	506	306
부채총계	19,548	21,315	20,439	19,998	19,646
자배주주지분	11,704	12,309	12,351	12,641	13,103
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
자본조정등	-1,497	-1,343	-1,320	-1,320	-1,320
기타포괄이익누계액	-23	1	-2	-2	-2
이익잉여금	10,220	10,646	10,668	10,957	11,419
비자배주주지분	834	855	1,000	1,086	1,192
자본총계	12,538	13,165	13,351	13,727	14,294
비이자부채	8,459	9,864	8,658	8,286	8,147
총차입금	11,089	11,451	11,781	11,712	11,498
순차입금	9,643	9,396	9,951	9,797	9,291

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	2,150	5,721	3,516	4,177	4,422
당기순이익	1,452	1,111	616	864	1,055
비현금성 비용 및 수익	3,421	3,473	4,225	3,795	3,732
유형자산감가상각비	2,672	2,919	3,078	3,181	3,212
무형자산상각비	320	389	480	397	342
운전자본변동	-1,968	1,851	-846	-104	0
매출채권등의감소	-1,412	1,840	582	-133	-123
재고자산의감소	32	-288	59	-31	-29
매입채무등의증가	99	178	-712	40	37
기타 영업현금흐름	-755	-713	-480	-378	-366
투자활동 현금흐름	-2,648	-3,844	-6,269	-3,260	-3,320
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,208	-4,278	-3,411	-3,060	-3,200
유형자산의 감소	594	1,676	38	0	0
무형자산의 감소(증가)	-462	-520	-180	0	0
투자자산의 감소(증가)	-107	-717	16	0	1
기타	535	-6	-2,732	-200	-121
재무활동 현금흐름	768	-1,266	-196	-832	-809
차입금의증가(감소)	1,200	-322	247	-50	-200
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-431	-945	-443	-782	-609
기타 및 조정	13	-1	2,722	0	0
현금의 증가	284	610	-227	84	293
기초현금	1,162	1,445	2,058	1,831	1,915
기말현금	1,445	2,055	1,831	1,915	2,208

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

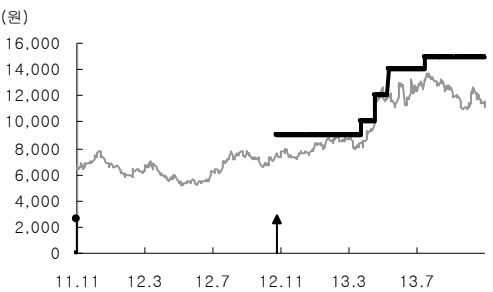
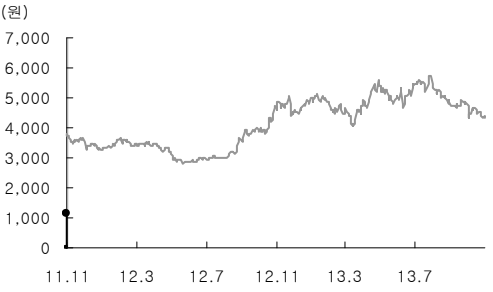
종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

SK텔레콤 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.11	매수	210,000원			
	2012.02.03	매수	195,000원			
	2012.09.14	매수	190,000원			
	2013.04.05	매수	220,000원			
	2013.05.02	매수	235,000원			
	2013.05.24	매수	260,000원			
	2013.10.29	매수	300,000원			
	2013.11.13	매수	300,000원			
KT 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.11.11	매수	54,000원			
	2012.02.07	매수	45,000원			
	2013.05.06	매수	47,000원			
	2013.11.13	매수	43,000원			

LG유플러스 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
 (원) 16,000 14,000 12,000 10,000 8,000 6,000 4,000 2,000 0 11.11 12.3 12.7 12.11 13.3 13.7	2011.04.21	중립	-			
	2012.11.05	매수	9,000원			
	2013.04.05	매수	10,000원			
	2013.05.02	매수	12,000원			
	2013.05.24	매수	14,000원			
	2013.07.30	매수	15,000원			
	2013.11.13	매수	15,000원			
SK브로드밴드 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
 (원) 7,000 6,000 5,000 4,000 3,000 2,000 1,000 0 11.11 12.3 12.7 12.11 13.3 13.7	2011.04.21	중립	-			
	2013.11.13	중립	-			