

Sector
Update

양승우
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

박재석
Senior Analyst
jay.s.park@samsung.com
02 2020 7799

■ AT A GLANCE

SK텔레콤 (017670 KS, 219,000원)

SELL HOLD BUY **280,000원** (+27.9%)
목표주가

LG유플러스 (032640 KS, 10,450원)

SELL HOLD BUY **13,500원** (+29.2%)
목표주가

KT (030200 KS, 29,900원)

SELL HOLD BUY **30,500원** (+2.0%)
목표주가

통신서비스 (OVERWEIGHT)

(당신이 알아야할) 통신업의 진실 세가지

WHAT'S THE STORY?

Truth #1: 정부의 보조금 규제 또는 단말기 유통구조 개선법의 효과는 일시적이다.

Truth #2: SK텔레콤이 50% 점유율을 포기할 때 주가는 하락이 아니라 상승한다.

Truth #3: 통신업의 중장기적인 성장 기회는 가입자로부터 오는 것이 아니다.

Action: 정부의 규제만으로는 근본적인 경쟁 해소가 어렵기 때문에 섹터에 대한 단기적인 전망은 다소 보수적이다. 다만 결국은 점유율 수성 의지가 점차 강화되면서 수익성 개선 움직임이 나타날 것이라는 판단 하에 비중확대(overweight) 의견을 유지한다.

THE QUICK VIEW

단통법은 만병통치약이 아니다: 약탈적 보조금 경쟁이 지속되는 이유는 국내 통신사가 시장 포화에도 불구하고 수익성 개선보다 외형 확대를 우선시하는 성장기 사업 모델을 고수하고 있기 때문이다. 여기에는 정부의 끊임없는 통신비 인하 압력이 일조한다. 이익이 개선되면 요금을 낮추겠다는 정부 앞에서 통신사는 비용 절감에 앞장설 이유가 없는 것이다. 단통법을 포함한 정부의 보조금 규제는 시장 매커니즘을 무시한 채 표면적인 문제점만을 처벌을 통해 시정하려는 시도로, 일시적인 효과는 있었지만 지속적인 관리감독이 요구되며 사업자의 인센티브를 고려하지 않아 지속성이 발휘될지는 의심된다. 이는 마치 돈이 남으면 생활비를 줄이자는 시어머니가 며느리가 과소비를 하는 것 같자 사사건건 감시하겠다는 격이다. 이보다는 며느리가 스스로 돈을 아끼게끔 만드는 정책이 필요하다.

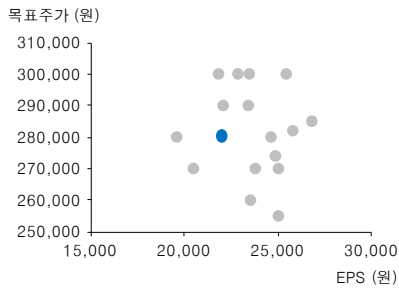
통신시장 삼분지계(三分計): 시장 점유율은 더 이상 5:3:2로 수렴하지 않는다. 이 흐름을 부정하고 가입자 점유율을 유지하기 위해서는 현재로서는 보조금밖에 답이 없다. 그리고 이를 막으려는 정부와 통신사의 숨바꼭질이 계속되고 있다. 영업정지로 인해 시장은 잠시 소강상태를 보이고 있지만 점유율 확대/유지 전략을 고수하는 이상 경쟁은 우회적인 수단을 통해서라도 재발될 가능성이 높으며, 따라서 당분간은 상대적으로 실적 안정성이 높은 SK텔레콤(SKT)을 선호한다. 하지만 현재의 마찰 상태가 영구히 지속될 수는 없기 때문에 SKT와 KT는 근본적인 경쟁력 우위를 확보하지 못한다면 가입자를 다소 양보해야 할 것이며, 이 시점부터 섹터 전체적인 이익은 개선될 수 있다. 이 경우 가입자 성장을 이어갈 LG유플러스(LGU+)와 함께 수익성 개선을 누릴 SKT를 추천한다. 다만 KT가 수익성과 가입자 회복을 동시에 노려 요금 경쟁을 촉발할 경우 섹터의 전망은 비관적이다.

네트워크에서 플랫폼으로: 지난 10년을 돌이켜봤을 때 통신업에서 성장을 기대하는 것은 어리석은 일이다. 다만 과거와 비교해 네트워크는 현재 두 가지가 달라졌다. 첫째, 과거 주된 과금원이었던 음성과 달리, 데이터 트래픽은 빠르게 증가하고 있다. 이에 따라 무선 네트워크의 과금 방식은 데이터 중심 요금제로의 전환에 이어 B2B 과금 모델로의 진화가 예상된다. AT&T가 최근 발표한 특정 콘텐츠 이용 시 발생하는 데이터 요금을 이용자가 아니라 해당 CP가 부담하는 사업모델(Sponsored Data)을 눈 여겨 볼 필요가 있다. 둘째, 무선 네트워크는 현재 혁신적으로 진화하고 있는 CPNT 벨류체인 한 가운데 위치해있다. 사실 SKT는 무선 벨류체인에서 플랫폼 강자로 거듭날 수 있는 충분한 자원을 이미 갖추고 있으며, 따라서 플랫폼으로 사업 영역을 확대가 가시화된다면 SKT의 중장기적인 기업가치 성장이 가능하다.

비중확대(overweight) 의견 유지: 예상보다 강한 사업자들의 점유율 확대/유지 의지로 인해 경쟁이 심화된 상황으로 정부의 규제만으로는 근본적인 경쟁 해소가 어렵기 때문에 섹터에 대한 단기적인 전망은 다소 보수적이다. 하지만 결국은 점유율 수성 의지가 점차 강화되면서 수익성 개선 움직임이 나타날 것이라는 판단 하에 비중확대(overweight) 의견을 유지한다. 네트워크 과금 모델의 진화와 플랫폼으로의 사업 영역 확대는 중장기적인 upside 요인이며, downside risk는 사업자들의 점유율 확대/유지 의지의 강화와 데이터 제공량 확대와 같은 요금 경쟁이다.

■ SK 텔레콤

- CONSENSUS (삼성 vs 마켓)



■ 주요지표 & Valuation

12월 31일 기준	2013	2014E	2015E
EPS (원)	18,154	22,004	24,925
BPS (원)	126,428	137,895	158,022
ROE (%)	11.9	12.0	12.7
Asset turnover (배)	0.6	0.6	0.6
영업이익률 (%)	12.1	11.7	13.4
순이익/영업이익 (%)	0.8	0.9	0.9
Financial leverage(배)	1.9	1.8	1.8
매출액 성장률 (%)	2.9	2.5	2.8
EPS 성장률 (%)	43.3	21.2	13.3
P/E (배)	12.1	10.0	8.8
P/B (배)	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	4.5	3.9	3.5
배당수익률 (보통주, %)	4.3	4.3	4.3
Net debt to equity (%)	33.4	28.1	16.7

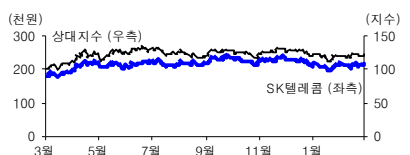
■ SAMSUNG vs THE STREET

	Samsung	Street
목표주가	280,000	279,091
EPS 14E	22,004	23,271
BUY/HOLD/SELL	BUY	19/0/0

■ AT A GLANCE

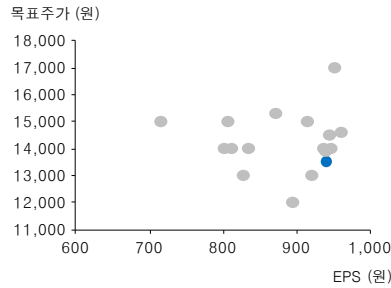
Business Summary 국내 무선 시장의 지배적 사업자로 2013년 기준 시장 점유율은 50.0%, 자회사인 SK 브로드밴드를 통해 초고속인터넷 시장의 24.4%를 점유.

산업	통신서비스		
시가총액	17.7조원		
Shares outstanding (float)	80,745,711주 (62.5%)		
52주 최저/최고	172,000원/238,500원		
Bloomberg	017670 KS		
60일-평균거래량	394.6억원		
주요주주	SK(株) 외 3인 (25.2%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	+2.8	+1.6	+21.3
상대주가	+2.8	+3.3	+22.1



■ LG 유플러스

- CONSENSUS (삼성 vs 마켓)



■ 주요지표 & Valuation

12월 31일 기준	2013	2014E	2015E
EPS (원)	674	941	1,275
BPS (원)	6,327	5,520	5,830
ROE (%)	7.2	9.4	11.9
Asset turnover (배)	1.0	1.0	0.9
영업이익률 (%)	4.7	5.7	7.3
순이익/영업이익 (%)	0.5	0.6	0.6
Financial leverage(배)	2.9	2.9	2.9
매출액 성장률 (%)	5.0	2.4	0.6
EPS 성장률 (%)	흑전	39.5	35.5
P/E (배)	15.5	11.1	8.2
P/B (배)	1.7	1.9	1.8
EV/EBITDA (배)	4.9	4.3	3.9
배당수익률 (보통주, %)	1.4	2.9	2.9
Net debt to equity (%)	101.7	105.2	92.6

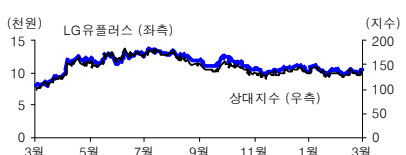
■ SAMSUNG vs THE STREET

	Samsung	Street
목표주가	13,500	14,153
EPS 14E	941	905
BUY/HOLD/SELL	BUY	17/1/0

■ AT A GLANCE

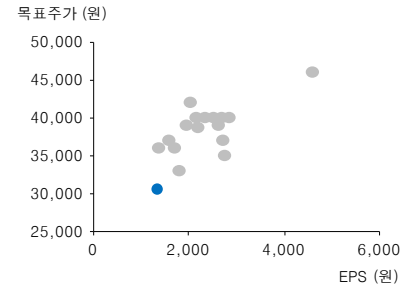
Business Summary 유무선 통합 사업자로 2013년 기준 무선 시장의 19.9%, 초고속인터넷 시장의 15.6%를 점유.

산업	통신서비스		
시가총액	4.6조원		
Shares outstanding (float)	436,611,361주 (55.1%)		
52주 최저/최고	8,020원/13,750원		
Bloomberg	032640 KS		
60일-평균거래량	208.5억원		
주요주주	(株) LG 외 3인 (36.1%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	+1.5	-12.2	+31.9
상대주가	+1.5	-10.5	+32.7



■ KT

- CONSENSUS (삼성 vs 마켓)



■ 주요지표 & Valuation

12월 31일 기준	2013	2014E	2015E
EPS (원)	1,542	1,355	1,811
BPS (원)	32,506	33,876	35,941
ROE (%)	(0.5)	3.2	4.3
Asset turnover (배)	0.7	0.7	0.7
영업이익률 (%)	3.5	2.9	3.6
순이익/영업이익 (%)	(0.1)	0.6	0.6
Financial leverage(배)	2.7	2.7	2.7
매출액 성장률 (%)	(0.2)	2.0	(0.3)
EPS 성장률 (%)	(69.4)	(12.1)	33.6
P/E (배)	19.4	22.1	16.5
P/B (배)	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	4.9	3.6	3.1
배당수익률 (보통주, %)	2.7	2.7	2.7
Net debt to equity (%)	69.9	57.9	38.1

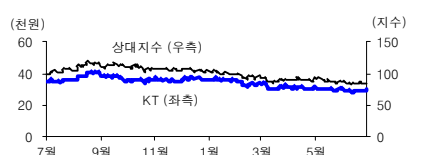
■ SAMSUNG vs THE STREET

	Samsung	Street
목표주가	30,500	38,710
EPS 14E	1,355	2,449
BUY/HOLD/SELL	HOLD	16/3/0

■ AT A GLANCE

Business Summary 국내 유선 시장의 지배적 사업자로 2013년 기준 초고속인터넷 시장 점유율은 43.1%, 무선 시장 점유율은 30.1%.

산업	통신서비스		
시가총액	7.8조원		
Shares outstanding (float)	261,111,808주 (83.8%)		
52주 최저/최고	28,300원/40,850원		
Bloomberg	030200 KS		
60일-평균거래량	300.3억원		
주요주주	국민연금관리공단 (8.7%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	-0.2	-16.8	-15.1
상대주가	-0.1	-15.2	-14.3



■ 목차

1. "통신주를 왜 사야합니까?"	p3
2. 투자 아이디어 요약	p4
3. 단통법은 만병통치약이 아니다	p5
4. 통신시장 삼분지계(三分之計)	p9
5. 네트워크에서 플랫폼으로	p14

1. “통신주를 왜 사야합니까?”

규제 산업의 대표 주자 격인 통신 섹터를 담당하면서 국내외 고객을 막론하고 가장 많이 듣는 질문은 다음과 같다.

“단통법이 통과되면 정말 보조금 경쟁이 줄어들니까?”

“정부가 나서서 통신사가 돈 벌게 도와줄 이유가 있나요?”

“이익이 늘어나면 결국 요금 인하하라는 것 아닌가요?”

“LTE도 조만간 무제한 데이터 요금제가 나오겠지요?”

“성장도 어렵고 이익을 더 내놔야 어차피 규제 받을 통신주를 왜 사야합니까?”

투자자들의 이 같은 시각은 90년대 후반 본격적인 개화 이후 사업자 간의 과열 경쟁과 끊임없는 정부 규제로 점철된 한국 이동통신 산업의 역사를 여실히 반영하고 있다. 역사가 반복되는 법이라면 이들의 예측은 크게 빗나가지 않을 것이다. 보조금을 규제해봐야 통신사는 음성적 또는 우회적인 경쟁 수단을 찾을 것이고, 수익성이 일부 개선된다 하여도 이는 정부의 요금 인하 요구에 빌미를 제공할 뿐이다. 당장은 LTE 서비스 확대로 이익 개선을 누리고 있지만, 한정된 가입자를 두고 벌이는 소모적인 경쟁은 결국 데이터 제공량 확대로 이어지면서 LTE마저도 3G처럼 공공재로 변모시켜 버릴지도 모른다. 이 때쯤 들려올지 모르는 5G 투자 소식은 투자자들에게 악몽의 데자뷰로 비쳐질 것이다. 통신주는 역시 배당 정도를 기대할 수 있는 주식이라는 것을 다시 한번 깨닫게 될지도 모른다.

다만 역사와 경험이 우리에게 두 가지 힘을 준다는 것을 기억하자. 하나가 과거를 통해 미래를 예측할 수 있는 능력이라면, 다른 하나는 과오를 범했던 원인을 시정하여 이를 되풀이 하지 않는 능력이다. 역사는 반복되지 않을 수 있다. 하지만 이를 위해서는 지금도 계속되고 있는 사업자 간의 약탈적 경쟁에 대한 근본원인을 냉정하게 분석하고, 이를 넘어 통신사가 지향해야 하는 새로운 방향에 대한 구체적인 설계가 필요하다. 본 리포트에서는 통신 산업에 애정을 가지고 미래를 걱정하는 이해관계자로서 감히 이러한 내용을 다루고 싶었다. 이를 통해 제시되는 투자 아이디어는 다소 입체적인 것이다. 즉 기존 틀 안에서 사업자가 뻗은 행보를 보인다면 통신 섹터는 경쟁과 규제에 신음하는 방어주일뿐이며 성장은 없다. 하지만 일차원적인 가입자 중심의 경쟁에서 벗어나 네트워크 확보를 통한 이점을 기반으로 플랫폼으로 사업 영역을 넓혀간다면 모두가 통신 섹터를 관목상대하게 될 것이다.

무선 네트워크의 위상은 달라졌다. 문자와 음성 정도가 오가던 무선 네트워크는 이제 온갖 정보와 콘텐츠의 유통 경로이다. 비록 과거에 꿈꾸던 “walled garden”은 무너졌지만, 네트워크는 이 새로운 밸류체인을 한 가운데 위치한다. 더욱 다양한 기기가 네트워크에 연결될 것이고, 이에 따라 빠르게 증가할 무선 트래픽은 한정된 주파수 자원의 희소성을 증가시킬 것이다. 이 모든 데이터에 대해 접근하고 통제할 수 있는 권한은 소위 빅데이터를 통한 부가가치 창출의 기회를 제공할 지도 모른다. 사실 통신사업자는 과거 유선 인터넷 보급에 따른 변혁의 시기에도 유사한 기회를 맞이했었다. 하지만 가입자 확보라는 일차원적인 수익 창출 모형에 집착한 끝에 자신의 가치를 파괴하고 “dumb pipe”의 관리자로 전락하여 네트워크 위에서 엄청난 가치가 창출되는 것을 구경할 수 밖에 없었다. 지금도 상황은 별반 다르지 않다. 통신사업자의 진정한 적은 가입자를 노리는 경쟁사가 아니라 소모적인 경쟁에 골몰하는 동안 네트워크 관리자의 위상을 무력화시킬 OTT(over the top) 사업자들이다. 이를 망각한다면 통신사는 무선 인터넷 혁명이라는 두 번째 성장 기회 역시 놓치고 말 것이다.

■ 목차

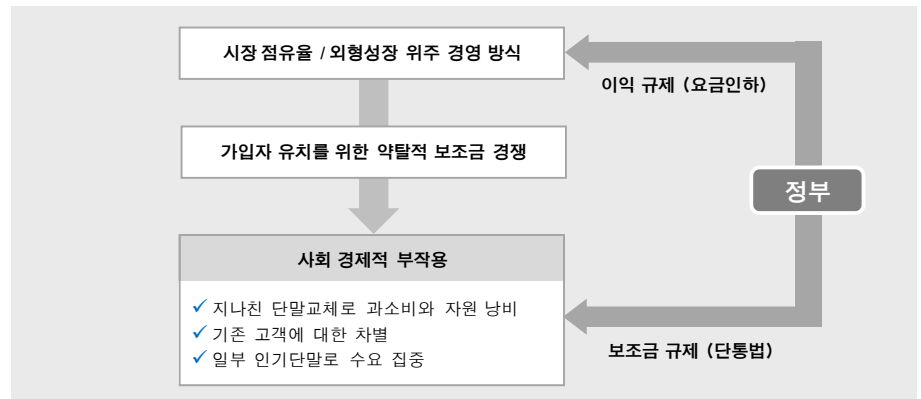
1. "통신주를 왜 사야합니까?"	p3
2. 투자 아이디어 요약	p4
3. 단통법은 만병통치약이 아니다	p5
4. 통신시장 삼분지계(三分之計)	p9
5. 네트워크에서 플랫폼으로	p14

2. 투자 아이디어 요약

(1) 시장 상황 분석

통신 섹터의 과도한 보조금 경쟁에는 정부의 통신비 인하 압력이 일조함. 이로 인해 사업자들이 수익성보다 외형 확대에 치중하면서 가입자 유치를 위한 약탈적 경쟁이 벌어지고 있는 것.

사회 경제적 부작용을 시정하기 위해 정부가 강력한 보조금 규제와 단통법 통과를 추진하면서 단기적인 효과는 나타나겠지만, **사업자가 기존 전략을 고수하는 한 그 효과가 지속되기는 어려울** 예상.

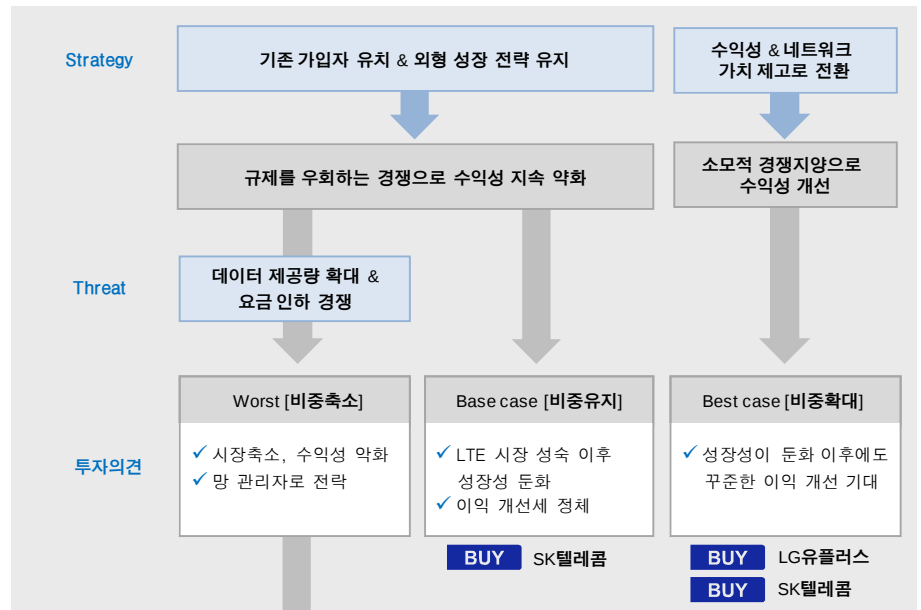


(2) 섹터 예상 (향후 1년)

LGU+의 점유율 증가는 구조적인 변화로, SKT와 KT가 이를 인정하지 않고 근본적인 경쟁력 확보 없이 점유율 유지 전략을 고수한다면 경쟁은 지속될 수 밖에 없음. 따라서 **당장은 섹터에 대해 보수적인 의견을 제시하며 상대적인 실적 안정성을 가지는 SKT를 추천**.

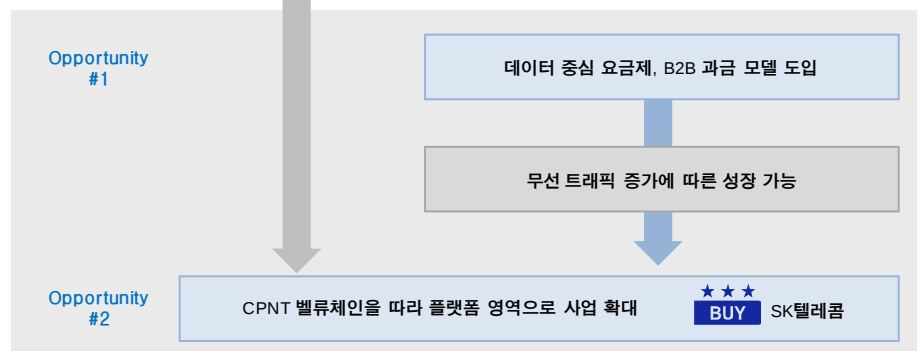
하지만 현재의 마찰 상태가 영구히 지속될 수는 없음. 점유율 유지와 같은 **가입자 중심 전략은 결국 포기될 것이며, 이 시점부터 통신 섹터의 비중 확대를 추천**. 이 경우 가입자 성장을 지속할 LGU+와 함께 수익성 개선을 누릴 SKT 선호.

단, KT가 수익성과 가입자 회복을 동시에 노리며 요금 경쟁을 촉발할 경우 섹터의 전망은 비관적.



(3) 중장기 전망 (향후 2~3년)

통신 섹터는 B2B에 대한 과금 모델 도입, 그리고 플랫폼으로의 사업 영역 확대라는 두 가지 성장 기회를 가짐. 특히 **플랫폼으로 성장할 가능성이 가장 높은 사업자는 SKT**이며, 이 경우 중장기적인 기업가치 성장이 기대됨.



■ 목차

1. "통신주를 왜 사야합니까?"	p3
2. 투자 아이디어 요약	p4
3. 단통법은 만병통치약이 아니다	p5
4. 통신시장 삼분지계(三分計)	p9
5. 네트워크에서 플랫폼으로	p14

3. 단통법은 만병통치약이 아니다

Market view: 일부에서는 정부의 강력한 보조금 규제와 단통법 통과로 무선 산업의 근본적인 경쟁 강도와 마케팅비용이 현저하게 줄어들 수 있다는 기대감 존재.

Our view: 정부의 강력한 규제 의지에 따라 일시적인 수익성 개선은 가능. 하지만 경쟁의 근본 원인은 수익성보다 가입자 확대를 우선시하는 통신사의 사업 전략으로, 이를 고수하는 한 규제를 우회하는 방식의 경쟁이 지속되어 마케팅비용 감소는 제한적일 예상.

투자적 보조금 vs 약탈적 보조금

시장 성장기 보조금은 이익 규모를 확대

보조금을 포함하는 마케팅비용은 통신사의 유일한 변동비로서 경쟁 강화 시마다 수익성 약화에 따른 기업가치 하락을 불러온다. 하지만 보조금이 애초부터 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤던 것은 아니다. 시장 성장기에 보조금은 서비스 가입 장벽을 낮춰 보급 속도를 높임과 동시에 약정 계약을 통해 안정적인 현금 흐름을 창출하는데 기여한다. 즉 이는 일종의 투자로 소비자가 지불할 금액이 클수록 그리고 가입 기간이 길수록 통신사는 더 많은 보조금을 지급할 유인을 가지며, 가입자 유치 효과를 고려하여 이익을 극대화하는 수준에서 보조금은 결정된다 (그림 1, 2). 이 때 통신사는 투자수익률(ROI)을 고려한 의사결정을 할 것이기 때문에 보조금 지출은 오히려 이익 규모 확대를 수반하는 기업가치 상승 요인이다.

시장 성숙기 보조금은 이익 안정성 저해

하지만 시장이 성숙기로 진입하면 이야기는 달라진다. 시장 포화와 함께 가입자 유치 효과가 낮아지면서, 보조금은 경쟁사로부터 가입자를 빼앗거나 또는 지키기 위한 경쟁 수단으로 변모한다. 이때 보조금 수준은 투자수익률을 고려한 내적 요인보다는 경쟁 강도라는 외적 요인에 따라 결정된다. 가입자를 늘리거나 지키려는 의지가 강할수록 보조금은 상승하지만 한정된 가입자를 놓고 경쟁하기 때문에 실질적인 가입자 유치 효과는 없는 반면 해지증가로 가입기간이 단축되면서 시장 전체 이익은 감소한다 (그림 3). 이러한 약탈적인 보조금은 투자가 아닌 단순 비용으로서 이익 안정성을 저해하여 기업가치를 훼손한다.

그림 1. 고객 평생 가치 (LTV)

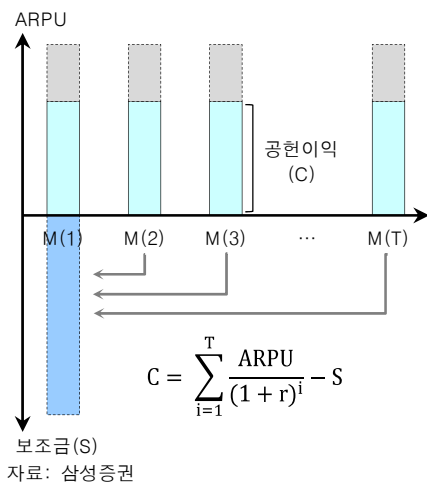


그림 2. 성장기: 투자적 보조금 결정 모형

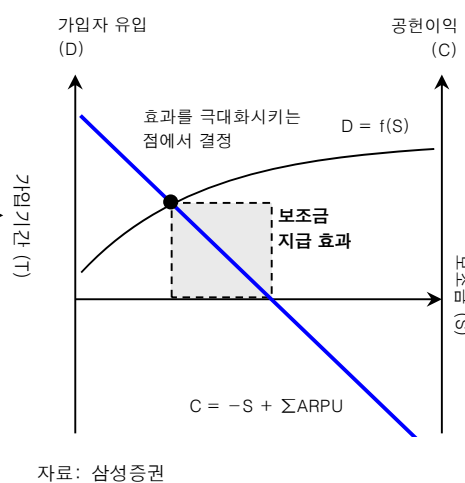
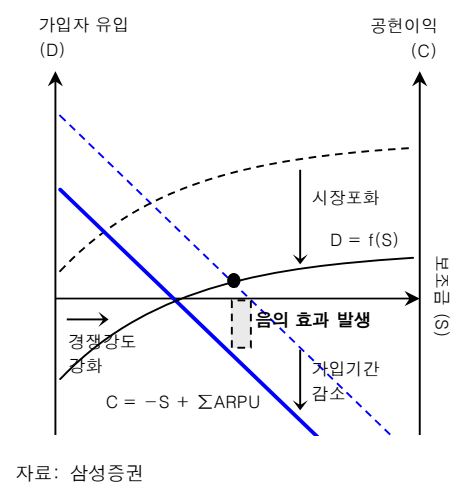


그림 3. 성숙기: 약탈적 보조금 결정 모형



비용 절감으로 수익성 개선 vs 가입자 유치를 통한 외형 확대

"보급률이 90%에 이르면 가입자 유지 정책으로 전환해야 한다 ... 그전만큼 단말에 보조금을 지급할 여력이 없다" - AT&T

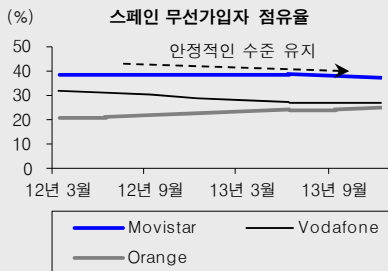
"(투자를 고려하면) 20% 초반의 이익률로 버티는 것은 쉽지 않을 것이다 ... 영국에서 보조금이 완전히 사라질지는 두고 봐야 하지만 근본적으로 바뀔 필요가 있다 - O2

"무슨 수단을 동원해서라도 시장점유율 목표치 50%를 반드시 지키겠다" - SKT

보급률 상승 이후에는 수익성을 개선하려는 모습이 나타나기 마련

산업이 성숙기로 진입하면서 통신사는 경험적으로 약탈적 보조금의 폐해, 즉 보조금을 통한 가입자 획득은 경쟁사의 대응으로 이어져 비용 증가만을 야기한다는 것을 깨닫게 된다. 따라서 스마트폰이나 3G/LTE와 같이 ARPU 상승이 기대되는 새로운 기술의 도입은 일시적으로 경쟁 강도를 상승시키지만, 보급률 상승 이후에는 다시 단말 교체주기를 늘려 수익성을 개선시키려는 모습이 나타나기 마련이다. 하지만 국내 무선 시장은 보급률이 이미 100%를 넘어섰으며 스마트폰 보급률 역시 70% 수준임에도 불구하고 가입자 유치를 위한 약탈적 보조금 경쟁이 지속되고 있는데, 이는 국내 통신사가 시장 포화에도 불구하고 수익성 개선보다 외형 확대를 우선시하는 성장기 사업 모델을 고수하고 있기 때문이다.

Case study #1 - 글로벌 통신사의 수익성 개선 노력



자료: 각 사

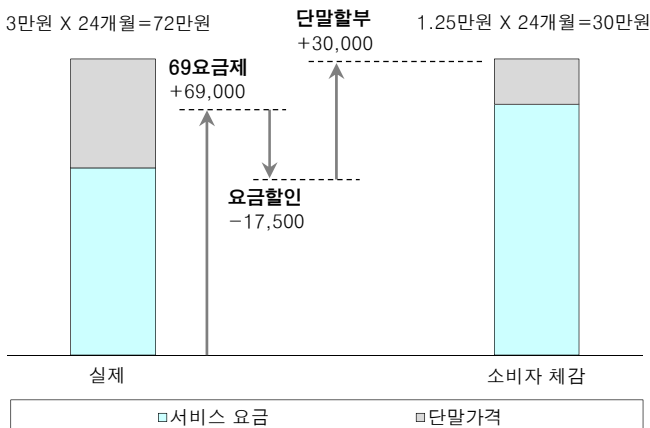
스페인 이 경제 위기에 처하면서 수익성 악화를 우려한 1위 사업자 Telefonica (Movistar)는 2012년 3월 보조금을 전면 폐지하고 대신 단말대금 분할납부를 지원하기로 결정하였다. 가계소득 감소로 인해 Telefonica의 가입자는 이후 약 240만명(-11%) 감소하였으나, 가격에 민감한 가입자들이 경쟁사로 빠르게 이탈할 것이라는 우려와 달리 사업자 중 가장 낮은 해지율을 유지하고 있으며 시장점유율 감소는 2년 동안 -1.7%pt에 그쳤다. 가입자 감소에 따른 매출 하락에도 불구하고 비용 절감 효과에 따라 EBITDA 이익률은 큰 개선폭을 보인 점이 인상적이다(1Q12: 42.6% vs 1Q13: 47%).

미국 T-Mobile과 호주 Telstra 역시 보조금을 폐지하고 할부 또는 월별 요금 할인을 도입하면서 수익성 개선을 위한 움직임을 보이고 있으며, 이외에도 선진 시장의 통신사들은 휴대폰 임대료를 포함해 수익성 회복을 목적으로한 여러 모델을 시도하고 있다.

국내 통신사는 수익성 훼손을 감수하면서까지 가입자 유치에 주력

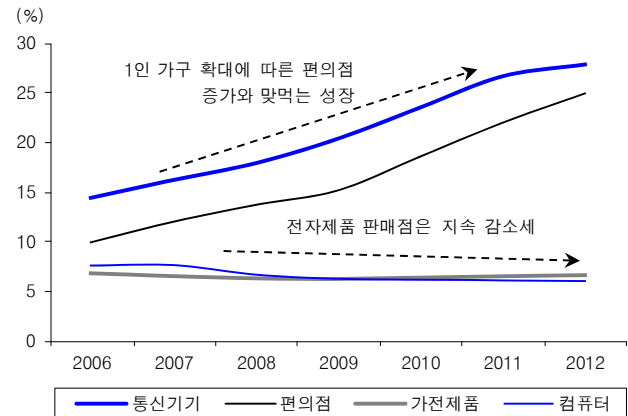
국내 통신사는 휴대폰을 한 대라도 더 팔기 위해 모든 수단을 동원하고 있다. 보조금과 할부 지원 그리고 높은 가격을 책정하고 이를 다시 할인해주는 요금 구조로 휴대폰의 체감 가격을 낮춰 소비자의 구매 의사를 높인다 (그림 4). 또한 다양한 방식의 리베이트 지급으로 유통망의 판매 활동에 높은 동기를 부여하고 있다. 2년에 한번 구입하는 휴대폰을 판매하는 매장이 편의점보다 많으며 온라인 유통 활성화와 대형화로 정채되고 있는 가전제품 매장과 달리 계속 그 숫자가 증가하고 있다. 이는 통신사의 과도한 가입자 유치 경쟁으로 인해 불투명한 유통구조 속에서 비정상적인 이윤이 창출되고 있음을 의미한다 (그림 5). 통신사가 이처럼 수익성 훼손을 감수하면서까지 가입자 유치에 주력하는 것에는 정부의 끊임없는 통신비 인하 압력이 일조한다는 판단이다.

그림 4. 요금할인을 통한 단말가격 착시 효과



자료: 삼성증권

그림 5. 소매 사업체 수 - 편의점보다 많은 이동통신 판매점



자료: 통계청

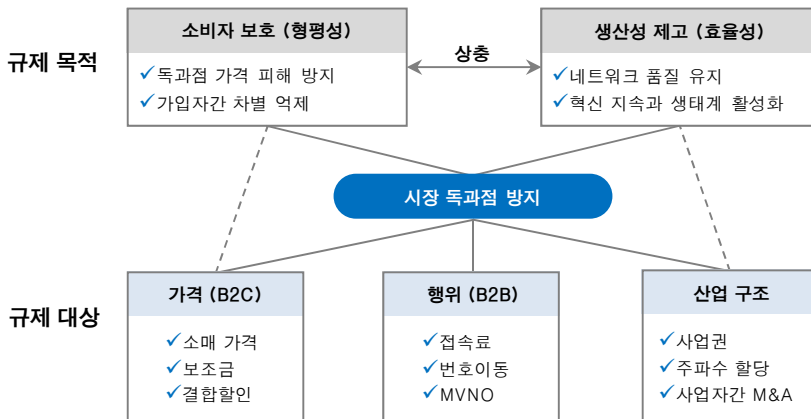
돈 남으면 생활비 줄이자는 시어머니 아래 돈 아낄 머느리 없다

"불필요한 비용을 줄이면 통신비를 좀 더 낮출 여지가 있을 것이며..." - 미래부

통신사는 비용 절감보다는 가입자 증가를 통한 현금흐름 확대를 선택

통신 산업은 규모의 경제 효과가 강하게 발생하는 과점 시장으로 시장실패의 개연성이 크기 때문에 각국 정부는 다양한 수단으로 규제를 하고 있다. 우리나라 통신 규제의 특징은 경쟁 활성화를 통한 산업 생산성 제고보다는 정책 대부분이 가계통신비 부담 경감을 궁극적인 목표로 삼고 있다는 점이다 (그림 6). 이를 위해 정부는 인위적인 요금 인하를 반복 해왔으며 (그림 7), 통신사의 이익 증가를 추가적인 요금 인하 여력 확보로 간주하고 있다. 최근 규제기관의 비용 절감을 통한 LTE 데이터 제공량 30% 확대 언급은 정부가 여전히 통신비에 대하여 전과 동일한 접근을 하고 있음을 보여준다. 이익이 개선되면 요금을 낮추겠다는 정부 앞에서 통신사는 비용 절감에 앞장설 이유가 없으며, 오히려 높은 보조금을 써서라도 가입자 기반을 확대시켜 유입되는 현금흐름을 늘리는 선택을 하게 된다.

그림 6. 무선 통신업 규제 모형

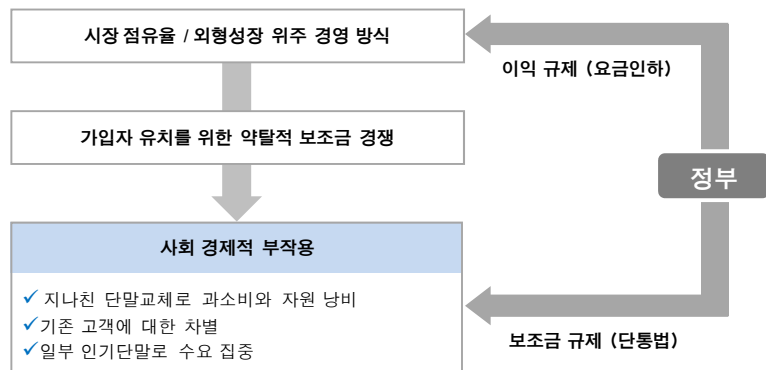


자료: 삼성증권

수익성 개선에 대한 동기가 부여되지 않는 이상 통신사는 경쟁을 지속

약탈적 보조금 경쟁은 사회 경제적 부작용을 양산하고 있다. 우선 과도한 단말 교체에 따른 자원 낭비와 통신비 부담 증가, 기존 고객에 대한 차별, 그리고 일부 인기 단말에 대한 높은 보조금 지급으로 단말 시장의 경쟁 환경이 왜곡되는 문제 등을 들 수 있다. 이를 바로잡기 위해 정부는 27만원이라는 상한선을 정해놓고 영업정지와 과징금 부과를 통해 통신사의 보조금 지출을 막고 있다. 물론 45일간의 영업정지로 인해 통신사의 2분기 실적은 일시적인 개선이 기대되며, 정부의 강력한 의지 앞에서 보조금 경쟁은 잠시 소강상태를 보일 예정이다. 다만 규제에 따른 부작용을 시장기능 회복이 아닌 규제로 막으려는 시도는 또 다른 부작용을 수반할 수밖에 없다. 수익성 개선에 대한 높은 동기가 부여되지 않는 이상 통신사업자는 가입자 유치를 위해 우회적인 수단을 통한 경쟁을 지속할 가능성이 높기 때문이다.

그림 8. 정부는 통신사의 비용과 이익을 모두 규제



자료: 삼성증권

Case study #2 - 유럽에서는 주로 보조금보다는 약정기간을 규제

국가	보조금 관련 규제
노르웨이**	최대 약정기간* 12개월
덴마크	최대 약정기간* 6개월
이탈리아	최대 약정기간* 18개월
프랑스	6개월 이후부터 USIM 이동 가능
핀란드	보조금 지급 금지(1996~2006)
한국	보조금 상한제(27만원)

참고: * USIM locking; ** 업계 합의

자료: OECD, Copenhagen Economics, 삼성증권

국내 보조금 문제는 어제 오늘 일이 아니다. 1997년 PCS 사업자의 시장 진입으로 보조금 경쟁이 과열되자 정부는 2000년부터 2006년까지 보조금 지급을 전면 금지하였다. 하지만 그 기간 동안에도 멤버십, 마일리지와 같은 우회적인 경쟁 수단이 생겨났으며, 불법적인 보조금 지급도 계속되어 영업정지를 포함하여 수 차례 제재를 받았다.

OECD 국가 중에서 한국 이외에 보조금을 규제한 나라는 핀란드가 있다. 하지만 상품 지급 마케팅(기타 전자제품)과 같은 부작용이 생겨나면서 2006년 폐지되었다. 다른 국가에서 과도한 보조금을 막기 위한 수단은 약정기간 제한이다. 계약 시 약정 가입기간을 12개월로 짧게 한정하면 사업자는 자연스럽게 보조금을 지급할 유인이 줄어들게 되며, USIM 이동 등을 통해 사업자간 경쟁 역시 활성화되는 효과가 있다. 현재 보조금 금액의 상한을 정해 규제하는 국가는 우리나라가 유일한 것으로 보인다.

규제는 효율성과 효과성을 고려해 명확한 원칙 아래 시행되어야 함

일부에서는 단통법을 통해 보조금 경쟁을 근본적으로 차단할 수 있다고 여기는 듯하다. 하지만 법 내용을 면밀히 살펴보면 시장 매커니즘을 무시한 채 표면적인 문제점만을 처벌을 통해 시정하려 함을 알 수 있다. 이는 마치 돈이 남으면 생활비를 줄이자는 시어머니가 며느리가 과소비를 하는 것 같자 사사건건 감시하겠다는 격이다. 규제는 효율성과 효과성을 모두 고려해야 하며 명확한 원칙 아래 시행되어야 한다. 하지만 단통법은 지속적인 관리감독이 요구되기 때문에 규제 비용이 높고 또한 사업자의 인센티브를 고려하지 않아 지속적인 효과가 발휘될지 의심된다. 앞서 언급하였듯이 본질적인 문제는 정부의 일관성 없는 요금인하 요구가 규제의 예측가능성을 낮추고 있다는 점이다. 즉 머느리로 하여금 스스로 돈을 아끼게끔 인센티브를 고려한 정책이 필요하다. 많은 국가에서 통신요금에 대해 인상을만을 제한하여 사업자의 비용절감 의지를 높이고, 공정한 경쟁 환경을 구축해 산업의 생산성을 높이는데 집중하고 있음은 충분히 시사하는 바가 있다.

Case study #3 - 통신요금을 규제하는 세 가지 방법 (incentive regulation)

개발 도산국의 통신규제 도입 현황			
지역	ROR	ESR	PCR
아프리카	7	1	7
아시아	4	2	7
남미	2	3	5
기타	4	2	5
전체	17	7	24

자료: Sappington, 2010 (University of Florida)

정부가 통신 요금을 규제하는 방법은 크게 세 가지로 나뉜다. 첫 번째는 이익률 규제(ROR: rate of return regulation)로 피규제 회사가 얻을 수 있는 적정 이익률(ROE 등)을 지정하고 이를 벗어날 경우 정부가 요금을 조정하는 방식이다. 두 번째는 가격상한 규제(PCR: price cap regulation)로 정부는 특정기간마다 물가상승률 등을 반영한 최대 가격인상률을 제시하여 이를 초과하는 상승을 막는다. 세 번째는 이익공유 규제(ESR: earnings sharing regulation)로 적정 이익률 구간을 제시하여, 그 구간을 벗어나면 가격을 조정하는 ROR과 PCR의 중간적인 방법이다.

PCR이 ROR에 비해 가지는 장점은 명확하다. PCR은 가격에 대한 재량권을 부여함으로써 피규제 회사의 혁신과 수익성 개선을 위한 비용절감을 촉진하지만, ROR은 혁신과 영업비용 절감에 대한 인센티브를 저해한다. 이러한 PCR의 우월함이 각국의 여러 사례를 통해 입증됨에 따라, 통신 산업에 대해서 1984년 영국에서 처음 도입된 이래 미국, 캐나다, 호주, 독일, 프랑스, 그리스, 포르투갈 등 여러 선진국으로 확대되고 있다. 반면 우리나라의 통신비 규제는 ROR의 성격을 가지지만, 주로 통신비 부담 경감이라는 정치적인 이유로 사업자에게 요금 인하를 요구하는 다소 일관성 없는 형태를 취해왔다.

■ 목차

1. "통신주를 왜 사야합니까?"	p3
2. 투자 아이디어 요약	p4
3. 단통법은 만병통치약이 아니다	p5
4. 통신시장 삼분지계(三分之計)	p9
5. 네트워크에서 플랫폼으로	p14

4. 통신시장 삼분지계(三分之計)

Market view: 시장 경쟁의 원인은 LGU+의 보조금 투입을 통한 무리한 가입자 유치. SKT의 가입자 점유율 하락은 이로 인한 것이며, 50% 이하로 떨어질 경우 중장기적인 경쟁력 약화와 주가 하락으로 이어질 수 있어 수성이 불가피함. 조만간 KT까지 전면적인 가입자 유치에 나서면서 경쟁은 더욱 강화될 수 있음.

Our view: LGU+의 가입자 증가는 네트워크 경쟁력 회복에 따른 구조적인 변화임. 이로 인한 SKT의 점유율 하락은 선점효과 희석에 따른 자연스러운 현상으로 SKT의 경쟁력과 브랜드 가치 고려 시 우려할만한 수준은 아님. 유선 매출 감소로 지속적인 이익 하락을 경험하고 있는 KT는 가입자 유치보다는 비용 절감을 통한 수익성 회복이 절실한 상황.

KT의 선택이 섹터 운명을 좌우할 key

시장 점유율은 더 이상 5:3:2로 수렴하지 않는다. 이 흐름을 부정하고 가입자 점유율을 유지하기 위해서는 현재로서는 보조금밖에 답이 없다. 그리고 이를 막으려는 정부와 통신사의 숨바꼭질이 계속되고 있다. 통신사는 선택의 기로에 서있다. 모든 수단을 동원해서 점유율을 지키거나 또는 가입자 선호도 변화를 인정하고 수익성 제고와 함께 일명 “본원적 서비스 경쟁”을 펼치는 것이다. 앞서 언급하였듯이 정부의 통신비 인하 정책은 사업자의 이익 개선 의지를 꺾는다. 하지만 변수는 현재 KT가 수익성 회복이 시급하다는 것이다. 만약 KT를 필두로 수익성 제고 움직임이 나타난다면 이는 최선의 경우이다. 하지만 타 사업자가 계속해서 점유율 유지를 고집한다면 경쟁은 지속될 수 밖에 없다. 최악의 경우는 KT가 마케팅비용 절감과 가입자 확보라는 두 마리 토끼를 잡기 위해 가격 경쟁을 시도하는 것으로, 이는 유선에 이어 무선까지 네트워크 사업자가 단순한 망 관리자로 전략하는 상황을 초래할 것이다.

LGU+, 수불석망(手不釋網) 골목상대(刮目相對)

LGU+의 선전은 경쟁력 격차 감소에 따른 구조적 변화

통신 시장의 점유율은 느리게 움직이지만 결국 사업자의 경쟁력과 브랜드 인지도에 수렴해 간다. 소비자는 보통 단말에 대한 우선적인 선호도를 가지며, 복수의 통신사가 선택 가능할 경우 단말 구입가격, 개인적인 통신사 이용 경험과 브랜드 이미지를 고려하여 의사 결정을 내린다. LTE 출시 전까지 LGU+는 여러 모로 선택을 받기 어려웠다. 우선 단말 라인업이 부족했고, 3G(WCDMA) 부재에 따른 상대적으로 열악한 네트워크는 기존 사용자들의 불만과 브랜드 가치 하락으로 이어져 결과적으로 20%를 하회하는 가입자 점유율로 나타났다. 하지만 LTE 출시 이후 강화된 단말과 네트워크 경쟁력이 브랜드 이미지 개선으로 이어지면서 시장 점유율은 20% 수준까지 올라온 상황이다. 보조금 투입만을 통해서 이 같은 꾸준한 가입자 성장은 불가능하며, 이는 사업자 간의 경쟁력 격차 감소에 따른 구조적인 변화로 이해해야 한다. 결국 시장 점유율은 중장기적으로 변화한 소비자 선호도를 반영하고 있는 LTE 시장 점유율을 향해 수렴해갈 것이다 (그림 9).

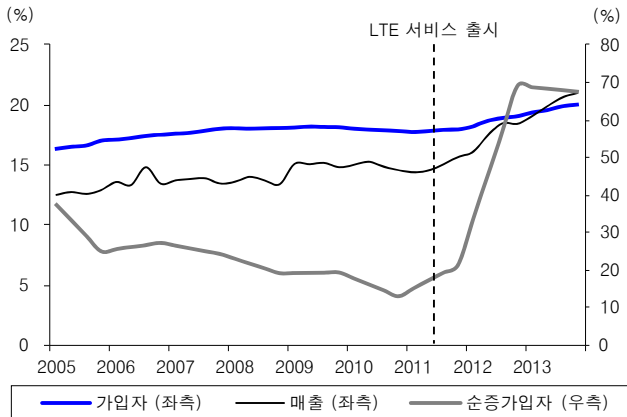
그림 9. 점유율은 서서히 선호도에 수렴할 예상

(%)	가입자 점유율		소비자 선호도*					
	전체	LTE	전체 (n=3,436)	10대 (n=575)	20대 (n=1,251)	30대 (n=985)	40대 (n=495)	50대 (n=129)
SKT	50.0	47.4	46.6	41.2	46.4	48.6	51.2	41.1
KT	30.1	27.9	27.2	31.5	26.0	25.1	26.9	36.4
LGU+	19.9	24.7	26.2	27.3	27.7	26.4	22.0	22.5

참고: * LTE/LTE-A/광대역LTE 서비스 관련 가장 선호하는 통신사를 선택(조사기간 2013/12/4~12/11)

자료: 미래부, Dooit, 삼성증권

그림 10. 시장 점유율 - 보조금만 가지고 가능한 변화?



자료: 미래부, 각 사, 삼성증권

그림 11. 통신 3사 가입자 유치비용은 유사한 수준

		무선 매출*	마케팅비용**	비중	모집가입자	SAC***
		(십억원)	(십억원)	(%)	(천명)	(원)
		A	B	B/A	C	B/C
SKT	2012	10,758	3,474	32.3	12,321	281,996
	2013	11,110	3,428	30.9	11,467	298,964
KT	2012	6,297	2,023	32.1	8,038	251,646
	2013	6,392	2,104	32.9	7,343	286,582
LGU+	2012	3,533	1,491	42.2	5,291	281,831
	2013	4,281	1,561	36.5	5,412	288,421

참고: * 접속비용을 제외한 무선 서비스 매출

** KT, LGU+는 전체 마케팅비용 중 85% 가정(유선 제외)

*** 마케팅비용은 광고비, 관리수수료 등을 포함하기 때문에 실제 SAC는 이보다 낮은 20만원 수준

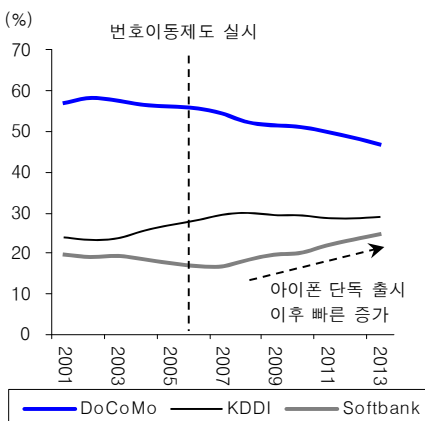
자료: 각 사, 삼성증권 추정

SKT, 50% 점유율은 계륜(鷄肋)

점유율 하락이 경쟁력 약화와 주가 하락으로 이어질 것이라는 예상은 억측

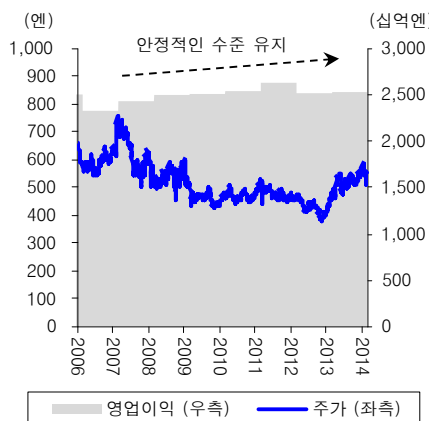
연초 50% 점유율 수성의지를 표명하면서 SKT는 더 이상의 점유율 하락을 용인하지 않고 있으며, 저지하는 SKT와 대항하는 LGU+ 사이의 마찰은 한동안 잠잠했던 시장 경쟁을 격화시켰다. 일부 시장에서는 50% 가입자 점유율 함락이 SKT의 중장기적인 경쟁력 약화와 주가 하락으로 이어질 것이라는 견해와 함께 NTT DoCoMo(도코모)의 점유율 하락을 예로 들곤 한다 (그림 12). 하지만 일본 1위 무선 사업자인 도코모의 급속한 점유율 하락은 1) 경쟁사인 소프트뱅크와 KDDI가 각각 2008년과 2011년부터 아이폰을 판매한 반면 도코모는 브랜드 및 서비스 정책 차이를 이유로 아이폰을 공급하지 않으면서 단말 경쟁력에서 뒤처졌고, 2) 정부가 독점적 시장 구조 완화를 위해 NTT와의 유무선 결합 할인을 금지하면서 결합을 통한 해지율 감소 효과를 누리지 못했기 때문이다. 이를 극복하기 위해 2013년 아이폰을 출시하면서 도코모의 가입자 순증세는 빠르게 회복 중이며 (그림 14), 현재 일본 총무성에 유무선 결합 할인 허용을 요구하고 있다. 이처럼 불리한 경쟁을 벌인 도코모와 비교해 SKT는 경쟁사를 앞서는 단말 경쟁력과 브랜드 가치를 지니고 있기 때문에 SKT가 도코모의 전철을 따를 수 있다는 것은 단순한 억측에 불과하다.

그림 12. 단말 경쟁력 약화로 점유율 하락



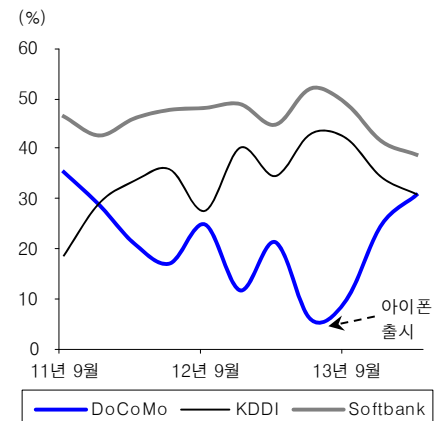
자료: 각 사

그림 13. DoCoMo, 꾸준한 영업이익 유지



자료: NTT DoCoMo

그림 14. 순증가입자 점유율 회복세

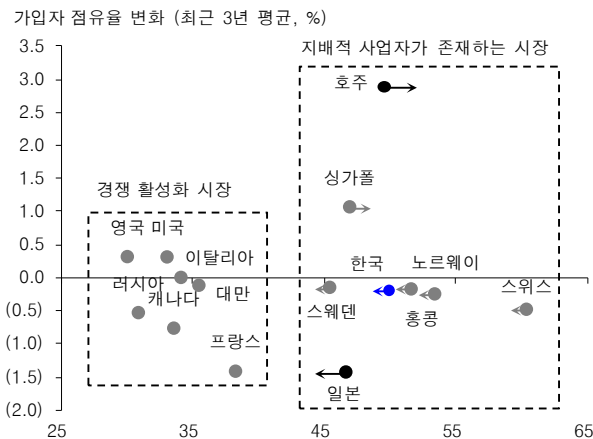


자료: TCA (일본)

가입자 점유율은 통신사의 경쟁력을 나타내는 하나의 지표일 뿐

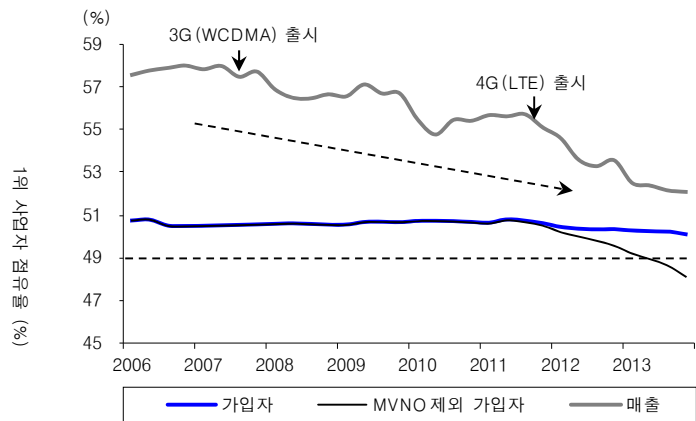
초기 무선 시장을 선점한 통신사는 사업자 간 인수합병이 활발하게 일어난 서유럽 및 북미 시장을 제외하면 대부분 높은 가입자 점유율을 유지하고 있다 (그림 15). 이는 주로 1) 높은 네트워크 신뢰도에 기반한 브랜드 가치와 2) 서비스 전환 비용의 존재에 기인한다. 하지만 정부의 경쟁 활성화 노력과 후발 사업자와의 경쟁력 격차 감소로 1위 사업자 대부분은 완만한 가입자 점유율 감소세를 보이고 있으며, 이는 충분히 자연스러운 현상이다. SKT의 가입자 점유율은 오랫동안 50% 수준에 머물러있었지만, 3G와 LTE 도입으로 후발사업자와의 경쟁력 격차가 줄어들면서 매출 점유율은 지속 하락해왔다 (그림 16). 기존에 향유해왔던 네트워크와 브랜드 차별성이 다소 희석된 것이다. 가입자 점유율은 통신사의 종합적인 경쟁력을 나타내는 하나의 지표일 뿐이다. 이것 자체를 목표로 삼는 것은 본말전도로서 가입자 유치에 치중한 나머지 고객 믹스 악화와 마케팅비용 상승에 따른 이익 감소로 이어질 가능성이 높다.

그림 15. 1위 사업자의 점유율 감소는 지극히 자연스러운 현상



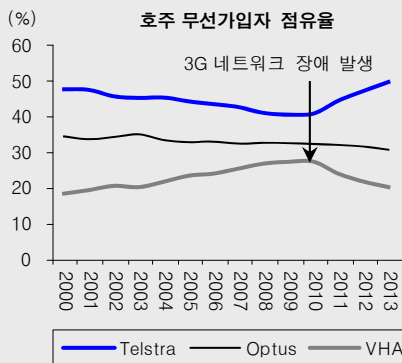
자료: Global Wireless Matrix, 삼성증권

그림 16. SKT 점유율은 완만한 하락을 지속



자료: 미래부, 통신3사, 삼성증권

Case study #4 - 호주 Telstra가 주는 교훈



자료: 각 사

호주 1위 사업자인 Telstra는 국영회사로 출발하여 1997년 민영화된 이후 가입자 점유율이 완만하게 감소하는 선두 사업자의 전형적인 특징을 보였다. 하지만 2011년부터 급격한 점유율 상승을 경험하고 있는데, 이는 1) 3위 사업자인 Vodafone Hutchison Australia (VHA)의 미숙한 망 운용으로 2010년 11월부터 네트워크 장애가 발생하면서 가입자 불만이 고조된 가운데, 2) Telstra가 선제적인 LTE 서비스 도입을 통해 네트워크 경쟁력을 높이면서 VHA의 가입자가 지속 유입되었기 때문이다. Telstra는 네트워크에 대한 높은 신뢰도를 바탕으로 서비스 가격까지 인상하면서 매출과 이익 모두 상승 추세에 있다.

Telstra 사례에서 얻을 수 있는 교훈은 통신사의 핵심 경쟁력은 결국 네트워크 운용 능력이며, 이에 대한 신뢰는 한번 잃으면 회복하기 어렵다는 점이다.

Telstra, 선제적인 LTE 도입

	Telstra	Optus	VHA
LTE 서비스 시작	2011년 9월	2012년 4월	2012년 6월

자료: 각 사

통신 시장의 운명을 쥐고 있는 KT

데이터 제공량 확대 경쟁이 벌어질 경우
통신 섹터의 미래는 없음

가입자 점유율 유지/확대 전략을
지속한다면 섹터 전체 수익성은 정체

SKT, KT는 가입자를 다소 양보해야 할 것

Worst case: KT 역시 가입자 점유율 30% 수성을 강조한바 있어, 시장에서는 전열은 가다듬은 후 본격적인 가입자 유치 경쟁에 뛰어들 것이라는 전망이 우세하다. 하지만 오히려 지속되는 유선 매출 감소로 이익 하락을 경험하고 있는 KT로서는 수익성 회복이 시급하기 때문에 어느 사업자보다도 경쟁 완화 의지가 강할 것으로 판단된다. 다만 가입자 유치에 대한 미련과 마케팅비용 절감을 위해서 KT가 요금 경쟁이라는 최악의 선택을 할 가능성도 있으며, 1월 말 출시된 LTE 데이터를 15GB까지 제공하는 67요금제는 이러한 측면에서 의미하는 바가 있다. 데이터 제공량 확대 경쟁이 벌어질 경우 통신 섹터의 미래는 없다. 이는 사용량 증가에 따른 과금을 포기함으로써 네트워크의 회소성과 가치를 파괴하는 것으로, 통신사는 무선에서도 가치를 창출하지 못하는 단순한 망 관리자로 전락할 것이다.

Base case: 다만 요금 인하는 경쟁사가 모방하기 어렵거나 하더라도 자신이 누릴 수 있는 효과가 더욱 크다고 판단할 때 나타난다. 통신 3사의 주파수나 네트워크 자원은 모두 유사한 수준이기 때문에, 경쟁사의 즉각적인 대응을 감안한다면 요금 경쟁을 시도할 가능성은 다소 낮다고 판단된다. 하지만 통신 3사가 가입자 점유율 유지 또는 확대 전략을 지속한다면 정부의 강력한 규제 의지에도 불구하고 보조금 또는 우회적인 수단을 통한 소모적인 경쟁 지속이 예상되어 섹터 전체의 수익성은 정체될 것이다. SKT의 점유율 수성 의지를 고려하면 현재로서는 해당 시나리오가 가장 유력하다고 판단되며, 이 경우 LGU+는 가입자 성장세 둔화와 함께 영업이익 대비 높은 마케팅비용 비중으로 저조한 이익률을 보일 수 밖에 없다. 따라서 상대적으로 안정적인 실적을 보일 SKT를 선호한다.

Best case: 하지만 LGU+의 가입자 성장은 구조적인 변화로서 보조금과 같은 소모적인 수단으로는 일시적인 저지만 가능할 뿐이다. 결국 SKT와 KT는 근본적인 경쟁력 우위를 확보하지 못한다면 가입자를 다소 양보해야 할 것이며, 이때부터 섹터 전체적인 이익은 개선될 수 있다. 이 경우 가입자 성장을 이어갈 LGU+를 선호하나, SKT 역시 수익성 개선에 따른 수혜를 누릴 것이다.

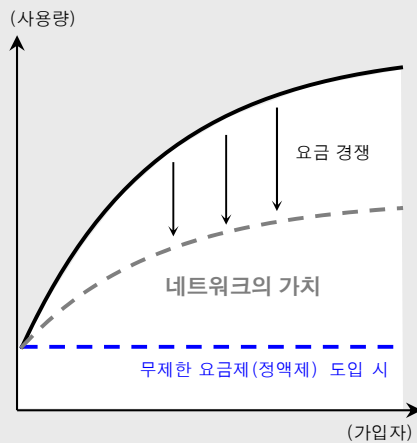
그림 17. 현재는 Base case, 점차 Best case로 개선 예상



자료: 삼성증권

비중확대(overweight) 의견 유지: 예상보다 강한 사업자들의 점유율 확대/유지 의지로 인해 경쟁이 심화된 상황으로 정부의 규제만으로는 근본적인 경쟁 해소가 어렵기 때문에 섹터에 대한 단기적인 전망은 다소 보수적이다. 하지만 결국은 점유율 수성 의지가 점차 완화되면서 수익성 개선 움직임이 나타날 것이라는 판단 하에 비중확대(overweight) 의견을 유지한다. 후술할 네트워크 과금 모델의 진화와 플랫폼으로의 사업 영역 확대는 중장기적인 upside 요인이며, downside risk는 사업자의 점유율 확대/유지 의지 강화와 데이터 제공량 확대와 같은 요금 경쟁이다.

Case study #5 - 통신사에게 요금 경쟁이란...



자료: 삼성증권

국내 무선시장에서 의미 있는 요금 경쟁은 과거 두 차례 일어났다. 한번은 SKT가 2010년 도입한 3G 데이터 무제한 요금제였는데, 이는 아이폰 부재로 수세에 몰린 상황에서 KT가 가지고 있던 막강한 Wi-Fi 네트워크를 무력화시키려는 시도였다. 2.1GHz에서 KT보다 넓은 대역을 가지고 있어 서비스 품질에서 앞설 수 있다는 계산 역시 깔렸던 것으로 판단된다. 두 번째는 2013년 역시 SKT가 출시한 망내 음성 무제한 요금제이다. 이는 경쟁사가 모방하더라도 전국민 절반에 달하는 SKT 가입자끼리의 무제한 통화가 가지는 메리트를 따라올 수 없다는 판단에서였다. 하지만 불리한 상황에 처한 LGU+가 망내외 음성 무제한 요금제로 반격함에 따라 상황은 마무리되었다.

두 사례에서 볼 수 있듯이 요금 경쟁은 꼭 후발사업자가 촉발하는 것이 아니라, 한 사업자가 불리한 상황에 처하거나 또는 경쟁사가 모방하지 못한다는 판단 하에서 나타난다. 이는 해외 사례에서도 볼 수 있다. 일본 3위 사업자인 소프트뱅크는 2007년 화이트 플랜이라는 망내 음성 무제한 요금제를 도입하여 큰 성공을 거뒀는데, 이는 음성 매출에 대한 의존도가 높은 상황에서 높은 가입자 점유율로 망내 통화가 많은 선두사업자가 이에 대한 과금을 포기하기 어렵다는 판단에서 나온 전략이다.

요금 경쟁은 어떤 형식이건 네트워크 가치를 파괴하고 시장 파이를 축소시킨다. 네트워크 가치를 높이기 위해 고민해야 하는 사업자에게 데이터 전송속도 역시 과금 요소 중 하나로 활용하고 있는 독일 T-mobile의 요금제는 시사하는 바가 있다.

독일 T-mobile의 요금제

	XS	S	M	L	XL	XXL
음성 (분)	50	100	무제한	무제한	무제한	무제한
SMS (건)	50	100	무제한	무제한	무제한	무제한
데이터 /최대속도	100MB /8Mbps	500MB /16Mbps	750MB /16Mbps	1GB /50Mbps	2GB /100Mbps	5GB /150Mbps
가격 (유로)	17.96	28.95	42.45	60.45	69.45	84.96

자료: T-mobile

■ 목차

1. "통신주를 왜 사야합니까?"	p3
2. 투자 아이디어 요약	p4
3. 단통법은 만병통치약이 아니다	p5
4. 통신시장 삼분지계(三分之計)	p9
5. 네트워크에서 플랫폼으로	p14

5. 네트워크에서 플랫폼으로

Market view: 규제 압력을 고려 시 지속적인 이익 성장을 기대하기 어렵기 때문에 통신 섹터는 LTE 시장 포화 이후 다시 오랜 동면에 들어갈 것.

Our view: 증가하는 데이터 트래픽에 대해 B2B 과금 모델을 구축할 경우 정부 요금규제의 영향권 밖에서 성장이 가능. 또한 CPNT 벨류체인 상에서 플랫폼으로의 사업영역 확대는 네트워크 사업자에게 새로운 성장 동력이 될 수 있음.

현재는 통신업의 패러다임 전환기

지난 10년을 돌이켜봤을 때 통신업에서 성장을 기대하는 것은 어리석은 일이다. 다만 과거와 비교해 네트워크는 현재 두 가지가 달라졌다. 첫째, 과거 주된 과금원이었던 음성 사용량은 물리적 한계 등의 이유로 정체되었지만, 현재 네트워크를 오가는 데이터 트래픽은 빠르게 증가하고 있으며 그 한계가 없다. 이로 인해 높아지고 있는 네트워크 자원의 희소성은 통신업에 추가적인 성장 기회를 제공한다. 둘째, 무선 네트워크는 과거 변변한 벨류체인을 가지지 못했지만, 현재는 혁신적으로 진화하고 있는 CPNT 벨류체인 한 가운데 위치해있다. 플랫폼 영역으로 진출한다면 통신사는 새로운 성장 동력 확보가 가능하다.

Telco 3.0 - B2B 과금 모델로의 진화

"(망중립성 원칙은 법적인 효력을 갖지 않는다는)법원의 결정은 혁신을 위한 여지를 제공할 것이다 ... Verizon은 인터넷 서비스에 대해 가입자 그리고 이들에게 달기 원하는 회사가 대가를 지불하는 양면 시장을 원한다" - Verizon

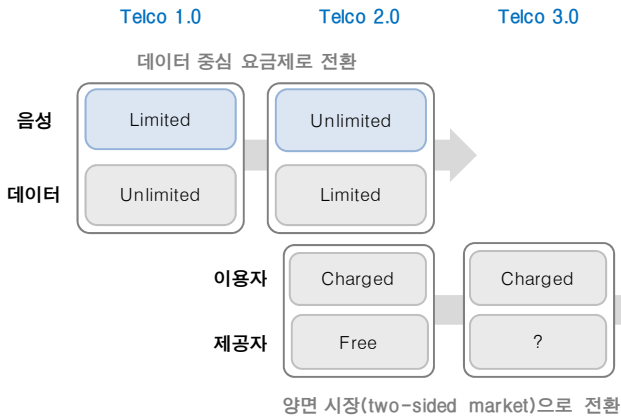
통신사는 데이터 망의 다른 편에 존재하는 CP에 대한 과금을 고려하게 될 것

무선 네트워크의 과금 방식은 진화하고 있다. 통신사는 사용량이 정해진 음성에서 빠르게 증가하는 데이터 중심으로 요금제를 전환 중이다. 하지만 무선 트래픽이 아무리 증가한다 해도 가입자 대상의 B2C 과금을 통한 성장은 한계를 가진다. 정부에서 일정 수준 이상의 가계통신비 부담 증가를 용인하지 않을 것이기 때문이다. 하지만 네트워크 자원은 유한하기 때문에 트래픽 증가에 따라 통신사는 필연적으로 데이터 망의 다른 편에 존재하는 콘텐츠 제공자(content provider: CP)에 대한 과금을 고려하게 될 것이다. 현재 CP에 대한 차별은 망중립성 원칙에 의해 금지되어 있으며, 대가 없는 망 이용은 너무도 당연하게 받아들여지고 있다. 하지만 TV 홈쇼핑 사업자를 생각해보자. 이들은 시청자를 대상으로 이익을 창출하기 때문에 방송송출 대가를 케이블과 같은 유료방송 사업자에 지불한다. CP의 경우에도 이용자를 대상으로 부가가치를 창출할 수 있는 경우 네트워크 사업자에게 충분히 망 사용대가를 지불할 용의가 있다.

서비스 활성화로 부가가치 창출이 가능한 CP는 데이터 요금을 지불할 용의를 가짐

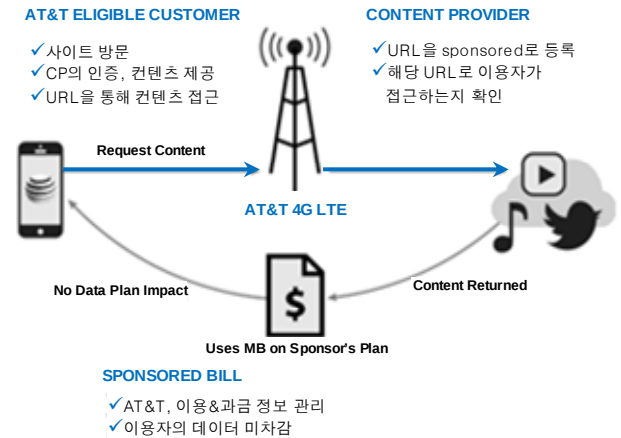
AT&T가 최근 발표한 Sponsored Data를 눈 여겨 볼 필요가 있다 (그림19). 이는 특정 콘텐츠 이용 시 발생하는 데이터 요금을 이용자가 아니라 해당 CP가 부담하는 사업모델로, SKT가 GS홈쇼핑과 작년 맺은 계약 역시 유사한 모델인 것으로 알려져 있다. 해당 콘텐츠 이용 시 상태 표시줄의 아이콘을 통해 데이터 차감여부의 인지가 가능하기 때문에 데이터 사용량에 민감한 이용자일수록 해당 서비스를 선호할 것이고, 서비스 활성화를 통해 부가가치 창출이 가능한 CP는 데이터 요금을 대신 지불할 용의를 가질 것이다. 정부 역시 이용자 부담 완화와 서비스 활성화를 동시에 이룰 수 있어 크게 반대할 이유가 없으며, 특정 CP를 차별하는 것이 아니기 때문에 망중립성 원칙에 역시 크게 위배되지 않는다는 의견을 미국 FCC도 제시한바 있다. 다만 성공을 위한 전제조건은 이용자가 데이터를 아끼려해야 한다는 것이다. 만약 요금경쟁으로 인해 충분한 데이터 사용량이 제공된다면 Sponsored Data 모델은 결코 성공할 수 없다.

그림 18. 무선 네트워크 과금 방식의 진화



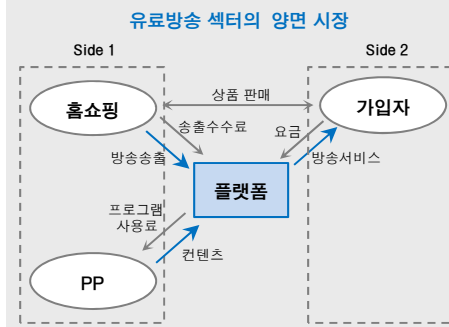
자료: 삼성증권

그림 19. AT&T의 Sponsored Data



자료: AT&T

Case study #6 - 양면 시장과 망중립성

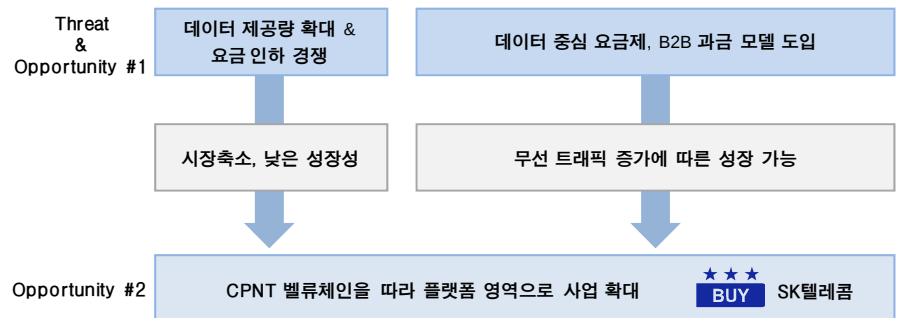


자료: 삼성증권

양면 시장(two-sided market)의 전형적인 예는 나이트 클럽이다. 남녀가 모이는 클럽에서는 많은 남성 고객들을 불러모으는 미모의 여성에게는 낮은 과금을 하는 반면 need가 큰 고객일수록 높은 과금을 하기 마련이다. 이를 통해 주인은 동일한 요금을 받을 때보다 이익을 극대화시킬 수 있다. 인터넷 역시 CP와 이용자가 만나는 공간이다. 어떤 CP들은 이용자를 모으는 역할을 한다. 하지만 이용자에게 다가갈 원하는 CP도 있으며, 이들은 충분히 고객 대신 데이터 요금을 부담할 용의가 있다. 예를 들면 동영상 강의를 제공하는 교육업체나 VoD를 판매하는 방송사업자는 이를 통해 서비스 활성화와 매출 확대를 기대할 수 있다. 이 같은 지불 의사에 비례한 과금 방식은 시장을 활성화시키고 네트워크의 가치를 높일 것이다.

반면 망중립성 원칙은 모든 CP와 이용자를 차별 없이 입장시키라는 것이다. 이 원칙에 대해 미국은 다소 완고하며, 그리고 유럽에서는 시장에 맡긴다는 판단을 하고 있다. 하지만 무료로 입장한 CP가 이용자의 입장료를 대신 내주는 것까지 다른 CP에 대한 차별로는 볼 수 없을 듯하다. 이를 막는 것은 오히려 시장 활성화를 저해하고 이용자의 혜택을 떨어뜨릴 수 있는 원칙의 지나치게 엄격한 적용이라고 판단된다.

그림 20. 두 가지 성장 기회 존재



자료: 삼성증권

유선 인터넷의 플랫폼은 네이버, 무선은
현재까지 카카오톡이 우위

T전화란? 기존 통화 기능을 강화/개선한
것으로 주요 기능으로는,

1) 안심 통화: SKT의 DB를 통해 모르는 번
호에 대한 정보 표시

2) T114: 검색 창에서 SKT의 DB에 있는 전
화번호 검색/통화

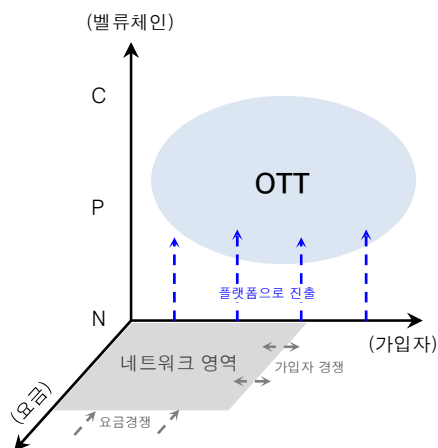
이를 포함하는 여러 기능을 바탕으로 플랫폼
으로의 확장을 목표 중

OTT를 막을 수 없다면 OTT가 되어라

가치는 플랫폼으로 모인다. 여기서 말하는 플랫폼은 한 벨류체인이 움푹 패인 곳으로 소비자의 마음이 쏠리는 지점이다. 예를 들면 유선 인터넷의 플랫폼은 네이버이다. 어떤 컴퓨터, OS, 네트워크와 관계없이 네이버에 접속할 수 없다면 국내 소비자는 이를 선택하지 않을 것이다. 이용자 마음 속에서 가지는 대체 불가능성으로 인해 네이버는 적어도 국내에서는 벨류체인 상의 어떤 사업자보다 높은 가치를 창출하고 있다. 그렇다면 무선 인터넷의 플랫폼은 무엇인가? 현재까지 한국 시장에서 가장 우위를 점하고 있는 플랫폼은 카카오톡이다. 하지만 아직은 메신저를 비롯한 일부 서비스만을 제공하고 있기 때문에 그 지위가 확고하지만은 않다. 따라서 구글을 비롯한 유수한 사업자가 플랫폼의 지위를 차지하기 위해 경쟁하고 있다.

하지만 안타깝게도 통신사는 플랫폼을 차지하려는 노력보다는 네트워크 영역 안에서의 가입자 확보 경쟁에 머물러있으며, 그 사이 OTT(over the top) 사업자는 새로운 가치를 창출하기 위해 플랫폼으로 진화하고 있다. 유선 인터넷 벨류체인에서 네트워크 사업자는 플랫폼을 노리기에는 소비자와의 접점이 없어 단순한 망 관리자로 머물 수 밖에 없었다. 하지만 무선에서 통신사는 단말에 대한 일부 통제권을 가지며 “통화”라는 강력한 기능을 담당하고 있다. SKT의 T전화*는 이 기회를 포착하여 플랫폼으로 도약하기 위한 인정할만한 시도이다. 하지만 네트워크 사업자의 한계는 배타성이다. T전화가 가입자 확보를 위한 도구로서 자사 가입자 대상의 차별화된 서비스 정도로 머문다면 배타성으로 인해 플랫폼으로 성장할 수 없다. 플랫폼의 핵심은 범용성이라는 사실을 기억해야 한다.

그림 21. 네트워크에서 플랫폼으로



자료: 삼성증권

SKT의 모든 콘텐츠에 하나의 검색창을
통해 접근할 수 있는 플랫폼이 있다면...

그림 22. 국내 모바일 플랫폼의 최종 승자는?

	커뮤니케이션		엔터테인먼트				정보/구매			
	통화	메신저	게임	미디어	음악	도서	앱스토어	지도	포털	쇼핑
카카오	TALK	TALK	게임하기	n/a	뮤직	n/a	n/a	n/a	n/a	스타일
네이버	라인	라인	라인	TVcast	뮤직	북스	앱스토어	지도	네이버	차식쇼핑
SKT	T전화	네이트온	n/a	Btv mobile	멜론	T스토어	T스토어	T맵	네이트	11번가

참고: 테두리는 경쟁력이 가장 높은 서비스를 의미

자료: 삼성증권

사실 SKT는 무선 벨류체인에서 플랫폼 강자로 거듭날 수 있는 충분한 자원을 이미 가지고 있다 (그림 22). 오랜 무선 사업 경험과 전국민 절반에 달하는 가입자를 바탕으로 성공시킨 콘텐츠 포트폴리오는 최대 OTT 사업자인 네이버와 비교해도 뒤지지 않는다. 문제는 우수한 서비스들을 하나로 엮어줄 플랫폼이 부재하다는 것이다. 만약 SKT가 보유한 모든 콘텐츠에 하나의 검색창을 통해 접근할 수 있는 플랫폼을 가진다면 OTT와의 경쟁에서 유리한 고지를 점할 수 있을 것으로 판단된다. 예를 들어 드라마 제목을 검색하면 관련성이 높은 순서대로 검색 결과를 보여주고, 이를 통해 이용자는 Btv 모바일로 드라마를 시청하거나, 멜론을 통해 OST를 듣거나, 네이트에서 관련 뉴스를 보고, 11번가에서 관련 상품을 쇼핑할 수 있는 통합 플랫폼을 런치와 같은 형식으로 제공하는 것이다 (그림 24). 이는 다양한 콘텐츠 포트폴리오를 보유한 SKT만이 가능한 서비스로, 향후 네트워크를 넘어 플랫폼으로의 사업 영역을 확대가 가시화된다면 SKT의 중장기적인 기업가치 성장이 가능하다는 판단이다.

그림 23. 네이버의 모바일 앱



자료: 삼성증권

그림 24. 앱 열기도, 입력하기도 불편한데 하나의 검색창으로 모든 서비스를 이용할 수 없을까?



자료: 삼성증권

Case study #7 - 네트워크 사업자의 플랫폼 진출

년도	내용
1999년	i-mode 출시
2001년	i-appli (뉴스, 일기예보, 게임) i-area (위치정보 기반: 날씨, 교통 등) i-motion (비디오 배급: 영화 정보 등)
2002년	i-shot (디지털 카메라)
2003년	i-motion mail (이메일로 비디오 전송)
2004년	OsaiFu-Keitai (모바일 지갑)
2005년	i-channel (뉴스, 일기예보 제공)
2006년	DCMX (모바일 신용카드 서비스) 키워드 검색 서비스

자료: 삼성증권

NTT DoCoMo(도코모)는 1999년 모바일 인터넷 서비스 플랫폼인 i-mode를 출시하고 여기에 이메일, 뉴스/정보, 미디어, 결제 등 다양한 기능을 연결함으로써 일명 walled garden을 완성하였다. 이후 도코모의 플랫폼 구축에 감명 받은 17개국 통신사로 i-mode가 수출되었지만, 한 곳에서도 성공하지 못했다. 이는 일본 시장에서는 단말과 네트워크의 수직결합으로 통신사의 의도대로 단말의 설계와 제조가 가능했던 반면, 해외 시장에서는 단말과 서비스가 분리 유통되어 통신사가 원하는 대로 단말을 제조할 수 없었기 때문이다. 하지만 스마트폰 도입 이후 자사 가입자들만을 대상으로 폐쇄적인 생태계를 제공하는 i-mode는 서서히 도태되고 있다.

한국 시장에서는 일본만큼은 아니지만 단말과 네트워크의 약한 수직결합으로 통신사의 단말에 대한 통제가 일부 가능(앱 설치 등)하며, 요금 할인/데이터 제공과 같은 인센티브 제공을 통해 가입자의 이용패턴에 영향을 미칠 수 있다. 이는 플랫폼으로 진출할 수 있는 여지를 제공한다. 다만 i-mode의 사례에서 볼 수 있듯이 현재 환경에서 폐쇄성과 배타성을 가진 생태계는 더 이상 생존하기 힘들다는 점을 기억해야 한다.

Company Update



양승우
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

박재석
Senior Analyst
jay.s.park@samsung.com
02 2020 7799

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	280,000원 (27.9%)
현재주가	219,000원
Bloomberg code	017670 KS
시가총액	17.7조원
Shares (float)	80,745,711주 (62.5%)
52주 최저/최고	172,000원/238,500원
60일-평균거래대금	394.6억원
One-year performance	1M 6M 12M
SK텔레콤 (%)	+2.8 +1.6 +21.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	+2.8 +3.3 +22.1

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	280,000	280,000	-
2013 EPS	18,154	18,154	0.0%
2014E EPS	22,004	22,509	-2.2%
2015E EPS	24,925	24,471	1.9%

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of Wisefn estimates	22
Target price vs Wisefn mean	0.3%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs Wisefn mean	-5.3%
Estimates up/down (4 weeks)	0/8
Wisefn recommendation	Buy

SK텔레콤 (017670)

불확실한 상황 속에서 최선의 선택

WHAT'S THE STORY?

Event: 1분기 영업이익은 컨센서스를 35% 하회하는 2,860억원으로 추정됨.

Impact: 2분기 영업정지가 예정됨에 따라 마케팅비용 감소로 1분기의 부진은 상당 수준 만회될 전망이다. 하지만 영업정지 이후에도 가입자 점유율 목표를 고수하는 한 경쟁강도에 대한 불확실성은 여전하다는 판단임.

Action: SKT에 대해 BUY 투자 의견을 유지. 경쟁 강도 상승 시에도 실적이 상대적으로 안정적이며, 높은 배당수익률로 주가가 하방경직성을 가지기 때문에 현재 시장 상황 하에서는 최선의 선택임.

THE QUICK VIEW

1Q14 preview - 기대하기 어려운 실적: 1분기 경쟁강도가 근래 최고조에 달함에 따라 SKT의 1분기 영업이익은 컨센서스를 35% 하회하는 2,860억원으로 추정된다. 마케팅비용은 번호이동(MNP) 가입자 수와 높은 상관관계를 가지는데, SKT가 1분기 MNP 시장에서 유치한 가입자는 120만명(vs 13년 평균 91만명)으로, 이는 갤럭시 S3 대란이 일어났던 2012년 3분기 140만명에 육박하는 수준이다. 이에 따라 마케팅비용은 전년 및 전분기 대비 각각 7.2%와 15.4% 증가한 9,710억원 수준(vs 3Q12: 1조원)으로 추정된다. 여기에 1) 네트워크 장애에 따른 보상금(500억원 추정)과 2) 작년 말 집중된 capex 지출에 따른 감가상각비 증가, 그리고 3) 계절성으로 인한 낮은 ARPU 성장이 실적에 부담을 주었을 판단이다.

실적은 2분기에 만회될 예상이나... 2분기에 52일간의 영업정지(4/5~5/19, 추가 7일)가 예정됨에 따라 마케팅비용 감소로 1분기의 부진은 상당 수준 만회될 전망이다. 가입자 유치 활동 둔화로 ARPU는 다소 정체될 수 있다. 관건은 영업정지 이후 시장 정상화 여부이지만, 가입자 점유율 목표를 고수하는 한 경쟁강도에 대한 불확실성은 여전하다. 1~2월 경쟁을 통해 SKT가 획득한 가입자는 약 69,000명으로 전체 가입자의 0.3% 수준인데, 이를 위해 연간 영업이익의 5% 이상에 해당하는 금액을 희생시킨 점은 여전히 아쉬운 부분이다.

불확실한 경쟁 상황 속 최선의 선택, BUY 투자 의견 유지: SKT는 경쟁사와 비교해 영업이익 대비 마케팅비용 비율이 낮아(13년 기준: 1.7배 vs KT 2.8배, LGU+ 3.4배) 경쟁 강도 상승 시에도 실적이 상대적으로 안정적이며, 높은 배당수익률(4.3%)로 주가가 하방경직성을 가지기 때문에 현재 시장 상황 하에서 최선의 선택이다. 또한 자회사 SK하이닉스의 꾸준한 실적 호조세가 긍정적이며, T전화와 같은 플랫폼 경쟁력 확보 노력을 높이 평가되기 때문에, BUY 투자 의견과 목표주가 280,000원을 유지한다.

Upside risk: 데이터 사용량 증가와 부가 서비스 판매 활성화로 ARPU 성장세 강화

Downside risk: 네트워크 장애로 인한 보상금액 증가 또는 브랜드 가치 하락

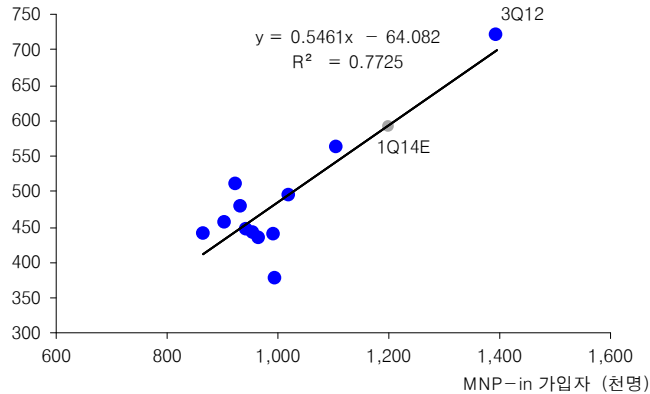
■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013	2014E	2015E
매출액 (십억원)	16,141.4	16,602.1	17,011.2	17,491.6
순이익 (십억원)	1,115.7	1,609.5	1,744.8	1,976.5
EPS (adj) (원)	12,670	18,154	22,004	24,925
EPS (adj) growth (%)	(33.9)	43.3	21.2	13.3
EBITDA margin (%)	27.6	29.7	33.1	33.4
ROE (%)	8.7	11.9	12.0	12.7
P/E (adj) (배)	11.2	12.1	10.0	8.8
P/B (배)	1.3	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	3.8	4.6	3.9	3.5
Dividend yield (%)	4.3	4.3	4.3	4.3

자료: 삼성증권 추정

마케팅 비용은 3Q12보다 낮은 수준 예상

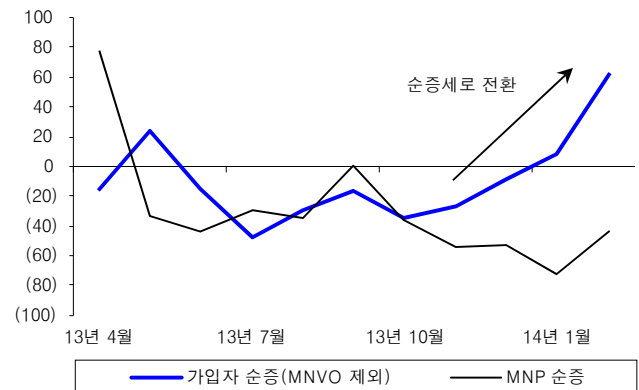
모집수수료 (십억원)



자료: SK텔레콤, 삼성증권

경쟁 속 유일하게 가입자 점유율 증가

(천명)



자료: 미래부, KTOA

실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2013	2014E	2015E	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E
영업수익	16,602	17,011	17,492	4,066	4,117	4,125	4,295	4,189	4,240	4,213	4,370	4,348	4,362	4,358	4,424
SKT 영업수익	12,860	13,052	13,231	3,112	3,209	3,223	3,316	3,150	3,259	3,284	3,360	3,252	3,300	3,314	3,364
이동전화수익	11,110	11,221	11,350	2,727	2,787	2,768	2,828	2,741	2,817	2,810	2,852	2,831	2,847	2,828	2,844
망접속정산수익	898	915	924	210	217	231	240	214	221	235	244	217	224	238	247
신규사업 및 기타	852	917	957	175	205	224	248	195	220	239	263	205	230	249	273
자회사 영업수익	3,742	3,959	4,260	954	908	902	979	1,039	981	929	1,010	1,095	1,062	1,043	1,060
영업비용	14,591	15,019	15,144	3,661	3,572	3,573	3,785	3,902	3,592	3,654	3,871	3,834	3,756	3,719	3,835
종업원급여	1,561	1,660	1,759	444	359	363	395	475	383	390	412	502	407	414	435
지급수수료 및 판매수수료	5,499	5,587	5,487	1,423	1,360	1,350	1,366	1,515	1,305	1,385	1,381	1,394	1,395	1,360	1,337
광고선전비	394	404	425	63	109	92	130	74	106	94	131	74	114	100	138
감가상각비	2,820	3,024	2,976	679	706	706	728	753	756	756	759	759	753	735	729
망접속정산비용	1,044	1,030	1,036	253	252	265	274	248	245	262	275	250	246	266	275
전용회선료	242	204	178	63	62	62	55	54	52	50	48	47	45	44	42
전파사용료	207	186	167	50	55	52	50	48	47	46	45	43	42	41	40
상품매출원가	1,300	1,313	1,214	319	305	306	370	414	266	318	314	309	305	302	298
기타영업비용	1,524	1,611	1,902	367	363	377	417	322	432	353	505	456	449	457	540
마케팅비용	3,428	3,373	3,250	907	853	827	842	971	773	813	816	816	852	790	791
영업이익	2,011	1,993	2,348	405	546	551	510	286	648	559	499	513	607	639	589
세전계속사업이익	1,827	2,237	2,534	412	601	430	385	347	709	620	560	560	653	685	636
당기순이익	1,610	1,745	1,976	346	468	502	294	267	546	478	454	420	490	514	553
EBITDA	4,831	5,017	5,324	1,084	1,252	1,258	1,238	1,039	1,404	1,315	1,258	1,272	1,359	1,374	1,318
EPS (수정, 원)	18,154	22,004	24,925												
DPS (원)	9,400	9,400	9,400												
주요지표 (%)															
영업수익 대비 마케팅비용	26.7	25.8	24.6	29.1	26.6	25.7	25.4	30.8	23.7	24.7	24.3	25.1	25.8	23.8	23.5
영업이익률	12.1	11.7	13.4	10.0	13.2	13.4	11.9	6.8	15.3	13.3	11.4	11.8	13.9	14.7	13.3
세전계속사업이익률	11.0	13.1	14.5	10.1	14.6	10.4	9.0	8.3	16.7	14.7	12.8	12.9	15.0	15.7	14.4
순이익률	9.7	10.3	11.3	8.5	11.4	12.2	6.8	6.4	12.9	11.3	10.4	9.7	11.2	11.8	12.5
EBITDA 마진	29.1	29.5	30.4	26.7	30.4	30.5	28.8	24.8	33.1	31.2	28.8	29.3	31.2	31.5	29.8
배당수익률 (%)	4.3	4.3	4.3												
가입자수 추정															
이동통신	27,352	27,801	28,050	27,030	27,140	27,211	27,352	27,612	27,628	27,718	27,801	27,871	27,935	27,994	28,050
ARPU 추정															
무선 ARPU*	34,135	35,000	35,977	33,348	34,165	34,049	34,971	33,950	35,004	35,115	35,818	35,698	36,054	35,964	36,333

참고: K-IFRS 연결 기준

* 접속료, 가입비 제외

자료: SK텔레콤, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	15,926	16,141	16,602	17,011	17,492
SKT 매출	12,551	12,333	12,860	13,052	13,231
이동전화수익	10,753	10,758	11,110	11,221	11,350
망접속정산수익	1,149	936	898	915	924
신규사업 및 기타	649	639	852	917	957
자회사 매출	3,375	3,809	3,742	3,959	4,260
영업비용	13,631	14,411	14,591	15,019	15,144
판매 및 일반관리비	13,631	14,411	14,591	15,019	15,144
영업이익	2,296	1,730	2,011	1,993	2,348
영업이익률 (%)	14.4	10.7	12.1	11.7	13.4
순금융이익	(129)	(315)	(266)	(243)	(203)
순지분법이익	0	(41)	561	712	594
기타	74	145	(478)	(225)	(205)
세전이익	2,241	1,519	1,827	2,237	2,534
법인세	609	288	401	492	557
법인세율 (%)	27.2	19.0	21.9	22.0	22.0
순이익	1,582	1,116	1,610	1,745	1,976
순이익률 (%)	9.9	6.9	9.7	10.3	11.3
영업순이익*	1,547	1,023	1,466	1,777	2,013
영업순이익률 (%)	9.7	6.3	8.8	10.4	11.5
EBITDA	4,852	4,447	4,923	5,630	5,837
EBITDA 이익률 (%)	30.5	27.6	29.7	33.1	33.4
EPS (원)	19,975	14,263	20,298	22,004	24,925
수정 EPS (원)**	19,153	12,670	18,154	22,004	24,925
주당배당금 (보통, 원)	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400
배당성향 (%)	40.7	56.9	40.7	37.5	33.1

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	6,306	4,000	3,559	4,444	4,802
순이익	1,582	1,116	1,610	1,745	1,976
유·무형자산 상각비	2,483	2,613	2,830	3,150	3,100
순외환관련손실 (이익)	4	1	(2)	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	41	(561)	(712)	(594)
Gross Cash Flow	4,808	4,406	4,885	4,536	6,575
순운전자본감소 (증가)	2,180	204	(970)	(206)	(88)
기타	(571)	(363)	(131)	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(4,239)	(5,310)	(2,506)	(2,668)	(2,605)
설비투자	(2,925)	(3,123)	(2,867)	(2,779)	(2,679)
Free cash flow	3,381	876	692	1,665	2,123
투자자산의 감소(증가)	(307)	(3,001)	69	97	68
기타	(1,006)	814	291	14	7
재무활동에서의 현금흐름	(1,079)	585	(573)	(1,780)	(1,040)
차입금의 증가(감소)	(183)	1,187	(307)	388	558
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(668)	(655)	(656)	(666)	(667)
기타	(228)	53	390	(1,502)	(931)
현금증감	991	(731)	479	(4)	1,158
기초현금	659	1,651	920	1,399	1,394
기말현금	1,651	920	1,399	1,394	2,552

참고: K-IFRS 연결 기준

* 일회성 항목 제외

** 완전 희석, 일회성 항목 제외

자료: SK텔레콤, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	6,117	5,294	5,123	5,469	6,820
현금 및 현금등가물	1,651	920	1,399	1,394	2,552
매출채권	1,823	1,955	2,257	2,430	2,499
재고자산	220	242	177	215	221
기타	2,424	2,177	1,290	1,430	1,548
비유동자산	18,249	20,301	21,453	21,544	21,524
투자자산	3,132	5,709	6,401	7,016	7,542
(지분법증권)	1,385	4,632	5,325	5,858	6,326
유형자산	9,031	9,713	10,197	9,826	9,405
무형자산	4,746	4,434	4,484	4,384	4,304
기타	1,340	446	371	318	273
자산총계	24,366	25,596	26,577	27,013	28,344
유동부채	6,674	6,175	6,069	5,912	6,016
매입채무	195	254	215	218	204
단기차입금	701	600	260	266	274
기타 유동부채	5,777	5,321	5,595	5,428	5,538
비유동부채	4,960	6,566	6,341	6,253	6,168
사채 및 장기차입금	3,553	5,348	5,010	4,860	4,710
기타 장기부채	1,407	1,217	1,330	1,392	1,457
부채총계	11,633	12,741	12,410	12,165	12,184
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	11,643	12,125	13,102	14,212	15,558
기타	(2,941)	(3,230)	(3,009)	(3,007)	(3,005)
자본총계	12,733	12,855	14,167	14,848	16,160
순부채	3,233	5,369	4,727	4,166	2,696
주당장부가치 (원)	99,234	106,473	126,428	137,895	158,022

재무비율

12월 31일 기준	2011	2012	2013	2014E	2015E
증감률 (%)					
영업수익	3.2	1.3	2.9	2.5	2.8
영업이익	18.2	(24.6)	16.2	(0.9)	17.8
세전이익	33.9	(32.2)	20.3	22.4	13.3
순이익	26.2	(24.5)	15.9	22.3	13.3
영업순이익*	22.5	(33.9)	43.3	21.2	13.3
EBITDA	3.2	(16.1)	12.0	14.4	3.7
수정 EPS**	22.5	(33.9)	43.3	21.2	13.3
비율 및 회전					
ROE (%)	12.6	8.7	11.9	12.0	12.7
ROA (%)	6.7	4.5	6.2	6.5	7.1
ROIC (%)	10.5	7.7	8.3	8.2	9.7
순부채비율 (%)	25.4	41.8	33.4	28.1	16.7
이자보상배율 (배)	8.0	4.4	6.3	8.0	9.4
매출채권 회수기간 (일)	43.3	42.7	46.3	50.3	51.4
매입채무 결제기간 (일)	4.5	5.1	5.2	4.6	4.4
재고자산 보유기간 (일)	4.2	5.2	4.6	4.2	4.5
Valuations (배)					
P/E	8.1	11.2	12.1	10.0	8.8
P/B	1.6	1.3	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.3	3.8	4.6	3.9	3.5
EV/EBIT	6.7	9.2	10.7	8.8	7.4
배당수익률 (보통, %)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3

Company Update



양승우
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

박재석
Senior Analyst
jay.s.park@samsung.com
02 2020 7799

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	13,500원 (29.2%)
현재주가	10,450원
Bloomberg code	032640 KS
시가총액	4.6조원
Shares (float)	436,611,361주 (55.1%)
52주 최저/최고	8,020원/13,750원
60일-평균거래대금	208.5억원
One-year performance	1M 6M 12M
LG유플러스 (%)	+1.5 -12.2 +31.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	+1.5 -10.5 +32.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	13500	14600	-7.5%
2013 EPS	674	674	0.0%
2014E EPS	941	1,002	-6.1%
2015E EPS	1,275	1,285	-0.8%

SAMSUNG vs THE STREET

No of Wisefn estimates	19
Target price vs Wisefn mean	-4.6%
Estimates up/down (4 weeks)	1/0
1-year-fwd EPS vs Wisefn mean	3.7%
Estimates up/down (4 weeks)	2/4
Wisefn recommendation	Buy

LG유플러스 (032640)

속도는 잠시 늦춰졌으나, 성장은 아직 진행형

WHAT'S THE STORY?

Event: 1분기 소모적인 경쟁 지속으로 LGU+의 영업이익은 시장 예상치를 17% 하회하는 1,380억원으로 추정됨.

Impact: 3월 13일 영업정지에 들어간 이후 일 평균 약 2,500명의 가입자가 감소하고 있으며, 14일 동안의 추가적인 단독 영업정지가 예정되어 있어 연초 제시했던 가입자 목표 달성(54만명)에는 다소 제동이 걸린 상황.

Action: LGU+에 대해 BUY 투자 의견을 유지하나, 본격적인 주가 회복은 오버행 리스크와 경쟁 상황에 대한 불확실성이 해소되는 시점부터일 것. 1분기 실적 부진에 따른 이익추정 하향을 반영하여 목표주가를 13,500원으로 7.5% 하향 조정함.

THE QUICK VIEW

1Q14 preview - 내상이 깊다... 1분기 소모적인 경쟁 지속으로 LGU+의 영업이익은 시장 예상치를 17% 하회하는 1,380억원으로 추정된다. 전년 및 전분기 대비 각각 14.7%와 8.1% 증가한 5,160억원 수준의 마케팅 비용을 지출하며 SKT의 공세에 적극적으로 대응하였으나 기존 대비 가입자 순증세는 둔화되었다. 3월 13일 영업정지에 들어간 이후 일 평균 약 2,500명의 가입자가 감소하고 있으며, 2분기 중 14일 동안의 추가적인 단독 영업정지가 예정되어 있어 연초 제시했던 가입자 목표 달성(54만명)에는 다소 제동이 걸린 상황이다.

LGU+에 대한 시장의 오해: LGU+의 점유율 증가는 과도한 보조금 지급에 따른 결과가 아니라, 사업자간 경쟁력 격차 감소에 따른 구조적인 변화이다. 경쟁사들과의 마찰로 그 속도는 당분간 유동적이겠지만, 가입자 증가세를 꾸준히 이어갈 있을 예정이다. 또한 일부에서는 LGU+의 높은 LTE 보급률로 인해 ARPU 성장이 한계에 이르렀다는 우려를 보인다. 하지만 높은 LTE 비중에도 불구하고 경쟁사 대비 더 큰 폭의 ARPU 상승을 보이는 것은 LTE 확대뿐 아니라 고 ARPU 가입자 유입이 나타나고 있음을 의미한다. 즉 가입자 믹스 개선 효과로 인해 꾸준한 ARPU 성장이 나타날 것으로 판단된다.

BUY 투자 의견 유지하나, 때를 기다릴 필요: LGU+에 대해 BUY 투자 의견을 유지하는데, 이는 1) 네트워크 경쟁력과 브랜드 이미지 개선에 따른 무선 사업의 성장세 지속과 2) IPTV를 포함한 유선 사업의 순항에 기인한다. 다만 단독 영업정지와 경쟁 재발 등으로 가입자 성장과 수익성에 대한 우려가 잔존하기 때문에 단기적으로는 보수적인 시각을 가지며, 본격적인 주가 회복은 한국전력의 지분매각 관련 오버행 리스크와 경쟁 상황에 대한 불확실성이 해소되는 시점부터일 것이다. 1분기 실적 부진에 따른 이익추정 하향을 반영하여 목표주가를 13,500원으로 7.5% 하향 조정한다.

Upside risk: 경쟁사의 악재(SKT의 네트워크 장애, KT의 개인정보 유출)에 따른 수혜

Downside risk: 단통법을 포함한 정부의 보조금 규제에 따른 MNP 시장규모 대폭 감소

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013	2014E	2015E
매출액 (십억원)	10,904.6	11,450.3	11,724.5	11,794.9
순이익 (십억원)	(59.6)	279.5	394.1	540.0
EPS (adj) (원)	(95)	674	941	1,275
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	39.5	35.5
EBITDA margin (%)	12.9	15.7	17.9	19.5
ROE (%)	(1.6)	7.2	9.4	11.9
P/E (adj) (배)	(69.3)	15.5	11.1	8.2
P/B (배)	1.0	1.7	1.9	1.8
EV/EBITDA (배)	5.1	4.8	4.4	3.9
Dividend yield (%)	0.5	1.4	2.9	3.8

자료: 삼성증권 추정

실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2013	2014E	2015E	1Q13	2Q13	3Q13	4Q14	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E
영업수익	11,450	11,724	11,795	2,860	2,763	2,879	2,948	2,985	2,878	2,920	2,942	2,929	2,940	2,956	2,970
무선수익	4,768	5,202	5,410	1,107	1,173	1,218	1,270	1,272	1,288	1,310	1,332	1,330	1,343	1,360	1,376
유선수익	3,061	3,235	3,372	740	762	772	788	791	802	815	827	827	837	849	860
TPS 수익	1,211	1,361	1,490	293	297	304	318	327	336	345	353	361	369	376	384
데이터 수익	1,400	1,448	1,482	335	349	355	361	356	357	363	371	365	366	372	379
전화수익	450	426	400	112	116	113	109	107	109	107	103	101	102	100	97
단말수익	3,599	3,274	2,999	1,006	824	885	884	918	785	792	779	769	756	743	731
임대수익	17	13	14	5	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	4
영업비용	10,908	11,051	10,935	2,737	2,619	2,730	2,823	2,846	2,696	2,733	2,775	2,709	2,729	2,732	2,765
인건비	753	807	863	168	180	182	223	198	193	198	219	204	209	215	235
지급입차료	307	323	339	75	76	77	79	78	79	82	84	83	83	85	88
유무형자산상각비	1,315	1,448	1,467	320	325	329	341	347	361	369	371	367	368	366	366
광고선전비	285	338	344	54	68	80	82	87	82	79	91	86	81	86	91
판매수수료	2,338	2,293	2,204	605	533	581	619	629	551	560	552	563	555	547	539
지급수수료	1,074	1,141	1,156	253	258	286	277	275	288	295	283	278	285	304	289
접속료	641	664	669	149	158	164	171	160	160	167	177	161	162	169	178
외주용역비	311	341	363	75	75	72	88	83	83	80	95	89	89	85	99
상품구입비	2,903	2,665	2,467	811	695	707	691	735	644	642	645	621	626	607	612
마케팅비용_단말이익 차감	1,836	1,916	1,893	450	446	463	477	516	461	466	473	481	471	470	471
영업이익	542	674	860	123	145	149	125	138	182	187	167	221	210	223	205
세전계속사업이익	334	471	645	88	90	96	59	86	129	133	123	166	156	169	154
당기순이익	279	394	540	74	81	76	48	72	108	105	108	140	131	133	136
EBITDA	1,857	2,121	2,326	443	470	478	465	486	543	556	537	587	578	589	571
EPS (수정, 원)	674	941	1,275												
DPS (원)	150	300	400												
주요지표 (%)															
영업수익 대비 마케팅비용	23.4	22.7	21.5	24.3	23.0	23.2	23.1	25.0	22.0	21.9	21.9	22.3	21.6	21.3	21.0
영업이익률	4.7	5.7	7.3	4.3	5.2	5.2	4.2	4.6	6.3	6.4	5.7	7.5	7.2	7.6	6.9
세전계속사업이익률	2.9	4.0	5.5	3.1	3.3	3.3	2.0	2.9	4.5	4.6	4.2	5.7	5.3	5.7	5.2
순이익률	2.4	3.4	4.6	2.6	2.9	2.6	1.6	2.4	3.8	3.6	3.7	4.8	4.5	4.5	4.6
EBITDA 마진	16.2	18.1	19.7	15.5	17.0	16.6	15.8	16.3	18.9	19.0	18.3	20.0	19.7	19.9	19.2
배당수익률 (%)	1.4	2.9	3.8												
가입자수 추정															
이동통신	10,625	10,989	11,311	10,136	10,295	10,481	10,625	10,705	10,793	10,895	10,989	11,080	11,163	11,240	11,311
초고속인터넷	2,928	3,026	3,101	2,802	2,864	2,901	2,928	2,956	2,981	3,005	3,026	3,046	3,065	3,083	3,101
PSTN	516	582	626	502	499	491	516	529	547	565	582	594	605	615	626
VoIP	4,121	4,313	4,384	3,808	3,949	4,042	4,121	4,209	4,247	4,286	4,313	4,339	4,354	4,368	4,384
IPTV	1,550	2,003	2,368	1,179	1,321	1,439	1,550	1,668	1,783	1,891	2,003	2,104	2,199	2,287	2,368
ARPU 추정															
무선 ARPU*	34,137	35,661	36,262	32,352	33,916	34,559	35,447	35,406	35,598	35,778	35,944	36,096	36,208	36,289	36,347
초고속인터넷	19,505	19,022	18,635	19,658	19,462	19,253	19,247	19,150	19,055	18,959	18,865	18,770	18,676	18,583	18,490
전화	17,860	15,158	12,681	18,812	18,322	17,587	17,413	16,574	15,786	14,443	14,123	13,610	13,075	12,076	11,978
VoIP	6,085	5,596	5,392	6,519	6,145	5,723	5,701	5,644	5,590	5,540	5,492	5,448	5,405	5,366	5,328
IPTV	16,961	18,688	19,966	16,891	15,968	16,592	17,802	18,158	18,484	18,784	19,088	19,397	19,712	20,031	20,355

참고: K-IFRS 연결 기준

* 접속료/가입비 제외

자료: LG유플러스, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	9,186	10,905	11,450	11,724	11,795
무선수익	3,479	3,412	3,978	4,768	5,202
유선수익	2,826	3,007	3,029	3,061	3,235
단말수익	1,648	2,753	3,878	3,599	3,274
임대수익	11	15	14	17	13
영업비용	8,907	10,778	10,908	11,051	10,935
영업이익	279	127	542	674	860
(영업이익률, %)	3.0	1.2	4.7	5.7	7.3
순금융이익	(95)	(143)	(151)	(178)	(182)
순외환이익	(1)	1	0	0	0
순지분법이익	1	1	1	0	0
기타	(16)	(115)	(58)	(25)	(32)
세전이익	168	(129)	334	471	645
법인세	84	(70)	54	77	105
(법인세율, %)	49.8	53.9	16.3	16.3	16.3
순이익	85	(60)	279	394	540
(순이익률, %)	0.9	(0.5)	2.4	3.4	4.6
영업순이익*	88	(46)	294	411	557
(영업순이익률, %)	1.0	(0.4)	2.6	3.5	4.7
EBITDA	1,453	1,407	1,800	2,097	2,294
(EBITDA 이익률, %)	15.8	12.9	15.7	17.9	19.5
EPS (원)	164	(122)	640	903	1,237
수정 EPS (원)**	171	(95)	674	941	1,275
주당배당금 (보통, 원)	150	57	150	300	400
배당성향 (%)	76.7	0.0	23.4	33.2	32.3

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	298	1,875	1,778	2,099	1,855
순이익	85	(60)	279	394	540
유·무형자산 상각비	1,190	1,393	1,315	1,448	1,467
순외환관련손실 (이익)	1	(0)	(0)	0	0
지분법평가손실 (이익)	(1)	(1)	(1)	0	0
Gross Cash Flow	1,598	1,639	1,994	1,946	1,288
순운전자본감소 (증가)	(1,073)	445	(14)	54	(366)
기타	(1,301)	236	(217)	153	568
투자활동에서의 현금흐름	(1,694)	(1,986)	(1,962)	(2,586)	(1,776)
설비투자	(1,327)	(1,921)	(1,696)	(2,300)	(1,500)
Free cash flow	(1,030)	(47)	82	(201)	355
투자자산의 감소(증가)	3	(5)	(11)	(1)	(2)
기타	(369)	(59)	(256)	(285)	(273)
재무활동에서의 현금흐름	977	333	241	217	294
차입금의 증가(감소)	1,108	345	240	919	850
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(151)	(65)	0	(65)	(131)
기타	21	53	1	(636)	(425)
현금증감	(419)	223	57	(269)	374
기초현금	538	119	341	398	129
기말현금	119	341	398	129	503

참고: K-IFRS 연결 기준

* 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

자료: LG유플러스, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	2,623	2,573	2,697	2,481	3,224
현금 및 현금등가물	119	341	398	129	503
매출채권	1,907	1,571	1,564	1,605	1,966
재고자산	372	346	395	406	414
기타	225	314	340	340	340
비유동자산	8,425	8,516	9,078	10,216	10,524
투자자산	96	104	104	105	107
(지분법증권)	12	13	13	13	13
유형자산	5,631	6,079	6,393	7,245	7,278
무형자산	1,154	891	1,259	1,507	1,755
기타	1,544	1,442	1,322	1,359	1,384
자산총계	11,049	11,089	11,775	12,696	13,748
유동부채	3,960	3,537	3,738	3,459	3,462
매입채무	637	457	363	469	472
단기차입금	270	50	0	140	140
기타 유동부채	3,053	3,031	3,375	2,850	2,850
비유동부채	3,229	3,803	4,014	4,887	5,529
사채 및 장기차입금	2,596	3,256	3,301	3,901	4,151
기타 장기부채	633	547	714	987	1,378
부채총계	7,189	7,340	7,752	8,346	8,991
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	1,161	347	618	946	1,355
기타	(714)	(11)	(7)	(8)	(10)
자본총계	3,859	3,749	4,023	4,350	4,758
순부채	3,785	3,899	4,090	4,578	4,404
주당장부가치 (원)	6,252	6,541	6,327	5,520	5,830

재무비율

12월 31일 기준	2011	2012	2013	2014E	2015E
증감률 (%)					
영업수익	15.2	18.7	5.0	2.4	0.6
영업이익	116.0	(54.6)	327.7	24.2	27.6
세전이익	(70.3)	적전	흑전	41.0	37.0
순이익	(85.1)	적전	흑전	41.0	37.0
영업순이익*	(84.6)	적전	흑전	39.5	35.5
EBITDA	(23.7)	(58.3)	676.1	16.5	9.4
수정 EPS**	(84.7)	적전	흑전	39.5	35.5
비율 및 회전					
ROE (%)	2.2	(1.6)	7.2	9.4	11.9
ROA (%)	0.9	(0.5)	2.4	3.2	4.1
ROIC (%)	1.8	0.8	5.6	6.3	7.9
순부채비율 (%)	98.1	104.0	101.7	105.2	92.6
이자보상배율 (배)	1.6	0.1	2.3	2.9	3.6
매출채권 회수기간 (일)	62.2	58.2	50.0	49.3	55.3
매입채무 결제기간 (일)	18.9	18.3	13.1	12.9	14.6
재고자산 보유기간 (일)	11.2	12.0	11.8	12.5	12.7
Valuations (배)					
P/E	35.5	(69.3)	15.5	11.1	8.2
P/B	1.0	1.0	1.7	1.9	1.8
EV/EBITDA	4.8	5.1	4.8	4.4	3.9
EV/EBIT	26.2	520.9	17.8	14.1	10.8
배당수익률 (보통, %)	1.4	0.5	1.4	2.9	3.8

Company Update



양승우
Analyst
sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

박재석
Senior Analyst
jay.s.park@samsung.com
02 2020 7799

AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	30,500원 (2.0%)
현재주가	29,900원
Bloomberg code	030200 KS
시가총액	7.8조원
Shares (float)	261,111,808주 (83.8%)
52주 최저/최고	28,300원/40,850원
60일-평균거래대금	300.3억원
One-year performance	1M 6M 12M
KT (%)	-0.2 -16.8 -15.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.1 -15.2 -14.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	30,500	30,500	-
2013 EPS	1,542	-	-
2014E EPS	1,335	-	-
2015E EPS	1,751	-	-

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	20
Target price vs I/B/E/S mean	-21%
Estimates up/down (4 weeks)	0/2
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-38%
Estimates up/down (4 weeks)	0/7
I/B/E/S recommendation	Hold

KT (030200)

잠룡(潛龍), 때를 벗고 시기를 기다릴 때

WHAT'S THE STORY?

Event: 작년 배당 축소 발표 이후 지속된 주가 하락으로 시장에서는 KT의 저평가 매력에 주목하고 있는 상황.

Impact: 낮은 밸류에이션에도 불구하고, 1) 지속되는 유선매출 감소, 2) 무선시장 경쟁 상황, 그리고 3) 급진적인 구조조정의 어려움을 고려 시 수익성 회복이 단기간에 가시화되기는 어렵다고 판단됨.

Action: 기존 HOLD 투자 의견과 목표주가 30,500원을 유지.

THE QUICK VIEW

1Q13 preview: 심화된 경쟁 속에서 방어적인 전략을 취했음에도 불구하고, 마케팅비용이 전년 대비 11.3% 증가하면서 1분기 영업이익은 컨센서스를 25% 하회하는 1,990억원으로 추정된다.

저평가 구간임은 확실: 작년 배당 축소 발표 이후 지속된 주가 하락으로 시장에서는 KT의 저평가 매력에 주목하고 있는 상황이다. KT가 보유한 부동산의 시장가치는 취득원가 기준으로 되어있는 장부가치보다 4~5조원 이상 높은 것으로 알려져 있으며, 이는 공정가치 평가 시 현재 0.9배의 P/B가 0.6배 수준까지 내려갈 수 있음을 의미한다. 다만 낮은 밸류에이션에도 불구하고 본격적인 주가 상승을 위해서는 수익성 회복이 급선무이지만, 다음과 같은 사항들을 고려 시 단기간에 가시화되기는 어렵다고 판단 하에 HOLD 투자 의견과 목표주가 30,500원을 유지한다.

(1) 유선매출 감소 지속: KT의 별도기준 영업이익과 유선매출을 살펴보면 거의 동일한 폭으로 감소하고 있음을 볼 수 있다. 초고속인터넷 매출 감소세가 시장 전체적으로 안정화되어 가고 있음은 긍정적이지만, 최근 나타나는 VoIP 가입자 감소세가 우려스럽다. KT의 전화수익은 전년 3조원으로 올해도 2,800억원 수준의 감소가 예상된다.

(2) 무선시장의 치열한 경쟁: 유선매출 감소를 무선으로 타개하기에는 경쟁사의 공세가 만만치 않은 상황이다. 혹시나 경쟁력 강화를 통해 큰 폭의 가입자 성장을 이루더라도 마케팅비용의 증가로 인해 당장의 수익성은 오히려 악화될 따름이다.

(3) 구조조정에 대한 막연한 기대: 일부에서는 신입 CEO 취임에 따라 구조조정을 통한 수익성 개선을 기대하고 있지만, 쉽지는 않을 예정이다. 가장 많이 언급되는 32,000명에 달하는 인력에 대한 구조조정의 경우, 2009년 6천 여명을 명예퇴직 시키는데 약 8천억원 이상의 퇴직급여 지출이 있었다. 이는 작년 KT의 영업이익 수준이다.

Upside risk: PSTN 사업부문 분할과 같은 적극적인 구조조정 노력

Downside risk: 가입자 점유율 확대를 위한 요금경쟁 촉발, 기대를 하회하는 배당

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013	2014E	2015E
매출액 (십억원)	23,856.4	23,810.6	24,291.2	24,221.7
순이익 (십억원)	1,105.4	(60.3)	416.3	569.7
EPS (adj) (원)	5,033	1,542	1,355	1,811
EPS (adj) growth (%)	27.6	(69.4)	(12.1)	33.6
EBITDA margin (%)	21.0	16.6	19.0	19.0
ROE (%)	8.6	(0.5)	3.2	4.3
P/E (adj) (배)	6.6	19.4	22.1	16.5
P/B (배)	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	3.6	4.2	3.3	2.8
Dividend yield (%)	6.7	2.7	2.7	2.7

자료: 삼성증권 추정

실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2013	2014E	2015E	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E
영업수익	23,811	24,291	24,222	6,104	5,757	5,735	6,215	6,120	5,985	6,102	6,084	6,020	6,084	6,066	6,052
서비스수익	19,844	20,003	20,114	4,941	4,938	4,935	5,030	4,939	5,018	5,020	5,026	4,978	5,054	5,045	5,037
무선	6,977	7,094	7,179	1,757	1,752	1,714	1,754	1,755	1,768	1,778	1,794	1,796	1,796	1,790	1,797
유선	5,965	5,738	5,526	1,522	1,508	1,462	1,473	1,464	1,452	1,410	1,412	1,402	1,400	1,361	1,363
미디어/컨텐츠	1,338	1,497	1,622	314	335	351	338	353	368	387	389	387	399	417	418
금융/렌탈	3,838	3,971	4,051	917	965	977	979	945	1,006	1,018	1,002	963	1,026	1,042	1,021
기타서비스수익	1,726	1,703	1,736	432	378	431	486	422	425	427	429	431	433	435	437
상품매출	3,967	4,289	4,107	1,163	819	800	1,185	1,181	967	1,082	1,058	1,042	1,030	1,021	1,015
영업비용	22,937	23,578	23,345	5,737	5,409	5,427	6,364	5,921	5,735	5,894	6,028	5,708	5,864	5,812	5,961
인건비	3,289	3,418	3,480	804	813	813	858	850	855	838	875	865	871	853	891
사업경비	10,162	10,370	10,206	2,404	2,503	2,524	2,731	2,489	2,574	2,621	2,687	2,443	2,568	2,568	2,627
서비스구입비	3,184	3,154	3,307	744	740	786	914	753	799	768	834	790	834	811	873
판매관리비	2,515	2,607	2,494	638	580	593	705	719	599	651	639	631	625	621	618
상품구입비	3,787	4,028	3,858	1,147	772	711	1,156	1,109	908	1,017	994	978	967	959	953
마케팅비용	2,476	2,552	2,439	624	568	589	695	694	584	644	630	605	611	614	609
영업이익	874	714	876	367	348	308	(150)	199	250	208	56	312	220	254	90
세전계속사업이익	(5)	541	740	295	201	197	(699)	156	207	165	13	278	186	220	56
당기순이익	(60)	416	570	213	133	136	(543)	116	154	123	23	207	138	164	60
EBITDA	4,440	4,426	4,451	1,246	1,228	1,194	772	1,132	1,186	1,154	953	1,226	1,130	1,157	938
EPS (수정, 원)	1,542	1,355	1,811												
DPS (원)	800	800	800												
주요지표 (%)															
영업수익 대비 마케팅비용	12.5	12.8	12.1	11.0	10.6	11.1	12.1	12.2	10.5	11.3	11.1	10.8	10.8	10.9	10.8
영업이익률	3.7	2.9	3.6	6.0	6.0	5.4	(2.4)	3.3	4.2	3.4	0.9	5.2	3.6	4.2	1.5
세전계속사업이익률	(0.0)	2.2	3.1	4.8	3.5	3.4	(11.2)	2.5	3.5	2.7	0.2	4.6	3.1	3.6	0.9
순이익률	(0.3)	1.7	2.4	3.5	2.3	2.4	(8.7)	1.9	2.6	2.0	0.4	3.4	2.3	2.7	1.0
EBITDA 마진	18.6	18.2	18.4	20.4	21.3	20.8	12.4	18.5	19.8	18.9	15.7	20.4	18.6	19.1	15.5
배당수익률 (%)	2.7	2.7	2.7												
가입자수 추정															
이동통신	16,454	16,702	16,888	16,443	16,439	16,325	16,454	16,541	16,588	16,647	16,702	16,754	16,802	16,847	16,888
초고속인터넷	8,067	7,997	7,992	8,050	8,038	8,041	8,067	8,024	8,002	7,999	7,997	7,995	7,994	7,993	7,992
PSTN	14,513	13,767	13,076	15,113	14,916	14,712	14,513	14,323	14,137	13,952	13,767	13,594	13,422	13,249	13,076
VoIP	3,505	3,437	3,393	3,383	3,407	3,462	3,505	3,473	3,461	3,449	3,437	3,425	3,414	3,403	3,393
IPTV	4,968	5,621	6,083	4,228	4,477	4,713	4,968	5,146	5,318	5,480	5,621	5,749	5,869	5,980	6,083
ARPU 추정															
무선 ARPU *	31,762	33,023	33,919	31,597	31,963	31,686	32,295	32,459	32,888	33,244	33,514	33,752	33,902	33,981	34,001
초고속인터넷	18,320	18,545	18,752	18,098	18,317	18,359	18,562	18,388	18,581	18,597	18,779	18,581	18,757	18,755	18,922
전화	13,536	12,724	12,061	14,024	13,851	13,101	13,180	13,182	13,020	12,315	12,389	12,391	12,369	11,699	11,770
IPTV	10,548	10,573	10,560	10,521	10,123	10,639	11,041	10,468	10,078	10,596	11,001	10,468	10,078	10,596	11,001

참고: K-IFRS 연결 기준

* 접속료, 가입비 제외

자료: KT, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	21,272	23,856	23,811	24,291	24,222
서비스 수익	16,416	16,945	19,189	19,844	20,003
무선	7,060	6,970	6,913	6,977	7,094
유선	7,534	6,951	6,392	5,965	5,738
미디어/컨텐츠	272	801	1,068	1,338	1,497
금융/렌탈	176	997	3,574	3,838	3,971
기타서비스 수익	1,374	1,227	1,242	1,726	1,703
상품매출	3,594	4,325	4,601	3,967	4,289
영업비용	22,647	22,647	22,971	23,578	23,345
판매 및 일반관리비	19,524	22,647	22,971	23,578	23,345
영업이익	1,748	1,209	839	714	876
영업이익률 (%)	8.2	5.1	3.5	2.9	3.6
순금융이익	(328)	(270)	(270)	(270)	(270)
기타	183	475	(575)	97	133
세전이익	1,603	1,415	(5)	541	740
법인세	316	278	55	124	170
법인세율 (%)	19.7	19.6	n/a	23.0	23.0
순이익	1,452	1,105	(60)	416	570
순이익률 (%)	6.8	4.6	(0.3)	1.7	2.4
영업순이익*	1,030	1,314	403	354	473
영업순이익률 (%)	4.8	5.5	1.7	1.5	2.0
EBITDA	4,923	4,998	3,957	4,623	4,595
EBITDA 이익률 (%)	23.1	21.0	16.6	19.0	19.0
EPS (원)	5,540	4,006	(622)	1,355	1,811
수정 EPS (원)**	3,944	5,033	1,542	1,355	1,811
주당배당금 (보통, 원)	2,000	2,000	800	800	800
배당성향 (%)	33.6	46.6	(120.1)	55.4	41.4

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	2,150	5,725	4,111	3,864	4,372
순이익	1,452	1,105	(60)	416	570
유·무형자산 상각비	2,992	3,314	3,621	3,769	3,629
순외환관련손실 (이익)	79	(259)	(100)	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	4,873	4,600	4,701	4,181	3,384
순운전자본감소 (증가)	(1,968)	1,840	(23)	(494)	37
기타	(414)	(379)	(238)	(0)	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(2,648)	(3,851)	(3,783)	(3,271)	(3,037)
설비투자	(2,614)	(3,141)	(2,988)	(2,700)	(2,600)
Free cash flow	(464)	2,584	1,123	1,164	1,772
투자자산의 감소(증가)	(107)	(184)	(272)	(44)	(47)
기타	73	(526)	(522)	(527)	(390)
재무활동에서의 현금흐름	768	(1,278)	(312)	(57)	161
차입금의 증가(감소)	1,200	(332)	243	1,325	1,083
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(595)	(498)	(511)	(195)	(196)
기타	164	(448)	(44)	(1,187)	(726)
현금증감	284	595	13	537	1,496
기초현금	1,162	1,462	2,058	2,071	2,608
기말현금	1,445	2,058	2,071	2,608	4,104

참고: K-IFRS 연결 기준

* 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

자료: KT, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	9,791	10,517	9,968	11,298	12,871
현금 및 현금등가물	1,445	2,058	2,071	2,608	4,104
매출채권	4,791	3,973	3,240	3,679	3,669
재고자산	675	935	614	790	788
기타	2,879	3,552	4,044	4,221	4,311
비유동자산	22,295	24,040	24,878	24,002	23,121
투자자산	1,151	1,052	1,037	1,080	1,127
(지분법증권)	529	379	364	364	364
유형자산	14,023	15,806	16,387	15,627	14,877
무형자산	2,643	3,214	3,827	3,668	3,489
기타	4,478	3,969	3,627	3,627	3,627
자산총계	32,085	34,558	34,847	35,300	35,992
유동부채	8,745	11,267	11,188	11,312	11,406
매입채무	1,635	1,823	1,717	1,806	1,800
단기차입금	392	559	635	730	766
기타 유동부채	6,718	8,885	8,836	8,776	8,839
비유동부채	10,802	10,073	10,794	10,853	11,027
사채 및 장기차입금	8,886	8,239	8,463	7,847	7,086
기타 장기부채	1,916	1,834	2,331	3,005	3,941
부채총계	19,548	21,340	21,982	22,165	22,433
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	10,047	10,206	10,483
기타	(1,520)	(1,342)	(1,296)	(1,247)	(1,197)
자본총계	12,538	13,218	12,865	13,136	13,559
순부채	9,441	9,167	8,997	7,600	5,171
주당장부가치 (원)	37,241	37,319	32,506	33,876	35,941

재무비율

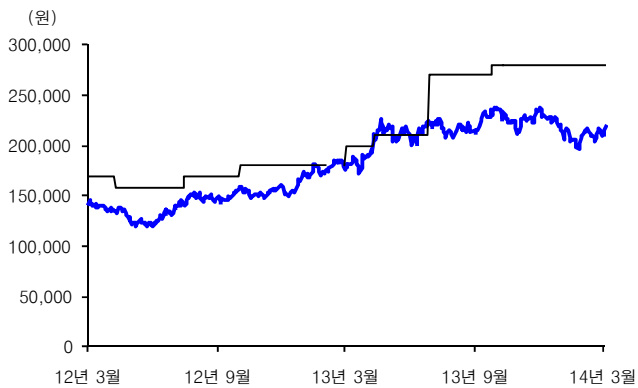
12월 31일 기준	2011	2012	2013	2014E	2015E
증감률 (%)					
영업수익	(0.3)	12.1	(0.2)	2.0	(0.3)
영업이익	(19.6)	(30.8)	(30.6)	(15.0)	22.8
세전이익	2.7	(11.8)	적전	흑전	36.8
순이익	8.2	(11.7)	적전	흑전	36.8
영업순이익*	(18.9)	27.6	(69.4)	(12.1)	33.6
EBITDA	(15.3)	(30.8)	889.8	16.8	(0.6)
수정 EPS**	(18.9)	27.6	(69.4)	(12.1)	33.6
비율 및 회전					
ROE (%)	12.1	8.6	(0.5)	3.2	4.3
ROA (%)	4.9	3.3	(0.2)	1.2	1.6
ROIC (%)	6.4	4.3	44.0	2.6	3.6
순부채비율 (%)	75.3	69.3	69.9	57.9	38.1
이자보상배율 (배)	4.0	3.6	0.7	2.0	2.4
매출채권 회수기간 (일)	74.1	67.0	55.3	52.0	55.4
매입채무 결제기간 (일)	27.2	26.5	27.1	26.5	27.2
재고자산 보유기간 (일)	11.4	12.3	11.9	10.6	11.9
Valuations (배)					
P/E	9.7	6.6	19.4	22.1	16.5
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.0	3.6	4.2	3.3	2.8
EV/EBIT	10.1	10.6	50.0	18.1	13.4
배당수익률 (보통, %)	6.7	6.7	2.7	2.7	2.7

■ Compliance Notice

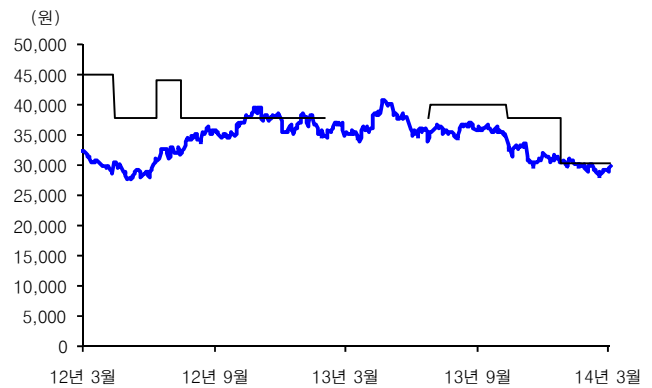
- 당사는 3월 28일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 3월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이

SK텔레콤



KT



LG유플러스



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

SK텔레콤

일 자	2012/5/3	8/3	10/26	2013/3/22	5/2	7/19	10/17
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	158,000	170,000	180,000	200,000	210,000	270,000	280,000

KT

일 자	2012/4/2	5/8	7/5	8/3	2013/7/19	11/4	2014/1/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	45,000	38,000	44,000	38,000	40,000	38,000	30,500

LG유플러스

일 자	2012/4/2	5/10	8/31	2013/3/22	7/19	2014/1/17	3/31
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	8,800	8,000	10,000	12,000	16,000	14,600	13,500

- 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★★(매수★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY(매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD(중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL(매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
SELL★★★★(매도★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상



create with you

삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900