2014. 3. 5 기업분석

통신/지주
Analyst 김준섭

02.3779-8919
jskim@etrade.co.kr

KT (030200)

Buy(upgrade)

목표주가: 40,000원
현재주가: 29,300원

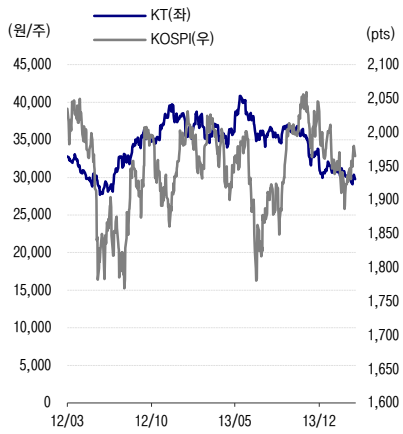
Stock Data

KOSPI(3/4)	1,954.11pt
시가총액	76,506억원
발행주식수	261,112천주
52주 최고가 / 최저가	40,850 / 29,100원
90일 일평균거래대금	386.49억원
외국인 지분율	38.8%
배당수익률(14.12E)	5.0%
BPS(14.12E)	46,479원

KOSPI대비 상대수익률		
	1개월	-6.0%
	6개월	-18.2%
	12개월	-12.9%

주주구성	
국민연금공단	10.0%

Stock Price



변화없는 회사는 없다. 낮은 Valuation에 주목하자

CEO취임으로 많은 변화가 예상, PBR 0.6배 수준은 사상 최저

KT의 황창규 신임CEO가 취임하자마자 조직개편을 단행하였다. 이와 같은 조직개편 및 신임CEO의 리더십 등 KT에는 많은 변화가 있을 것으로 보인다. KT가 당면한 과제들이 모두 만만치 않지만, KT의 긍정적인 변화가 지속적으로 보인다면 주가 역시도 반응할 수 있을 것으로 생각된다. 변동성이 커지는 상황이 오면, 어느 정도로 더 낮게 평가 받을 수 있는지, 주가 상승 드라이버의 가시성은 있는지 점검하는 지혜가 필요하다.

PBR기준 KT는 0.6~1.2배에서 거래되어왔다. 현재 주가는 PBR 0.6배 수준이다. 즉, 현재 KT 종목에 대한 시장평가는 매우 낮은 상황이라고 할 수 있다. 추정 ROE 5.0%에 따른 목표 PBR 0.87배에 근거하여, 투자의견 Buy로 상향하고 목표주가 40,000원을 제시한다.

무선 사업부문 비용 지출에 따른 가입자증가(유통경쟁력 회복) 이 중요하다

4분기 실적이 다행스러운 점은 유통경쟁력 회복에 따라 마케팅비용 지출이 가입자 순증을 유도하기 시작했다는 점이다. 게다가, 단유법의 표류로 대리점 중심의 채널을 갖고 있는 KT에 우호적인 상황이라고 생각한다..

또, 유선사업부문 및 기타 사업에 대한 경영합리화 기대

유선통신시장이 줄어들고 있다는 것을 부정하는 것은 아니지만, 일반전화와 인터넷전화에 대한 전략 명확화로 KT영업수익 감소속도를 줄일 수 있을 것으로 본다. 또, 유선통신사업에서 파생한 부동산 개발사업도 합리화 가능할 것으로 판단된다.경영합리화 및 사업구조조정에대한 지속적인 뉴스플로우가 기대된다.

Financial Data	2011	2012	2013P	2014E	2015E
매출액(십억원)	21,272	23,790	23,811	23,819	24,097
영업이익(십억원)	1,748	1,214	839	1,087	1,459
세전계속사업손익(십억원)	1,603	1,423	-10	827	1,206
순이익(십억원)	1,452	1,111	-79	665	969
EPS(원)	5,540	4,048	893	2,291	3,341
증감률(%)	n/a	-26.9	-77.9	156.4	45.8
PER(배)	6.4	8.8	33.3	13.0	8.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.8	3.9	3.8	3.6	3.2
영업이익률(%)	8.2	5.1	3.5	4.6	6.1
EBITDA 마진(%)	22.3	19.0	18.5	19.6	21.1
ROE(%)	12.7	8.8	1.9	5.0	7.0
부채비율(%)	155.9	161.9	168.5	160.8	155.6

주: IFRS 연결 기준

Contents

Investment Summary 3

I. 무선사업 부활가능성을 논하다 5

1. 4분기 가입자 이탈둔화에 주목 5
2. 단말기 유통구조개선법 표류: KT에 긍정적인 요인 6
   1) 고객들의 로열티가 높아지는 상황 7
   2) 대리점 위주로 채널을 운영하는 KT에 기회가 될 것으로 예상 8
   3) 상품위주의 본원적 경쟁으로 진화 중: 데이터 상품에의 방점 9

II. 유선전화 및 부동산개발의 사업방향성 개선을 기대 10

1. 유선전화 사업의 한계, 그러나... 10
2. 유선전화사업에 대한 과도한 우려, 그리고 사업합리화 가능성이 주는 투자 포인트 12
   1) 유선전화사업 실적감소에 대한 과도한 우려: 부동산 사업 수익도 고려해야... 12
   2) 유선전화사업 구조조정의 여지도 존재 13
   3) 부동산 매각 및 개발 진행에서도 합리화 가능한 부분 15

III. 실적 추정 및 Valuation 17

Appendix. 기타사업구조조정의 관전 포인트 19

Investment Summary

CEO신규 선임으로 인해 변화가 예상되는 KT

당연한 이야기지만, 한 기업의 CEO가 바뀌면 조직의 변화를 수반하게 마련이다. 특히나, 조직의 실적에 개선 여지가 많을수록, 기업가치에 긍정적인 변화를 주는 사례가 많았다. KT 역시도 마찬가지 그림을 보일 것으로 예상된다. 지난 10년간 KT의 CEO 교체에 따른 주가변화를 살펴봐도, CEO교체 이벤트는 단기적으로는 주가에 긍정적인 영향을 미쳤던 것으로 보인다.

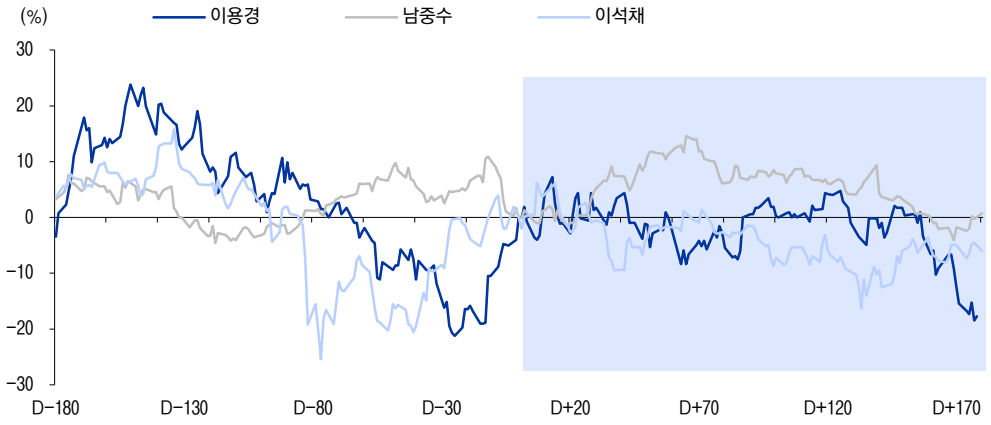
KT는 탈통신을 외치며, 다양한 사업분야에 동시 다발적으로 진출한 탓에 유무선 통신사업 및 기타사업에서의 꼬인 실타래가 만만치 않긴 하지만, 신규 CEO의 리더십이 발휘되면 시간이 좀 걸리더라도 수익성과 성장성 회복하는 모습을 보일 것이다. **주식은 미래를 먹고 산다. KT의 긍정적인 변화가 지속적 된다면, 주가 역시도 반응할 수 있을 것으로 생각된다.**

단기적인 수익성이 악화된다고 하더라도 싼 건 싼 거다

KT의 '탈통신' 전략에서 '통신경쟁력 회복'으로 전략을 변화함에 따라 사업 구조조정은 불가피할 것으로 보이며, 이에 따라 단기적인 수익성이 악화될 가능성은 있다. 하지만, 사업구조조정으로 발생하는 비용은 오히려 향후 펀더멘털을 강화할 것이라는 측면에서 봐야 할 것이다. KT의 기존까지 문제는 무선부문에서 마케팅비용을 쓰더라도 가입자가 늘어나지 않는다는 점과 유선부문의 시장축소에 대한 대응책이 부재했다는 점이다. 하지만, 이러한 사실은 이미 주가에 반영이 되어 있는 상황이며, 구조를 바꾸기 위해 발생하는 비용은 감내할 만 하다.

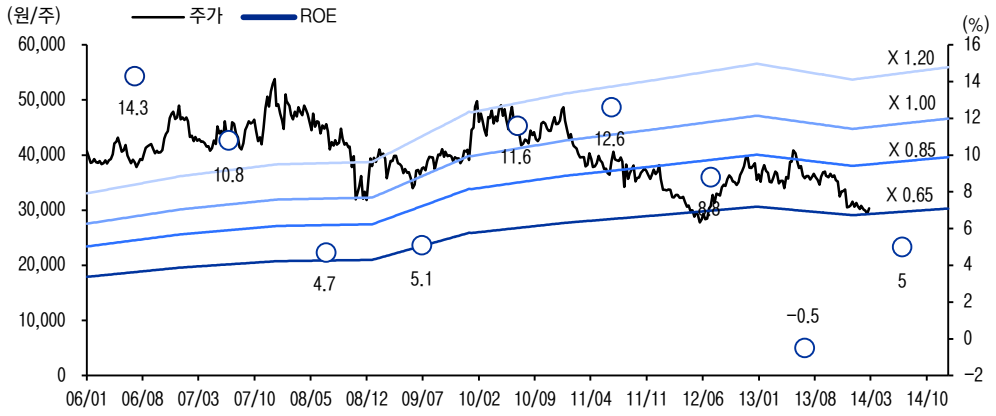
예상되는 금년 KT의 ROE는 5.0%로 과거 2014년 추정 BPS는 46,479원으로 PBR 0.87배를 적용할 경우 적정주가는 40,000원이라고 생각한다. 하지만, 지금은 목표 주가보다는 PBR밴드에서 어느 수준이 가장 낮은 수준인가라는 점이다. KT의 PBR은 0.6~1.2배에서 거래되어 왔으며, 현재 주가 29,750원은 T/PBR 0.65배 수준으로 매우 낮은 수준이라고 판단된다. 싼 건 싼 거다.

[그림1] KT의 신규 CEO취임 전후 주가 추이



주: 이용경(2002.8.20), 남중수(2005.8.10), 이석채(2009.2.14) / 취임일 종가 대비 주가
자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] KT의 PBR밴드 추이



자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

KT의 무선사업의 부활가능성을 논하다

주가가 싸다라고 하기 위해서는 현 상황이 개선 가능한가라는 점을 살펴봐야 할 것이다. 전술하였다시피, KT의 무선사업부문의 문제는 2010년 도입했던 '페어프라이스' 제도에 따른 유통망 이탈에 따른 유통경쟁력 약화였다. 하지만, 최근 마케팅비용을 지출함에 따라 가입자가 순증하는 모습을 보이는 등 유통경쟁력이 다시 강화되는 모습을 보이기 시작하였다.

그리고 최근 들어 가입자들의 KT에 대한 로열티도 다시 높아지고 있는 상황과 차세대 LTE(광대역 LTE든, LTE-A든) 시장에서 점차 이슈선점 되고 있는 상황으로 KT의 무선사업의 상황이 매우 나쁜 상황은 아니다. 때마침, 통신 3사의 순환 영업정지가 예견되고 있는 상황에서는, 강화된 유통경쟁력이 긍정적으로 영향을 미칠 수 있을 것으로 보인다. 새로운 CEO의 리더십이 필요한 부분은 유통경쟁력 강화의 가속화다.

유선통신사업을 보완하기 위한 부동산개발/임대사업, 합리화 가능한 영역이 있다

사람들의 라이프스타일 변화에 따라, 유선통화시장은 축소가 불가피하다. KT는 유선통화시장의 축소와 함께 발생한 유휴 부동산의 매각/개발 사업을 2010년부터 추진하였다. 보유한 전화국 450개를 50개의 전화국으로 통폐합하고, 나머지 400개 전화국에 대한 개발 계획이었다. 이 계획의 지속여부는 신규CEO의 사업계획 발표를 봐야 하겠지만, 지속적으로 추진될 가능성이 크다고 판단한다. 게다가, 당사가 살펴본 바에 따르면 부동산 개발/임대 사업에서도 개선할 점이 있다.

또, 기존 유선통신사업 역시도 일반전화와 인터넷전화 운영 전략이 다소 모호한 점이 있다. 전 인터넷전화와 일반전화 운영전략을 명확히 한다면, 잃고 있는 가입자 기반 역시도 어느 정도 회복할 수 있는 여지가 있을 것으로 예상한다. 즉, 외부에서 볼 때에도 합리화 가능한 영역이 감지되는 것을 고려하면, CEO의 리더십으로 합리화할 수 있는 영역이 분명히 있다. 이와 같은 영역들이 합리화된다면, KT의 주가에는 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 생각된다.

I. KT의 무선사업 부활가능성을 논하다

1. 4분기 가입자 이탈 둔화에 주목

13년 마케팅비용 지출에도 번호이동 시장 가입자

통신가입자 수가 정체되고 있는 상황에서 번호이동(MNP)시장이 중요할 수 밖에 없다. 그 중 눈에 띄는 것이 KT가 지출하는 마케팅비용과 번호이동시장(MNP)의 가입자 순증의 상관관계다. 아직까지 통신시장에서는 통신사 및 제조사들의 보조금이 고객들을 번호 이동하는 유인으로 작용하고 있다. 하지만, '12~13년 3분기까지 KT의 실적은 마케팅비용을 지출한 수준 대비 가입자가 빠르게 올라오지 못한 모습을 보였다. 이에 대해, 업계에서는 타사대비 LTE 상품 출시가 늦어 LTE이슈 선점 실패와 유통망의 약화를 그 이유로 꼽는 의견이 지배적이다.

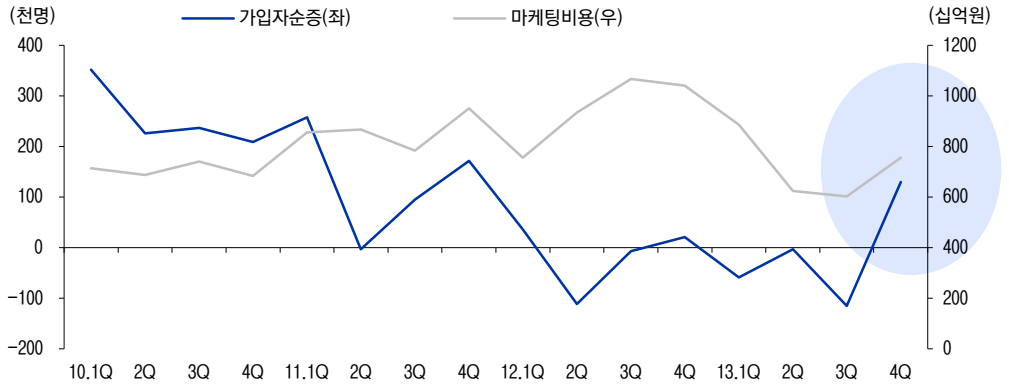
4분기부터 마케팅 비용 집행이 가입자 순증을 유인

하지만, 지난 4분기 실적을 보면, 마케팅비용 지출에 따라 가입자가 증가한 모습을 보이고 있다. 이는 지난 8월에 획득한 주파수를 활용한 '광대역 LTE' 서비스 개시 및 이슈 선점효과, 약화되었던 유통경쟁력이 일부 회복됨에 따른 것으로 알려져 있다. '광대역LTE' 서비스는 11월말부터 수도권을 중심으로 서비스되기 시작하였으며, '광대역LTE' 서비스에 대한 포지셔닝을 선점함에 따라 최초상기율(TOM)에서 60%가량 차지하였다. 일반소비자들 입장에서 75Mbps와 100Mbps의 속도는 무차별하더라도 더 좋은 상품이라는 인식은 중요하다. 경쟁사의 광고가 '광대역 LTE'에 대한 회피전략을 사용하는 것을 감안시, '광대역LTE'서비스가 시장에 어느 정도 영향을 미치고 있음을 짐작할 수 있다.

또, 과거 유통망 약화의 결정적인 요인으로 2011년 3분기에 도입했던 페어프라이스 제도(공정가격표시)를 꼽는다. 단말기가격이 경쟁사대비 구매가격 상승을 불러 일으켜 일반소비자들의 외면을 받았으며, 그로 인해 유통망 신뢰도가 하락한 것으로 알려져 있다. 페어프라이스 제도는 12년 상반기에 사라진 것으로 알려져 있다. 또, KT는 2013년부터 유통망 신뢰도를 높이기 위해, 대리점 및 판매점에 대한 인센티브제도를 개선해 왔다고 한다.

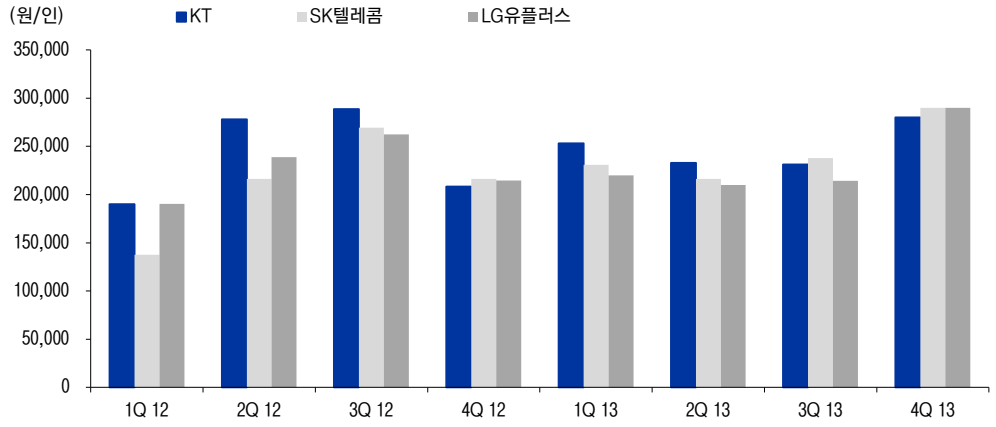
1월 KT의 가입자수는 1,648만 명으로 지난 연말 대비 약 3만 명의 가입자가 늘었다. 경쟁사들이 집행한 보조금 수준대비 열위에 있었음에도 불구하고, 가입자 수가 늘어났다는 사실은 상품 및 유통경쟁력의 일부 회복으로 해석할 수 있을 것이다.

[그림3] KT의 분기별 가입자 순증 및 마케팅 비용 Trend



자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] 통신3사의 가입자당 마케팅비용(SAC)



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

2. 단말기 유통구조 개선법 표류: KT에 나쁘지 않은 상황

단말기 유통구조 개선법 표류로 번호이동시장 과열 예상

▲보조금 차별금지, ▲보조금 공시의무, ▲고가요금제 강제 제한, ▲보조금 또는 요금할인 선택 가능, ▲제조사 장려금 조사 및 관련자료제출 의무화 등의 내용을 골자로 했던 '단말기 유통구조 개선법'(이하, 단유법)이 지난 임시국회에서 통과 결렬됨에 따라, 또 다시 표류하게 되었다. 단유법의 직접적인 효과가 통신사업자의 보조금 집행 유인 감소와 제조업자의 단말기가격인하로 단유법 발효시 번호이동시장의 냉각이 기대되는 것이었다. 단유법의 표류로 보조금 중심의 번호이동시장이 당분간 지속될 것이라고 판단된다. 미래부와 방통위가 과징금 부과와 영업정지 등 제재를 하고는 있지만, 규제가 유통망의 변화를 따라가기는 어려운 현실이기 때문이다. (언론 등에 따르면, 규제 당국자 역시 번호이동시장 과열규제가 어려움을 호소한 바 있다)

단유법은 여야간 방송법 개정안에 대한 이견을 좁히지 못하면서 결국 9월에 있을 본 국회로 의결이 넘어가게 되었다. 즉, 9월 본 국회에서 통과된다고 하더라도, 내년이나 되어야 발효가 될 전망이다.

[표1] 단말기 유통구조개선법 발효시 보조금집행 유인 감소 가능

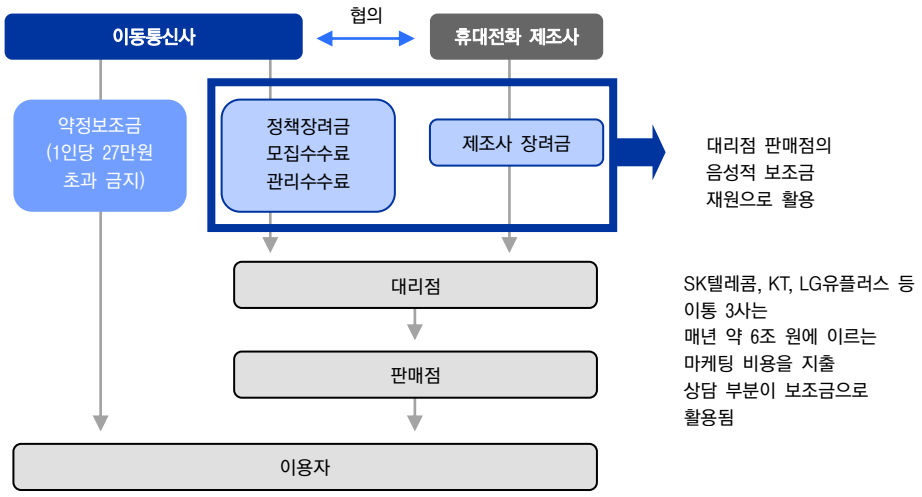
조항	내용	비고
보조금 차별금지	통신사는 가입자의 요금제, 거주 지역 등을 이유로 부당한 보조금을 차별 지급 금지	
보조금 공시의무	통신사에 단말기별 출고가(A), 보조금(B), 판매가(A-B)를 공시할 의무 부과	
고가요금제 강제 제한	단말기 구매하는 조건으로 특정요금제나 부가서비스 강제 부과금지	
보조금 또는 할인선택	보조금 지급받지 않는 가입자에게 보조금에 상응하는 요금할인을 의무적으로 제공	
제조사 장려금 관련자료 제출 의무화	제조사는 단말기 판매현황 및 장려금을 집행하는 규모를 정부에 보고, 위법사항 발견시 과징금 부과	

자료: 미래창조과학부, 이트레이드증권 리서치본부

번호이동시장이 과열되면, 대리점 및 판매점 위주의 채널 경쟁력이 부각

대리점이나 판매점과 같은 오프라인 유통망의 수익모델은 가입자에 대한 관리/유치 수수료의 보조금이 큰 수익 모델이다. 통신사가 번호이동시장을 확보하기 위해 지속적으로 마케팅비용(보조금)을 쓸 것이 예측됨에 따라, 이들 가입자는 늘어날 수밖에 없다. 즉, 통신사가 보유하고 있는 대리점 채널의 경쟁력에 따라 번호이동가입자를 많이 얻을 수 있느냐가 결정되는 게임이 지속될 것이다. 일반 소비자에게 제공되는 보조금의 지급구조를 보면, (이동통신사의 약정보조금 + 대리점 판매점의 음성적 보조금)으로 구성되어 있기 때문에, 과열된 번호이동시장에서는 대리점 및 판매점의 기능이 중요해진다.

[그림5] 휴대전화 유통구조 및 보조금 지급구조



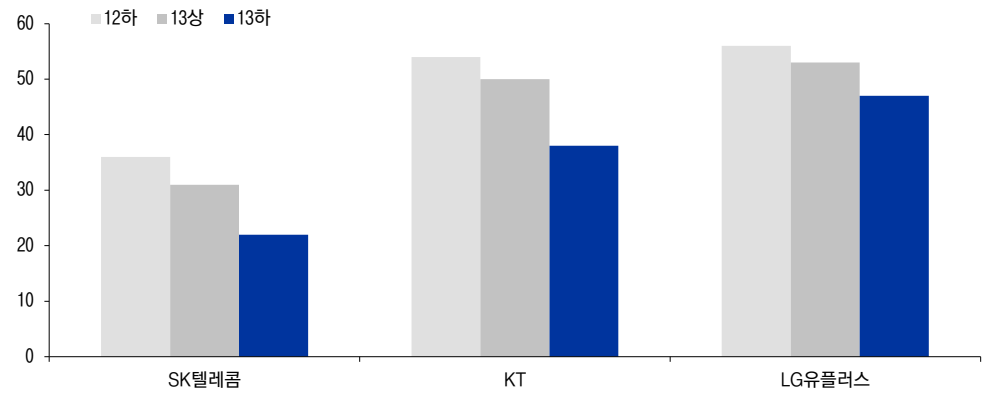
자료: KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

KT에 긍정적인 요인 1) 고객들의 로열티가 높아지는 상황

번호이동시장이 과열되는 상황에서는 고객의 로열티가 중요한 팩터가 된다. 각종 시장조사기관이 발표한 데 따르면 KT 가입자의 통신사 전환 의향이 꾸준히 낮아지는 모습을 보이고 있다. 과거에는 통신 3사 중 KT의 고객로열티가 가장 낮은 모습을 보여왔으나, 최근에는 고객로열티가 점진적으로 높아지고 있는 경향이다. 이처럼 고객로열티의 증가에 따라, 가입자 이탈률 역시 지속적으로 하향하고 있는 모습이라고 할 수 있다.

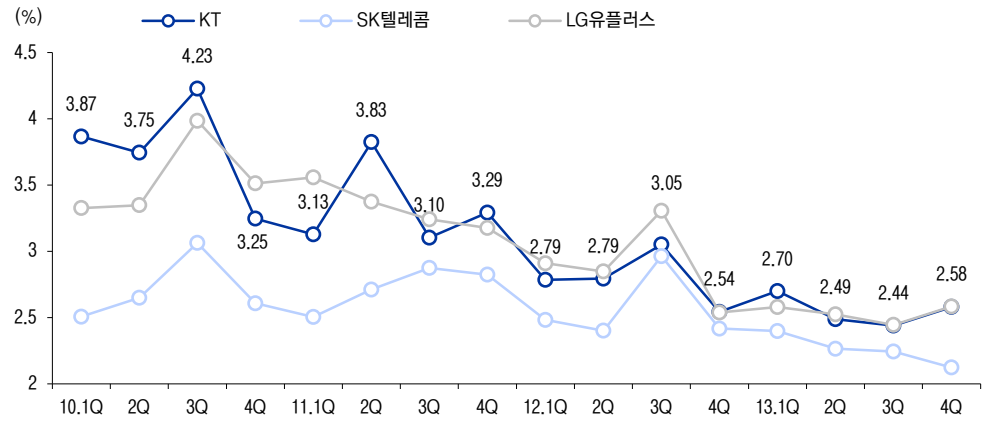
KT에 대한 로열티가 높아지는 가장 큰 요인은 1)신규 단말기에 민감한 고객들이 상당수 이탈했다는 점, 2) KT는 유무선 결합상품의 고객들이 많기 때문으로 판단된다. 2009년 이후 KT에 가입했던 상당수 고객들은 과거 아이폰 국내도입 및 스마트폰에 특화된 요금제를 사용했던 사람들로, 단말기에 큰 영향을 받은 사람들이었다. 이들이 약정기간(약 3년)을 끝내고 이탈함에 따라 이탈률이 클 수 밖에 없는 상황이었으나 상당수 이탈했다고 판단한다. 또, KT는 전통적으로 이동통신과 함께, 유선통신상품의 번들링을 사용하는 사람들의 비중이 많았다. 이들이 고객풀에서 점차 비중이 높아짐에 따라 로열티가 점차 높아지는 것으로 판단하고 있다.

[그림6] KT고객의 통신사 전환하고자 하는 의향이 낮아지는 중



주: 6개월 내 단말 교체 의향자, 5점 척도, (반드시 바꿀 것+바꿀 것)이라고 응답한 사람들의 비중
자료: 언론자료, 마케팅인사이트, 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 과거 KT가입자의 이탈률이 가장 높았으나, 타사와 비슷한 수준으로 낮아지고 있음



주: 이탈률: 가입고객 대비 이탈고객
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

KT에 긍정적인 요인 2) 대리점 위주로 채널을 운영하는 KT에 기회가 될 것으로 예상

통신업종의 유통망은 통신사가 직접 운영하는 직영점과 프랜차이즈 형태로 운영되는 대리점* 및 판매점**으로 구성되어 있다. KT는 현재 유통자회사인 KT M&S가 운영하고 있는 250여 개의 직영점과 4,000여 개의 대리점을 운영하고 있는 것으로 보인다. 이와 같은 직영점과 대리점 구성이 경쟁사 대비 경쟁력이 있을 것으로 예상한다. 통신 3사의 대리점 현황은 SK텔레콤 > KT > LG유플러스의 순으로 수가 많으며, 각 통신사들이 거느리고 있는 대리점들의 재무구조 역시도 SK텔레콤 > KT > LG유플러스의 순으로 건전한 것으로 알려져 있다.

KT가 11~13년간 유통경쟁력이 약화되었다는 평가를 받는 이유 중 하나가 11년에 보조금을 신규가입자에게 공평하게 부과하겠다는 취지의 페어프라이스 정책(휴대폰 가격 표시제)이다. 페어프라이스 정책을 운영함으로써 대리점과 판매점이 판매유인을 잃게 되었으며, 그로 인해 많은 수의 대리점과 판매점이 이탈하는 모습을 보였다. 특히, 판매점은 KT의 상품이 외에도, SK텔레콤, LG유플러스까지 공급받아 판매점에 유리한 서비스를 판매하게 되는데, 판매점에게 채택받기 어려운 구조가 되었었다. 전국 판매점은 약 40,000여 개로 알려져 있다.

그 후, KT는 유통 경쟁력 회복을 위해 대리점 및 판매점에 대한 인센티브 정책들을 개발/개선하였으며, 따라서 유통경쟁력을 다시 회복하고 있는 것으로 보인다. 페어프라이스 정책을 시행하기 전에도 KT는 대리점 및 판매점 중심의 채널을 운영한 바 있어, 이번 단유법 계류는 KT에 기회요인으로 작용할 것이라고 예상한다.

*대리점: 통신사로부터 대리점 코드를 받아서 가입자를 유치시키는 곳으로 단말기 판매마진과 가입자 통신요금 수수료(가입자의 통신요금 중 일부)를 수익으로 인식하는 곳

** 판매점: 대리점이나 직영점으로부터 단말기를 공급받아 단말기 판매당 수수료를 지급받는 매장

[표2] 통신 3사의 직영점 및 대리점 운영 현황 추정 (단위: 개소)

	KT	SK텔레콤	LG유플러스
직영점	240	401	230
대리점	3,978	6,476	1,371

주: 14년 2월 28일 현재, 네이버 검색 결과치로 준용함
자료: 이트레이드증권 리서치본부

KT에 긍정적인 요인 3) 상품위주의 본원적 경쟁으로 진화중: 데이터 상품에의 방점

통신사들은 단말기유통구조 개선법 통과에 대비하여 서비스 본원적 경쟁을 준비하기 시작하였다. 최근 각 통신사들의 동향을 보면, SK텔레콤은 멤버십 혜택을 강화하고, KT는 다양한 요금제 출시에 집중하는 모습을 보이고 있다. 또, LG U+는 결합할인 대상자를 확대하는 것을 중심으로 대비하고 있는 중 이다. 즉, 통신 3사들은 단말기 유통구조 개선법이 발효되었을 때를 대비하여, 각기 전략을 세우고 있는 중이다.

그 중 눈에 띄는 것이 KT의 '광대역 안심무한' 요금제다. 지난 1월말부터 출시된 이 요금제는 데이터 15GB를 기본으로 제공하며, 기본데이터를 초과할 경우에는 느린 속도(400kbps)라도 무제한 인터넷을 사용할 수 있는 등 데이터 제공용량에 초점을 맞추고 있다. 아직 '광대역 안심무한' 요금제의 반향을 확인하기에는 이른 시간이지만, LTE-A 및 광대역 LTE 시장으로 넘어오면서 소비자들은 데이터 통신속도에 둔감해지기 시작한 경향이 발생했다는 점은 기회요인이라고 생각된다. KT는 타사대비 데이터무한 요금제를 선제적으로 출시하여 이슈를 선점하는 중에 있으며, 소비자들의 니즈가 데이터 통신량으로 넘어오게 된다면 본원적 경쟁인 서비스 차별화 측면에서도 긍정적일 수 있을 것으로 예상한다.

게다가, 3월 2일 현재 출시한 'LTE데이터플러스'요금제는 기본제공데이터가 부족해 추가로 데이터를 사용하고자 하는 고객을 위한 요금제다. KT의 경우, 네트워크가 포화될 것을 우려하는 것보다 네트워크 활용도(Network Utilization)를 늘리는 것이 핵심 이슈인 상황이다. 지속적으로 데이터 요금제를 출시함에 따라 데이터통신 관련 포지셔닝을 강화하는 효과가 기대된다.

[표3] 데이터 위주의 '광대역 안심무한' 요금제

상세요금제	월정액	할인후 금액 (2년 약정)	데이터 기본제공	초과시	음성	문자
광대역 안심무한 67	67,000원 (73,700원)	51,000원 (55,100원)	15GB	최대 400kbps로	100분	100건
광대역 안심무한 77	77,000원 (84,700원)	59,000원 (64,900원)		무제한이용	300분	300건

주: 괄호 안의 금액은 부가세가 포함된 실제 지불금액
자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

II. 유선전화 및 부동산개발의 사업방향성 개선을 기대

1. 유선전화 사업의 한계, 그러나...

일반전화(PSTN, 시내전화 및 시외전화)와 인터넷전화에 대한 무차별적인 소비자 효용

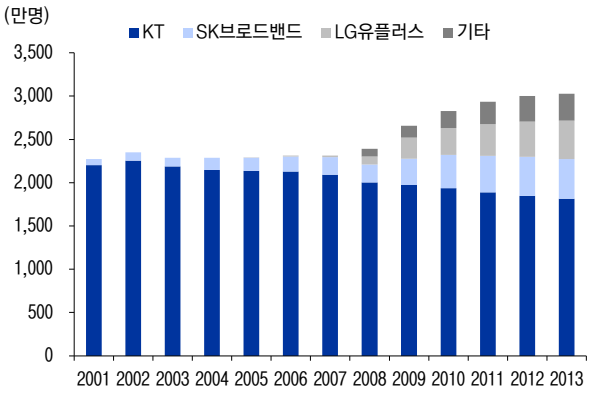
일반적으로 일반전화(PSTN)의 ARPU는 10,000원대로 알려져 있으며, 인터넷전화(VoIP)의 ARPU는 5,000원대 내외의 ARPU를 시현한다고 알려져 있다. 유선전화 운영사업자 입장에서는 인터넷망이 필요하다는 설치제약, 회선당 창출가능 매출(ARPU 및 부가서비스 제공가능), 회선 운영비용 등이 다르기 때문에 사업운영자 입장에서는 크게 다른 시장이지만, 소비자 입장에서는 초고속 인터넷망 가입자 비율이 매우 높아 제약을 느끼지 못하기 시작했다는 점, 과거 심리적 제약요인으로 작용했던 070번호 식별이 사라졌다는 점(번호이동성제도 도입) 등으로 무차별하게 느끼는 상황이다. 따라서 주요 기간통신사업자들은 인터넷 전화의 급격한 확산에 대응하여, 자사 초고속인터넷과의 결합상품을 기반으로 가입자 유치경쟁에 본격적으로 참여하는 동향을 보이고 있다. 따라서, 유선전화의 가입자수는 빠른 속도로 증가하고 있는 모습을 보인다.

생활패턴 변화, 무선전화의 음성무제한 요금제 출시에 따라 음성통화량 감소는 불가피한 상황

이와 같은 가입자 저변의 빠른 증가에도 불구하고 유선전화 매출감소는 불가피한 요소로 보인다. 인터넷전화(VoIP)가 창출하는 ARPU 수준이 기존 일반전화(PSTN)이 창출하는 수준보다 낮은 상황임에도, 인터넷전화(VoIP)의 빠른 확산은 기존 일반전화(PSTN)가입자를 대체하면서 증가하기 때문이다. 따라서 유선전화 시장 규모는 축소가 불가피한 상황이다.

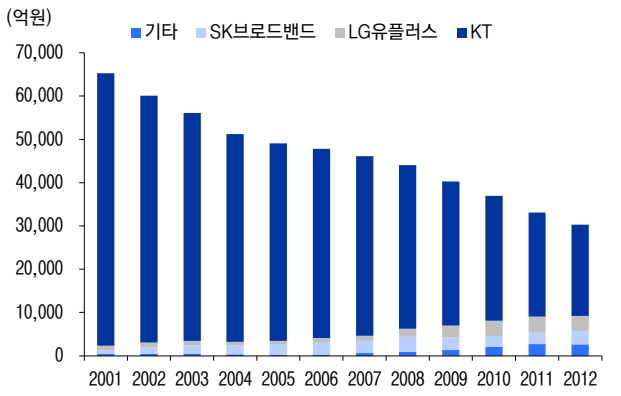
게다가, 시장규모 축소를 가속화 시킨 요인은 이동전화의 보급에 따라 이동전화의 발신통화량이 빠르게 늘어났다는 점이다. 이동전화의 빠른 확산으로 인해 유선전화 통화 시장을 대체 하기 시작하였다. 그럼에도 불구하고 완전히 대체하지는 못했던 이유는 소비자가 느끼는 이동전화의 음성통화 단가(약 20원/10초)가 유선전화의 음성통화단가(약 40원/3분)보다 현저히 높았기 때문이다. 하지만, 13년 초부터 각 이동통신사들이 음성무제한 요금제를 출시함으로 소비자가 느껴왔던 유선전화의 가격경쟁력 역시 무차별해지고 있는 상황이다. 따라서, 금년에도 음성통화량 감소는 불가피한 상황이라고 할 수 있다.

[그림8] 유선전화의 가입자수는 늘어남에도...



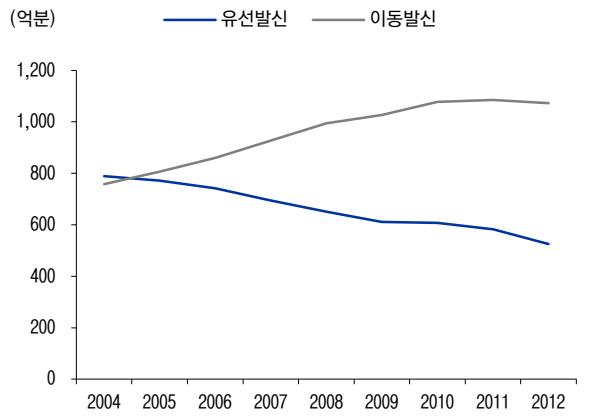
주: 기타: SK텔링크, 온세텔레콤, KCT, CJ헬로비전, 삼성SDS, 드림라인 등
자료: 미래부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 축소되고 있는 유선전화시장의 규모



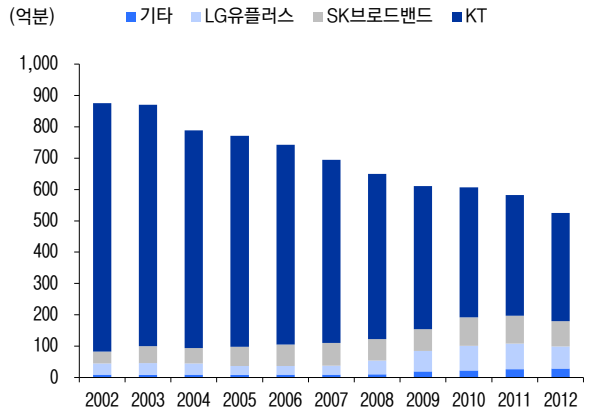
주: 기타: SK텔링크, 온세텔레콤, KCT, CJ헬로비전, 삼성SDS, 드림라인 등
자료: 각사, KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 이동전화의 발신통화량이 유선전화의 발신통화량을 커버



주: 유선 발신통화량은 시내, 시외, 인터넷전화의 발신통화량 합계 기준
자료: 미래부, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 유선전화 사업자별 발신통화량 추이



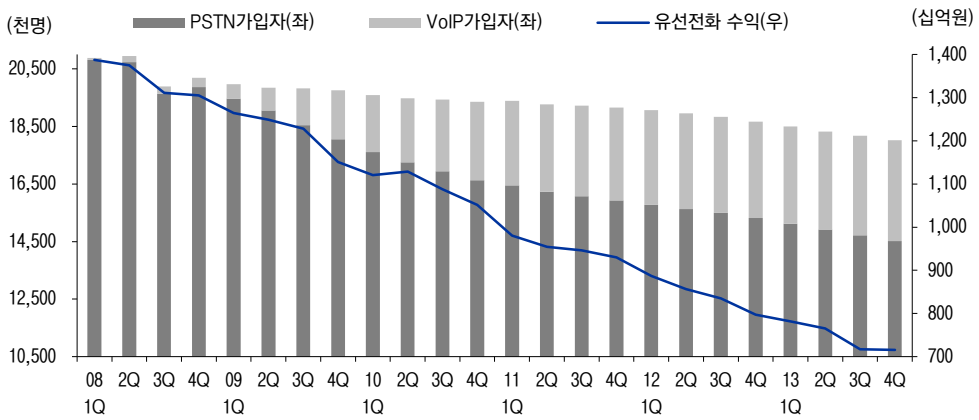
주: 기타: SK텔링크, 온세텔레콤, KCT, CJ헬로비전, 삼성SDS, 드림라인 등
자료: 미래부, 이트레이드증권 리서치본부

유선전화 시장의 Major player인 KT는 시장 축소에 영향을 받을 수 밖에 없는 상황

발신 통화량 기준 유선전화시장을 65.6% 점유하고 있는 KT는 유선전화 시장 축소에 영향을 받을 수 밖에 없는 상황이다. KT의 2013년 유선전화부문 영업수익은 3조원으로 전체 영업수익 2.4조원 대비 12%를 차지하고 있다.

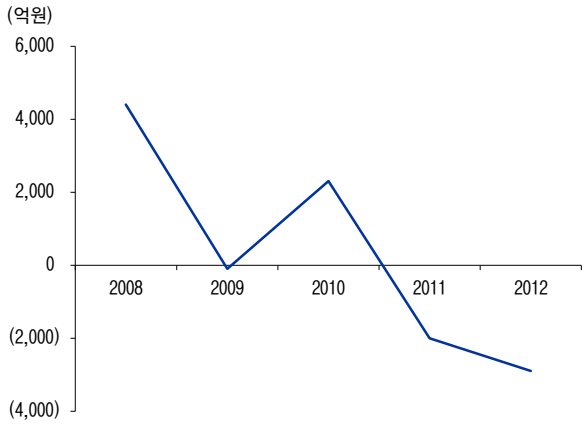
유선전화시장의 축소로 인해 KT의 2012년 유선전화 부문 3.4조원의 영업수익 대비 11.8% 감소한 수준의 영업수익을 기록하였다. KT는 유선전화 시장규모의 감소로 인해, 금년도 3,500억 원의 유선전화 매출 감소를 전망하며 매출감소 둔화가 언제부터 발생할지 단언하기는 어려운 상황이라고 언급한 바 있다. 2012년 유선전화 영업수익은 2011년 대비 4,000억원가량 감소한 영업수익을 시현하였다.

[그림12] KT의 유선전화가입자 감소에 따라 유선전화 수익 감소 중



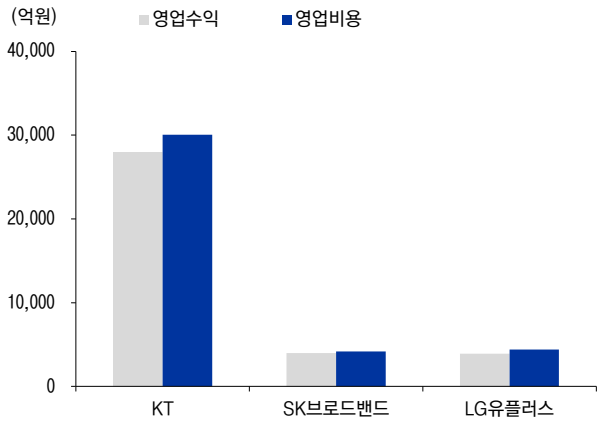
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] KT의 유선전화사업 영업손익 추이



자료: 각사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림14] 2012년 기준 주요 유선전화 사업자의 영업손익



자료: 미래부, 이트레이드증권 리서치본부

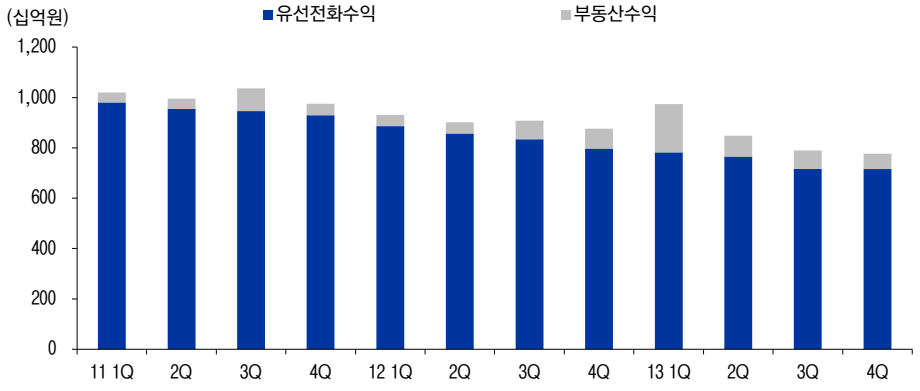
2. 유선전화에 대한 과도한 우려, 그리고 사업합리화 가능성이 주는 투자포인트

포인트 1) 유선전화 실적감소에 대한 과도한 우려: 부동산 사업 수익도 고려해야...

KT의 유선전화 사업은 부동산 개발사업과 밀접하게 맞닿아있다. KT가 운영하고 있는 대규모 부동산 자산은 과거 유선전화 사업을 운영하기 위한 자원이었으며, 유선통신 실적 감소 및 기술 발전에 따라 이를 부동산 개발사업의 재원으로 사용하고 있기 때문이다. 즉, 부동산 개발사업에서 얻은 수익과 유선전화 수익을 합산해서 고려해보면, 유선전화 수익감소 규모에 대한 우려는 과도한 것이라고 생각된다.

게다가, 유선관련사업에는 IPTV의 미디어와 콘텐츠 사업을 유선수익으로 감안할 경우, 전체 수익감소 규모는 더욱 줄어든다. 2013년 합산 수익은 7.7조로 2011년 합산 수익 7.9조 대비 소폭 감소한 수준이라고 할 수 있다.

[그림15] KT의 유선전화 와 부동산 수익 합산 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

포인트 2) 일반전화 및 인터넷 전화에 대한 분명한 전략 수립에 따른 상황 개선의 여지

KT의 유선전화에 대한 전략방향성이 다소 모호해 보이는 것이 사실이다. KT의 경우 일반전화(PSTN)의 ARPU는 10,000원대 내외이며, 인터넷전화(VoIP)의 ARPU는 6,000원대 내외의 ARPU를 시현하고 있다. 때문에 높은 ARPU를 보이는 일반전화(PSTN)시장과 가입자가 빠르게 증가하고 있는 인터넷전화(VoIP)사이에서 전략방향성이 다소 모호해 보인다. 경쟁사인 LG유플러스가 인터넷전화에만 집중하여 수익이 크게 감소하지 않는 것과 대조적이다.

일반전화 가입자 중 번호 이동하는 고객군을 분석해 보면, 타사 인터넷전화로 이동하는 고객이 50%, 타사 일반전화로 이동하는 고객이 25%이며, KT의 인터넷전화로 이동하는 고객이 25% 수준이다. 만일, 일반전화와 인터넷전화에 대한 전략이 분명해진다면, 타사 일반전화나 인터넷전화로 이탈하는 가입자를 그만큼 줄일 수가 있다고 판단된다. 가입자들의 라이프 스타일 및 이동통신의 영향으로 인해 유선전화의 발신통화량이 줄어드는 것은 어쩔 수 없는 상황이라고 하더라도, 분명한 전략 수립에 따라 가입자 이탈은 다소 줄일 여지가 있을 것으로 판단한다.

[표4] KT의 결합상품 이용시 유선전화 기본료 (단위: 원/월)

구분	무약정	1년 약정	2년 약정	3년 약정	비고
시내전화 (PSTN)	5,200	4,600 (11.5%)	4,100 (21.2%)	1,000 (80.8%)	TPS기준
인터넷전화 (VoIP)	2,000	1,700 (15.0%)	1,500 (25.0%)	1,000 (50.0%)	

주: 괄호 안은 무약정 대비 할인율
자료: KT (결합서비스 이용약관), 이트레이드증권 리서치본부

[표5] SK브로드밴드의 결합상품 이용시 유선전화 기본료 (단위: 원/월)

구분	무약정	1년 약정	2년 약정	3년 약정	비고
시내전화 (PSTN)	6,500	5,000	4,000	1,000	
인터넷전화 (VoIP)			3,000		

자료: SK브로드밴드, 이트레이드증권 리서치본부

[표6] 사업자별 일반전화와 유선전화 요금비교 (단위: 원)

		일반전화		인터넷전화		
		KT	SK브로드밴드	KT	SK브로드밴드	LG유플러스
가입/설치비		60,000	30,000	10,000	10,000	10,000
기본료(월)		5,200	4,500	2,000	2,000	2,000
국내전화	시내(3분)	39	39	39	38	38
	시외(3분)	261	250			
	이동전화(10초)	14.5	14.5	11.7	11.7	13
	가입자간통화		유료			무료
국제전화	미국(3분)	282	276	50	50	50
	중국(3분)	990	984	50	50	50
	일본(3분)	696	672	50	50	50
	영국(3분)	1,008	966	50	50	50

자료: 방송통신위원회, 이트레이드증권 리서치본부

경쟁사 대비 원가보상율을 감안하면 구조조정의 여지가 있을 것으로 예상

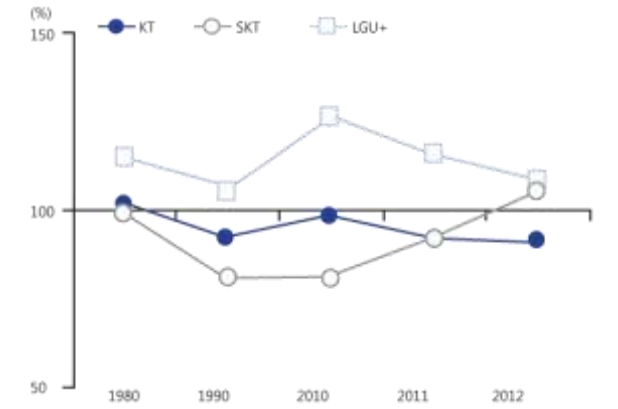
SK브로드밴드 및 LG유플러스 등과 원가보상률*(%, 영업수익/총괄원가)을 비교해보면, 12년 현재 일반전화와 인터넷전화부문 모두에서 경쟁사대비 원가보상율이 가장 낮은 수준에 있음을 알 수 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 경쟁사들과 가격 측면에서 큰 차이가 없는 상황, 또, KT는 유선전화에 대해서 제한적인 시설투자 정책을 고수하고 있는 상황을 고려하면, 원가측면 개선이 가능할 것이라는 말로 해석할 수 있을 것이다.

언론 등에 알려진 바에 따르면, KT직원 3만 2,000명 중 초고속 인터넷 및 IPTV 등을 포함한 유선부문 인력이 2만여 명에 달하는 것으로 알려져 있다. 전체 매출의 25% 밖에 안되는 부문을 창출하기 위해 전체 인력의 70% 가량이 집중되어 있다. 언론에 알려진 바대로라면 KT의 유선부문 경쟁력을 확보하기 위해 2만 명을 2,000명 수준으로 줄여야 하는 상황이라고 한다. 신임 CEO에게 기대를 거는 부분이라고 할 수 있을 것이다.

KT는 2009년 KT와 KTF를 합병할 당시 대규모 명예퇴직으로 5,992명의 직원을 줄인 바 있다. 당시 대규모 명예퇴직 비용(8,764억원)이 일시에 발생한 바 있었지만, 연간 5,000억 원 수준의 인건비를 줄였던 사례가 있다.

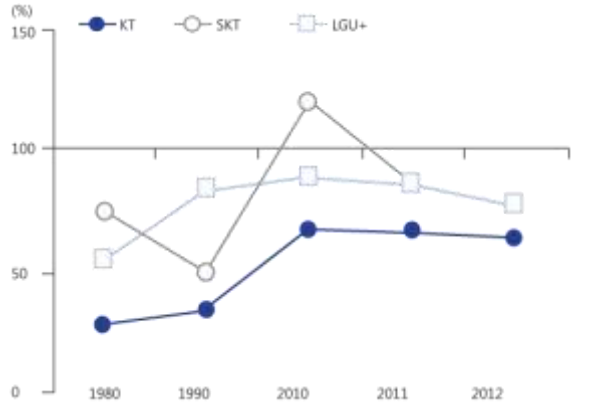
* 원가보상률 = (요금+접속료+보편적역무손실 보전수익+ 자가소비사업용수익) / (사업비용 + 투자보수)

[그림16] 주요 유선사업자의 시내전화 원가보상율 추이



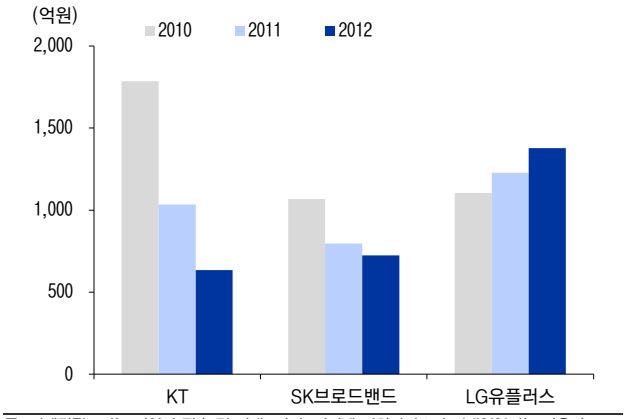
자료: KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림17] 주요 유선사업자의 인터넷전화 원가보상율 추이



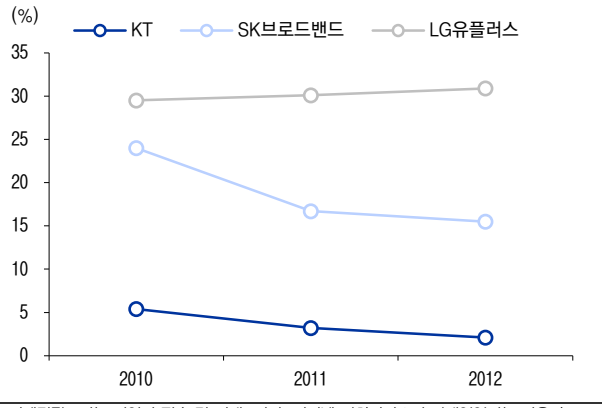
자료: KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] 주요 유선사업자의 마케팅비용 추이



주: 마케팅광고비는 가입자 접속 및 시내, 시외, 인터넷 전화서비스의 판매영업기능 비용과 기업이미지 광고기능비용을 합산함
자료: KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림19] 주요 유선사업자의 영업비용 대비 마케팅비용 비중 추이



주: 마케팅광고비는 가입자 접속 및 시내, 시외, 인터넷 전화서비스의 판매영업기능 비용과 기업이미지 광고기능비용을 합산함
자료: KISDI, 이트레이드증권 리서치본부

과거 KT가 보유 중인 전화국 400여 개를 개발/임대, 매각하기로 했던 계획의 진행사항 Review

KT는 2010년 실적발표에서 통신의 All-IP화가 진행됨에 따라, 운영중인 450여 개의 전화국을 50여 개의 전화국으로 통폐합이 가능하다고 언급하였다. 이에 따라, 2014년까지 전화국을 50개로 통폐합하고, 나머지 400여 곳에 대해 개발, 임대 방식을 통해 효율을 높이기로 한 바 있다. 그 일환으로 2010년 당시 KT는 부동산 개발 회사인 KT에스테이트와 부동산 유지보수 회사인 KT AMC를 설립하였으며, 2011년 용산전화국을 매각하는 등 최근 4년간 약 50여 개의 건물을 매각하였다.

언론 등에 알려진 바에 따르면, KT는 2012년 총 1.3조원(장부가 기준, 95개 부동산)을 현물출자하였으며, 이들 부동산의 대부분(85개 부동산)에서 안정적인 임대수입을 창출하고 있다고 한다. 부동산의 입지조건이 양호함에 따라, 2012년 기준 공실률은 7.5%로, 전국 평균인 8.9%보다 낮은 수준을 유지하고 있다. 또, 부동산 개발 사업은 도시형 생활 주택, 오피스텔 등 중소규모의 개발사업을 진행해오는 상황이었다.

그리고, 매각 사업도 지속적으로 추진 중에 있다. KT는 15% 지분을 갖고 있는 케이리얼티 1호 펀드에 용산 전화국 등 20개 전화국을 매각하였으며, KT AMC가 0.73% 지분을 갖고 있는 케이리얼티 2호 펀드에 고덕전화국 등 8개 전화국을 매각하였다. KT는 각 펀드에 부동산을 매각한 후 리스하는 세일앤리스백으로 활용하고 있다. 현재는 케이리얼티 4호 펀드를 조성하는 작업 중에 있는 것으로 알려져 있으며, 5개 전화국에 대한 매각 작업을 추진 중에 있다고 한다.

[표7] KT에스테이트에 현물출자한 부동산 자산 (단위: ㎡, 억원)

	토지면적	건물면적	감정평가액	장부가액
강원도	92,010	34,347	501	182
경기도, 인천	102,793	195,261	4,152	1,702
서울	49,001	200,789	6,826	2,660
전라남북도 및 광주, 제주	272,552	214,164	2,495	2,264
충청남북도 및 대전	214,177	134,031	1,953	1,297
경상남북도 및 부산,울산,대구	163,424	266,532	4,282	2,610
합계	893,957	1,045,124	20,209	10,715

자료: 한신평, 이트레이드증권 리서치본부

[표8] KT는 최근 4년간 50여개의 전화국에 대한 매각 및 유동화

구분	매각 부동산	매각가	기타
2010년	숭인동 전화국 등 10개 전화국	1,360억원	
2011년	용산 전화국 등 20개 전화국	4,703억원	케이리얼티 1호
2012년	목동정보	2,320억원	
	고덕전화국 등 8개 전화국	1,441억원	케이리얼티 2호
2013년	대방전화국 등 5개 전화국		케이리얼리 4호 설립 추진중

자료: 언론자료, 감사보고서, 이트레이드증권 리서치본부

포인트 3) 부동산 매각 및 개발 진행에서도 합리화 가능한 부분이 존재

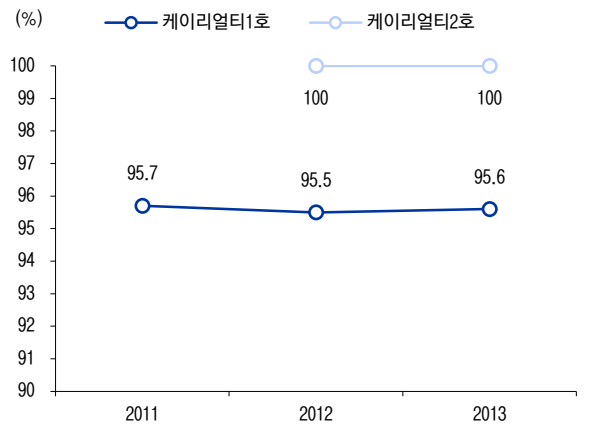
하지만, KT의 유휴부동산 매각에서도 합리화할 수 있는 부분이 있을 것으로 보인다. 당사가 판단한 합리화 가능한 영역은 1) 전화국 통폐합 속도가 2010년 언급한 것 대비 부진하다는 점, 2) 세일앤리스백 형태로 사용하고 있는 리스율이 높다는 점이다. 금년 경영진 교체에 따른 대응을 기대할 수 있는 영역이라 판단한다.

KT는 케이리얼티 1호 펀드에 2011년 용산전화국 등 20개 부동산을 매각한 후 세일앤리스백 형태로 부동산을 활용하고 있으며, 2012년 케이리얼티 2호 펀드에 고덕전화국 등 8개 부동산

역시도 같은 방식으로 매각 이후에도 활용하고 있는 상황이다. 해당 펀드에 각각 연간 180억, 55억원의 임대수수료를 지출하고 있다. 하지만, 2010년 유휴전화국 통폐합에 대한 계획을 발표할 당시 2014년까지 50여개 전화국으로 통폐합 가능하다고 언급했던 점을 감안하면, 해당펀드의 매출 중 KT로의 매출비중이 현저히 줄어들어야 합리적인 상황이라고 판단한다. 따라서, 경영진 교체로 전화국 통폐합이 가속화될 수 있을 것으로 기대한다.

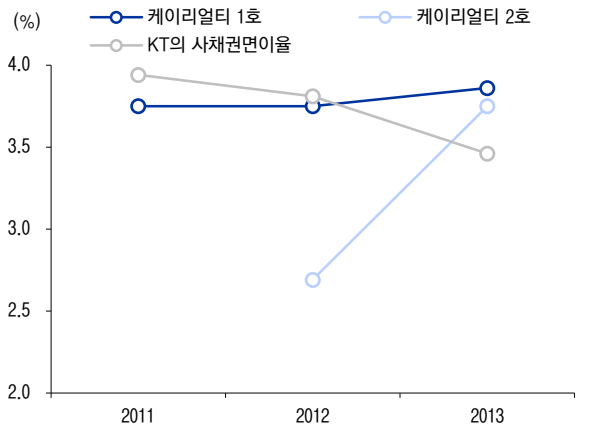
그리고, 세일앤리스백형태의 리스율이 KT의 사채발행시 권면이자율보다 높은 점에서 개선점이 있을 것으로 기대한다. KT가 1, 2호 펀드로부터 수취한 매각대금 대비 KT가 지출하고 있는 리스료는 사채의 이율보다 다소 높은 상황이며, 이에 대한 개선점 역시 기대할 수 있는 영역이라고 생각한다.

[그림20] 케이리얼티의 KT향 매출비중



주: 케이리얼티 1호: 용산전화국 등 20개 전화국, 케이리얼티 2호: 고덕전화국 등 8개 전화국
자료: KT, 케이리얼티, 이트레이드증권 리서치본부

[그림21] 매각가액대비리스료 및 KT 사채금리 비교



주: KT의 케이리얼티에 대한 임대수수료 / 펀드에 대한 부동산 매각가액
케이리얼티 2호 펀드는 2012년 7월 20일 설립에 따른 리스료 인식
자료: 케이리얼티, 이트레이드증권 리서치본부

무선사업부문의 부활 + 유선사업부문의 개선여지, 변화 모습은 주가에 긍정적일 것으로 보여...

신임 CEO 취임에 따른 조직구조 변화를 시작으로 KT는 변화의 모습을 보일 것으로 전망한다. 사업구조조정이 불가피함에 따라, 단기적으로는 비용 발생이 불가피할 것으로 보인다. 단기적인 비용은 오히려 향후 펀더멘털을 강화할 것이라는 측면에서 봐야 할 것이다.

13년에는 무선사업부문의 유통경쟁력 약화에 따라, 마케팅비용을 지출하는데도 불구하고 가입자가 늘지 않는 상황에 직면하였다. 하지만, 4분기 실적은 유통망 개선의 여지를 보여주었으며, 신임 CEO취임에 따라 리더십을 보여줄 수 있는 기반이 될 것이라고 판단된다.

또, 유선사업부문은 시장의 축소에 따라 실적둔화가 불가피해보이지만, 유선사업부문에 대한 과도한 우려에는 부동산 개발사업이 반영되지 않았다. 부동산 개발사업까지 포함해 놓고 보면, 시장의 우려는 다소 과도한 면이 있는 것으로 보인다. 또, 유선사업부문의 전략명확화, 사업개선의 여지 등은 CEO효과를 기대할 면이 있을 것이다.

KT의 변화모습은 향후 주가에도 긍정적인 모습을 보일 것으로 보인다. 변화의 국면에서 중요한 것은 Valuation이다.

III. 실적 추정 및 Valuation

영업수익은 작년과 유사한 수준이나, 영업이익은 개선될 실적을 보일 전망

한편, KT의 '탈통신' 전략에서 '통신경쟁력 회복'으로 전략을 변화함에 따라 사업 구조조정은 불가피할 것으로 보이며, 이에 따라 단기적인 수익성이 악화될 가능성은 있다. 하지만, 사업구조 조정으로 발생하는 비용은 오히려 향후 펀더멘털을 강화할 것이라는 측면에서 봐야 할 것이다.

유선통신 사업부문은 시장축소에 따라 수익이 둔화될 것으로 전망한다. 하지만, 유선통신 부문의 수익성 둔화는 전화국(유선통신부문 유휴자산) 개발/매각, IPTV를 중심으로 한 미디어 사업의 수익성장으로 갈음할 수 있을 것으로 보인다. 따라서, 유선사업부문은 수익감소가 불가피하나, IPTV와 부동산무문 사업에서 발생할 수익을 감안하면 수익이 소폭 증가할 가능성이 높다고 판단한다. 다만, 단유법의 표류에 따라, 높은 수준의 마케팅 비용은 불가피하다고 판단되어 수익성은 2012년 대비 하회할 가능성이 높다고 전망한다.

[표9] KT의 분기별 실적 추정 (단위: 십억원)

	2012	2013P	2014E	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4QP	14.1QE	14.2QE	14.3QE	14.4QE
영업수익	23,790	23,811	23,819	6,104	5,757	5,735	6,215	5,952	5,975	5,976	5,916
영업수익 성장률 (%)	*11.8*	*0.1*	*0.0*	*6.7*	*0.4*	*-7.3*	*1.1*	*-2.5*	*3.8*	*4.2*	*-4.8*
무선사업	6,913	6,925	7,043	1,757	1,752	1,714	1,703	1,703	1,787	1,745	1,729
유선사업	6,392	6,041	5,804	1,522	1,508	1,462	1,549	1,460	1,435	1,471	1,438
미디어/컨텐츠	1,068	1,323	1,439	314	335	351	323	330	930	355	370
금융/렌탈	3,574	3,814	3,673	917	965	977	955	950	950	950	950
상품수익	4,601	3,967	3,920	1,163	819	800	1,185	1,000	1,000	1,000	1,000
영업이익	1,214	839	1,087	367	348	308	-184	261	270	313	243
영업이익 성장률 (%)	*-30.6*	*-30.9*	*29.5*	*-36.6*	*-1.5*	*22.7*	*적전*	*-29.0*	*-22.5*	*1.7*	*흑전*
영업이익률(%)	*5.1*	*3.5*	*4.6*	*6.0*	*6.0*	*5.4*	*-3.0*	*4.4*	*4.5*	*5.2*	*4.1*
순이익	1,111	-79	665	213	133	136	-562	157	165	200	144
순이익(지배주주)	1,057	233	598	182	109	106	-163	141	148	180	129
순이익률(%)	*4.7*	*-0.3*	*2.8*	*3.5*	*2.3*	*2.4*	*-9.0*	*2.6*	*2.8*	*3.3*	*2.4*
EPS(원)	4,048	893	2,291	현금자산		3,436					
PER(배)	8.8	33.3	13.0	총차입금		11,811					
PBR(배)	0.8	0.7	0.6	순차입금		8,375					

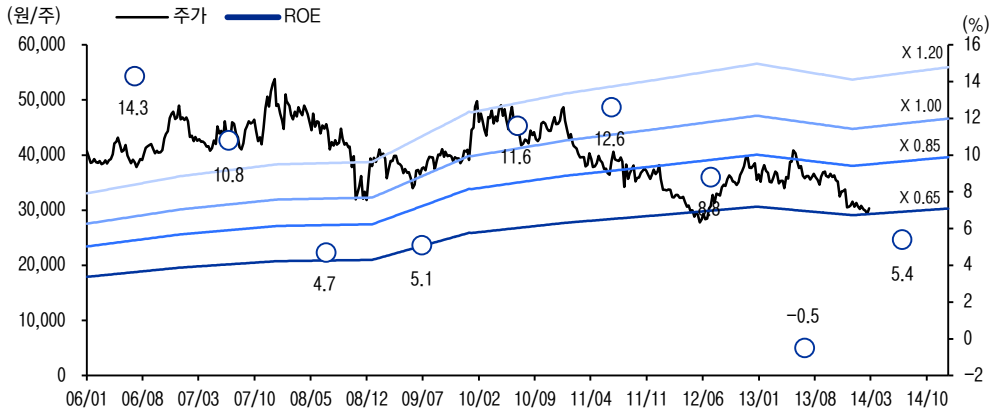
자료: 이트레이드증권 리서치본부

추정 ROE 5.4%, PBR 0.85배를 적용하여 목표주가 40,000원 산정

예상되는 금년 KT의 ROE는 5.4%로 과거 2014년 추정 BPS는 46,479원으로 PBR 0.87배를 적용할 경우 목표주가는 40,000원이다. 현 목표주가는 지난 목표주가인 42,000원 대비 5% 감소한 수준이다. 목표주가가 감소한 이유는 추정BPS가 감소한 것을 감안하였기 때문이다. 목표 PBR은 과거ROE 및 PBR을 비교하여 산출하였다.

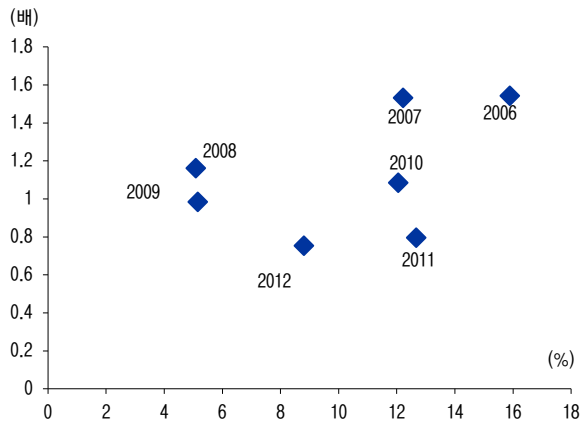
하지만, 지금 중요한 점은 목표 주가보다는 PBR밴드에서 어느 수준이 가장 낮은 수준인가라는 점이다. KT의 PBR은 0.6~1.2배에서 거래되어 왔으며, 현재 주가 29,750원은 13년 기준 장부가 대비 0.65배 수준으로 매우 낮은 수준이라고 판단된다.

[그림22] KT의 PBR밴드 추이



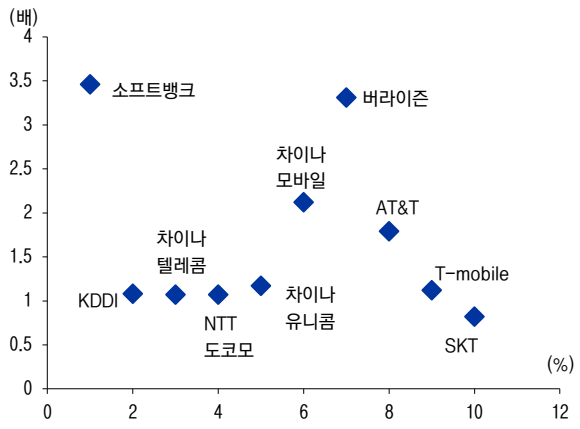
자료: KT, 이트레이드증권 리서치본부

[그림23] KT의 과거 PBR vs ROE trend



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림24] 글로벌 이동통신사의 2013년 PBR vs ROE 분포



자료: 이트레이드증권 리서치본부

Appendix. 기타 사업구조조정의 관전 포인트

해외 및 비통신분야 사업 진행의 관전 포인트

황창규 회장은 취임부터 통신에 집중하기로 한 바 있어, 해외사업 및 비통신분야 사업 진행에 대한 구조조정이 어떻게 진행될 것인지가 관심사다. CEO가 취임한지 2개월도 채 안된 상황에서 사업구조조정이 어떻게 될 것이라 전망이나, 추측보다는 기타 사업구조조정의 이슈들을 정리하는 수준에서 해외 및 비통신분야 사업구조조정에 대해 언론이나 시장에서는 어떤 기대감을 갖고 있는지를 중심으로 살펴보도록 한다.

해외 통신사업에 대한 기대와 우려

최근 5년간 '글로벌 KT'를 위한 다양한 투자 시도

2010년 이후, KT는 남아공의 통신사인 텔콤의 지분 인수 추진을 시작으로 모로코의 마로크텔레콤, 튀니지의 튀니지텔레콤의 지분을 인수 시도하였다. 지난 2012년에는 텔콤 지분 20% 추진을 시도했으나 남아공 정부의 반대로 실패하였으며, 지난해 초 추진하였던 마로크텔레콤 지분 인수는 가격수준이 높아 포기하였다. 또, 튀니지텔레콤의 2대주주 지분을 인수 추진에 대해서는 지난 2월 28일 입찰에 참여하지 않기로 결정을 내린 바 있다. 다양한 해외 투자를 시도하였으나 다소 지지부진한 모습을 보여오는 상황이었다.

KT, 르완다정부와 함께 LTE 망임대 사업추진, 르완다 무선데이터시장의 빠른 성장세를 기대

KT는 조인트벤처형태의 올레르완다네트웍스(ORN, KT지분 51%, 르완다정부지분 49%)을 설립하고, 이 ORN을 통해 르완다에 LTE전국망을 구축하기로 하였다. ORN은 르완다 정부로부터 175Mhz의 주파수를 독점적으로 이용할 권리를 갖는다. 이 사업의 수익모델은 25년에 걸쳐 현지 통신사에게 망도매대가를 받는 것이다. 르완다에는 MTN, Tigo(룩셈부르크), 바르티에어텔(인도)의 이동통신사들이 2G, 3G 이동통신사업을 하고 있다.

르완다의 인터넷 보급률은 7%에 그치는 상황이다. 르완다 정부는 3년 내 르완다 국민 95%가 초고속 무선인터넷을 쓸 수 있도록 하는 사업을 진행하고자 하고 있다. 와중에 2007년부터 국가백본 네트워크 구축사업, 국가 정보보안 사업 등을 수행한 트랙레코드를 보유한 KT와 지난 6월 LTE도매사업을 추진하기로 하였다.

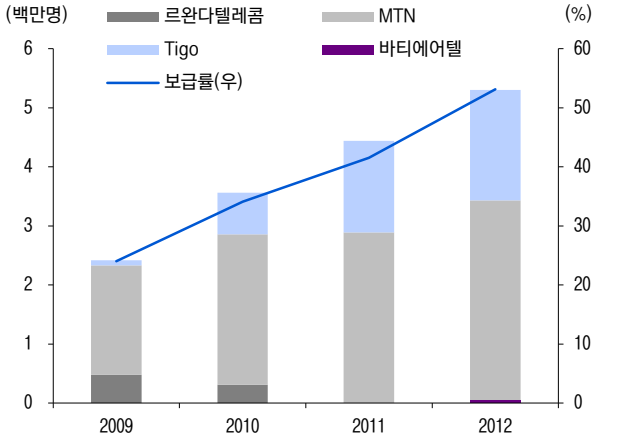
언론 등에 따르면, 케냐 역시 르완다와 유사한 사업진행을 놓고 KT와 접촉한 바 있다고 한다. KT역시 르완다 프로젝트의 트랙레코드를 바탕으로 동일한 사업환경(인구밀도가 낮아 유선인터넷보다 무선인터넷을 중요시)을 갖고 있는 인근 아프리카 국가(우간다, 탄자니아, 브룬디)로도 사업을 확장할 계획을 추진하여왔다.

[표10] 르완다 통신산업 현황 (단위: 명, %)

항목	가입자수	보급률
이동전화	6,619,113	62.8
유선전화	42,800	0.4
유선인터넷	4,791	0.03
무선인터넷	1,278,626	12.2

자료: 언론자료, 이트레이드증권 리서치본부

[그림25] 르완다 모바일 시장 성장추이



자료: 언론자료, 이트레이드증권 리서치본부

우려하는 사람들의 관심사는 현지 통신사업자들의 채택여부

KT의 르완다사업에 우려하는 사람들의 관심사는 르완다의 경제수준을 고려할 때, 고가 단말기의 LTE수요가 얼마나 발생할지 봐야 한다는 점이다. 르완다는 2000년대 이후 연평균 8%의 경제성장률을 보이고 있지만, 1인당 GDP가 1,300$ 수준에 있다. 우려하는 사람들의 견해는 만일 고가 단말기의 LTE수요가 발생하지 않는다면, 이미 2G 및 3G서비스를 제공하며 수익을 창출하고 있는 통신 사업자들은 굳이 KT에 망 이용료를 부담하면서까지 사업을 추진할 이유가 없다는 것이다.

이석채 전 회장이 KT의 르완다 해외 사업 프로젝트를 추진하는데 공을 들였다는 점으로, KT의 구조조정 이슈에서 지속적으로 하마평에 오르고 있으나, 해당 사업의 수익성 및 성장성 관점에서 사업검토가 면밀히 이루어진 다음에 사업 지속여부를 결정해야 할 것이다. 그리고, 당연한 말이겠지만, 해당 사업의 수익성 및 성장성에 대해 어떻게 바라보고 있는 상황인지에 대한 커뮤니케이션이 필요한 시점이다. 커뮤니케이션 노력은 주가에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 보인다.

KT(030200)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013P	2014E	2015E
유동자산	**9,791**	**10,483**	**10,082**	**9,896**	**10,736**
현금 및 현금성자산	1,445	2,055	1,310	1,354	1,969
매출채권 및 기타채권	6,159	5,878	5,714	5,438	5,554
재고자산	675	935	890	847	865
기타유동자산	1,512	1,616	2,169	2,257	2,349
비유동자산	22,295	23,997	23,950	24,346	24,293
관계기업투자등	959	832	866	901	938
유형자산	14,023	15,734	15,956	15,716	15,075
무형자산	2,643	3,213	4,048	4,524	4,945
자산총계	**32,085**	**34,479**	**34,032**	**34,242**	**35,029**
유동부채	**8,745**	**11,247**	**10,329**	**10,038**	**10,201**
매입채무 및 기타재무	5,890	7,216	6,617	6,299	6,432
단기금융부채	2,167	3,273	3,033	3,033	3,033
기타유동부채	688	758	679	707	735
비유동부채	**10,802**	**10,068**	**11,029**	**11,075**	**11,122**
장기금융부채	9,265	8,334	8,778	8,778	8,778
기타비유동부채	1,538	1,734	2,251	2,297	2,344
부채총계	19,548	21,315	21,359	21,113	21,322
지배주주지분	**11,704**	**12,309**	**11,680**	**12,136**	**12,714**
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	9,983	10,439	11,016
비지배주주지분(연결)	834	855	993	993	993
자본총계	**12,538**	**13,165**	**12,673**	**13,129**	**13,707**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013P	2014E	2015E
매출액	**21,272**	**23,790**	**23,811**	**23,819**	**24,097**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**21,272**	**23,790**	**23,811**	**23,819**	**24,097**
판매비 및 관리비	19,524	22,576	22,972	22,732	22,638
영업이익	**1,748**	**1,214**	**839**	**1,087**	**1,459**
(EBITDA)	**4,740**	**4,521**	**4,410**	**4,670**	**5,096**
금융손익	-398	-8	-293	-268	-261
이자비용	**480**	**472**	**460**	**448**	**448**
관계기업등 투자손익	162	147	1	-3	-3
기타영업외손익	90	70	-558	11	12
세전계속사업이익	1,603	1,423	-10	827	1,206
계속사업법인세비용	316	280	53	163	237
계속사업이익	1,287	1,143	-63	665	969
중단사업이익	165	-32	-16	0	0
당기순이익	**1,452**	**1,111**	**-79**	**665**	**969**
지배주주	1,447	1,057	233	598	872
총포괄이익	**1,509**	**1,136**	**-68**	**665**	**969**
매출총이익률	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
영업이익률	**8.2**	**5.1**	**3.5**	**4.6**	**6.1**
EBITDA마진률	**22.3**	**19.0**	**18.5**	**19.6**	**21.1**
당기순이익률	**6.8**	**4.7**	**-0.3**	**2.8**	**4.0**
ROA	**4.9**	**3.2**	**0.7**	**1.8**	**2.5**
ROE	**12.7**	**8.8**	**1.9**	**5.0**	**7.0**
ROIC	**7.5**	**4.9**	**3.0**	**4.1**	**5.5**

현금흐름표

(단위: 십억원)

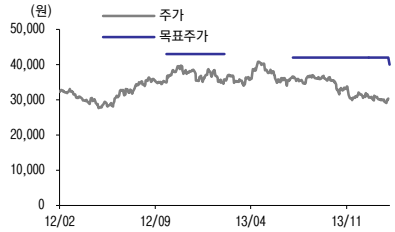
	2011	2012	2013P	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	**2,334**	**5,590**	**3,132**	**4,292**	**4,655**
당기순이익(손실)	1,452	1,111	-79	665	969
비현금수익비용가감	3,421	3,473	4,797	3,631	3,688
유형자산감가상각비	2,672	2,919	3,109	3,040	3,040
무형자산상각비	320	389	462	543	598
기타현금수익비용	-394	-816	1,227	48	50
영업활동 자산부채변동	-1,784	1,720	-1,104	-4	-3
매출채권 감소(증가)	-1,412	1,840	243	275	-115
재고자산 감소(증가)	32	-288	12	43	-18
매입채무 증가(감소)	99	178	-135	-319	134
기타자산, 부채변동	-502	-10	-1,223	-3	-3
투자활동 현금	**-2,832**	**-3,713**	**-3,562**	**-4,039**	**-3,648**
유형자산처분(취득)	-2,614	-2,602	-2,899	-2,800	-2,400
무형자산 감소(증가)	-462	-520	-687	-1,018	-1,018
투자자산 감소(증가)	-307	157	149	-96	-100
기타투자활동	551	-749	-125	-125	-130
재무활동 현금	**768**	**-1,266**	**-316**	**-209**	**-392**
차입금의 증가(감소)	1,152	-512	236	0	0
자본의 증가(감소)	-595	-485	-507	-209	-392
배당금의 지급	595	497	507	209	392
기타재무활동	212	-269	-44	0	0
현금의 증가	**284**	**610**	**-745**	**44**	**615**
기초현금	1,162	1,445	2,055	1,310	1,354
기말현금	1,445	2,055	1,310	1,354	1,969

주요 투자지표

	2011	2012	2013P	2014E	2015E
투자지표(배,%)					
P/E	6.4	8.8	33.3	13.0	8.9
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.8	3.9	3.8	3.6	3.2
P/CF	1.9	2.0	1.6	1.8	1.7
배당수익률(%)	5.6	5.6	2.7	5.0	5.0
성장성(%)					
매출액	4.7	11.8	0.1	0.0	1.2
영업이익	-12.9	-30.6	-30.9	29.5	34.2
세전이익	-4.6	-11.3	적전	흑전	45.8
당기순이익	10.4	-23.5	적전	흑전	45.8
EPS	11.6	-26.9	-77.9	156.4	45.8
안정성(%, 십억원)					
부채비율	155.9	161.9	168.5	160.8	155.6
유동비율	112.0	93.2	97.6	98.6	105.3
순차입금/자기자본	70.1	63.0	71.7	68.4	60.6
영업이익/금융비용	3.6	2.6	1.8	2.4	3.3
총차입금	11,432	11,607	11,811	11,811	11,811
순차입금	8,786	8,299	9,084	8,982	8,308
주당지표(원)					
EPS	5,540	4,048	893	2,291	3,341
BPS	44,825	47,141	44,733	46,479	48,691
CFPS	18,661	17,556	18,069	16,452	17,837
DPS	2,000	2,000	800	1,500	1,500

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

KT 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2012.10.22	2012.11.06	2012.11.15	2012.11.29	2013.07.31	2013.07.31	2013.09.09	2014.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	김준섭	42,000	42,000	42,000
일 시	2014.03.03							
투자의견	Buy							
목표가격	40,000							

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김준섭)
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

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

투자등급 및 적용 기준

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

E*TRADE KOREA