



2017년 7월 25일 | Equity Research



신정부 요금인하 압박, 통신주 매도 사유될까?

요금 규제 곧 한계 느낄 것, 통신주 적극 매수해야

- | 요금 인하로 통신사 실적 흐름 바뀔 가능성은 희박
- | 통신사 과거처럼 정부 요구 무조건적 수용할 가능성 낮음
- | 이미 많은 문제점을 초래, 적정선에서 요금인하 협상 타결 예상
- | 요금 규제 우려 주가에 기반영, 향후 통신주 반등 가능성 높아



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 최보원
02-3771-7637
bw.choi@hanafn.com

Issue Focus

Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 320,000원 | CP(7월24일) 278,500원
KT(030200) | BUY | TP 40,000원 | CP(7월24일) 34,850원
LG유플러스(032640) | BUY | TP 20,000원 | CP(7월24일) 16,000원



CONTENTS

이슈 점검 – 신정부 요금인하 압박, 통신주 매도 사유될까?	2
1) 신정부 초법적인 요금인하 압력 행사 중, 투자가들의 공포감 지속	3
2) 하지만 요금 인하로 통신사 실적 흐름 바뀔 가능성은 희박	6
3) 통신사 과거와 달리 정부 요구 무조건적으로 수용할 가능성은 낮아	8
4) 단말기 완전 자급제 정부 요금인하 대항 카드로 급부상할 듯	10
5) 전파사용료/VAT 징수 문제도 정부 요금인하 압박 수위 낮출 전망	12
6) 거센 요금인하 요구는 많은 문제를 야기, 적정선에서 요금인하협상 타결 예상	14
7) 요금 규제는 이미 통신주에 최소한 중립적, 추가 반등 확률 높아	15

2017년 7월 25일 | Equity Research

신정부 요금인하 압박, 통신주 매도 사유될까?

요금 규제 곧 한계 느낄 것, 통신주 적극 매수해야

요금 인하로 통신사 실적 흐름 바뀔 가능성은 희박

신정부는 저소득층 요금 추가 감면, 선택약정요금할인 폭 확대, 보편적 요금제 도입을 골자로 한 통신요금인하 계획을 발표하였다. 하지만 2018년 통신사 영업이익이 감소 전환할 가능성은 희박하다. 저소득층 요금 감면, 선택약정요금할인 폭 확대가 원안대로 시행되기도 어렵겠지만 설사 그렇다고 해도 내년도 통신산업 영업이익 감소 전환 가능성은 낮다. 특히 선택약정요금할인 폭 확대는 도입 초기 오히려 통신사 영업이익 증가를 초래할 수 있어 회계상 발표 실적 기준으로는 2018년 통신산업 실적에 부정적이지 않다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 2019년 일시적 실적 악화 현상이 나타날 수 있지만 2020년 5G로 통신사 영업이익 증가가 본격화될 것임을 감안 시 장기 이익 전망은 여전히 낙관적이다.

통신사 과거처럼 정부 요구 무조건적 수용할 가능성 낮음

과거와 달리 신정부 요금인하에 통신사가 무조건적으로 수용할 가능성은 낮다. 그 이유는 1) 실제 위법 소지가 많고, 2) 장기적으로 보면 주파수 공급 과잉이며, 3) 정부가 요금 통제를 지속할 시 5G를 통한 이익 증가를 기대하기 어렵기 때문이다. 주주들을 문제 삼아 실제 소송전에 돌입할 수도 있고 단말기 완전 자급제 도입, 요금인가제 폐지, 주파수 할당 가격 인하, 통신 VAT 폐지를 주장할 수 있어 투자 심리에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

이미 많은 문제점을 초래, 적정선에서 요금인하 협상 타결 예상

서서히 통신요금인하 강도는 낮아질 전망이다. 정부가 적정선에서 요금인하협상 타결에 나설 공산이 가장 높기 때문이다. 높은 요금인하 강도를 유지할 경우 그 후폭풍이 유통/제조사/플랫폼 업체는 물론이고 이젠 정부에까지 될 수 있다. 특히 단말기 완전 자급제로의 전환, 주파수 할당 가격 인하, 저소득층 요금인하 관련 정부 비용 분담 주장은 큰 부담이 될 전망이다.

요금 규제 우려 주가에 기반영, 향후 통신주 반등 가능성 높아

현 시점에서 요금 규제는 최소한 통신 3사 주가에 중립적이라고 판단한다. 투자자들이 저소득층 요금 인하와 25% 요금할인 폭 상향 조정을 이미 기정 사실로 받아 들이고 있기 때문이다. 역으로 이젠 원안대로 안 될 경우를 생각할 필요가 있다. 1) 선택약정 요금 할인율이 25%보다 낮아지는 경우, 2) 통신사가 실제 소송을 거는 경우, 3) 자급제를 실시하는 경우이다. 이 경우 투자 심리 급호 전으로 통신주 급등 과정이 연출될 가능성이 높다는 판단이다.

Issue Focus

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월24일)
SK텔레콤(017670)	BUY	320,000원	278,500원
KT(030200)	BUY	40,000원	34,850원
LG유플러스(032640)	BUY	20,000원	16,000원



Analyst 김흥식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 최보원
02-3771-7637
bw.choi@hanafn.com

문재인 정부 통신요금인하
강도 높은 상황,
투자자들의 규제 우려 커

1) 신정부 초법적인 요금인하 압력 행사 중, 투자자들의 공포감 지속

신정부 출범 이후 인위적 통신요금 인하에 대한 우려가 지속되고 있다. 아직까지도 공포스러운 분위기가 연출되고 있는데 투자자들이 가장 걱정하는 부분은 법 테두리를 뛰어넘는 상식 이하의 요금인하 방안이 등장하고 있기 때문이다.

6월 국정위는 저소득층 요금 추가 감면, 선택약정요금할인 폭 확대(20 → 25%), 공공 와이파이 폭 확대, 알뜰폰 활성화, 2만원대 요금제에서도 데이터를 쓸 수 있는 보편적 요금제 장기적으로 도입, 지원금 상한제 폐지, 분리공시 제도 도입 추진을 골자로 한 통신 요금 인하 계획을 발표하였다.

그런데 이중 저소득층 요금 추가 감면, 선택약정요금할인 폭 확대(20 → 25%), 보편적 요금제 출시는 많은 문제점을 갖고 있다.

먼저 저소득층 요금 추가 감면은 취지 자체는 좋지만 11,000원 요금 추가 일괄 인하 시 일부 가입자의 요금이 0가 될 수 있다는 점과 정부/통신사 공동 기금 출연에 따른 요금 인하가 아닌 통신사의 일방적인 희생이라는 점이 문제가 된다. 따라서 주파수 경매, 전파사용료 징수로 막대한 자금을 획득하는 정부의 저소득층 통신비 경감 기금 출연 및 통신비를 한 푼도 내지 않게 되는 가입자에 대한 요금할인을 조정 등이 향후 이슈화될 공산이 크다.

보편적 요금제 역시 통신사에 특정 요금을 강요한다는 측면에서 위법 소지가 크나 이 사안의 경우 국회에서의 법개정을 통해 이루어져야 하므로 사실상 향후 2~3년간 크게 이슈화될 가능성은 낮다. 여소야대 정국에서 야당의원들이 정부의 통신요금 간섭에 부정적인 견해를 갖고 있기 때문이다. 따라서 당분간 핫이슈로 떠오를 가능성은 낮다.

표 1. 통신비 인하 대책 주요 내용 및 추진 일정

대책	예상 효과	추진 일정
기초연금수급자·저소득층에 월 1만1천원 감면혜택 제공	신청률 고려 시 기초연금수급자 193만명, 저소득층 136만명에 최대 5천173억원 혜택 예상	올해 7월 전기통신사업법 시행령·고시 개정안 입법예고, 올해 11월 시행령·고시 개정 및 시행
요금할인율을 20% → 25%로 상향	- 평균 요금수준(4만원) 기준 월 1만원 할인, 기존 20% 할인 가입자는 2천원 추가 할인 1천900만명에 최대 1조원 혜택 예상	별도 조치 필요 없고 시행 준비에 약 2개월 소요
공공 WiFi 확대 구축 (버스 5만대, 학교 15만곳)	1천268만명(직장인 637만명, 학생·교직원 631만명)에 4천800억~8천500억원 혜택 예상	내년부터 단계적으로 구축
보편 요금제 도입 (기존 3만원대 요금 제공수준의 음성·데이터를 2만원에 제공)	- 기존 3만원대 요금 가입자 월 1만1천원 절감 효과, 3만원대 이상 요금에도제 연쇄적 제공량 확대 예상 2천570만명에 최대 2조 2천억원 혜택 예상	올해 하반기 전기통신사업법 개정안 제출

자료: 국정위, 미래부, 하나금융투자

그림 1. 신정부 요금 인하 정책 중 위법 소지가 있거나 방법론상 문제가 지적되는 방안들

- 1 저소득층 요금 추가 감면 - 정부 기금 출연하지 않는 점, 통신비 '0'이 되는 가입자가 발생된다는 점이 문제
- 2 선택약정요금할인 폭 확대(20 → 25%) - 인당보조금에 맞춰 요금할인을 적용한다는 당초 단통법 취지를 위반
- 3 보편적 요금제 출시 - 통신사 요금제를 정부가 기획하거나 명령할 수 없음, 향후 법개정 필수

자료: 하나금융투자

특히 신정부 선택약정요금할인을
상향 조정 방침 위법 소지 있어
사회적 파장 큰 상황

현재 가장 뜨거운 논란거리이고 향후에도 계속 이슈화될 부분은 무엇보다 선택약정요금할인 폭 확대(20 → 25%)이다. 사실상 신정부가 법 개정 없이 당장 시행할 수 있고 요금인하 효과가 커 현재 강행하려고 하나 법 위반 소지가 커 논란이 되고 있다.

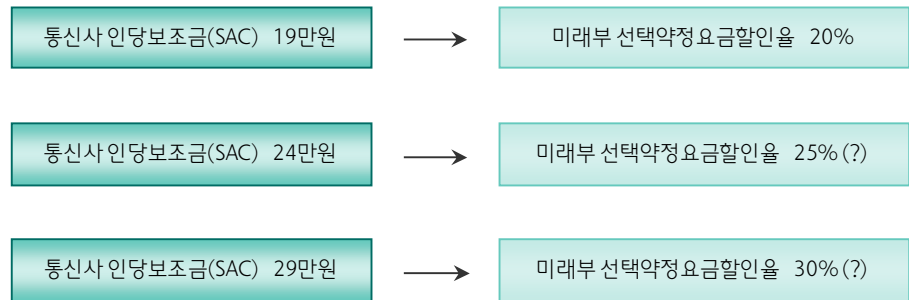
당초 선택약정요금할인율은 통신사 인당보조금(SAC)과 연동하는 구조로 설계되었다. 즉 단통법 도입 당시 보조금에 상응하는 요금할인 혜택을 부여한다는 측면에서 삽입된 조항이다. 그런데 초기 적용된 12%가 그 당시 통신사 인당보조금대비 너무 낮았고 분리공시/완전자급제 도입 실패로 단통법에 대한 소비자들의 비판 목소리가 높다 보니 등장한 조치가 선택약정요금할인률 20% 상향 조정이었다. 그 당시 통신사 인당보조금대비 선택약정요금할인 폭이 너무 낮았으니 상향 조정의 명분은 충분했다.

그런데 이번에 신정부가 선택약정요금할인 폭 상향 카드를 다시 쓰려고 하는데 문제가 발생하고 있다. 미래부장관 재량으로 1%가 아닌 5%를 올릴 수 있느냐는 법리해석 문제도 이슈지만 근본적으로 더 큰 문제점으로 지적되는 부분은 현재 통신사 인당보조금을 기준으로 볼 때 신정부가 선택약정요금할인률을 25%로 올릴 명분이 없다는 것이다. 통신사 인당보조금이 24만원 수준이 되어야 선택약정요금할인률을 25%로 올릴 수 있는데 현재 통신사 인당보조금은 20만원에도 못 미치기 때문이다.

여기에 신정부는 기존 선택약정요금할인 채택 가입자에 25% 요금할인 소급 적용을 검토 중인데 이는 더 큰 논란을 불러 일으킬 것으로 보인다. 이미 기존 가입자들이 통신사와 약정을 맺었다는 점도 문제거리와 요금할인 대신 보조금을 받은 가입자들을 역차별하는 것이 되므로 가입자간 형평성 문제를 야기할 수 있기 때문이다. 현재 신정부가 추진하는 선택약정요금할인 폭 상향 위주의 요금인하 정책은 가입자간 형평성 문제를 일으키고 동시에 정부가 나서 단통법을 위반한다는 비판을 받을 수 있어 사회적으로 큰 파장을 일으킬 전망이다.

그림 2. 보조금상한선과 선택약정요금할인 폭의 상호 관계

미래부 선택약정요금할인 폭은
통신사 인당보조금에 연동하는
구조로 설계



자료: 하나금융투자

2) 하지만 요금 인하로 통신사 실적 흐름 바뀔 가능성은 희박

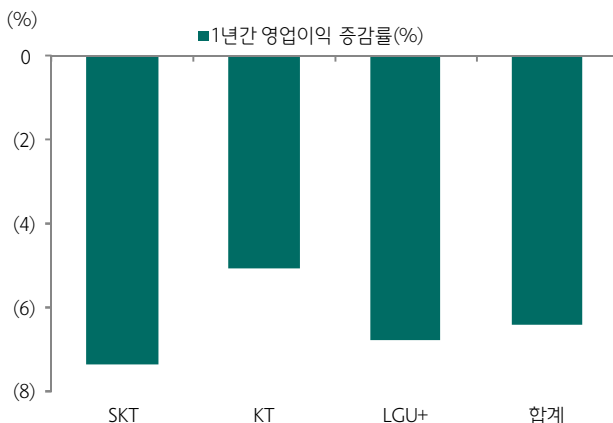
신정부 통신요금인하 정책 감안해도
실제 규제에 의해 통신사
실적 흐름이 바뀔 가능성은
사실상 희박해

앞서 언급한대로 위법 소지가 있음에도 불구하고 신정부의 통신요금인하 강도는 쉽게 누그러지지 않는 모습이다. 이에 따라 투자자들의 2018년 통신산업 실적 약화에 대한 우려가 크다. 보편적요금제 출시는 향후 최소 1~2년 내 시행이 어렵다고 하더라도 저소득층 요금 경감, 선택약정요금할인 폭 확대는 단기간 내 추진될 가능성이 높기 때문이다.

하지만 현실적으로 2018년 통신사 영업이익이 감소 전환할 가능성은 희박하다. 물론 저소득층 요금 경감, 선택약정요금할인 폭 확대가 원안대로 모두 시행된다고 보면 2018년 통신산업 영업이익에 10% 정도 영향을 줄 수 있다. 하지만 당초 2018년 통신요금 인하가 시행되지 않는다고 가정 시 2019년 통신산업 영업이익이 11% 이상 성장할 것으로 예상되던 상황이었다. 선택약정요금할인 채택 가입자수 정체에 따른 2017년 3분기 이후 이동전화매출액 성장률 상승 추세 본격화, 초고속인터넷/IPTV 가입자 및 매출액 성장 지속, 마케팅비용 정제, 감가상각비 정제 양상을 감안하면 이러한 판단이 충분히 가능했다. 다만 현실적으로 신정권 출범 이후 통신요금인하를 고려하여 2018년 통신산업 영업이익 성장률 둔화를 예상(하나금융투자에선 현재 2018년 통신산업 영업이익 성장률을 4%, 통신요금인하에 따른 이익 감소 영향 폭을 7%로 가정)하였다.

냉정히 따져볼 때 현 시점에서 통신요금인하에 따른 2018년 통신산업 영업이익 감소를 걱정할 필요는 없어 보인다. 저소득층 요금 경감, 선택약정요금할인 폭 확대가 원안대로 모두 시행되기도 어렵겠지만 설사 원안대로 시행된다고 해도 내년도 통신산업 영업이익 감소 전환 가능성이 낮기 때문이다. 특히 선택약정요금할인 폭 확대는 도입 초기 오히려 통신사 영업이익 증가를 초래할 수 있어 회계상 발표 실적 기준으로는 2018년 통신산업 실적에 부정적이지 않다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 2015년 하반기~2016년 상반기에 이미 경험했듯이 보조금미지급 가입자수 증가로 인한 영업이익 증가 현상을 초래할 수 있기 때문이다. 여기에 단말기 자급제 또는 분리공시가 실시되면 통신사 마케팅비용 감소 현상이 초래될 수 있다는 점도 반드시 고려해야 할 변수이다. 2019년 일시적으로 통신사 실적 약화 현상이 나타날 수 있지만 크게 신경 쓸 상황은 아니며 2020년 5G 가입자 증가로 통신산업 영업이익 증가가 본격화될 수 있음을 감안 시 통신산업 장기 이익 전망은 여전히 낙관적이라는 판단이다.

그림 3. 선택약정요금할인 폭 상향 조정 시 영업이익의 증감률
(단통법 시행 이후 평균 보조금과 비교 시)

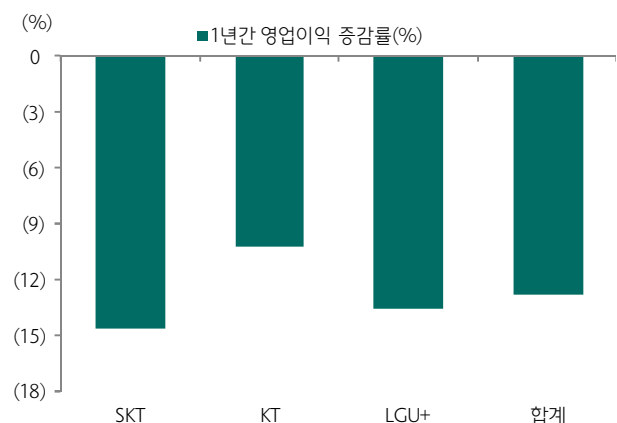


주1: 모든 가입자가 보조금이 아닌 선택약정요금할인 제도를 채택한다고 가정

주2: 단통법 시행 이후 보조금 규모와 비교해서 산출

자료: 하나금융투자

그림 4. 선택약정요금할인 폭 상향 조정 시 영업이익의 증감률
(2016년 평균 보조금과 비교 시)

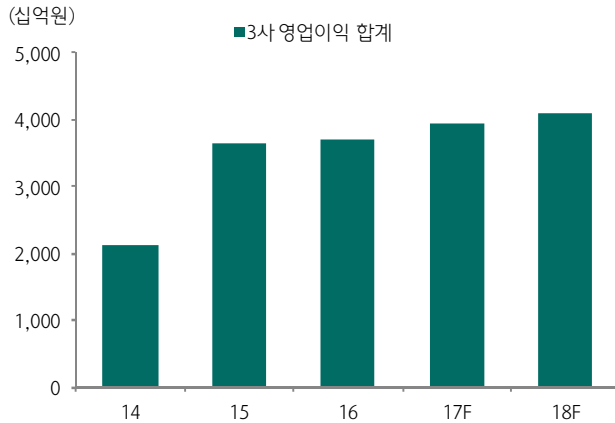


주1: 모든 가입자가 보조금이 아닌 선택약정요금할인 제도를 채택한다고 가정

주2: 단통법 시행 이후 보조금 규모와 비교해서 산출

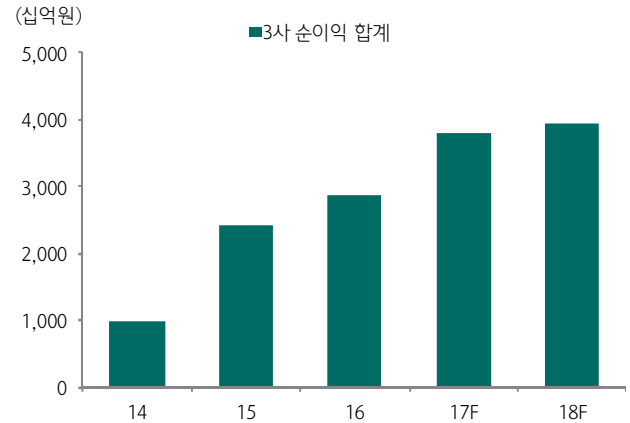
자료: 하나금융투자

그림 5. 통신3사 연간 영업이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 통신 3사 연간 순이익 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

표 2. 선택약정요금할인 폭 확대가 회계적으로 통신사 실적에 미치는 영향

구분	영향 점검
ARPU(가입자당매출액)	누적 선택약정 요금할인 채택 가입자수 정체 시까지 ARPU 하락 지속
인당보조금(SAC)	요금할인 누적 가입자수 정체 시까지 보조금 미지급 가입자수 증가로 인당 보조금(SAC) 감소세 지속
영업이익	단기적으로는 마케팅비용 감소로 영업이익이 증가, 하지만 장기적으로는 매출액 감소로 영업이익 감소를 초래

자료: 하나금융투자

그림 7. 분리공시 제도가 통신산업에 미칠 영향 점검

분리 공시 제도 도입 시
통신사/소비자 수혜,
제조사/유통 피해 예상

- 1 폰 가격 경쟁 심화, 단말기 제조사 마진 감소 예상, 특히 M/S 높은 삼성 피해 예상
- 2 리베이트 의존도 높은 유통상 피해 예상
- 3 소비자 단말기 가격 하락에 따른 통신비 부담 완화 예상
- 4 통신사 단말기 가격 하락, 협업 마케팅 부담 완화에 따른 판매수수료 부담 경감 예상
- 5 통신사 소비자 실질 통신비 부담 완화에 따른 통신요금인하 압력 완화 예상

자료: 하나금융투자

과거처럼 정부 명령 통신사가
무조건적으로 수용할 가능성은 희박,
주파수 이슈 크지 않고
요금 주도권 상실할 시
5G 시대에 비전 없기 때문

3) 통신사 과거와 달리 정부 요구 무조건적으로 수용할 가능성은 낮아

국내 통신사들이 정부를 대하는 양상이 과거와는 사뭇 달라졌다. 2014년 LGU+가 영업정지 명령이 부당하다고 행정심판 소송을 내고 영업정지 기간을 단축시키려는가 하면 최근 국정위의 선택약정요금할인 폭 20% → 25% 상향 조정에 대해 통신사들이 집행정지 가처분 신청을 내고 소송전에 돌입할 수도 있다고 언급하는 양상이다.

대다수의 투자자들은 아직도 신정부가 요금인하를 명령하면 통신사가 무조건 따를 수 밖에 없으며 설사 초법적인 요금인하 권고라고 하더라도 뾰족한 방법이 없을 것이라고 생각하는 경향이 강하다. 과거 항상 그래왔고 일부 미래부 관계자들도 설마 통신사가 정부 명령을 거부할 수 있겠냐고 언급한 바 있기 때문이다. 하지만 이제 통신사가 무조건 정부 요구를 수용할 가능성이 낮다. 실제 소송전에 돌입할 수도 있고 그렇지 않으면 정부에 직접 저항하기 어려우니 기존의 통신판을 바꾸는 정부 입장에서 상당히 부담스러운 작업을 전개할 가능성이 높다. 통신사가 신정부에 법적 대응을 하거나 또는 통신 유통망 개편, 주파수 가격 인하를 주장할 것이라고 판단하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 통신사 경영진이 이번에도 정부 명령에 아무런 저항 없이 무조건적으로 수용할 경우 실제 국내외 주주로부터 배임 소송에 휘말릴 가능성이 높다. 특히 외국인 기관과 국내 개인 투자자들의 경우엔 확률이 낮다고 보기 어렵다. 과거 사례도 있고 승소 가능성이 높기 때문이다.
- 2) 과거와 달리 신정부에 밍게 보인다고 해도 통신사가 크게 불리할 것이 없다. 주파수, 제 4 이동통신, 알뜰폰, 단통법, 유료방송 규제 등을 다 따져보아도 통신 3사가 공동 대응할 경우 정부가 통신사에 크게 불이익을 주기 어려운 상황이기 때문이다.
신정부에선 주파수를 무기로 내세우지만 현실적으로 통신 3사가 주파수를 의식할 가능성은 높지 않다. 장기적으로 보면 수요보단 주파수 공급이 더 많을 것으로 예상되고 여차피 정부의 과도한 요금 규제로 5G 요금을 올리지 못할 것이라면 통신 3사가 돈도 안 되는 5G 주파수를 할당 받고 수조원을 투자할 이유가 없기 때문이다. 5G는 3G/4G와 다르다. 3G 스마트폰 도입 당시엔 KT, LTE 보급 초기엔 LGU+가 SKT의 우량 가입자를 뺏어 새로운 기회를 모색하지는 목적 의식이 컸지만 5G 도입을 앞둔 현재 입장에선 통신사들의 그러한 경쟁 심리가 높지 않다. 가입자질이 똑같아진 상황(통신 3사 이동전화 ARPU가 이제 거의 같음)이라 정부 요금 규제로 5G 요금이 오르지 않으면 5G로 이익을 늘리기 어렵고 이에 따라 투자를 적극적으로 수행할 이유가 없기 때문이다.
- 3) 통신사가 정부의 요금 인하 권고를 과거처럼 무조건 따르고 정부가 현재와 같이 초법적인 통신요금인하 정책을 지속한다면 향후 이익 증가를 기대하기 어렵다. 신정부의 요금인하 권고가 감내하기 어려운 수준이고 이러한 요구가 이번 한번에 그칠 것이라고 장담할 수 없기 때문이다. 단적인 예로 선택약정요금할인률 25% 확대를 수용하면 다음 번엔 30%로 높이자고 충분히 나설 수 있다는 얘기다.
- 4) 소비자 통신 요금이 통신사에게로만 흘러가는 것이 아닌데 신정부가 과도하게 통신사에 모든 책임을 돌려 부담이 커지는 상황이다. 따라서 이제 통신사들도 단말기 완전 자급제로의 전환, 정부의 주파수 경매가/전파사용료/VAT 문제를 공론화할 가능성이 높다. 그래야 실제 소비자들의 통신비가 경감될 수 있고 통신사에 대한 요금인하 요구가 낮아질 수 있기 때문이다.

그림 8. 통신사들의 과거와 달리 정부 요금인하 권고를 무조건적으로 수용하기 어려운 이유

1	정부 입장 무조건적 수용 시 주주로부터 배임 소송 가능성이 존재함
2	주파수 장기적으로 보면 수요보단 공급 많음
3	정부 요금 지속 통제 시 5G를 통한 이익 증가를 기대하기 어려움
4	전세계적인 규제 트렌드에 한국만 역행하는 상황임
5	요금 인상 수익자인 정부/유통/제조사들이 통신사에만 요금인하 부담을 떠넘기는 상황임

자료: 하나금융투자

그림 9. 국정위의 강압적 통신요금인하 권고 조치로 인해 거론되고 있는 통신사 대응 방안

1	단말기 완전 자급제 도입
2	분리 공시 제도 도입
3	요금인가제 폐지
4	주파수 할당 가격 인하
5	통신료 VAT(부가가치세) 폐지

자료: 하나금융투자

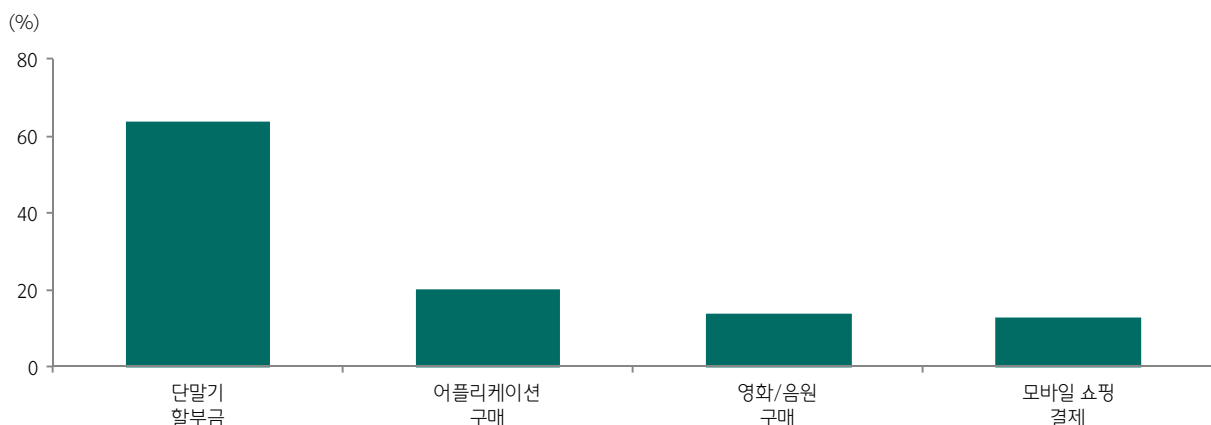
단말기 완전 자급제 정부 요금
규제 완화 카드로 급부상 중,
실제 통신비 인하 차원에서
전격 도입도 가능해

4) 단말기 완전 자급제 정부 요금인하 대형 카드로 급부상할 듯

최근 SKT를 비롯한 통신사들이 단말기 완전 자급제 도입을 검토 중인 것으로 알려졌다. 과거 휴대폰 유통의 역사를 생각하면 다소 충격적인데 그 배경을 추측하면 다음과 같다.

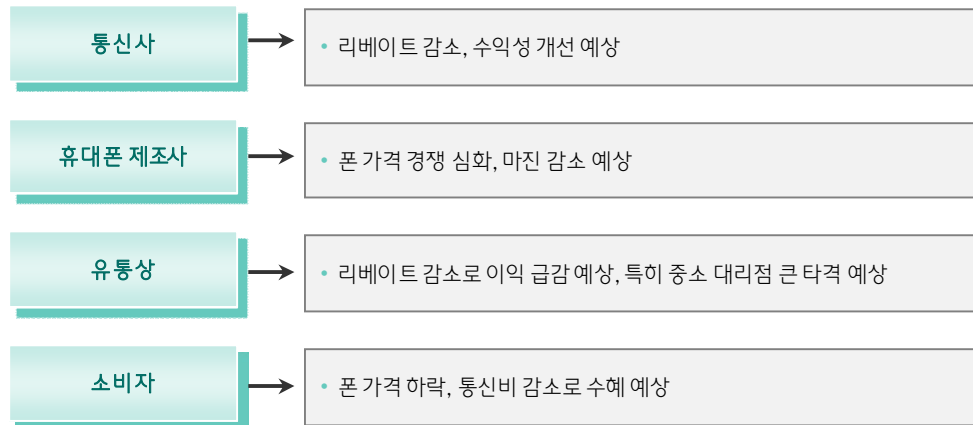
- 1) 통신사들이 단말기 완전 자급제를 대정부 요금인하 압력 완화 카드로 사용할 수 있기 때문이다. 단말기 완전 자급제로의 전환은 일거리 창출이 정책 목표 1순위인 문재인정부엔 적지 않은 부담이 될 수 있다. 리베이트 삭감에 따른 통신비 인하를 유도할 수는 있지만 10만명에 달하는 폰판매업자들 중 상당수가 실제로 도산할 가능성이 높아서다. 당장 통신사 리베이트가 없어지면 정부가 대기업 휴대폰 유통 진입 규제 정책을 쓴다고 해도 휴대폰 판매점의 대형화가 불가피해 영세 휴대폰 유통상의 붕괴는 시간 문제다. 스마트폰 도입 이후 제조사 못지 않게 휴대폰 유통상도 적지 않은 수혜를 입었고 양적인 팽창을 지속하였다. 그런데 이제 인위적 통신요금 인하로 통신사가 어려워질 수 있으니 통신 유통 체계를 바꿔보겠다고 나서는 것이라고 볼 수 있다.
- 2) 과거와 달리 단말기 완전 자급제 도입으로 인한 M/S 변동 요인이 크지 않을 것으로 전망되기 때문이다. 얼마 전까지만 해도 SKT M/S 50% 유지에는 충성도 높은 대리점 역할이 컸다. 즉 SKT가 막강한 휴대폰 유통 장악 능력을 통해 높은 M/S를 유지하였다고 볼 수 있다. 하지만 이제 상황이 달라졌다. 3위 사업자인 LGU+의 유통망이 만만치 않다. 따라서 단말기 완전 자급제로 바뀐다고 해도 M/S가 크게 달라질 것이 없다는 판단을 SKT가 할 수 있는 상황으로 시장이 바뀌었고 완전 자급제를 찬성하는 목소리가 높아질 수 있는 환경이다.
- 3) 단말기 완전 자급제 도입 시 수익성 개선으로 통신요금인하로 인한 이익 감소를 만회할 수 있기 때문이다. 단말기 완전 자급제 도입 시 통신사들이 휴대폰 유통 헤게모니를 잃어버릴 수는 있다. 하지만 갈수록 비용 부담이 커지고 있는 리베이트 경쟁에서 자유로워질 수 있다는 장점이 존재한다. 따라서 현재와 같이 심한 요금인하 압박을 받는 상황에서는 사소한 M/S 경쟁에서 탈피하고 유통 구조를 개편해 수익성 개선을 꾀하자는 판단을 할 수 있다.
- 4) 순수 통신비와 단말기 비용을 분리함으로써 소비자들이 느끼는 실제 통신비를 낮추는 효과가 기대되기 때문이다. 현재 국내 소비자들의 60% 이상은 단말기 할부금을 통신비라고 인식하고 있다. 따라서 통신사가 단말기 유통과 단말기 할부금 부과에서 손을 떼게 되면 자연스럽게 체감적 통신비 인하를 기대할 수 있을 전망이다.

그림 10. 통신사 매출에 잡히지 않지만 소비자들이 통신비라고 인식하는 비중 비교



자료: 미래창조과학부통신위원회

그림 11. 단말기 완전 자급제 도입 시 각 주체별 영향 점검



자료: 하나금융투자

자급제 도입 시 통신사 수익성 측면에선 분명히 긍정적

단말기 완전 자급제 도입 시 통신사에겐 당연히 긍정적이다. 통신 3사 모두 M/S에 대한 미련을 버린다면 그렇다. 대리점에 지급되는 수수료(리베이트)가 없어져 마케팅비용이 급감할 것이기 때문이다. 대략 3조원에 달하는 비용 감소가 예상된다. 현재 국정위 요금인하 방침인 저소득층요금경감/선택약정요금할인 폭 확대를 모두 수용한다고 해도 이득이 훨씬 더 클 수 있다. 일부에서 단말기 완전 자급제 도입 시 통신사 고객 지원금(보조금)이 급증할 것이라고 전망하는데 현실적으로 그럴 가능성은 낮다. 단말기를 이미 구매한 소비자가 통신사를 선택하는 기준은 당연히 통신사 서비스품질/요금/보조금이고 현재와는 달리 한눈에 비교가 가능할 텐데 상대편 전략이 훨씬 보이는 상황에서 무모한 보조금 올리기 경쟁을 할 리가 만무하기 때문이다. 리베이트 조절을 통한 게릴라식 보조금 살포에서 정식 보조금 경쟁 게임으로 시장이 변화할 전망이어서 수익성 측면에서 통신사에 긍정적인 영향이 기대된다.

그림 12. 단말기 완전 자급제 도입이 통신산업에 미칠 영향 점검

1	단말기 실제 판매 가격, 통신사 보조금 및 실제 통신비 정확히 소비자에게 노출
2	과거 리베이트 위주 영업 성행, 향후엔 통신 요금/보조금 경쟁으로만 경쟁 방향 전환 예상
3	유통 장악력보단 서비스/요금 경쟁력, 브랜드 이미지에 따라 통신사 M/S 결정될 전망
4	통신사 리베이트 감소에 따른 통신산업 이익 개선 전망, 산업 이익 측면에선 호재
5	휴대폰 유통 헤게모니 제조사로 이동 예상, 유통 장악력 낮아진다는 점은 다소 부담 요인
6	휴대폰 가성비, 고객 충성도가 향후 국내 휴대폰 M/S 결정할 전망
7	대기업 진입 규제 가능성 높아비재벌 대형 전자 유통상 위주로 시장 재편 예상
8	이익 측면만 보면 통신사/소비자 수혜 예상, 소형 대리점(유통상) 피해 예상

자료: 하나금융투자

정부 통신관련 재정 수입 많은 반면
지출 적은 상황,
통신비 인하 강도 높일 시
주파수 가격 인하, VAT 폐지,
저소득층 요금인하 시
정부 비용 분담 등 이슈로 부각 예상

5) 전파사용료/VAT 징수 문제도 정부 요금인하 압박 수위 낮출 전망

최근 신정부의 통신요금인하 강도가 당초 예상을 크게 뛰어넘는 수준으로 나타나면서 통신사들이 정부의 통신요금인하 노력 동참을 호소하는 다소 파격적인 행보를 보이고 있다. 높은 주파수 경매 가격과 더불어 추가로 부과되는 전파 사용료, VAT(부가가치세)도 이슈가 되는 양상이다.

현재 미국/일본/영국/독일 등 전세계 주요 선진국 대부분은 주파수 할당대가와 전파 사용료 중 한가지만 부과하고 있다. 그런데 한국만 둘 다 지불하여 이중과세 논란이 큰 상황이다. 또 신정부가 공공 필수재라고 주장하는 통신 요금에 VAT를 과연 물려야 하느냐는 주장도 설득력을 얻고 있다. 이러한 이유로 '통신요금의 부가가치세 감면법'이 이미 국회에 발의되어 있는 상태다. 추가로 통신사가 국가에 지불하는 주파수할당대가의 사용처에 대한 논란도 최근 뜨겁다. 수조원의 주파수 할당 대가 중 통신비 경감 목적으로 사용되는 비율이 극소수에 불과하며 특히 저소득층 통신비 경감에 정부 재원이 투입되지 않고 있기 때문이다. 6월 국정위의 통신비 경감 발표에서도 정부 비용 분담에 대한 얘기는 전혀 없었다.

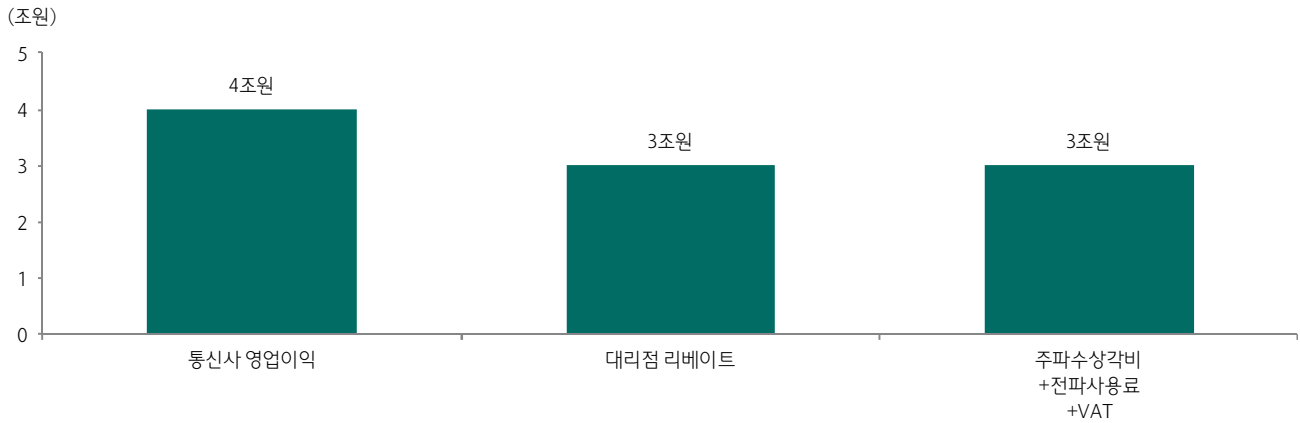
통신요금인하 논쟁이 격화되면서 이제 통신사뿐만 아니라 신정부의 부담도 커지고 있다. 통신산업이 3G/LTE로 진화하면서 사실상 통신사뿐만 아니라 제조사, 유통, 정부도 많은 수익금을 챙겼는데 통신사만 모든 못매를 맞는 양상이고 이러한 이유로 최근 통신판 바꾸기 논쟁이 심화되고 있기 때문이다.

통신사의 최근 파격적인 행보들은 인내하기 어려운 수준의 요금인하 압박이 지속되고 수용할 수 밖에 없는 처지라면 차라리 이제 모든 걸 까발리고 업계 구조를 바꿔보자는 고민에서 비롯된 것이라고 볼 수 있다. 즉 소비자들의 통신비 중 상당수가 제조사, 유통, 정부에 흘러가고 있는 데 소비자와의 소통 부족으로 통신사만 욕을 먹고 있으니 차라리 이제 모든 걸 소비자에게 알리고 업계 구조를 바꿔보자는 시도인 것이다. 소비자가 내는 통신비가 어떻게 흘러가는지를 알게 되면 통신사만 비판 받을 상황이 아니며 향후 통신비를 어떻게 낮춰야 할 것인지 쉽게 해답이 나오는 상황이기 때문이다.

금년도 통신 3사 영업이익 합계는 4조원, 마케팅비용 합계는 9조원으로 추정된다. 그런데 이중 고객(소비자) 직접 지원 보조금은 5조원 수준에 불과하다. 반면 대리점 리베이트가 3조원, 광고비가 1조원에 달한다. 마케팅비용은 아니지만 결국 소비자 부담으로 돌아오는 주파수사용대가 및 부가가치세도 적지 않다. 정부에 지급하는 주파수상각비+전파사용료+VAT가 3조원에 달한다. 결국 소비자가 지불하는 통신비중 상당수가 통신사가 아닌 다른 쪽으로 흘러가고 있는 셈이다. 최근 요금인하 강도가 예상범위를 초과하자 통신사들은 차라리 이러한 상황을 소비자에게 모두 알리고 통신 판을 바꿔보자는 고민을 시작하고 있다.

이에 따라 신정부의 고민도 커질 것으로 보인다. 제반 상황을 감안할 때 통신비 인하 이슈가 격해질수록 정부의 과다한 주파수비용 책정, 조세 부과, 적은 통신복지 예산 문제가 사회적 이슈로 부각될 공산이 크기 때문이다. 신정부가 통신복지 예산 확대에 나서지 않는다면 통신요금인하 강도를 낮출 가능성이 높다는 판단이다.

그림 13. 통신사 영업이익, 유통상 리베이트, 주파수상각비+전파사용료+VAT 비교



주: 2017년 예상 실적 기준
자료: 하나금융투자

그림 14. 스마트폰 도입 이후 각 주체별 영향 점검



자료: 하나금융투자

신정부 초법적 요금 인하 요구
지속할 시 정부, 유통상, 제조사,
플랫폼 업체까지 부담 커질 전망,
점차 적정선에서 요금인하
협상 타결될 듯

6) 거센 요금인하 요구는 많은 문제를 야기, 적정선에서 요금인하협상 타결 예상

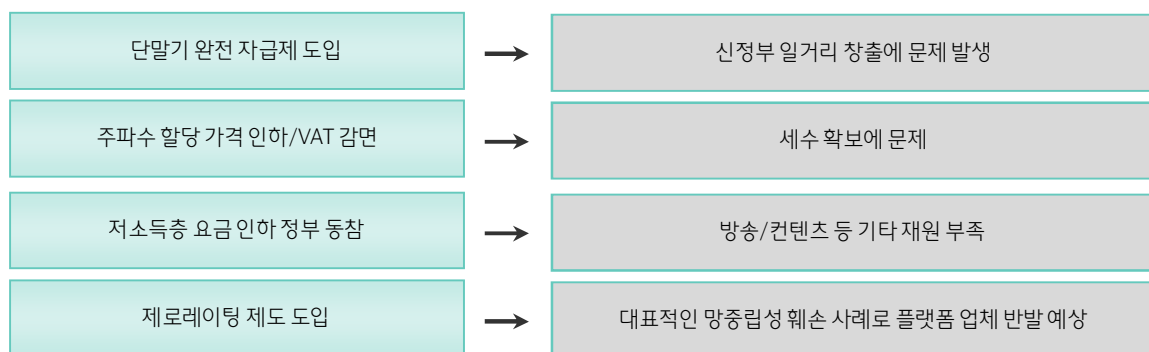
국정위가 다소 초법적인 통신 요금 인하 방안을 발표한 이후 곳곳에서 잡음이 들리고 있다. 앞서 언급한 것처럼 이동통신진화로 통신사만 이익이 늘어난 것이 아닌데 모든 비난은 통신사에게 다 쏟아짐에 따라 통신사들이 새로운 돌파구 마련으로써 파격적인 제안에 나서고 있기 때문이다. 주파수 할당 가격 인하, VAT 폐지, 단말기 완전 자급제 도입, 분리 공시 제도 시행, 제로레이팅 제도 도입 등이 대표적이다.

최근 통신사가 다소 파격적인 제안을 하는 배경엔 신정부의 요금인하 강도가 예상보다 높고 다소 일방적인 형태로 흘러가는 것에 대한 강한 불만이 자리잡고 있다고 볼 수 있다. 일종의 시위 성격이 강하며 통신요금인하 강도가 과도하니 이제 정부, 유통상, 제조사, 플랫폼 업체도 고통 분담을 하자고 나선 것이라고 볼 수 있다.

항상 통신요금 인하/CAPEX 문제가 제기되면 정부-통신사-제조사/플랫폼 업체-소비자간 힘겨루기가 발생한다. 투자를 위해선 통신사가 요금을 올려야 하는데 소비자들은 통신비가 비싸다고 난리이고 제조사/플랫폼 업체들은 망중립성 이슈를 들먹이며 정부는 세금 부족 문제로 재원 마련에 인색하기 때문이다.

그러면 현 상황에서 신정부는 어떤 선택에 나설까? 현실적으로 볼 때 적정선에서 요금인하 협상 타결에 나설 가능성이 가장 높다. 현재 수준의 높은 요금인하 강도를 유지할 가능성을 배제할 수는 없지만 그 경우 통신요금인하 후폭풍이 제조사/플랫폼업체는 물론이고 정부에 까지 불뚝이 튈 수 있기 때문이다. 특히 단말기 완전 자급제로의 전환 주장과 주파수 할당 가격 인하 및 저소득층 요금인하 관련 정부 비용 분담 주장은 정부 입장에서 큰 부담이 될 것으로 보인다.

그림 15. 정부 요금 인하 거세게 밀어 부칠 시 예상되는 빅 이슈



자료: 하나금융투자

이미 통신요금인하 우려 주가에
기반영, 점차 요금인하 강도
낮아질 가능성 높아
통신주 비중확대 추천

7) 요금 규제는 이미 통신주에 최소한 중립적, 주가 반등 확률 높아

제반 상황을 감안할 때 이젠 신정부의 통신요금인하 이슈가 통신주에 부정적 영향을 미칠 가능성은 낮아 보인다. 일부 투자자들이 신정부 요금 규제 불확실성이 해소되기 전까지는 적극적으로 통신주 매수에 나서기 어렵다는 의견을 제시하고 있지만 하나금융투자에서는 이제 적극적으로 통신주 매수에 나설 것을 추천한다. 이미 투자자들이 저소득층 요금 인하와 25% 요금할인 폭 상향 조정을 당연하게 받아 들이고 있기 때문이다. 따라서 이제 요금 규제는 통신 3사 주가에 최소한 중립적이라고 판단한다.

현 시점에선 오히려 미래부가 통신사와 협의 없이 국정위 통신요금인하 정책 발표 그대로 시행에 옮길 가능성도 낮거니와 미래부가 원안대로 처리한다고 해도 통신사가 아무런 대책 없이 그대로 수용할 가능성이 낮다는 점을 생각해볼 필요가 있다. 선택약정요금할인률을 당초 발표한 25%보다 하향 조정한다거나 통신사가 소송전에 돌입 또는 완전 자급제 카드를 꺼낼 경우 통신주 투자 심리가 격변할 수 있다는 것이다.

미래부가 통신사와의 협의 하에 당초 국정위 발표 수준에서 한발 물러선 요금인하 추진에 나선다면 말할 것도 없거니와 만약 통신사들이 신정부를 상대로 실제 소송전에 돌입한다고만 해도 투자 심리가 급변할 것으로 보인다. 설사 패소를 한다고 해도 인식의 전환 계기가 될 수 있기 때문이다.

전세계 통신사 중 가장 뛰어난 네트워크 기술을 보유하고 있음에도 불구하고 현재 국내 통신주가 할인 받는 가장 큰 원인은 바로 국내 통신산업 규제에 있다. 10여 년간 투자자들의 머리 속엔 정부가 하라고 하면 국내 통신사들은 어쩔 수 없이 따를 것이란 인식이 강하게 자리잡고 있으며 이게 근본적으로 통신주를 기피하는 원인이 되고 있어서다. 이런 상황에서 국내 통신 3사가 정부를 상대로 강하게 법적 시비를 가려본다면 결과를 떠나 Multiple 할인을 해소의 계기가 될 것이란 판단이다.

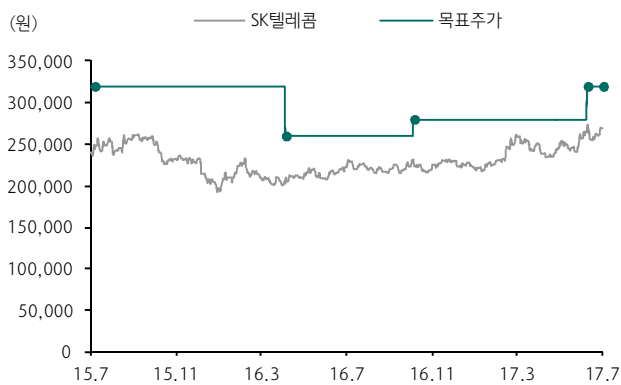
단말기 완전 자급제 도입 역시 비슷한 인식 전환의 계기가 될 것으로 보인다. 앞서 언급했듯이 정부 압박 카드와 동시에 실제 통신요금인하 효과와 더불어 수익성 개선도 기대할 수 있기 때문이다. 7~8월 신정부의 통신요금인하 정책이 실제 시행에 옮겨질 것임을 감안 시 2분기 어닝 시즌 통신주에 대한 매수 강도를 높이는 전략을 추천한다.

그림 16. 신정부 통신요금인하 이슈로 볼 때 이제 통신주 매수에 나서야 하는 이유

1	투자자들 요금할인 폭 25%로 확대 이미 기정 사실로 받아들이는 상황
2	미래부 통신사 협의 하에 당초 국정위 발표보다 요금 인하율 하향 조정 가능성 존재
3	신정부 당초 요금인하 강행시 통신사 실제 소송 가능성 존재, 소송 시 투자 심리 급반전 예상
4	신정부 통신요금인하 독자 강행시 통신사 단말기 완전 자급제 도입 카드 꺼낼 가능성 존재
5	요금인하 압력 지속 시 통신사 신정부에 저소득층 요금 경감 정부 재원 요구 예상

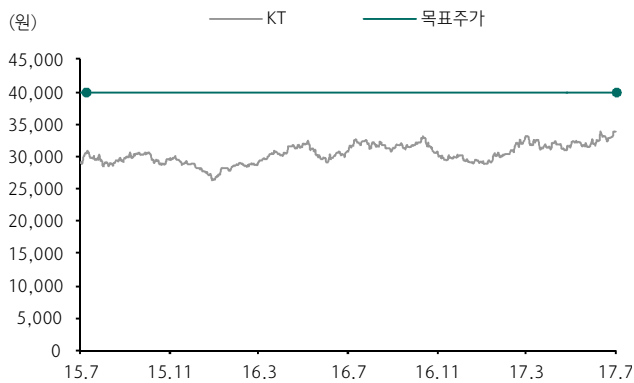
투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

SK텔레콤



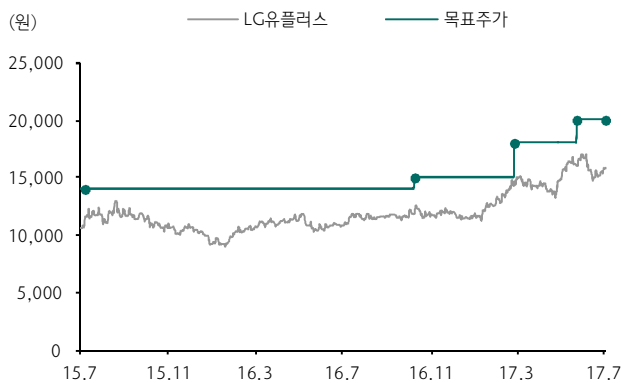
날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.7.25	BUY	320,000			
17.7.3	BUY	320,000			
16.10.28	BUY	280,000			
16.4.28	BUY	260,000			
15.7.30	BUY	320,000			

KT



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.7.25	BUY	40,000			
15.7.31	BUY	40,000			

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.7.25	BUY	20,000			
17.6.15	BUY	20,000			
17.3.20	BUY	18,000			
16.11.1	BUY	15,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.5%	11.9%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2017년 7월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 7월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2017년 7월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.