



2018년 2월 14일 | Equity Research

통신서비스

유통구조 개편 논의는 결국 통신주 상승시킬 것

분리공시제 도입 가능성 고조, 자금제도 재논의 전망

방통위는 최근 정부 업무보고에서 분리공시제를 2018년 6월에 시행하겠다는 목표를 제시했다. 해외 주요국과의 프리미엄 단말기 출고가를 비교하는 공시 제도 도입도 5월부터 실시할 예정이다. 이를 통해 방통위는 사업자의 출고가 인하를 유도한다는 방침이다. 현재 정황상 분리공시제도는 국회 통과 가능성이 높은 편이다. 민주당뿐만 아니라 야당에서도 발의를 해 놓은 상황이고 여야 모두 분리공시제 도입에 큰 이견을 보이고 있지 않기 때문이다. 지난해 도입 급물살을 탔다가 선택약정요금할인제도 폐지 전제 논란으로 잠정 중단되었던 단말기완전자급제 역시 재논의 중이다. SKT가 단말기완전자급제를 도입해도 현행의 선택약정요금할인 제도를 유지한다면 도입할 이유가 크다는 이유로 국회에서 다시 협상 테이블로 끌어들이는 양상이다. 이에 따라 유통시장 변화 바람이 다시 거세지고 있다.

2014년과는 달리 이번엔 분리공시제 도입 가능성 높은 편

2014년 단통법 도입 당시 분리공시제는 제외되었다. 당초 분리공시제가 포함되지 않는다면 단통법 효과가 제대로 발휘되기 어렵다는 회의론이 거셌지만 결국 단통법의 핵심 중 하나인 분리공시제는 포함되지 않았다. 가장 큰 이유는 삼성전자의 반대가 거셌기 때문이었다. 영업기밀인 제조사 판매장려금을 밝히면 글로벌 경쟁력이 약화된다는 반대 의견이 먹혔다. 하지만 금년엔 상황이 좀 달라졌다. 이번엔 분리공시제가 통과될 가능성이 높다. 물론 리베이트까지도 공시할 것이냐는 데에는 통신사/제조사간 이견이 크지만 어쨌든 분리공시제 도입 자체는 이루어질 공산이 크다. 이해관계자인 통신 3사와 LG전자가 있으며 삼성전자 역시 과거의 스탠스와 달리 이젠 정부 정책에 따르겠다는 의견을 보이고 있고 과거처럼 삼성의 입김이 세지 않기 때문이다.

단말기완전자급제 보완책 찾아 도입 논의 다시 구체화 전망

단말기완전자급제 역시 보완책을 찾아 활성화될 가능성이 높다. 선택약정요금할인 제도를 존속한 채 단말기완전자급제를 도입하는 방법, 대리점에서 구매하지 않고 통신사 홈페이지에서 단말기를 직접 구매하면 요금을 추가로 할인해 주는 방법 등이 대안으로 제시되고 있다. 물론 여전히 유통상들의 반발은 단말기완전자급제 도입의 가장 큰 걸림돌이다. 그러나 분리공시제 도입과 더불어 리베이트가 공시되지 않는다면 단말기완전자급제 논의는 지속될 수 밖에 없을 전망이다. 결국 통신요금 인하의 종결점은 유통구조의 개편이기 때문이다. 유통비용을 줄여 소비자 요금을 낮추자는 시도는 여전히 지속형이다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(2월 13일)
SK텔레콤(017670)	BUY	320,000원	240,500원
KT(030200)	BUY	40,000원	27,500원
LG유플러스(032640)	BUY	20,000원	13,000원

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	십억원	50,213	51,287	53,187	51,827	52,871
영업이익	십억원	3,633	3,722	3,739	3,888	3,936
세전이익	십억원	3,221	3,866	4,908	5,756	5,745
순이익	십억원	2,423	2,880	3,624	4,325	4,314
EPS	원	3,433	4,080	5,135	6,128	6,112
증감률	%	148.59	18.85	25.86	19.34	(0.26)
PER	배	13.74	10.53	9.55	8.00	8.03
PBR	배	0.87	0.87	0.94	0.86	0.80
EV/EBITDA	배	3.85	3.77	4.07	3.89	3.07
ROE	%	7.93	8.93	10.41	11.37	10.50
BPS	원	47,706	50,099	53,759	58,293	62,609
DPS	원	1,345	1,502	1,597	1,796	1,796

주: 통신3사 합계, 2월 13일 종가
자료: 하나금융투자



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

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

분리공시제/단말기완전자급제 도입은 소비자 뿐만 아니라 통신사에도 분명한 호재

만약 분리공시제를 통해 제조사 판매장려금을 포함, 리베이트까지 공개된다면 소비자는 물론 통신사에도 큰 호재가 될 것으로 보인다. 무엇보다 단말기 출고 가격이 하락할 것이고 이에 따라 통신사 보조금 지급 부담이 감소할 전망이다. 분리공시 제도 도입 시 각 제조사별 리베이트가 알려지므로 실제 폰 판매 가격이 소비자들에게 정확하게 노출될 것이고 소비자들은 가격대비 성능이 좋은 단말기를 선호할 가능성이 높아 제조사 가격 경쟁이 심화될 공산이 크다. 결국 리베이트를 통한 폰 판매 촉진 전략보단 출고가 인하를 통한 폰 판매량 증대에 나설 가능성 높아 추세적인 폰 가격 하락이 예상된다.

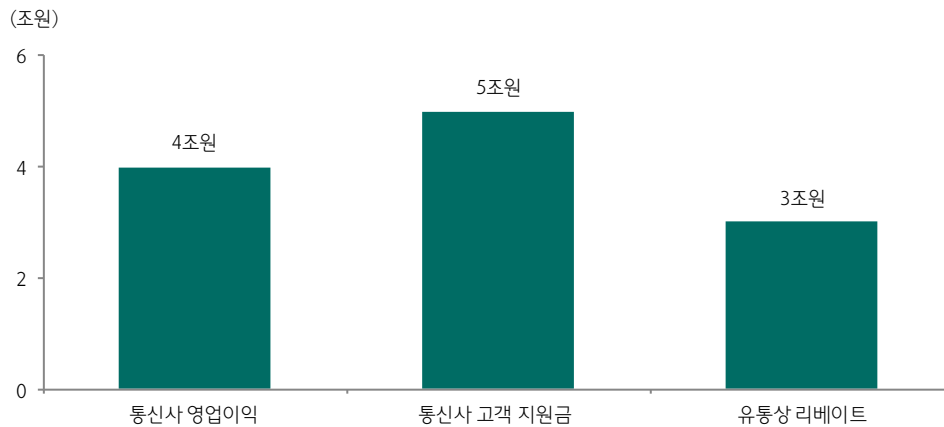
단말기완전자급제 도입의 경우에도 비슷한 효과가 예상된다. 통신사 요금 인하 폭이 커질 가능성이 높지만 보조금/유통 비용 감소로 실제 영업이익은 증가할 공산이 크고 소비자 요금 인하 혜택이 보조금 혜택보다도 더 크게 나타날 가능성이 높아 소비자 통신비 불만 감소와 더불어 규제 완화가 기대된다. 일부에선 단말기완전자급제가 통신사를 위한 제도가 아니라서 통신사에 유리할 것이 없다고 얘기하지만 냉정히 따져볼 때 단말기완전자급제는 분명 통신사에 유리한 제도이다. 단말기완전자급제는 불필요한 유통비용을 줄여 통신비 인하/단말기 가격 인하를 이끌겠다는 것을 정책적 목표로 삼는데 단순한 이론이 아니라 현실적으로도 그렇게 될 가능성이 높다. 요금/가격 경쟁은 지금보다 훨씬 더 치열해지겠지만 리베이트/고객 지원금을 감안하면 아무리 통신시장이 뜨거워진다고 해도 비용감소분이 매출 감소분보다 훨씬 클 것이기 때문이다. 극단적으로 통신사들이 선택약정요금할인률 25%를 유지하고 심지어 통신사 사이트 직접 구매 고객들에게 추가 요금할인 폭 7%p를 적용한다고 해도 통신사 입장에선 이득이다. 대리점 리베이트가 이 금액보다 많기 때문이다. 분리공시제/단말기완전자급제 도입 등 유통시장 구조 개편은 통신주에 메가톤급 호재가 될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 1. 제조사 장려금 분리 공시가 소비자 뿐만 아니라 통신사에 유리할 수 있는 이유

- 1 제조사에 장려금 보다는 폰 가격 하락을 유도할 수 있음
- 2 통신 시장 과열/냉각에 따른 폰 가격 변동폭 축소, 신규 폰 출시 이후 추세적인 폰 가격 하락 예상
- 3 제조사 장려금 점진적 축소 예상, 제조사 장려금 증가 시 통신사 보조금을 동시에 늘려야 하는 부담 감소

자료: 하나금융투자

그림 2. 통신사 영업이익, 통신사 고객 지원금, 유통상 리베이트 비교



주: 2018년 예상 실적 기준

자료: 하나금융투자

유통구조 개편은 이제 돌아가기 어려운 강이 된 상황, 단말기완전자급제 또는 분리 공시제 도입은 결국 통신사 주가 올릴 듯

통신 유통 구조 개편은 통신 3사/제조사/유통/국회/정부와 더불어 전국민이 크게 관심을 갖는 뜨거운 감자로 떠오르고 있다. 적지 않은 파장을 미칠 제도이기 때문이다. 소비자 및 통신사만 생각하면 도입하면 좋겠지만 제조사 경쟁력 저하를 고민하지 않을 수 없고 정부 입장에서 영세 유통업자의 생계를 무시하기도 어려운 형국이다. 하지만 이제 어떠한 형태로든 통신 시장 유통구조 개편은 이루어질 가능성이 높다. 수년간 논란을 거치는 바람에 많은 국민들과 언론들이 국내 통신 유통구조의 문제점을 너무 잘 알게 되었고 현 상황을 지속 방치할 경우 신정부가 언론의 질타를 받을 가능성이 높기 때문이다.

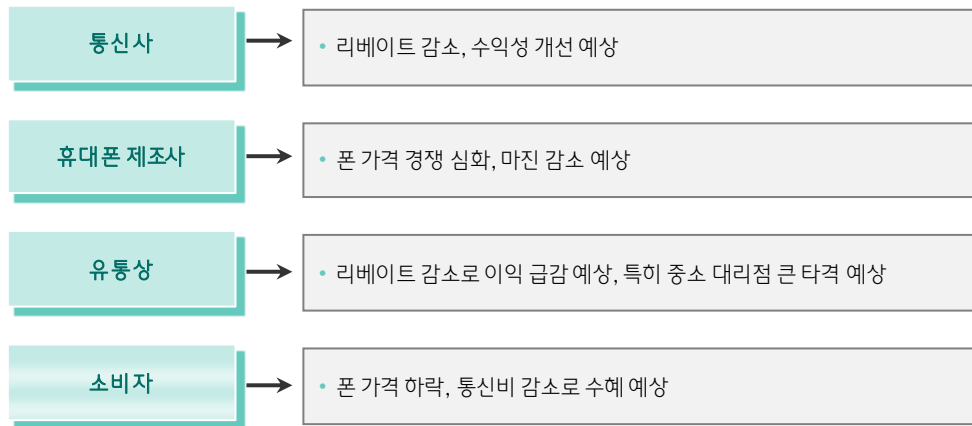
이제 하나금융투자 예상대로 통신 요금 인하 이슈는 통신사를 거쳐 정부와 유통의 몫으로 옮겨가고 있다. 정부가 주파수 가격을 인하한다고 언급했으니 이제 남은 것은 유통 구조 개선 밖에 없다. 즉 단말기 가격 하락과 리베이트 감축 많이 남은 것이다. 이에 따라 통신주는 과거 단통법 도입 당시와 마찬가지로 유통구조 개편에 따른 큰 폭의 주가 상승이 기대된다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 불필요한 유통비용 감소로 통신사 비용 감축 기대감이 높아질 전망이다, 2) 정부의 요금인하 압력 완화가 예상되며, 3) 향후 5G 시대에서 요금 인상 시 통신 요금 인상의 수혜를 통신사가 가장 크게 받게 될 전망이다, 4) Multiple 할증 기대감이 높아질 전망이다. 5G 도입과 더불어 통신시장 유통 구조 개편은 장기 통신주 상승의 견인차가 될 공산이 크다는 판단이다.

그림 3. 유통구조 개편이 통신주 상승을 이끌 것이라고 판단하는 이유

1	통신사 마케팅비용 감소 기대감 높아질 전망
2	정부 요금인하 압력 완화 예상
3	5G 시대 도래 시 요금 인상의 수혜를 통신사가 가장 크게 받게 될 전망
4	Multiple 할증 기대감이 높아질 전망

자료: 하나금융투자

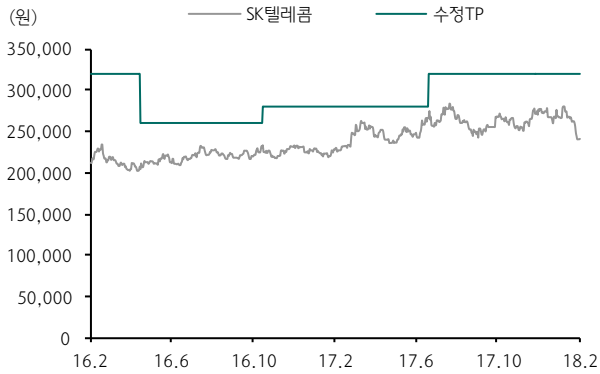
그림 4. 단말기완전자급제 도입 시 각 주체별 영향 점검



자료: 하나금융투자

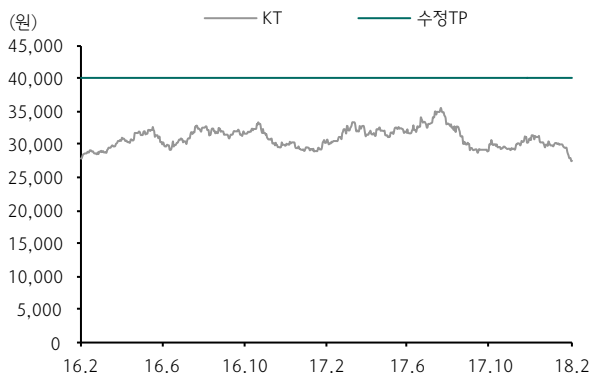
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



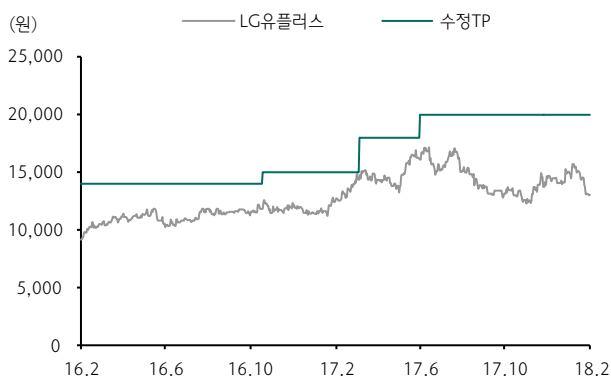
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.7.3	BUY	320,000		
16.10.28	BUY	280,000	-15.47%	-5.00%
16.4.28	BUY	260,000	-15.79%	-10.77%
16.2.22	BUY	320,000	-33.55%	-27.03%
15.4.27	BUY	340,000	-28.98%	-13.68%

KT



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.2.16	1년 경과	40,000		
16.2.15	BUY	40,000	-23.44%	-16.88%

LG유플러스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.6.15	BUY	20,000		
17.3.20	BUY	18,000	-17.97%	-6.67%
16.11.1	BUY	15,000	-18.75%	-1.67%
16.2.22	BUY	14,000	-20.65%	-13.21%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 2월 12일

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 2018년 2월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 2월 14일 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.