



2018년 3월 21일 | Equity Research



# 규제 리스크 및 유통구조 개편 가능성 점검

## 인위적 요금인하 압력 낮아지고 유통구조 개편 기대감 높아질 전망

- | 보편요금제 통과 가능성 제로, 6월 국회 상정도 쉽지 않을 전망
- | 할당 폭 감안 시 5G 주파수 최저 할당 가격 크게 낮아질 전망
- | 높은 출고가 문제 여전, 폰 유통구조개편 논의 곧 재개될 전망



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

RA 성도훈  
02-3771-7541  
dohunsung@hanafn.com

### Issue Focus

### Top picks 및 관심종목

SK텔레콤(017670) | BUY | TP 320,000원 | CP(3월20일) 232,500원  
 KT(030200) | BUY | TP 40,000원 | CP(3월20일) 27,550원  
 LG유플러스(032640) | BUY | TP 20,000원 | CP(3월20일) 12,700원



# CONTENTS

---

<b>이슈 점검 – 규제 리스크 및 유통구조 개편 가능성 점검</b>	<b>2</b>
1) 여전히 규제 리스크 남아 있다고 판단하는 투자자들 존재	3
2) 특히 6월 임시 국회/주파수 경매에 민감한 투자자들 다수인 상황	4
3) 보편 요금제 국회에서 논의 조차 어려울 전망, 통과 가능성은 사실상 제로	5
4) 주파수 최저할당가격 낮아질 듯, 총 경매가 상승해도 사실상 기회 요인	6
5) 이제 유통 구조 개편으로 정부 규제 이슈 이동 예상, 통신주에 긍정적	10
6) 리베이트 공시할 경우 분리공시제도 도입만으로도 큰 호재 될 전망	11
7) 단말기완전자금지 도입 시엔 단통법 도입 당시 이상의 주가 상승 기대	12

2018년 3월 21일 | Equity Research

# 규제 리스크 및 유통구조 개편 가능성 점검

## 인위적 요금인하 압력 낮아지고 유통구조 개편 기대감 높아질 전망

### 보편요금제 통과 가능성 제로, 6월 국회 상정도 쉽지 않을 전망

투자자들의 통신 규제에 대한 우려가 여전히 크다. 지난해 트라우마 때문이다. 하지만 보편 요금제 국회 통과 가능성은 사실상 제로에 가깝다. 여야 국회의원 모두 보편요금제 도입에 부정적인 입장이기 때문이다. 보편 요금제의 경우 위법성 논란이 많아 야당뿐만 아니라 여당에서도 반대의 목소리가 많았던 사안이며 정부가 추진한 통신비 사회적 논의 기구에서 합의안이 도출되지 못함에 따라 가능성이 더 희박해졌다. 여기에 최근 통신사 스스로 저가 요금제를 출시하고 무료 데이터 제공량을 늘리며 위약금 제도를 변경한 점도 보편 요금제 추진 가능성을 낮게 하고 있다. 현재로서는 보편 요금제 국회 상정 가능성조차 높지 않은 것으로 판단된다.

### 할당 폭 감안 시 5G 주파수 최저 할당 가격 크게 낮아질 전망

6월로 예정된 주파수 경매 역시 악재로 보긴 어렵다. 주파수 할당 폭 증가로 과거대비 총 주파수 할당 가격 상승은 불가피할 전망이다. 5G 주파수 경매에서 단위당 주파수 할당 가격은 큰 폭 하락이 예상되기 때문이다. 전파 특성 계수가 좋지 못하고 사업자간 경쟁 이슈가 없으며 통신 요금 인하 이슈 거센 관계로 정부가 높은 주파수 가격을 산정하기 어려운 상황이라는 점을 감안 시 그러하다. 주파수 경매 시 비용 증가 우려보다는 5G 매출 증가에 따른 이익 증가 기대감이 더 커질 수 있어 통신주에 긍정적 영향이 예상된다.

### 높은 출고가 문제 여전, 폰 유통구조개편 논의 곧 재개될 전망

반면 갤럭시 S9에서도 높은 국내 단말기 출고가가 이슈가 됨에 따라 폰 유통구조 개선안이 5월 이후 다시 본격화될 것이라 점을 염두에 둘 필요가 있다. 신정부의 초법적인 요금인하 추진에도 불구하고 요금 인하 성과가 미진한 상황이라서 결국 주파수 가격 인하/통신 유통 시장 개편을 통한 통신비 인하 시도가 본격 진행될 것으로 예상되기 때문이다. 분리공시 도입 논의가 조만간 시작될 전망이다. 단말기완전자금제 논의도 서서히 보완책을 마련하면서 재진행이 예상된다. 리베이트를 공시할 경우 분리공시제 도입만으로도 통신 시장에 큰 영향이 예상되며 단말기완전자금제 도입 시엔 단통법 도입 이상의 큰 파장을 미칠 전망이다. 전반적으로 통신 유통 시장 개편은 과도한 유통상/제조사 마진을 소비자에게 돌려주고 통신사 수익성 개선을 이끌 것으로 보여 긍정적이다.

### Issue Focus

## Overweight

### Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(3월20일)
SK텔레콤(017670)	BUY	320,000원	232,500원
KT(030200)	BUY	40,000원	27,550원
LG유플러스(032640)	BUY	20,000원	12,700원



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

RA 성도훈  
02-3771-7541  
dohunsung@hanafn.com

지난해 트라우마가 큰 관계로  
인위적 요금인하 압력 행사  
가능성 등 투자자들의  
통신 규제 우려 여전히 큰 상황

### 1) 여전히 규제 리스크 남아 있다고 판단하는 투자자들 존재

투자자들 사이에선 여전히 규제 리스크를 우려하는 목소리가 적지 않다. 특별한 성과를 내지는 못했지만 2017년 신정부 출범 이후 다소 지나치다 싶을 정도의 초법적인 통신요금인하를 실제 추진하였고 이 과정에서 과거 유례없는 규제 이슈가 불거져 투자자들이 극심한 스트레스를 받았기 때문이다. 저소득층 요금 추가 감면 및 노년층 기초연금 수급자 신규 요금 감면, 선택약정요금할인 폭 확대(20 → 25%), 알뜰폰 활성화, 보편 요금제 도입, 지원금 상한제 폐지, 기본료 폐지 등이 대표적이다.

신정부가 출범한 지 11개월이 지난 지금 현실적으로 정부 규제로 인해 추가적으로 통신사들이 피해를 볼 가능성은 희박하다. 하지만 여전히 투자자들의 불안감은 적지 않다. 그 이유는 1) 과기부가 보편요금제를 6월 임시국회에 상정할 예정이고, 2) 6월 5G 주파수 경매 시 최저할당가격 및 주파수 대역 폭, 최종 낙찰가격에 대한 불확실성이 존재하며, 3) 소기의 목적을 달성하지 못한 신정부가 어떠한 형태로든 통신요금인하를 지속 추진할 것이라는 막연한 불안감이 가시지 않은 상태이기 때문이다.

표 1. 국정위 통신비 인하 대책 주요 내용 및 추진 일정

대책	예상 효과	추진 일정
기초연금수급자/저소득층에 월 1만1천원 감면혜택 제공	<ul style="list-style-type: none"> <li>신청률 고려 시 기초연금수급자 193만명, 저소득층 136만명에 최대 5천173억원 혜택 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 7월 전기통신사업법 시행령·고시 개정안 입법예고, 올해 11월 시행령·고시 개정 및 시행</li> </ul>
요금할인율을 20% → 25%로 상향	<ul style="list-style-type: none"> <li>평균 요금수준(4만원) 기준 월 1만원 할인, 기존 20% 할인 가입자는 2천원 추가 할인</li> <li>1천900만명에 최대 1조원 혜택 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>별도 조치 필요 없고 시행 준비에 약 2개월 소요</li> </ul>
공공 WiFi 확대 구축 (버스 5만대, 학교 15만곳)	<ul style="list-style-type: none"> <li>1천268만명(직장인 637만명, 학생·교직원 631만명)에 4천800억~8천500억원 혜택 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>내년부터 단계적으로 구축</li> </ul>
보편 요금제 도입 (기존 3만원대 요금 제공수준에 음성·데이터를 2만원에 제공)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 3만원대 요금 가입자 월 1만1천원 절감 효과, 3만원대 이상 요금제도에 연쇄적 제공량 확대 예상</li> <li>2천570만명에 최대 2조 2천억원 혜택 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 하반기 전기통신사업법 개정안 제출</li> </ul>

자료: 국정위, 하나금융투자

### 그림 1. 통신 요금 인하를 투자자들이 여전히 우려하는 이유

- 1 과기부가 보편요금제를 6월 임시국회에 상정할 예정
- 2 6월 5G 주파수 경매 시 최저할당가격 및 주파수 대역 폭, 최종 낙찰가격에 대한 불확실성 존재
- 3 소기의 목적을 달성하지 못한 신정부가 어떠한 형태로든 요금인하를 지속할 것이라는 막연한 불안감

자료: 하나금융투자

## 2) 특히 6월 임시 국회/주파수 경매에 민감한 투자자들 다수인 상황

특히 6월 보편 요금제 임시 국회 상정/높은 주파수 경매 가격 형성에 대한 외국인 투자자들의 우려 큰 상황

외국인 투자자들의 경우 특히 6월 국내 규제 이슈를 우려하는 이들이 적지 않다. 외국인 투자자들은 특성상 한국 언론에 대한 정보 의존도가 높을 수 밖에 없는데 일부 언론에서 아직도 통신요금인하 이슈를 비중 있게 다루고 있기 때문이다. 이러한 이유로 아직도 많은 외국인 투자자들은 금년도 6월까지의 최소한 지켜보고 매수에 나서는 것이 투자 전략상 적절하다고 판단하는 것 같다. 6월 보편요금제 국회 상정 이후 국회 분위기를 봐야 하며 주파수 경매 결과가 어떻게 나오는지 점검한 후 매수해야 리스크를 회피할 수 있다는 판단에서 비롯된 것이다.

외국인들은 2017년 신정부 출범에도 불구하고 통신주를 지속적으로 매수하였다. 세계 각국의 통신 규제정책 흐름으로 볼 때 이제 인위적인 통신요금인하는 쉽지 않으며 실제 국내 통신 3사가 신정부 통신요금인하 추진에 강경하게 대응한 것이 주된 영향을 미쳤다고 볼 수 있다. 하지만 그룹 사정상 국내 통신 3사가 신정부의 선택약정요금할인 폭 상향 조정 명령을 수용할 수 밖에 없었고 추가 통신요금인하 추진 보도가 지속되면서 외국인 투자자들의 투자 심리가 급냉, 최근까지 매도 기조를 유지하고 있다. 한국의 통신 규제가 글로벌 동향과 동떨어져 여타 국가들과 다르게 움직일 수 있다고 판단하는 것이다.

그림 2. LGU+ 외국인 지분률 추이



자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 3. SKT 외국인 지분률 추이



자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 4. 세계 각국의 통신 규제 정책 원칙 및 개선 방향

- 1 시장 경쟁 활성화를 통한 소비자 혜택 증진
- 2 인프라 투자를 독려할 수 있는 시장 환경 조성
- 3 과도한 경쟁 방지를 통한 서비스 품질 저하를 방지
- 4 사업자간 자율적 합의 독려 및 실패시 정부 개입
- 5 합리적 예측 가능성을 기반으로 한 규제 정책

자료: 하나금융투자

여야 국회의원 모두 보편요금제 도입에 부정적인 입장, 통과 가능성 사실상 없다고 봐야 하며 국회 상정 조차 만만치 않을 전망

### 3) 보편 요금제 국회에서 논의 조차 어려울 전망, 통과 가능성은 사실상 제로

하지만 외국인 투자자들이 생각하는 것과는 달리 사실상 보편 요금제가 6월 임시국회에 상정된다고 해도 통과 가능성은 희박하다. 아마도 논의 조차 되기 어려울 것으로 보인다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 정부가 추진한 통신비 사회적 논의 기구에서 합의안이 도출되지 못했다. 합의안이 도출되었다면 그나마 가능성이 있었겠지만 그렇지 못했으므로 국회 통과 가능성은 더 낮아졌다. 당초 정부는 공론화 과정을 통한 국회 의견 수렴을 기대했지만 결과는 전혀 다르게 흘러갔다. 여소야대 정국에서 야당이 찬성하지도 각 주체들이 합의도 하지 않은 안을 통과시켜 줄 가능성은 사실상 희박해 보인다.
- 2) 보편 요금제의 경우 위법성 논란이 많아 야당뿐만 아니라 여당에서도 반대의 목소리가 많았던 사안이었다. 이러한 이유로 야당에서는 사회적 논의 기구에 추천인을 아예 투입하지 않았다. 사실상 야당이 사회적 논의 기구의 의견을 수렴 하지 않겠다는 뜻을 표명한 것이나 다름이 없다. 설사 합의안을 가져온다고 해도 국회 통과 가능성은 높지 않았다. 사회적 논의 기구에서 제안한다고 해서 야당이 반대하는 안을 과방위 소속 야당 국회의원들이 찬성해줄 가능성이 높지 않은 상황이었기 때문이다. 그런데 합의안도 도출되지 못하였으니 결과는 안 봐도 뻔한 상황이다.
- 3) 보편 요금제를 통과시켜줘 봐야 야당 입장에선 얻을 것이 없다. 위법적 소지가 있는 데다가 국민들의 관심이 높은 사안도 아니고 설사 통과시켜줘도 그 공은 여당의 차지가 될 것이기 때문이다. 명분도 실익도 없고 향후 노이즈 발생 소비가 크며 합의도 안 된 사안에 야당이 공을 들일 가능성은 희박하다.

따라서 투자 전략상 6월 전 통신주 매수에 적극적으로 나설 필요가 있다. 규제 상황만 보면 그렇다. 통신비 사회적 논의와 보편요금제 국회 제출은 정부의 인위적 통신요금인하가 쉽지 않다는 인식만 강하게 심어줄 것으로 보여 장기적으로 센터먼트 개선이 기대된다. 신정부가 초법적인 통신비 인하를 강행했지만 그 결과는 통신사 스스로 수용해준 선택약정요금할인 폭 상향을 제외하면 딱히 얻은 게 없기 때문이다. 신정부의 통신요금인하 이슈가 사실상 종료되었다는 투자자들의 인식이 확산될 전망이며 이젠 규제 리스크 해소에 따른 통신주 반등이 예상된다.

그림 5. 보편 요금제 도입이 사실상 무산되었다고 판단하는 이유

1	통신비 사회적 논의 기구에서 당사자간 합의에 실패함
2	야당뿐만 아니라 일부 여당 내에서도 반대하는 사안임
3	야당에서 통과시켜줘 봐야 노이즈만 많고 실익 없음
4	과방위 소속 위원 중 과반 찬성 가능성 사실상 "0"

자료: 하나금융투자

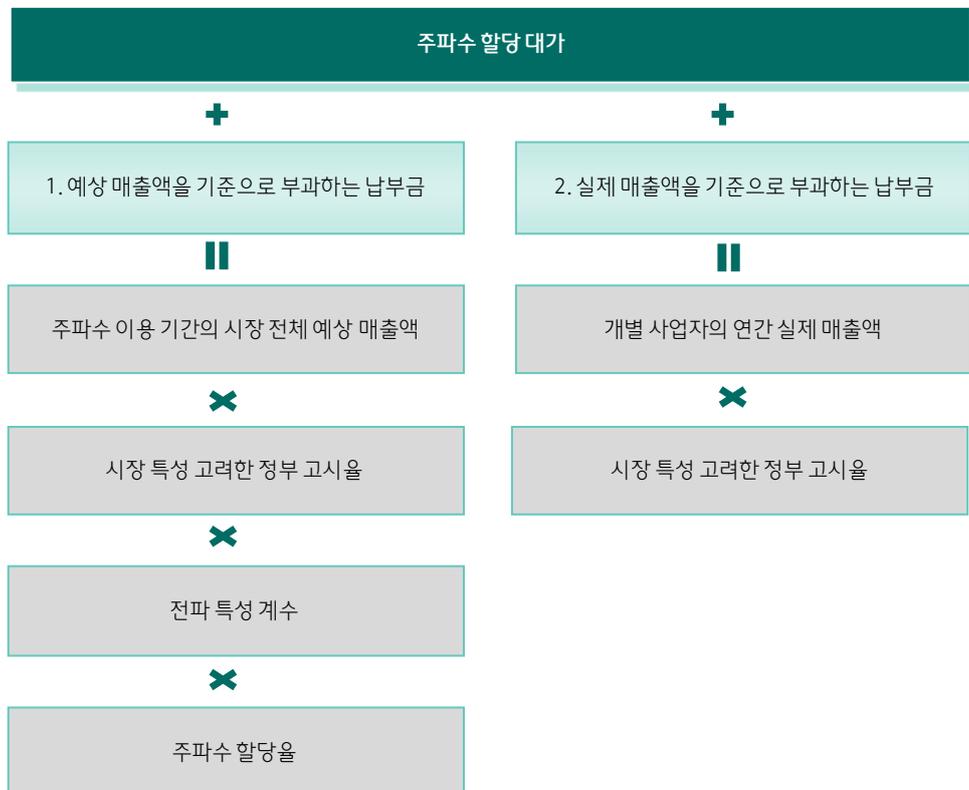
#### 4) 주파수 최저할당가격 낮아질 듯, 총 경매가 상승해도 사실상 기회 요인

6월 5G 주파수 경매에서 단위당 주파수 할당 가격은 큰 폭 하락 예상, 투자자들의 우려 줄어들 전망

주파수 가격도 예상보다 높게 형성될 가능성은 낮다. 물론 주파수 할당량 증가에 따른 총 주파수 가격 상승은 불가피할 것으로 보인다. 하지만 단위당 주파수 가격은 큰 폭 하락이 예상된다. 이러한 판단을 하는 이유는 다음과 같다.

첫째 고주파일수록 최저할당가격이 저렴할 수 밖에 없다. 전파 특성 계수가 좋지 않기 때문이다. 즉 28GHz 주파수 대역이 전파 도달거리가 짧아 LTE에 비해 설비 투자가 많이 든다는 점을 고려해 최저 주파수 할당 가격을 산정할 수 밖에 없다는 얘기다.

그림 6. 주파수 할당 대가 산정 방식



자료: 하나금융투자

표 2. 국내 5G 주파수 할당 계획

구분	주파수 대역	주파수 폭	경매 시기
저주파 대역	3.5GHz	300MHz	2018년 6월
고주파 대역	27GHz	1GHz	논의 중
	28GHz	1GHz	2018년 6월
	29GHz	1GHz	논의 중

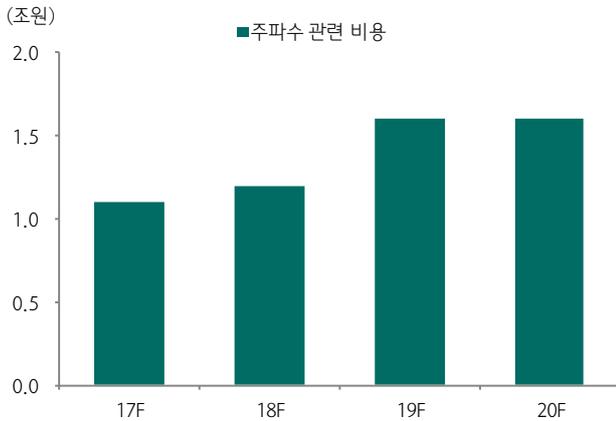
자료: 과기부, 언론매체, 하나금융투자

통신 요금 인하 이슈 거센  
상황이어서 정부 높은 주파수  
가격 산정 현실적으로 어려운 상황

둘째 주파수 가격이 통신 요금에 전가될 수 있다는 우려가 큰 관계로 과거대비 5G 예상 매출액이 보수적으로 산정될 전망이다. 특히 국회/소비자 단체에서 높은 주파수 가격의 문제점을 자주 지적하고 있고 신정부 역시 주파수 가격 인하 방침을 언급한 바 있어 단위당 주파수 가격은 LTE대비 크게 하락할 공산이 크다.

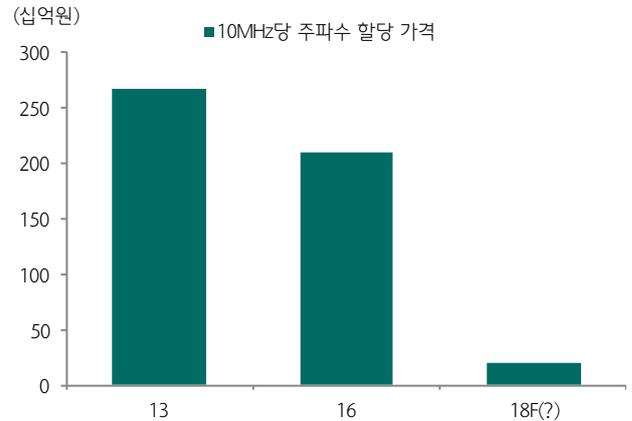
셋째 과기부가 무기명 블록별 입찰 방식을 도입할 예정이어서 총 주파수 할당 가격 역시 예상보다는 낮게 형성될 가능성이 크다. 통신사들이 각 대역 별로 필요한 만큼만 경매에 참여할 가능성이 높기 때문이다. 앞서 언급한대로 주파수 최저할당가격은 전파 특성 계수 기준으로 산정하며 전파 특성상 28GHz는 아주 낮게 할당 가격이 형성될 가능성이 높은데 이럴 경우 통신사들은 여러 가지 방법론이 존재한다. 3.5GHz 가격이 높게 나온다면 28GHz를 많이 확보하는 방안을 고민할 수 있는 것이다. 현재에도 서울은 28GHz 대역을 사용하는데 큰 문제가 없다. 도심 및 강남권은 이미 100미터당 기지국이 한 개씩 있는 수준으로 기지국이 촘촘하게 박혀있기 때문이다. 여기에 정부가 주파수를 어떻게 쪼개서 경매에 부칠진 모르지만 각 사업자 별로 필요한 만큼만 주파수 경매에 참여할 공산이 크다. 불필요한 주파수를 미리 과다 확보해야 하는 부작용도 방지할 수 있어 통신사에 긍정적이라는 판단이다.

그림 7. 통신 3사 주파수 관련 비용 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 10MHz당 주파수 할당 가격 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 9. 주파수 할당 가격이 당초 우려보다는 낮게 형성될 것으로 판단하는 이유

- 1 고주파수의 전파 특성 계수 좋지 않음, 주파수 가격은 전파특성이 비례
- 2 국회/소비자단체 주파수 가격 인하 목소리 높음, 5G 예상 매출액 보수적 산정 전망
- 3 주파수 경매 방식 무기명 블록 입찰 방식이 유력한 상황

자료: 하나금융투자

주파수 할당 폭 증가로 과거대비  
총 주파수 할당 가격 증가  
불가피하지만 5G 매출 증가 폭  
감안 시 우려보다는  
기대감 더 클 전망

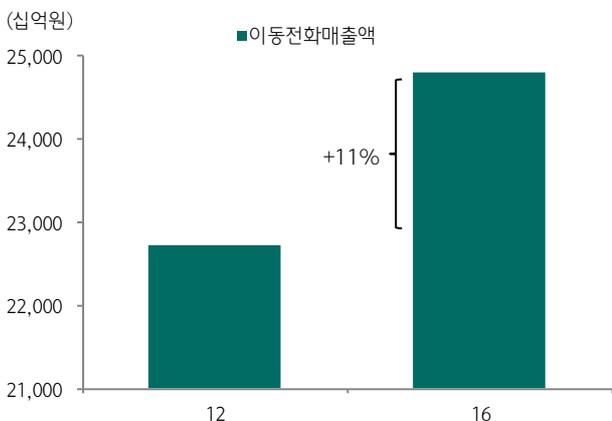
사실상 5G 주파수 경매는 비용 증가에 대한 우려보다는 매출액 증가 기대감을 오히려 더 크게 가져올 수 있어 긍정적이라는 생각이다. 과거 LTE 경험과 5G 컬러 서비스, 주파수 할당 폭을 감안 시 이러한 판단을 하게 한다.

5G시대 통신사 매출액 성장률은 최소 20% 이상이 무난해 보인다. 요금인하를 감안해도 그렇다. 2016년 국내 이동전화매출액이 LTE가 처음 도입된 2012년 대비 11% 증가하였다. 20% 선택약정요금할인 제도 도입으로 인한 이동전화 ARPU 하락률이 6%에 달한다는 점을 감안하면 실제 2013~2016년 LTE 도입으로 인한 이동전화매출액 성장률은 대략 17%이다. 여기에 2017~2018년 선택약정요금할인 폭 25% 상향 조정에 따른 ARPU 하락을 감안하면 2017~2018년 평균 이동전화매출액 성장률은 연간 1~2% 수준이다. 결국 2013~2018년 6년간 LTE 보급률 상승에 따른 통신사 매출액 성장률은 대략 20%에 달한다고 볼 수 있다.

그런데 5G의 경우 LTE 보급 당시보다는 매출액 성장률이 더 크게 나타날 공산이 크다. 차세대미디어 도입으로 트래픽이 폭증할 전망이며 운송용 IoT의 확산으로 디바이스 역시 폭발적 증가가 예상되기 때문이다. 즉 5G 도입 초기엔 P(ARPU)의 상승이 기대되지만 보급률 증가 이후엔 Q(디바이스)의 증가가 예상된다고 볼 수 있다. 따라서 LTE 보급 당시 나타났던 이동전화매출액 성장보다는 훨씬 더 큰 매출액 증가가 예상되며 2019년부터 2024년까지 장기 매출액 성장이 기대된다.

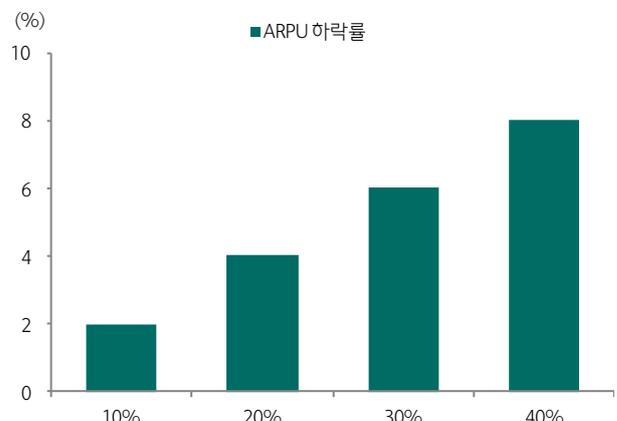
상식적으로 현 시점에서 6월 5G 주파수 경매에서 왜 현재 2G/3G/4G 사용량을 다 합친 것보다도 10배나 많은 주파수를 정부가 5G 용도로 내놓는 것인지에 대해 심각하게 생각할 필요가 있다. 5G는 엄청난 트래픽을 유발하고 모든 사물을 무선으로 구동할 목적으로 기획된 네트워크임에 틀림이 없으며 이를 입증하는 것이 바로 5G 주파수 경매이다. 5G 시대에 엄청난 매출 성장이 이루어질 것이 분명하므로 비용증가에 대한 우려보다는 매출성장에 대한 기대감이 훨씬 더 클 것이란 판단이며 6월 주파수 경매는 사실상 기회 요인이 될 것이란 생각이다.

그림 10. 통신3사 이동전화매출액 변화 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 11. 요금할인제 채택 가입자 비중 변화 시 통신사 ARPU 하락률



주: 약정 기간 내 ARPU 하락률로 계산(24개월)  
자료: 하나금융투자

그림 12. 5G가 P의 성장과 더불어 Q의 성장을 가져올 것이라고 판단하는 이유

- 1 휴대폰 이후의 차세대 먹거리(자동차/웨어러블) 등장
- 2 자동차 엔포테인먼트용 트래픽 폭증
- 3 New Multi Access(오버랩 최소화, 다중접속방식)
- 4 네트워크 고도화에 따른 시간당 트래픽 증가
- 5 빅데이터 활용도 증가 및 각종 부가서비스의 확산
- 6 트래픽 증가 시 소비자 요금 부담 증가 불가피한 상황

자료: 하나금융투자

요금인하 성과 미진, 결국 통신  
유통 시장 개편 통한  
통신비 인하 시도 지속될 전망,  
통신사엔 긍정적 영향 예상

### 5) 이제 유통 구조 개편으로 정부 규제 이슈 이동 예상, 통신주에 긍정적

오히려 이전 규제 측면에서 호재 도출 가능성에 주목할 필요가 있어 보인다. 통신시장 유통 구조 개편 가능성이 높아지고 있기 때문이다.

당초 예상대로 신정부의 다소 초법적인 통신요금인하 정책에도 불구하고 만족할만한 통신요금인하 성과는 없었다. 이런 이유로 통신요금인하 압력은 통신사를 거쳐 정부와 유통의 몫으로 옮겨가고 있다. 과기부가 주파수 가격 인하를 위한 장치 마련에 나서는 상황이며 유통 구조 개편 논의가 본격화되고 있다. 그런데 주파수 가격인하는 사실상 표면화되었으니 이제 통신요금인하를 위해 남은 과제는 유통 구조 개선 밖에 없다. 즉 단말기 가격 하락과 리베이트 감축 만이 남은 것이다.

이미 통신 유통 구조 개편은 통신 3사/제조사/유통/국회/정부와 더불어 전국민이 크게 관심을 갖는 뜨거운 감자로 떠오르고 있다. 물론 현실적으로 쉽지는 않은 상황이다. 소비자 및 통신사만 생각하면 도입하면 좋겠지만 제조사 경쟁력 저하를 고민하지 않을 수 없고 정부 입장에서 영세 유통업자의 생계를 무시하기도 어려운 형국이기 때문이다. 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. 따라서 어떠한 형태로든 현재 통신시장 유통 구조는 변화할 공산이 크다. 가장 유력한 방안은 분리공시제도 도입 또는 단말기완전자급제의 시행이다.

전반적으로 통신시장 유통 구조 개편은 통신주에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. M/S와 매출액 측면에서는 다소 애매한 부분이 존재하지만 분명히 수익성 측면에서는 확실히 통신사에 유리하다. 무엇보다 불필요한 유통비용 감소로 통신사 비용 감축 기대감이 높아질 수 있다는 점은 긍정적이다. 여기에 부수적으로 정부의 요금인하 압력 완화를 기대할 수 있고 Multiple 할증 기대감이 높아질 것으로 보인다. 통신시장 유통 구조 개편은 장기 통신주 상승의 견인차가 될 공산이 크다는 판단이다.

그림 13. 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

### 6) 리베이트 공시할 경우 분리공시제도 도입만으로도 큰 호재 될 전망

분리공시 도입 논의 조만간 시작될  
전망, 리베이트 공시할 경우 파장  
클 것으로 예상

방통위는 최근 정부 업무보고에서 분리공시제를 2018년 6월에 시행하겠다는 목표를 제시했다. 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.

2014년 단통법 도입 당시 분리공시제는 제외되었다. 분리공시제가 포함되지 않는다면 단통법 효과가 제대로 발휘되기 어렵다는 회의론이 거셌지만 결국 단통법의 핵심 중 하나인 분리공시제는 포함되지 않았다. 삼성전자의 반대가 거셌기 때문이었다. 영업기밀인 제조사 판매장려금을 밝히기 곤란하다는 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 LG전자는 분리공시제 도입에 찬성하고 있고 삼성전자 역시 과거의 스탠스와 달리 이전 정부 정책에 따르겠다는 의견을 보이고 있고 과거처럼 삼성의 입김이 세지 않기 때문이다.

민약 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. 분리공시제도 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.

그림 14. 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

### 7) 단말기완전자결제 도입 시엔 단통법 도입 당시 이상의 주가 상승 기대

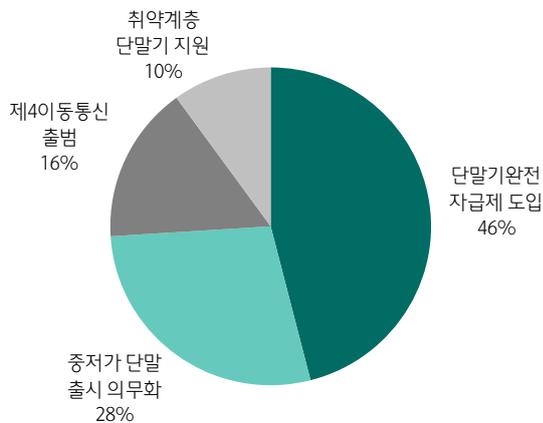
단말기완전자결제 도입 시 단통법 도입 이상의 파장 미칠 전망, 하반기 빅 이슈로 재부각될 전망

단말기완전자결제 도입 시엔 분리공시 도입보다 더 큰 파장이 예상되며 단통법 도입 당시 통신투자주 상승 이상의 주가 상승이 기대된다. 통신사 요금 인하 폭이 커질 가능성이 높지만 보조금/유통 비용 감소로 실제 영업이익은 증가할 공산이 크고 소비자 요금인하 혜택이 보조금 혜택보다도 더 크게 나타날 가능성이 높아 소비자 통신비 부담 감소와 더불어 규제 완화가 기대되기 때문이다.

일부에선 단말기완전자결제가 통신사를 위한 제도가 아니라서 통신사에 유리할 것이 없다고 얘기하지만 냉정히 따져볼 때 단말기완전자결제는 분명 통신사에 유리한 제도이다. 단말기완전자결제는 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 커 통신사 입장에서는 이득이다. 극단적으로 통신사들이 선택약정요금할인률 25%를 유지하고 심지어 통신사 사이트 직접 구매 고객들에게 추가 요금할인 폭 7%p를 적용한다고 해도 통신사 입장에서선 얻는 것이 훨씬 많다. 대리점 리베이트가 이 금액보다 크기 때문이다.

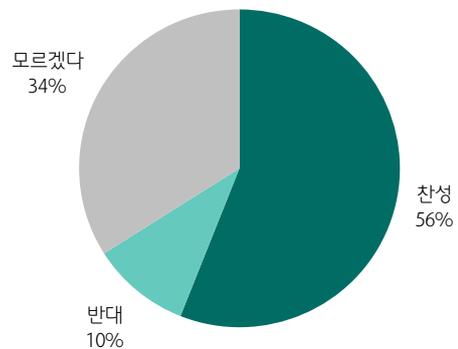
그런데 지난해 도입 급물살을 탔다가 선택약정요금할인제도 폐지 전제 논란으로 잠정 중단되었던 단말기완전자결제가 최근 재논의 중이다. 단말기완전자결제를 도입해도 현행의 선택약정요금할인 제도가 유지된다면 도입할 이유가 크다는 주장이 설득력을 얻고 있기 때문이다. 특히 SKT가 최근 이러한 의견을 피력한 것으로 알려져 단말기완전자결제 도입 논란이 금년도에도 지속될 가능성이 높다. 단말기완전자결제 도입을 하자는 소비자들의 목소리가 여전히 높은 가운데 최근 출시된 갤럭시 신형 모델 역시 해외 대비 국내 출고가가 높다는 의견이 많아 단말기완전자결제 도입 목소리는 쉽사리 소멸될 가능성이 낮아 보인다.

그림 15. 단말기 구입비 부담 완화를 위해 필요한 정책 설문 조사 결과



자료: 국감, 녹색소비자연대, 망고R&C

그림 16. 단말기완전자결제 도입 찬성/반대 설문 조사 결과



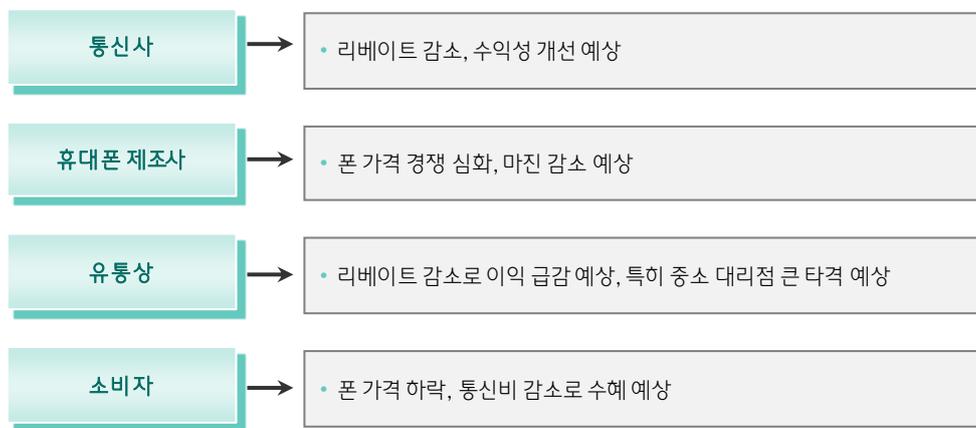
자료: 국감, 녹색소비자연대, 망고R&C

신형 갤럭시 폰의 높은 출고가는 결국 유통구조 개편 논의 불러일으킬 전망이다, 통신사 수익성 측면에서 긍정적 변화 예상

결국 수면아래로 잠시 들어갔던 단말기완전자급제는 보완책을 찾아 재논의될 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.

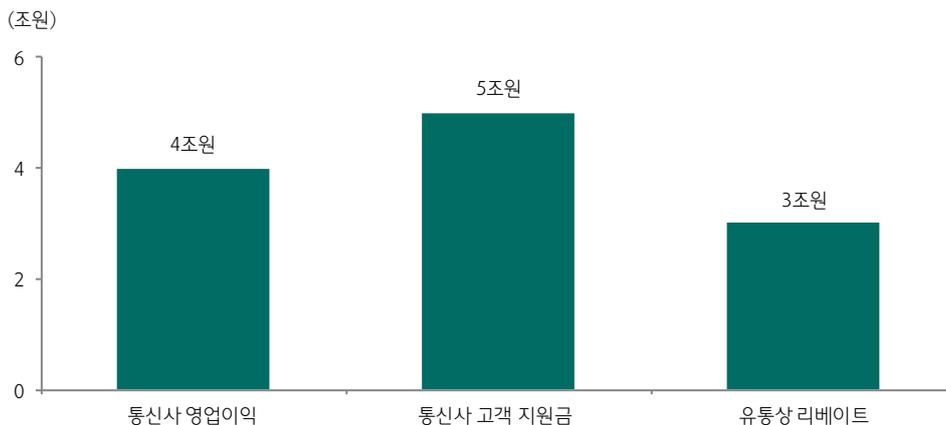
물론 여전히 유통상들의 반발은 단말기완전자급제 도입의 가장 큰 걸림돌이다. 그러나 분리공시제 도입과 더불어 리베이트가 공시되지 않는다면 단말기완전자급제 논의는 지속될 수밖에 없을 전망이다. 결국 통신요금인하의 종결점은 유통구조의 개편이기 때문이다. 유통비용을 줄여 소비자 요금을 낮추자는 시도는 여전히 지속형이다.

그림 17. 단말기완전자급제 도입 시 각 주체별 영향 점검



자료: 하나금융투자

그림 18. 통신사 영업이익, 통신사 고객 지원금, 유통상 리베이트 비교



주: 2017년 예상 실적 기준  
자료: 하나금융투자

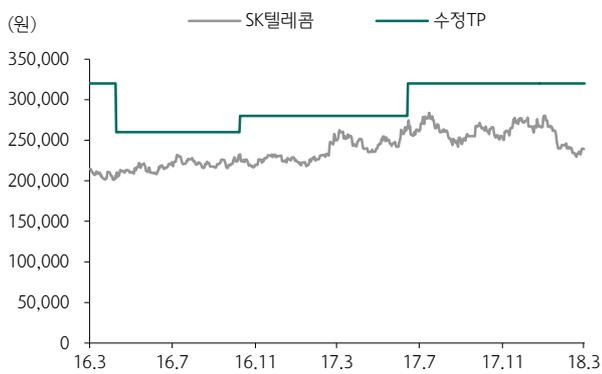
그림 19. 단말기완전자금지 도입이 통신요금인하 압력 완화를 불러 일으킬 수 있는 이유

- 1 폰 가격 경쟁 심화에 따른 폰 가격 하락을 유도할 가능성이 높음
- 2 보조금이 없어지는 대신 요금할인, 단말기 구매 가능 포인트, 캐쉬백 등 대폭 강화 예상
- 3 단말기할부금이 분리 과금 됨에 따른 시각적 통신비 인하 효과 기대

자료: 하나금융투자

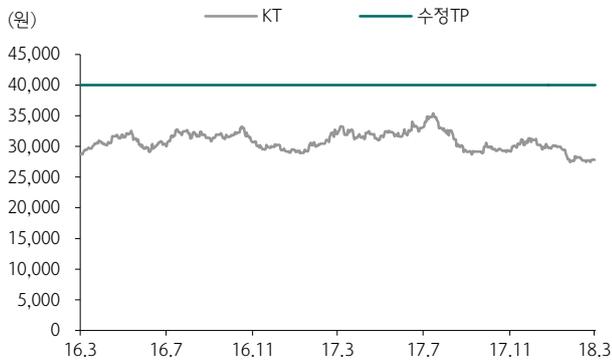
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자이견	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%
16.3.31	BUY	320,000	-35.68%	-34.06%
15.4.27	BUY	340,000	-29.78%	-13.68%

KT



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.3.25	1년 경과			
16.3.24	BUY	40,000	-22.75%	-16.88%

LG유플러스



날짜	투자이견	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%
16.3.22	BUY	14,000	-19.95%	-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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	11.0%	0.7%	100.0%

\* 기준일: 2018년 3월 19일

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 3월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 3월 21일 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.