

LG U+

LG유플러스는 하얀국물 라면이다.



Contents

Summary / 5

들어가며 / 7

Part 1. 경쟁 상황의 변화 / 13

Part 2. Commodity化. 그리고 경쟁력 / 34

Part 3. 질적 순위 바뀔 것이다. / 49

Part 4. ARPU 상승은 M/S의 상승으로 연결된다 / 53

Part 5. 목표주가 상향 조정 / 61

Appedix : 한국에서 LTE 서비스가 잘되는 이유 / 69



책임 아티스트 **최남곤** 애널리스트입니다.

(02)3770-3549

namkon.choi@tongyang.co.kr



LG유플러스 (032640)

LG유플러스는 하안국물 라면이다

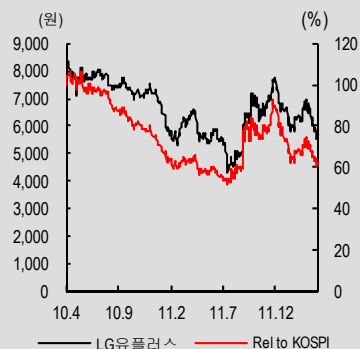
투자의견: BUY (M)
목표주가: 10,000원 (U)

무선통신

주가(4월27일)	5,670원
자본금	25,740억원
시가총액	29,189억원
주당순자산	6,612원
부채비율	186.50%
총발행주식수	514,793,835주
60일 평균 거래대금	208억원
60일 평균 거래량	3,302,454주
52주 고	7,750원
52주 저	4,335원
외인지분율	17.80%
주요주주 (주)LG 유플러스외 3인	46.6%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(14.9)	(14.1)	(13.3)
상대	(12.1)	(14.5)	(3.1)
절대(달러환산)	(15.3)	(15.3)	(18.7)



자료: Datastream



Why This Report

어느 업종이든 주가 재평가는 반복되어 왔습니다. 통신서비스 업종에서도 충분히 주가 재평가 과정이 전개될 수 있다고 생각하는데, 이는 M/S의 변화를 전제합니다. 우리는 2012년 LG유플러스의 성장 스토리에 주목하고자 합니다. 2011년 하안국물 라면 열풍 기억하시나요? 기업의 경쟁력이 바뀌고, 소비자의 인식이 바뀌면 주가가 재평가되는 과정이 재현될 것이라 판단합니다.

Investment Point

경쟁 상황이 바뀌고 있다

▶ 2011년은 한국 이동통신업종의 중요한 변곡점이었다. 양적 성장이 마무리되면서, 질적 성장의 뒷받침 없이는 더 이상 성장할 수 없는 국면에 들어섰다. 고정비 통제, 마케팅비용의 절감은 선택이 아닌 필수가 될 것이다. 그리고 이러한 환경의 변화는 2005년 유선시장에서 KT가 겪었던 상황의 데자뷰이다. 가장 큰 수혜는 LG유플러스가 향유하게 될 것이다.

Commodity化的 재현, 그리고 경쟁력

▶ 경쟁력 격차가 축소된 가운데, 서비스 요금과 보조금 규모까지 동조화된다면 이는 후발 사업자에게 유리한 사업 환경 전개이다. 소비자의 인식이 바뀔 것이고, M/S의 수렴 과정은 자연스럽게 나타날 것이다.

PER 10배는 타당하다

▶ 경쟁력 개선, 경쟁 환경의 변화, 소비자 인식 개선 등을 기반으로 당사는 향후 5년간 CAGR 19.8%의 순이익 증가율을 기록할 전망이다. 2013년 실적 기준 PER 10배는 지금이 무리 없다.

투자의견 BUY, 목표주가 10,000원 상향 조정

- 한국 이동통신 사업자간 질적 순위 바뀔 것이다.
- ARPU의 상승은 M/S 상승으로 연결된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(단위: 억원, 원, %, 배)

계산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	79,747	91,852	105,191	109,625	113,733
매출액증가율	61.1	15.2	14.5	4.2	3.8
발표영업이익	6,553	2,857	2,874	7,518	8,470
조정영업이익	1,293	2,145	2,874	7,518	8,470
지배주주귀속순이익	5,699	846	1,068	5,022	5,848
지배주주 귀속 EPS	1,112.7	164.4	207.5	975.6	1,135.9
증가율	0.1	-85.2	26.2	370.3	16.4
PER	7.0	36.9	27.3	5.8	5.0
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	5.8	4.7	4.2	3.9
ROA	9.1	0.9	0.9	3.9	4.1
ROE	19.0	2.2	2.8	12.4	13.1

자료: 동양증권

Summary

오버행 이슈가 상존해 있는 상황에서 ‘왜 LG유플러스에 대한 목표주가를 상향 조정했을까?’ 라는 의문을 가진 투자자들이 많을 것이다.

우리는 이렇게 생각했다. 첫째, 오버행 이슈는 어떤 형태로든 6개월 이내에 해결될 것이다. 둘째, 만약 의사결정이 내려지는 시점에서도 주가가 현재 수준에 머물러 있다면, 투자자에게 부정적 영향을 미치는 방향으로 결정되진 않을 것이다. 셋째, 펀더멘털이 기존에 생각했던 것 이상으로 개선되고 있기 때문이었다. 오버행 및 경쟁 이슈로 당분간 주가 변동성이 커질 전망이나, 현 주가 수준에서 동사의 주식을 사는 것은 6개월이라는 관점에서 이기는 게임일 것이라는 믿음을 갖고 있다.

우리의 주장

우리가 본 자료를 통해 주장하는 바는 다음과 같다. 지난 10년간 내수 기업은 다양한 형태로 재평가되는 과정을 겪어 왔다. 그 중에서도 M/S의 상승을 통한 재평가 케이스에 주목하였다. M/S의 변화는 시장 경쟁 상황의 변화, 경쟁력의 변화, 소비자 인식의 변화 등을 통해 나타난다. 그리고 이러한 변화가 2012년~2013년에 걸쳐 한국 이동통신 시장에서 나타날 것으로 전망된다.

첫 번째 근거는 한국 통신 시장의 경쟁 상황 변화이다. 지난 7년간 한국 이통 시장의 M/S는 정체되었다. 선발사업자인 SK텔레콤이 마케팅비용 증가를 통해 M/S 변동을 억제했기 때문이었다. 하지만 성장성이 한계점에 도달하면서 더 이상 마케팅비용을 증가시킬 수 없는 상황에 직면하게 되었다. 이 와중에 추후 10년의 성장을 위해 SK텔레콤과 KT는 새로운 Biz 모델을 정립했다. 여기에는 지속적인 투자 공급이 이뤄져야 한다. 그런데 마케팅비용을 늘릴 수 있을까? 앞으로 우리는 마케팅비용의 구조적 하락을 목격하게 될 것이다. 3G 때에는 다르다. 당시에는 SK텔레콤이 일년 동안 마케팅비용을 6,000억원 이상 증가시키며 적극적인 대응이 가능했다. 당시 KTF가 역전 못 시킨 가장 큰 이유였다. SK텔레콤이 금년에도 똑같이 대응 할 수 있을까?

두 번째 근거는 한국 통신 시장이 Commodity 영역에 근접했다는 점이다. 한국 통신서비스 업종은 차별화와 비차별화 과정을 반복하며, 꾸준한 진화를 거듭해왔다. 2004년 이전에는 통화 품질과 번호에 대한 사람들의 인식이 차별화의 키였고, 2004년 이후 번호이동제도가 시작되면서 사업자간 차별성이 사라졌다. 2007년 3G 서비스가 시작되면서 단말기 소싱 측면에서 차별화 과정이 나타났고, 2009년 말 아이폰 출시 이후 SK텔레콤 & KT VS LG유플러스간 차별화가 극대화되었다. 하지만 LTE를 통해 네트워크 / 단말기 / 서비스 / 주파수 경쟁력 격차가 제거되었다. 남은 차별화 전략은 서비스 요금과 보조금 뿐인데, LTE에서는 사업자간 격차가 없다. 이는 더 이상 LG유플러스가 남들보다 더 싸게, 더 많이 줘야 할 이유가 없어졌다는 뜻이다.

전체적으로 경쟁력 격차가 축소된 가운데, 서비스 요금과 보조금 규모까지 별다른 차이가 없다면 이는 후발사업자에게 유리한 경쟁 환경 전개를 의미한다. 각 사의 상품이 소비자에게는 차별성 없는 Commodity로 인식될 뿐이고, 이러한 구조가 전제되면 현재 5:3:2의 M/S가 자연스럽게 수렴될 것이다. 그리고 이는 최근 데이터를 통해 실증되고 있다. 최근 조사되고 있는 LG유플러스의 브랜드 개선이 시사하는 바를 생각해 보자. 게다가 무기가 하나 더 남았다. 하반기에 출시될 VoLTE이다.

결과는?

질적 순위 바뀐이 나타날 것이다. 한국 이동통신 시장에서 경쟁 체제가 시작된 97년 이래 통신 3사 간 절대 바뀌지 않았던 ARPU 순위가 최소한 2013년 상반기 중으로는 바뀔 가능성이 높다.

ARPU 상승은 M/S의 상승으로 연결된다. 제품경쟁력이 유사한 Commodity 시장에서의 차별성은 유통망, 마케팅비용 등을 통해 나타나게 마련인데, 무엇을 통해 재원을 확보할 수 있겠는가? 앞서 지속적으로 서술한 바와 같이 SK텔레콤과 KT의 ARPU 상승은 LG유플러스에 비해 더디게 나타날 가능성이 높고, 고정적 비용 부담 증가로 마케팅비용을 늘리지 못할 것으로 전망된다. 이러한 환경에서 LG유플러스가 높아진 ARPU를 그대로 마케팅비용에 투입한다면? 좀 더 차별적인 성장이 가능하지 않을까?

실적은?

가입자가 급증하는 단계에서는 마케팅비용의 증가로 인해 재무 실적은 희생할 수 밖에 없다. 예를 들면 가입자가 급증한 금년 2분기 수익성은 크게 하락할 가능성이 높다. 하지만 동 기간의 가입자 순증 규모, 유입되는 가입자의 질을 주목해 보자. 금년 4월에는 가입자 순증 규모가 10만명 이상에 달할 것으로 예상된다. 이는 2011년 동사 가입자 순증의 1/3에 해당하는 규모이다. 변화가 없다고 볼 수 있는가? 이와 같이 가입자가 폭발적으로 증가한 이후, 하반기 경쟁이 완화되는 시점에서는 마진이 대폭적으로 좋아지는 결과를 보여줄 것이다.

LG유플러스의 성장률이 높게 나타나는 시점은 2013~2014년이다. ARPU는 향후 5년간 평균 2.7% 증가, 가입자 수는 향후 5년간 평균 3.4% 증가하는 것으로 가정하였다. 향후 5년간 CAGR 19.8% 수준의 순이익 증가율을 전망한다.

목표주가를 산정한 로직, 그리고 투자 의견

PER 10배를 적용했다. PER 10배는 글로벌 통신주에게 있어 고성장과 저성장을 나누는 일종의 기준점이다. LG유플러스의 경우 비록 성장이 정체된 한국에 속해 있지만, 경쟁력의 개선, 경쟁 환경의 변화, 소비자의 인식 변화 등을 토대로 이머징 마켓에 속해 있는 고성장 통신주에 못지 않는 성장성을 보여줄 것으로 전망된다. LG유플러스는 M/S 확대와 ARPU 상승을 통해 향후 5년간 CAGR 19.7%의 순이익 성장률을 기록할 것으로 전망되는데, 이는 KOSPI 대비, 글로벌 통신주 내의 어떤 회사보다도 매력적인 수준이다. 따라서 PER 10배 적용은 무리가 없는 것으로 판단했다.

2012년 내내 Price의 상승, 2012년 하반기~2013년에 걸쳐서는 Quantity의 본격적인 상승이 나타날 것으로 전망되고, 2013년부터는 이익이 증가하는 모습이 나타날 것으로 전망된다. 물론 가입자가 급증하는 초기 국면인 2012년 상반기 혹은 늦어도 3분기까지는 마케팅비용의 변동성에 의해 실적 변동성이 나타날 것이다. 예를 들어 2분기 같은 경우에는 가입자 순증 규모가 급증하고 있어, 마케팅비용의 증가로 인해 수익성은 하락할 것으로 전망된다. 이에 따라 주가의 변동성이 커질 수 있지만, 궁극적으로는 성장에 베풀어야 한다고 믿는다. 급증하고 있는 가입자 기반을 토대로 하여 최소한 3분기 늦어도 4분기에는 어닝 서프라이즈가 실현될 것이다. 그리고 최근 거래되고 있는 6,000원 이하의 주가 영역 대에서는 그러한 고민 조차도 필요 없다고 생각한다.

들어가며..

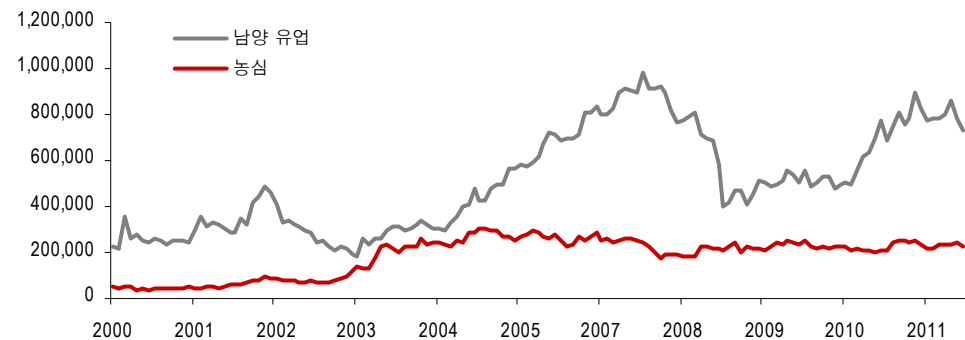
우리는 2000년 이후 내수기업의 재평가 사례를 끊임없이 목격해왔다. 내수 기업의 재평가는 크게 3가지 범주 안에서 진행되어왔다.

안정 성장형 가치주의 재평가

첫째, 2000년 초반에 진행된 안정 성장형 가치주의 재평가 사례이다. 시장 지배력을 바탕으로 오랜 시간에 걸쳐 안정적 성장 모델을 유지하면서, 현금 흐름이 좋은 기업들에 대한 재평가 과정이 이에 해당된다. 2000년대 초반 해도 안정 성장형 내수주식들의 Valuation은 매우 낮은 수준에 머물러 있었다. 당시에 PER이 5배 이하에서 거래되던 내수주들이 10배 이상으로 상승하는 과정이 전개된 것이다. 남양유업과 농심 등이 대표적이다. 회사의 펀더멘털이 바뀌었다기 보다는 시장에서의 선호도가 바뀐 케이스이다.

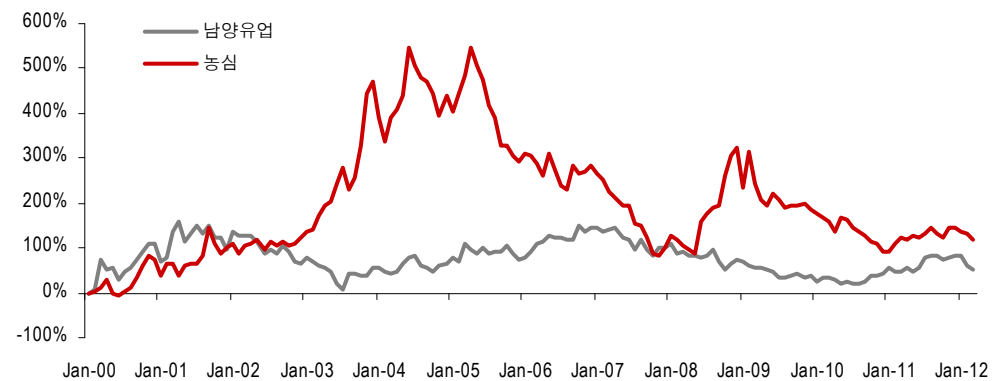
2000년 이후 남양유업과 농심의 주가 흐름

(원)



자료: 동양증권 리서치센터

2000년 이후 남양유업과 농심의 KOSPI 상대 수익률

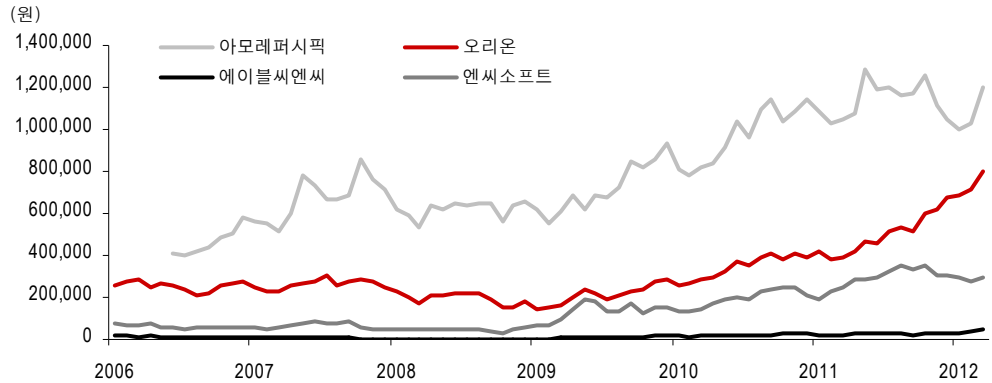


자료: 동양증권 리서치센터

내수에 기반을 둔 기업의 성공적인 해외 확장

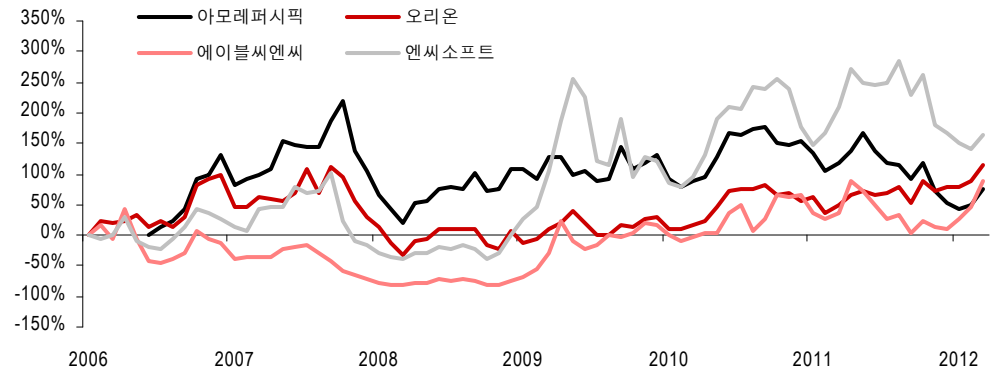
둘째, 안정적 내수 기반을 갖고 있으면서, 해외 진출에 성공한 기업의 재평가 사례이다. 내수 시장에서 안정적 현금 창출 기반에 해외 시장에서의 성장 동력을 추가로 장착한 경우이다. 아모레퍼시픽, 오리온, 에이블씨엔씨, 엔씨소프트, 호텔신라 등이 대표적이다.

아모레퍼시픽, 오리온, 에이블씨엔씨, 엔씨소프트 주가 추이



자료: 동양증권 리서치센터

아모레퍼시픽, 오리온, 에이블씨엔씨, 엔씨소프트 KOSPI 상대 수익률



자료: 동양증권 리서치센터

내수 시장에서의 M/S 확장과 지배력 개선

셋째, 비즈니스 모델은 내수 기업에 머물러 있지만, M/S의 상승을 통해 차별적 성장 모형을 보여준 경우이다. 시장 성장은 비교적 정체되었으나, 경쟁력 개선을 바탕으로 해당 시장 내에서 지배력을 확장한 사례이다. 2011년의 삼양라면, 2000년대 중반 이후의 LG생활건강, 2000년대 중반의 LG텔레콤(2004~2006년; 이동통신 시장에서 M/S 상승), LG데이콤(2006~2008년; 유선전화 & 초고속인터넷 시장에서 M/S 상승) 등이 대표적이다.

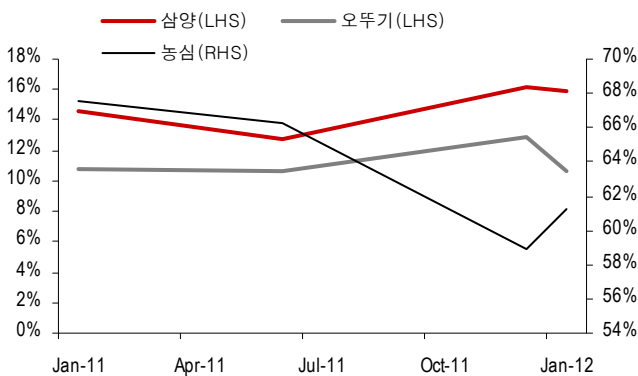
라면 시장의 사례를 보자. 한국 라면 시장은 2011년 큰 변화를 겪었다. 농심이 지배하고 있던 라면 시장에 한국 야쿠르트와 삼양식품이 각각 꼬꼬면과 나가사끼짬뽕을 출시하면서 하얀국물 라면 대세론을 만들어 놓은 것이다. 매운 맛은 동일하지만, 맑은 국물과 닭고기와 돼지고기로 국물 맛을 냈다는 점이 기존 빨간 국물 라면과 차별화되는 부분이었다. 하얀 국물 라면의 확장세를 기반으로 삼양식품의 M/S는 6개월 만에 3%pt 상승하는 결과를 보여주었다. 주가 역시 이에 반응했다. 절대 주가 수익률 기준 삼양식품은 작년 하반기에만 두배 이상 상승하는 모습을 보여주었다.

하얀 국물 라면 출시 현황

회사명	제품명	주재료	출시일	판매량
삼양식품	나가사끼짬뽕	돼지뼈, 해물	2011.07.25	봉지면: 8월 300만개, 9월 900만개, 10월 1400만개, 11월 1700만개, 12월 2,100만개 컵라면: 10월 170만개, 11월 350만개, 400만개 이상 출시 6개월만에 누적 판매량 1억개 돌파 2월1일까지 판매량 1억300만개 2012년 연말에는 4억개를 넘어설 것으로 예측하고 있다.
오뚜기	기스면	닭고기, 청양고추, 해물	2011.11.10	20일만에 600만개 판매 한달만에 800만개 판매 80여일만에 2000만개 판매 돌파
한국야쿠르트	꼬꼬면	닭고기, 청양고추	2011.08.02	봉지면: 8월 900만개, 9월 1350만개, 10월 1750만개, 11월 약 2000만개 추정 용기면: 10월 250만개, 11월 약 700만개 추정 봉지+용기 합계: 11월까지 6950만개 출시 168일만에 1억개 돌파

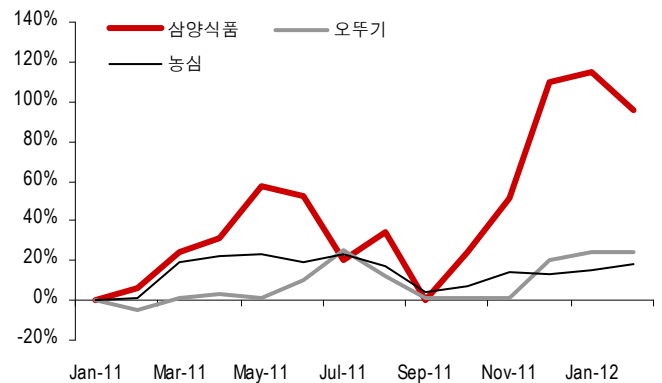
자료: 동양증권 리서치센터

국내 라면 시장 M/S의 추이



자료: 동양증권 리서치센터

음식료 3사의 절대 주가 수익률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

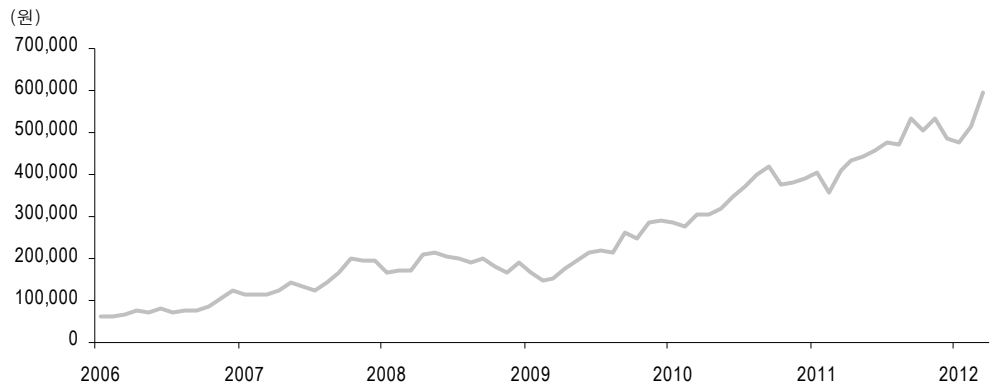
LG생활건강은 2000년대 중반 이후 최근까지 각 부문별로 M/S 레벨업이 진행되었다. 성장하는 고가화장품시장에서의 프리미엄브랜드 강화 및 10년 1월 더페이스샵 인수를 통한 저가화장품시장 진출을 통해 화장품부문에서의 M/S가 상승하였다. 생활용품 부문에서는 신규 프리미엄 브랜드의 성공과 함께 유니레버코리아, 피죤 등 경쟁업체의 부진이 겹쳐지면서 M/S가 상승하였다. 음료부문 또한 07년 10월 코카콜라음료 인수 이후 11년 1월 해태음료까지 인수하면서 음료시장에서 M/S가 상승하였다.

LG 생활건강 주요 사업별 M/S 추이

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
생활용품	LG 생활건강				29.4%	30.4%	32.0%	33.8%
화장품	아모레퍼시픽	38.4%	40.1%	38.0%	37.4%	37.9%	39.8%	
	LG 생활건강	11.2%	11.7%	12.2%	13.2%	13.7%	18.1%	
음료	롯데칠성				30.0%	30.0%	29.0%	29.0%
	LG 생활건강				17.0%	18.0%	19.0%	26.0%

자료: 동양증권 리서치센터

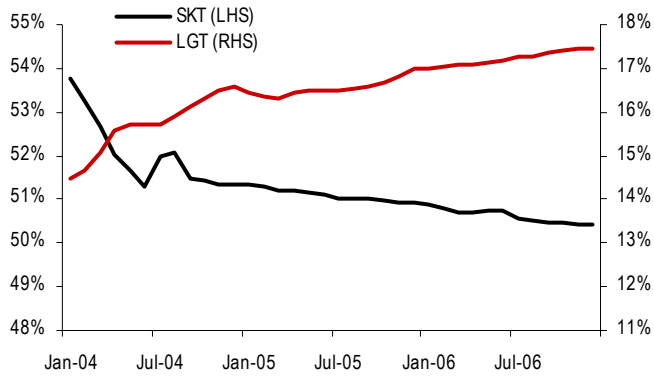
LG 생활건강 주가 차트



자료: 동양증권 리서치센터

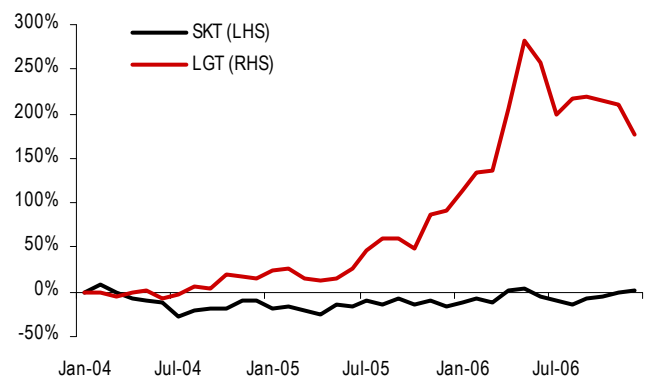
통신 업종 내에서도 재평가 사례가 있었다. 2000년대 중반 이후 통신업종 내에서의 주가 급등은 모두 M/S의 변화를 통해 나타났다. 2006년 3월 SK텔레콤이 M/S 유지 정책을 발표하기 전 2년간은 LG텔레콤의 M/S 확장기였다. 2004년 이후 2년에 걸쳐 LG텔레콤의 이동통신 M/S는 14.5%에서 17.5%로 상승했다. 동 기간 LG텔레콤의 절대 주가는 136%로 상승했다. 2006년 이후에는 유선 & 초고속인터넷 시장에서 LG데이콤의 확장 전략이 돋보였다. LG데이콤의 초고속인터넷 M/S는 2005년 말 4.2%에서 2007년 말 12.2%로 상승했고, 유선전화 M/S는 2006년 말 0.4%에서 2008년 말 10.3%로 상승했다. 동기간 LG데이콤의 주가는 44% 상승했다.

2004-2006 무선전화 시장 M/S의 추이



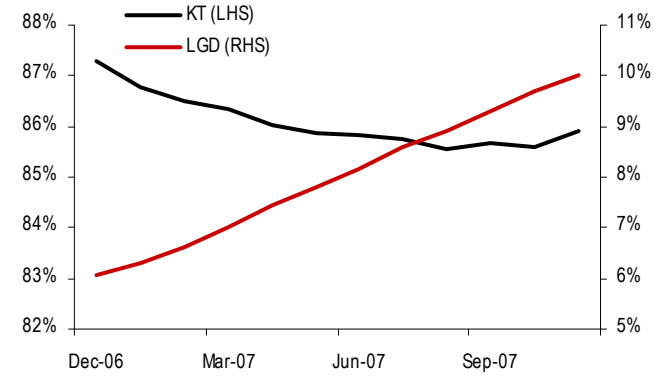
자료: 동양증권 리서치센터

2004-2006 SKT/LG 텔레콤의 절대 증가 수익률 추이



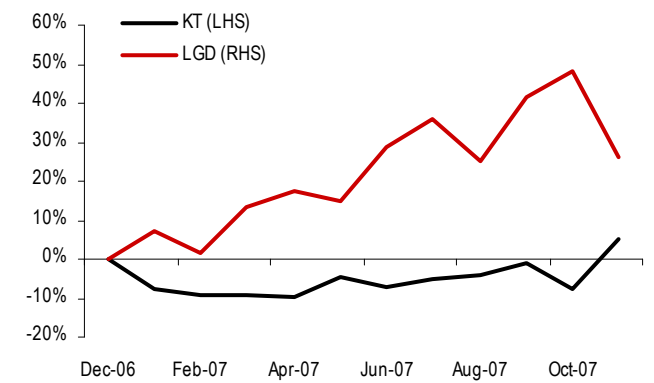
자료: 동양증권 리서치센터

2006.12-2007.12 유선전화 시장 M/S의 추이



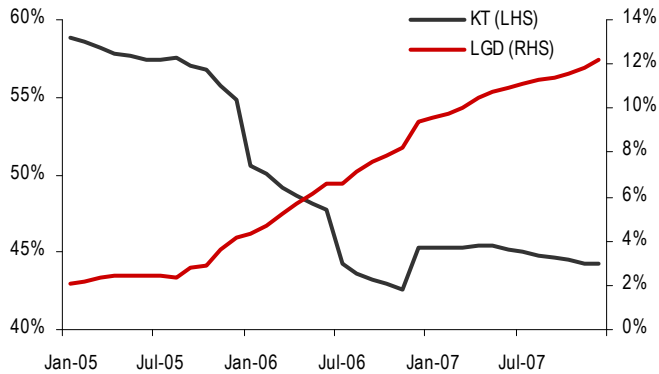
자료: 동양증권 리서치센터

2006.12-2007.12 KT/LG 데이콤의 절대 증가 수익률 추이



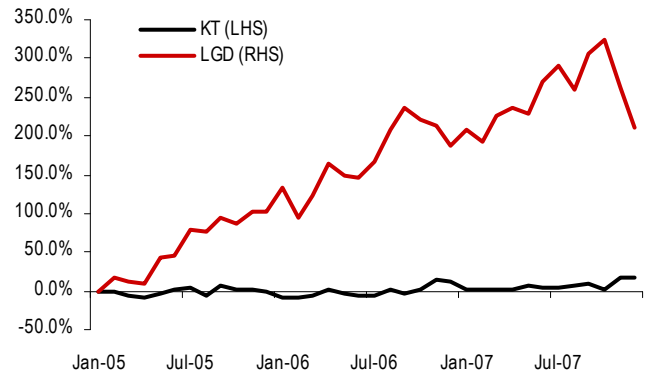
자료: 동양증권 리서치센터

2005-2007 초고속 시장 M/S의 추이



자료: 동양증권 리서치센터

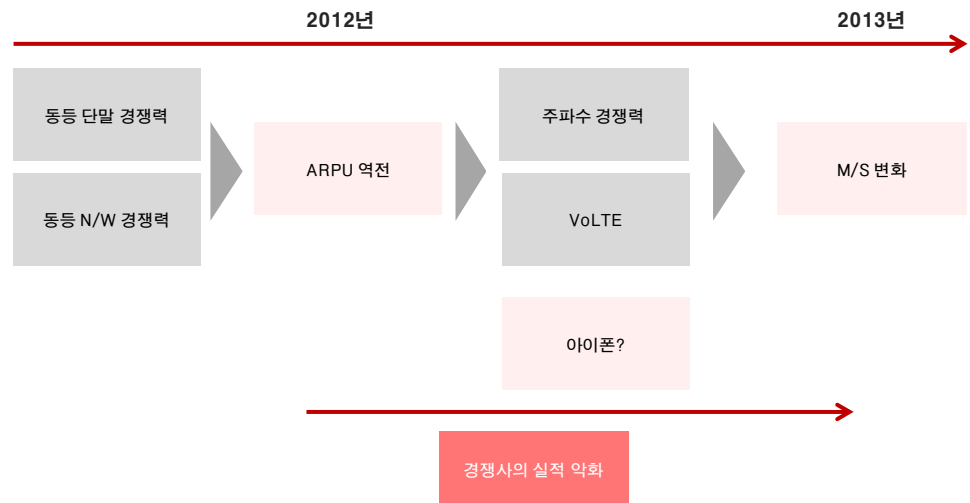
2005-2007 KT/LG 데이콤의 절대 증가 수익률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

이미 긴 도입부를 통해 투자자들은 느꼈겠지만, 본 자료를 통해 우리는 위와 같은 내수 기업의 3가지 재평가 유형 가운데, M/S의 상승을 통한 차별적 성장 모형에 대해 이야기하고자 한다. M/S의 변화는 시장 경쟁 상황의 변화, 경쟁력의 변화, 소비자 인식의 변화 등을 통해 나타난다. 그리고 이러한 변화가 2012년~2013년에 걸쳐 한국 이동통신 시장에서 나타날 것으로 전망된다. 그 주인공은 바로 LG유플러스이다.

판이 바뀔 것으로 전망된다 - LG 유플러스는 어떻게 좋아질 것인가?



자료: 동양증권 리서치센터

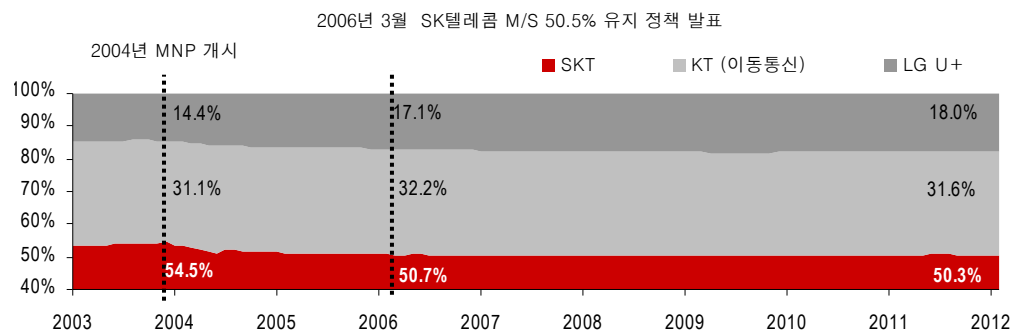
Part 1. 경쟁 상황의 변화

한국 이동통신 시장이 변곡점에 도달했다. SK 텔레콤의 사례

한국 이동통신 시장의 M/S는 지난 7년 동안 정체된 모습이였다. 이는 SK텔레콤이 지난 2006년 3월 M/S 50.5% 유지 정책을 실시하면서 비롯된 결과물이다. 후발사업자의 M/S 확대 시도에 대해 SK텔레콤은 주로 마케팅비용 지출 증가로 맞대응 했고, 그 결과 지난 7년간 SK텔레콤은 M/S를 지키는데 성공했다. 하지만 동사의 마케팅비용 비율은 2003년 16% 수준에서 2011년 23% 수준까지 상승했다. 동사가 보여준 가입자 시장에서의 성과는 마케팅비용 지출 규모 확장에 기인한 것이다.

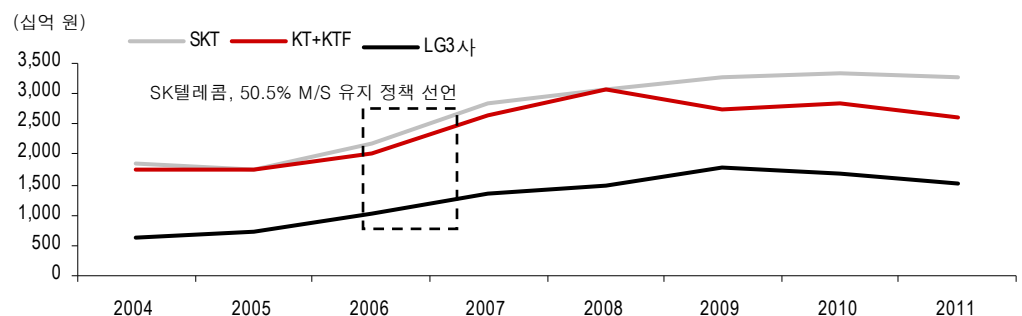
지난 7년간 SK텔레콤의 성장 과정을 보자. SK텔레콤은 2005년 이후 2011년까지 CAGR 3.6%의 매출 성장률을 기록했다. 동 기간 동안 SK텔레콤의 성장 동력은 전적으로 가입자의 증가였다. ARPU는 2005년 이후 매년 CAGR 2.73% 하락했으나, 가입자 증가율은 CAGR 5.19%에 달했다. SK텔레콤의 마케팅비용 지출 규모는 1.74조원에서 3.25조원으로 급증했고, 영업이익은 2.65조원에서 2.09조원으로 감소했다. 하지만 마케팅비용의 증가 폭에 비하면 영업이익의 감소폭은 상대적으로 적었다. 매출 증가를 통해 마케팅비용 증가를 어느 정도 상쇄했기 때문이다. M/S 유지 정책이 SK텔레콤에게 왜 중요했는지를 시사하는 단면이기도 하다. 가입자 성장이 그만큼 중요한 의미였던 것이다.

한국 이동통신 시장의 M/S 추이 (2003~2012)



자료: 한국방송통신위원회. SK텔레콤은 MVNO 가입자 비포함, KT/LG유플러스는 MVNO 가입자 포함

마케팅비용 지출 규모 추이



자료: 각 사

마케팅비용을 지지하던 성장성에 변화가 나타날 것이다

성장성이 급격하게 저하되고 있는 상황에서 SK텔레콤이 마케팅비용 지출 규모를 늘릴 수 있을까? 2011년 가입자 증가율은 YoY 기준 3% 수준으로 낮아졌고, 스마트폰 요금 할인 및 요금 규제 영향으로 ARPU는 4% 하락했다. 이에 따라 매출 증가율은 1%에 머물렀다. 마케팅비용은 전년 대비 2% 감소했지만, 영업이익은 전년 대비 11%나 감소했다. 2007년 이후 최대 감소폭이었다(당시에는 경쟁사의 3G 공세에 대응하기 위해 마케팅비용이 전년 대비 6,000억원 이상 증가).

2012년 들어서는 가입자 증가 폭이 크게 둔화되고 있다. ARPU도 전년 수준에 머무를 것으로 전망되어 2012년 매출 증가율은 전년에 비해 하락할 것이다. 설령 SK텔레콤이 마케팅비용 지출 규모를 늘리지 않고, 전년 수준으로 유지한다고 하더라도 성장성이 뒷받침 되지 않는 한 이익 규모는 예년에 비해 큰 폭으로 하락할 가능성이 높다. 아래 표에서 확인되는 바와 같이 고정적 비용이 지속적으로 증가하기 때문이다. 특히 금년에는 CAPEX 지출이 증가하고, 이와 연관된 임차료, 수선비, 수수료 등이 증가할 전망이다기 때문에 예산 운용의 폭이 더욱 적어질 것이다.

창출하고 있는 이익 규모가 경쟁사에 비해 상당히 크기 때문에, 아직까지 마케팅비용 지출에 여유가 남아 있다고 볼 수는 있으나, 마케팅경쟁을 지속하면 SK텔레콤의 수익성에 이전과는 비교가 안될 정도의 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다.

SK 텔레콤의 성장 변수

(단위: 십억원, 원, 천명)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
매출액 (십억 원)	10,161	10,651	11,286	11,675	12,101	12,550	12,705
YOY		5%	6%	3%	4%	4%	1%
ARPU (원)	39,195	39,163	38,628	37,052	36,754	34,491	33,175
YOY		0%	-1%	-4%	-1%	-6%	-4%
가입자 수 (천 명)	19,530	20,271	21,968	23,032	24,270	25,705	26,497
YOY		4%	8%	5%	5%	6%	3%
영업이익 (십억 원)	2,654	2,584	2,172	2,060	2,179	2,355	2,095
YOY		-3%	-16%	-5%	6%	8%	-11%
마케팅 비용 (십억 원)	1,749	2,189	2,855	3,065	3,252	3,323	3,255
YOY		25%	30%	7%	6%	2%	-2%

자료: 동양증권 리서치센터, 주 : IFRS 개별 기준. 2009년 이전은 K-GAAP 기준

SK 텔레콤의 주요 비용

(단위: 십억원)

	K-GAAP 기준 (단독)							K-IFRS (단독)	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010	2011
마케팅비용	1,858	1,749	2,189	2,855	3,065	3,252	3,323	3,326	3,255
감가상각비	1,511	1,608	1,546	1,554	1,852	2,030	2,185	1,648	1,825
지급수수료	2,827	2,895	3,317	4,036	4,419	4,595	4,961	4,945	5,228
지급임차료	168	180	194	207	239	277	295	303	315
인건비	450	437	452	496	477	520	559	587	566
수선비	109	128	146	161	154	161	181	181	203

자료: 동양증권 리서치센터

인구 통계학적 접근. 이동통신 보급률은 높아지기 어렵다

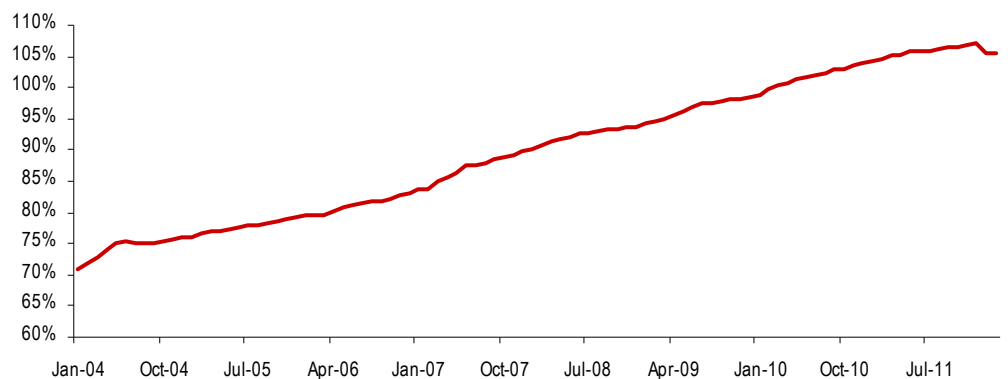
2011년부터 SK텔레콤의 성장 공식에 빨간불이 켜졌다. SK텔레콤의 가입자 증가율이 3% 수준으로 하락하면서 매출증가율이 1%에 머물렀기 때문이다. SK텔레콤의 마케팅비용은 처음으로 전년 대비 감소했음에도 불구하고(요금 할인으로 돌린 결과), 매출 증가 폭이 적어지고, 고정비는 증가하면서 영업이익이 전년 대비 무려 11% 감소하는 결과를 가져왔다. 이는 2005년 이후 동사의 최대 이익 감소율이었다.

가입자 성장에 변화가 생긴 것이다. 동사의 가입자 성장이 주춤했던 것은 한국의 이동통신 가입자 시장이 정체 국면에 들어섰기 때문이다. 보급률이 107 % (2011년 말 기준)에 달하는 등 한국 이동통신 시장은 성숙기에 접어들어, 한국 이동통신 가입자 성장률은 앞으로 더욱 낮아질 가능성이 높다.

조금 더 부정적인 이야기를 해보겠다. 한국 이동통신 보급률은 어디가 한계점일까? 인구 통계로 접근해보면, 한국의 인구 구조상 휴대폰 소유 가능 인구는 대략 4,204만명이다. 이는 전체 인구 중에서 9세 이하, 80세 이상 인구를 제외한 수치이다. 이 비율은 전체 인구 대비 87.6%이다. 따라서 정상적인 해석으로는 현재의 보급률은 1인 2휴대폰 현상 덕에 생긴 결과로 볼 수 밖에 없는 것이다.

2대의 휴대폰을 가질 수 있는 인구를 20세~49세까지의 경제 활동 인구로 특정한다면, 이는 1,391만명이다. 따라서 20세~49세까지의 경제 활동 인구 계층이 모두 2대의 휴대폰을 사용한다고 가정하면, 총 휴대폰 보유 가능 인구는 5,595만명으로 추산된다. 문제는 이미 지난 2월 말 기준 휴대폰 이용자가 5,257만명에 달한다는 것이다. 차이는 약 320만명인데, 이는 총 6% 성장에 불과하다. 게다가 이 계층에 속한 사람들이 모두 2대의 휴대폰을 사용할 가능성은 매우 낮다. 따라서 양적 성장은 거의 마무리 국면에 접어든 것으로 보아도 무방할 것이다.

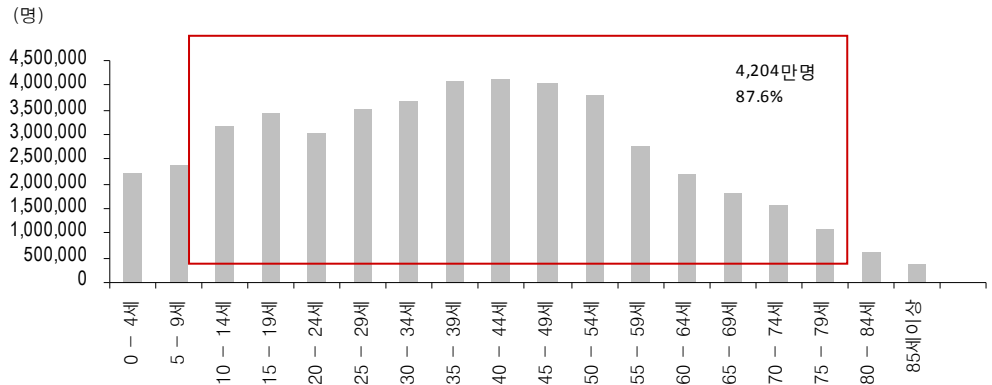
이동통신 보급률



자료: 동양증권 리서치센터

주: KT에서 제공하는 월별 국내 인구 수가 2011년 12월 기준 4,899만 명에서 2012년 1월 4,980만 명으로 약 80만명 가까이 증가하여 집계됨에 따라 2012년 1월의 이동통신 보급률이 전월 대비 하락

한국의 연령별 인구 구성 (단위 : 명)



자료: 통계청

경제 활동 인구

(단위 : 명)

경제 활동 인구	인구 (명)
경제 활동 인구	20,144,946
15~19세	68,376
20~24세	746,442
25~29세	2,216,752
30~34세	2,448,197
35~39세	2,745,623
40~44세	2,904,410
45~49세	2,849,037
50~54세	2,480,718
55~59세	1,577,221
60~64세	945,152
65~69세	570,637
70세 이상	592,381

자료: 통계청

요금 규제 지속으로 ARPU 상승에 제약

요금 규제, 가입자 유치 경쟁에 따른 요금 할인 제도 유지 등의 ARPU 하락 요인이 지속되고 있어, 가입자 성장률의 하락은 더욱 아프다. 매출액의 마이너스 성장까지도 각오해야 할 수 있다. 특히 각 정당은 금번 총선 과정에서 통신요금 인하와 관련된 공격적인 공약을 내걸었으며, 앞으로 대선 과정이 전개되면서 요금 규제 재현 가능성이 상존한다.

각 정당의 요금인하 관련 공약

새누리당	*음성통화 요금 20% 인하 *롱텀에볼루션(LTE) 무제한 데이터 요금제 적용 *단말기 보조금 받지 않는 가입자 요금 20% 인하
민주통합당	*기본요금 및 가입비 폐지 *문자메시지 요금 폐지 *공용 무선랜(WiFi, 와이파이) 무상제공 *마케팅비 가이드라인 위반 처벌
통합진보당	*광대역 무선랜 무료 구축 *문자메시지 요금 폐지 *기본요금 및 통신요금 대폭 인하

자료: 동양증권 리서치센터

요금 규제 History

정책	제안 시기	확정 시기	시행시기
휴대폰 보조금 금지		2000-05-23	2000-06-01
LM 요금 인하와 MM 간의 접속료 체계 변경(비대칭 규제)	2002-02-01	2002-04-02	2002-04-02
MNP 제도 도입(유선)	2000-06-05	2002-09-30	2003-06-30
MNP 제도 도입(무선)	2001-08-22	2003-01-12	2004-01-01
셀룰러와 PCS의 전파사용료 차등화(비대칭 규제)		2004-01-15	2004-07-24
발신자 번호 표시 무료화		2005-10-18	2006-01-01
부분 보조금 제한 해제	2006-02-14	2006-03-02	2006-03-27
이통 무선인터넷 요금 30% 인하		2006-09-27	2007-01-01
결합판매 허용		2006-11-24	2007-01-01
MVNO 제도 마련	2007-07-05	2007-07-26	
저소득층 통신요금 감면 확대		2007-09-05	
SMS 요금 인하 (건당 30원 -> 20원)		2007-09-19	2008-01-01
망내 할인 허용		2007-09-19	2007-10-01
인수위 통신요금 20% 인하 추진	2007-12-31		
지배적 사업자의 결합상품 할인을 확대 추진(10% -> 20%, 08년 5월부터)	2008-03-27	2008-05-27	2008-05-27
지배적 사업자의 결합상품 할인을 확대 추진(20% -> 30%, 09년 3월부터).		2008-12-26	2009-05-18
무선데이터 요금 인하	2009-08-11	2009-09-27	2009-10-01
선불요금인하(15.5~23%)	2009-08-11	2009-09-27	2009-10-01
초당과금방식 도입	2009-08-11	2009-09-27	2010-03-01
MVNO 허용하는 전기통신사업법 개정안 2월 26일 국회 본회의에서 의결.		2010-02-26	
전체 가입자 일괄 1,000원 요금 인하 적용	2011-01-13	2011-06-02	2011-09-16

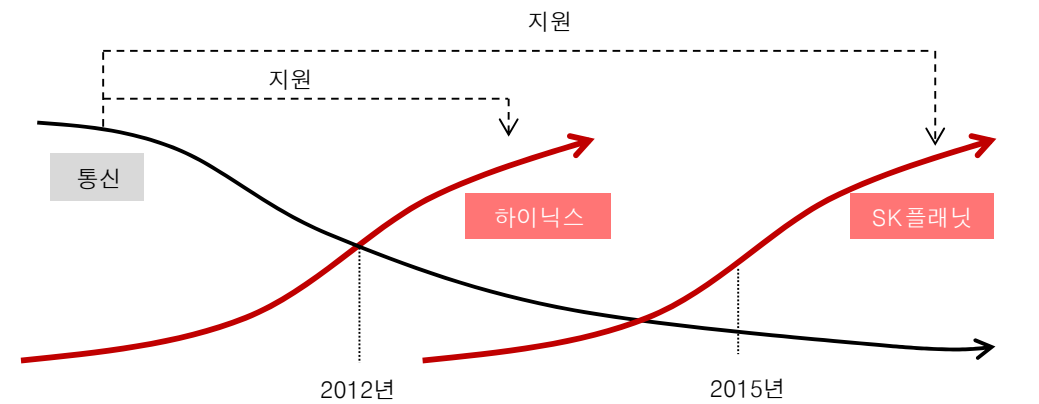
자료: 동양증권 리서치센터

SK텔레콤의 성장 동력은 통신에서 비통신 분야로 전환될 것이다

SK텔레콤의 성장 동력은 이미 통신에서 비통신 분야로 전환되었다고 판단한다. 하이닉스와 SK플래닛이 차세대 SK텔레콤의 성장 동력이다. 통신사업에서 창출되는 현금 흐름을 바탕으로 반도체 사업과 플랫폼 & 콘텐츠 사업에 대한 적극적 투자를 통해 그룹 전체가 성장하는 구조를 정착시킬 것으로 전망된다. 최태원 SK그룹 회장은 “세계 일류 반도체 기업으로 거듭나서 국가경제와 지역 사회 발전을 위해 행복을 나누는 SK하이닉스를 만들어 가겠다”고 밝히며, 모바일D램, 낸드플래쉬, CIS 등 ‘모바일 솔루션’ 중심으로 사업을 재편할 계획을 제시한 바 있다. 하이닉스에 대한 공격적 성장 전략에 따른 CAPEX 증액 가능성(현 4조원대에서 6조원대로), 반도체 경기 부진 지속 가능성, M&A 딜 등의 돌발 변수가 발생할 경우 SK텔레콤이 유상증자 등을 통해 일정 부분 지원해야 할 필요성이 상존한다.

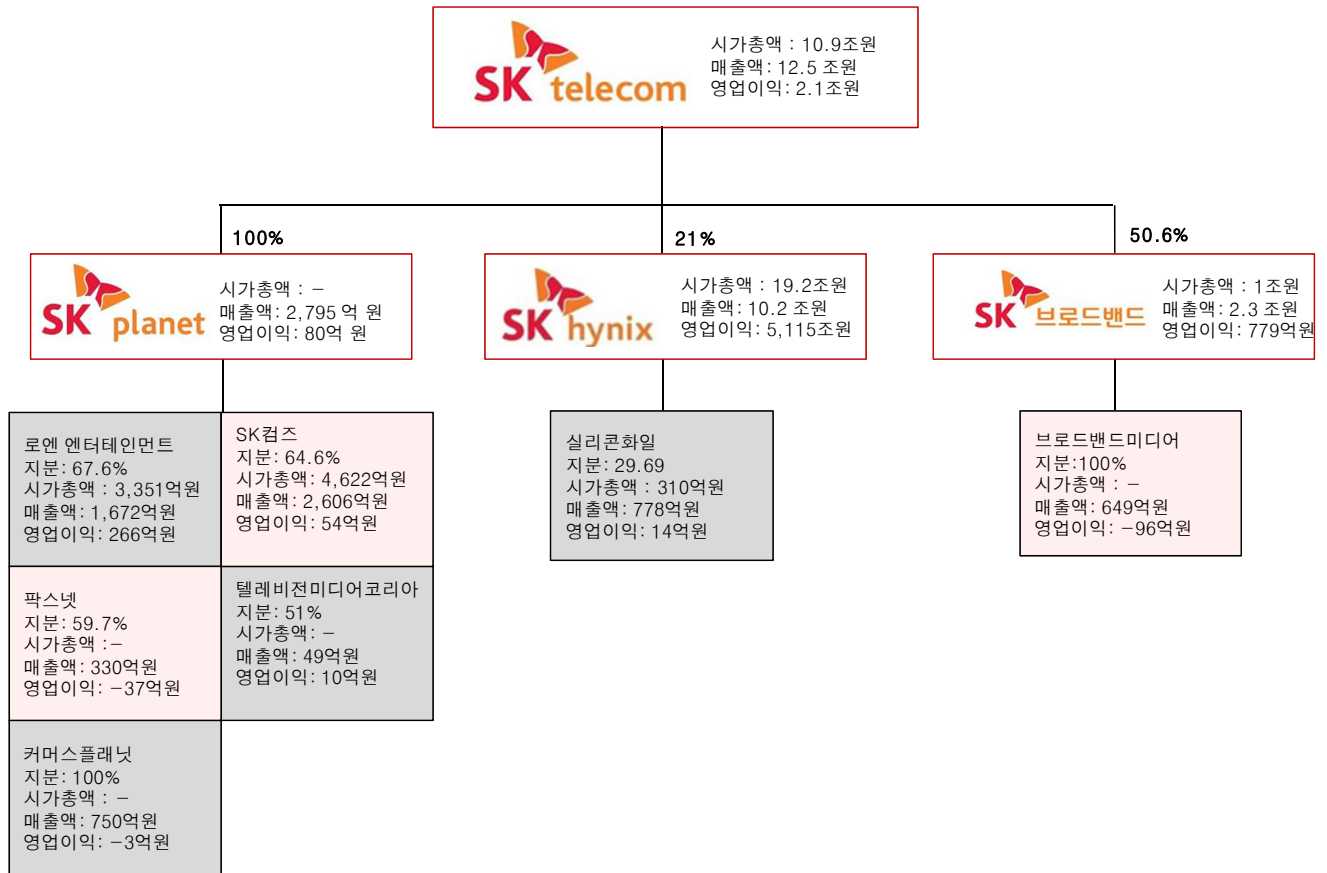
SK플래닛도 중요한 성장 동력이다. SK텔레콤은 자회사인 SK플래닛을 2010년 매출액 8,307억원, 2011년 매출액 1조원에서 2012년 매출액 1.5조원, 2015년 매출액 3.5조원의 기업으로 성장 시키겠다는 계획을 발표하였고, 2015년에는 기업 가치를 5조원까지 끌어 올리겠다고 밝힌 바 있다. SK플래닛은 얼마전 모바일 메신저인 톡톡을 150억원~200억원에 인수했다. 이렇듯 동사는 고성장을 위해 M&A, 내부 투자 등의 다양한 성장 관련 노력을 전개할 것으로 전망된다. 이 과정에서 SK텔레콤의 지원이 필요할 수도 있다. 이에 대한 대비는 필수이다.

SK 텔레콤의 성장 곡선



자료: 동양증권 리서치센터

SK 텔레콤의 지배 구조



자료: 동양증권 리서치센터

상황이 변화하고 있다

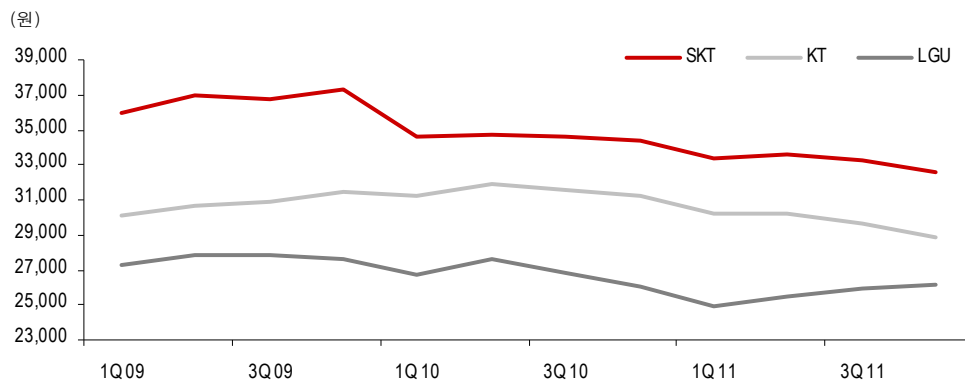
내부적으로 성장의 축이 바뀐 것으로 결론 내려졌다면, SK텔레콤의 최우선 경영 목표는 M/S에서 영업이익의 절대 규모가 되어야 한다. M/S 경쟁은 ARPU 하락, 마케팅비용 증가 등 궁극적으로 사업자에게 이익 훼손의 결과만 제공하기 때문이다. 물론 보급률이 낮은 상황에서는 M/S 유지 목표가 의미를 갖지만, 보급률이 108%를 넘어선 현 상황에서 M/S 유지 목표는 비용 증가만 가속화 시킬 뿐이다.

M/S 유지 목표를 통해 오히려 경쟁이 완화될 것이라고 SK텔레콤은 믿고 있다. 계속 방어를 잘 해 내면, 경쟁사는 결국 M/S 공세를 멈출 것이라는 믿음이다. 어떤 공세에도 SK텔레콤이 대응할 수 있다는 자신감이 전제되기 때문에 가능한 믿음이다. 하지만 가입자 성장이 종착점에 다다른 시점에서는 SK텔레콤이 대응할 수 있는 카드의 수가 많지 않다. 과연 성장의 가능성이 조금이라도 엿보이는 상황에서 LG가 혹은 KT가 현재 그들의 M/S에 만족하며 안주할까?

상황의 변화를 보자. 국내 통신 3사 중 유일하게 LG유플러스의 경우에는 ARPU가 상승하고 있다. 낮은 ARPU 가입자가 LTE를 통해 높은 ARPU 가입자로 빠르게 대체되고 있기 때문이다. 이른바 한국 이동통신 시장에서 사업자간 질적 평준화 현상이 나타나고 있는 것이다. ARPU가 상승한다는 것은 성장을 하고 있다는 의미이다. 매출 증가분을 그대로 마케팅비용에 투입할 수 있다. SK텔레콤은 이러한 LG유플러스의 공세에 대응할 수 있겠지만, 이는 이익의 감소를 더욱 가속화 시킬 뿐이다. 매출 증가가 뒷받침되지 않기 때문이다.

차라리 가입자 기반을 유지하면서, 경쟁 완화를 통해 마케팅비용 지출 규모를 안정화 시키고, 요금 할인을 축소하여 ARPU를 높이는 것이 더 나은 전략적 선택지일 수 있다.

이동통신 3사의 ARPU 추이



자료: 각 사 제공. 2009년 K-GAAP 기준 ARPU, 2010년부터는 K-IFRS 기준 ARPU

KT도 예외는 아니다

서비스 매출 감소가 가장 큰 문제

KT 경우에도 문제인식은 동일하다. 매출액 감소가 가장 큰 현안이다. 2011년 이동통신 ARPU는 사상 최대 폭으로 하락했고, PSTN 매출도 5,000억원 이상 감소했다. VoIP를 통해 상쇄하려 하지만, 턱없이 모자란 수준이다.

KT의 경우에도 매출 측면에서는 SK텔레콤과 구조적인 한계점이 유사하다. 가입자 성장 폭은 크게 축소된 가운데, ARPU 하락 현상이 나타난 것이다. 스마트폰 가입자가 대폭적으로 증가한 상황에서의 ARPU 하락이라 더욱 치명적으로 느껴진다. 게다가 PSTN에서 VoIP 교체는 지속적으로 전개되고 있으며, 질적 하락이 빠르게 진행 중이다. IPTV 사업이 빠른 속도로 성장하고 있지만, 매출 비중으로는 1.6%에 불과하다(2011년 기준).

KT 주요 사업 매출액 추이

(단위: 십억원)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
이동통신	서비스매출액	4,589	5,008	5,220	5,572	5,984	6,462	6,980	6,882
	ARPU	29,566	30,233	30,695	30,672	31,728	30,762	31,974	29,715
	가입자수	9,499	9,809	10,210	10,794	11,531	15,016	16,041	16,563
PSTN	매출액	5,330	5,029	4,828	4,562	4,158	3,544	3,036	2,503
	ARPU	20,777	20,073	19,102	18,015	16,991	15,577	14,671	12,825
	가입자수	20,915	20,837	21,289	20,919	19,866	18,052	16,635	15,929
VoIP	매출액					75	261	281	316
	가입자수					328	1,701	2,730	3,230

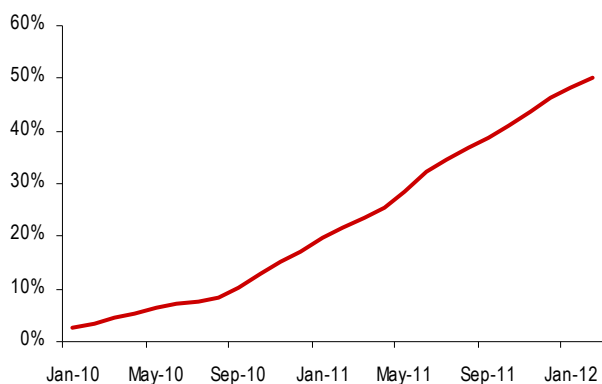
자료: 동양증권 리서치센터

주: 2010~2011년 IFRS 별도 기준

2004-2008년 이동통신 수치는 KTF Only 기준 (KT 재판매 포함)

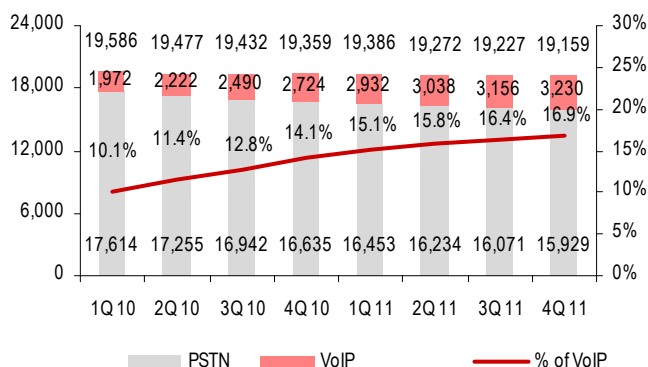
가입자 수는 연말 기준. ARPU는 평균 기준

KT 월별 스마트폰 가입자 비중 추이 (2010~2011)



자료: KT

KT PSTN vs. VoIP 가입자 추이



자료: KT

2011년 영업이익은 전년 대비 0.4% 감소한 2조260억원을 기록했으나, 여기에는 KT 스카이라이프 투자주식처분이익(1,874억원)과 부동산 처분이익(2,958억원)이 포함되어 있다. 2G 서비스 종료 관련 비용(800억원)을 감안해도, 일회성 요인은 약 4,000억원에 달했다. 부동산 매각이 없었다면, 전년 대비 20% 이상 영업이익 감소가 나타날 수 있었다는 의미이다.

2012년 KT 매출을 결정하는 주요 변수는 다음 표와 같다. 다만 2012년에는 부정적 요인이 더 큰 영향을 미칠 것으로 전망되어, 2011년에 이어 서비스 매출 감소가 불가피한 상황으로 예상된다. 그 규모는 약 3,000억원에 달할 것으로 전망된다. 또한 CAPEX 증가(3.35조원 → 3.5조원~3.8조원, 감가상각비 약 1,000~2,000억원 증가), Cash flow의 unbalance에 따른 매출채권 유동화 비용 발생, 인건비 증가(자연 증가분 약 3~4% 내외, 1,000억원 내외 규모) 등이 전망되어, 영업이익은 전년 대비 감소할 수 밖에 없다.

회사는 이익 감소를 어느 정도 막기 위해 자산(부동산 등) 매각 & 고정비 절감 등에 나설 가능성이 높으나, 이는 어디까지나 미봉책에 불과하다. 결국은 통신 본업의 턴어라운드가 중요하다는 의미이다. 이러한 상황에서 지속적으로 마케팅비용을 증가시킬 수 있을까?

KT 2012년 실적 변수

	부정적 요인	긍정적 요인
매출	무선 기본료 인하 결합 할인 증가 유선전화 매출 감소	할인제도 축소 LTEARPU 상승 IPTV 매출 증가 금융, 광고, 클라우드, 콘텐츠 사업
비용	CAPEX 증가 매출채권유동화 비용	비용 절감(?)

자료: 동양증권 리서치센터

KT 수익 전망

(단위: 십억 원)

	2010	2011	2012E	2013E
매출액	20,326	21,990	23,508	23,920
영업이익	2,008	1,974	1,477	1,302
지배주주귀속순이익	1,296	1,447	935	792

자료: 동양증권 리서치센터, 주: K-IFRS 연결 기준

주: KT의 경우 KT 스카이라이프 투자주식처분 이익(1,874억원), 부동산 처분 이익(2,958억원), 2G 종료 관련 비용(800억원) 등의 일회성 이익(비용) 있었음

2012년에도 자산 매각 진행될 것으로 전망되나, 관련 이익은 수익 전망에서 제외하였음

그룹 경영 전략에 중점을 둘 수 밖에 없을 것

KT의 통신업은 훌륭한 Cash cow이긴 하지만, 성장할 수 있는 가능성이 제한적인 상황이다. 중기적으로 동사는 통신이라는 핵심 경쟁 사업 위에 컨버전스, ICT, 글로벌 사업 영역으로의 확장을 꾀할 것이다. 향후 성장은 통신보다는 나머지 3개 영역에서 추구될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

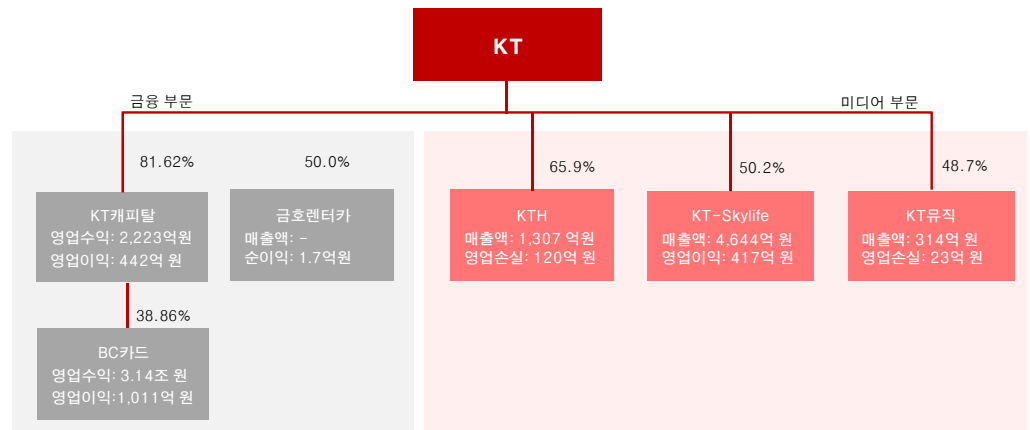
KT의 4대 사업 영역

사업 영역	내용
통신	4G 스마트홈
컨버전스	금융(BC 카드, KT 캐피탈, KT 렌탈 등), 광고, 보안
ICT	미디어 & 콘텐츠, 솔루션 & 클라우드
글로벌	해외 투자

자료: 동양증권 리서치센터

동사의 경우 그룹 경영 전략이 성공을 거두기도 했다. 2010~2011년 사이에 동사에 편입된 BC카드, KT Skylife, KT 렌탈을 2011년에만 매출액 4조2,461억원, 영업이익 2,168억원을 기록했다. 수익성은 미흡하지만, 통신 외 성장의 토대를 구축했다는 것에 의미를 둘 수 있다. KT는 2015년 그룹 매출액은 40.1조원으로 성장 시키겠다는 계획이며(2011년에는 25.2조원), 이를 달성하기 위해서는 ICT와 컨버전스 영역에서의 투자가 뒤따를 것으로 전망된다. 추가 M&A가 진행될 수 있으며, 이는 본업에서의 예산 통제가 진행될 수 있음을 시사한다.

KT의 금융과 미디어 자회사 구조



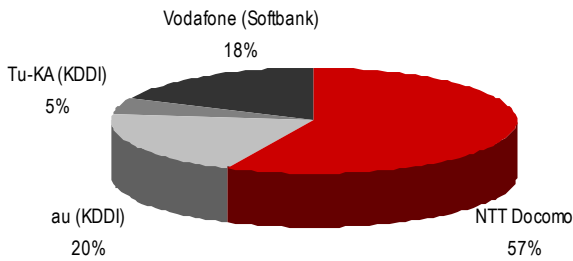
♣매출 및 영업이익은 2011년 연간 K-IFRS 단독 기준

자료: 동양증권 리서치센터

일본의 사례

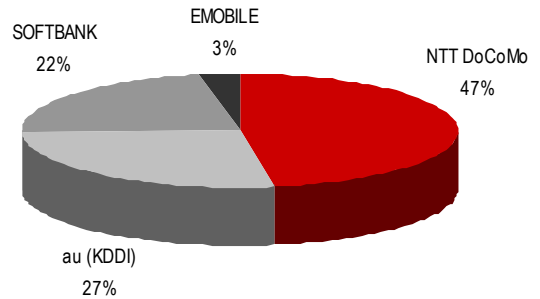
일본의 사례를 보자. 2011년 12월말 기준, 이동통신 시장에서 1위 사업자인 NTT 그룹의 NTT DOCOMO 가입자 M/S는 8년 전 대비 10% pt 하락한 47%를 기록하였고, 가입자 M/S에서 3위 사업자인 SOFTBANK의 M/S는 4%pt 상승한 22%를 기록하였다. NTT DOCOMO의 가입자 수가 지속적으로 증가하였음에도 불구하고, 이와 같이 M/S가 하락세를 보인 것은 가입자 기반 확대의 과실이 대부분 3위 사업자인 SOFTBANK에게 돌아갔기 때문이다. 2011년 일본의 이동통신 순증 가입자 수가 전년 대비 840만 명 증가하였는데, 이 증분 중 41%인 344만명이 3위 사업자인 SOFTBANK에게로 돌아갔으며, 1위 사업자인 NTT DOCOMO에게는 29%만이 돌아갔다.

일본 이동통신 가입자 M/S 2003. 12



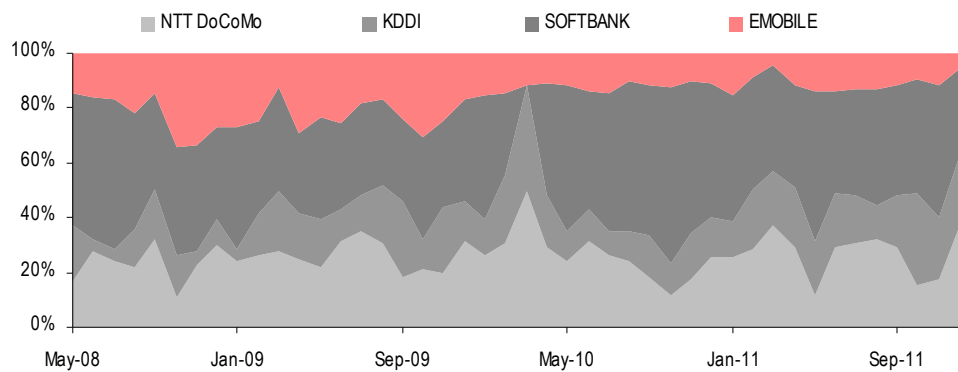
자료: TCA

일본 이동통신 가입자 M/S 2011. 12



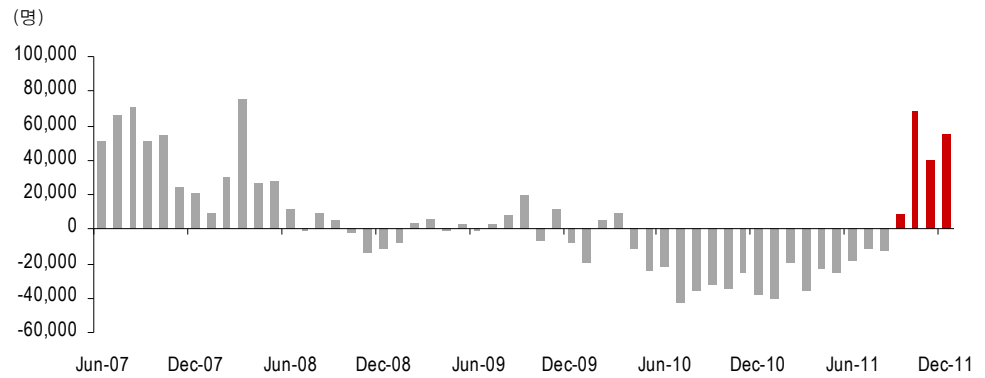
자료: TCA

일본 이동통신 가입자의 순증 M/S



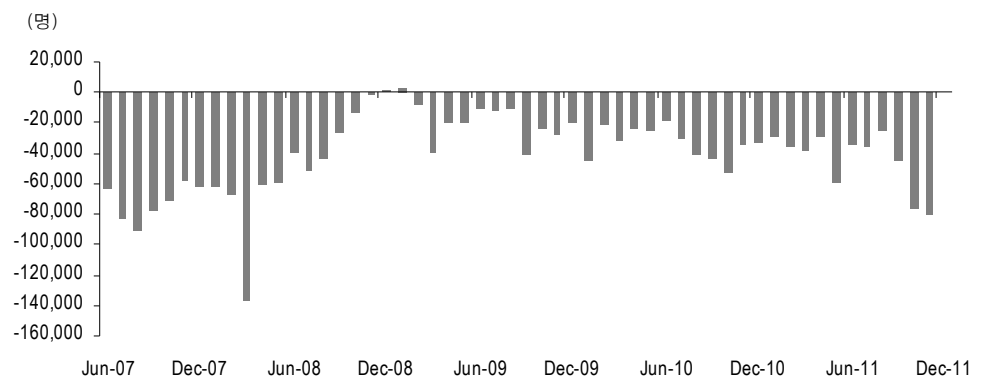
자료: TCA

KDDI의 MNP



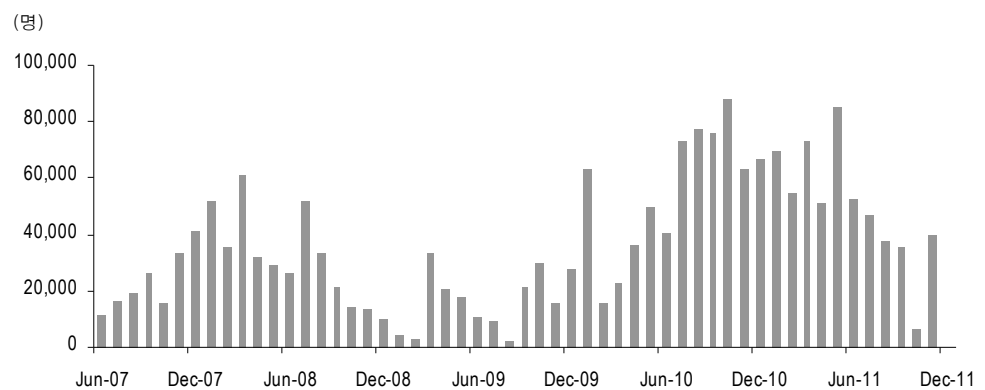
자료: KDDI

NTT DOCOMO의 MNP



자료: NTT DOCOMO

SOFTBANK의 MNP

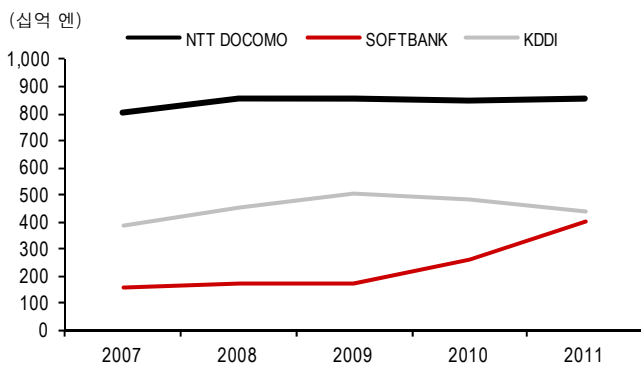


자료: SOFTBANK

M/S의 하락에도 불구하고 NTT Docomo의 영업이익은 견조한 흐름을 유지했다. 한국의 상황과 달리 가입자 유치 경쟁이 치열하게 전개되지 않았기 때문이다. 이는 일본 통신 시장의 낮은 해지율이 입증한다.

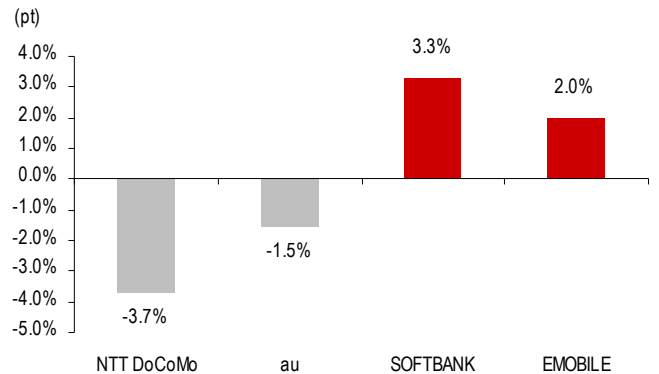
일본의 사례를 보면 적어도 이익 관점에서는 M/S가 그렇게 큰 의미를 갖지는 않는다. M/S를 크게 잃은 NTT Docomo의 이익은 지난 4년 간 감소하지 않았다. M/S는 잃었지만, 가입자 절대규모는 소폭이라도 증가했고, 해지율 하락을 통해 마케팅비용 부담은 적어졌기 때문이다. M/S와 이익간의 상관관계를 극명하게 보여주는 사례이다.

일본 통신 사업자의 무선 부문 연간 영업이익 추이



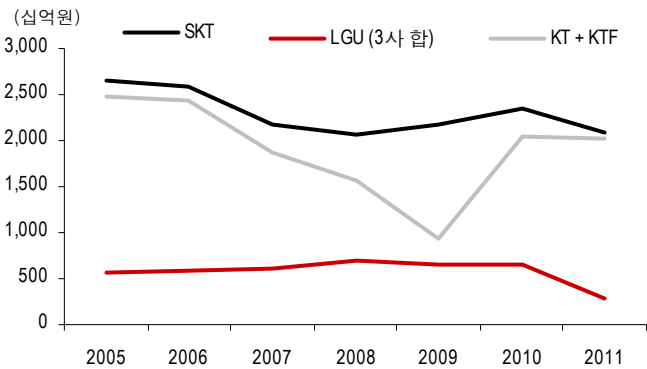
자료: 각사 제공

일본 무선 통신 시장 가입자 M/S의 변화 (2008.12 대비 2011.12)



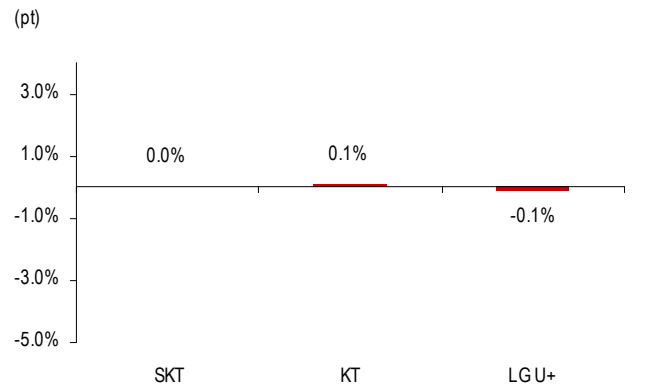
자료: 각사 제공

한국 통신 사업자의 연간 영업이익 추이



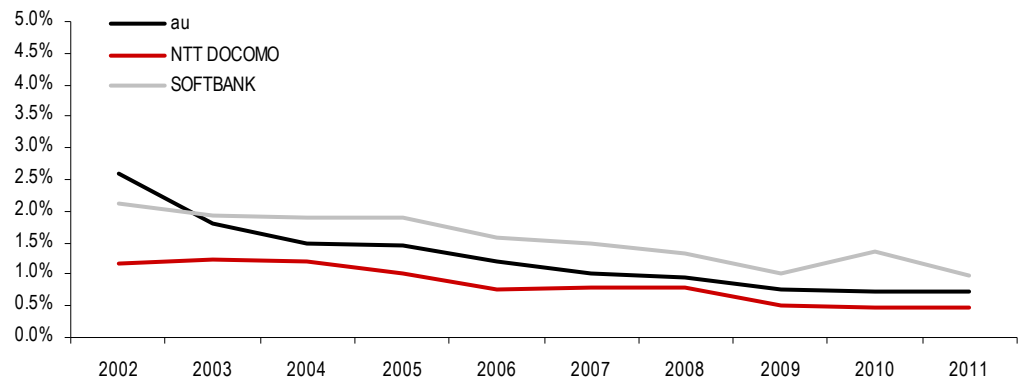
자료: 각사 제공; 2009년 6월 1일 기준 KT 합병, 2010년 1월 기준 LG3사 합병

한국 무선 통신 시장 가입자 M/S의 변화 (2008.12 대비 2011.12)



자료: 각사 제공

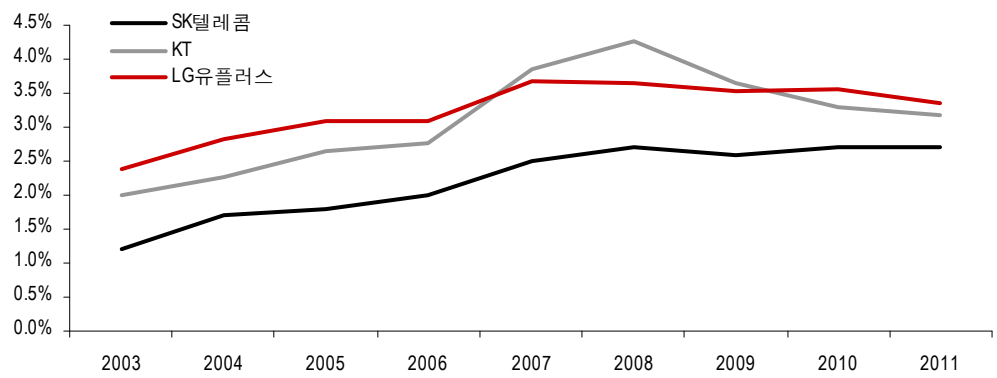
일본 통신사별 해지율



자료: 각사 제공

주: 2010년 SOFTBANK의 고점은 2G 서비스가 종료에 기인

한국 통신사별 해지율



자료: 각사 제공

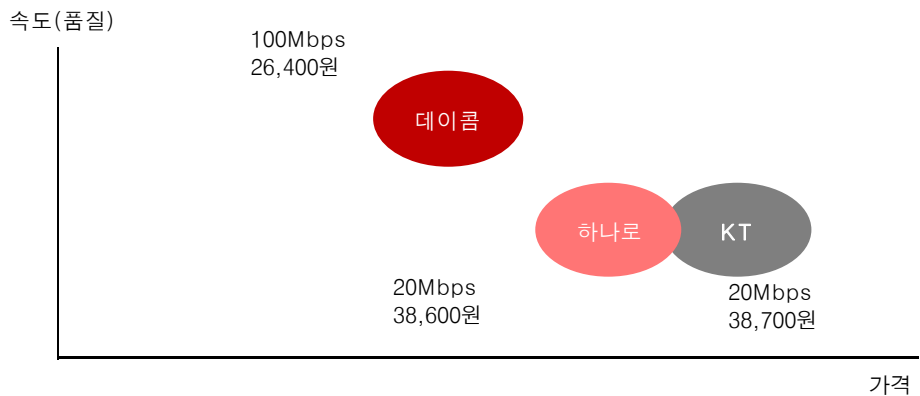
유선 통신사업의 사례 (2006~2008)

LG데이콤과 LG과워콤, 양사가 2006년 이후 초고속인터넷 시장과 유선 전화 시장에서 보여준 성장 과정도 참조할 필요가 있다.

LG데이콤과 LG과워콤은 2005년 3분기 초고속인터넷 시장에 본격적으로 진출했고, 유선전화 시장에는 VoIP를 무기로 2007년부터 본격적으로 진출했다. 당시 양사는 강력한 광 네트워크를 바탕으로 기업 통신 시장에서는 비교적 선전했으나, 소매 시장에서는 존재감이 없는 상태였다. 하지만 광랜(2005년)과 VoIP(2007년)를 서비스 출시를 계기로, 양사의 소매 가입자는 폭발적으로 증가하기 시작했고, 매년 10% 이상의 매출 성장률을 기록하기에 이른다.

당시 소매 시장에서 보여준 양사의 선전 배경에는 서비스 품질, 그리고 이에 반비례한 낮은 가격, 할인점과의 제휴를 통한 유통 경쟁력 확보 등이 있었다. 그리고 무엇보다도 경쟁사의 구조적 실적 부진이라는 환경 변화의 힘이 컸다. 현재 우리가 주목하는 부분이다.

LG 광랜의 매력



자료: 동양증권 리서치센터

2007년 도입 당시 VoIP와 PSTN 요금제 비교

		VoIP	Hanaro PSTN	KT PSTN
기본료		2,000	4,500	5,200
통화료	이동전화(10초)	11.7	14.5	14.5
	시외전화(10초)	38	261	261
	시내전화(3분)	38	39	39

자료: 동양증권 리서치센터

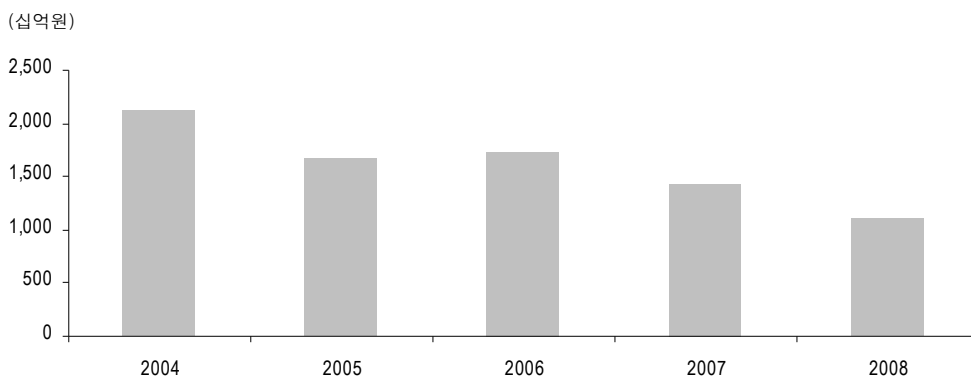
당시 LG가 빠른 시간 내에 점유율을 확대할 수 있었던 배경에는 LG가 내놓은 광랜 & VoIP서비스의 자체 경쟁력이 좋았을 뿐 아니라, 경쟁사인 KT가 실적 부진에 시달리고 있었던 것도 한몫했다. 2004년 이후 4년에 걸쳐 KT의 영업이익은 2조1,271억원(2004년)에서 1조1,136억원(2008년)으로 급전직하한다. 영업이익 감소의 원인은 PSTN과 초고속인터넷 등 주요 사업의 매출이 부진한 동시에, 고정비 부담이 커짐에 따른 결과였다. 이는 통신사업에서 매출의 중요성을 다시 한번 강조할 수 밖에 없는 실증적 사례이다. 매출액이 감소하면서, 마케팅비용 재원은 그만큼 줄어들게 되고, 이는 다시 매출 감소로 이어지는 악순환의 전개과정이었다.

KT 2004~2008년 실적 추이 (십억원)

	2004	2005	2006	2007	2008
매출액	11,851	11,877	11,772	11,936	11,785
전화	4,478	4,397	4,247	4,174	3,952
L-M	1,883	1,774	1,737	1,597	1,394
인터넷	2,655	2,805	2,695	2,761	2,624
회선임대	1,167	1,168	1,078	1,098	1,095
무선매출	1,125	1,155	1,350	1,509	1,564
위성	120	115	110	103	108
IPTV	0	0	1	8	47
기타	423	465	554	686	1,002
마케팅비용	751	827	867	1,054	1,173
감가상각비	2,279	2,172	2,118	2,133	2,203
지급수수료	659	661	666	698	738
지급임차료	85	59	66	77	75
인건비	2,340	2,626	2,593	2,680	2,649
기타	3,609	3,867	3,723	3,864	3,834
영업비용	9,723	10,212	10,034	10,506	10,671
영업이익	2,127	1,664	1,737	1,429	1,113

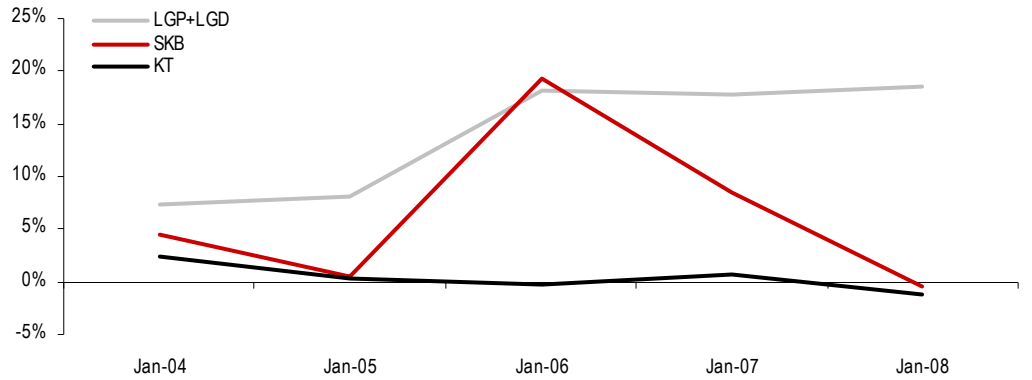
자료: KT

KT 영업이익 추이 (2004-2008)



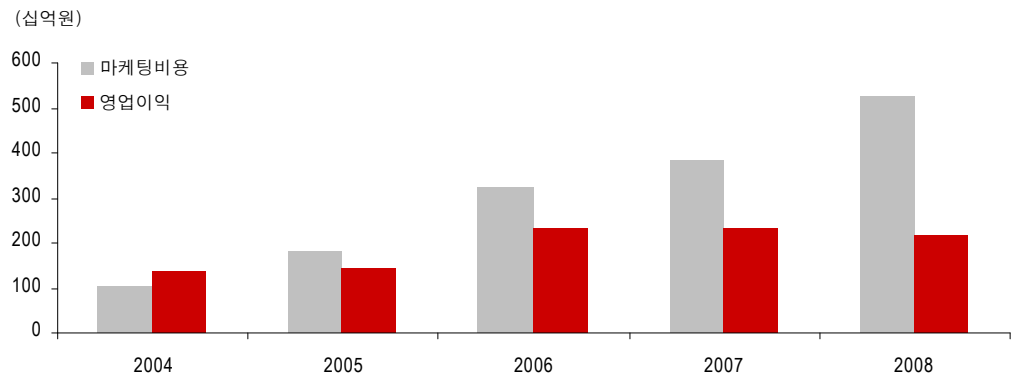
자료: KT

2004년 이후 유선통신 3개사의 성장률 비교



자료: 각사 제공, 전년대비 매출액 성장률

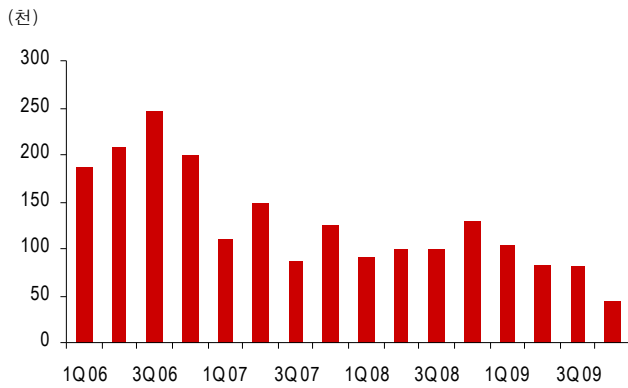
LG 데이콤 영업이익/마케팅비용 추이 (2004-2008)



자료: 동양증권 리서치센터

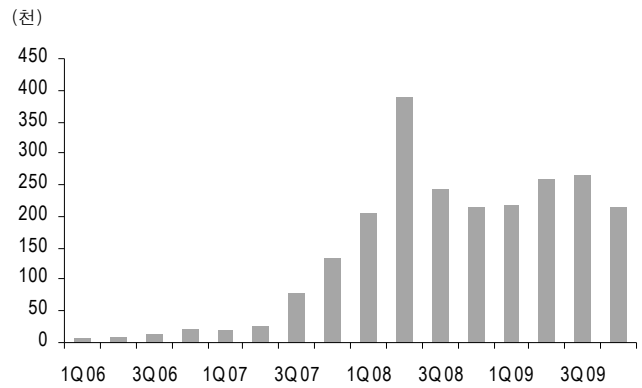
동 기간 KT와 LG데이콤/LG과워콤의 M/S는 상반된 결과를 보여주게 된다. 우리는 당시 KT가 시장 경쟁 변화에 대응하지 않은 것이 아니라, 제대로 대응하지 못했다고 생각한다. KT는 LG데이콤이 유선 소매 시장에 뛰어든 이후 마케팅비용 증가를 통해 적극적으로 방어했으나, 매출액이 감소하면서 이익 감소가 매우 빠르게 진행되었다. 일정 수준이 되자, 더 이상 비용을 늘릴 수 없는 상황에 직면하게 된 것이다. 만약 당시에 자회사인 KTF와 합병 하지 않았다면, 동사의 영업이익은 1조 원 이하로도 감소할 수 있는 상황이 전개되었다.

LG 데이콤/LG 파워콤 초고속인터넷 가입자 순증 추이



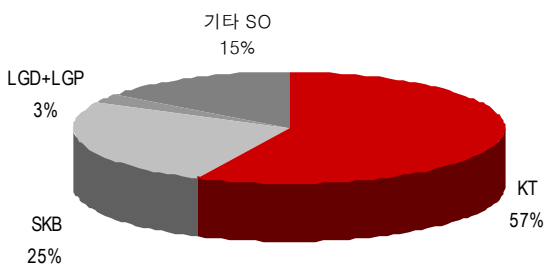
자료: 각사 제공, 합산 기준

LG 데이콤/LG 파워콤 유선전화 가입자 순증 추이



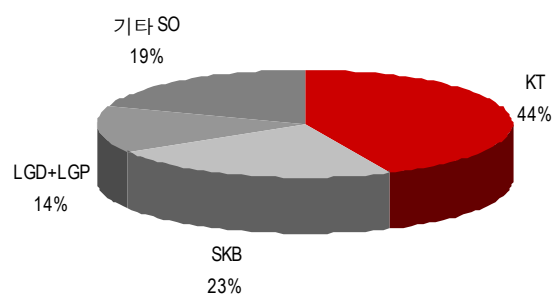
자료: 각사 제공, 합산 기준

초고속인터넷 M/S - 2005. 3Q



자료: 각사 제공

초고속인터넷 M/S - 2008



자료: 각사 제공, 연말 기준

결론 : SKT 와 KT 의 2012년 마케팅비용 지출 규모는 축소될 것으로 전망

앞서 제시한 사례는 2012년 이후 이동통신 시장에 그대로 적용될 가능성이 높다.

2010년과 2011년 실적을 비교해서 보자. SK텔레콤과 KT의 매출 증가율은 하락하고 영업이익은 감소한다. 이는 2005년 유선시장에서 KT가 겪었던 상황의 대자부일 수 있다. 마케팅비용이 줄었음에도 불구하고 영업이익이 감소한 것은 매출 증가 규모가 고정비의 상승을 상쇄하지 못했기 때문이다. 감가상각비, 지급수수료, 임차료, 주파수 이용료 등은 모두 전년 대비 증가하였다.

SK 텔레콤과 KT 의 실적 (개별 기준) (십억원)

	SK 텔레콤		KT	
	2010	2011	2010	2011
매출액	12,550	12,705	19,918	19,684
영업이익	2,355	2,095	2,034	1,624
마케팅비용	3,067	3,004	2,085	2,065

자료: 동양증권 리서치센터

주 : KT의 경우 발표 실적에서 KT 스카이라이프 투자주식처분 이익(1,874억원), 부동산 처분 이익(2,958억원), 2G 종료 관련 비용(800억원) 등의 일회성 이익(비용) 영향 제거

통신사 주요 비용 비교 (2010 VS 2011) (단위: 십억원)

	SKT		KT		LGU	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
마케팅비용	3,323	3,255	2,249	2,230	1,691	1,514
감가상각비	1,648	1,825	3,040	2,838	1,008	935
지급수수료	4,945	5,228	1,355	1,485	644	828
지급임차료	303	315	265	287	264	280
인건비	587	566	2,255	2,386	479	532
주파수 상각비	121	154	94	125	NA	NA
수선비	181	203	NA	NA	85	88

자료: 동양증권 리서치센터

CAPEX 추이 (십억원)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
SKT	1,570	1,383	1,467	1,856	1,918	1,769	1,845	2,300	2,600
KT(KTF 합산)	2,878	2,739	3,390	3,332	3,150	2,959	3,057	3,319	3,800
LG 유플러스	631	697	855	1,159	1,317	1,246	1,148	1,716	1,400

자료: 동양증권 리서치센터

우리가 우려하는 것은 2012년에도 SK텔레콤과 KT의 매출에 대한 전망이 부정적이라는 점이다. 이는 이동통신 가입자 증가 폭이 축소되고 있고, 연간 기준 ARPU 상승 가능성은 낮기 때문이다. 게다가 KT의 경우에는 PSTN 매출이 2,500억원 규모로 감소될 전망이다.

비용 측면에서는 LTE 서비스를 개시하면서 감가상각비, 주파수 이용료, 임차료, 수선비 등 각종 고정비는 증가하고 있다. 앞으로도 700MHz 등 추가 주파수 확보가 필요하다. 이익의 감소를 예상할 수 밖에 없는 상황이다.

따라서 우리는 SK텔레콤과 KT의 2012년 마케팅비용 지출 규모는 2011년 대비 축소될 것으로 전망한다. 한국 이동시장 성장 곡선의 기울기가 바뀐 이상 이는 선택이 아닌 필수일 것으로 전망된다. 마케팅비용이 축소되지 않으면 양사의 이익 감소는 불가피 하다. SK텔레콤은 성장 구조가 바뀌고 있고, 이를 적시에 적절하게 지원하기 위한 체력이 유지되어야 한다. KT는 이동통신업종의 저성장 진입에 이어, 유선전화 매출액 감소도 지속된다. 향후 3년간 2,000원 배당지원 약속을 지키기 위해서는 철저한 비용 통제가 수반되어야 한다.

KT의 LTE 전국망 구축은 4월에 마무리된다. 투자자는 KT의 LTE 전국망 구축 이후 경쟁 과열 가능성에 대해 우려한다. 우리도 2분기에는 이동통신 3사간 가입자 유치 경쟁이 치열해질 가능성이 높을 것으로 판단한다. 경쟁의 새로운 정립 과정이 전개되고 있기 때문이다. 하지만 이는 과거에 비해서는 기간이 짧게 전개될 것으로 전망한다. SK텔레콤과 KT 입장에서는 연간 기준으로는 마케팅 비용을 줄여야 하는 상황이기 때문이다.

주파수 관련 투자 비용			
SKT	대역	사용개시시점	취득원가(억원)
3G	2.1GHz (40Mhz)	2003.12.29	13,000
3G	2.1Ghz (20Mhz)	2010.10.7	1,052
LTE(20),3G(10)	800Mhz (30Mhz)	2011.7	4,165
4G	1.8Ghz (20Mhz)	2012년 말	9,950
Wibro	2.3 Ghz (27Mhz)	2006.06.30	176
KT	대역	사용개시시점	취득원가(억원)
4G	800MHz(10)	미정	2,610
4G	1.8 GHz(20)	2012.1	1,916
3G	2.1 GHz(40)	2007	12,000
4G	900Mhz(20)	2013	2,498
Wibro	2.3GHZ(30)		
LGU+	대역	사용개시시점	취득원가(억원)
(4G)	2.1Ghz (20Mhz)	2012.2H	4,455
2.5G	1.8Ghz (20Mhz)		1,955
4G	800Mhz(20Mhz)	2011.7	2,514

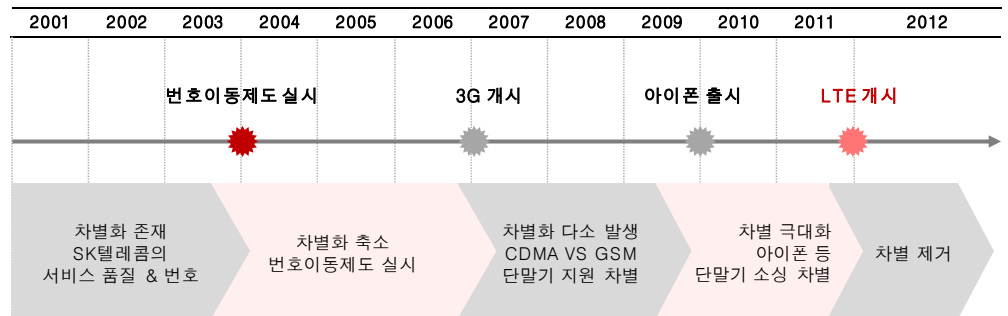
자료: 동양증권 리서치센터

Part 2. Commodity 化. 그리고 경쟁력

통신서비스 업종의 Commodity化는 전 세계 통신사업자가 예외 없이 겪고 있는 문제이며, 이를 극복하기 위한 글로벌 통신사업자의 치열한 노력이 전개되고 있다. 대부분의 통신 시장은 공급자의 수가 2~4개 수준에 불과하기 때문에 충분히 과점 산업에 나타날 수 있는 단합의 여지가 있음에도 불구하고, 가격 & 마케팅 경쟁이 과도한 수준으로 전개되었다. 이는 매출과 연계되지 않는 고정적 비용 비중이 높기 때문에, 가입자 확보만 전제된다면 충분히 경쟁 비용을 감내할 수 있었기 때문이다. 그리고 이러한 경쟁은 주로 후발 사업자에 의해 주도되고 있다. 시장 성장이 정체되어 있더라도 후발사업자는 M/S 확보를 통해 성장할 수 있기 때문이다. 따라서 선발사업자 입장에서는 차별성 확보를 통해 이러한 후발사업자의 M/S 확장 노력을 방어하고자 하는데, 지금까지는 국내 통신 시장에서 선발사업자의 그러한 노력이 힘을 발휘했다. 요약하면 통신서비스의 Commodity化 정도에 따라 선발사업자와 후발사업자간 경쟁 여건이 변화하게 된다.

한국 통신서비스 업종은 차별화와 비차별화 과정을 반복하며, 꾸준한 진화를 거듭해왔다. 2004년 이전에는 통화 품질과 번호에 대한 사람들의 인식이 차별화의 키였고, 2004년 이후 번호이동제도가 시작되면서 사업자간 차별성이 사라졌다. 2007년 3G 서비스가 시작되면서 단말기 소싱 측면에서 차별화 과정이 나타났고, 2009년 말 아이폰 출시 이후 SK텔레콤 & KT VS LG유플러스간 차별화가 극대화되었다. 동 기간에 LG유플러스의 M/S는 하락했고, 심지어 분기 적자까지 기록했다.

한국 통신서비스 업종의 Commodity 化 과정



자료: 동양증권 리서치센터

통신사업에서 가입자 유치 경쟁력은 1)네트워크, 2)휴대폰, 3)서비스 품질(주파수), 4)서비스 요금 5)보조금 등의 5가지 요소에 의해 결정된다. 앞서 서술한 바와 같이 서비스 요금을 제외하면 SK텔레콤이 모든 경쟁 요소에서 지난 10년 이상 경쟁사를 앞섰다. 하지만 이러한 경쟁력의 격차가 현저히 변화하고 있다. LTE 서비스를 계기로 그렇다.

네트워크 & 휴대폰

네트워크 경쟁력은 서비스 품질과 휴대폰 경쟁력에 지대한 영향을 미친다. 특히 한국의 경우에는 2007년 이후 LG유플러스만 CDMA EVDO R.A로 진화하고, SK텔레콤과 KT의 경우에는 WCDMA로의 진화 과정을 거치면서 경쟁력 격차가 발생했다. 그 이후 LG유플러스의 고객은 두 가지 측면에서 차별 대우를 받았다. 단말기의 선택권이 제한되었고, 네트워크 품질 역시 경쟁사에 비해 취약했다. 데이터 다운로드 속도만 해도 경쟁사의 3G 네트워크의 1/3 수준이었다. 경쟁사가 아이폰과 갤럭시S를 출시할 때 LGU+는 피쳐폰 판매에 나서는 수 밖에 없었다. 스마트폰이 나오기 전에도 LG유플러스는 삼성전자, 모토로라 등으로부터 상대적인 차별을 받았고, 교육지책으로 일본 Casio社의 CAN-U 모델을 가져오기도 하였다. 문제의 근본적인 원인은 한국 시장에서 동사만 CDMA 네트워크를 채택했던 것에 있었다.

	2G	2.5G	3G	3.5G	4G
데이터 전송 속도	64Kbps	1Mbps	3Mbps	5~10Mbps	75Mbps~
CDMA	'96 SKT '97 KT,LGU+	'07 LGU+ (EVDO R.A)			
GSM			'07 SKT,KT (WCDMA)	'09 SKT,KT (HSPA+)	'11 SKT,KT,LGU+ (LTE)

자료: 동양증권 리서치센터

하지만 LTE 도입으로 LG유플러스는 이러한 차별 요소를 한번에 제거하였다.

우선 단말기 도입 과정에 차별이 제거되었다. 기술적 통일성이 이뤄졌기 때문이다. 국내 출시된 모든 LTE폰을 LG유플러스는 경쟁사와 시차 없이 공급하였다. 이는 아이폰도 예외가 아닐 것이다. 아이폰5 LTE 버전이 나온다면 LG유플러스를 포함한 국내 3개 이통사에서 모두 출시할 가능성이 높다. 오히려 LG유플러스는 미국 및 일본의 LTE 주파수 대역과 동일한 2,100MHz 대역에서 LTE 서비스를 제공할 수 있다는 점에서 단말기 소싱의 유연성이 더 커질 것으로 전망된다.

통신사	폰/패드	베가 LTE ex	갤럭시노트	갤럭시 S2 HD LTE	옵티머스 LTE Tag	옵티머스 LTE	옵티머스 뷰	갤럭시 S2 LTE	베가 LTE	HTC Raider
LGU	폰/패드	베가 LTE ex	갤럭시노트	갤럭시 S2 HD LTE	옵티머스 LTE Tag	옵티머스 LTE	옵티머스 뷰			
SKT	폰/패드	베가 LTE M	갤럭시노트	갤럭시 S2 HD LTE	옵티머스 LTE Tag	옵티머스 LTE	옵티머스뷰	갤럭시 S2 LTE	베가 LTE	HTC Raider
KT	폰/패드	베가 LTE M	갤럭시노트	갤럭시 S2 HD LTE	옵티머스 LTE Tag					

자료: 동양증권 리서치센터

글로벌 통신 사업자의 LTE 주파수 대역

국가	통신사	주파수대역 (MHz)
한국	SKT	800 / 1,800
	LGU+	800 / 2,100
	KT	1800
미국	Verizon	700
	AT&T	700 / 2,100
일본	NTT Docomo	2,100
독일	T-Mobile	800
스웨덴	Telasonera	2,600
호주	Telstra	1,800
싱가포르	M1	1,800 / 2,600

자료: 동양증권 리서치센터

네트워크 전송 속도의 차별성도 제거되었다. 다음은 네트워크 속도 측정 회사인 Benchbee에서 제공하는 이동통신 3사의 모바일 품질 비교 결과물이다. 3G서비스에서 나타나는 3사간 격차에 비해 LTE에서 3사간 차이는 의미 없는 수준이다.

모바일 품질 비교

	Down (Mbps)			Up (Mbps)			RTT (ms)			Loss (%)		
	SKT	KT	LGU+	SKT	KT	LGU+	SKT	KT	LGU+	SKT	KT	LGU+
3G	2.3	2.0	1.2	1.0	0.8	0.7	117.0	117.0	125.0	1.2	1.1	1.8
LTE	29.8	27.9	27.5	11.5	10.2	11.6	37.0	38.0	40.0	0.3	0.2	0.2

자료: 벤치비, 주: 전국 기준, 10주간 조사 결과

일각에서는 LG유플러스가 CDMA+LTE 서비스를 제공한다는 점에서 경쟁사의 WCDMA+LTE 대비 열위에 있다고 주장하는 시각도 있다. 단말기 소싱에 여전히 차별이 존재할 수 있다는 시각이다. 하지만 오히려 현재 단말기 제조사 입장에서는 CDMA+LTE 기술이 보다 큰 시장이다. 동일 기술을 채택한 북미 Verizon 덕분이다. 글로벌 사업자 기준으로는 WCDMA+LTE 시장은 아직 본격적으로 열리지도 않았다. 북미 기준 AT&T의 LTE 도입 속도는 Verizon에 비해 현격히 느리다. 게다가 금년 말이면 LG유플러스의 LTE 전국망 구축이 완료되면서 이러한 논란조차 제거될 것이다. CDMA를 빼고 LTE 원칙으로 대응 가능하기 때문이다.

북미 LTE 현황

	Verizon	AT&T	MetroPCS
Coverage Cities	203	32	14
Subscribers (mn)	5.4	-	0.5
% of LTE	5%	-	5%
Promoting Phones	Motorola Droid RAZR MAXX (\$300)	Nokia Lumia 900 (\$100)	Galaxy Attain (\$199) LG Connected (\$299) LG Esteem (\$299)

자료: 동양증권 리서치센터

서비스 품질 & 주파수

서비스 품질은 네트워크의 기술적 특성 / CAPEX / 주파수 등에 좌우된다.

음성서비스의 기술적 특성 측면에서는 LG유플러스가 우수한 것으로 언론 상에 보도되고 있다. CDMA와 LTE를 동시에 지원하는 LG유플러스의 경우 스마트폰에 LTE과 기존 CDMA를 지원하는 칩을 별도로 내장해 음성통화가 상대적으로 안정적이다. 반면 SK텔레콤과 KT의 경우 스마트폰의 통신칩 1개에 3G와 4G 기능을 내장하여 통화 품질 측면에서 상대적으로 불안정한 것으로 알려져 있다. 물론 LG유플러스가 채택한 방식은 통화 품질은 안정적이지만 배터리가 빨리 닳는 것이 단점으로 지적된다. 하지만 적어도 통화 품질 측면에서는 상대적으로 앞서고 있는 것이 사실이다. (조선일보 3/6일자 기사 발췌)

실제로 지난 4월 11일 방송통신위원회 고객센터에 따르면 올해 1월부터 3월까지 접수된 LTE 관련 공개민원 72건 중 70건이 SKT 관련 민원인 것으로 나타났다. LG유플러스와 KT 관련 민원은 각 1건에 그쳤다. 비공개 민원을 포함한 전체 LTE 관련 민원건수는 3월까지 총 513건이 방통위에 접수됐다. 방통위가 이통사별 민원건수를 공개하지 않았지만, SKT 관련 민원이 가장 많은 것으로 알려졌다. 지난 4월 초 기준 LTE 가입자는 SKT가 180만명으로 가장 많고, LG유플러스가 150만명을 갓 넘어섰다. KT는 40만명 수준이었다. SKT와 LG유플러스 가입자 수 차이가 크지 않음에도 SKT에만 민원이 몰렸다는 점에서 서비스 품질의 차이를 짐작할 수 있다. SKT 관련 민원 대부분은 통화 중 끊김, 발신 및 수신불량 등 음성통화 관련 내용으로 파악된다.

	1월	2월	3월	4월
SK 텔레콤	29	21	19	69
KT			1	1
LG 유플러스	1			1

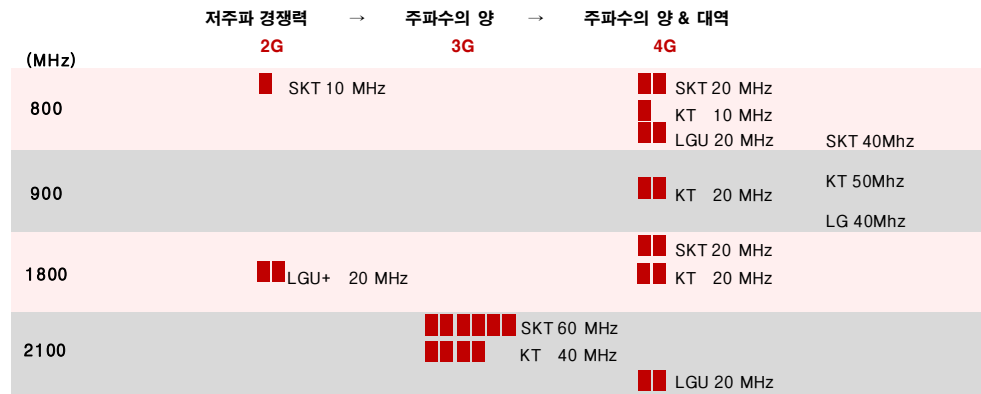
자료: 방송통신 위원회

주파수 경쟁력도 변화하고 있다. 주파수 경쟁력은 2G → 저주파 대역 확보 여부, 3G → 보유 주파수의 양, 4G → 보유 주파수의 양 & 대역으로 변화해 오고 있다. 2G 서비스에서는 저주파 대역을 보유한 SK텔레콤이 경쟁 우위를 견지했고, 3G 서비스에서도 가장 많은 주파수 대역을 보유한 SK텔레콤이 경쟁 우위였다. 반면 4G에서는 그 양상이 바뀌고 있다. 보유 주파수 대역 기준으로는 KT > LGU+ = SKT이다. 하지만 전체 가입자 대비로 보면 SK텔레콤의 주파수 보유량이 가장 적다. 가입자 수가 적은 현 시점에서는 큰 문제가 되지 않지만, 가입자 수가 많아지고, 이용량이 증가하면서 통화 품질과 직결될 수 있는 부분이다. 주파수 경쟁 우위라는 측면에서 보면 2G~3G에 걸쳐 SK텔레콤이 가졌던 헤게모니는 더 이상 존재하지 않는다.

2011년 1.8GHz 주파수 경매가 장장 82라운드까지 진행되며 최초 경쟁 가격 4,455억원에 비해 두 배 이상 높은 9,950억원에 SK텔레콤이 낙찰 받은 것은 LTE 주파수 확보의 중요성을 대변한다. 만약 SK텔레콤이 당시 주파수 확보에 실패했다면, SK텔레콤의 LTE 주파수 보유량은 통신 3사 가운데 가장 적은 30MHz였을 것이다. 향후에도 주파수 경매는 계속 진행될 것인데, 추가 확보가 가장 절실한 사업자는 SK텔레콤일 것이다. 주파수 경매 가격이 계속 높은 수준을 유지할 가능성이 높은 이유이다.

대역폭 측면에서도 유불리가 존재한다. 글로벌하게 2,100MHz 대역으로 통일되었던 3G 서비스와 달리 4G 주파수는 파편화되어 있기 때문이다. 비교적 스탠다드에 맞춘 주파수 보유 여부가 경쟁력의 차이로 연결될 가능성이 있다. 4G에서는 700MHz, 2,100MHz, 2,600MHz 등이 대표적이다. 현재까지는 LG유플러스만이 이에 부합한다.

주파수 이용 현황 및 경쟁력의 변화



(참고) 글로벌 LTE 주파수 대역
 North America - Uses 700MHz and 2,100MHz
 Asia Pacific - 800MHz and 2,100MHz (일본 2,100MHz)
 Eastern Europe - 800MHz, 1,800MHz, 2,300MHz and 2,600MHz
 Western Europe, Middle East and Africa - 800MHz and 2,600MHz

자료: 동양증권 리서치센터

4G 주파수 보유량

	4G 주파수 보유량
SKT	40MHz
KT	50MHz
LGU	40MHz

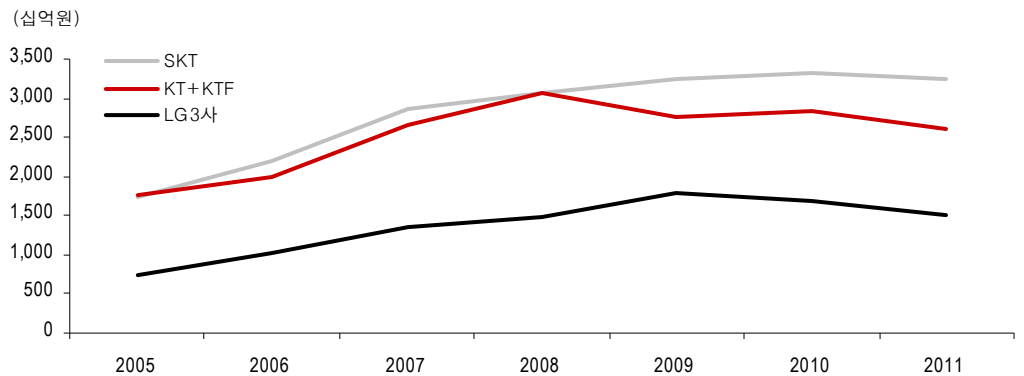
자료: 동양증권 리서치센터

서비스 요금 / 보조금 / 유통망

앞에서 지정한 네트워크 / 단말기 / 주파수 / 서비스 품질 등은 기업의 기초 체력에 해당되는 영역이다. 반면 서비스 요금과 보조금은 사업자의 전략이자 경쟁을 위한 도구이다. 기초 체력이 뛰어나면 경쟁사에 비해 높은 서비스 요금을 받을 수 있고, 더 적은 보조금을 지급해도 충분히 경쟁이 가능하다.

지난 몇 년 간 SK텔레콤의 마케팅 전략은 주로 보조금에 집중되었다. 1위 사업자인 SK텔레콤의 입장에서 서비스 요금 경쟁은 장기적 성장 잠재력을 제한할 수 있다는 점으로 인해 최대한 자제되었다. 지난 7년간 마케팅비용 지출 규모가 꾸준히 증가한 이유이다.

이동통신 3사의 마케팅비용 지출 규모 추이 (십억 원)



자료: 동양증권 리서치센터

그럼에도 불구하고 SK텔레콤이 적극적 요금 전략으로 나선 적이 두 번 정도 있었다. 그 첫번째 사례는 2010년 7월 3G 무제한 데이터 요금제 도입이었고, 두번째는 2012년 4월 LTE 데이터 제공 용량을 대폭 확대한 것이었다. 3G 무제한 데이터 요금제의 선제 도입은 경쟁사인 KT가 아이폰과 WiFi 경쟁력으로 SK텔레콤에게 창사 이래 최대의 위협을 가했던 시기에 이루어졌다.

이러한 맥락에서 지난 4월 전격적으로 시행된 SK텔레콤의 데이터 용량 확대 제공도 분명히 SK텔레콤이 느낀 경쟁사의 공세에 대한 위협을 전제하리라 생각된다. 이는 LG유플러스의 경쟁력이 경쟁사에게 위협을 줄 정도로 개선되었음을 간접적으로 대변한다. 한편으로 이는 SK텔레콤의 처한 마케팅비용 지출 여력 부족 상황을 암시하기도 한다. 어찌되었건, 우리가 주목할 부분은 LG유플러스가 SK텔레콤에게 위협적인 존재로 성장했다는 것이다.

금번 데이터 용량 확대 조치는 SK텔레콤의 LTE 주파수 보유 현황을 고려해 봤을 때 분명히 SK텔레콤에게 부메랑이 되어 돌아 올 수도 있는 선택이었다. 그럼에도 불구하고 데이터 제공 용량을 확대한 것은 마케팅 혹은 경쟁사의 압박에 대한 절박감이 작용했으리라 판단된다. 반대로 이러한 위협 강도에 비하면 1분기 마케팅비용 경쟁은 과거에 비해서 과열되지 않았다. 이는 어쩌면 SK텔레콤이 마케팅비용 경쟁에 과거와 같이 공격적으로 나설 만큼 실적 여건이 받쳐주지 못함을 의미하는 것일 수도 있다.

서비스 요금의 차이가 사업자 경쟁력의 차이를 대변한다고 보면, 4G서비스를 통해 SK텔레콤과 LG유플러스간 경쟁력의 격차가 얼마나 좁혀졌는지를 알 수 있다. 2G 서비스 당시 SK텔레콤과 LG텔레콤간 요금은 할인 프로그램 선택을 최대로 했을 경우 30% 가까이 격차를 보였다. 반면 4G 서비스의 경우에는 양사간 차이가 거의 없다. 경쟁력 측면에서 요금에 차이가 있을 이유가 없기 때문이다.

2G 당시 SK 텔레콤과 LG 텔레콤의 이동통신 서비스 요금 비교

MOU	LGT	SKT	vs.SKT	After F/D	vs.SKT	After 30/40	vs.SKT
250	34,500	39,570	-13%	28,635	-28%	30,000	-24%
500	50,250	59,720	-16%	41,708	-30%	39,225	-34%
700	63,750	75,400	-15%	53,913	-30%	51,375	-32%
1000	82,000	99,700	-18%	68,060	-32%	67,800	-32%

자료: 동양증권 리서치센터
 주 : F/D = Family Discount, 30/40 Discount

SK 텔레콤과 LG 유플러스의 LTE 요금제 비교

LTE 요금제	요금	LGU+			SKT		
		음성 (분)	문자 (건)	데이터 (GB)	음성 (분)	문자 (건)	데이터 (GB)
LTE34	34,000원	160	200	0.75	120	200	0.55
LTE42	42,000원	200	200	0.15	180	200	1.1
LTE52	52,000원	250	250	2.5	250	250	2
LTE62	62,000원	350	350	6	350	350	5
LTE72	72,000원	500	450	10	450	450	9
LTE85	85,000원	750	650	14	650	650	13
LTE100	100,000원	1,200	1,000	20	1,050	1,050	18
LTE120	120,000원	1,500	1,000	24	없음		

자료: 동양증권 리서치센터

이러한 논리는 보조금에도 동일하게 적용된다. 단말기별로 다르긴 하지만, SK텔레콤과 LG유플러스에서 구입하는 단말기 가격은 그리 차이가 나질 않고, 오히려 특정 단말기의 경우에는 SK텔레콤에서 구입하는 경우가 LG유플러스에 비해 훨씬 저렴하다. 그럼에도 불구하고 LTE 가입자 증가 추세는 SK텔레콤과 LG유플러스간 격차가 거의 없다. 또 다른 경쟁력이 우위에 있다는 의미이다.

단말기 / 통신사별 월 청구 금액 (통신비 + 단말기 비용)

(원)

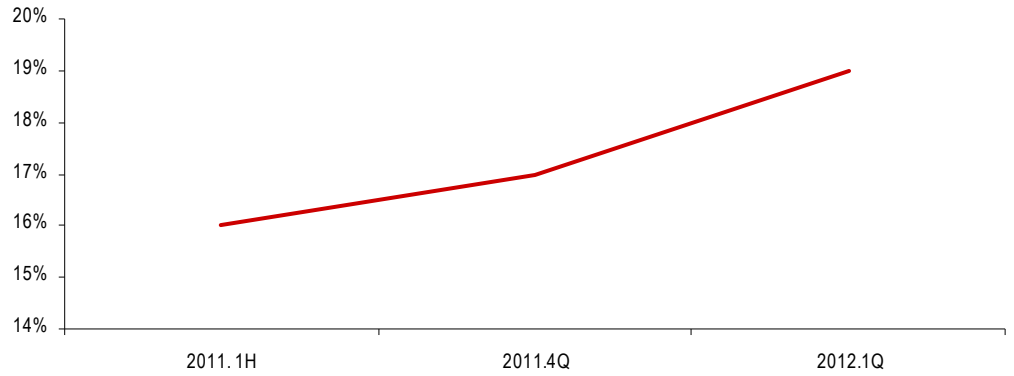
	옵티머스 LTE	갤럭시 S2 HD LTE	갤럭시 노트 (16GB)
SKT	44,397	54,817	66,500
KT	N/A	71,440	58,267
LGU+	49,700	62,000	68,450

자료: 세티즌, 동양증권 리서치센터, 주: 62요금제, 24개월 할부, 번호이동 기준

유통 경쟁력의 개선

유통 경쟁력 개선도 눈에 띈다. LG유플러스는 전통적으로 직영 유통망이 강했던 회사다. 3사 제품을 모두 취급하는 2차점에서 상대적으로 차별 받은 것에 대한 교육지책이었다. 하지만 LTE 서비스를 계기로 회사의 경쟁력이 올라오면서 2차점 비중도 같이 높아지고 있다. 3사 서비스를 모두 취급하는 2차점에서 동사의 제품을 적극적으로 판매하기 시작했다는 의미이다.

2 차점 M/S 추이



자료: LG유플러스

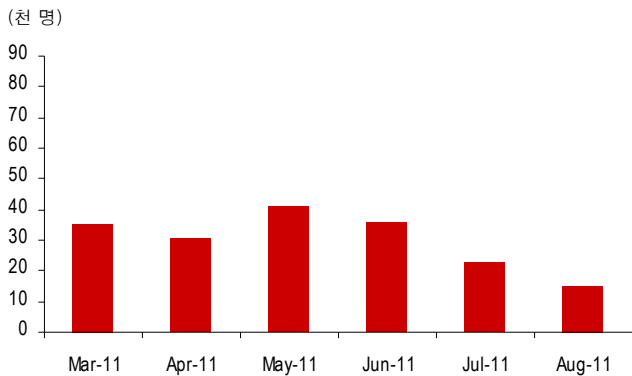
결과는 점유율로 나타난다

SK텔레콤이 최근 실시한 온라인 캠페인 ‘즐거봐라’는 SK텔레콤의 차별화 의지를 보여준다. 기술적인 내용을 떠나 LTE 콘텐츠로 경쟁하자는 메시지인 셈이다. 이는 전적으로 LG유플러스와의 차별화를 피하기 위한 전략이다. 반면 그만큼 기술적 측면에서는 LG유플러스와 차별화하기 어렵다는 의미로 받아들일 수 있다. 문제는 소비자들이 이러한 메시지를 정확하게 이해하지 못한다는 점이다.

전체적으로 경쟁력 격차가 축소된 가운데, 서비스 요금과 보조금 규모까지 별다른 차이가 없다면 이는 후발사업자에게 유리한 경쟁 환경 전개를 의미한다. 각 사의 상품이 소비자에게는 차별성 없는 Commodity로 인식될 뿐이고, 이러한 구조가 전제되면 현재 5:3:2의 M/S가 자연스럽게 수렴될 것이기 때문이다.

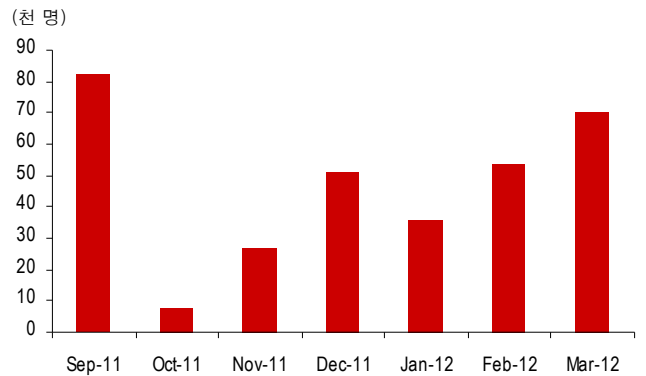
실제로 LTE 이전과 이후의 M/S 동향은 의미 있는 차이를 보이고 있다. 이러한 현상을 억제하기 위해서는 SK텔레콤이 보조금을 높이거나, 서비스 요금을 낮출 수 밖에 없다. 이미 서비스 요금은 지난 3월 말 경쟁사 수준으로 현실화 시켰다. 그럼에도 불구하고, LG유플러스의 가입자 증가 추세는 전혀 변함이 없이 오히려 강화되고 있다. 2010년 SK텔레콤이 무제한데이터 요금제를 도입한 이후 KT에게 앞서나가기 시작했던 모습과는 상반된다. 이러한 상황에서 더 강력한 대응이 가능할까? 두 가지 선택지(보조금 or 요금 인하) 모두 SK텔레콤의 현 경영 실정상 도입하기 어렵다고 생각된다. 경쟁사에 대응하여 움직일 수 있는 폭이 상대적으로 적다는 의미이다.

LTE 서비스 개시 전 6개월 간 가입자 순증 비교



자료: LG유플러스, KTOA

LTE 서비스 개시 후 가입자 순증 비교



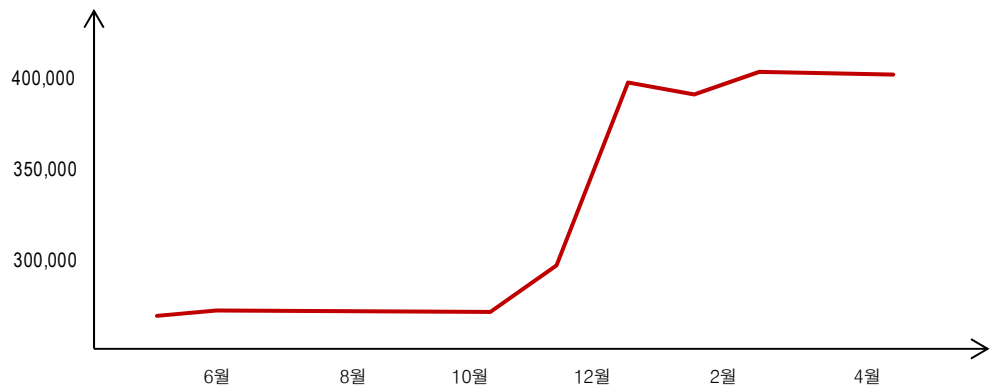
자료: LG유플러스, KTOA

소비자 인식이 변화되고 있다

LTE 서비스를 계기로 LG유플러스에 대한 소비자들의 인식도 긍정적으로 개선되고 있다. 인식 개선은 단말기 소싱 능력, 국내 이통 3사 가운데 최초의 전국망 완성(2012년 3월), 통화 품질 개선 등에 기반한다.

이를 객관적으로 검증하기 위해 브랜드스탁(www.brandstock.co.kr)에서 운영하는 브랜드 증권거래소의 브랜드 평가 자료를 참고하였다. 브랜드스탁의 발표에 의하면 LG유플러스의 브랜드가치는 LTE 서비스 개시 이후 약 2배에 가까운 상승을 기록하였다. 또한 LG유플러스의 브랜드 가치는 전체 브랜드 순위에서도 46위를 기록하였는데, 참고로 2011년 이전에는 100위권 내에 진입한 적이 없었다.

LG 유플러스 브랜드 가치



자료: 브랜드스탁

제한적 자료로 인해 브랜드가치와 기업가치간 상관관계를 명확하게 규명할 수는 없으나, 최소한 내수시장에서 브랜드 가치 개선은 소비자 인식 개선이라는 의미로 무난하게 연결 지을 수 있다.

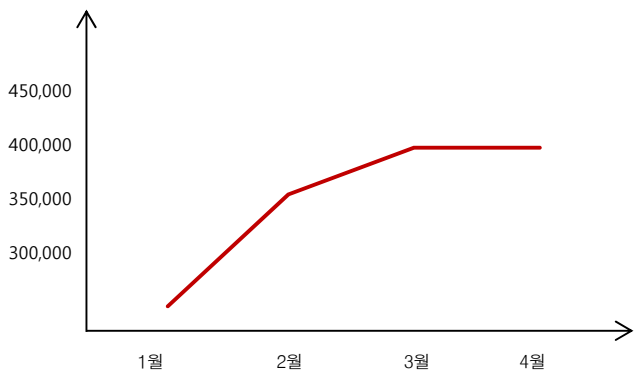
다음 차트를 통해 나가사끼 짬뽕면 VS 신라면, 미샤 VS 더페이스샵, 노스페이스 VS 코오롱스포츠의 브랜드 가치 시계열 데이터를 비교해보면 확실히 브랜드 인지도 개선은 판매량, 기업가치, 소비자 선호(인식) 등과 유사한 흐름을 보여주었다.

대한민국 50 대 브랜드

순위	브랜드명	현재가
1	삼성갤럭시	882,000
2	olleh	790,000
3	네이버	753,000
4	이마트	745,000
5	KB 국민은행	694,000
6	롯데월드	667,000
7	롯데백화점	663,000
8	대한항공	662,000
9	신한카드	633,000
10	에버랜드	615,000
11	인천공항	606,000
12	트위터	598,000
13	T	596,000
14	그랜저	542,000
15	페이스북	541,000
16	참眞이슬露	540,000
17	롯데마트	533,000
18	하이트	530,000
19	아이폰	522,000
20	카스	521,000
21	아시아나항공	517,000
22	삼성생명	517,000
23	신세계백화점	511,000
24	하나투어	510,000
25	신한은행	510,000
26	삼성증권	505,000
27	BMW	502,000
28	홈플러스	501,000
29	G마켓	495,000
30	설화수	494,000
31	동양 CMA	473,000
32	삼성서울병원	471,000
33	교보생명	445,000
34	화이트	443,000
35	ING 생명	443,000
36	BBQ 치킨	443,000
37	제주삼다수	439,000
38	KTX	415,000
39	롯데리아	414,000
40	쏘나타	413,000
41	우리은행	413,000
42	금강제화	411,000
43	11번가	410,000
44	프로스펙스	409,000
45	처음처럼	407,000
46	유플러스	406,000
47	GS 샵	404,000
48	크리넥스	403,000
49	KT 금호렌터카	402,000
50	캠리	400,000

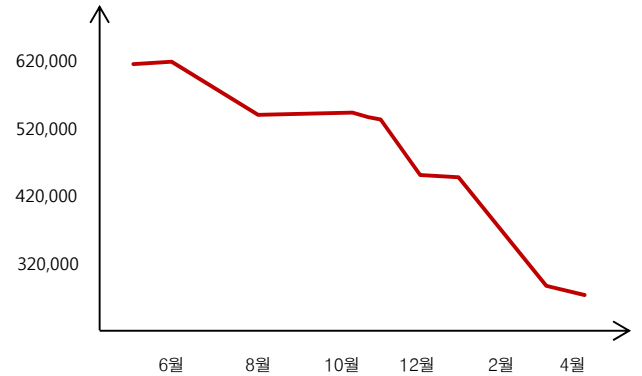
자료: 브랜드스탁
 주: 4월 18일자 기준

나가사끼 짬뽕면 브랜드 가치



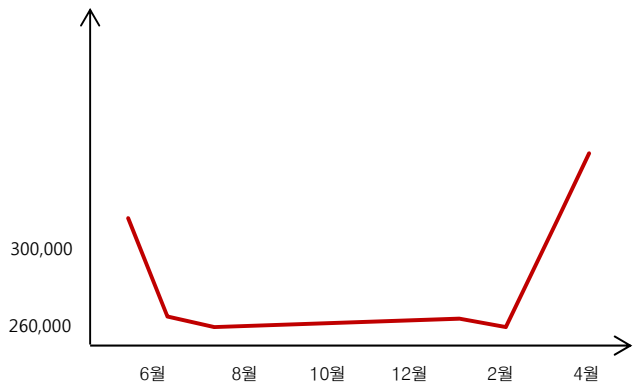
자료: 브랜드스탁

신라면 브랜드 가치



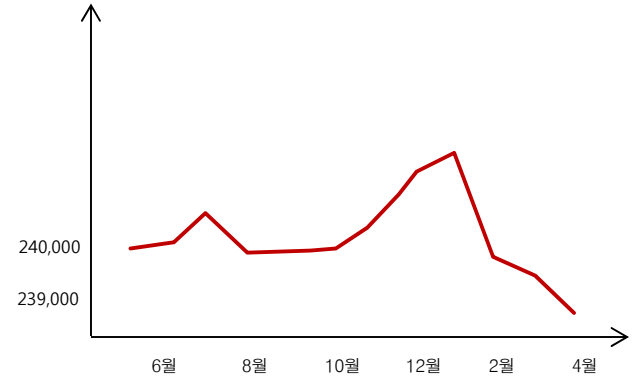
자료: 브랜드스탁

미샤 브랜드 가치



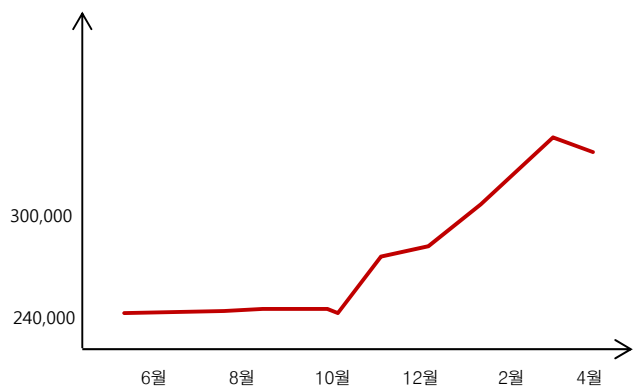
자료: 브랜드스탁

페이스샵 브랜드 가치



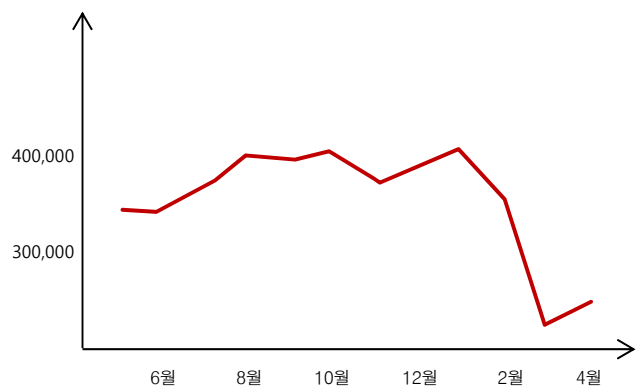
자료: 브랜드스탁

코오롱스포츠 브랜드 가치



자료: 브랜드스탁

노스페이스 브랜드 가치



자료: 브랜드스탁

미래 경쟁 우위 : VoLTE

지금까지는 경쟁사와 동등해진 LG유플러스에 대해 언급했다면, 경쟁 우위에 대해 짚어 보도록 하겠다. 우리는 LG유플러스가 경쟁사 대비 우위를 가져갈 수 있는 전략은 VoLTE로 판단하고 있다.

VoLTE(Voice over Long Term Evolution)는 4G LTE 망에서의 mVoIP를 말한다. mVoIP는 인터넷 망을 이용하여 음성통화나 영상통화, 메시지 전송 등을 하듯이 모바일 인터넷 망에서 음성통화, 영상통화, 메시지 전송 등을 가능케 하는 서비스이다.

VoLTE 서비스를 제공하기 위해서는 커버리지, 시스템, 단말기 등이 준비되어야 한다. LG유플러스 기준 서비스 제공이 가능한 시점은 2012년 4분기로 전망된다. 커버리지는 3월까지 전국망 기준 약 93% 수준으로 완료되었고, 상반기 내로 음영 지역 없이 명실상부한 전국망을 구축할 계획이다. 시스템 준비는 2012년 3분기까지 완료 예정이며, 단말기는 금년 2분기에 MSM8960 칩셋을 탑재한 단말기를 출시한 이후 대부분의 LTE 단말에 VoLTE 기능을 적용할 계획이다.

VoLTE 상용화를 위한 준비

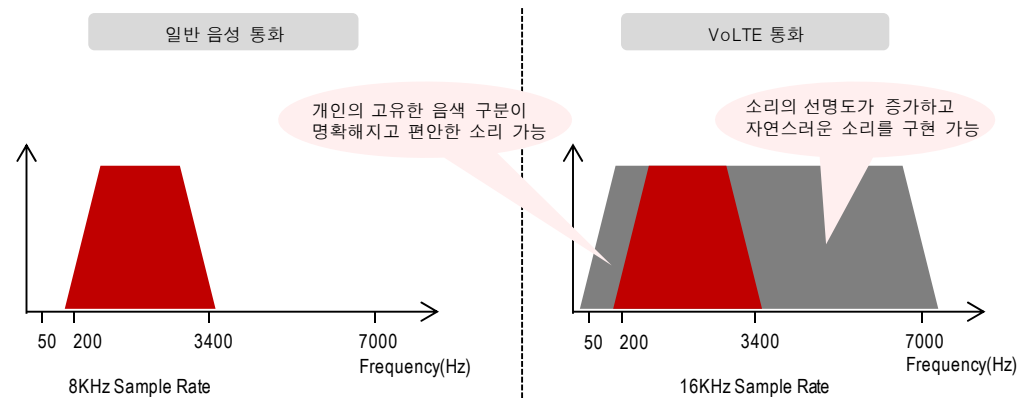
	내용
시스템	IMS Core 장비. 망 연동 기능 개발. 3분기
커버리지	음, 면 지역 포함 전국망 구축. 2분기
단말기	VoLTE 가능한 단말기 출시. MSM8960 칩셋 적용. 2분기

자료: LG유플러스

기존 음성(메시징) 서비스 대비 VoLTE의 경쟁력은 음질, 특화 서비스(RCS 포괄), 서비스 요금으로 판단된다.

VoLTE는 Wide band 코덱 채용 및 단말 오디오 최적화를 통해 기존 2G 혹은 3G 대비 차별화된 HD급 음질의 서비스 제공이 가능하다.

VoLTE의 HD급 음질

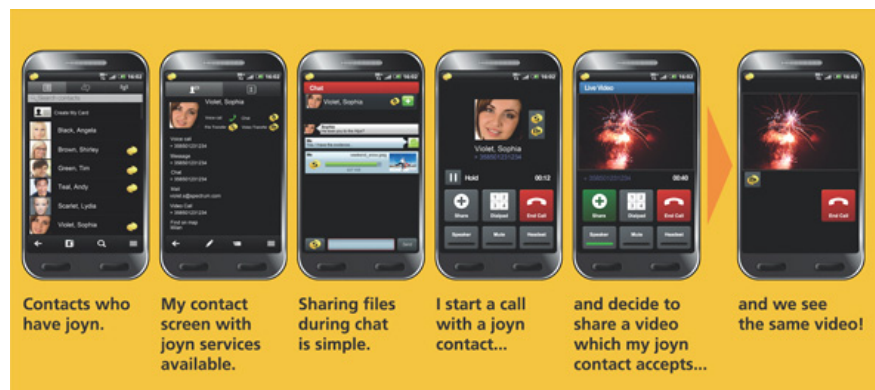


자료: LG유플러스

RCS(Rich Communication Suite)는 VoLTE의 특화서비스와 대등한 개념이다. RCS는 주소록과 연동돼 음성, 영상, 채팅, 그룹메시징 등 멀티미디어 메시지를 처리할 수 있는 기술로 현재의 MMS에서 크게 진화한 개념이다. 3G에서는 음성, SMS, MMS를 구분하여 전송했으나, 4G에서는 All-IP 기반에서 음성과 메시지를 통합해 제공한다. RCS의 주요 기능은 크게 4가지이다. 연락처(Contacts)는 자신의 휴대폰 주소록에 상대방의 상태 정보가 표시되거나 네트워크 주소록을 자동으로 저장하는 등의 기능을 제공한다. 채팅(chat)은 카카오톡과 같은 인스턴트 메신저 기능을 한다. 파일 공유(file share)나 비디오 공유(Video share)는 음성통화나 메시지를 하면서 실시간으로 파일이나 비디오를 공유할 수 있는 것을 말한다.

RCS는 LTE 단말기에 기본 기능으로 탑재되고, 기존에 우리가 이용했던 카카오톡 등 메시징 서비스 이상의 기능을 제공한다는 점에서 사용자들의 폭발적인 이용을 이끌어 낼 가능성이 높다. 문제는 서비스 요금이다. SK텔레콤과 KT는 기존 매출 감소 등을 이유로 유료화 가능성을 언급한 바 있다. 하지만 과연 소비자가 IP 시대에 유료 커뮤니케이션 수단을 수용할까?

RCS 개념도



자료: 동양증권 리서치센터

LG유플러스는 경쟁사와 달리 다소 공격적 요금 전략을 가져갈 가능성이 있다. M/S 상승을 통한 양적 성장을 목표로 할 수 있을 뿐 아니라, 현 ARPU보다 높은 수준에서 정액 요금제로 승부를 볼 수도 있기 때문이다. 과거 동사는 유선전화 시장에서 VoIP 서비스를 도입하면서 경쟁사의 PSTN 대비 파격적으로 저렴한 요금제를 소비자에게 제공한 바 있으며, 심지어 가입자간 무료 통화까지 선보였다.

정액 요금 베이스로 이동전화 가입자간 무료 통화, LG유플러스의 VoIP 가입자와 무료 통화, 무료 문자 서비스 등의 파격적인 요금제를 선보일 수 있으며, 이는 경쟁사의 아킬레스 건이기도 하다. 2007년 VoIP 서비스가 도입된 이후, 아직까지도 KT의 유선전화 매출액은 감소 추세에서 못 벗어나고 있다. 물론 영향이 심각하게 전개될 경우, 경쟁사도 대등한 수준의 요금제를 도입할 수 밖에 없겠지만, ARPU 하락 등의 부정적 영향이 뒤따를 수 밖에 없다는 점을 생각해 봐야 한다. 한쪽은 ARPU 상승 혹은 가입자 증가를 통해 매출액이 증가하고 이를 그대로 가입자 유지 비용에 투입할 수 있는 반면, 경쟁사는 지출할 수 있는 마케팅비용 재원 규모가 지속적으로 축소될 수 밖에 없는 것이다.

2007년 도입 당시 VoIP와 PSTN 요금제 비교 (원)

		VoIP	Hanaro PSTN	KT PSTN
기본료		2,000	4,500	5,200
통화료	이동전화(10초)	11.7	14.5	14.5
	시외전화(10초)	38	261	261
	시내전화(3분)	38(가입자간 무료)	39	39

자료: 동양증권 리서치센터

KT 유선 영업 실적 (십억 원 천 명)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
매출액	유선전화	6,171	5,984	5,771	5,346	4,853	4,322	3,809
	PSTN	5,029	4,828	4,562	4,158	3,544	3,036	2,502
	VoIP				75	261	281	316
가입자	PSTN	20,837	21,289	20,919	19,866	18,052	16,635	15,929
	VoIP				328	1,701	2,730	3,230

자료: 동양증권 리서치센터

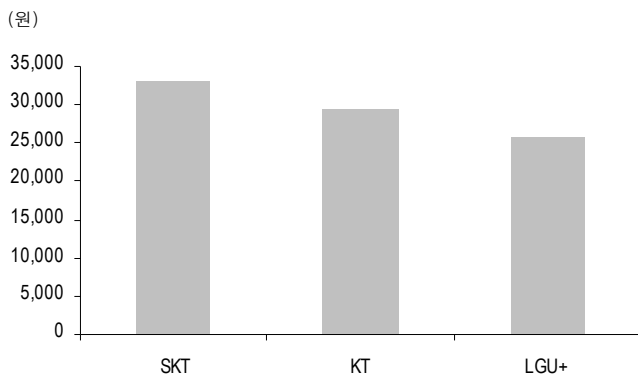
아마도 VoLTE 요금제는 LG유플러스가 국내 이동통신 3사 중에서 가장 먼저 선보일 가능성이 높다. 이 역시 의미가 있다. 적어도 지금까지는 요금제에 대한 리더십을 SK텔레콤이 갖고 있었기 때문이다. 예를 들면 LTE 요금제는 SK텔레콤이 먼저 출시했고, LG유플러스와 KT는 여기에 혜택을 조금 더 주는 식으로 결정했다. 요금에 대한 리더십의 이전. 그 어떤 무형적인 가치가 있지 않을까? 과거 VoIP를 통해 유선시장의 경쟁 이슈를 주도했던 LG데이콤이 떠 오르는 부분이다.

Part 3. 실적 순위 바뀔 것이다.

한국 이동통신 시장에서 경쟁 체제가 시작된 97년 이래 통신 3사간 절대 바뀌지 않았던 ARPU 순위가 최소한 2013년 상반기 중으로는 바뀔 가능성이 높다. 그게 바로 LTE의 일차 영향이다.

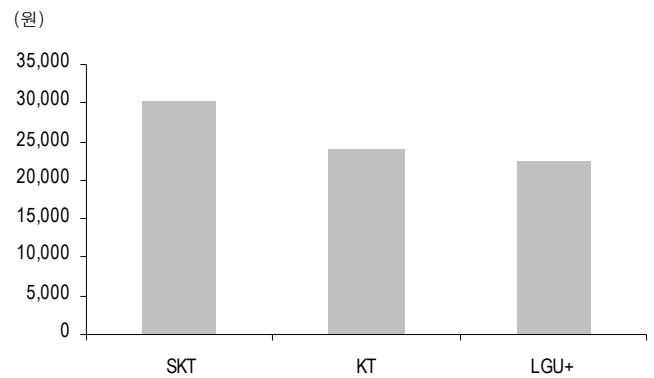
한국 이동통신 시장에서 SK텔레콤, KT, LG유플러스의 M/S는 각각 50.3%, 31.6%, 18.0% (2012년 2월말 기준)이다. 하지만 가입자 구성을 고가, 중가, 저가 영역으로 나눌 경우 각각 영역에서의 M/S는 전체 M/S와 현격한 차이를 보였을 것으로 추정된다. 일단 Total ARPU에서 격차를 보이고 있을 뿐 아니라, 피쳐폰 ARPU는 더 큰 격차가 있다.

Total ARPU 비교 - 2011년 3분기 기준 - 2011년 3분기 기준



자료: 동양증권 리서치센터

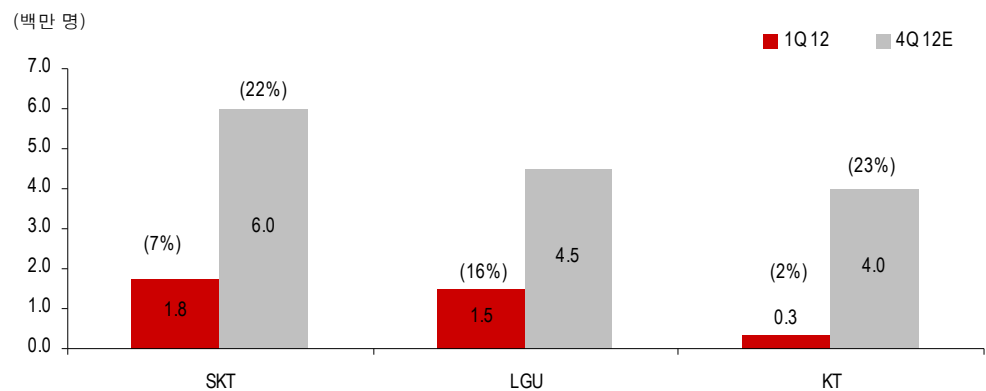
피쳐폰 가입자의 ARPU 비교 - 2011년 3분기 기준



자료: 동양증권 리서치센터

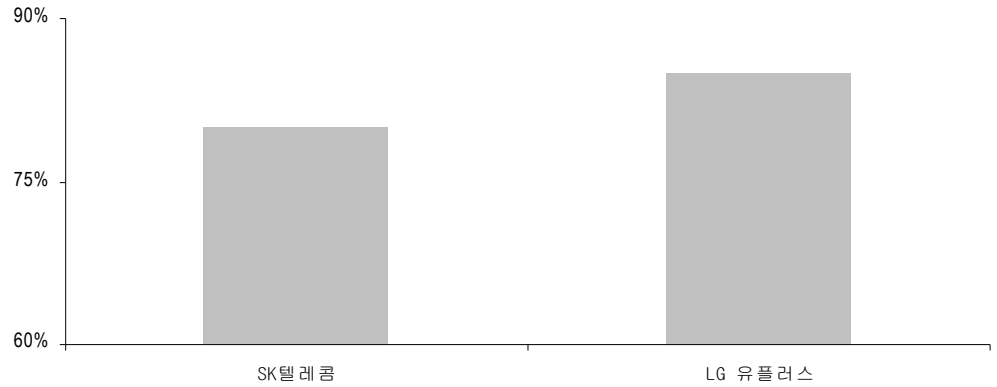
LTE 비중에서 경쟁사를 크게 앞서나가고 있는 LG유플러스의 실적 변화는 그만큼 빠르게 진행되고 있다. LTE 가입자의 대부분은 62,000원 이상의 요금제를 선택하고 있기 때문이다. 게다가 피쳐폰 ARPU는 격차가 크게 나타났지만, LTE ARPU는 거의 차이가 없다는 점을 주목해야 한다.

LTE 가입자 비중 - 2012년 1분기 기준 / 2012년 말 기준



자료: 동양증권 리서치센터. 괄호 안의 %는 전체 가입자 수 대비 LTE 가입자 비중

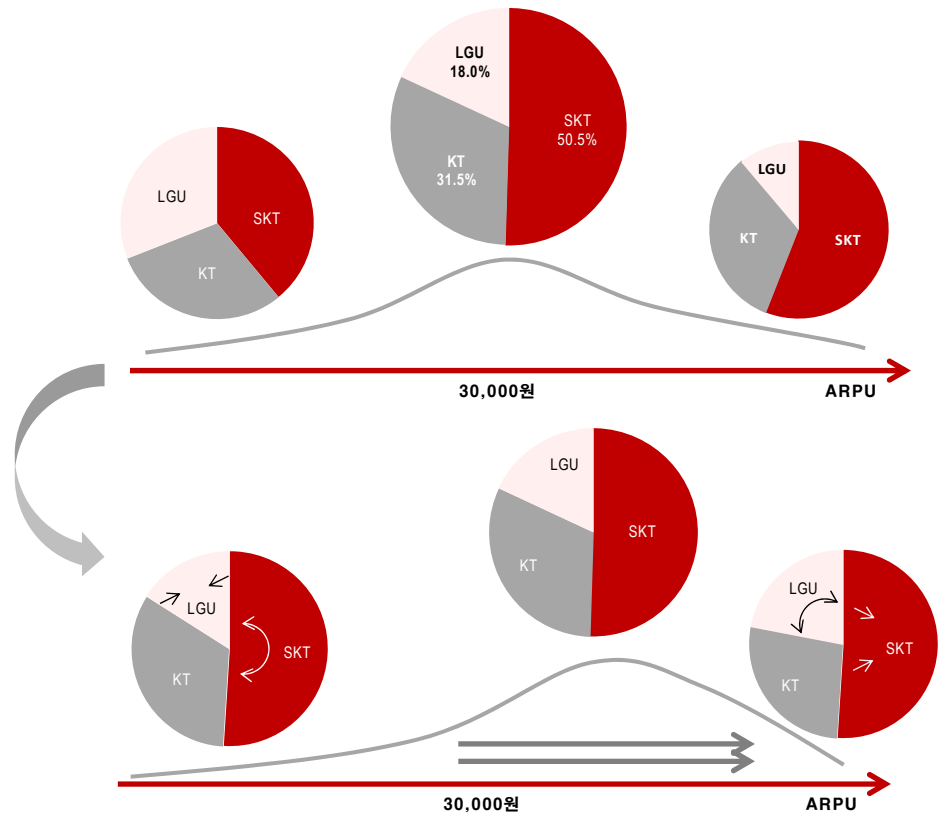
62 요금제 선택 비중 - SKT VS LGU+



자료: 동양증권 리서치센터

따라서 이런 그림을 생각해 볼 수 있다. LTE 가입자가 증가하면서 고가시장에서 LG유플러스의 M/S 확대. 저가시장에서 LG유플러스의 M/S 축소 현상이 나타날 것이다. 그리고 이는 LG유플러스의 ARPU 상승을 의미한다.

LG 유플러스 ARPU 상승 시나리오



자료: 동양증권 리서치센터

ARPU 순위는 역전될 가능성이 높아 보인다. 그리고 그 시기는 빠르면 2012년 4분기, 늦어도 2013년 상반기에는 가능성이 높다. 4G로의 교체 속도가 매우 빠르게 진행되고 있다는 점이 ARPU 역전 가능성을 높이는 변수이다. 다음 시뮬레이션 결과를 참조하기 바란다.

ARPU 역전은 상당한 의미를 가질 수 있다. ARPU가 하락하는 가운데, 3사간 ARPU가 수렴하는 것이 아니다. LTE 서비스를 계기로 ARPU의 턴어라운드 실현되고, 이 과정에서 LG유플러스의 ARPU는 상대적으로 더 높은 상승이 예상되기 때문이다. 그리고 앞서 언급한 바와 같이 이는 한국 이동통신 역사에 전대 미문의 사건이나 마찬가지이기 때문에 실현된다면 투자자들에게 부여하는 의미가 매우 클 것으로 전망된다.

ARPU 시뮬레이션

SK 텔레콤 ARPU 시뮬레이션				(만 명, 원)
가입자 수	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 4Q	1,523	1,063	63	2,649
	57.5%	40.1%	2.4%	
2012 4QE	648	1,426	600	2,674
	24.2%	53.3%	22.4%	
2013 4QE	200	1,162	1,332	2,694
	7.4%	43.1%	49.4%	
ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 4Q	26,564	43,150	53,000	32,588
2012 4QE	22,000	35,000	40,000	32,972
2013 4QE	20,000	33,000	37,000	34,013

자료: 동양증권 리서치센터

KT ARPU 시뮬레이션				(만 명, 원)
가입자 수	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 4Q	891	765	0	1,656
	53.8%	46.2%	0.0%	
2012 4QE	476	805	400	1,681
	28.3%	47.9%	23.8%	
2013 4QE	150	593	958	1,701
	8.8%	34.9%	56.3%	
ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 4Q	22,667	36,000		28,826
2012 4QE	18,500	31,000	38,000	29,126
2013 4QE	16,500	29,000	35,000	31,277

자료: 동양증권 리서치센터

LGU+ ARPU 시뮬레이션				(만 명, 원)
가입자 수	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 4Q	555	331	53	939
	59.1%	35.3%	5.6%	
2012 4QE	297	247	445	989
	30.0%	25.0%	45.0%	
2013 4QE	70	118	841	1,029
	6.8%	11.5%	81.7%	
ARPU	피쳐폰	3G 스마트폰	4G 스마트폰	Total
2011 4Q	21,658	38,000	52,500	26,196
2012 4QE	16,000	30,000	37,000	28,950
2013 4QE	14,000	28,000	34,000	31,951

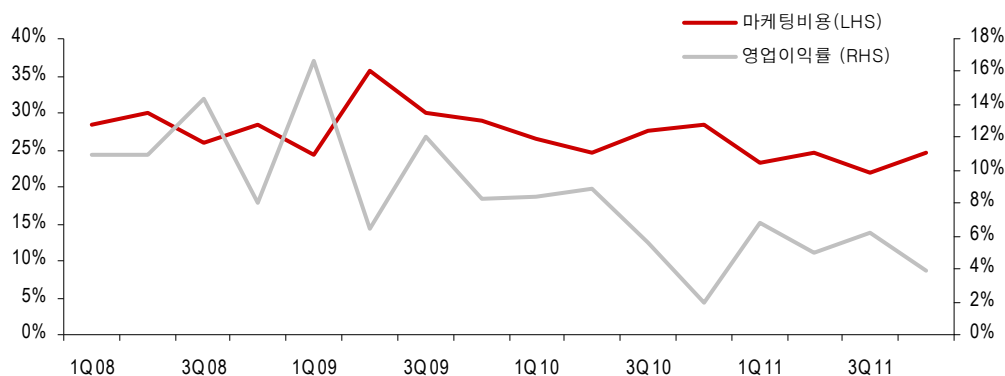
자료: 동양증권 리서치센터

Part 4. ARPU 상승은 M/S 의 상승으로 연결된다

ARPU 상승은 M/S 상승으로 연결될 수 있는 일종의 자양분이 될 수 있다. 제품경쟁력이 유사한 Commodity 시장에서의 차별성은 유통망, 마케팅비용 등을 통해 나타나게 마련인데, 무엇을 통해 재원을 확보할 수 있겠는가? 앞서 지속적으로 서술한 바와 같이 SK텔레콤과 KT의 ARPU 상승은 LG 유플러스에 비해 더디게 나타날 가능성이 높고, 고정적 비용 부담 증가로 마케팅비용을 늘리지 못할 것으로 전망된다. 이러한 환경에서 LG유플러스가 높아진 ARPU를 그대로 마케팅비용에 투입한다면? 적어도 이익의 감소 없이 M/S를 높일 수 있을 것으로 전망되는 것이다.

더군다나 이는 마케팅비용 지출 측면에서 보면 Q에 해당하는 영역이다. ※ *마케팅비용 지출 규모는 $Q \times C$ 로 결정되는 데, Q는 신규 유입 가입자수를 의미하고, C는 일인당 마케팅비용(Subscriber Acquisition Cost)를 의미한다. 여기서 C는 경쟁력과 밀접한 관계를 가진다. 경쟁력이 떨어지면 통상적으로 C를 높이면서 대응하는 경향이 있다. 왜냐하면 LTE 도입으로 LG유플러스의 경쟁력이 개선되면서 일인당 마케팅비용을 크게 높일 이유가 없어졌기 때문이다.*

LG 유플러스의 마케팅비용 비율과 OP 마진 - 경쟁력 개선 정도에 따라 마케팅비용 비율의 up/down 이 나타난다



자료: 동양증권 리서치센터
 주: 마케팅비용은 영업수익 대비, 영업이익은 가이던스 기준 수치

연간 ARPU 상승폭을 1,000원~2,000원 사이로 가정하면, LG유플러스의 매출액은 1,157억원~2,314억원으로 증가하게 된다(2012년 기준). 고정비 증가분을 제외하고 매출 증가분의 약 60%를 마케팅비용(가입자당 20만원)으로 재 투입하는 것으로 가정하면 LG유플러스는 1년 기준 34.7만명~72.7만명의 가입자를 추가로 모집 가능하다.

해지율에 따라 다르겠지만, 기존과 같은 3.3%부터 다소 상승한 3.5%까지로 가정할 경우, M/S는 현재의 17.9%에서 최대 21.2%까지의 범위로 상승 가능하다. 여러 가정이 들어가긴 했지만, ARPU 상승은 M/S 상승을 이끌 수 있는 최고의 자양분이 될 것이라는 점은 확실하다.

LG유플러스의 M/S 상승에 대한 의지가 중요하다. 질적 성장에 만족하느냐, 아니면 이를 통해 늘어난 재원을 바탕으로 M/S를 올릴 것인가? 우리는 후자의 가능성이 높을 것으로 본다. LG유플러스가 M/S 상승 목표를 갖고 있을 것으로 유추하는 근거는 두 가지이다. 첫째, 매니지먼트의 성향이 그렇다. 현 CEO는 과거 KTF와 KT 사장으로 재직 당시 가입자 성장을 주도한 경험이 있다. 그리고 과거 LG데이콤의 가입자 성장을 이끌었던 임원들이 LG유플러스에 그대로 남아 있다. 둘째, 가입자를 늘리기에 최적의 시기이기 때문이다. 경쟁력이 업그레이드 되었고, 경쟁사의 힘은 약화되었다.

2012년 1~2분기까지의 상황은 이러한 예측을 그대로 보여주고 있다. LG유플러스의 가입자 순증 규모가 점차 급증하고 있고, 신규 가입자 수는 월 40만명 수준에서 4월 들어 50만명 수준까지 증가했다.

ARPU 상승폭	2012E	2013E
매출 증분		
1,000원	1,157	1,211
1,500원	1,735	1,816
2,000원	2,314	2,422
신규 가입자 증분		
1,000원	347	363
1,500원	521	545
2,000원	694	727
월 기준 신규 가입자 증분		
1,000원	29	30
1,500원	43	45
2,000원	58	61

자료: 동양증권 리서치센터

주: 매출액 증가의 60%를 마케팅비용으로 재투입 가정

어떻게 M/S가 상승하는가? - ARPU 1,000 원 상승 시 (천명)			
해지율	2011	2012E	2013E
신규 가입자 수	4,068	4,415	4,778
가입자 순증 규모			
3.3%	369	597	782
3.4%		482	661
3.5%		366	540
전제 가입자 수			
3.3%	9,391	9,988	10,771
3.4%		9,872	10,649
3.5%		9,757	10,528
M/S			
3.3%	17.9%	18.7%	19.7%
3.4%		18.5%	19.5%
3.5%		18.3%	19.3%

자료: 동양증권 리서치센터

어떻게 M/S가 상승하는가? - ARPU 1,500 원 상승 시 (천명)			
해지율	2011	2012E	2013E
신규 가입자 수	4,068	4,589	5,134
가입자 순증 규모			
3.3%	369	771	1,138
3.4%		655	1,016
3.5%		539	895
전제 가입자 수			
3.3%	9,391	10,162	11,299
3.4%		10,046	11,178
3.5%		9,930	11,057
M/S			
3.3%	17.9%	18.9%	20.4%
3.4%		18.7%	20.3%
3.5%		18.6%	20.1%

자료: 동양증권 리서치센터

어떻게 M/S가 상승하는가? - ARPU 2,000 원 상승 시 (천명)			
해지율	2011	2012E	2013E
신규 가입자 수	4,068	4,762	5,489
가입자 순증 규모			
3.3%	369	944	1,493
3.4%		829	1,372
3.5%		713	1,251
전제 가입자 수			
3.3%	9,391	10,335	11,828
3.4%		10,220	11,707
3.5%		10,104	11,586
M/S			
3.3%	17.9%	19.2%	21.2%
3.4%		19.0%	21.0%
3.5%		18.8%	20.9%

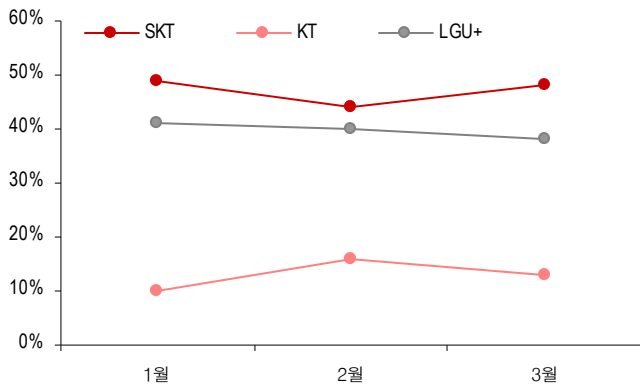
자료: 동양증권 리서치센터

성과 검증

1분기 가입자 유치 성과는 앞서 우리가 제시했던 논리를 실증한다. LTE 누적 가입자는 SK텔레콤과 지속적으로 대등한 모습을 보여주었고, 1분기 전체 이동통신 가입자 순증의 60% 이상을 확보한 것으로 추정된다. 일부에서는 KT가 아직 LTE 서비스를 본격적으로 개시하지 않았다는 점에서 평가절하하는 시각이 있다. 하지만 동등 조건에서 경쟁을 한 SK텔레콤과 LG유플러스의 성과를 비교해보면, LG유플러스가 1분기 보여준 숫자에 대해 평가절하할 이유가 없다.

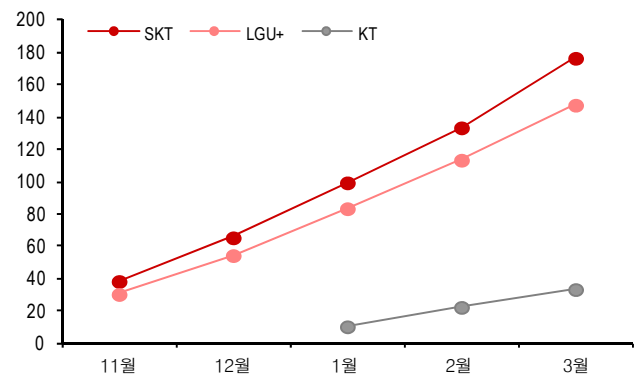
4월에는 가입자 순증 규모가 10만 명을 상회할 것으로 전망한다. 이는 작년 한해 동안 LG유플러스 가입자 순증의 약 1/3에 해당하는 규모이다. 변화가 없다고 볼 수 있겠는가?

LTE 판매 M/S



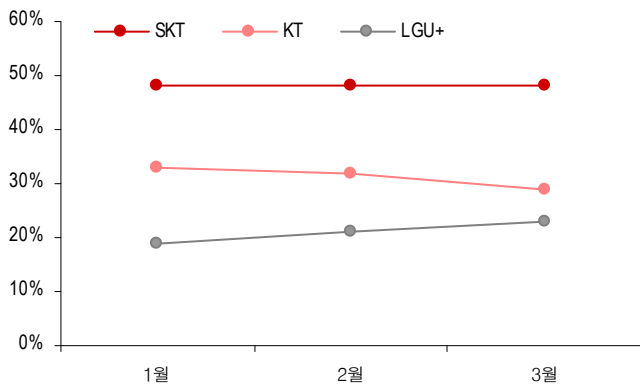
자료: 동양증권 리서치센터

LTE 누적 가입자 (만명)



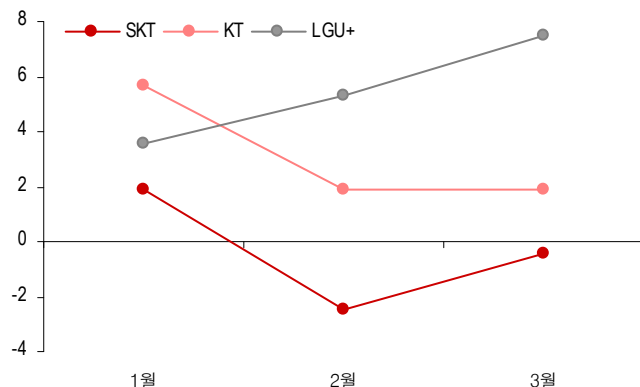
자료: 동양증권 리서치센터

이동통신 총 판매 M/S



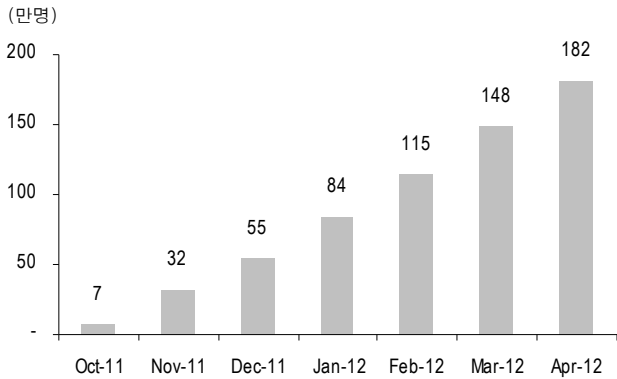
자료: 동양증권 리서치센터

이동통신 순증 가입자 (만명)



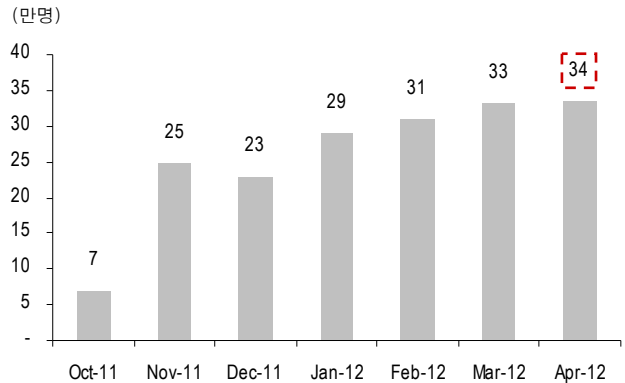
자료: 동양증권 리서치센터

LG 유플러스 LTE 누적 가입자 수 추이



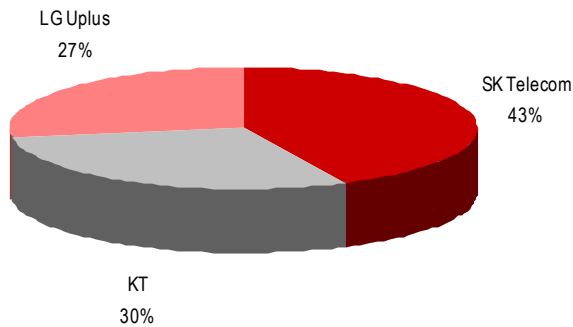
자료: LG유플러스. (2012년 4월 25일 누적 기준)

LG 유플러스 LTE 월 순증 가입자 수 추이



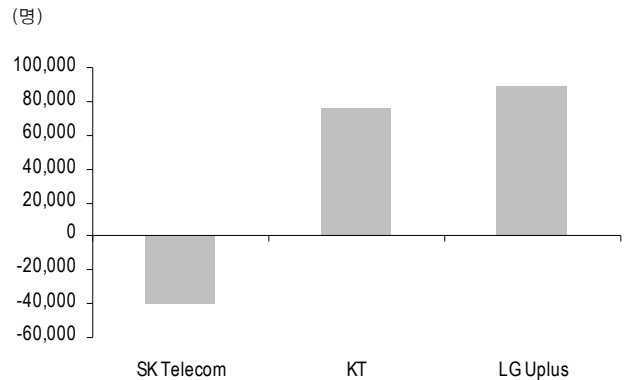
자료: LG유플러스. (4월 순증 가입자 수는 2012년 4월 25일까지 기준)

LG 유플러스 2012년 번호이동 시장 순증 점유율



자료: KTOA, 2012년 4월 19일까지 누적 기준

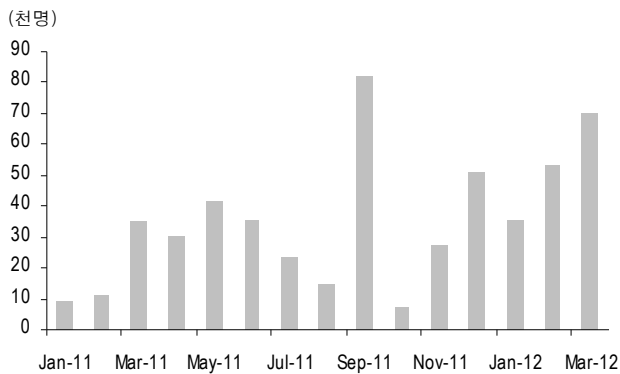
LG 유플러스 2012년 누적 순증 가입자 수



자료: KTOA, 2012년 2월 28일까지 누적 기준

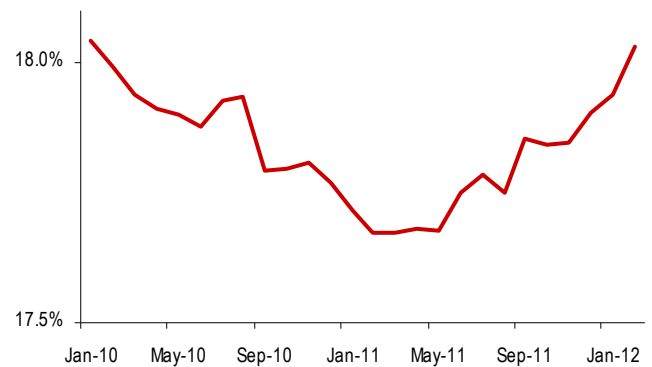
주: SKT는 MVNO 제외 기준, KT/LG유플러스 MVNO 포함 기준

LG 유플러스 이동통신 가입자 월 순증 추이



자료: KTOA, LG유플러스

LG 유플러스 이동통신 점유율 추이



자료: KTOA

시나리오 분석(ARPU & 가입자)

ARPU 와 가입자 가정에 따라 시나리오를 다음과 같이 제시한다. 우리가 실적 전망에 사용한 가정은 CASE 1-1이다. ARPU 는 향후 5년간 평균 2.7% 증가, 가입자 수는 향후 5년간 평균 3.4% 증가하는 것으로 가정하였다. 특히 성장률이 높게 나타나는 시점은 2013~2014년이다. 결론은 향후 5년간 CAGR 19.8% 수준의 순이익 증가율을 전망한다.

Case 1-1. ARPU Normal & 가입자 Normal (십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	28,796	29,639	29,986	29,985	29,992	2.7%
가입자 수	9,391	9,991	10,391	10,711	10,911	11,111	3.4%
매출액	9,256	10,519	10,963	11,373	11,631	11,940	5.2%
영업이익	502	503	752	847	943	998	14.7%
순이익	301	280	503	585	678	741	19.8%

자료: 동양증권 리서치센터

주 : 2011년과 2012년 실적은 상각 영향을 제거한 Normalized 이익 기준

Case 1-2. ARPU Normal & 가입자 Strong (십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	28,796	29,639	29,986	29,985	29,992	2.7%
가입자 수	9,391	10,031	10,631	11,111	11,591	11,991	5.0%
매출액	9,256	10,499	11,212	11,724	12,230	12,654	6.5%
영업이익	502	537	712	845	933	1,048	15.9%
순이익	301	311	473	585	671	781	21.1%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 1-3. ARPU Normal & 가입자 Weak (십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	28,796	29,639	29,986	29,985	29,992	2.7%
가입자 수	9,391	9,791	10,131	10,411	10,651	10,851	2.9%
매출액	9,256	10,229	10,753	11,141	11,458	11,752	4.9%
영업이익	502	592	747	828	898	969	14.1%
순이익	301	358	503	573	645	720	19.1%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 2-1. ARPU Weak & 가입자 Normal

(십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	27,497	28,210	28,486	28,455	28,431	1.7%
가입자 수	9,391	9,991	10,391	10,711	10,911	11,111	3.4%
매출액	9,256	10,278	10,807	11,208	11,460	11,764	4.9%
영업이익	502	495	665	752	844	895	12.3%
순이익	301	278	435	509	597	654	16.8%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 2-2. ARPU Weak & 가입자 Strong

(십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	27,497	28,210	28,486	28,455	28,431	1.7%
가입자 수	9,391	10,031	10,631	11,111	11,591	11,991	5.0%
매출액	9,256	10,416	11,111	11,612	12,111	12,526	6.2%
영업이익	502	467	628	752	833	942	13.4%
순이익	301	255	403	506	585	688	18.0%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 2-3. ARPU Weak & 가입자 Weak

(십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	27,497	28,210	28,486	28,455	28,431	1.7%
가입자 수	9,391	9,791	10,131	10,411	10,651	10,851	2.9%
매출액	9,256	10,147	10,656	11,036	11,348	11,636	4.7%
영업이익	502	523	666	740	805	872	11.7%
순이익	301	303	436	500	566	635	16.1%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 3-1. ARPU Strong & 가입자 Normal (십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	29,142	30,591	31,249	31,640	31,763	3.9%
가입자 수	9,391	9,991	10,391	10,711	10,911	11,111	3.4%
매출액	9,256	10,381	10,991	11,431	11,727	12,067	5.4%
영업이익	502	581	819	938	1,066	1,148	18.0%
순이익	301	348	560	663	785	871	23.7%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 3-2. ARPU Strong & 가입자 Strong (십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	29,142	30,591	31,249	31,640	31,763	3.9%
가입자 수	9,391	10,031	10,631	11,111	11,591	11,991	5.0%
매출액	9,256	10,520	11,300	11,843	12,393	12,853	6.8%
영업이익	502	554	786	946	1,070	1,215	19.4%
순이익	301	325	532	667	784	922	25.1%

자료: 동양증권 리서치센터

Case 3-3. ARPU Strong & 가입자 Weak (십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	CAGR
ARPU	26,196	29,142	30,591	31,249	31,640	31,763	3.9%
가입자 수	9,391	9,791	10,131	10,411	10,651	10,851	2.9%
매출액	9,256	10,249	10,838	11,254	11,609	11,933	5.2%
영업이익	502	609	818	922	1,024	1,121	17.4%
순이익	301	371	560	651	751	849	23.1%

자료: 동양증권 리서치센터

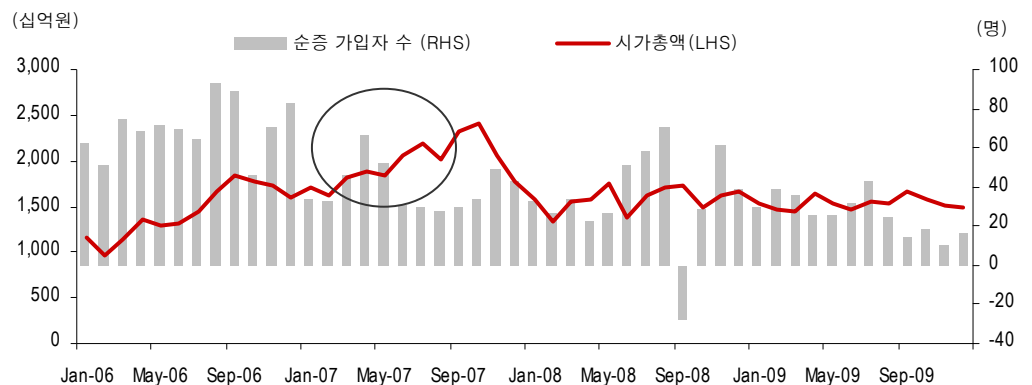
Part 5. 목표주가 상향 조정

LG유플러스의 목표주가를 기존 8,500원에서 10,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 동사의 실적이 정상화되는 2013년 실적에 PER 10배를 적용하여 산출하였다. 2012년 실적의 경우 가입자 성장기에 있어 마케팅비용의 변동성이 나타날 것이고, 2,160억원에 달하는 무형자산상각으로 인해 회계적 왜곡 현상이 나타나고 있기 때문이다. LTE 효과가 어느 정도 반영되고 상각에 대한 영향이 제거되는 2013년 실적을 기준으로 Valuation 적용하는 것이 보다 합리적이라 판단한다.

성장기에 진입한 통신기업을 해당 연도 이익으로 Valuation 할 경우, 실질 기업 가치와 괴리가 상당히 크게 나타날 수 있다. 통신사업의 경우에는 가입자를 확보해 나가는 과정에서 막대한 현금(마케팅비용)이 수반되기 때문이다. 반면 증가하는 매출액은 2년에 걸쳐 반영된다. 따라서 가입자 증가 추세의 효과가 나타나는 시점을 예측해서 이에 맞춘 Valuation으로 접근하는 것이 타당하다고 생각한다.

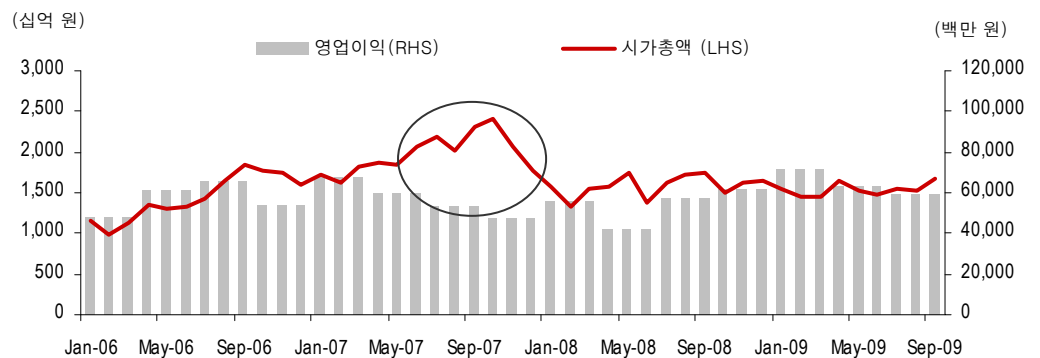
LG데이콤의 사례가 이를 증명한다. 가입자 기반의 고성장이었던 2006~2008년 사이 LG데이콤은 PER 12 배 ~ 16배 수준에서 거래되었다. 특히 이 시기에 LG데이콤의 주가는 분기 이익보다는 분기 가입자 순증 규모에 보다 연관성 높은 움직임을 보여주었다.

LG 데이콤 분기 가입자 순증 규모와 시가총액 추이



자료: 동양증권 리서치센터

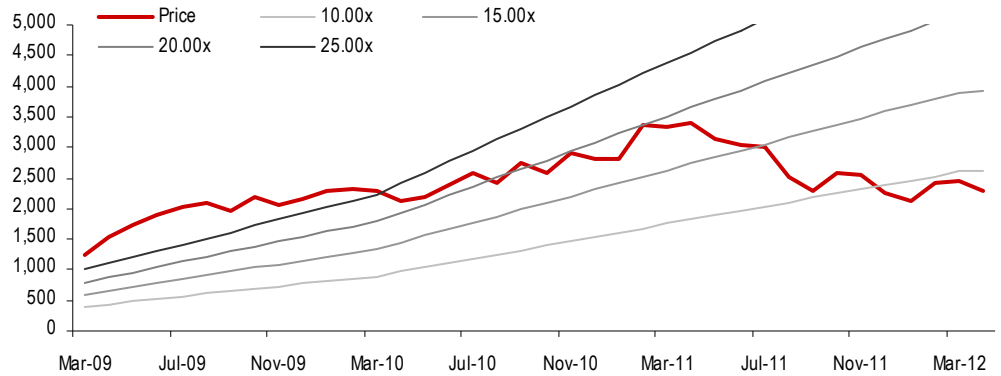
LG 데이콤 분기 이익 규모와 시가총액 추이



자료: 동양증권 리서치센터

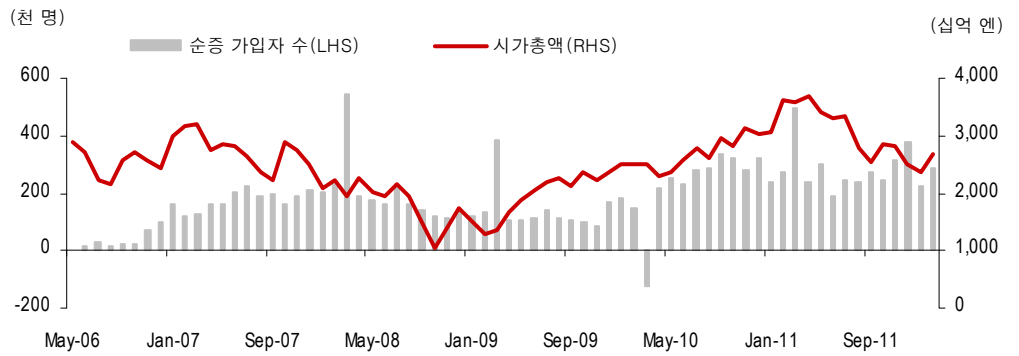
일본의 Softbank 사례도 참조할 만하다. Softbank 역시 가입자 성장기에 매우 높은 Valuation 수준에서 거래된 바 있다.

Softbank PER Band



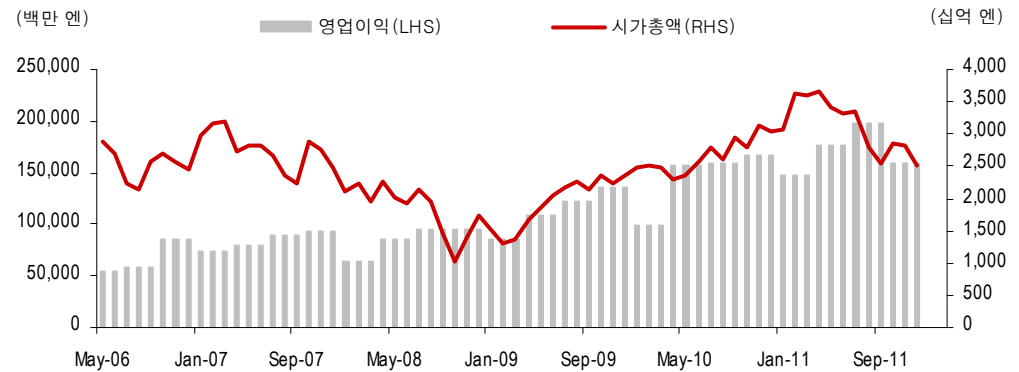
자료: 동양증권 리서치센터

Softbank 분기 가입자 순증 규모와 시가총액 추이



자료: 동양증권 리서치센터

Softbank 분기 영업 이익 규모와 시가총액 추이



자료: 동양증권 리서치센터

PER 10배의 기준은 무엇인가?

글로벌 통신업종의 평균 PER은 약 12배 내외에서 형성된다. 하지만 보급률을 기준으로 100%를 넘는 국가(중국 등 이머징)와 넘지 않는 국가(유럽, 일본, 한국 등), ARPU가 상승하고 있는 국가(북미)와 상승하지 못하는 국가(일본, 한국 등) 간 Valuation의 차이는 매우 크게 나타나고 있다. 우리가 적용한 PER 10배는 저성장 국가 내에서 비교적 높은 Valuation을 받는 업체들의 평균치이다.

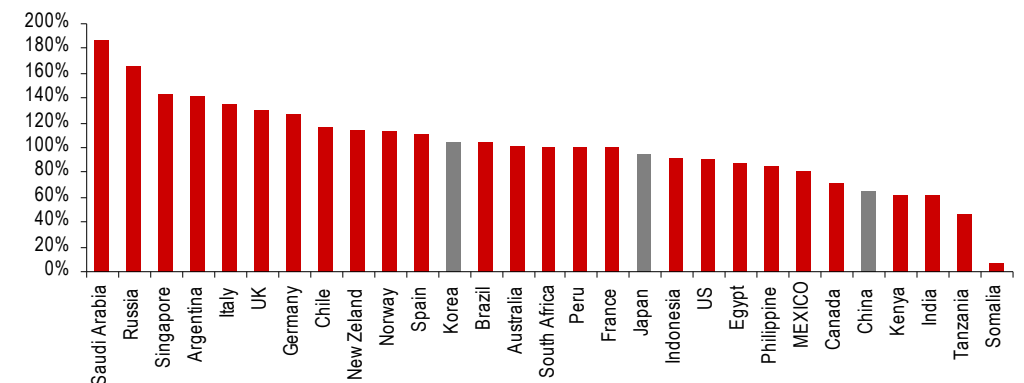
LG유플러스의 경우 비록 성장이 정체된 한국에 속해 있지만, 경쟁력의 개선, 경쟁 환경의 변화, 소비자의 인식 변화 등을 토대로 이머징 시장에 속해 있는 고성장 통신주에 못지 않는 성장성을 보여 줄 것으로 전망된다. LG유플러스는 M/S 확대와 ARPU 상승을 통해 향후 5년간 CAGR 19.8%의 순이익 성장률을 기록할 것으로 전망되는데, 이는 KOSPI 대비, 글로벌 통신주 내의 어떤 회사보다도 매력적인 수준이다. 따라서 PER 10배 적용은 무리가 없는 것으로 판단된다.

이동통신 보급률에 따른 PER - 국가별

PER	Carrier	Country(penetration rate)	Country(penetration rate)	Carrier	PER
34.13	China unicom	China	Korea	SKT	9.6
10.80	China mobile	64	105.4	KT	8.3
17.22	China telecom		Japan	NTT Docomo	11.60
13.4	AT&T	US	95.4	KDDI	7.89
15.8	Verizon	89.9	Australia	Telstra	12.2
32.87	Tata Teleservice	India	101.0		
19.64	Bhati Airtel	61.42	Italia	Telecom Italia	6.8
			135.4		

자료: 동양증권 리서치센터, ITU, 주: 2010년기준 보급률

국가별 이동통신 보급률 비교



자료: 동양증권 리서치센터

글로벌 통신주 Valuation 비교

	PER		EV/EBITDA		PBR	
	FY1 2012	FY2 2013	FY1 2012	FY2 2013	FY1 2012	FY2 2013
SKT	9.6	9.6	3.9	4.0	0.7	0.7
KT	8.3	9.8	3.8	3.9	0.6	0.6
LGU	22.9	5.8	4.6	4.2	0.6	0.6
SKB	N/A	50.8	4.0	3.7	0.9	0.9
NTT Docomo	11.6	10.2	3.5	3.4	1.1	1.0
KDDI	7.9	7.3	3.5	3.4	0.9	0.8
NTT	9.4	7.7	3.1	3.1	0.6	0.5
China unicom	34.1	19.7	4.6	3.9	1.2	1.1
China mobile	10.8	10.5	4.1	4.0	1.9	1.7
China telecom	17.2	13.4	3.9	3.1	1.0	1.0
AT&T	13.4	12.5	5.8	5.6	1.8	1.7
Verizon	15.8	14.2	5.5	5.2	2.7	2.3
Chunghwa Telecom	16.5	16.0	7.2	7.2	1.9	1.9
Taiwan Mobile	17.0	15.4	9.8	9.6	6.7	6.8
Vodafone	10.6	10.2	7.9	8.1	1.0	1.0
Orange	8.2	8.3	4.5	4.6	1.2	1.2
T-Mobile	13.0	12.4	4.6	4.7	1.1	1.0
Telefonica	9.1	8.8	5.7	5.5	3.0	3.0
Telecom Italia	6.8	6.6	4.4	4.4	0.6	0.6
Singtel	13.5	12.5	10.1	9.8	2.1	1.9
Telstra	12.2	11.8	5.3	5.3	3.6	3.6
Average	13.4	13.0	5.2	5.1	1.7	1.6

자료: 동양증권 리서치센터, Bloomberg

주: 2012년 4월 25일 기준,

(참고) 북미 이동통신 보급률은 100%를 하회할 뿐 아니라, ARPU의 상승까지 나타나고 있다. PER Valuation이 높은 이유이다.

북미 이동통신 3사의 실적 현황

(단위: 천명, 백만 USD)

		1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11
AT&T	매출액	30,571	30,614	30,734	30,708	30,530	30,808	31,581	31,361	31,247	31,495	31,478	32,503
	영업이익	5,737	5,500	5,372	4,564	5,971	6,083	5,431	2,173	5,808	6,165	6,235	-6,080
	OPM %	18.8%	18.0%	17.5%	14.9%	19.6%	19.7%	17.2%	6.9%	18.6%	19.6%	19.8%	-18.7%
	순이익	3,126	3,198	3,192	2,730	2,453	4,003	12,319	1,089	3,408	3,591	3,623	-6,678
	가입자 수	60,535	61,647	62,961	64,627	65,108	66,970	67,688	68,041	68,062	68,353	68,614	69,309
	ARPU	59.6	60.6	61.6	61.5	61.9	62.6	62.8	62.9	63.4	63.9	63.7	63.8
Verizon	매출액	26,591	26,861	27,265	27,091	26,913	26,773	26,484	26,395	26,990	27,536	27,913	28,436
	영업이익	4,694	4,672	3,823	2,953	4,441	410	3,383	6,411	4,453	4,892	4,647	-1,112
	OPM %	17.7%	17.4%	14.0%	10.9%	16.5%	1.5%	12.8%	24.3%	16.5%	17.8%	16.6%	-3.9%
	순이익	3,210	3,335	2,809	2,371	2,318	553	2,698	4,648	3,264	3,604	3,542	-212
	가입자 수	78,934	78,395	79,371	80,495	80,912	81,573	82,257	83,125	84,031	85,290	86,175	87,382
	ARPU	52.3	52.6	52.6	52.2	52.4	53.1	53.6	53.5	53.5	54.1	54.9	54.8
Sprint	매출액	8,209	8,141	8,042	7,868	8,085	8,025	8,152	8,301	8,313	8,311	8,333	8,722
	영업이익	-160	-142	-314	-544	-197	-63	-213	-139	259	79	208	-438
	OPM %	-1.9%	-1.7%	-3.9%	-6.9%	-2.4%	-0.8%	-2.6%	-1.7%	3.1%	1.0%	2.5%	-5.0%
	순이익	-594	-384	-478	-980	-865	-760	-911	-929	-439	-847	-301	-1,303
	가입자 수	35,428	34,437	33,636	33,967	33,389	33,161	33,054	33,112	32,998	32,897	32,853	33,014
	ARPU	56.0	56.0	56.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	56.0	57.0	58.0	58.6

자료: 동양증권 리서치센터

분기 실적을 보지 말고, 분기 가입자 영업 실적을 보자

2012년 ARPU 상승, 2012년 하반기~2013년에 걸쳐서는 Quantity(가입자)의 본격적인 상승이 나타날 것으로 전망되고, 2013년부터는 이익이 증가하는 모습이 나타날 것으로 전망된다. 물론 가입자가 급증하는 초기 국면인 2012년 상반기 혹은 늦어도 3분기까지는 마케팅비용의 변동성에 의해 실적 변동성이 나타날 것이다. 예를 들어 2분기 같은 경우에는 가입자 순증 규모가 급증하고 있어, 마케팅비용의 증가로 인해 수익성은 크게 악화될 것으로 전망된다. 이에 따라 주가의 변동성이 커질 수 있지만, 궁극적으로는 성장에 베풀어야 한다고 믿는다. 급증하고 있는 가입자 기반을 토대로 하여 최소한 3분기 늦어도 4분기에는 어닝 서프라이즈가 실현될 것이다. 그리고 최근 거래되고 있는 6,000원 이하의 주가 영역 대에서는 그러한 고민조차도 필요 없다고 생각한다.

기존 목표주가 8,500원은 PER 8배를 적용하여 산출하였다. 당시에는 LTE에 대한 확신이 지금에 비해 부족했고, 성과 역시 ARPU에 한정될 것으로 내다봤다. ※ 2011년 10월 '2L의 귀환' 자료 참조. 따라서 글로벌 통신주의 기준점이라 할 수 있는 PER 10배에서 20%의 디스카운트를 적용하였다. SK텔레콤과 KT에 비해서는 성장 측면에서 매력적인 펀더멘털을 보유하고 있지만, 3위 사업자에게 적용되는 변동성 & 전략 성공에 대한 불확실성 등을 감안할 수 밖에 없었기 때문이다. 또한 LTE 성공 가능성에 대한 확신도 100%일 수 없었다. 하지만 이미 한국에서 LTE 성공 가능성에 대한 논의는 더 이상 의미 없을 정도로 LTE 가입자는 빠르게 증가하고 있다. 이 과정에서 SK텔레콤과 대등한 승부를 펼치고 있고, ARPU 뿐 아니라 M/S 측면에서도 가능성을 보여주고 있다. 이에 우리는 동사 Valuation에 대한 디스카운트 적용이 필요 없다고 판단하였다.

Case	ARPU	가입자 수	목표주가	비고
ARPU Normal & 가입자 Normal	29,639	10,311	9,751	채택
ARPU Normal & 가입자 Strong	29,639	10,631	9,188	
ARPU Normal & 가입자 Weak	29,639	10,131	9,771	
ARPU Weak & 가입자 Normal	28,210	10,311	8,450	
ARPU Weak & 가입자 Strong	28,210	10,631	7,828	
ARPU Weak & 가입자 Weak	28,210	10,131	8,469	
ARPU Strong & 가입자 Normal	30,591	10,311	10,878	
ARPU Strong & 가입자 Strong	30,591	10,631	10,334	
ARPU Strong & 가입자 Weak	30,591	10,131	10,878	

자료: 동양증권 리서치센터

위험 요인 : 블록딜은 현 주가에서 실행될 가능성이 낮다

오버행 이슈는 동사 주가 상승을 억제하는 가장 핵심 요인이다. 동사의 오버행 이슈는 크게 두 가지이다. 한전이 보유한 LG유플러스 지분 7.46%(38,409,000주) 및 합병을 하면서 발생한 LG유플러스 자사주 15.98%(82,291,881주)가 이에 해당된다.

당장은 한전 지분 오버행 이슈가 투자자에게 우려를 자아내고 있다. 지난 4월 6일 기획재정부는 한전이 보유한 LG유플러스 지분 7.46%와 신용보증기금이 보유한 엠아이텍 지분 0.3%를 한국자산관리공사(KAMCO)에 위탁 매각키로 결정했다고 밝혔다. 언론에 의하면 KAMCO는 6월까지 매각 준비를 마치고 7월부터 본격적인 매각 절차에 착수할 것이라 보도되었다. 투자자들이 우려한 것은 다음의 이유에 기인한다. 한전이 매각 작업을 주도할 경우 원가 이하에서 매각할 이유가 없다고 생각했으나, KAMCO로 넘어가게 되면 원가 이하에서도 충분히 매각 가능할 것으로 판단했기 때문이었다.

우리의 생각은 이렇다. 우선 KAMCO로 매각 주체가 이전된다고 하더라도, 현 주가에서 매각할 가능성은 없어 보인다. 여전히 매각 의사결정권은 한전이 갖고 있는 것으로 파악되며, 펀더멘털도 양호한 상황에서 굳이 원가(8,553원. 원가는 2010년 1월 합병 당시 주가 기준으로 계상됨)보다 매우 낮은 현 주가대에서 매각할 이유가 없는 것이다. 만약 매각 이후 주가가 원가 이상으로 상승할 경우에 대한 책임론도 분명히 불거질 것이다. 명분이 부족하다. LG텔레콤과의 합병 이전에도 한전은 LG파워콤을 팔 수 있는 기회가 있었으나, 당시에는 LG파워콤의 BPS(7,500원) 이상에서 매각하고자 하는 의지로 인해 매각이 성사되지 않았다. 이를 LG텔레콤과의 합병 비율로 환산하면 10,050원이다. 그럼에도 불구하고 6,000원대 초반의 가격대에 매각 작업이 진행될까? 설사 매각이 진행된다고 하더라도, 사실 이는 동사 주가의 바닥을 찍는 이벤트가 될 가능성이 높아 보인다.

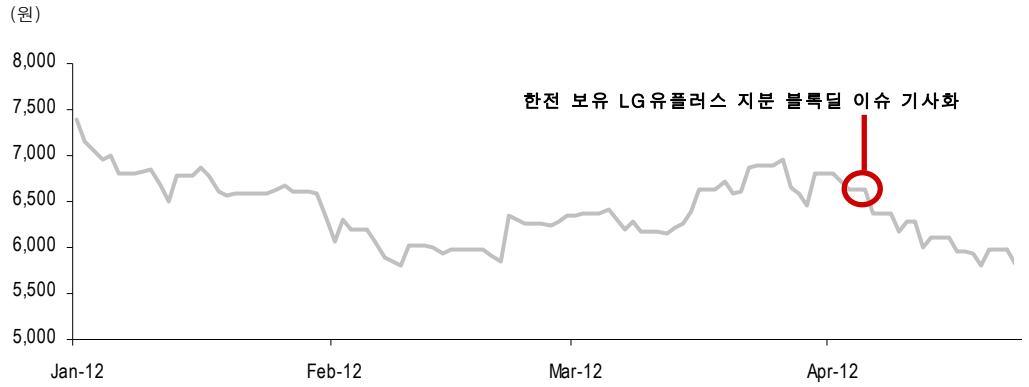
자사주 역시 현 주가에서는 대규모로 시장에 나올 가능성이 적어 보인다. 만약 연말에도 현 주가 수준에 머물러 있다면 (대주주의 지분율을 상승시킬 수 있는) 소각 가능성이 높고, 주가가 상승한다면, 장기 SI 혹은 FI쪽으로는 매각 가능성이 높다.

즉, 우리가 내린 결론은 5천원대 후반~6천원대 초 중반의 가격대에서는 블록딜 가능성이 거의 없다는 것이다. 따라서 오버행 이슈가 잠재되어 있다고 하더라도, 현 가격대에서는 걱정 없이 매수에 나서도 괜찮다고 판단한다.

LG 파워콤 History	
	내용
2000.01	종합유선방송 전송망 사업자 지정
2000.02	기간통신사업자 허가
2000.07	SK 텔레콤(5%), POSCO(5%)에 1차 지분 매각. 주당 32,000원
2002.11	LG 데이콤, 파워콤 지분 인수 계약. 45%. 8,190억원. 주당 12,000원
2008.11	상장. 5,700원 공모
2010.01	LG 데이콤 & LG 텔레콤과 합병. LG 텔레콤과의 합병 비율은 1:0.742. 주식 매수 청구 가격은 6,674원

자료: 동양증권 리서치센터

LG 유플러스 주가 차트



자료: 동양증권 리서치센터

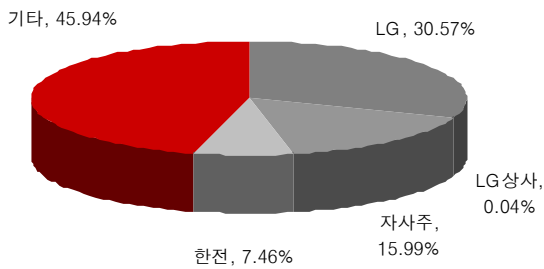
LG 유플러스 잠재 블록딜 가능 주식 내역

	주식 수	지분율	원가
자사주	82,291,881	15.98%	8,553원
한전 보유	38,409,000	7.46%	8,553원

자료: 동양증권 리서치센터

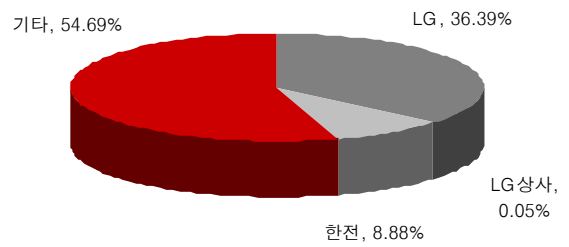
주 : 자사주의 경우 2012년 말까지 처분해야 함

LG 유플러스 주주 구성 - 현재 (2012.4.20 기준)



자료: 동양증권 리서치센터

LG 유플러스 주주 구성 - 자사주 소각 시



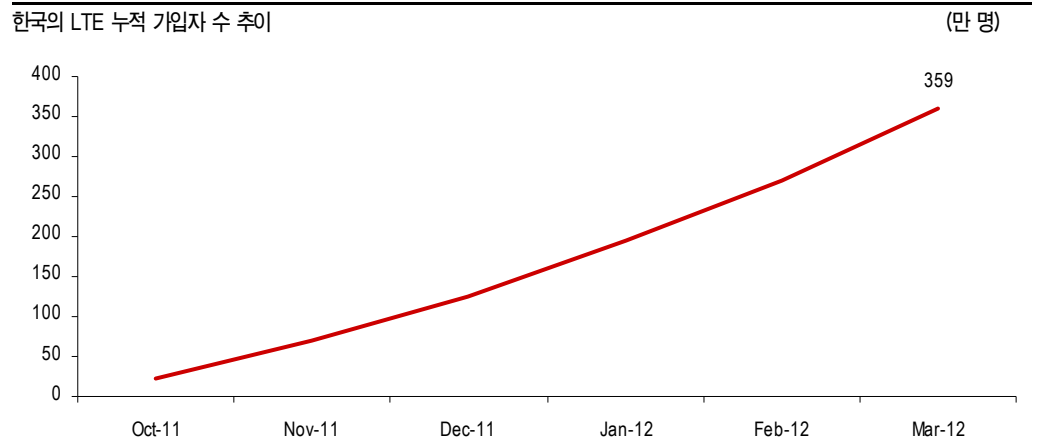
자료: 동양증권 리서치센터

Appedix : 한국에서 LTE 서비스가 잘되는 이유

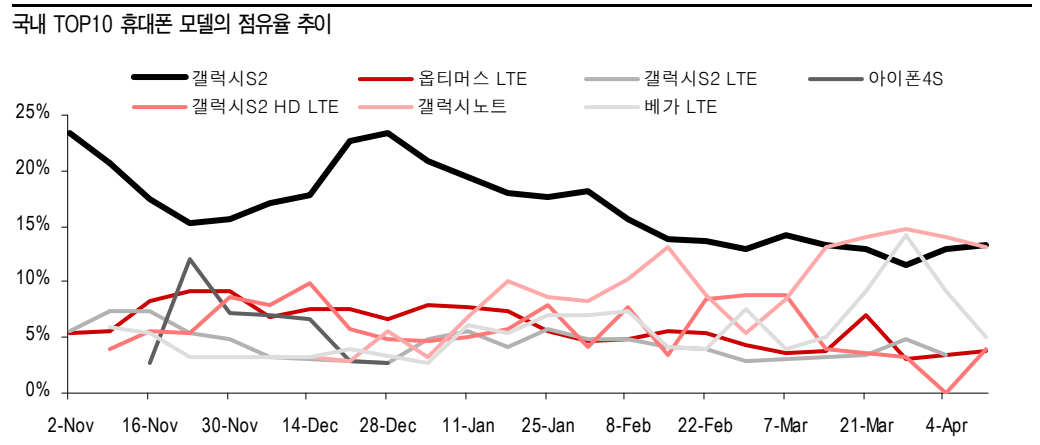
한국의 LTE 가입자는 지난 16일 기준 누적 400만명을 돌파했다. 이는 한국 이동통신 가입자 대비 7.6% 수준이다. 더군다나 이는 KT가 본격적으로 LTE 마케팅 대열에 합류하기 전에 달성한 성과라는 점에서 더욱 의미가 있다. 한국에서 유독 LTE 서비스가 성공적으로 보급되는 이유는 무엇일까?

첫째, 전국망이 매우 빠르게 구축되었기 때문이다. 작년 10월 실질적으로 서비스가 개시된 이후, 불과 7개월만인 4월에 이동통신 3사가 모두 전국망 구축을 완료하였다.

둘째, 최신 휴대폰이 대부분 LTE 지원 위주로 출시되었기 때문이다. 아래 그림에서 확인되듯이, 한국의 경우에는 스마트폰으로 넘어온 이후 대표 모델 위주로 판매가 되는 실정이다. 향후에도 각 제조사는 LTE 중심으로 새로운 휴대폰을 발표할 예정이다.



자료: 동양증권 리서치센터



자료: ATLAS, 동양증권 리서치센터
 주: 주간 판매량 Top 10 모델의 모델별 점유율 합산의 추이

셋째, 소비자들이 LTE에 대해 일종의 우등재화로 인식하고 있는 것으로 생각된다. LTE에 대한 브랜드 인지도가 3G에 대한 인지도에 비해 좋을 것이라는 의미이다. 한국의 경우에는 이러한 브랜드 이미지가 실질 소비에 지대한 영향을 미치는 경향이 있다. 다음 조사는 스마트폰으로 인한 생활의 도움 정도라는 주제의 설문 조사 결과이다. 대부분 항목에서 LTE 서비스의 인지도가 높은 점수를 받았다. 같은 기관에서 조사한 결과에는 일반 스마트폰 이용자 중 51.6%가 향후 LTE에 가입할 의사가 있는 것으로 나타났다.

	전체	일반 스마트폰	LTE
취미활동	50.7	50.1	52.0
여행	42.5	43.0	41.3
모임/지인관리	42.5	43.6	40.0
쇼핑	30.6	27.9	29.7
교육/학습	25.7	23.4	31.0
재테크/자산관리	22.1	18.9	22.0
회사/업무	19.0	17.7	22.0
건강관리/운동	15.5	12.7	37.0

자료: 한국통신사업자 연합회

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
비유동자산	63,652	84,253	86,206	90,056	94,016
관계기업투자등	110	121	141	167	192
장기금융자산	825	837	1,337	1,837	2,837
유형자산	48,702	56,315	60,481	61,740	62,771
기타비유동자산	8,374	15,163	14,424	15,149	15,709
유동자산	21,601	26,232	35,394	45,376	57,252
현금 및 현금성자산	5,375	1,188	6,511	14,586	24,496
단기금융자산	517	341	841	1,341	2,341
매출채권 및 기타채권	13,128	19,785	22,788	23,932	24,717
재고자산	1,901	3,722	3,972	4,172	4,309
기타유동자산	679	1,197	1,282	1,346	1,390
자산총계	85,252	110,485	121,600	135,432	151,268
비유동부채	19,648	32,287	41,411	50,572	61,082
장기금융부채	18,695	26,227	29,320	32,729	37,484
기타비유동부채	667	5,681	11,617	17,275	22,936
유동부채	26,120	39,604	41,399	42,351	43,350
매입채무 및 기타채무	9,937	19,063	20,489	21,516	22,223
단기금융부채	9,164	12,943	12,443	11,943	11,943
기타유동부채	7,019	7,598	8,467	8,892	9,184
부채총계	45,768	71,891	82,809	92,923	104,431
지배주주지분	39,469	38,578	38,773	42,491	46,817
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,366	8,366	8,366	8,366	8,366
이익잉여금	12,400	11,614	12,033	15,974	20,524
비지배주주지분	16	17	18	19	20
자본총계	39,485	38,594	38,791	42,509	46,837
순차입금	21,967	37,641	34,411	28,745	22,591

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	13,790	4,609	15,666	16,020	17,145
당기순이익(손실)	5,700	847	1,069	5,023	5,849
유무형자산 상각비	12,535	11,896	13,171	10,242	10,469
손외환관련 손실(이익)	-1	6	0	0	0
관계회사투자손익	-20	-12	-5	-5	-5
순운전자본감소(증가)	-1,037	-10,570	88	-283	-131
기타	-517	-1,021	1,916	32	85
투자활동 현금흐름	-10,838	-16,816	-15,980	-13,410	-14,147
유형자산의 증가	-11,624	-13,273	-14,000	-11,500	-11,500
무형자산의 증가	-238	-3,565	-1,332	-1,332	-1,332
장/단기금융자산의 (증가)감소	-210	85	-1,000	-1,000	-2,000
기타	1,235	-64	352	422	685
재무활동 현금흐름	940	8,020	5,638	5,465	6,912
장/단기 금융부채의 증가(감소)	3,667	11,126	-500	-3,000	-2,000
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0	0
배당금지급	-1,195	-1,514	-649	-1,081	-1,298
기타	-1,531	-1,593	3,693	3,637	3,453
현금 및 현금성자산의 순증가	3,892	-4,187	5,323	8,075	9,910
기초 현금 및 현금성 자산	1,484	5,375	1,188	6,511	14,586
기말 현금 및 현금성자산	5,375	1,188	6,511	14,586	24,496

자료: 동양증권

주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR 은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

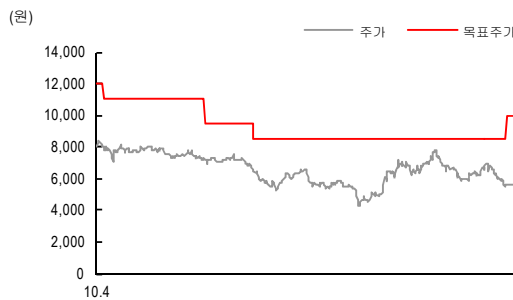
3. ROE,ROA 의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

포괄손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	79,747	91,852	105,191	109,625	113,733
매출원가	13,231	22,896	0	0	0
매출총이익	66,517	68,956	105,191	109,625	113,733
판매및관리비	65,224	66,811	102,317	102,108	105,264
발표영업이익	6,553	2,857	2,874	7,518	8,470
조정영업이익	1,293	2,145	2,874	7,518	8,470
기타영업손익	5,221	657	0	0	0
비영업순손익	-871	-1,172	-1,538	-1,238	-1,159
이자수익	412	708	377	452	715
이자비용	1,249	1,661	1,320	1,376	1,560
외환손익	43	57	0	0	0
관계기업관련손익	20	12	5	5	5
기타손익	-111	-295	-600	-320	-320
세전계속사업이익	5,682	1,685	1,336	6,279	7,311
법인세	-18	838	267	1,256	1,462
당기순이익	5,700	847	1,069	5,023	5,849
지배주주	5,699	846	1,068	5,022	5,848
총포괄이익	5,675	623	846	4,800	5,625
지배주주	5,674	623	844	4,799	5,624
EBITDA	13,828	14,041	16,045	17,759	18,938
FCF	3,203.1	-10,186.4	51.1	2,959.4	4,093.1
EPS	1,113	164	208	976	1,136
BPS	9,034	8,861	8,899	9,621	10,462
DPS	350.0	150.0	250.0	300.0	350.0
EBITDAPS	2,700	2,728	3,117	3,450	3,679

주요 투자지표					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출총이익률(%)	83.4	75.1	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	1.6	2.3	2.7	6.9	7.5
순이익률(%)	7.2	0.9	1.0	4.6	5.1
EBITDA 마진(%)	17.3	15.3	15.3	16.2	16.7
매출액증가율(%)	61.1	15.2	14.5	4.2	3.8
영업이익증가율(%)	-66.6	65.9	34.0	161.6	12.7
당기순이익 증가율(%)	85.0	-85.2	26.3	369.9	16.4
EPS 증가율(%)	0.1	-85.2	26.2	370.3	16.4
EBITDA 증가율(%)	65.4	1.5	14.3	10.7	6.6
ROE(%)	19.0	2.2	2.8	12.4	13.1
ROA(%)	9.1	0.9	0.9	3.9	4.1
매출채권회전율(회)	7.9	5.9	5.2	4.9	4.9
재고자산회전율(회)	46.2	32.7	27.3	26.9	26.8
PER(배)	7.0	36.9	27.3	5.8	5.0
PBR(배)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.3	5.8	4.7	4.2	3.9
배당수익률(보통주, %)	4.9	2.0	4.4	5.3	6.2
부채비율(%)	115.9	186.3	213.5	218.6	223.0
순차입금/자기자본(%)	55.6	97.5	88.7	67.6	48.2
순금융비용/매출액(%)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
영업이익/금융비용(배)	1.0	1.3	2.2	5.5	5.4

(032640) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012/04/30	BUY	10,000원
2012/03/05	BUY	8,500원
2011/11/21	BUY	8,500원
2011/10/12	BUY	8,500원
2011/07/25	BUY	8,500원
2011/02/01	BUY	8,500원
2010/11/22	BUY	9,500원
2010/11/08	BUY	9,500원
2010/10/12	BUY	11,000원
2010/05/10	BUY	11,000원

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 이해관계(기타 특수)에 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

MEMO

MEMO

동양증권 지점망

서울 강남	금융센터입구점	(02)540-0451	금융센터삼성역	(02)563-7500	금융센터대치	(02)566-2341	금융센터역삼	(02)564-3456	강남프라임	(02)782-5010
	금융센터선릉역	(02)558-5501	골드센터강남	(02)554-2000	금융센터도곡	(02)3460-2255	금융센터강남대로	(02)2051-4455	반포	(02)3477-4800
	금융센터반배	(02)595-0101	금융센터서초동	(02)3463-9966	금융센터강남구청	(02)3448-7744	금융센터강남분점	(02)567-3900	금융센터서초남	(02)581-7171
	금융센터서초	(02)525-8822	WPC 강남	(02)552-8811	WPC 테헤란	(02)508-4242				
서울 강북	명동	(02)752-8822	금융센터마포	(02)3272-8800	금융센터을지	(02)771-5100	금융센터성북	(02)989-3900	WPC 강북	(02)3770-2300
	골드센터영업부	(02)3770-2200	시청프라자	(02)777-5050	금융센터종로	(02)2075-5500	금융센터은평	(02)354-0012	금융센터왕십리	(02)2281-6500
	금융센터통북	(02)934-3383	상봉	(02)2207-9100	금융센터돈암	(02)924-3700	금융센터홍대	(02)335-3100		
서울 강동	금융센터강동	(02)475-6011	금융센터잠실	(02)423-0086	금융센터신천	(02)420-3000	금융센터건대역	(02)3425-2500	금융센터올림픽	(02)2203-5250
	금융센터송파	(02)449-9494								
서울 강서	영업부(여의도)	(02)3770-4000	금융센터구로	(02)2675-7011	금융센터신림	(02)884-2800	골드센터목동	(02)2652-9600	금융센터구로디지털	(02)868-1515
	금융센터발산	(02)3664-3600	금융센터강서	(02)2648-2000	금융센터관악	(02)873-5200				
인천/경기	금융센터수원	(031)234-7733	이천	(031)634-7200	금융센터부평	(032)508-9500	금융센터오산	(031)378-0016	금융센터구리	(031)551-7300
	양평	(031)774-6300	평촌	(031)386-8600	금융센터인천	(032)455-1313	금융센터영통	(031)202-9889	금융센터계양	(032)547-9955
	여주	(031)885-8800	골드센터분당	(031)781-4500	금융센터일산	(031)902-7300	금융일산주엽	(031)918-7200	금융센터부천	(032)324-8100
	금융센터분당오리	(031)726-1100	금융센터분당아탑	(031)622-0007	금융센터안산	(031)485-5656	금융센터산본	(031)391-4300	금융센터동탄	(031)8003-6900
	금융센터송도	(032)858-2525	금융센터평택	(031)618-5566	금융센터분당정자	(031)716-7600				
강원	삼척	(033)572-9944	태백	(033)553-0073	금융센터춘천	(033)242-0060	금융센터강릉	(033)655-8822	속초	(033)638-2277
	금융센터원주	(033)744-1700								
대전/충청	대전	(042)536-0012	논산	(041)736-8822	금융센터천안	(041)561-0055	금융센터대전	(042)488-9119	금융센터서청주	(043)239-3700
	대전영업부	(042)255-9600	금융센터관저	(042)545-8008	금융센터청주	(043)257-6400	금융센터월평	(042)489-5200	금융센터보령	(041)935-7000
	금융센터서산	(041)664-3231	대전 A P	(042)628-0300	금융센터제천	(043)643-8900	금융센터서천안	(041)577-2300	금융센터당진	(041)355-4600
	금융센터충주	(043)848-5252								
광주/전라	금융센터광주	(062)226-2100	금융센터광주철단	(062)973-2277	금융센터군산	(063)462-8989	금융센터전주	(063)276-5600	금융센터순천	(061)727-7300
	금융센터상무	(062)385-5200	전주	(063)284-8211	금융센터목포	(061)284-1500	광양포스코	(061)794-6200	해남	(061)536-2900
대구/경북	금융센터수성	(053)746-5225	금융센터구미	(054)471-3636	스펙트럼	(053)355-8121	금융센터포항	(054)275-9001	금융센터대구	(053)256-0900
	대구서	(053)524-3500	울진	(054)783-4400	금융센터범어	(053)741-9800	금융센터상인	(053)634-7400	금융센터구미시청	(054)453-4200
	금융센터시지	(053)791-3200								
부산/경남	부산	(051)808-7725	김해	(055)321-5353	골드센터울산	(052)258-3100	금융센터창원	(055)274-9300	금융센터거제	(055)635-7766
	부산중앙	(051)257-8800	마산	(055)222-3737	금융센터부산	(051)635-1400	금융센터해운대	(051)743-0009	금융센터구포	(051)342-8400
	동래	(051)507-8181	금융센터울산서	(052)221-5800	금융센터센텀	(051)743-5300	금융센터하단	(051)202-7400	금융센터남천	(051)612-3700
	금융센터진주	(055)745-7300	진해	(055)543-7601						
제주	금융센터제주	(064)749-2911								