

2021년 하반기
산업전망

Focused on
Historical Valuation

통신서비스(Telecom)

Analyst 김희재 hoijae.kim@daishin.com



Research Center

통신서비스(Telecom)

Analyst 김희재 hoijae.kim@daishin.com

- 통신업의 Valuation High 시점은 각각 08년(PER 15배)과 14년(33배, 또는 13년 17배)으로 업황 Peak 시점인 06년(OP 4.7조원)과 11년(OP 4.3조원)에 후행. 통신업의 매출 구성 중 60%인 무선의 세대 진화 전 업황 Peak 형성
- 세대 진화에 따른 CAPEX, 마케팅비 증가에 따라 초기 2~3년간 이익 감소 후 새로운 세대의 가입자 증가와 ARPU 상승을 확인하면서 이익, 시총 및 Valuation 상승
- 다만, 정부로부터 요금인가를 받아야하는 규제산업의 특성상 이익 회수기와 요금인하 시기가 겹치면서 이익이 직전 Peak 수준까지는 회복하지 못하는 모습 반복
- 19.4월 5G 시작. 가입자와 ARPU는 LTE 상용화 대비 천천히 상승 중이지만, CAPEX와 마케팅비 역시 완만하게 상승 중이어서 이익과 시총 동반 상승
- 또한, 매출 구성의 40%를 차지하는 유선(IPTV, 인터넷, IDC 등)의 수익성도 개선되면서 3G, 4G때와는 달리 5G 상용화 시점부터 바로 이익 개선이 나타나는 중. 5G가 4차 산업의 중심이어서 규제환경도 우호적이기 때문에, Valuation 프리미엄 적용 필요
- 21년 통신업 타겟 시총 47조원, PER 14배 적용, 21.3월 35조원 대비 33% 상승여력. 21E OP는 3.9조원, 22E OP는 4.5조원으로 업황 Peak 시점의 OP에 근접

I. 주요 통신업체의 Historical Valuation

통신업체의 Valuation High 시점은 업황 Peak 시점에 후행

무선의 세대진화 전
이익 Peak

세대진화 후 가입자
및 ARPU 상승하면서
시가총액 상승

통신업의 매출 구성 중 약 60%가 무선서비스이다. 무선은 통신 방식 및 데이터 다운로드/업로드 속도의 획기적인 진화에 따라 1980년 1세대(1G), 1996년 2G, 2007년 3G, 2011년 4G, 2019년 5G로 발전해왔다. 무선의 세대 진화는 대규모 투자(CAPEX)를 동반하고, 이후 가입자 모집을 위한 마케팅비가 수반되기 때문에, 통신업의 업황 및 Valuation은 무선의 세대 진화와 궤를 같이한다. 다만, 투자와 마케팅이 선행되기 때문에 Valuation High 시점은 영업이익 기준 업황 Peak 시점에 후행한다.

2000년도 이후 통신업 Peak은 2006년과 2011년에 나타났다. 당시 합산 영업이익은 각각 4.7조원과 4.3조원이었다. 그리고 이 시점은 각각 3G와 4G의 상용화 직전이다. 앞서 언급한바와 같이 무선의 세대 진화를 위해서는 대규모 CAPEX와 마케팅비가 수반될 수밖에 없기 때문에, 새로운 세대의 상용화 직전이 이익이 가장 높을 수 밖에 없다.

2000년도 이후 Valuation Peak은 각각 2008년과 2014년이고 당시 PER은 각각 15배와 33배였다(KT는 2014년 대규모 구조조정을 통해 영업이익 및 당기순이익이 적자였으므로, 2013년 PER인 17배를 Valuation Peak으로 보는 것도 가능)

정리해보면, 통신은 매출 비중의 60%를 차지하는 무선의 세대 진화가 나타나기 직전 이익이 가장 높고, 이후 세대진화와 함께 CAPEX와 마케팅비가 증가하면서 이익은 감소하지만, 새로운 세대가 시작되면서 가입자와 ARPU 상승을 확인해가면서 세대진화 2~3년 차에 주가 상승에 따른 Valuation Peak을 형성해왔다.

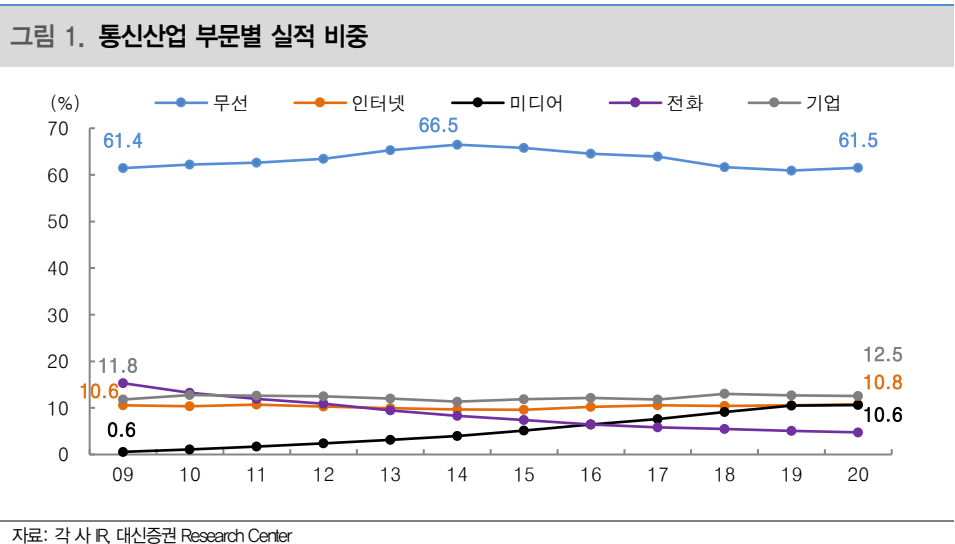
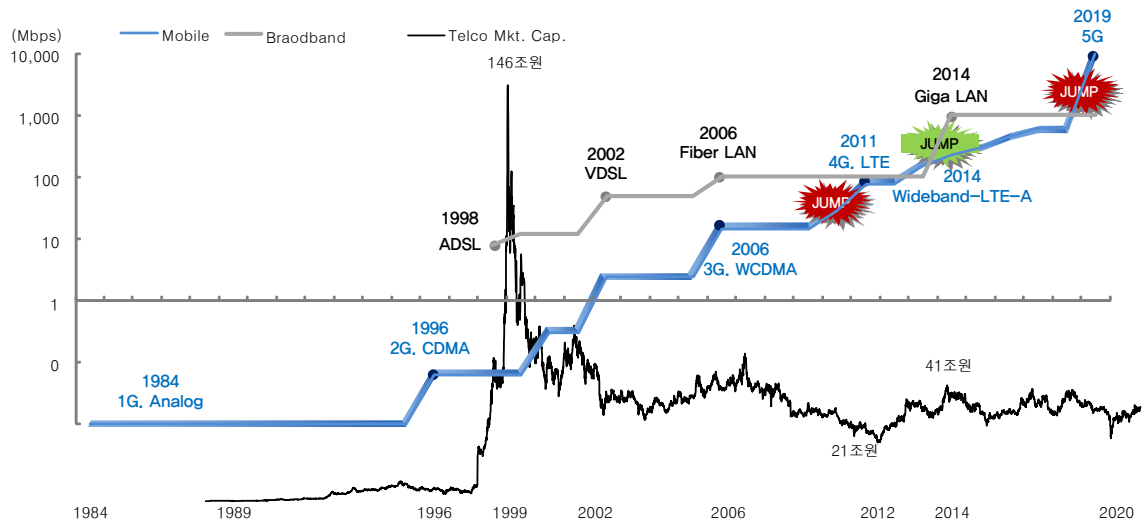
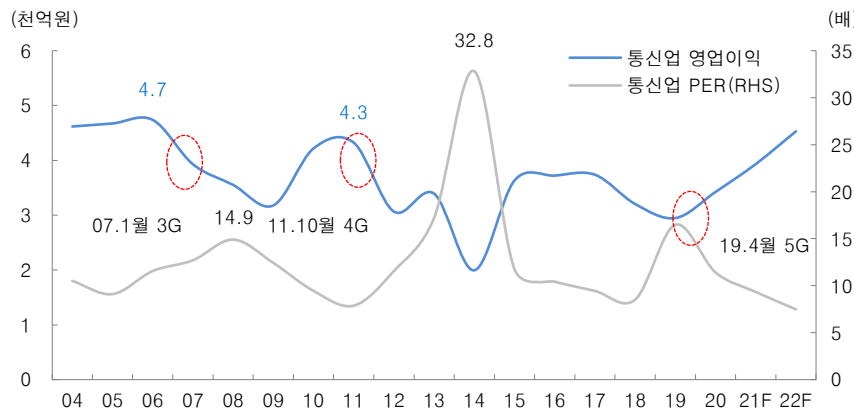


그림 2. 통신 세대별 진화와 시가총액



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 통신업 영업이익 vs. PER, Valuation High 시점은 업황 Peak 시점에 후행



자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

무선통신의 경우 국가 자원인 주파수를 활용하는 과정에서 정부로부터 사용 주파수 대역을 할당(2011년 이후는 경매) 받아야하고, 또한 요금도 정부의 인가(20.12월 폐지)를 받아야하기 때문에, 정부의 규제로부터 자유롭지 못하다.

따라서, 새로운 세대의 도입에 따라 CAPEX 및 마케팅비가 증가하는 초기 2~3년은 이익이 감소하고 이후 이익 회수기에 진입하지만, 이 시점부터 정부 주도의 요금인하가 시행되고, 그 동안은 이익 개선보다 요금인하의 폭이 더 컸기때문에 3G 시대(06~10년)와 4G 시대(11~18년) 모두 업황 Peak 이익에는 도달하지 못했다.

표 1. Earnings-통신

(십억원, 배)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2020	2021F	2022F
017670 SK 텔레콤	매출액	10,161	10,651	11,286	11,675	12,101	12,460	15,926	16,141	16,602	17,164	18,623	20,212	21,069
	영업이익	2,654	2,584	2,172	2,060	2,179	2,035	2,296	1,730	2,011	1,825	1,354	1,518	1,757
	순이익	1,871	1,447	1,642	1,278	1,288	1,411	1,582	1,116	1,610	1,799	1,500	1,746	2,284
	자본총계	8,258	9,306	11,427	10,729	11,241	11,454	12,733	12,855	14,167	15,248	23,594	24,604	26,107
	시가총액	14,892	18,066	20,217	16,969	13,686	14,009	11,426	12,314	18,572	21,640	19,217	22,124	22,124
	PER	8.0	12.5	12.3	13.3	10.6	9.9	7.2	11.0	11.5	12.0	12.8	12.7	9.7
	PBR	1.8	1.9	1.8	1.6	1.2	1.2	0.9	1.0	1.3	1.4	0.8	0.9	0.8
030200 KT	매출액	11,877	11,772	11,936	11,785	15,906	20,234	21,272	23,856	23,811	22,312	23,917	25,312	26,305
	영업이익	1,660	1,737	1,434	1,113	612	2,053	1,748	1,209	839	-407	1,184	1,383	1,617
	순이익	998	1,233	958	450	517	1,172	1,452	1,105	-60	-965	704	860	1,034
	자본총계	8,009	8,549	8,893	8,832	10,398	11,041	12,538	13,218	12,865	11,790	15,575	16,023	16,591
	시가총액	11,636	13,003	13,573	10,258	10,209	12,076	9,309	9,269	8,238	8,160	6,267	7,389	7,389
	PER	11.7	10.5	14.2	22.8	19.8	10.3	6.4	8.4	-136.7	-8.4	8.9	8.6	7.1
	PBR	1.5	1.5	1.5	1.2	1.0	1.1	0.7	0.7	0.6	0.7	0.4	0.5	0.4
032640 LG 유플러스	매출액	3,509	3,943	4,586	4,798	4,949	7,975	9,186	10,905	11,450	11,000	13,418	14,364	15,147
	영업이익	360	417	324	379	387	129	279	127	542	576	886	1,031	1,156
	순이익	248	238	275	284	308	570	85	-60	279	228	478	674	771
	자본총계	1,250	1,491	1,773	1,967	2,040	3,948	3,859	3,749	4,023	4,178	7,641	8,102	8,636
	시가총액	1,841	2,667	2,728	2,753	2,354	3,691	3,809	3,406	4,694	5,021	5,130	5,436	5,436
	PER	7.4	11.2	9.9	9.7	7.6	6.5	45.0	-57.1	16.8	22.0	10.7	8.1	7.0
	PBR	1.5	1.8	1.5	1.4	1.2	0.9	1.0	0.9	1.2	1.2	0.7	0.7	0.6
합산	매출액	25,548	26,366	27,808	28,257	32,956	40,668	46,385	50,902	51,863	50,475	55,958	59,888	62,520
	영업이익	4,673	4,738	3,929	3,552	3,178	4,218	4,323	3,066	3,393	1,995	3,424	3,933	4,530
	순이익	3,118	2,918	2,875	2,011	2,113	3,153	3,119	2,161	1,829	1,061	2,682	3,281	4,089
	자본총계	17,517	19,347	22,093	21,528	23,679	26,444	29,130	29,821	31,054	31,216	46,810	48,729	51,334
	시가총액	28,369	33,736	36,519	29,980	26,250	29,777	24,544	24,989	31,503	34,821	30,614	34,950	34,950
	PER	9.1	11.6	12.7	14.9	12.4	9.4	7.9	11.6	17.2	32.8	11.4	10.7	8.5
	PBR	1.6	1.7	1.7	1.4	1.1	1.1	0.8	0.8	1.0	1.1	0.7	0.7	0.7

자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

II. 통신, 2006 년과 2011 년이 실적 및 업황 Peak

3G 와 4G 가 도입되기 직전이 업황의 Peak

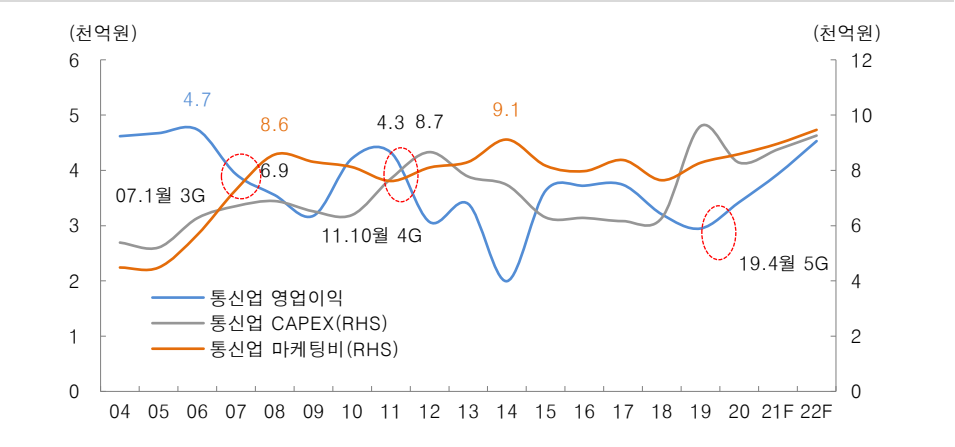
무선의 세대진화는
대규모 투자를 동반

2000년도 이후 통신업의 업황 Peak은 3G와 4G가 상용화되기 직전인 2006년과 2011년에 나타났다. 당시 통신업 합산 영업이익은 각각 4.7조원과 4.3조원이었다. 두 시점 모두 이전 3개년도 평균 영업이익이 4.6조원('03년~'05년), 3.6조원('08년~'10년)인 것을 감안하면 두 시점에 평년보다 높은 수준의 이익을 기록한 것을 확인 할 수 있다. 하지만 무선 네트워크의 세대 교체가 일어났음에도 불구하고 이익은 다음 해부터 점차 하락화되는 모습을 보인다. 이는 무선 사업의 특성상, 상용화 전후 대규모의 CAPEX와 마케팅비가 수반되기 때문이다.

3G가 도입된 시점의 영업이익 추이를 보면, 2006년 4.7조원을 기록한 이후 상용화가 시작된 2007년 영업이익은 3.9조원을 기록한 것을 확인할 수 있다. 반면에 CAPEX와 마케팅비 추이를 보면, 동기간에 증가하는 모습을 보이고 있다. CAPEX 증가로 일어난 대규모 설비의 감가상가비 역시 같은 추이를 보인다. 특히, 교체된 무선 네트워크에 새로운 고객을 확보하기 위한 마케팅비는 증가율이 더욱 확연한데, 2007년 통신3사 합산 마케팅비는 전년대비 약 30% 증가했다. 이러한 비용들로 인해 3G 등장 이후 영업이익은 2006년 점정을 찍은 이후 4G가 등장한 2011년까지 점차 감소했다.

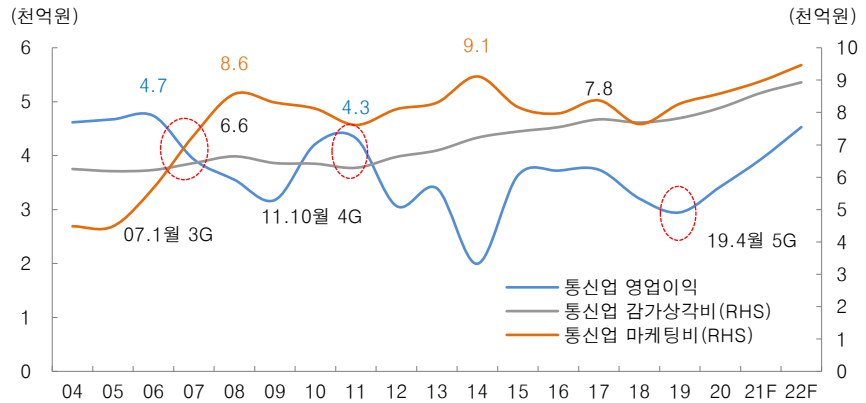
4G 도입 전후에도 동일한 모습이 나타나다. 4G 도입 시점의 영업이익 추이를 보면, 2011년 4.3조원을 기록한 이후 상용화가 시작된 2012년 영업이익은 3.1조원을 기록한 것을 확인할 수 있다. 3G와 마찬가지로 도입 이후 영업이익의 감소는 CAPEX, 마케팅비의 증가에 기인한 것으로 설명될 수 있다. 하지만, 더 우수한 기술력의 세대 교체가 일어나면서 ARPU가 상승했음에도 불구하고 3G 도입 때보다도 낮은 영업이익을 기록한 것에는 또 다른 요인이 있다. 통신업은 기본적으로 규제 산업이다. 2007년 추진된 통신비 20% 인하 정책이 2011년 통신 요금 기본료 인하 시행으로 이어졌다. 이뿐만 아니라 2012년에 이동통신 가입비 폐지가 단계적으로 시행되기 시작했다.

그림 4. 무선의 세대 진화와 함께 CAPEX, 마케팅비 증가. 이익은 세대진화 전 Peak



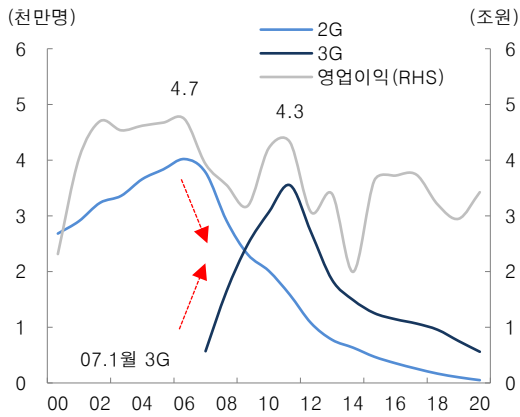
자료: 각 사 IR 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 무선의 세대 진화와 함께 감가상각비, 마케팅비 증가. 이익은 세대진화 전 Peak



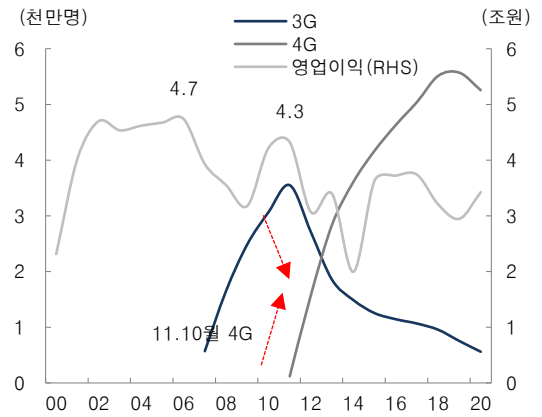
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 업황 피크시점의 Key Chart(2G vs. 3G 가입자)



자료: 각 사 IR, 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 7. 업황 피크시점의 Key Chart(3G vs. 4G 가입자)



자료: 각 사 IR, 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

요금인하 규제로 업황 Peak 회복 지연

주파수, 요금 규제

통신은 규제산업이다. 무선사업은 국가의 자원인 주파수를 사용하기 때문에 정부로부터 주파수의 사용권을 취득해야한다. 2011년 이전까지는 정부의 심사를 통해 주파수를 할당받았고, LTE가 시작된 2011년 부터는 경매를 통해 주파수 사용권을 취득하고 있다.

또 다른 규제는 통신요금 인가제이다. 시장점유율 1위인 통신사업자의 과도한 요금 인상을 막기 위해 1위 사업자가 신규요금제를 출시하기 전 정부로부터 허가를 받는 제도이고, 1991년에 도입되었다. 무선의 경우 SKT는 새로운 요금제 출시 전 정부로부터 허가를 받아왔고, KT와 LGU+는 신규 요금제를 정부에 보고하는 방식이다.

20.5월 전기통신사업법 개정안이 통과되면서 통신요금 인가제는 폐지되었다.

세대 진화 후
이익회수기와 요금
인하 공약시점 일치

06년 이익 Peak과
07년 대선 공약

무선사업에 있어서 중요한 요소인 주파수와 요금이 정부의 규제를 받기때문에, 사업 자체가 정부의 규제로부터 자유롭지 못하다. 요금은 신규 요금제 출시의 경우 1위 사업자인 SKT만 인가를 받아야하는 규제가 있지만, 대선에서 항상 통신요금인하가 공약으로 등장하면서 모든 통신사가 요금인하의 압박을 받아왔다. 그리고, 대선에서 등장한 공약이 이행되는 시점과 무선통신의 새로운 세대에 대한 초기 투자가 마무리되면서 이익 회수기에 진입하는 시점이 공교롭게도 일치하면서 이익 회수기에도 직전 업황 Peak 수준의 이익을 회복하지 못하는 모습이 반복되고있다.

2000년 이후 첫 번째 이익 Peak은 3G가 시작되기 전 해인 06년의 4.7조원이다.

무선의 3G는 07.1월 시작했고, 2G 대비 ARPU가 높은 3G 가입자 비중이 증가하면서 무선매출은 06년 19조원에서 4G 상용화 전인 10년 23조원까지 증가했다. 3G에 대한 투자가 시작되면서 CAPEX는 06년 6.3조원에서 08년 6.9조원까지 상승 후 하락했고, 마케팅비 역시 06년 5.7조원에서 08년 8.6조원까지 상승 후 하락했다. 하지만, 영업이익은 06년 4.7조원을 달성한 후, 09년 3.2조원까지 감소했다. 10년 영업이익은 4.2조원으로 상승했지만, 3G 도입 전인 06년의 4.7조원 수준은 회복하지 못했다. 요금인하 때문이다.

주: CAPEX, 마케팅비, 영업이익은 유무선 합산 기준. 요금인하 영향을 설명하기 위해 매출은 무선매출 기준으로 표현

07년 대선에서 “가계 통신비 20% 절감”이라는 공약이 등장했고, 이에 대한 세부 실행 방안으로 08년부터 10년까지 초당과금제 도입, 문자메시지 50건 무료 제공, 기본료 인하 등이 시행되었다. 3G 가입자와 매출은 07년부터 10년까지 증가했고, CAPEX와 마케팅비는 06년부터 증가해서 08년에 최고점을 형성했기 때문에 09년부터는 이익이 증가해야하지만, 요금인하의 영향으로 매출 증가폭이 둔화되면서 이익은 크게 개선되지 못하고 직전 Peak에 못미치는 이익을 달성한 후 다음 세대인 4G에 대한 투자가 시작되었다.

표 2. 통신비 인하 관련 대선 공약 및 이행사항

2007년: 가계 통신비 20% 절감	2012년: 통신비 부담 낮추기	2017년: 통신비를 낮추겠습니다
보조금 법 일몰, 완전 허용	이동통신 가입비 폐지	취약계층 요금감면 확대
초당과금제 도입. 10초 → 1초	알뜰폰 도매대가 인하	선택약정 할인을 상향
가입비 인하, 기본료 인하	우체국 알뜰폰 판매 지원	알뜰폰 지원대책 마련
가정, 중소기업 결합상품 도입	LTE 노인, 청소년 등 요금제 마련	공공 Wi-Fi 확대 구축
마케팅비 가이드라인 마련. 22%	2015년까지 가입비 단계적 폐지	데이터요금 할인, 이월, 공유 확대
단말기 보조금 차별지급 금지	공공 Wi-Fi 1만개 구축	보편요금제 출시: X
	단말기 유통구조 개선법 도입	이동통신 기본료(11천원) 폐지: X
	단말기 유통경로 다변화와 보급형 스마트폰 생산 및 보급 확대 등으로 스마트폰 가격 인하 유도	단말기 지원금상한제 조기 폐지: X
		분리공시제 도입: X
		한중일 3국 로밍요금 폐지 추진: X
★ 2011년 기본료 인하 등 시행	★ 2014년 단통법 도입	★ 2017년 선택할인을 상향 등 시행
★ 포커스: 통신 요금 인하	★ 포커스: 단말기 가격 인하 유도	★ 포커스: 통신 요금 인하

자료: 대신증권 Research Center

11년 이익 Peak과
12년 대선 공약

2000년 이후 두 번째 이익 Peak은 4G가 시작된 해인 11년의 4.3조원이다.

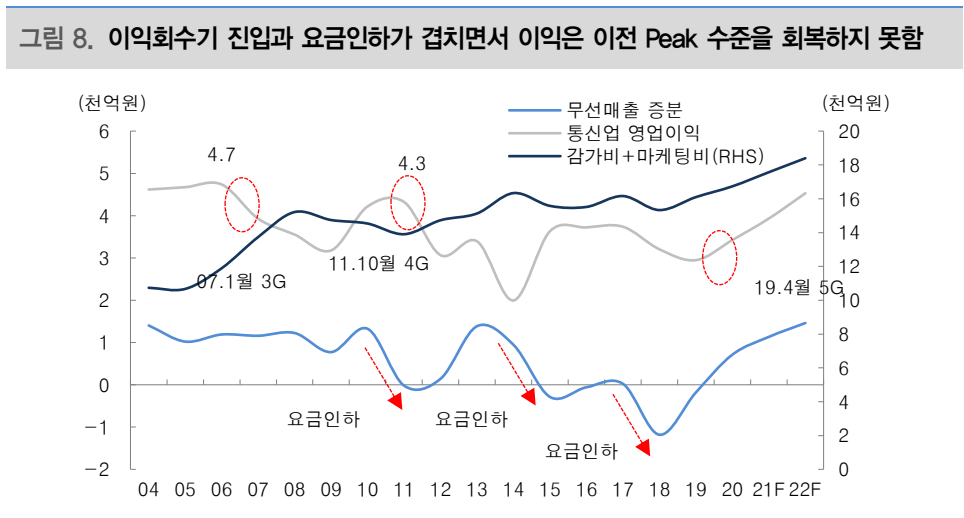
4G도 3G와 상황은 유사하다. 4G는 11.10월 서비스가 시작되었고, 3G 대비 ARPU가 높은 4G 가입자들이 유지되면서 무선매출은 10년 23조원에서 14년 25조원으로 상승했다.

4G는 3G 대비 투자 규모가 확대되면서 CAPEX는 10년 6.4조원대비 12년 8.7조원 등 11~14년 연평균 7.9조원이 집행됐다. 마케팅비 역시 11년 7.6조원에서 14년 9.1조원까지 상승했다. 15년부터 5G가 시작된 19년까지 CAPEX와 마케팅비 모두 감소했지만, 영업이익은 06년 Peak 수준 뿐만아니라 11년 Peak 수준도 회복하지 못했다. 3G 대비 CAPEX와 마케팅비 규모가 커진 영향도 있지만, 요금인하로 인해 매출 상승이 제한적이었던 원인이 더 크게 작용했다.

12년 대선에서 “통신비 부담 낮추기”라는 공약이 등장했고, 이에 대한 세부 실행방안으로 14년 단말기유통구조개선법이 도입됐다. 번호이동과 기기변경에 있어서 마케팅비를 차별적으로 지급하지 못하도록하고, 보조금을 선택하지 않는 소비자들에게는 “보조금에 상응하는 요금할인”을 제공하도록 하는 것이 핵심 내용이다.

통상적으로 경쟁사 고객을 유치하는 번호이동의 경우 자사 고객의 기기변경보다 마케팅비가 많이 투입되지만, 단통법이 도입되면서 이러한 차별을 없앴으로써 마케팅비용은 감소했다. 하지만, 법의 도입취지와 다르게 보조금에 상응하는 수준 이상의 요금할인이 지속적으로 상향되면서(선택약정할인을 14년 12% → 15년 20% → 17년 25%), 4G 가입자 증가에도 불구하고 무선매출은 14년 25.5조원에서 18년 24.0조원까지 하락했다.

4G 시대에도 3G 시대와 마찬가지로 초기 투자가 마무리되면서 이익 회수기에 진입하는 시점이 요금인하 시기와 공교롭게도 일치하면서 이익 회수기에도 직전 업황 Peak 수준의 이익을 회복하지 못하는 모습이 나타났다.



자료: 각 사 IR 추정은 대신증권 Research Center

표 3. 무선 매출, 영업이익, CAPEX, 감가비, 마케팅비

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2020	2021F	2022F
017670 SK 텔레콤	매출액	9,926	10,397	10,897	11,275	11,696	12,550	12,695	12,341	12,860	13,012	11,746	12,050	12,556
	영업이익	2,654	2,584	2,172	2,060	2,179	2,035	2,296	1,730	2,011	1,825	1,354	1,518	1,757
	CAPEX	1,466	1,518	1,856	1,918	1,769	1,845	2,300	2,858	2,317	2,144	2,205	2,405	2,605
	감가비	1,634	1,648	1,852	1,943	2,030	1,649	1,794	1,835	2,116	2,209	2,662	2,820	2,960
	마케팅비	1,858	1,748	2,189	2,855	3,064	3,252	3,323	3,236	3,474	3,427	3,071	3,082	3,215
030200 KT	매출액	4,742	5,182	5,546	6,210	6,462	6,985	6,886	6,816	6,893	7,242	6,934	7,426	7,857
	영업이익	1,660	1,737	1,434	1,113	612	2,053	1,748	1,209	839	-407	1,184	1,383	1,617
	CAPEX	2,739	3,588	3,339	3,150	2,959	3,057	3,319	3,711	3,313	2,514	2,872	2,972	3,072
	감가비	3,310	3,253	3,275	3,448	3,120	3,039	2,835	2,926	2,932	3,023	2,848	2,992	3,061
	마케팅비	1,762	2,000	2,652	3,560	3,146	2,778	2,560	2,560	2,681	3,151	2,814	2,956	3,125
032640 LG 유플러스	매출액	2,675	2,954	3,249	3,432	3,531	3,479	3,413	3,978	4,768	5,212	5,813	6,150	6,675
	영업이익	360	417	324	379	387	129	279	127	542	576	886	1,031	1,156
	CAPEX	697	851	1,159	1,316	1,248	1,148	1,716	1,680	1,568	2,212	2,381	2,581	2,781
	감가비	789	818	811	811	877	1,254	1,190	1,393	1,312	1,500	1,877	2,032	2,140
	마케팅비	731	1,033	1,353	1,490	1,496	1,692	1,514	1,752	1,836	2,029	2,307	2,396	2,569
합산	매출액	17,343	18,533	19,692	20,917	21,689	23,014	22,993	23,135	24,521	25,466	24,493	25,627	27,088
	증감	1,021	1,190	1,159	1,224	773	1,325	-21	142	1,386	945	713	1,133	1,461
	영업이익	4,673	4,738	3,929	3,552	3,178	4,218	4,323	3,066	3,393	1,995	3,424	3,933	4,530
	CAPEX	5,208	6,272	6,705	6,888	6,516	6,385	7,698	8,660	7,774	7,471	8,277	8,758	9,258
	감가비	6,186	6,223	6,437	6,643	6,436	6,416	6,290	6,628	6,826	7,222	8,146	8,604	8,931
	마케팅비	4,482	5,667	7,299	8,573	8,307	8,117	7,613	8,101	8,304	9,114	8,588	8,966	9,466

자료: 각 사 R, 추정은 대신증권 Research Center

IPTV의 사업확대 및
초고속 인터넷 진화
도
이익 부진의 원인

KT의 사례를 보면 08년에 상용서비스를 시작한 IPTV의 매출 비중이 20년에 11%까지 상승했다. IPTV 사업은 대규모 콘텐츠 투자를 수반하고 콘텐츠 비용은 MG(Minimum Guarentee) + RS(Revenue Share)의 구조여서 가입자가 일정수준의 규모로 도달하기 전까지는 적자가 불가피하다. 부문별 이익률은 공개되지 않았으나, 당사 추정으로는 16년 까지 적자를 지속했을 것으로 추정된다.

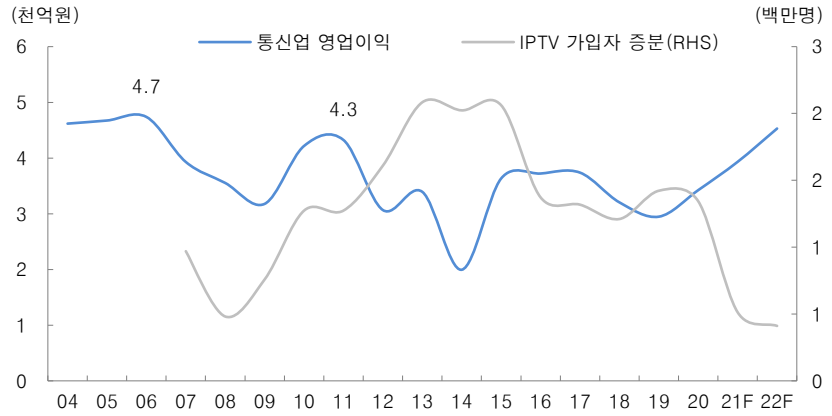
동기간 모바일 OTT 순이용자와 동영상 트래픽도 크게 증가했다. 콘텐츠 구입비용이 증가했을 것으로 추정할 수 있는 근거들이다.

초고속 인터넷은 꾸준히 매출비중 13% 수준을 유지하고 있지만, 10년 이후 유무선 결합이라는 마케팅이 보편화되었고, 결합 할인에서 인터넷이 기여하는 부분이 크게 작용하면서 당사 추정으로는 역시 16년까지 적자를 지속했을 것으로 추정된다.

인터넷도 무선보다 규모가 크지는 않지만 꾸준히 CAPEX 투자가 이뤄지고, 14년 기가 인터넷이 도입된 전후로 관련한 CAPEX 규모가 커진 것으로 추정된다.

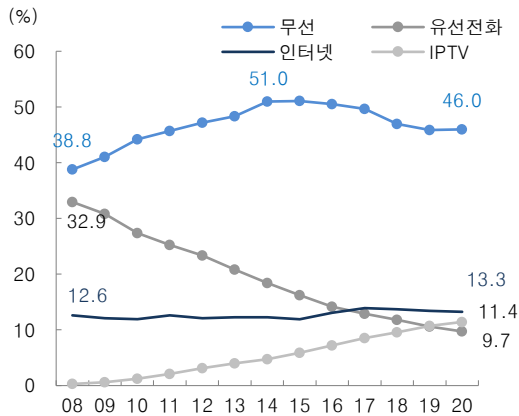
따라서, 11년 이후에는 무선의 요금인하에 따른 매출 증가폭 둔화 및 신사업인 IPTV의 적자 지속과 초고속 인터넷의 투자 및 결합할인 기여 증가로 인해, 4G 투자에 대한 이익 회수기 진입에도 불구하고 이전 이익 Peak 수준을 회복하지 못하고있다.

그림 9. 통신업 영업이익 vs. IPTV 가입자 증분



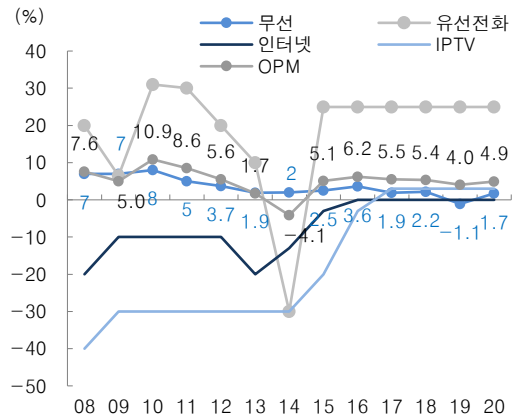
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10.KT. 부문별 매출 비중



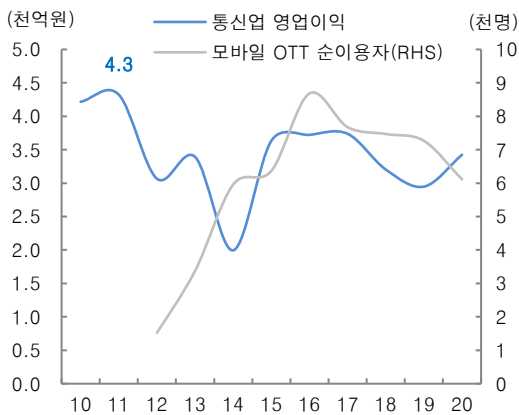
자료: KT IR, 대신증권 Research Center

그림 11.KT. 부문별 영업이익률 추정



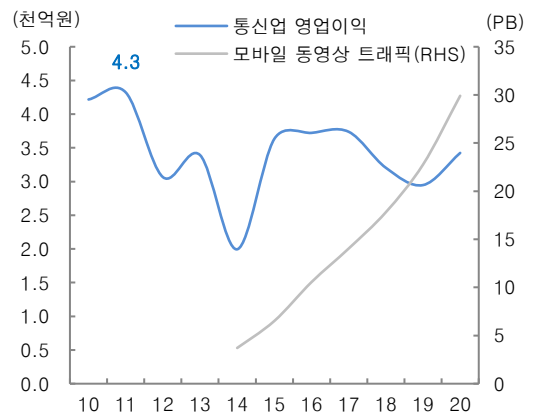
자료: KT IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12.모바일 OTT 순이용자 vs. 영업이익



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

그림 13.모바일 동영상 트래픽 vs. 영업이익



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

II-1. 통신, 2008 년과 2014 년이 Valuation Peak

Valuation Peak 은 무선의 세대 진화와 함께 형성

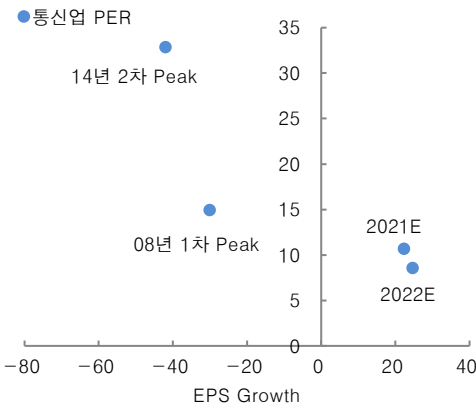
Valuation Peak은
무선의 세대진화

통신의 Valuation Peak은 08년과 14년에 형성됐다. 08년은 07년 3G가 상용화 된 후이고, 14년은 11년말에 4G가 상용화된 후이다. 새로운 세대의 상용화에 따라 가입자와 ARPU가 상승하는 것을 확인하면서 시가총액 상승에 따른 Valuation Peak이 형성된다.

08년과 14년 Peak 시점의 PER은 각각 15배와 33배였고, 새로운 세대를 위한 CAPEX와 마케팅비가 증가하면서, 당시 EPS Growth는 각각 -30%와 -42%였다.

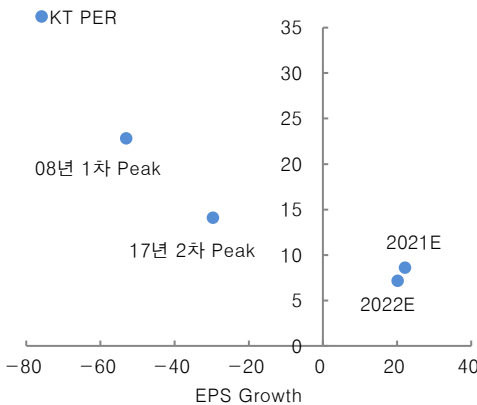
21년과 22년 EPS Growth는 각각 22%와 25%이고 21.3월 기준 PER은 11배이다.

그림 14.통신업 Peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



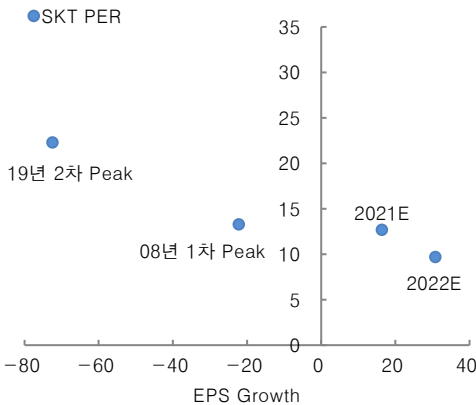
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 15.KT Peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



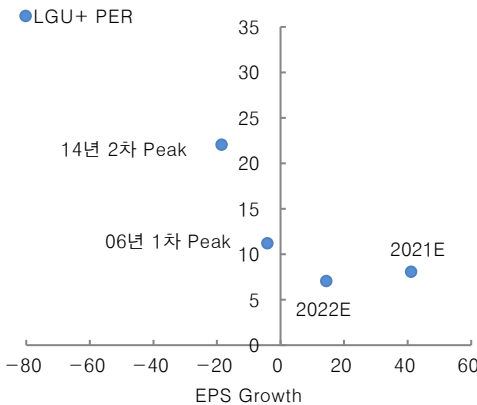
자료: KT IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 16.SKT Peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



자료: SKT IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 17.LGU+ Peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



자료: LGU+ IR, 추정은 대신증권 Research Center

Valuation Peak 은 이익 Peak 을 후행

Valuation은 이익을 후행

통신의 Valuation Peak은 이익 Peak을 후행한다. 2000년도 이후 Valuation Peak은 3G 도입 전 이익 Peak인 06년을 2년 후행한 08년과, 4G 도입 전 이익 Peak인 11년을 3년 후행한 14년에 형성됐고, 당시 PER은 각각 15배와 33배였다(KT는 2014년 대규모 구조 조정을 통해 영업이익 및 당기순이익이 적자였으므로, 2013년 PER인 17배를 Valuation Peak로 보는 것도 가능). 2000년 이후 Peak 시점을 제외한 평균 PER이 10배임을 감안 하면 Peak 시점에는 상당히 높은 수준의 PER가 형성됐다.

PER은 시가총액의 움직임보다 이익이 크게 감소하면서 높게 나타나거나, 이익의 움직임 보다 시가총액이 크게 상승하면서 높게 나타날 수도 있기 때문에, PER이 상승하는 시점 의 이익과 시가총액의 움직임을 동시에 비교할 필요가 있다.

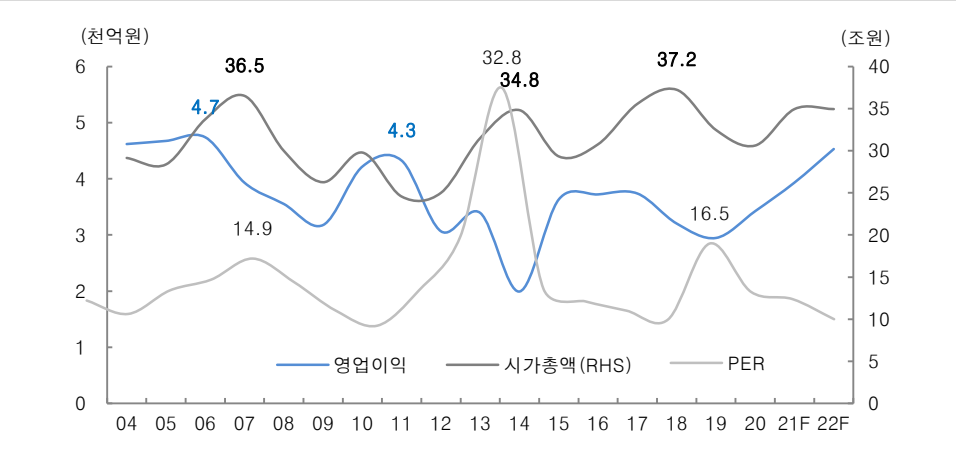
통신업 Valuation 1차 Peak: 06년 이익 Peak, 07년 시총 Peak, 08년 PER Peak

통신업 Valuation 2차 Peak: 11년 이익 Peak, 14년 시총 & PER Peak

통신업 Valuation 1차 Peak이 형성된 구간인 06~08년에는 시총과 이익이 모두 감소했지만, 이익 감소가 더 크게 나타나면서 PER이 상승했고, Valuation 2차 Peak이 형성된 11~14년에도 이익이 감소했지만, 오히려 시총이 더 크게 상승하면서 PER이 상승했다.

2000년도 이후 두 번의 Valuation Peak 시점에서 이익과 시총의 방향은 각각 엇갈렸지만, Valuation 상승과 무선 새로운 세대의 가입자 증가 추이 및 ARPU 증가 추이와는 일치한다. Part1에서 언급한대로 새로운 세대 진화 전 이익 Peak이 나타나고 이후 CAPEX와 마케팅비 증가에 따라 이익은 감소하지만, 새로운 가입자가 등장하면서 ARPU가 반등하고 이후 이익 회수기에 진입하면서 이익 개선과 배당 증가에 대한 기대감이 Valuation 상승으로 나타나는 것이다.

그림 18.통신업 영업이익 vs. 시가총액 vs. PER



자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

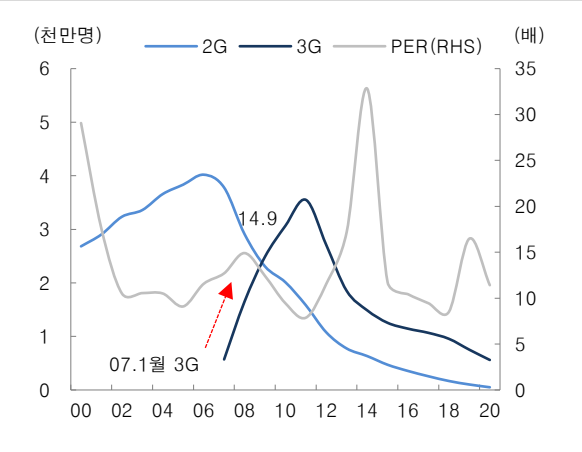
Valuation Peak 은 새로운 세대의 가입자 및 ARPU 와 동행

Valuation은 가입자
및 ARPU와 동행

통신의 Valuation Peak은 새로운 세대의 가입자 및 ARPU와 동행한다. 3G는 07.1월 서비스를 시작해서 11년 35.5천만명으로 가입자 Peak을 형성했다. 순증 기준으로는 08년 10.8천만명을 달성했고, 08년이 Valuation이 1차 Peak이 형성된 시점이다.

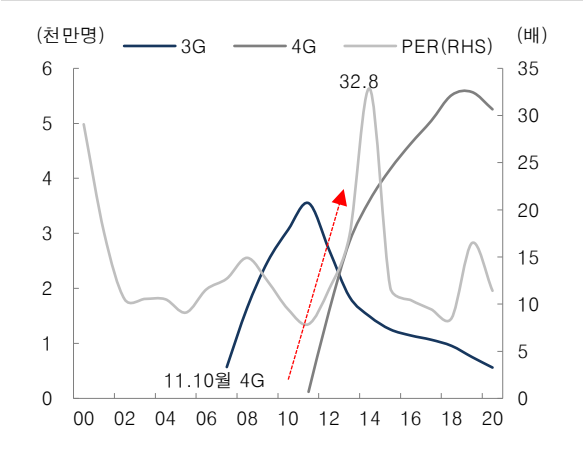
4G는 11.10월 서비스를 시작해서 19년 55.7천만명으로 가입자 Peak 을 형성했다. 순증 기준으로는 12년 14.6천만명, 13년 12.6천만명을 달성했고, 14년(KT의 일회성 명퇴를 제외하면 13년이)이 Valuation 2차 Peak이 형성된 시점이다.

그림 19.Valuation 피크시점의 Key Chart(3G 가입자)



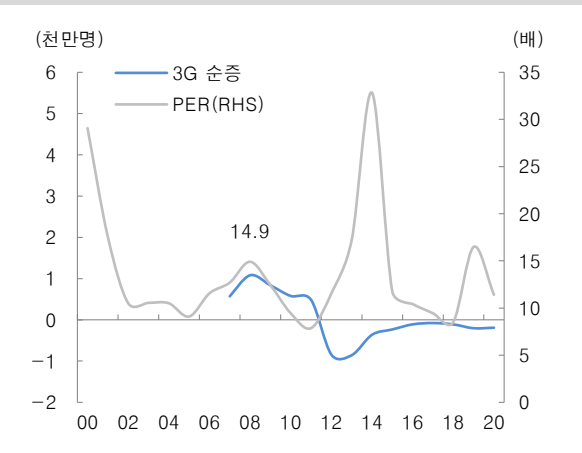
주: 08년 3G 상용화 후 1년이 Valuation Peak
자료: 각 사 IR, 대신증권 Research Center

그림 20.Valuation 피크시점의 Key Chart(4G 가입자)



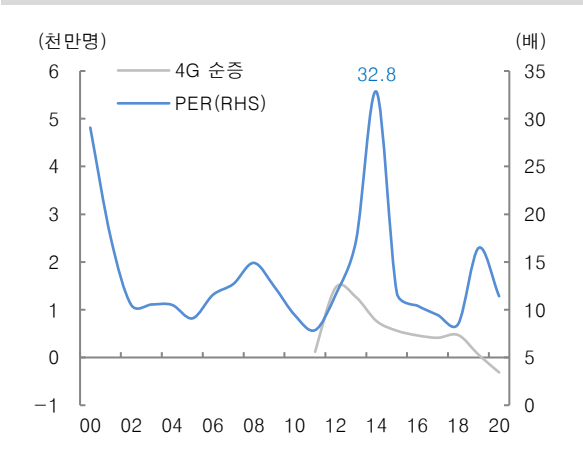
주: 11 4G 상용화 후 3년이 Valuation Peak
자료: 각 사 IR, 대신증권 Research Center

그림 21.Valuation 피크시점의 Key Chart(3G 순증)



자료: 각 사 IR, 대신증권 Research Center

그림 22.Valuation 피크시점의 Key Chart(4G 순증)

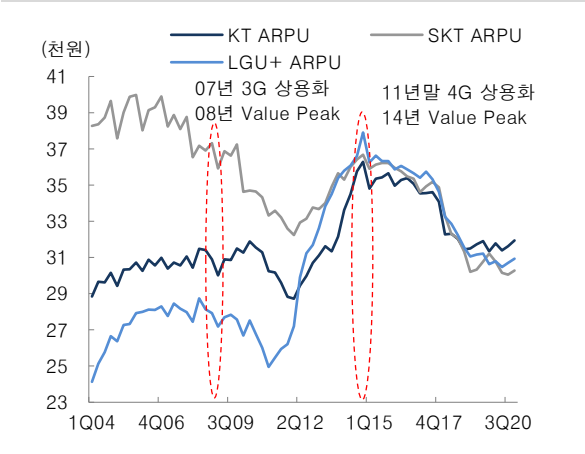


자료: 각 사 IR, 대신증권 Research Center

Valuation은 가입자
및 ARPU와 동행

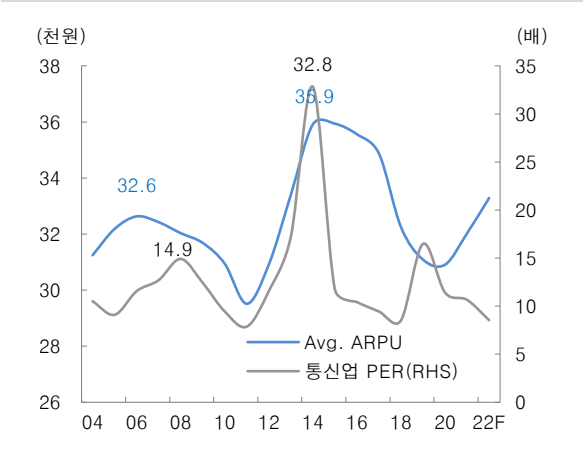
ARPU와 Valuation의 방향도 상당히 유사하다. ARPU의 1차 Peak은 06년 32.6천원, Valuation 1차 Peak은 08년 14.9배이고, ARPU의 2차 Peak은 15년 35.9천원, Valuation 2차 Peak은 14년 32.8배로 ARPU Peak 시점과 Valuation Peak 시점은 1~2년 차이가 발생하지만, 이익 및 시가총액과 달리 ARPU와 PER의 경로는 상당히 유사하다.

그림 23.Valuation 피크시점의 Key Chart(ARPU)



자료: 각 사 IR, 대신증권 Research Center

그림 24.Valuation 피크시점의 Key Chart(ARPU)



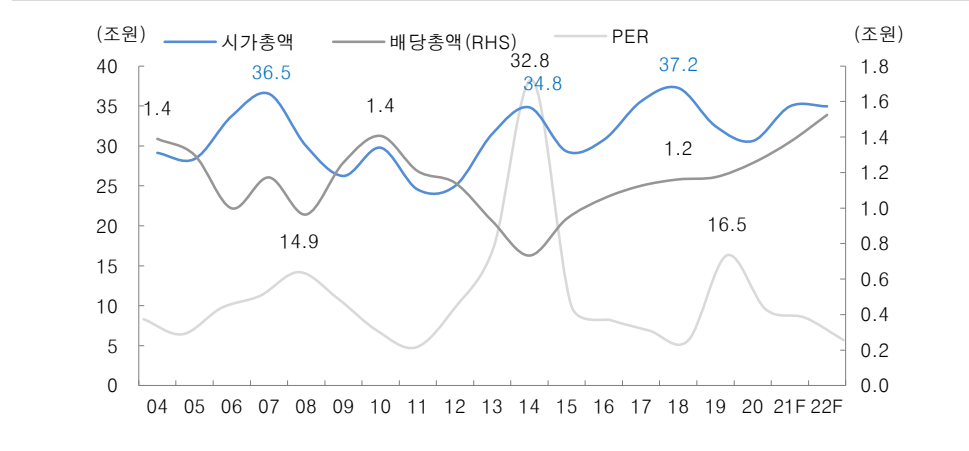
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

Valuation Peak 은 배당에 선행

Valuation은 배당에
선행

정리해보면, 무선의 새로운 세대가 등장하기 전 이익은 Peak을 형성하고, CAPEX와 마케팅비 증가에 따라 이익은 2~3년간 감소하지만, 동기간 새로운 세대의 가입자와 ARPU가 증가하면서 향후 이익 회수기에 배당이 증가할 것이라는 확신을 심어주면서(실제로 이익 회수기에는 배당 상승) 시총과 Valuation이 상승하는 모습이 반복되고 있다.

그림 25.통신업 시가총액 vs. PER vs. 배당총액



자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

III. 현재와 Peak 시점 비교

5G 도입에 따른 ARPU의 장기 상승사이클 진입

Valuation은 가입자
및 ARPU와 동행

Part2에서 언급한바와같이 Valuation은 새로운 세대의 가입자 증가 및 ARPU의 상승 추
이와 동행한다.

5G는 19.4월에 시작했다. 21.1월 기준(상용화 21개월) 5G 가입자는 1.3천만명으로 보급
률 21%이다. 4G는 상용화 21개월에 가입 2.3천만명, 보급률 44%를 달성한바있다.

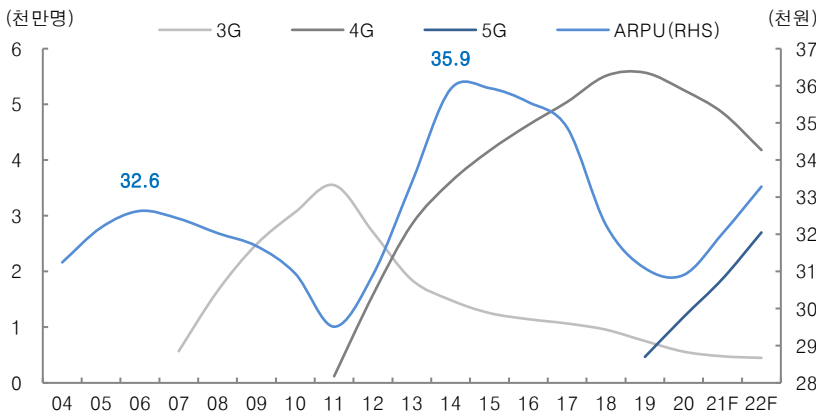
5G의 가입자 증가속도가 4G 대비로는 더디지만, ARPU의 상승 흐름은 유사하다. 통신
사 평균 ARPU는 11년 29.5천원으로 저점을 형성 후 LTE 가입자 증가와 함께 15년
35.9천원을 형성했다. 이후 4G 가입자 증가 둔화 및 17년 선택약정할인을 상향에 따라
20년 30.9천원까지 감소했다. 20년말 5G 보급률이 19%까지 상승하면서 1Q21부터 본격
적인 ARPU의 반등이 전망된다. 이미 KT는 4Q19에 ARPU의 턴어라운드가 시작됐다.

2nd device가 많아지고있고, 5G 가입자 증가속도는 4G의 절반 정도로 진행되고 있으며,
5G 신규 가입자의 70% 정도는 보조금 대신 요금할인을 선택하고 있는 것으로 추정되기
때문에 ARPU의 상승속도는 느리지만, 21년부터는 연평균 3% 수준의 ARPU 상승이 전
망된다. 24년에는 4G 시점의 ARPU Peak인 36천원까지 상승할 것으로 전망한다.

ARPU의 반등이 본격화되면서 21.3월 기준 시가총액은 35조원으로 14년 Valuation
Peak 시점에 형성한 34.8조원을 넘어섰다. 하지만, 아직 PER은 10.7배에 불과하다.
ARPU의 반등에 따른 무선 실적 개선뿐만아니라 유선과 자회사의 실적도 개선되고 있어
서 21년 영업이익은 11년 이익 Peak 당시 4.3조원 이후 최고인 3.9조원을 달성할 것으
로 전망하고, 22년 영업이익은 11년 Peak을 넘어서는 4.5조원을 전망한다.

21년 실적기준 타겟 시총은 47조원, PER 14배 적용 수준이고, 업사이드는 33%이다.

그림 26.세대별 가입자수와 ARPU



자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

IPTV, 인터넷 등 유선사업과 자회사들의 수익성 개선

유선과 자회사들의
수익성 개선

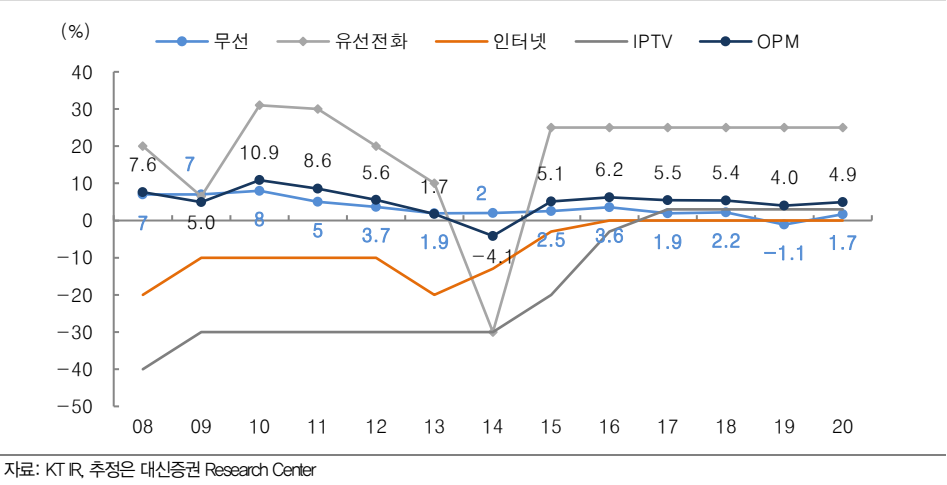
06년과 11년의 이익 Peak 및 08년과 14년의 Valaution Peak 시점대비 현재 유선사업과 자회사들의 수익성도 개선됐다. 무선의 경우 세대진화 초기 2~3년은 CAPEX와 마케팅 비가 증가하면서 수익성이 감소하지만, 오히려 5G가 시작된 19년을 저점으로 이익이 개선되고 있는 이유는, 유선과 자회사들의 실적이 개선되고 있기 때문이다.

표 4. KT의 분기 및 연간 실적 추정 요약									(단위: 천명, 원, 십억원, %)		
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
5G 가입자	1,778	2,237	2,812	3,617	4,200	4,659	5,100	5,700	3,617	5,700	8,200
증감	359	459	575	806	583	459	441	600	2,198	2,083	2,500
ARPU	31,773	31,393	31,620	31,946	32,014	32,662	33,243	33,792	31,946	33,792	34,327
Change(% QoQ)	1.4	-1.2	0.7	1.0	0.2	2.0	1.8	1.7			
Change(% YoY)	0.9	-1.1	-0.9	1.9	0.8	4.0	5.1	5.8	1.9	5.8	1.6
매출액	5,832	5,877	6,001	6,207	6,164	6,303	6,379	6,465	23,917	25,312	26,305
% yoy	-0.0	-3.6	-3.4	0.2	5.7	7.3	6.3	4.2	-1.7	5.8	3.9
영업이익	383	342	292	167	405	407	411	184	1,184	1,407	1,617
OPM	6.6	5.8	4.9	2.7	6.6	6.5	6.4	2.8	5.0	5.6	6.1
% yoy	-4.7	18.6	-6.4	12.6	5.7	19.0	40.5	10.3	2.9	18.8	14.9
사업부문별 매출액											
무선	1,736	1,723	1,742	1,733	1,774	1,833	1,885	1,934	6,934	7,426	7,857
인터넷	503	497	499	503	506	508	510	513	2,001	2,036	2,066
유선전화	373	372	369	352	350	349	348	346	1,465	1,393	1,375
IPTV	418	408	459	439	450	461	472	483	1,723	1,865	1,990
기업회선	268	267	267	267	269	272	275	278	1,069	1,094	1,139
IT/솔루션	270	294	289	302	272	315	308	317	1,155	1,212	1,273
AI/DX	138	139	135	139	144	155	156	161	551	617	679
부동산	46	43	45	51	53	56	59	62	185	230	279
단말	680	596	716	805	809	814	818	821	2,797	3,262	3,309
연결자회사	1,403	1,537	1,481	1,617	1,536	1,540	1,549	1,552	6,934	7,426	7,857
합계	5,832	5,877	6,001	6,207	6,164	6,303	6,379	6,465	23,917	25,312	26,305
사업부문별 영업이익											
무선	109	69	14	-76	98	103	102	-126	116	177	209
인터넷	0	0	0	0	15	15	15	15	0	61	103
유선전화	93	93	92	88	88	87	87	87	366	348	344
IPTV	13	12	14	13	31	32	33	34	52	131	199
기업회선	21	21	21	21	22	22	22	22	85	88	91
IT/솔루션	8	9	9	9	8	9	9	10	35	36	38
AI/DX	7	7	7	7	7	8	8	8	28	31	34
부동산	9	9	9	10	11	11	12	12	37	46	56
단말	39	34	41	46	46	46	47	47	159	186	189
연결자회사	83	89	86	48	80	79	80	78	306	317	355
합계	383	342	292	167	405	407	411	184	1,184	1,407	1,617

자료: KT IR, 추정은 대신증권 Research Center

자료: KT IR, 추정은 대신증권 Research Center

그림 27.KT, IPTV, 인터넷 등 유선사업의 수익성 개선

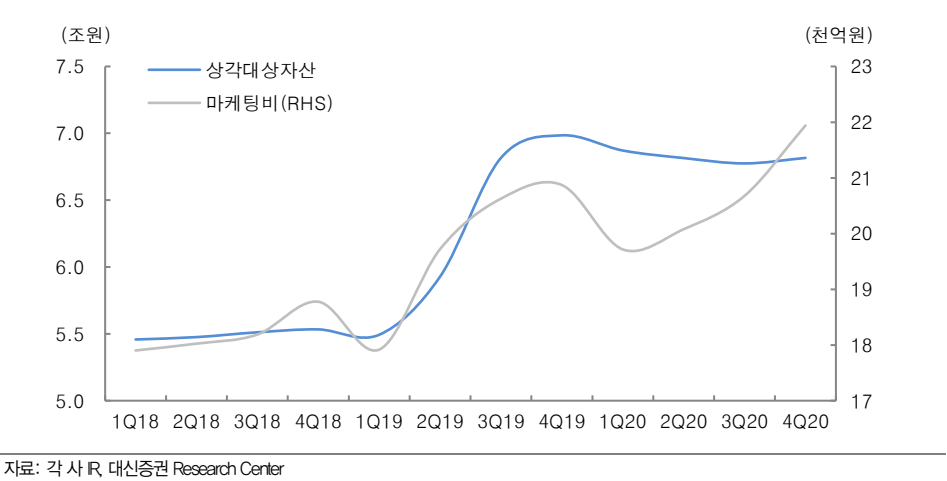


IFRS 15 도입에 따른 마케팅비의 자산화, 이익의 안정성

IFRS 15 도입
마케팅비의 자산화

18년부터 IFRS 15 도입. 그 동안은 마케팅비용을 당기 비용처리했지만, 18년부터는 마케팅비용을 자산으로 인식 후 21~28개월 동안 상각하는 방식으로 회계기준이 변경되었다. 19.4월 5G 서비스가 시작되면서 초기 과열마케팅이 있었으나, 자산으로 인식 후 상각하는 방식을 적용함으로써 이익의 급격한 변동이 줄어들었다. 물론, 시간이 지나면 마케팅 비용으로 인식해야할 자산이 누적되지만, 수익에 기여하게될 가입자 기반도 확대되기때문에 이익의 안정성이 확보된다.

그림 28.IFRS 15 도입. 마케팅비의 자산화 후 21~28개월 동안 상각



IFRS 15 도입에 따른 마케팅비용 회계처리 변경

1. 대리점 지원금: 선급비용으로 인식 후 상각. KT 21개월, LGU+ 24개월, SKT 28개월
2. 고객지원금: 단말 매출과 예상 서비스 매출의 합에서 단말 매출 비중에 해당하는 지원금은 단말 매출에서 차감, 당기 처리. 나머지 부분은 계약자산으로 인식 후, 서비스요금에서 할인. KT 21개월, LGU+ 24개월. SKT는 단말기를 취급하지 않기 때문에, 고객지원금 전체를 자산으로 인식 후 28개월동안 상각

5G는 LTE 대비 통련. LTE 대비 상각 기간 증가

5G는 LTE 대비 통련
상각 기간 변경
LTE 6년 → 5G 8년

무선의 각 세대별 상용화 연도는 다음과 같다. 2G: 95년, 3G 07년, 4G: 11년, 5G: 19년

2G는 본격적인 휴대전화 시대가 열렸다는 점에서 획기적인 진화라고 평가할 수 있다. 3G가 도입되기까지 12년 동안 서비스를 제공했다. 3G는 07년에 시작됐지만, 기대했던 수준에 미치지 못하면서 3G 도입 4년 만인 11년에 4G가 시작됐다. 4G 역시 이동 중에도 유선의 인터넷 속도인 100Mbps가 제공되면서 획기적인 진화라고 평가되면서 21.4월 지금까지도 무선의 메인 서비스로 자리매김 하고있다.

5G는 19.4월에 서비스를 시작했지만, 2단계에 걸쳐서 진화할 예정이다. Phase1에서는 3.6GHz 대역을 주로 사용하면서 최고 다운로드 속도 2.6Gbps의 성능을 구현하고, 이후 28GHz 대역을 사용하면 최고 다운로드 속도 20Gbps가 구현될 예정이다.

따라서, LTE는 CAPEX를 6년 상각했지만, 5G는 8년 동안 상각할 예정이다(KT는 6년, SKT와 LGU+는 8년). 5G의 총 CAPEX는 LTE 대비 증가하겠지만, 상각연수가 길기 때문에 역시 이익의 안정성이 확보된다.

규제완화는 Valuation 프리미엄 요인

규제 완화
요금인가제 폐지

20.5월에 전기통신사업법 개정안이 통과되면서 요금인가제가 30년만에 폐지됐다. 정부가 요금을 인가해주는 권한이 있기 때문에 그 동안 통신은 끊임없이 요금인하의 리스크에 직면해있었는데, 인가제가 폐지되었기 때문에 이전보다는 인위적인 요금인하의 리스크가 감소할 것으로 전망한다.

최근 논의되고 있는 분리공시제와 단말완전자급제도 통신에게는 우호적인 제도이다.

분리공시제: 단말기 보조금의 재원을 통신사와 제조사가 각각 분리해서 공시. 통신사에 미치는 영향은 중립적이나, 규제의 포커스가 제조사로 옮겨가는 것을 의미

단말완전자급제: 단말기 판매는 제조사가 담당하고 통신사는 서비스만 담당. 통신사가 단말 판매에 대한 마케팅비를 부담할 필요가 없어지는 것

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:리서치센터)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.2%	1.0%

(기준일자: 20210407)