통신서비스 · 유료방송

유료방송은 구조조정으로 수익성 높아질 것

22일부터 국회에서 KT와 스카이라이프 합산규제 논의

KT와 스카이라이프에 대한 유료방송 점유율 합산규제가 다시 이슈로 부각되고 있다. 유료방송 합산규제는 CATV, IPTV, 위성방송을 등 전체 유료방송 시장에서 특정 유료방송 사업자의 점유율이 33.3%를 초과할 수 없다는 법안이다. KT와 스카이라이프는 15년 6월부터 3년간 한시적으로 합산 점유율 33.3% 규제를 받았으며 18년 6월에 합산규제가 일몰됐다. 법안 일몰로 현재 KT는 경쟁 유료방송업체(CATV SO, IPTV)처럼 33.3% 규제를 받고 스카이라이프는 점유율 제한이 없다. 그런데 일부 CATV 등이 합산규제 연장을 요구함에 따라 국회 과학기술정보방송통신 법안 소위는 22일부터 유료방송 합산규제에 대한 논의를 시작했다.

합산규제 폐지 유지시 구조조정 활성화, CATV M&A 가치 상승

합산규제 여부에 따라 향후 유료방송 시장 구조조정, 매각 대상인 CATV SO(종합유선방송사업자)의 M&A 가치가 달라질 것이다. 첫 번째는 현재와 같이 합산규제가 없는 경우다. LG유플러스, SK텔레콤(SK브로드밴드), KT(스카이라이프)가 CATV SO 인수전에 참여할 전망이다. 잠재적 매입 업체가 3개사에 달해 유료방송업계 구조조정이 활성화되고 CATV SO의 M&A 가치가 상승할 것이다.

합산 점유율 상향시 구조조정 다소 제약, 선별적 CATV 가치 상승

두 번째는 합산규제를 실행하되 점유율 제한을 현행 33.3%에서 상향하는 경우다. 점유율 제한 상향 정도가 KT(스카이라이프)의 M&A를 좌우할 것이다. 예를 들어 40%로 상향되면 18년 6월에 점유율이 30.9%인 KT는 CJ헬로(점유율 12.8%), 티브로드(9.7%) 인수가 어렵다. 점유율 제한 상향의 경우 업계 구조조정은 다소 제약을 받고 CATV SO 가치도 선별적으로 상승할 것이다.

합산규제 연장시 구조조정 크게 제약, CATV 가치 상승 제약

세 번째는 18년 6월 이전과 같이 점유율 33.3%로 합산규제를 하는 경우다. 18년 6월 점유율이 30.9%인 KT는 M&A가 불가능하다. 또한 현재 점유율이 합산규제 점유율 한도(33.3%)와 차이가 2.4%p에 불과해 가입자 유치를 통해 점유율을 높아는 것도 제약을 받게 된다.

.

통신서비스(비중확대)
유료방송(중립)

종목	투자의견	목표주가
SK텔레콤	매수	346,000원
KT	매수	38,700원
LG유플러스	매수	21,500원
스카이라이프	매수	16,000원
CJ헬로	중립	-
현대에이치씨엔	매수	5,600원

양종인
jiyang@truefriend.com

공정위의 CATV M&A에 대한 입장이 우호적으로 바뀜

합산규제가 없는 상황이 지속되면 통신(IPTV)업체의 CATV MSO(Multiple System Operator: 복수종합유선방송사업자) 인수는 빨라질 전망이다. 16년에 SK텔레콤과 CJ헬로 기업결합 심사를 불허한 공정위의 입장이 최근에는 바뀌었기 때문이다. 19년 1월 공정거래위원장은 통신과 방송의 융합 서비스 진전을 고려해 IPTV와 CATV M&A에 대해 전향적으로 판단하겠다는 의견을 제시했다.

IPTV 3사는 CATV SO 인수에 나설 것

18년부터 LG유플러스는 CJ헬로 인수를 위해 협상을 진행해 왔으며 19년 상반기에 결정할 방침이다. 언론보도에 따르면 스카이라이프도 가입자 감소에 대응해 딜라이브 등 인수를 고려 중이다. SK텔레콤은 인터넷 방송(OTT) 옥수수와 지상파 OTT POOQ을 합병해 육성하는 한편 CATV M&A을 통해 유료방송 점유율을 높일 것으로 보인다. 2년전과 달리 공정위 규제가 완화됐기 때문이다.

업계 구조조정시 홈쇼핑 수수료 증가, 콘텐츠 및 마케팅비용 감소

IPTV는 M&A를 통해 가입자를 늘리면 협상력 강화에 따른 콘텐츠 구매비용 절감, 홈쇼핑 송출 수수료 인상 등 규모의 경제 효과로 손익에 긍정적일 전망이다. CATV SO가 IPTV로 인수되면 아날로그 CATV 가입자의 IPTV 및 디지털 CATV 전환이 가속화돼 가입자당 매출액(ARPU)이 높아지는 질적 성장도 예상된다. 유료방송 산업은 구조조정으로 경쟁이 줄어 마케팅 비용이 절감될 것이다.

통신 및 SO 주가에 긍정적

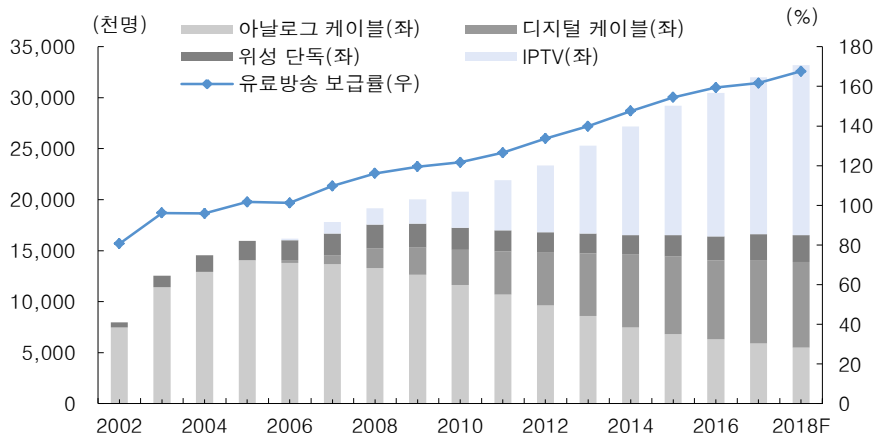
유료방송 구조조정은 통신업체는 물론 M&A 기대감으로 CATV SO 주가에 긍정적일 전망이다. 상장 SO인 CJ헬로(점유율 12.8%)와 현대HCN(점유율 4.1%)은 M&A 가치 상승으로 이어질 것이다.

<표 1> 합산규제 방안에 따른 업계 구조조정 및 CATV M&A 가치 변화

합산규제 방안	업계 구조조정 영향	잠재적 CATV 매수 업체	CATV M&A 가치
합산규제 폐지 유지 (현 상태 유지)	활성화	SKT, KT, LGU+	상승
합산 점유율 한도 상향	다소 제약	SKT, LGU+ KT 는 상향폭에 따라 가변적	선별적 상승
합산규제 연장	크게 제약	SKT, LGU+	상승폭 제한적

자료: 한국투자증권

[그림 1] CATV, IPTV, 위성방송 가입자 추이 및 전망



자료: 한국케이블TV방송협회, 스카이라이프, IPTV 3사, 한국투자증권

<표 2> 2018년 6월 유료방송 가입자 수 및 점유율

(단위: 천명, %)

구분	사업자	가입자 수	시장점유율
종합유선방송	CJ헬로	4,134	12.8
	티브로드	3,139	9.7
	딜라이브	2,062	6.4
	CMB	1,557	4.8
	현대HCN	1,330	4.1
	개별SO(10개사)	1,719	5.3
	소 계	13,940	43.3
위성방송	KT스카이라이프	3,260	10.1
IPTV	KT	6,712	20.8
	SK브로드밴드	4,543	14.1
	LG유플러스	3,760	11.7
	소 계	15,016	46.6
총 계		32,216	100.0

주: 결합상품 OTS 가입자는 KT와 스카이라이프에 각각 1/2씩 반영
자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

<표 3> KT와 스카이라이프 유료방송 가입자 추이

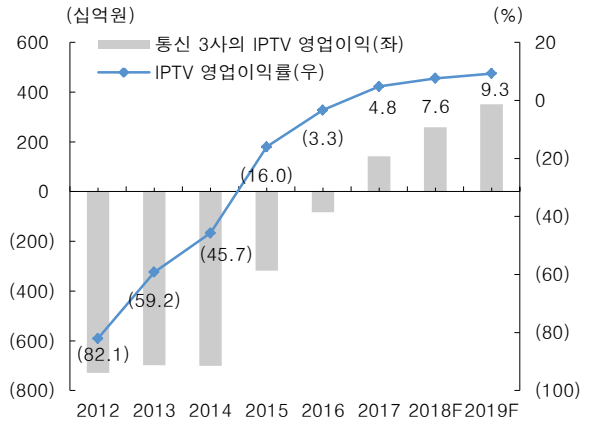
(단위: 천명, %)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
KT 그룹 가입자	**9,714**	**9,881**	**9,999**	**10,152**	**10,260**	**10,374**	**NA**
KT 의 IPTV 가입자 수(단독)	5,339	5,502	5,635	5,794	5,910	6,051	NA
스카이라이프 가입자 수(단독)	2,434	2,485	2,527	2,559	2,587	2,599	2,603
OTS(결합)	1,941	1,894	1,837	1,799	1,762	1,724	1,669
국내 IPTV 가입자 수	14,427	15,114	15,421	15,654	16,017	16,342	NA
국내 케이블 TV 가입자 수	13,968	13,982	13,968	13,998	13,940	NA	NA
국내 유료방송 가입자 수	30,829	31,581	31,916	32,013	32,216	NA	NA
KT 그룹 M/S	**30.5**	**30.5**	**30.6**	**30.8**	**30.9**	**NA**	**NA**

주: 1. OTS는 IPTV, 위성방송 결합상품
2. 국내 유료방송, IPTV, 케이블TV, KT 그룹 점유율은 과학기술정보통신부 통계 기준
3. KT와 스카이라이프 가입자는 각사 제공 수치

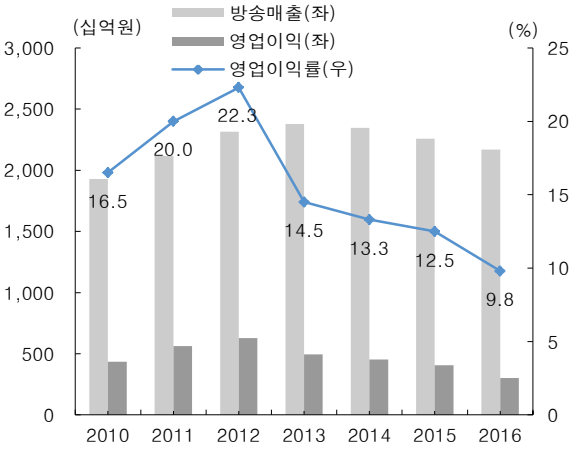
자료: 과학기술정보통신부, KT, 스카이라이프, 한국투자증권

[그림 2] IPTV 3사의 손익



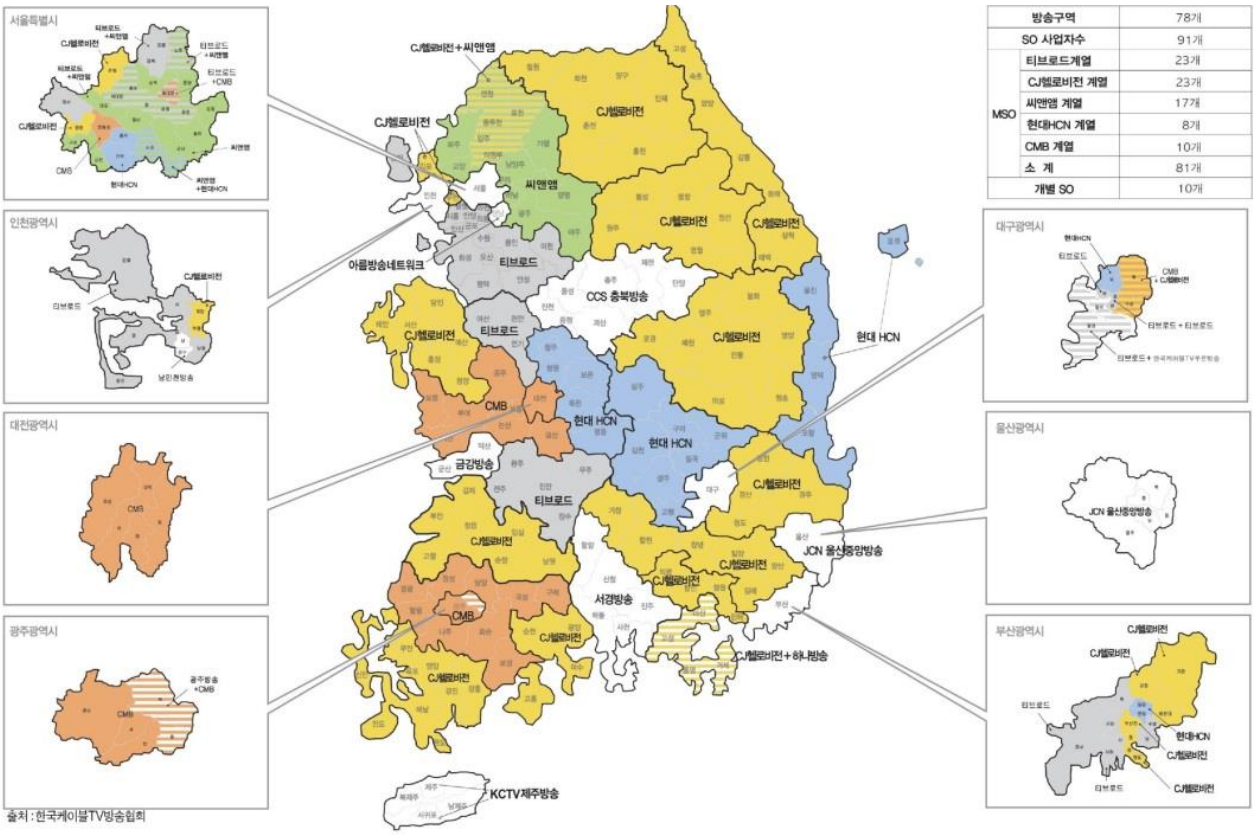
자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

[그림 3] CATV SO의 손익(90개 SO 합산)



자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

[그림 4] 종합유선방송 사업 권역



방송구역		78개
SO 사업자수		91개
MSO	티브로드계열	23개
	CJ헬로비전 계열	23개
	씨앤앰 계열	17개
	현대HCN 계열	8개
	CMB 계열	10개
	소 계	81개
개별 SO		10개

자료: 과학기술정보통신부, 한국케이블TV방송협회, 한국투자증권

<표 4> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
SK텔레콤	투자의견	매수	2016A	17,092	1,536	1,676	23,497	225,796	9.5	0.99	10.7	4.7	4.5
(017670)	목표주가(원)	346,000	2017A	17,520	1,537	2,600	36,582	248,964	7.3	1.07	15.4	5.2	3.7
	현재가 (1/21,원)	263,500	2018F	17,007	1,269	3,471	49,163	282,429	5.4	0.93	18.1	5.2	3.8
	시가총액(십억원)	21,276	2019F	18,028	1,378	3,077	43,585	310,045	6.0	0.85	14.2	4.4	4.2
			2020F	18,568	1,559	3,424	48,494	340,983	5.4	0.77	14.3	4.1	4.6
KT	투자의견	매수	2016A	22,744	1,440	711	2,904	47,113	10.1	0.62	6.4	2.7	2.7
(030200)	목표주가(원)	38,700	2017A	23,387	1,375	477	1,946	48,017	15.5	0.63	4.1	2.6	3.3
	현재가 (1/21,원)	29,000	2018F	23,430	1,359	718	2,931	49,593	9.9	0.58	6.0	2.4	3.4
	시가총액(십억원)	7,572	2019F	23,940	1,421	775	3,160	51,289	9.2	0.57	6.3	2.3	3.8
			2020F	24,859	1,598	890	3,632	53,428	8.0	0.54	6.9	2.1	3.8
LG유플러스	투자의견	매수	2016A	11,451	746	493	1,129	11,054	10.1	1.04	10.6	3.6	3.1
(032640)	목표주가(원)	21,500	2017A	12,279	826	547	1,253	11,985	11.2	1.17	10.9	3.6	2.9
	현재가 (1/21,원)	16,600	2018F	11,988	842	538	1,233	12,817	13.5	1.30	9.9	3.7	2.6
	시가총액(십억원)	7,247	2019F	12,281	889	598	1,370	13,765	12.1	1.21	10.3	3.3	2.7
			2020F	12,645	966	658	1,508	14,822	11.0	1.12	10.5	3.1	2.9
스카이라이프	투자의견	매수	2016A	665	81	69	1,443	11,488	12.0	1.51	13.3	3.7	2.4
(053210)	목표주가(원)	16,000	2017A	686	75	57	1,206	12,239	11.2	1.10	10.2	3.1	2.6
	현재가 (1/21,원)	11,400	2018F	689	67	53	1,106	12,955	10.3	0.88	8.8	2.4	3.1
	시가총액(십억원)	545	2019F	712	73	58	1,226	13,780	9.3	0.83	9.2	2.2	3.2
			2020F	722	75	61	1,277	14,657	8.9	0.78	9.0	2.1	3.2
CJ헬로	투자의견	중립	2016A	1,101	43	22	278	12,482	33.7	0.75	2.2	4.7	0.8
(037560)	목표주가(원)	-	2017A	1,120	73	29	373	12,746	19.0	0.56	3.0	3.9	1.1
	현재가 (1/21,원)	10,000	2018F	1,172	66	35	458	13,095	21.8	0.76	3.5	4.0	0.8
	시가총액(십억원)	774	2019F	1,179	66	34	443	13,430	22.6	0.74	3.3	4.0	0.8
			2020F	1,184	67	36	462	13,783	21.7	0.73	3.4	3.9	0.8
현대에이치씨엔	투자의견	매수	2016A	292	49	44	412	5,653	10.0	0.73	7.4	1.6	1.0
(126560)	목표주가(원)	5,600	2017A	290	49	44	395	6,014	10.0	0.66	6.7	1.3	1.3
	현재가 (1/21,원)	4,070	2018F	290	50	44	398	6,368	10.2	0.64	6.4	1.2	1.2
	시가총액(십억원)	459	2019F	298	54	48	438	6,762	9.3	0.60	6.6	0.7	1.2
			2020F	297	55	50	449	7,166	9.1	0.57	6.4	0.3	1.2

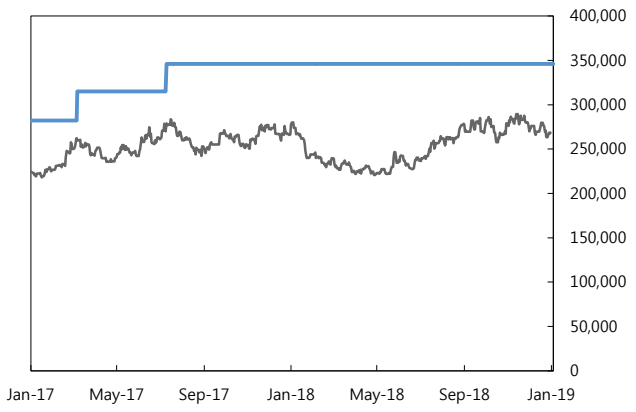
자료: 각 사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

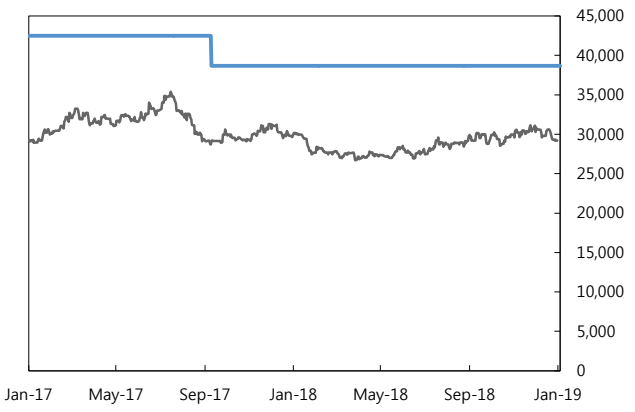
종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SK텔레콤 (017670)	2016.02.02	매수	282,000원	-22.3	-17.2
	2017.02.02	1년경과		-16.4	-6.9
	2017.03.24	매수	315,000원	-20.0	-11.6
	2017.07.27	매수	346,000원	-28.1	-18.1
	2018.07.27	1년경과		-	-
KT (030200)	2016.07.29	매수	42,500원	-25.9	-18.0
	2017.07.29	1년경과		-25.6	-16.7
	2017.09.27	매수	38,700원	-26.0	-19.1
	2018.09.27	1년경과		-	-
CJ헬로 (037560)	2016.07.05	중립	-	-	-
	2017.07.05	1년경과		-	-
	2018.07.05	1년경과		-	-
스카이라이프 (053210)	2016.09.23	매수	20,500원	-18.9	-10.7
	2017.09.23	1년경과		-35.0	-28.3
	2018.04.10	매수	17,500원	-27.4	-18.0
	2019.01.11	매수	16,000원	-	-

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
LG유플러스 (032640)	2016.10.31	매수	15,500원	-20.5	-3.2
	2017.03.27	매수	17,800원	-15.3	-4.5
	2017.06.29	매수	19,500원	-23.2	-13.1
	2017.09.26	매수	17,600원	-23.4	-8.2
	2018.08.16	매수	20,000원	-19.1	-11.5
	2018.09.20	매수	21,500원	-	-
현대에이치씨엔 (126560)	2016.04.06	중립	-	-	-
	2017.04.06	1년경과		-	-
	2018.04.06	1년경과		-	-
	2018.11.16	매수	5,600원	-	-

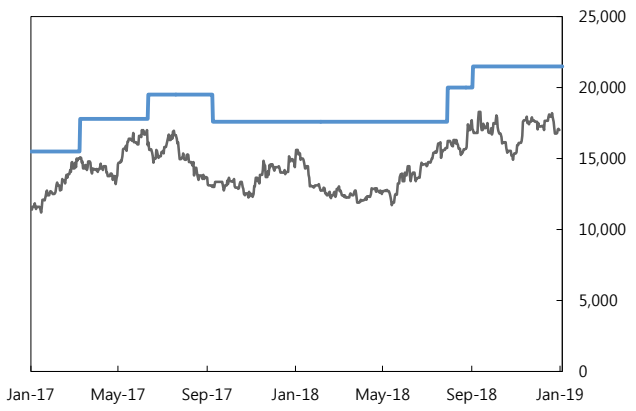
SK텔레콤(017670)



KT(030200)



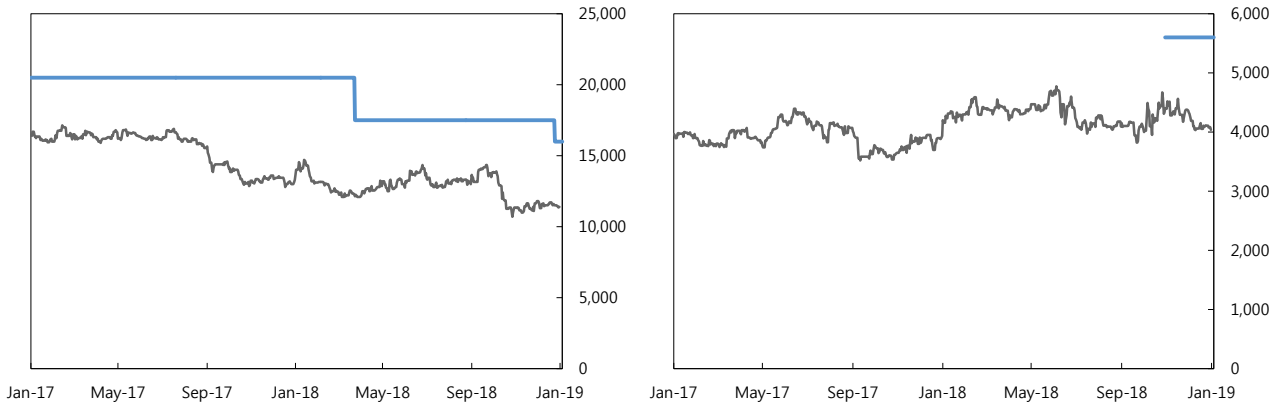
LG유플러스(032640)



CJ헬로(037560)

스카이라이프(053210)

현대에이치씨엔(126560)


25,000
20,000
15,000
10,000
5,000
0
Jan-17
May-17
Sep-17
Jan-18
May-18
Sep-18
Jan-19
6,000
5,000
4,000
3,000
2,000
1,000
0
Jan-17
May-17
Sep-17
Jan-18
May-18
Sep-18
Jan-19

■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 22일 현재 SK텔레콤,KT,LG유플러스,CJ헬로,스카이라이프,현대에이치씨엔 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK텔레콤, KT, LG유플러스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 −15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.