

# 글로벌 5G: 셀타워도 쟁쟁보자!

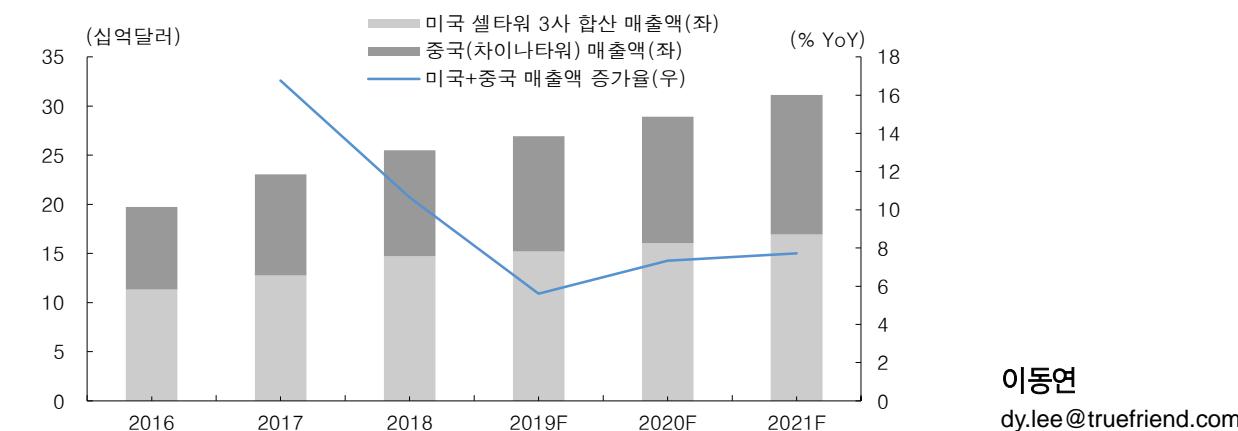
Vodafone의 셀타워 사업 분할로 셀타워 업체 다시 주목받을 것  
 5G 도입과 4G 네트워크 확대로 셀타워 업체 매출액 증가할 전망  
 미국과 중국의 대표적인 셀타워 업체 AMT와 차이나타워에 관심 가질 시점

## 5G 도입과 4G 네트워크 확대가 주는 기회

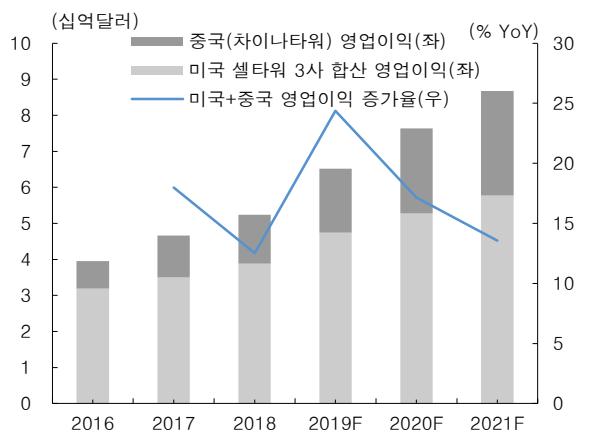
한국 투자자들에게 셀타워(Cell-tower) 산업은 낯설 수밖에 없다. 한국은 통신 3사가 직접 네트워크 인프라를 구축하고 있기 때문이다. 하지만 미국과 중국은 상황이 다르다. 통신서비스 사업자가 셀타워 업체로부터 수직 구조물(셀타워)을 임대해 통신장비를 설치하는 방식이 주류다. 기본적으로 셀타워 업체는 통신업체의 네트워크 인프라(장비)를 설치하는 공간을 임대해 주고 운영도 도와주는 사업을 한다. 대표적인 기업으로 미국의 American Tower(AMT US)와 중국의 차이나타워(788 HK)를 꼽을 수 있다.

데이터 트래픽이 증가하면 통신서비스 사업자는 늘어난 트래픽을 감당하기 위해 capex를 집행해 네트워크 인프라를 확대해 나간다. 주요 국가들이 5G를 도입하면서 5G 투자는 늘어날 수밖에 없고, 이 결과 셀타워 업체의 매출액이 증가할 것이기 때문에 셀타워 업체들을 주목할 필요가 있다. 미국 대표 셀타워 3사(AMT, CCI, SBAT)와 중국 차이나타워의 합산 매출액과 영업이익은 2019년에 전년대비 각각 8.0%, 28.2% 증가할 전망이다. 또한 2G/3G의 4G로의 migration, 4G 네트워크 확대도 동반될 것이라는 측면도 셀타워 업체들에게는 긍정적인 요소다.

[그림 1] 5G 도입이 미국과 중국 주요 셀타워 업체 매출액 증가율 개선 이끌 전망

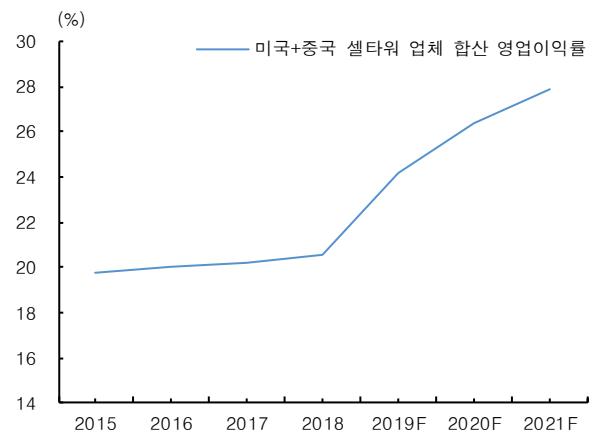


[그림 2] 미국과 중국 셀타워 업체 합산 영업이익 증가 전망



자료: 각사, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 주요 셀타워 업체 합산 영업이익률도 개선될 것



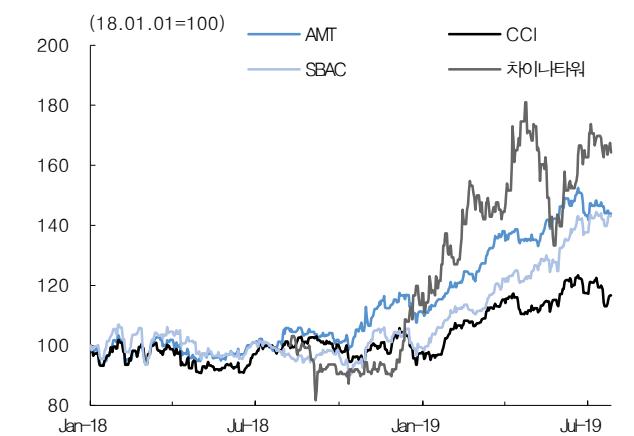
자료: 각사, Bloomberg, 한국투자증권

### Vodafone의 셀타워 사업 분할로 산업에 대한 관심 높아질 것

지난 26일에 Vodafone(VOD LN)이 셀타워 사업부를 분할할 것이라고 밝힌 점도 셀타워 산업에 대한 관심을 다시 불러일으키는 요인으로 작용할 것이다. Vodafone이 셀타워 사업부를 분할해 상장시킬 예정이라고 밝힌 영향으로 이날 Vodafone 주가는 9.6% 상승 마감하며 지난 1999년 1월 이후 가장 큰 상승폭을 기록했다. 분할된 셀타워 사업부는 2020년 5월부터 독립적으로 운영될 예정이며 10개국에 61,700개의 셀타워(셀사이트)를 보유하게 된다. Vodafone은 경쟁업체들과 통신 인프라 자산을 공유해 부담을 줄이려는 노력을 2018년부터 해왔다. 일례로 이탈리아에서 Telecom Italia SpA와 셀타워 공유 파트너십을 맺기도 했다. 5G 도입을 앞두고 부채 규모를 줄여 5G 네트워크를 구축할 수 있는 여력을 확보하려는 것이 주된 목표로 해석된다.

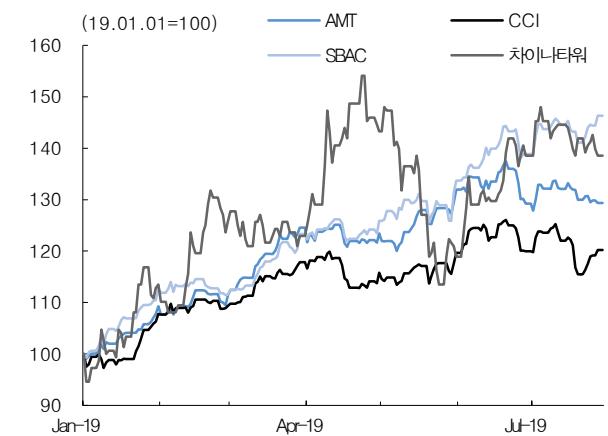
통상적으로 셀타워 업체는 통신사보다 더 높은 밸류에이션에 거래된다. Vodafone은 2019년 예상 EV/EBITDA 5.1배에 거래되는 반면, 미국의 대표 셀타워 업체 AMT는 26.3배에 거래되고 있다. 2018년 8월에 상장된 차이나타워는 2019년 예상 EV/EBITDA 8.6배에 거래되고 있으며 주가는 상장 후 64.3% 상승했다. 중국 5G 투자규모에 대한 갑론을박과 미국의 화웨이 제재에 대한 우려에도 불구하고 차이나타워의 주가는 올해도 38.5% 상승했다. 미국의 대표 셀타워 업체 AMT, CCI, SBAC 주가도 올해 각각 29.3%, 20.2%, 46.3% 상승했으며 CCI를 제외한 두 업체는 S&P 500 지수 상승률(22.1%)을 outperform하고 있다. 5G 투자가 본격적으로 시작되면서 지속적으로 개선되는 셀타워 업체의 실적은 향후에도 주가에 반영될 것으로 예상된다.

[그림 4] 주요 셀타워 업체 상대주가 추이(18년 기준)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 주요 셀타워 업체 상대주가 추이(19년 기준)

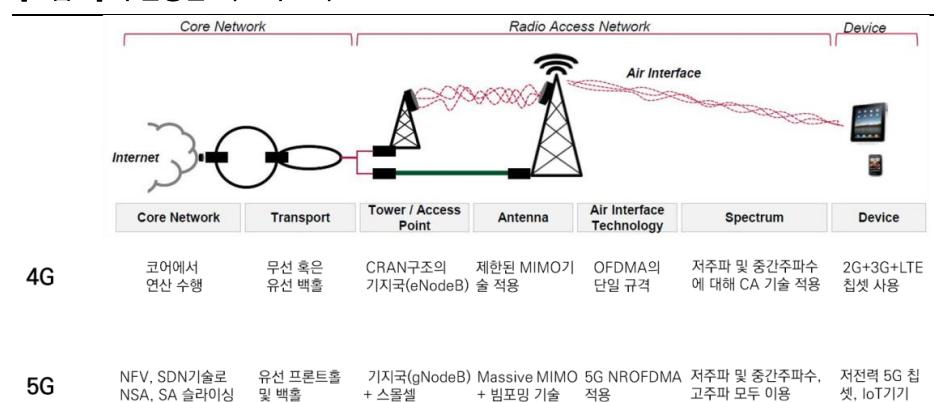


자료: Bloomberg, 한국투자증권

### 셀타워의 기본구조와 수익모델: Tenancy 비율이 높을수록 매출↑

우리에게 익숙하지는 않지만 셀타워 업체도 무선통신 서비스가 이뤄지는 과정에서 중요한 역할을 한다. 무선통신이 이뤄지기 위해서는 단말기, 통신장비/안테나/케이블, 통신장비(RU 혹은 RU+DU)를 설치하기 위한 수직 구조물인 셀타워, 그리고 무선통신 서비스를 제공하는 통신사업자가 반드시 필요하다.

[그림 6] 무선통신 네트워크 구조



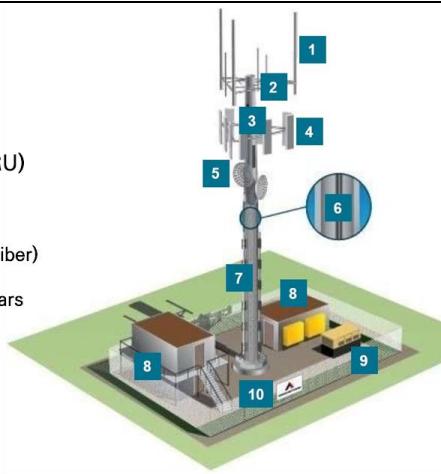
자료: AMT, 한국투자증권

셀타워는 통신탑 등의 세로 구축물이라고 이해하면 된다. 셀타워 최상단에는 주로 안테나([그림 7]의 1번)가 설치되어 있다. 무선통신 송신 과정을 기준으로 설명하면 다음과 같다. 스마트폰에서 발생한 무선신호는 주파수 대역을 통해 셀타워의 안테나로 전송되고, 이 무선신호는 RU([그림 7]의 4번, 기지국 혹은 무선통신 장비)로 다시 전달된다. RU의 무선신호는 광케이블을 통해 DU([그림 7]의 8번, BaseBand Unit)로 전달되며 DU에서 처리된 데이터정보는 광케이블을 통해 코어 네트워크를 거쳐 다른 RU(기지국)로 전달돼 최종 목적지인 상대방 스마트폰으로 전송된다. [그림 8]을 보면 셀타워 내 자산의 소유 현황을 살펴볼 수 있는데 계약에 따라 다르긴 하지만 일반적으로 셀사이트(부지), 셀타워, 예비 발전소는 셀타워 업체가 보유한다. 통신장비, 안테나, 광케이블은 보통 고객인 통신사업자가 보유하며 이 장비들을 임대한 셀사이

트 내에 설치하는 구조다.

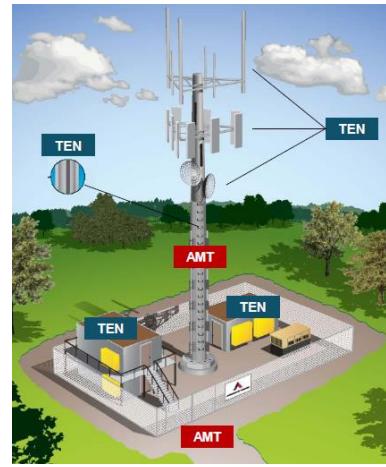
[그림 7] 셀타워의 주요 구성 요소

1. Whip Antenna
2. Antenna Array
3. Port Holes
4. Panel/Antenna(RU)
5. Microwave Dish
6. Coaxial Cabling(Fiber)
7. Reinforcement Bars
8. Shelters(DU)
9. Generator
10. Ground Space



자료: AMT, 한국투자증권

[그림 8] 셀타워 업체와 통신사의 보유 자산 구분



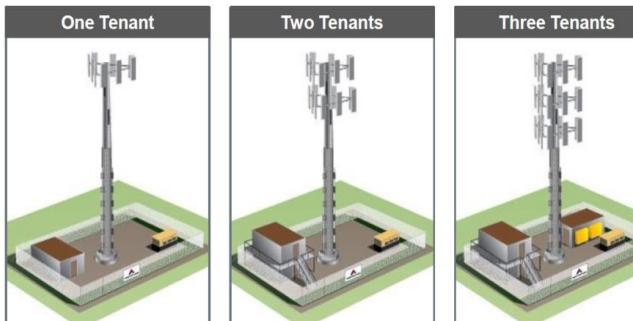
자료: AMT, 한국투자증권

셀타워 업체의 매출액 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 임대수익은 임대 공간의 크기, 통신장비의 무게 및 부피, 보유 셀사이트수에 따라 결정된다. 간단하게 설명하면 셀타워 업체가 보유한 셀사이트가 많을수록, 셀타워당 임차인 비율이 높을수록 셀타워 업체의 매출액이 늘어나는 구조다. <표 1>에서 볼 수 있듯이 임차인이 늘어난다고 해서 셀타워 업체의 비용이 크게 늘어나는 구조가 아니기 때문에 셀타워당 임차인 비율이 상승하면 셀타워 업체의 ROI가 개선된다.

미국은 통상적으로 메인 임차인보다 2번째, 3번째 임차인이 지불해야 하는 비용이 더 크다. 반면 중국은 같은 셀타워를 공유하면 임차인들의 비용이 절감되는 효과가 있다는 점에서 차이가 난다. 셀타워 공유시 미국과 중국 고객들이 셀타워 업체에게 지불하는 비용 구조가 다른 것은 중국 차이나타워의 태생과 관련이 높다고 판단된다. 차이나타워의 최대 고객(매출 비중 88.3%)인 중국 통신 3사가 차이나타워의 최대주주(합산 지분율 69.1%)이기도 하기 때문이다.

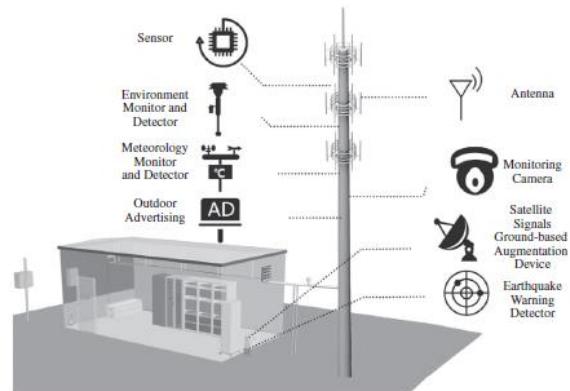
최근 AI와 IoT 산업이 발전하면서 셀타워 업체들은 통신업체 외의 고객이 증가하는 추세다. 중국의 경우가 대표적이며 CCTV와 정부기관의 레이더 장비 등을 설치하는 TSSAI(Trans-Sector Site Application and Information) 사업의 성장성이 높을 것으로 예상된다. 차이나타워의 TSSAI 매출액은 지난 2년간 64배 증가한 12.2억위안을 기록했다.

[그림 9] 셀타워당 임차인수가 늘어나면 매출 증가



자료: AMT, 한국투자증권

[그림 10] TSSAI 사업은 향후 성장 동력



자료: 차이나타워, 한국투자증권

&lt;표 1&gt; 셀사이트당 임차인↑ → ROI↑

(단위: 천달러, %)

	임차인 1 명/셀사이트	임차인 2 명/셀사이트	임차인 3 명/셀사이트
Construction/upgrade costs(A)		275	
Tenant Revenue(B)	20	50	80
Operating expenses(C)	12	13	14
Gross margin(D=B-C)	8	37	66
Gross margin(E)	40.0	74.0	82.5
Return on Investment(F=D/A)	2.9	13.5	24.0

주: AMT가 제시한 수치를 활용한 사례. 실제 수치와 차이가 있을 수 있음

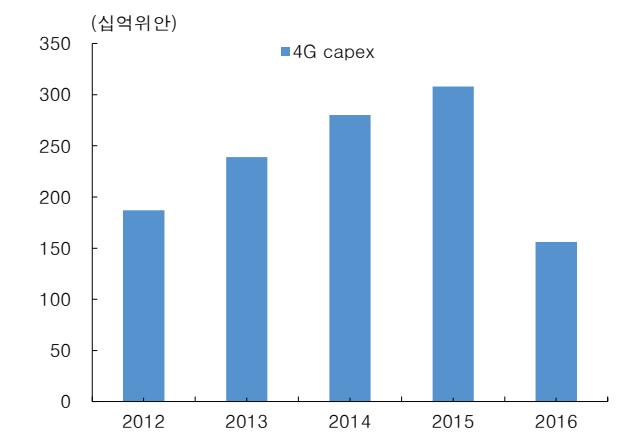
자료: AMT, 한국투자증권

### 네트워크 투자 증가로 셀타워가 늘어나고 tenancy 비율 개선될 것

중국은 4분기부터 5G 상용화가 본격화될 예정이기 때문에 2019년에는 5G 기지국수가 10만국 건설되는데 그칠 것이나, 2020년부터는 5G 커버리지가 확대되면서 2020년과 2021년에는 5G 신규 기지국수가 각각 36만국, 70만국으로 늘어날 전망이다. 이에 따라 5G capex는 2020년에 2,200억위안, 2021년에는 2,500억위안으로 증가할 것으로 예상된다. 2019년 5G 투자 규모가 크지 않기 때문에 이 부분을 제외하고 비교할 경우 5G 투자 규모는 4G 대비 첫 해(2020년)에 17.6%, 둘째 해(2021년)에 4.6% 늘어날 전망이다.

차이나타워는 글로벌 peer 대비 셀타워당 임차인 비율이 낮다. 2018년에 차이나타워의 해당 비율은 1.55로 CCI(2.16)의 71.7% 수준에 불과했다. 인도네시아의 Tower Bersama와 인도의 Bharti Infratel 대비해서도 낮은 비율을 기록하고 있다. 5G를 도입하면 기지국을 더욱 촘촘하게 설치해야 하고, 차이나텔레콤과 차이나유니콤이 5G 투자 비용을 절감하기 위해 통신인프라 공유를 늘려나가야 하기 때문에 셀타워당 임차인 비율은 상승할 전망이다.

[그림 11] 4G 도입시 중국 통신 3사 capex 추이



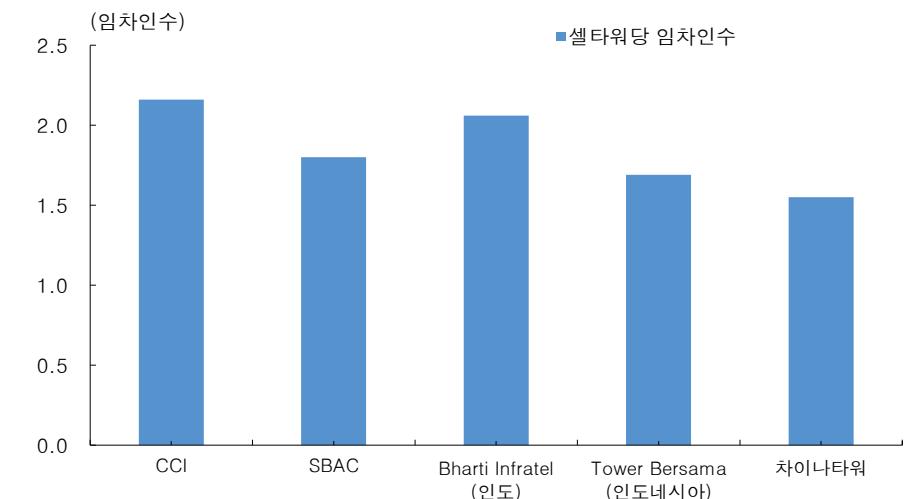
자료: CAICT, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 12] 중국 통신 3사 5G capex 전망



자료: CAICT, Bloomberg, 한국투자증권

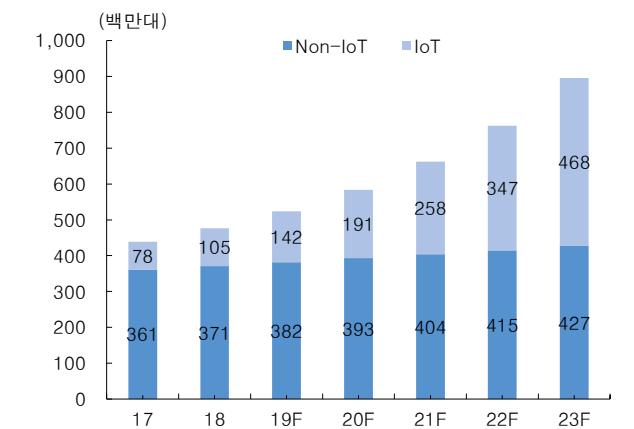
[그림 13] 글로벌 peer 셀타워당 임차인수 비교: 차이나타워가 가장 낮아 개선 가능



자료: 각사, Bloomberg, 한국투자증권

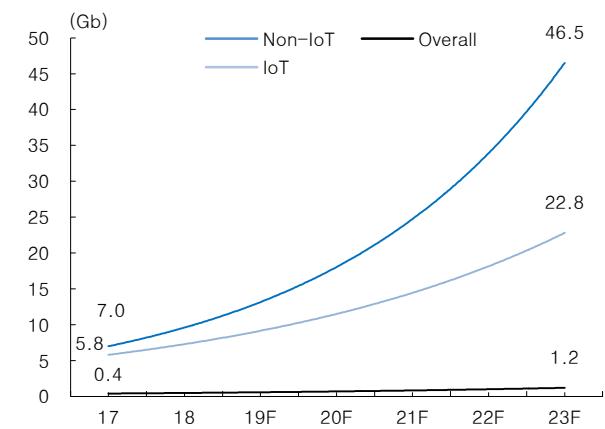
미국도 데이터 트래픽의 지속적인 증가와 5G capex 사이를 도래로 우선 매크로셀에 대한 수요가 늘어날 전망이다. 미국 셀타워 3사 중 유일하게 2분기 실적을 발표한 CCI는 2019년 매출액 가이던스를 5% 상향조정하며 셀타워 임대수익이 기준 예상치를 상회할 것으로 예상했다. 미국 무선통신 사업자의 네트워크 투자규모는 통신 세대가 진화할수록 늘어났다. 4G 투자규모는 연평균 300억달러로 3G 때보다 30.4% 증가했고, 5G 도입시에는 연평균 370억달러 수준으로 투자규모가 증가할 전망이다. 이에 따라 셀타워에 대한 수요가 늘어날 것으로 예상된다.

[그림 14] 미국의 모바일 연결 디바이스수 추이 및 전망



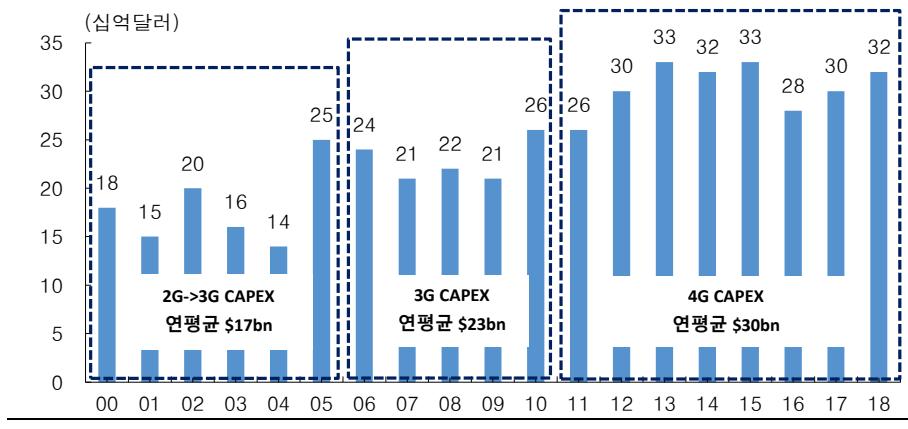
자료: AMT, 한국투자증권

[그림 15] 미국의 모바일 디바이스별 월간 트래픽 전망



자료: 차이나타워, 한국투자증권

[그림 16] 통신 세대별로 증가하는 미국 무선통신 사업자의 capex



자료: AMT, 한국투자증권

## 중국의 차이나타워, 미국의 AMT가 매력적

우리는 이미 5G 네트워크 구축에 돌입한 미국과 올해 하반기에 5G 상용화를 앞두고 있는 중국의 셀타워 업체에 관심을 가질 시기라고 판단한다. 관심기업으로 미국의 AMT, CCI, SBAC와 중국의 차이나타워를 제시한다. 미국의 셀타워 업체는 보유자산을 리스하는 구조의 사업을 영위하고 있기 때문에 리츠(REITs)로 구분된다는 점에서 차이나타워와 차이가 있다.

미국의 셀타워 3사가 경쟁하고 있는 것과 달리 차이나타워는 중국 내에서 독점적인 지위(시장 점유율 97%)를 유지하고 있다는 점에서 매력적이다. 또한 4분기에 5G가 중국에서 상용화될 것으로 예상되는 점도 차이나타워를 주목해야 하는 이유다. 5G 상용화 초기에 가입자수를 늘리기 위해서는 빠르게 5G 네트워크를 확장해 가입자의 만족도를 끌어올려야 하기 때문이다.

미국 셀타워 3사는 AMT, SBAC, CCI 순으로 선호한다. AMT는 3사 중 성장성과 수익성의 균형이 가장 잘 잡혀있어 긍정적으로 평가한다. CCI는 AMT, SBAC와 달리 미국 국내 사업에 초점을 맞추고 있고, CCI가 공을 들이고 있는 스몰셀 사업의 수혜

시기는 매크로 셀타워보다 조금 늦을 것이라는 점도 우리가 CCI보다 SBAC를 선호하는 이유다.

### 중국: 차이나타워(788 HK)

차이나타워는 전세계에서 셀타워를 가장 많이 보유하고 있는 셀타워 업체다. 2018년 매출액은 달리 기준으로 103억달러로 미국 최대 셀타워 업체인 AMT(2018년 매출액 74.4억달러)보다 38.4% 많았다. 미국에서 AMT, CCI, SBAC가 경쟁구도를 형성하고 있는 것과 달리, 차이나타워는 중국 내 시장 점유율이 97%에 달하는 독점 사업자다. 미국과 중국 시장의 경쟁구도 차이는 차이나타워의 탄생 배경 때문이라고 이해하면 된다.

중국도 원래는 한국과 마찬가지로 통신 3사가 직접 통신 네트워크를 구축하는 구조였다. 하지만 통신 세대별로 기술이 발달하면서 늘어나는 capex를 보다 효율적으로 감당하기 위해 2014년에 차이나타워가 설립됐다. 차이나타워를 통해 통신 3사가 통신 인프라 자원을 공동으로 활용해 효율성을 높이기 위한 목적이다. 통신 3사가 각자 출자해 차이나타워라는 통신 인프라 건설업체를 만들면서 중국 통신 3사의 네트워크 구축은 대부분 차이나타워가 맡고 있다. 중국 통신 3사가 차이나타워의 최대 주주이자 최대 고객인 셈이다. 통신 3사가 차이나타워 매출에서 차지하는 비중은 98.5%에 달한다.

차이나타워의 사업은 크게 3가지로 셀타워(Macro cell, small cell), DAS, TSSAI(Trans-Sector Site Application and Information)로 구분된다. 2018년 매출액은 685.9억위안이었는데 이 중 95.5%가 셀타워 사업에서 발생했다. 셀타워가 매출액의 대부분을 차지하고 있기는 하지만 그 비중은 점차 줄어들 것으로 예상된다. 5G 도입으로 DAS에 대한 수요가 늘어나고 중국 AI 산업 발전에 따라 TSSAI 매출도 증가할 것으로 예상되며 때문이다. 특히 장기적으로는 TSSAI 사업의 성장성이 높을 것으로 보인다. TSSAI 사업 매출액은 2016년 1,900만위안(매출액의 0.03%)에서 2018년에 12.2억위안(매출액의 1.7%)으로 지난 2년간 64배 증가했다.

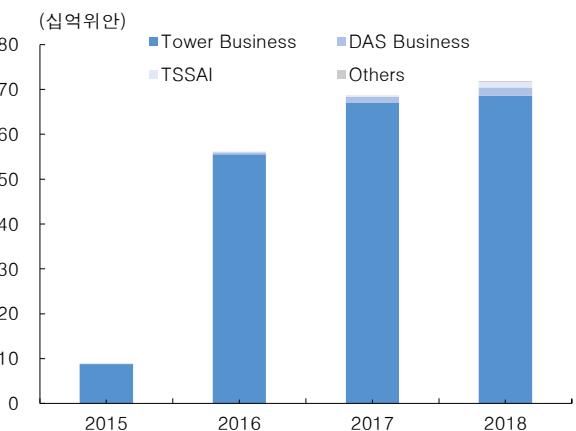
차이나타워 투자 포인트는 크게 1) 중국 5G 네트워크 투자로 인한 중장기적 수혜, 2) DAS와 TSSAI 사업의 높은 성장성, 3) 매년 개선될 배당수익률과 밸류에이션 매력 세 가지다. 미국과 달리 차이나타워는 독점적인 통신 인프라 업체이기 때문에 늘어나는 중국 5G capex 사이클의 수혜가 예상된다. 2019년 예상 EV/EBITDA 8.6배로 미국 대표 3사 평균 25.9배 대비 낮다는 점도 고려해야 한다.

[그림 17] 차이나타워의 셀타워



자료: 차이나타워, 한국투자증권

[그림 18] 주요 사업별 매출액 추이



자료: 차이나타워, Bloomberg, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 차이나타워 주요 실적 추이 및 전망

(단위: 백만위안, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	55,997	68,665	71,819	78,276	85,664
Tower Business	55,552	67,085	68,597		
DAS Business	421	1,284	1,819		
TSSAI	19	169	1,222		
Others	5	127	181		
영업이익	5,070	7,715	9,081	11,873	15,750
영업이익률	9.1	11.2	12.6	15.2	18.4
순이익	76	1,943	2,650	5,574	8,661
순이익률	0.1	2.8	3.7	7.1	10.1

자료: 차이나타워, Bloomberg, 한국투자증권

### 미국: AMT, SBAC, CCI 순으로 선호

#### 1) American Tower Corp(AMT US)

AMT는 미국 1위 통신 인프라 리츠로 전세계에 약 17만개의 셀사이트(셀타워 + DAS)를 보유하고 있다. AMT는 2007년부터 인도, 펠루, 칠레, 콜롬비아 등의 해외 시장 공략을 시작했다. 미국과 해외에 보유하고 있는 사이트는 각각 4만개, 12.8만개 이상이다. 미국 내에서는 4대 무선서비스 업체인 AT&T, Verizon, T-mobile, Sprint가 주요 고객사다. 해외에서는 인도 무선서비스 사업자 Airtel, Tata, Reliance Jio와 남미 통신업체 Telefonica가 주요 고객이다. 주요 사업은 셀타워 임대 및 관리와 서비스 사업(셀타워 설계, 안테나 설치 등)으로 나눌 수 있는데, 셀타워 임대 및 관리 사업이 매출액의 98.3%를 차지할 정도로 비중이 높다. 셀타워 임대 및 관리 사업 중 미국에서 발생하는 매출액 비중이 52.3%로 해외보다 높다.

AMT의 투자 포인트는 크게 5G 도입에 따른 셀타워 수요 증가, 성장성이 높은 해외 시장 익스포저가 가장 큰 미국 셀타워 업체라는 점 2가지로 접근할 수 있다. 5G는 고 주파를 사용하게 되는데 고주파는 네트워크 커버리지 지역이 저주파 지역 대비 작다. 따라서 더 많은 매크로셀이 필요해지기 때문에 5G 도입시 셀타워 수요가 증가하게 된다. 또한 5G에서는 통신장비가 더 많이 필요해지는데, 셀타워 임대비를 책정할 때 장비수와 무게가 반영된다는 점도 매출액을 증가시킬 요인으로 작용할 것이다. 2019

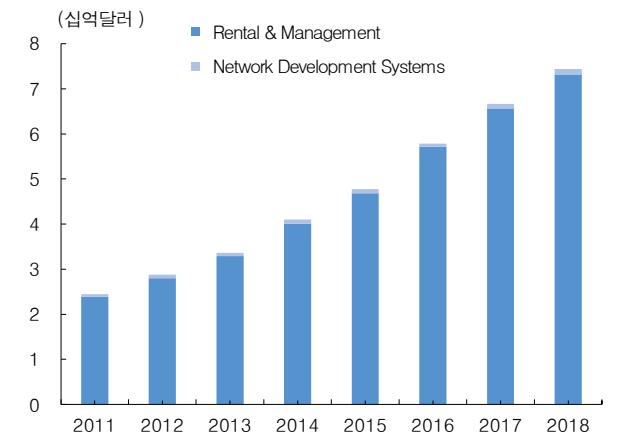
년과 2020년 배당수익률이 1.8%, 2.2%로 예상되는 점도 눈여겨볼 만하다.

[그림 19] AMT의 글로벌 시장 셀타워 보유 현황



자료: AMT, 한국투자증권

[그림 20] AMT의 주요 사업별 매출액 추이



자료: AMT, 한국투자증권

<표 3> AMT 주요 실적 추이 및 전망

(단위: 백만 달러, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,786	6,664	7,440	7,370	7,863
Rental & Management	5,713	6,566	7,315		
Network Development Systems	73	98	125		
영업이익	1,853	1,998	1,905	2,522.0	2,825.0
영업이익률	32.0	30.0	25.6	34.2	35.9
순이익	956.0	1,239.0	1,236.0	1,626.0	1,838.0
순이익률	16.5	18.6	16.6	22.1	23.4

자료: AMT, Bloomberg, 한국투자증권

## 2) Crown Castle International(CCI US)

CCI는 미국에서 2번째로 큰 통신 인프라 리츠다. 경쟁업체인 AMT, SBAC와 다르게 CCI는 미국 국내 사업에 집중하고 있다. CCI는 2019년 1분기 기준으로 미국 내에 약 4만개의 셀타워를 보유하고 있다. 국내 사업에 집중하고 있기 때문에 셀타워 이외에도 스몰셀(6.5만개 보유)과 광케이블(7.5만마일 보유) 자산도 가지고 있다. CCI의 사업은 크게 셀타워(2018년 매출 비중 70.2%)와 광케이블(29.8%)로 나누어 구분해 볼 수 있다. 셀타워 임대 매출액이 CCI 전체 매출액의 70%로 비중이 높으나 광케이블 매출 비중은 2015년 9.2%에서 2018년 29.8%로 빠르게 상승하고 있다.

CCI의 투자 포인트는 1) 5G 네트워크 구축에 따른 셀타워 수요 증가, 2) 스몰셀 사업 성장성, 3) 셀타워 업체 중 가장 높은 배당수익률 3가지로 꼽을 수 있다. 5G에 사용되는 고주파는 회절성이 약해 음영지역이 많이 생기기 때문에, 이 음영지역에 무선 신호를 전달하기 위한 스몰셀 설치대수가 늘어날 수밖에 없다. 미국 대표 셀타워 3사 중 스몰셀 비중이 가장 높은 CCI에게 유리한 환경이 조성될 수 있는 것이다. 5G와 같은 초고속 무선서비스의 기반은 결국 유선에서 나온다는 점에서 향후 CCI의 광케이블 임대 매출 비중이 지속적으로 상승할 것으로 예상된다는 점도 주목해야 한다. 통신서비스 사업자가 CCI가 보유한 광케이블을 활용하면 더 싸고 빠르게 인프라를 구축할 수 있기 때문이다. 한편 CCI의 2019년과 2020년 배당수익률이 각각 3.5%,

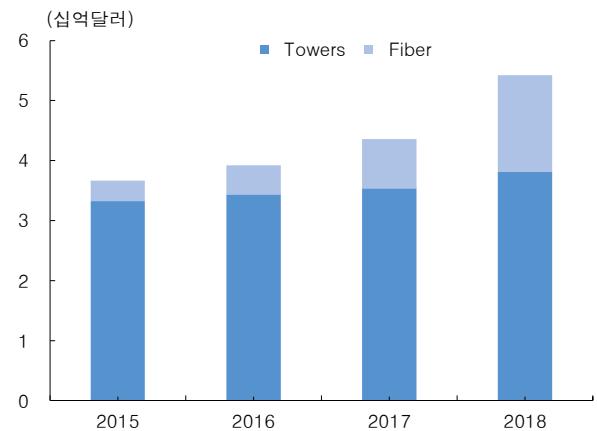
3.8%로 셀타워 업체 중에서 가장 높을 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.

[그림 21] CCI의 셀타워 보유 현황



자료: CCI, 한국투자증권

[그림 22] 주요 사업별 매출액 추이



자료: SBAC, 한국투자증권

<표 4> CCI 주요 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,921	4,356	5,423	5,848	6,111
Towers	3,434	3,537	3,807		
Fiber	487	819	1,616		
영업이익	949	1,046	1,432	1,632.0	1,748.0
영업이익률	24.2	24.0	26.4	27.9	28.6
순이익	357.0	445.0	671.0	840.0	908.0
순이익률	9.1	10.2	12.4	14.4	14.9

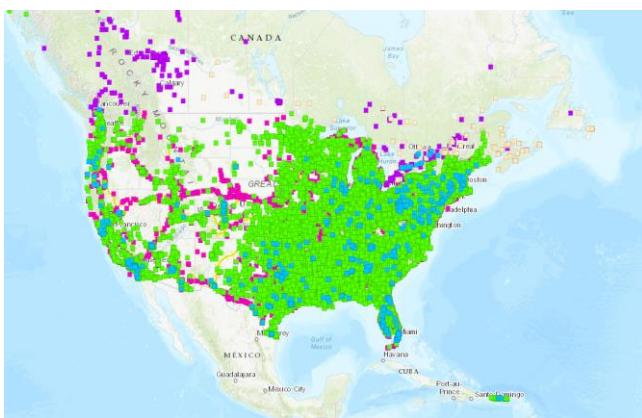
자료: CCI, Bloomberg, 한국투자증권

### 3) SBA Communications(SBAC US)

SBAC는 미국 3위 통신 인프라 리츠 업체로 2019년 1분기 기준으로 2.9만개의 셀 사이트를 보유하고 있으며, 2.9만개 중 미국과 해외의 셀타워는 각각 1.6만개, 1.3만 개다. 미국에서는 AT&T, T-Mobile, Sprint, Verizon이 주요 고객이고 해외에서는 Oi S.A.(브라질), Telefonica(스페인), America Movil을 위한 서비스를 제공한다. SBAC의 주요 사업은 셀사이트 임대사업과 개발사업으로 크게 나눌 수 있다. 매출액 중 93.2%가 임대 사업에서 나올 정도로 그 비중이 높다.

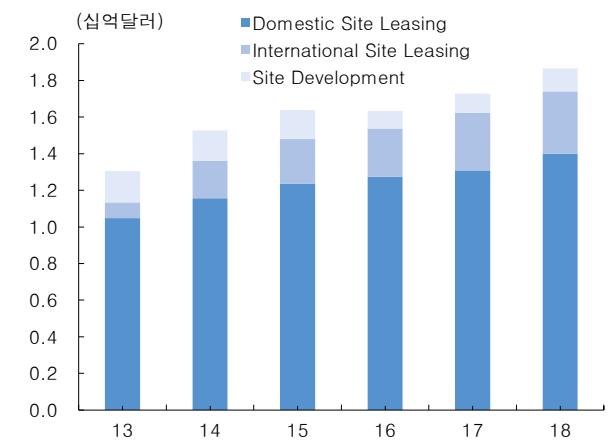
SBAC의 투자 포인트는 미국 5G 네트워크 구축에 따른 수혜와 브라질로 대표되는 해외 시장에서의 성장성 2가지를 꼽을 수 있다. 2013년부터 2018년까지 5년간 미국 임대 사업 매출액은 연평균 5.9% 늘어나는데 그쳤으나 해외 매출액은 32.2% 증가했다. 높아진 기저의 영향으로 해외 매출액 증가율도 점차 둔화되겠지만 미국 대비 성장성이 높은 해외 시장에 집중하고 있는 점을 긍정적으로 평가한다. 남미 지역 데 이터 트래픽이 빠르게 늘어나고 있고, SBAC는 브라질 통신 인프라 시장에서 강점을 보이고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. SBAC는 2016년부터 흑자전환 했기 때문에 AMT, CCI와 달리 배당을 하지 않고 있다. 2020년부터 배당이 기대된다.

[그림 23] 미국과 남미 셀타워 보유 현황



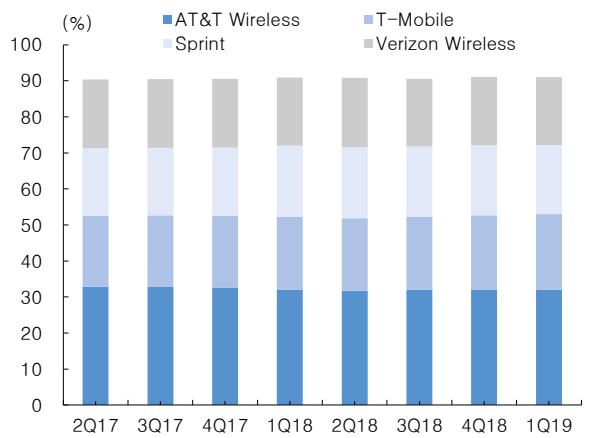
자료: SBAC, 한국투자증권

[그림 24] 주요 사업별 매출액 추이



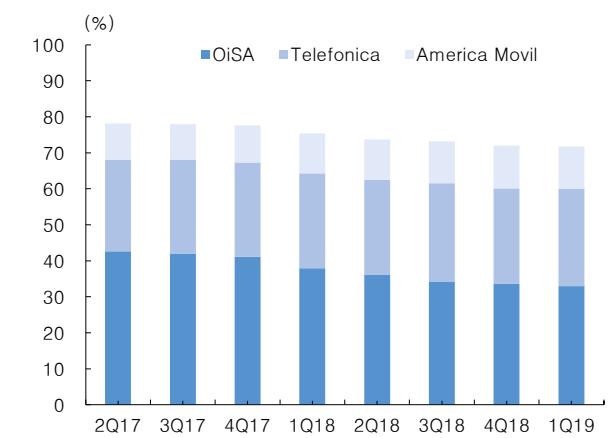
자료: SBAC, 한국투자증권

[그림 25] 미국 내 주요 고객별 매출 비중



자료: SBAC, 한국투자증권

[그림 26] 해외 주요 고객별 매출 비중



자료: SBAC, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; SBAC 주요 실적 추이 및 전망

(단위: 백만 달러, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,633	1,728	1,866	1,973	2,082
Site Leasing	1,538	1,623	1,740		
Site Development	95	105	125		
영업이익	387	459	544	586.0	704.0
영업이익률	23.7	26.6	29.2	29.7	33.8
순이익	76.0	104.0	47.0	124.0	208.0
순이익률	4.7	6.0	2.5	6.3	10.0

자료: SBAC, Bloomberg, 한국투자증권

## 〈표 6〉 Peer valuation

(단위: 백만위안, 위안, 백만달러, 달러, %, 배)

		매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	DY
<b>AMT</b>	FY2016	5,786	1,853	956	2.0	23.7	3,379	53.4	9.4	19.6	17.9	2.1
<i>AMT US Equity</i>	FY2017	6,664	1,998	1,239	2.8	43.3	3,714	50.4	9.8	22.2	20.9	1.8
	FY2018	7,440	1,905	1,236	2.8	(1.9)	4,016	57.0	13.1	22.7	21.2	2.0
시가총액(백만달러):	FY2019F	7,370	2,522	1,626	3.5	27.7	4,509	57.7	17.2	26.3	27.8	1.8
<i>90,982</i>	FY2020F	7,863	2,825	1,838	4.2	17.2	4,853	49.2	25.8	24.4	41.6	2.2
<b>CCI</b>	FY2016	3,921	949	357	1.2	(22.2)	2,058	72.0	4.1	20.8	4.7	4.2
<i>CCI US Equity</i>	FY2017	4,356	1,046	445	1.1	(11.6)	2,288	104.3	4.2	27.4	4.2	3.5
	FY2018	5,423	1,432	671	1.7	55.7	2,960	65.5	4.3	21.3	5.3	3.9
시가총액(백만달러):	FY2019F	5,848	1,632	840	1.9	13.4	3,378	69.4	4.8	23.4	6.5	3.5
<i>54,309</i>	FY2020F	6,111	1,748	908	2.1	9.2	3,557	63.6	5.4	22.2	8.5	3.8
<b>SBAC</b>	FY2016	1,633	387	76	1.1	(209.0)	1,025	93.1	NA	20.6	NA	0.0
<i>SBA US Equity</i>	FY2017	1,728	459	104	1.1	2.3	1,102	144.0	NA	25.6	NA	0.0
	FY2018	1,866	544	47	0.8	(32.4)	1,216	211.3	NA	23.6	NA	0.0
시가총액(백만달러):	FY2019F	1,973	586	124	1.1	37.7	1,394	224.5	NA	27.9	(3.9)	0.0
<i>26,962</i>	FY2020F	2,082	704	208	1.9	76.0	1,494	127.5	NA	26.1	(8.7)	0.5
<b>차이나타워</b>	FY2016	55,997	5,070	76	NA	NA	32,655	NA	NA	NA	0.1	NA
<i>788 HK Equity</i>	FY2017	68,665	7,715	1,943	0.0	NA	40,357	NA	NA	NA	1.5	NA
	FY2018	71,819	9,081	2,650	0.0	(2.8)	41,773	72.6	1.3	7.7	1.7	0.2
시가총액(백만달러):	FY2019F	78,276	11,873	5,574	0.0	40.2	47,607	58.2	1.7	8.6	3.1	1.0
<i>46,593</i>	FY2020F	85,664	15,750	8,661	0.1	61.3	52,597	36.1	1.7	7.8	4.4	1.6

주: 2019년 7월 26일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 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.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.