

Industry Indepth

통신서비스

Neutral

통신비 인하 대책과 효과

- Part I 통신비 규제와 투자전략
- Part II 통신비 인하 효과 분석
- Part III 분리공시와 단말기 자금제

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
KT(030200)	Buy	38,000원
SK텔레콤(017670)	Trading Buy	280,000원
LG유플러스(032640)	Trading Buy	16,000원



통신서비스
Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Contents

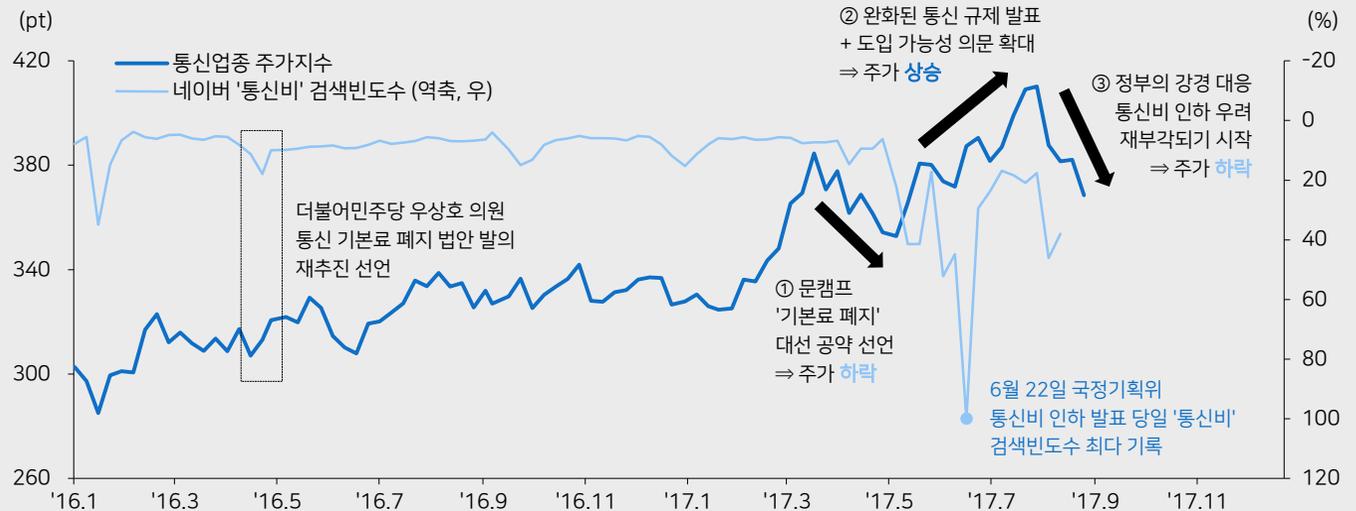
	Summary	4
Part I	통신비 규제와 투자전략	7
Part II	통신비 인하 효과 분석	15
Part III	분리공시와 단말기 자급제	23
기업분석	KT(030200) 비통신 사업 경쟁력 부각	30
	SK텔레콤(017670) 규제보다 부각될 자회사 가치	34
	LG유플러스(032640) 성장의 길목에서 마주한 규제	38

통신비 인하 대책과 효과

통신비 규제와 투자전략: 정부의 규제 강도와 시장의 해석에 따라 통신주 방향이 결정

- 8월 통신업종 주가지수 -10.7% 급락하며 밸류에이션 매력 부각되고 있지만, 주가 상승 모멘텀이 부재한 상황
⇒ 업종 투자 의견 Overweight에서 Neutral로 하향
- 9월 15일 선택약정할인을 상항을 시작으로 11월 사회취약계층 요금 감면, 연내 보편요금제 법 개정 등 통신비 인하 규제 지속
- 최근 MSCI 지수와 FTSE 지수에서 LG유플러스, KT 각각 편출 결정 ⇒ 수급 이슈까지 더해져 9월 통신업종 투자 매력도 여전히 낮음

통신업종 주가지수와 '통신비' 검색빈도수 비교



자료: NAVER Trend, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터



통신비 인하 효과 분석: 선택약정할인을 상향과 사회취약계층 요금 감면 시행 확정. 보편 요금제 도입 가능성은 미지수

- 선택약정할인을 20% → 25% 상향 적용. '17~'18년 매출 감소 < 마케팅 비용 절감, '19~'20년 매출 감소 > 마케팅 비용 절감 예상
- 사회취약계층 329만명에 대한 요금 감면 시행 시 최대 4,343억원 통신비 절감 효과 발생

선택약정할인을 20% → 25% 상향 효과 분석

(천명, 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
기본 가정																	
무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	48,925	49,081	49,488	49,925	50,355	50,776	51,197	51,606	51,979	52,345	52,677	52,998	49,925	51,606	52,998	53,973	54,623
선택약정 가입자수	13,112	14,620	16,252	18,352	20,312	22,272	24,092	25,912	27,537	29,162	30,787	32,412	18,352	25,912	32,412	37,932	43,452
선택약정 가입비중 (%)	21.2	23.4	25.8	28.9	31.7	34.5	37.0	39.5	41.7	43.8	46.0	48.1	28.9	39.5	48.1	55.3	62.6
신규 가입자수				3,000	2,800	2,800	2,600	2,600	2,500	2,500	2,500	2,500	3,000	10,800	10,000	9,200	9,200
신규 선택약정 가입자수				2,100	1,960	1,960	1,820	1,820	1,625	1,625	1,625	1,625	2,100	7,560	6,500	5,520	5,520
신규 선택약정 가입비중 (%)				70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	65.0	65.0	65.0	65.0	70.0	70.0	65.0	60.0	60.0
규제 효과 분석																	
매출액 감소 효과				-15.8	-30.5	-45.2	-58.8	-72.5	-84.6	-96.8	-109.0	-121.2	-15.8	-206.9	-411.7	-588.3	-753.9
요금할인 적용 대상자수				2,100	4,060	6,020	7,840	9,660	11,285	12,910	14,535	16,160	2,100	9,660	16,160	21,680	27,200
할인금액 (원)				2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
영업이익 감소 효과				62.6	42.6	27.9	9.1	-4.6	-8.5	-20.7	-32.9	-45.1	62.6	75.0	-107.2	-268.1	-433.7
매출액 감소 효과				-15.8	-30.5	-45.2	-58.8	-72.5	-84.6	-96.8	-109.0	-121.2	-15.8	-206.9	-411.7	-588.3	-753.9
마케팅 비용 절감 효과				78.3	73.1	73.1	67.9	67.9	76.1	76.1	76.1	76.1	78.3	281.9	304.5	320.2	320.2
신규 보조금 가입자수				900	840	840	780	780	875	875	875	875	900	780	875	920	920
보조금 가입자 수수료 (원)				87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000
실적 변동폭																	
통신 3사 합산 무선 매출액	6,018.6	6,048.9	6,059.2	6,097.8	6,102.2	6,118.5	6,159.9	6,183.3	6,212.3	6,195.2	6,233.7	6,257.3	24,224.5	24,563.8	24,898.6	25,096.5	25,190.3
통신 3사 합산 영업이익	1,030.3	1,078.6	1,022.3	800.1	1,106.8	1,107.8	1,121.9	825.7	1,192.6	1,138.6	1,202.9	871.4	3,931.4	4,162.1	4,405.5	4,595.3	4,976.7
무선 매출액 변동폭				-0.3%	-0.5%	-0.7%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	-1.6%	-1.7%	-1.9%	-0.1%	-0.8%	-1.7%	-2.3%	-3.0%
영업이익 변동폭				7.8%	3.9%	2.5%	0.8%	-0.6%	-0.7%	-1.8%	-2.7%	-5.2%	1.6%	1.8%	-2.4%	-5.8%	-8.7%

주: 1) 선택약정 평균 ARPU는 40,000원(요금 할인 전 50,000원) 가정
 2) 선택약정 가입비중은 전체 무선 가입자(알뜰폰/IoT 포함) 대비 비중
 3) 보조금 가입자 수수료는 2Q17 기준 (소비자 직접 지원금)/(보조금 가입자수) = 3.0조원/3,446만명 = 87,000원 가정
 자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

Part I

통신비 규제와 투자전략



정부의 통신비 인하 대책

국정기획위, 6월 22일 통신비 인하 방안 확정 발표

- 국정기획자문위원회(이하 국정기획위), 6월 22일 통신비 인하 방안 확정 발표
 - ① 선택약정할인을 기존 20%에서 25%로 상향 ⇒ 최대 1조원 절감 가능
 - ② 사회 취약계층에 대한 월 11,000원 감면 ⇒ 최대 5,173억원 절감 가능
 - ③ 보편 요금제 도입 ⇒ 최대 2.2조원 절감 가능
 - ④ 공공 WiFi 확대 구축 ⇒ 4,800억원~8,500억원 절감 가능
- 국정기획위 추산 최대 4.6조원 규모의 통신비 절감이 가능하다는 입장

정부 발표의 통신비 절감 대책과 효과

대책	절감 효과	도입 시기
1 선택약정할인율 20% → 25% 상향 (1,900만명에게 최대 1조원)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 선택약정할인 가입시 선택하는 평균요금수준(4만원) 적용 시 월 1만원 할인 ▪ 기존 20% 할인을 받던 가입자 2,000원 추가 할인 	9월 시행
2 어르신·저소득층에게 기본료 폐지 수준의 감면혜택 제공 (329만명에게 최대 5,173억원)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 65세 이상 어르신(기초연금 수령인)에게 월 11,000원 감면 ▪ 생계, 의료급여 수급자 월 11,000원 추가 감면 	11월 시행
3 보편요금제 도입으로 국민 네트워크 접근권 보장 (2,570만명에게 최대 2.2조원)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 기존 3만원대 요금 제공수준의 음성/데이터를 2만원에 제공 ▪ 보편 요금제 가입자 월 11,000원 이상 절감 ▪ 3만원대 이상 요금제 이용자의 연쇄적인 제공량 확대 	법 개정 후 2018년부터
4 공공 WiFi 확대 구축 (1,268만명에게 4,800~8,500억원)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 버스로 출퇴근하는 직장인 월 700MB~1.1GB 무료 이용 ▪ 학교에서 월 280~560MB 무료 이용 ▪ 1인당 각각 평균 6,000원, 2,800원 절감 	예산 확보 후 중장기적으로 시행

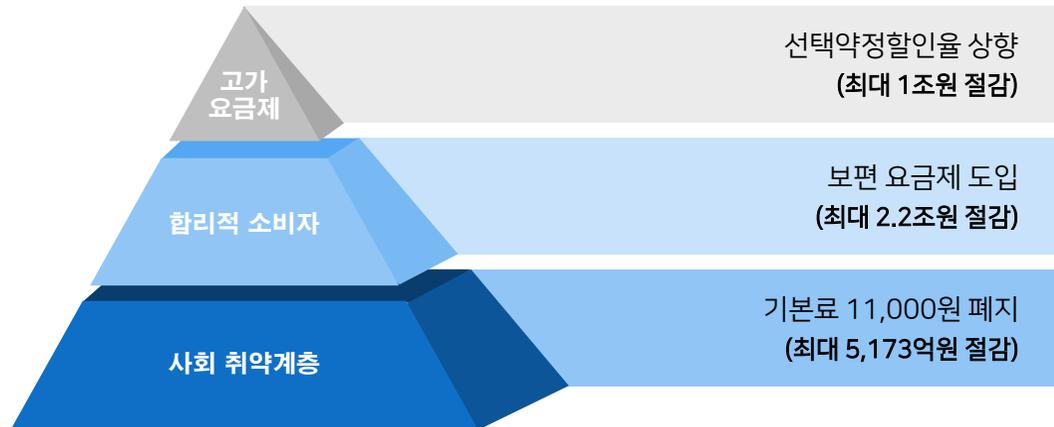
자료: 국정기획자문위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

정부의 통신비 인하 대책 평가

사회 전 계층에 고른 혜택이 가능한 통신비 인하 대책

- 1) 저소득층(사회 취약계층)을 위한 기본료 폐지와
 - 2) 합리적 소비자들을 위한 보편 요금제 도입,
 - 3) 고가 요금제 가입자들을 위한 선택약정할인을 상향 등 사회 전반에 고른 혜택이 가능한 정책
- 대선 공약으로 추진됐던 전 국민에 대한 기본료 11,000원 일괄 폐지와 비교해 상당 부분 완화된 기조

사회 전반에 고른 혜택이 가능한 정부의 통신비 인하 대책



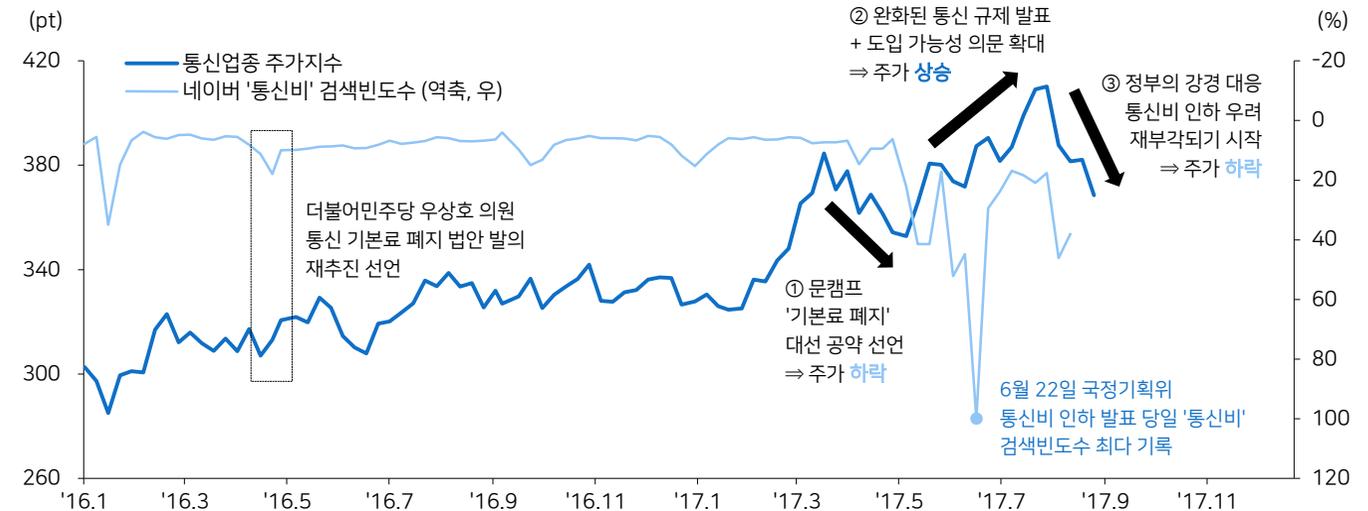
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

규제와 통신업종 주가지수

新정부 출범 후 규제 상황에 민감하게 반응하는 통신주

- 新정부 출범 후 규제 상황에 따른 통신업종 주가지수 변동폭 확대
(17.04.11) 문캠프 '기본료 폐지' 선언 후 통신업종 주가지수 **하락**
(17.06.22) 통신비 인하 대책 발표 후 규제 완화 기대감에 통신업종 주가지수 **상승**
(17.08.01) 통신비 인하를 둘러싼 정부의 강경한 태도 확인 후 통신업종 주가지수 **하락**
- 정부의 규제 강도와 시장의 해석에 따라 통신주의 방향이 결정

통신업종 주가지수와 '통신비' 검색빈도수 비교



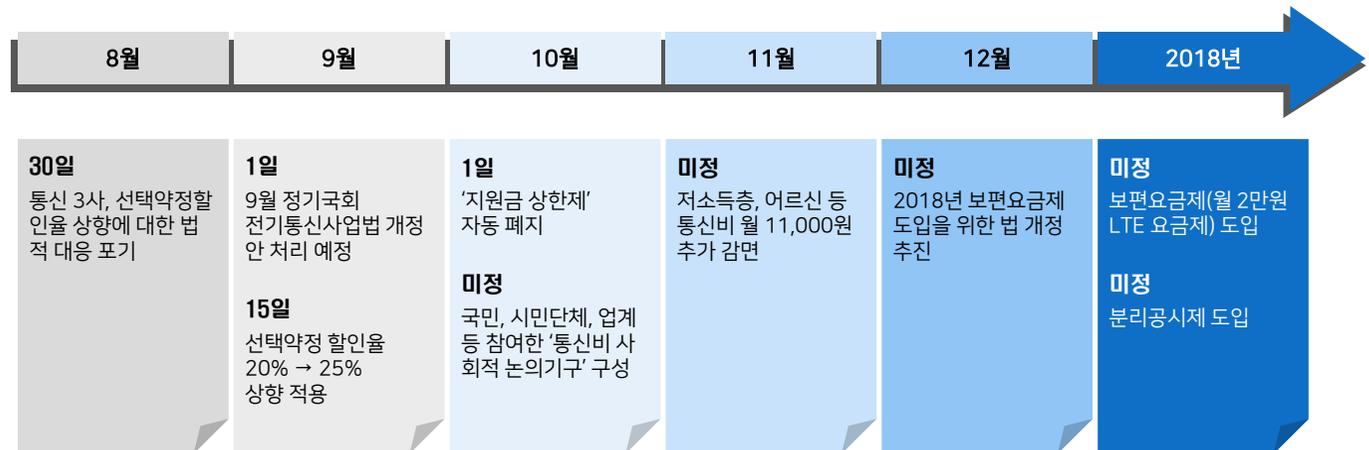
자료: NAVER Trend, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

정부의 통신비 인하 향후 일정

정부, 9월 15일부터 선택약정할인율 25% 적용

- 정부는 오는 9월 15일부터 신규 가입자를 대상으로 선택약정할인율 25% 적용 계획
기존 가입자들에 대한 소급 적용은 법적 근거가 낮아 무산
- 오는 10월 1일에는 단통법 '지원금 상한제'가 자동 폐지될 전망
- 11월 사회취약계층 요금 감면, 연내 보편요금제 법 개정 등 추가적인 통신비 인하 대책 예고
- 올해 하반기에 이어 내년 상반기까지도 정부의 통신비 인하 노력은 지속될 전망

정부의 통신비 인하 Timeline



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

거친 규제와 불안한 수급, 낮은 투자 매력도

규제에 수급 이슈 더해져 9월 통신업종 투자 매력도 낮음

- 글로벌 인덱스에서 제외되는 국내 통신주
 ⇒ 8월 24일 MSCI 지수에서 LG유플러스 편출 결정, 적용일인 8월 31일 LG유플러스 주가 -6.7% 하락
 ⇒ 8월 31일 FTSE 지수에서 KT 편출 결정, 9월 15일 적용 예정
 (다만, 지수 내 비중 0.1% 미만으로 지수 편출에 따른 매규모 매도 발생 가능성 낮음)
- 정부의 고강도 규제에 수급 이슈가 더해져 9월 통신업종 투자 매력도 여전히 낮음

LG유플러스, MSCI 지수 편출에 따른 주가 변동



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

KT FTSE 지수 편출 결정 ⇒ 지수 내 낮은 비중으로 효과는 크지 않을 전망

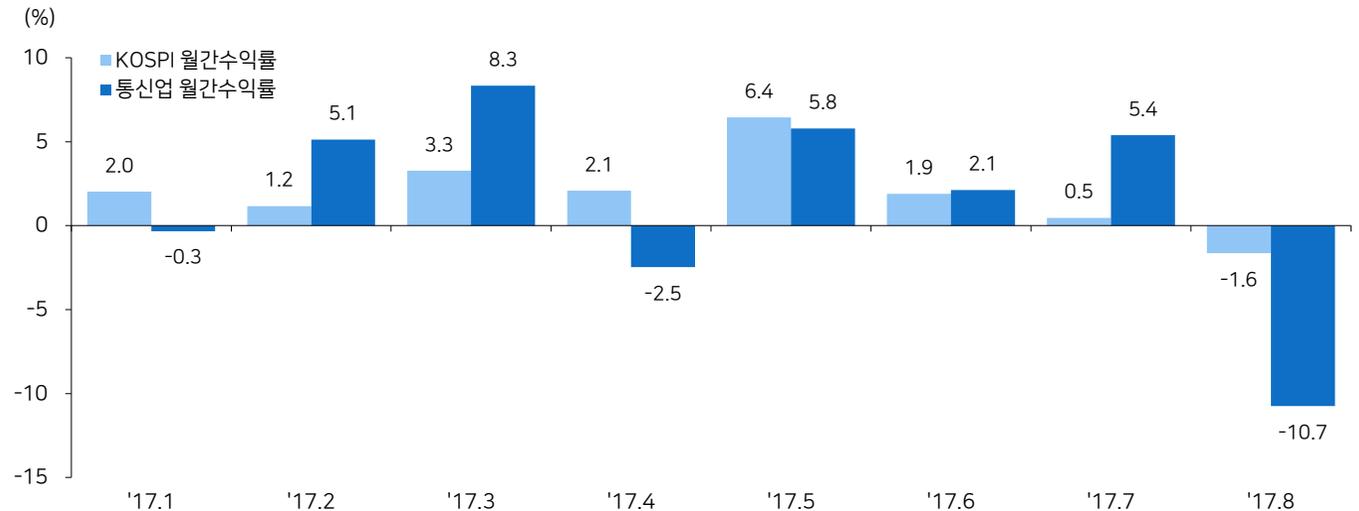
구분	종목명	시가총액(십억원)	지수내 비중 변화
편입	한화3우B	444	0.047%
편입	현대상선	1,663	0.138%
편입	한국자산신탁	836	0.033%
편입	케이씨텍	823	0.046%
편입	동진세미켐	932	0.053%
편입	일진머티리얼즈	1,576	0.084%
편출	KT	8,316	-0.087%
편출	골프존뉴딘	235	-0.011%
편출	하이트진로홀딩스	270	-0.007%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

추가적인 주가 하락 제한적,
But 주가 상승 모멘텀 부재

- 규제 이슈 부각되며 8월에만 통신업종 주가지수 -10.7% 하락
- 통신 3사 주가 단기 급락하며 밸류에이션 매력 부각되나, 주가 상승 모멘텀이 부재한 상황
⇒ 업종 투자의견 Overweight에서 Neutral로 하향
- 업종 투자의견 상향을 위한 선결 과제로는 1) 통신비 규제 완화, 2) 정부의 4차 산업혁명 투자 지원, 3) 마케팅 비용 절감 등 비용 효율화 작업 지속 등

KOSPI와 통신업 월간수익률 비교



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

Part II

통신비 인하 효과 분석



통신비 인하 효과 비교

현실적인 통신비 절감 규모 최대 1.0조원 추정

- 정부는 6/22 통신비 인하 대책을 통해 연간 3.0~4.6조원의 통신비 절감이 가능하다는 입장
- 선택약정할인을 상향과 사회취약계층 요금 감면 시행 시 현실적인 통신비 절감 규모 최대 1.0조원 추정
- 보편 요금제까지 시행된다고 가정하면 통신비 절감 효과는 2.0~2.4조원으로 확대
⇒ 시장에 미치는 영향과 복잡한 법 개정 절차 감안 시 제도 시행에는 상당 시일이 소요될 전망

정부의 통신비 절감 대책 효과 분석

대책	국정기획위 추정	Meritz 추정
1 신규 가입자에 한해 선택약정할인을 20% → 25% 상향	1,900만명에게 최대 1조원	2,168만명에게 최대 5,883억원
2 어르신·저소득층에게 기본료 폐지 수준의 감면혜택 제공	329만명에게 최대 5,173억원	329만명에게 최대 4,343억원
3 보편요금제 도입으로 국민 네트워크 접근권 보장	2,570만명에게 1조에서 최대 2.2조원	760만명에게 1조에서 최대 1.4조원
4 공공 WiFi 확대 구축	1,268만명에게 4,800~8,500억원	영향 없음
	합계 3.0~4.6조원	합계 2.0~2.4조원

자료: 국정기획자문위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

통신비 인하 효과 분석

선택약정할인을 상향에 따른 이익 감소는 '19년부터 본격화

① 선택약정할인을 20% → 25% 상향

- 선택약정할인을 25%를 신규 가입자에게만 적용할 경우, '17~'18년 매출 감소 < 마케팅 비용 절감, '19~'20년 매출 감소 > 마케팅 비용 절감 예상
- 선택약정할인을 상향에 따른 매출액과 영업이익 변동폭 각각 최대 -3.0%, -8.7% 추정

선택약정할인을 20% → 25% 상향 효과 분석

(천명, 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
기본 가정																	
무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	48,925	49,081	49,488	49,925	50,355	50,776	51,197	51,606	51,979	52,345	52,677	52,998	49,925	51,606	52,998	53,973	54,623
선택약정 가입자수	13,112	14,620	16,252	18,352	20,312	22,272	24,092	25,912	27,537	29,162	30,787	32,412	18,352	25,912	32,412	37,932	43,452
선택약정 가입비중 (%)	21.2	23.4	25.8	28.9	31.7	34.5	37.0	39.5	41.7	43.8	46.0	48.1	28.9	39.5	48.1	55.3	62.6
신규 가입자수				3,000	2,800	2,800	2,600	2,600	2,500	2,500	2,500	2,500	3,000	10,800	10,000	9,200	9,200
신규 선택약정 가입자수				2,100	1,960	1,960	1,820	1,820	1,625	1,625	1,625	1,625	2,100	7,560	6,500	5,520	5,520
신규 선택약정 가입비중 (%)				70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	65.0	65.0	65.0	65.0	70.0	70.0	65.0	60.0	60.0
규제 효과 분석																	
매출액 감소 효과				-15.8	-30.5	-45.2	-58.8	-72.5	-84.6	-96.8	-109.0	-121.2	-15.8	-206.9	-411.7	-588.3	-753.9
요금할인 적용 대상자수				2,100	4,060	6,020	7,840	9,660	11,285	12,910	14,535	16,160	2,100	9,660	16,160	21,680	27,200
할인금액 (원)				2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
영업이익 감소 효과				62.6	42.6	27.9	9.1	-4.6	-8.5	-20.7	-32.9	-45.1	62.6	75.0	-107.2	-268.1	-433.7
매출액 감소 효과				-15.8	-30.5	-45.2	-58.8	-72.5	-84.6	-96.8	-109.0	-121.2	-15.8	-206.9	-411.7	-588.3	-753.9
마케팅 비용 절감 효과				78.3	73.1	73.1	67.9	67.9	76.1	76.1	76.1	76.1	78.3	281.9	304.5	320.2	320.2
신규 보조금 가입자수				900	840	840	780	780	875	875	875	875	900	780	875	920	920
보조금 가입자 수수료 (원)				87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000	87,000
실적 변동폭																	
통신 3사 합산 무선 매출액	6,018.6	6,048.9	6,059.2	6,097.8	6,102.2	6,118.5	6,159.9	6,183.3	6,212.3	6,195.2	6,233.7	6,257.3	24,224.5	24,563.8	24,898.6	25,096.5	25,190.3
통신 3사 합산 영업이익	1,030.3	1,078.6	1,022.3	800.1	1,106.8	1,107.8	1,121.9	825.7	1,192.6	1,138.6	1,202.9	871.4	3,931.4	4,162.1	4,405.5	4,595.3	4,976.7
무선 매출액 변동폭				-0.3%	-0.5%	-0.7%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	-1.6%	-1.7%	-1.9%	-0.1%	-0.8%	-1.7%	-2.3%	-3.0%
영업이익 변동폭				7.8%	3.9%	2.5%	0.8%	-0.6%	-0.7%	-1.8%	-2.7%	-5.2%	1.6%	1.8%	-2.4%	-5.8%	-8.7%

주: 1) 선택약정 평균 ARPU는 40,000원(요금 할인 전 50,000원) 가정
 2) 선택약정 가입비중은 전체 무선 가입자(알뜰폰/IoT 포함) 대비 비중
 3) 보조금 가입자 수수료는 2Q17 기준 (소비자 직접 지원금)/(보조금 가입자수) = 3.0조원/3,446만명 = 87,000원 가정
 자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

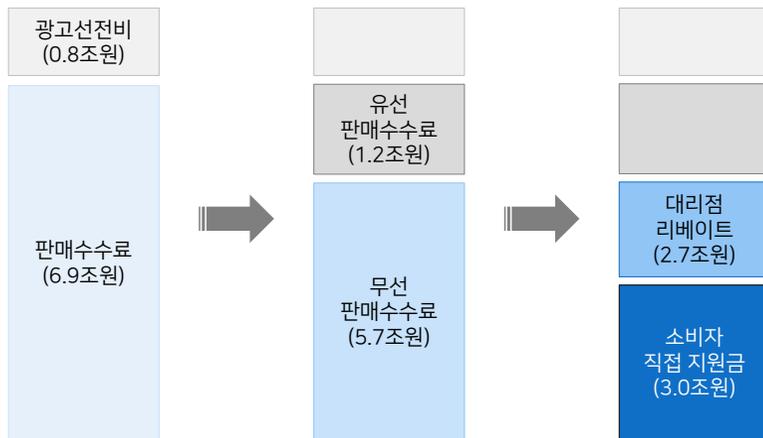
통신비 인하 효과 분석

통신 3사 마케팅 비용 중
소비자 직접 지원금 약 3.0조원

① 선택약정할인을 20% → 25% 상향

- 2018년 기준 통신 3사 합산 마케팅 비용 중 무선 판매수수료는 약 5.7조원
무선 판매수수료 중 보조금 가입자 3,446만명에게 지급하는 소비자 직접 지원금 규모 약 3.0조원 추정
- LTE 가입자들의 평균 보조금 20만원 가정 시
선택약정할인율 20%일 경우 41,667원 요금제 선택 시 보조금과 동일한 혜택 가능
선택약정할인율 25%일 경우 33,333원 요금제 선택 시 보조금과 동일한 혜택 가능
⇒ 즉, 선택약정할인 25% 하에서는 요금 할인이 보조금보다 더 유리한 상황

통신사 마케팅 비용 구조



주: 유무선 판매수수료 중 무선 비중 75%, 무선 판매수수료 중 소비자 직접 지원금 53%로 가정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

보조금 20만원과 동일한 효과의 선택약정할인 요금제

구분	월정액 (원)	데이터	비중 (%)
데이터 66	65,890	무제한	22
데이터 55	54,890	6GB	25
데이터 49	49,390	3GB	20
데이터 44	43,890	2GB	18
데이터 38	38,390	1GB	7
데이터 33	32,890	300MB	8

선택약정 20%일 경우 보조금 효과와 동일한 요금제

선택약정 25%일 경우 보조금 효과와 동일한 요금제

주: 데이터 요금제별 가입자 비중은 당사 추정치
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

통신비 인하 효과 분석

사회취약계층 요금 감면 효과
최대 4,343억원 추정

② 사회취약계층에 대한 11,000원 요금 감면

- 정부 추산 사회취약계층 329만명에 대한 요금 감면 시행 시 최대 4,343억원 절감 효과 발생
- 다만, 신청자에 한해 요금 감면이 시행됨에 따라 중장기에 걸쳐 수익성 감소 전망

사회취약계층 요금 감면 효과 분석

(천명, 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
기본 가정																	
무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	48,925	49,081	49,488	49,925	50,355	50,776	51,197	51,606	51,979	52,345	52,677	52,998	49,925	51,606	52,998	53,973	54,555
요금 감면 신청자수 (누적)				165	494	823	1,152	1,481	1,744	2,007	2,270	2,533	165	1,481	2,533	3,290	3,290
요금 감면 신청률 (%)				5.0	15.0	25.0	35.0	45.0	53.0	61.0	69.0	77.0	5.0	45.0	77.0	100.0	100.0
규제 효과 분석																	
매출액 감소 효과				-5.4	-16.3	-27.1	-38.0	-48.9	-57.5	-66.2	-74.9	-83.6	-5.4	-130.3	-282.3	-400.6	-434.3
요금 감면 신청자수 (누적)				165	494	823	1,152	1,481	1,744	2,007	2,270	2,533	165	1,481	2,533	3,290	3,290
요금 감면액 (원)				11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
영업이익 감소 효과				-5.4	-16.3	-27.1	-38.0	-48.9	-57.5	-66.2	-74.9	-83.6	-5.4	-130.3	-282.3	-400.6	-434.3
매출액 감소 효과				-5.4	-16.3	-27.1	-38.0	-48.9	-57.5	-66.2	-74.9	-83.6	-5.4	-130.3	-282.3	-400.6	-434.3
실적 변동폭																	
통신 3사 합산 무선 매출액	6,018.6	6,048.9	6,059.2	6,097.8	6,102.2	6,118.5	6,159.9	6,183.3	6,212.3	6,195.2	6,233.7	6,257.3	24,224.5	24,563.8	24,898.6	25,096.5	25,190.3
통신 3사 합산 영업이익	1,030.3	1,078.6	1,022.3	800.1	1,106.8	1,107.8	1,121.9	825.7	1,192.6	1,138.6	1,202.9	871.4	3,931.4	4,162.1	4,405.5	4,595.3	4,976.7
무선 매출액 변동폭				-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.8%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	0.0%	-0.5%	-1.1%	-1.6%	-1.7%
영업이익 변동폭				-0.7%	-1.5%	-2.5%	-3.4%	-5.9%	-4.8%	-5.8%	-6.2%	-9.6%	-0.1%	-3.1%	-6.4%	-8.7%	-8.7%

주: 사회취약계층 요금 감면에 따른 비용 절감 효과는 없다고 가정
자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

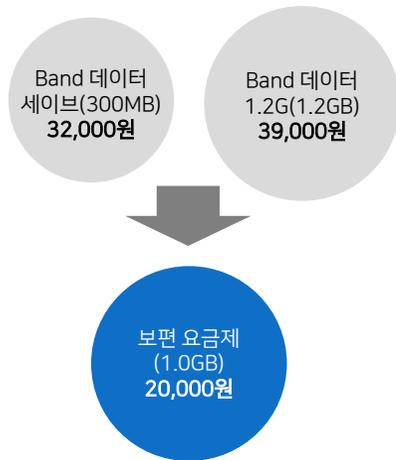
통신비 인하 효과 분석

보편 요금제 도입으로 1조~1.4조원 감소 효과 전망

③ 보편 요금제 도입 시

- 국정기획위 발표에 따르면 가입자 2,570만명에게 연간 1조에서 최대 2.2조원 절감 효과 기대
- 통신사 요금제별 가입자수를 알 수 없으나 산업 자료 참고 시 32/39요금제를 전체의 15%로 추정
- 32/39요금제 가입자들이 보편 요금제로 전환할 경우 산업 전체 1조~1.4조원 절감 가능
- 선택약정할인율과 달리 보편 요금제 도입은 법 개정이 필요해 상당 시일이 소요될 전망

32/39요금제 데이터 제공량



보편 요금제 도입 시

(십억원)		SK텔레콤	KT	LG유플러스	합계	
현행 유지 시	통신 기본요금 (월/원)	11,000	11,000	11,000	11,000	
	이동통신 가입자수 (천명, 알뜰폰/IoT 제외)	25,700	14,641	11,265	51,606	
	2018년 예상 무선 매출액	11,568.8	7,337.2	5,657.9	24,563.8	
	2018년 예상 영업이익	1,715.8	1,592.7	853.5	4,162.1	
보편 요금제 도입 시	32 요금제 가입자수 (천명)	2,056	1,171	901	4,128	
	39 요금제 가입자수 (천명)	1,799	1,025	789	3,612	
	예상 감소분	32요금제 100% + 39요금제 100%	706.2	402.3	309.6	1,418.1
		32요금제 100% + 39요금제 75%	603.7	343.9	264.6	1,212.2
		32요금제 100% + 39요금제 50%	501.2	285.5	219.7	1,006.3
2018년 예상 조정 무선 매출액		10,965.1	6,993.3	5,393.3	23,351.6	
2018년 예상 조정 영업이익		1,112.1	1,248.8	588.9	2,949.8	

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

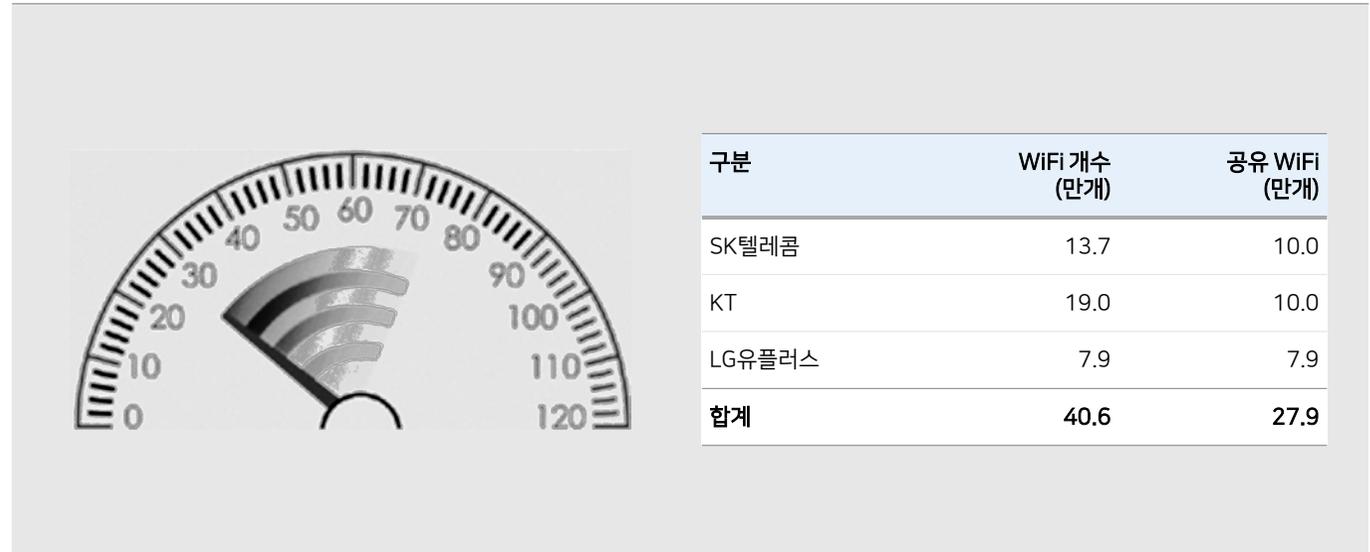
주: 32요금제는 전체 가입자의 8%, 39요금제는 전체 가입자의 7%로 가정
자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

공공 WiFi 확대 구축에 따른
효과는 미미할 것

④ 공공 WiFi 확대 구축

- 버스(5만개)와 학교(15만개)에 공공 WiFi를 설치해 직장인/학생에게 연간 4,800~8,500억원 절감 기대
- 공공 WiFi 확대는 예산 확보 후 2018년부터 순차적으로 추진 예정
- 공공 WiFi는 정부가 직접 구축에 나서며 통신 3사의 WiFi 개방률을 늘리는 방식으로 보완할 계획
- 통신사들의 추가적인 비용 부담은 없으며, 버스나 학교 등 제한적 설치로 절감 효과는 미미할 것

통신 3사 WiFi AP 보유 및 개방 현황 (2017년 1월 기준)



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

통신비 인하 효과 시나리오 분석

단기 실적 변화 크지 않으나,
중장기 수익성 악화 불가피

- 도입 가능성이 가장 높은 선택약정할인율 상향과 사회취약계층 요금 감면 시행 가정 시, 단기 실적 변화가 크지 않은 상황에서 수익성 감소는 2019년부터 본격화
- 이익 감소에 따른 통신사들의 고강도 비용 효율화 작업 진행 예상
⇒ 따라서, 실제 손익에 미치는 피해 규모는 이보다 축소될 전망

통신비 인하 대책에 따른 시나리오 분석

(천명, 십억원)		2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
현행 유지 시	무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	49,925	51,606	52,998	53,973	54,555
	기존 무선 매출액	24,224.5	24,563.2	24,895.9	25,001.7	24,751.5
	기존 영업이익	3,908.4	4,112.5	4,382.4	4,525.3	4,782.0
통신비 인하 대책 효과	I. 선택약정할인율 상향					
	1) 매출액 감소 효과	-13.1	-178.5	-366.2	-534.1	-692.7
	요금할인 적용 대상자수	1,750	8,470	14,450	19,790	25,070
	할인금액 (원)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
	2) 영업이익 감소 효과	52.1	72.1	-86.1	-224.4	-386.5
	마케팅 비용 절감 효과	65.3	250.6	280.1	309.7	306.2
	II. 사회취약계층 요금 감면					
	1) 매출액 감소 효과	-5.4	-130.3	-282.3	-400.6	-434.3
	요금 감면 신청자수 (누적)	165	1,481	2,533	3,290	3,290
	요금 감면액 (원)	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
2) 영업이익 감소 효과	-5.4	-130.3	-282.3	-400.6	-434.3	
통신비 인하 대책 반영 시	조정 무선 매출액	24,205.9	24,254.4	24,247.4	24,067.0	23,624.6
	조정 영업이익	3,955.1	4,054.3	4,014.0	3,900.3	3,961.3
	무선 매출액 변동폭	-0.1%	-1.3%	-2.6%	-3.7%	-4.6%
	영업이익 변동폭	1.2%	-1.4%	-8.4%	-13.8%	-17.2%

주: SK텔레콤과 KT는 별도 기준, LG유플러스는 연결 기준
자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠증권리서치센터

Part III

분리공시와 단말기 자금제



분리공시 도입 가능성 부각

분리공시 도입 가능성 부각

- 유영민 과기정통부 장관, 국회 청문회에서 분리공시 도입을 강력히 시사
- 분리공시에 대해 반대 입장을 고집하던 삼성전자도 정부 정책에 따르겠다고 표명
- 시장 내 반대 진영이 없는 만큼 분리공시 도입 가능성은 그 어느 때보다 높은 상황

유영민 과기정통부 장관 '분리공시 도입 강력 시사'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

분리공시 도입 관련 주요 이슈

시기	내용
2014년 9월	미래부와 방통위, 단통법 개정에 분리공시 포함 추진
2014년 9월	삼성전자와 기재부, 영업기밀 이유로 반발해 통과 무산
2014년 10월	심재철 의원, 보조금 상한제 폐지와 분리공시 포함 단통법 개정안 발의
2015년 2월	참여연대, 분리공시 포함된 단통법 개정안 청원
2016년 8월	변재일 의원, 분리공시 조항이 포함된 단통법 개정안 발의
2017년 4월	문재인 대통령 후보, 가계통신비 공약으로 분리공시 도입 제안
2017년 6월	최명길 의원, "분리공시 도입, 국회 논의 나서야" 발언
2017년 6월	LG전자, 분리공시제 도입에 찬성
2017년 7월	유영민 과기정통부 장관, "분리공시 강력히 도입할 것" 시사

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

분리공시 도입 영향

분리공시 도입에 따른 통신사 영향은 중립적

- 분리공시 도입과 그 효과에 대한 입장 차이가 대립하는 상황
 - 지원금이 투명하게 공개되어 단말기 가격 거품을 걷어낼 수 있다는 시민단체
 - 해외 시장과의 차이로 보조금 지급이 낮아져 결국 단말기 가격이 비싸진다는 삼성전자
- 분리공시에 대한 통신사의 입장은 중립적이며, 손익에 미치는 영향이 제한적일 것으로 판단
- 다만, 제조사 지원금 부분이 포함된 해지 위약금이 분리공시 도입으로 소폭 하락될 가능성

분리공시 찬반 논리



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

새로운 대안으로 떠오르는 단말기 자급제

마케팅 비용 부담으로 단말기 자급제 도입 부각

- 마케팅 비용 절감이 필수가 되어버린 통신 사업자들에게 대안으로 제시되고 있는 '단말기 자급제'
- 단말기 자급제란 소비자가 스스로 구입한 단말기를 이용해 희망하는 통신사를 선택하는 제도로, 단말기 자급제로 절감되는 마케팅 비용을 요금할인에 쓰자는 것이 본래의 취지
- 2015년 3월 더민주 전병헌 의원이 단말기 자급제 법안을 발의했으나, 19대 국회 종료로 자동폐기
2017년 8월 자유한국당 김성태 의원이 전기통신사업법 개정안 발의

통신비 인하 대책 발표 후 부각되고 있는 '단말기 자급제'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

단말기 자급제 이전과 이후 달라지는 점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

단말기 자급제 찬반 논리와 도입 가능성

단말기 자급제 도입에 대한 찬반 논리 대립

- 가계통신비 인하에 있어서 정부는 현재 통신사에게만 부담을 지우고 있는 상황
 - ⇒ 단말기 자급제 도입으로 판매 장려금을 축소해 제조사의 단말기 출고가 인하 가능
 - ⇒ 소비자들이 단말기를 자급하기 시작하면 해지율이 급격히 감소하며 마케팅 비용 절감 가능
- 다만, 현실적으로 도입 가능성은 매우 낮음
 - ⇒ 단말기 자급제 도입과 동시에 단통법(선택약정할인)은 자동 폐기
 - ⇒ 통신비 인하를 위해 선택약정할인을 상향을 이끌어온 정부의 노력이 모두 물거품이 되는 상황
 - ⇒ 실제로 정부 입장을 대변해온 과기정통부와 방통위 모두 자급제 도입에 소극적인 태도

단말기 자급제 찬반 논리

찬성 진영 의견

1 통신비 인하

통신 서비스만 판매할 경우
통신 사업자들의 요금경쟁으로 통신비 인하 가능

2 단말기 출고가 인하

판매 장려금 없이 유통점을 바로 통할 경우
단말기 출고가 인하 가능

3 통신비 인하 압박 감소

가계 통신비에서 단말기 할부금 내역이 분리되면서
통신 서비스 요금에 대한 시장의 인식 재고가 가능

반대 진영 의견

1 영세 유통업체 줄도산 우려

대리점과 유통점의 주요 수익원인 판매 수수료와
유통 수수료 감소로 영세 유통 상인들의 피해 우려

2 단말기 출고가 상승 우려

단말기 판매와 서비스 가입을 별개로 할 경우
제조사 입장에서 단말기 가격을 굳이 할인해줄 필요가 없다는 주장

3 소비자의 불편 초래

단말기 구입과 통신서비스 가입 분리로
소비자의 불편 및 혼란 가중

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석



종목	투자판단	적정주가
KT(030200)	Buy	38,000원
SK텔레콤(017670)	Trading Buy	280,000원
LG유플러스(032640)	Trading Buy	16,000원



KT(030200) 비통신 사업 경쟁력 부각

Analyst 정지수 02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	38,000원
현재주가 (9.5)	30,350원
상승여력	25.2%
KOSPI	2,326.62pt
시가총액	79,247억원
발행주식수	26,111만주
유동주식비율	82.37%
외국인비중	49.00%
52주 최고/최저가	35,400원/ 28,900원
평균거래대금	219.6억원
주요주주(%)	
국민연금공단	10.98

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-12.7	-10.1
6개월	-2.3	-12.7
12개월	-6.3	-17.1

주가그래프



통신 3사 중 가장 낮은 무선 사업부 비중

- 통신 3사 중 가장 낮은 무선 사업부 비중으로 정부의 통신비 인하 정책으로부터 상대적으로 자유로움
- 선택약정할인을 상향과 사회취약계층 요금 감면에 따른 영업이익 변동폭 '17년 +1.1%, '18년 -1.0%
- 통신비 인하 정책에 따른 중장기 수익성 감소 불가피하나 비통신 사업 부문 실적 개선으로 일부 상쇄

통신비 규제 속 유선 사업부 가치 부각

- 2Q17 기준 기가인터넷 320만 가입자 돌파하며 올해 기가인터넷 가입자 목표 조기 달성 전망
- 작년 통신 3사 중 유일하게 적자를 기록했던 IPTV 사업부도 올해부터 본격적인 흑자 기조 돌입
- 전통적인 유무선 사업 외에도 부동산, 스마트 에너지 분야에서 가시적인 성과 나타내며 기대감 고조

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 40,000원 → 38,000원으로 하향

- 통신업종センチ멘트 악화 속에 개별 종목별 접근이 바람직 ⇒ Top Pick은 실적 변동성이 가장 낮은 KT
- 10월 '지원금 상한제' 일몰, 11월 사회취약계층 요금 감면 등 하반기 규제 관련 노이즈 지속 전망
- 정부의 고강도 규제 강화 지속으로 EV/EBITDA Multiple 기준 20%에서 25% 할인 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	22,281.2	1,292.9	553.0	2,118	-165.3	31,578	13.3	0.9	3.0	5.2	141.2
2016	22,743.7	1,440.0	711.1	2,723	26.4	32,243	10.8	0.9	2.8	6.4	139.1
2017E	22,738.8	1,521.8	775.7	2,971	9.1	34,801	10.1	0.9	2.8	6.6	128.2
2018E	22,666.2	1,627.7	893.6	3,422	15.2	39,535	8.8	0.8	2.7	7.2	113.1
2019E	22,826.0	1,683.1	948.9	3,634	6.2	44,063	8.3	0.7	2.7	7.2	101.1

KT 통신비 인하 효과 시나리오 분석

비통신 사업 경쟁력 부각 전망

- 통신 3사 중 가장 낮은 무선 사업부 비중으로 정부의 통신비 인하 정책으로부터 상대적으로 자유로움
- 통신비 인하 정책에 따른 중장기 수익성 감소 불가피하나 비통신 사업 부문 실적 개선으로 일부 상쇄

통신비 인하 대책에 따른 개별 종목 시나리오 분석 - KT

(천명, 십억원)		2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
현행 유지 시	무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	14,112	14,641	15,110	15,501	15,821
	기존 무선 매출액	7,169.3	7,337.2	7,501.1	7,594.0	7,630.4
	기존 영업이익	1,510.3	1,592.7	1,653.2	1,712.0	1,788.9
통신비 인하 대책 효과	I. 선택약정할인을 상향					
	1) 매출액 감소 효과	-4.7	-62.1	-123.5	-176.5	-226.2
	요금할인 적용 대상자수	630	2,898	4,848	6,504	8,160
	할인금액 (원)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
	2) 영업이익 감소 효과	18.8	22.5	-32.2	-80.4	-130.1
	마케팅 비용 절감 효과	23.5	84.6	91.4	96.0	96.0
	II. 사회취약계층 요금 감면					
	1) 매출액 감소 효과	-1.6	-39.1	-84.7	-120.2	-130.3
	요금 감면 신청자수 (누적)	49	444	760	987	987
	요금 감면액 (원)	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
2) 영업이익 감소 효과	-1.6	-39.1	-84.7	-120.2	-130.3	
통신비 인하 대책 반영 시	조정 무선 매출액	7,162.9	7,236.0	7,292.9	7,297.3	7,274.0
	조정 영업이익	1,527.4	1,576.1	1,536.4	1,511.4	1,528.5
	무선 매출액 변동폭	-0.1%	-1.4%	-2.8%	-3.9%	-4.7%
	영업이익 변동폭	1.1%	-1.0%	-7.1%	-11.7%	-14.6%

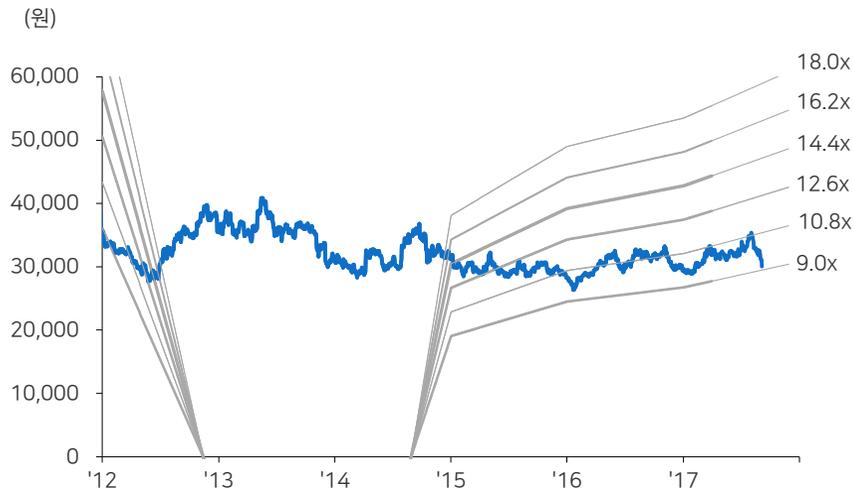
자료: KT, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

KT 투자 의견 및 적정주가

KT 적정주가
40,000원 → 38,000원 하향

- KT 주가 단기 급락하며 밴드 하단에 머물고 있어 추가적인 주가 하락 제한적
- KT에 대한 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 40,000원에서 38,000원으로 하향
정부의 고강도 규제 강화 지속으로 EV/EBITDA Multiple 기준 20%에서 25% 할인 적용

KT PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

KT Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	5,088.7	2016, 2017년 평균
Target EV/EBITDA(배)	3.0	과거 3년 평균에 25% 할인
영업가치	15,095.7	
순차입금	5,111.6	
적정기업가치	9,984.2	
발행주식수(천주)	261,112	
적정주가(원)	38,237	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	22,281	22,744	22,739	22,666	22,826
매출액증가율(%)	-0.1	2.1	-0.0	-0.3	0.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	22,281	22,744	22,739	22,666	22,826
판매비와관리비	20,988	21,304	21,217	21,038	21,143
영업이익	1,293	1,440	1,522	1,628	1,683
영업이익률(%)	5.8	6.3	6.7	7.2	7.4
금융손익	-372	-219	-192	-124	-98
중속/관계기업관련손익	6	3	-2	-3	-1
기타영업외손익	-207	-97	-180	-179	-179
세전계속사업이익	719	1,127	1,148	1,322	1,404
법인세비용	229	329	278	320	339
당기순이익	631	798	870	1,003	1,065
지배주주지분 순이익	553	711	776	894	949

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,583	9,643	9,685	9,713	9,790
현금및현금성자산	2,559	2,900	2,943	2,993	3,022
매출채권	3,007	2,686	2,685	2,677	2,695
재고자산	525	378	378	377	379
비유동자산	20,758	20,944	21,048	20,715	20,671
유형자산	14,479	14,312	14,459	14,668	15,047
무형자산	2,600	3,023	2,935	2,396	1,966
투자자산	928	949	993	990	997
자산총계	29,341	30,588	30,733	30,428	30,461
유동부채	8,640	9,466	9,497	8,580	7,904
매입채무	1,290	1,236	1,236	1,232	1,240
단기차입금	175	153	133	113	93
유동성장기부채	1,551	1,667	2,280	1,900	1,700
비유동부채	8,536	8,327	7,767	7,572	7,413
사채	6,363	5,716	5,496	5,326	5,176
장기차입금	546	585	577	557	537
부채총계	17,176	17,793	17,264	16,153	15,317
자본금	1,565	1,565	1,565	1,565	1,565
자본잉여금	1,443	1,441	1,441	1,441	1,441
기타포괄이익누계액	14	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	9,059	9,657	10,236	10,934	11,686
비지배주주지분	1,320	1,353	1,447	1,557	1,672
자본총계	12,165	12,795	13,469	14,276	15,144

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,230	4,771	3,562	3,944	3,945
당기순이익(손실)	631	798	870	1,003	1,065
유형자산감가상각비	3,031	2,822	3,003	2,991	3,021
무형자산상각비	609	600	582	452	348
운전자본의 증감	-635	-126	-893	-502	-488
투자활동 현금흐름	-2,402	-3,485	-3,688	-3,108	-3,330
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,116	-2,764	-3,150	-3,200	-3,400
투자자산의 감소(증가)	115	-20	-45	3	-7
재무활동 현금흐름	-1,164	-943	169	-786	-586
차입금증감	-41,462	-5,283	3,651	-5,902	-3,896
자본의증가	3	-2	0	0	0
현금의증가(감소)	671	341	43	50	29
기초현금	1,889	2,559	2,900	2,943	2,993
기말현금	2,559	2,900	2,943	2,993	3,022

Key Financial Data

(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	85,332	87,103	87,085	86,807	87,418
EPS(지배주주)	2,118	2,723	2,971	3,422	3,634
CFPS	19,968	20,407	18,906	19,008	18,959
EBITDAPS	18,892	18,618	19,557	19,420	19,348
BPS	31,578	32,243	34,801	39,535	44,063
DPS	500	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.8	2.7	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	13.3	10.8	10.1	8.8	8.3
PCR	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	49,329.5	48,614.8	51,066.6	50,706.7	50,518.5
EV/EBITDA	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	6.4	6.6	7.2	7.2
EBITDA이익률	22.1	21.4	22.5	22.4	22.1
부채비율	141.2	139.1	128.2	113.1	101.1
금융비용부담률	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4
이자보상배율(x)	3.4	4.3	4.6	4.9	5.4
매출채권회전율(x)	7.3	8.0	8.5	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	48.5	50.4	60.2	60.1	60.4

SK텔레콤(017670) 규제보다 부각될 자회사 가치

Analyst 정지수 02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	280,000원	
현재주가 (9.5)	248,000원	
상승여력	12.9%	
KOSPI	2,326.62pt	
시가총액	200,249억원	
발행주식수	8,075만주	
유동주식비율	62.23%	
외국인비중	42.92%	
52주 최고/최저가	283,500원/216,000원	
평균거래대금	450.8억원	
주요주주(%)		
SK(주)	25.22	
국민연금공단	9.02	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-10.3	-7.7
6개월	6.4	-4.9
12개월	12.5	-0.4
주가그래프		



통신비 인하에 따른 단기 실적 영향 미미

- 선택약정할인율 상향과 사회취약계층 요금 감면에 따른 영업이익 변동폭 '17년 +1.8%, '18년 -2.0%
- 이는 정책 시행 초기 비용 절감에 의한 즉각적인 이익 개선 효과가 두드러지기 때문
- 기존 약정 가입자들 모두 25% 할인 혜택을 적용 받는 2019년부터 수익성 감소 본격화 예상

기대감이 살아있는 연결 자회사 가치

- SK플래닛은 고강도 체질 개선으로 시장 예상보다 빠른 2018년 말 손익분기점(BEP) 달성 기대
- SK브로드밴드는 정규직 전환을 안정적으로 마무리하며, 본격적인 IPTV 수익성 기여 전망
- SK하이닉스 실적 개선 및 주가 상승에 대한 투자자들의 지분가치 반영 기대감 고조

투자의견 Trading Buy, 적정주가 280,000원으로 하향

- 10월 '지원금 상한제' 일몰, 11월 사회취약계층 요금 감면 등 하반기 규제 관련 노이즈 지속 전망
- 정부가 제시한 통신비 인하 대책 중 절감 효과가 가장 큰 보편 요금제 도입 여부에 주목
- 정부의 고강도 규제 강화 지속으로 EV/EBITDA Multiple 기준 20%에서 25% 할인 적용

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	17,136.7	1,708.0	1,518.6	18,774	-15.8	136,697	11.5	1.6	5.0	10.2	85.9
2016	17,091.8	1,535.7	1,676.0	20,560	9.5	127,098	10.8	1.8	5.2	10.7	94.2
2017E	17,305.4	1,615.9	2,664.3	32,492	58.0	152,216	7.5	1.6	5.2	15.7	81.8
2018E	17,508.5	1,683.3	3,104.3	37,857	16.5	181,917	6.5	1.4	5.0	16.2	72.2
2019E	17,789.6	1,768.5	3,556.8	43,376	14.6	217,222	5.6	1.1	4.6	16.4	63.5

통신비 인하 효과 시나리오 분석 - SK텔레콤

무선 부문 수익성 악화 불가피
자회사 실적 호조로 일부 상쇄

- SK텔레콤 별도 실적에서 무선통신이 차지하는 비중 약 90%로 절대적
- 정부의 통신비 인하 대책 시행에 따른 수익성 악화 불가피하나, SK브로드밴드, SK플래닛 등 연결 자회사들의 실적 호조가 이를 일부 상쇄할 전망

통신비 인하 대책에 따른 개별 종목 시나리오 분석 - SK텔레콤

(천명, 십억원)		2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
현행 유지 시	무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	24,895	25,700	26,375	26,834	27,119
	기존 무선 매출액	11,463.0	11,568.8	11,711.8	11,784.9	11,792.0
	기존 영업이익	1,602.5	1,715.8	1,895.7	2,027.1	2,305.9
통신비 인하 대책 효과	I. 선택약정할인을 상향					
	1) 매출액 감소 효과	-7.9	-94.5	-188.4	-272.3	-351.6
	요금할인 적용 대상자수	1,050	4,410	7,400	10,070	12,710
	할인금액 (원)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
	2) 영업이익 감소 효과	31.3	30.8	-48.3	-117.4	-198.5
	마케팅 비용 절감 효과	39.2	125.3	140.1	154.9	153.1
	II. 사회취약계층 요금 감면					
	1) 매출액 감소 효과	-2.7	-65.1	-141.1	-200.3	-217.1
	요금 감면 신청자수 (누적)	82	740	1,267	1,645	1,645
	요금 감면액 (원)	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
2) 영업이익 감소 효과	-2.7	-65.1	-141.1	-200.3	-217.1	
통신비 인하 대책 반영 시	조정 무선 매출액	11,452.4	11,409.1	11,382.3	11,312.3	11,223.3
	조정 영업이익	1,631.0	1,681.5	1,706.2	1,709.3	1,890.3
	무선 매출액 변동폭	-0.1%	-1.4%	-2.8%	-4.0%	-4.8%
	영업이익 변동폭	1.8%	-2.0%	-10.0%	-15.7%	-18.0%

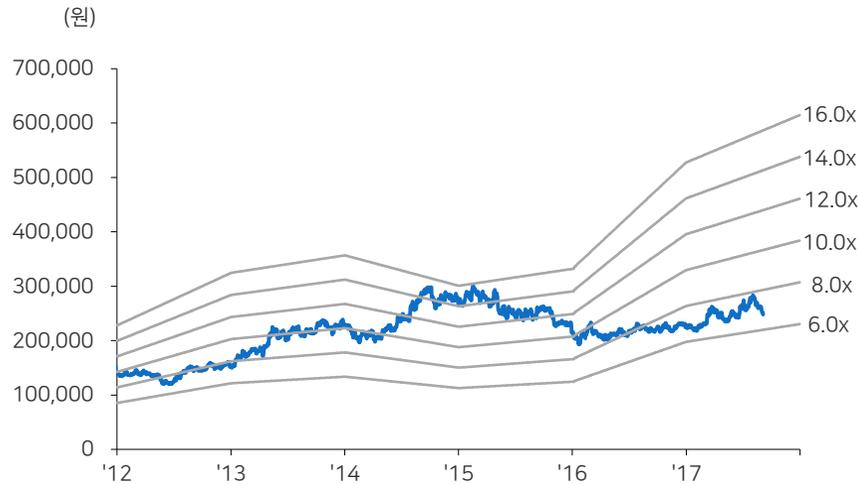
자료: SK텔레콤, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤 투자의견 및 적정주가

SK텔레콤 투자의견 Buy → Trading Buy 하향

- SK텔레콤에 대한 투자의견 Buy → Trading Buy, 적정주가 30만원 → 28만원으로 하향
- 정부의 고강도 규제 강화 지속으로 EV/EBITDA Multiple 기준 20%에서 25% 할인 적용

SK텔레콤 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤 SOTP Valuation

	12MfwEBITDA (십억원)	적용 EV/EBITDA (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치 (A)	4,188.5	4.1	17,109.6	과거 3년 평균 25% 할인
비영업가치 (B)			10,417.5	
SKH 지분가치			6,940.8	시장가치 30% 할인
SKB 지분가치			1,496.5	공정가치 20% 할인
SKP 지분가치			1,038.6	공정가치 20% 할인
기타계열사 지분가치			941.7	공정가치 20% 할인
순차입금 (C)			4,918.6	2017년 추정치
총기업가치 (D=A+B-C)			22,608.5	
발행주식수 (E)	(천주)		80,746	
적정주가 (D/E)	(원)		279,996	
현재주가	(원)		248,000	
Upside/Downside	(%)		12.9%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,137	17,092	17,305	17,508	17,790
매출액증가율(%)	-0.2	-0.3	1.2	1.2	1.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,137	17,092	17,305	17,508	17,790
판매비와관리비	15,429	15,556	15,690	15,825	16,021
영업이익	1,708	1,536	1,616	1,683	1,769
영업이익률(%)	10.0	9.0	9.3	9.6	9.9
금융손익	-246	248	-259	-203	-192
종속/관계기업관련손익	786	545	2,117	2,616	3,068
기타영업외손익	-213	-232	-169	-153	-125
세전계속사업이익	2,035	2,096	3,304	3,944	4,519
법인세비용	519	436	681	887	1,017
당기순이익	1,516	1,660	2,624	3,057	3,502
지배주주지분 손이익	1,519	1,676	2,664	3,104	3,557

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,160	5,997	6,364	7,360	8,672
현금및현금성자산	769	1,505	1,620	2,343	3,347
매출채권	2,345	2,241	2,465	2,712	2,983
재고자산	274	260	263	266	270
비유동자산	23,421	25,301	26,430	27,738	29,221
유형자산	10,371	10,374	10,226	10,210	10,268
무형자산	4,213	5,709	5,639	5,639	5,639
투자자산	8,343	8,514	9,861	11,184	12,609
자산총계	28,581	31,298	32,794	35,098	37,893
유동부채	5,256	6,444	6,085	6,092	6,126
매입채무	280	402	407	412	419
단기차입금	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	766	710	658
비유동부채	7,951	8,737	8,674	8,621	8,585
사채	6,439	6,339	6,264	6,194	6,129
장기차입금	122	140	124	114	106
부채총계	13,207	15,181	14,760	14,713	14,712
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
기타포괄이익누계액	9	-226	-226	-226	-226
이익잉여금	15,008	15,953	17,911	20,310	23,160
비지배주주지분	123	145	104	57	2
자본총계	15,374	16,116	18,034	20,385	23,181

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,778	4,243	5,697	6,104	6,614
당기순이익(손실)	1,516	1,660	2,624	3,057	3,502
유형자산감가상각비	2,993	3,069	3,176	3,195	3,249
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본의 증감	-686	14	-152	-177	-176
투자활동 현금흐름	-2,881	-2,462	-4,343	-4,523	-4,763
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,479	-2,490	-3,028	-3,180	-3,307
투자자산의 감소(증가)	-962	-171	-1,347	-1,324	-1,425
재무활동 현금흐름	-965	-1,045	-1,238	-858	-847
차입금증감	6,530	254	-5,142	-1,350	-1,236
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-66	736	115	723	1,004
기초현금	834	769	1,505	1,620	2,343
기말현금	769	1,505	1,620	2,343	3,347

Key Financial Data

(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	212,231	211,675	214,319	216,835	220,317
EPS(지배주주)	18,774	20,560	32,492	37,857	43,376
CFPS	59,025	58,203	83,154	90,753	98,292
EBITDAPS	58,226	57,022	59,348	60,420	62,137
BPS	136,697	127,098	152,216	181,917	217,222
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	4.6	4.5	4.0	4.0	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	10.8	7.5	6.5	5.6
PCR	3.7	3.8	3.0	2.7	2.5
PSR	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1
PBR	1.6	1.8	1.6	1.4	1.1
EBITDA	47,014.9	46,043.0	47,920.6	48,786.3	50,173.2
EV/EBITDA	5.0	5.2	5.2	5.0	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	10.7	15.7	16.2	16.4
EBITDA이익률	27.4	26.9	27.7	27.9	28.2
부채비율	85.9	94.2	81.8	72.2	63.5
금융비용부담률	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
이자보상배율(x)	5.7	5.3	5.7	6.3	6.7
매출채권회전율(x)	7.2	7.5	7.4	6.8	6.2
재고자산회전율(x)	63.3	64.1	66.2	66.2	66.3

LG유플러스(032640) 성장의 길목에서 마주한 규제

Analyst 정지수 02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	16,000원	
현재주가 (9.5)	13,750원	
상승여력	16.4%	
KOSPI	2,326.62pt	
시가총액	60,034억원	
발행주식수	43,661만주	
유동주식비율	63.95%	
외국인비중	47.01%	
52주 최고/최저가	17,000원/11,200원	
평균거래대금	321.3억원	
주요주주(%)		
(주)LG	36.05	
국민연금공단	7.72	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-17.4	-15.0
6개월	2.2	-8.7
12개월	19.6	5.9
주가그래프		



무선 경쟁력 강화에 제동을 거는 통신비 규제

- LTE 데이터 사용량 7.4GB/월 수준으로 데이터 사용량 증가가 매출액 증가로 나타나던 시기
- 경쟁사와 달리 본업에 충실했던 만큼 통신비 인하 정책에 따른 중장기 피해 규모가 큰 편
- 단기 무선 경쟁력 강화는 지속 가능하나, 중장기 성장 전략에는 변화가 필요할 전망

보편 요금제 도입 여부가 중요

- 보편 요금제가 2만원에 1GB 데이터를 제공함에 따라 요금제 변화 없이 데이터만 추가될 가능성 존재
- 보편 요금제가 소비자들의 업셀링(Upselling)을 제한하는 요인인 만큼 도입 여부가 매우 중요

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 17,000원 → 16,000원으로 하향

- 선택약정할인을 상향에 이어 사회취약계층 요금 감면 등 하반기 정부의 통신비 인하 노력 지속
- 정부의 고강도 규제 강화 지속으로 EV/EBITDA Multiple 기준 10%에서 15% 할인 적용 (LG유플러스의 경우 LTE 시장 내 성장성 감안 경쟁사 대비 Valuation 프리미엄 적용)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	10,795.2	632.3	351.5	804	54.2	7,974	12.9	1.3	3.9	8.1	168.7
2016	11,451.1	746.5	492.8	1,129	40.3	8,323	10.1	1.4	3.6	10.6	148.4
2017E	11,811.8	824.2	549.2	1,258	11.5	9,336	11.1	1.5	3.4	10.9	136.1
2018E	11,951.3	846.1	585.3	1,341	6.6	10,440	10.4	1.3	3.2	10.8	125.5
2019E	12,063.1	814.1	571.9	1,310	-2.3	11,515	10.7	1.2	3.1	9.8	117.7

LG유플러스 통신비 인하 효과 시나리오 분석

본업에 집중한 LG유플러스 규제로 인한 피해 불가피

- LTE 데이터 사용량 7.4GB/월 수준으로 데이터 사용량 증가가 매출액 증가로 나타나던 시기
- 경쟁사와 달리 본업에 충실했던 만큼 통신비 인하 정책에 따른 중장기 피해 규모가 큰 편
- 단기 무선 경쟁력 강화는 지속 가능하나, 중장기 성장 전략에는 변화가 필요할 전망

통신비 인하 대책에 따른 개별 종목 시나리오 분석 - LG유플러스

(천명, 십억원)		2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
현행 유지 시	무선 가입자수 (알뜰폰/IoT 제외)	10,919	11,265	11,514	11,638	11,682
	기존 무선 매출액	5,592.2	5,657.9	5,685.7	5,717.6	5,767.8
	기존 영업이익	818.6	853.5	856.7	856.2	881.9
통신비 인하 대책 효과	I. 선택약정할인을 상향					
	1) 매출액 감소 효과	-3.2	-41.4	-82.3	-117.7	-150.8
	요금할인 적용 대상자수	420	1,932	3,232	4,336	5,440
	할인금액 (원)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
	2) 영업이익 감소 효과	12.5	15.0	-21.4	-53.6	-86.7
	마케팅 비용 절감 효과	15.7	56.4	60.9	64.0	64.0
	II. 사회취약계층 요금 감면					
	1) 매출액 감소 효과	-1.1	-26.1	-56.5	-80.1	-86.9
	요금 감면 신청자수 (누적)	33	296	507	658	658
	요금 감면액 (원)	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
2) 영업이익 감소 효과	-1.1	-26.1	-56.5	-80.1	-86.9	
통신비 인하 대책 반영 시	조정 무선 매출액	5,588.0	5,590.5	5,546.9	5,519.8	5,530.2
	조정 영업이익	830.0	842.5	778.8	722.5	708.3
	무선 매출액 변동폭	-0.1%	-1.2%	-2.4%	-3.5%	-4.1%
	영업이익 변동폭	1.4%	-1.3%	-9.1%	-15.6%	-19.7%

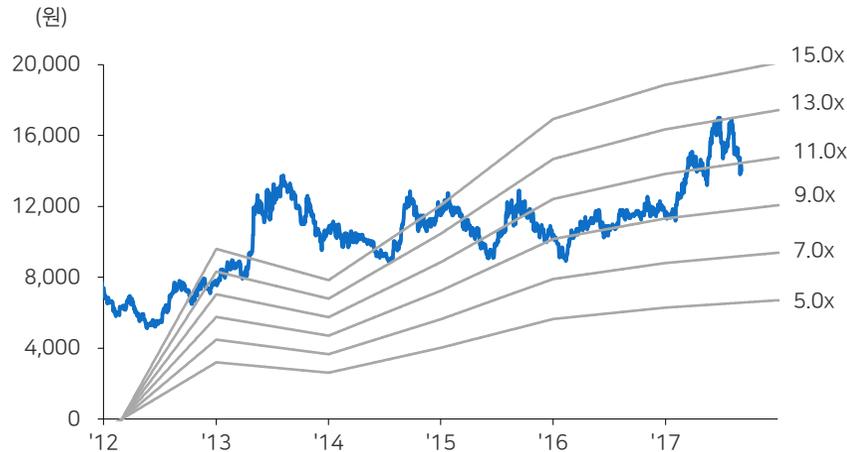
자료: LG유플러스, 미래창조과학부, 메리츠증권증권 리서치센터

LG유플러스 투자의견 및 적정주가

LG유플러스 적정주가
17,000원 → 16,000원 하향

- LG유플러스 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 17,000원에서 16,000원으로 하향
- 정부의 고강도 규제 강화 지속으로 EV/EBITDA Multiple 기준 10%에서 15% 할인 적용 (LG유플러스의 경우 LTE 시장 내 성장성 감안 경쟁사 대비 Valuation 프리미엄 적용)

LG유플러스 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

LG유플러스 Valuation

구분	내용	비고
EBITDA(십억원)	2,804.6	2016, 2017년 평균
Target EV/EBITDA(배)	3.7	과거 3년 평균에 15% 할인
영업가치(십억원)	10,304.1	
순차입금(십억원)	3,271.7	
적정기업가치(십억원)	7,032.4	
발행주식수(천주)	436,611	
적정주가(원)	16,107	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,795	11,451	11,812	11,951	12,063
매출액증가율(%)	-1.9	6.1	3.1	1.2	0.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,795	11,451	11,812	11,951	12,063
판매비와관리비	10,163	10,705	10,988	11,105	11,249
영업이익	632	746	824	846	814
영업이익률(%)	5.9	6.5	7.0	7.1	6.7
금융손익	-183	-120	-90	-73	-57
종속/관계기업관련손익	-1	1	0	0	0
기타영업외손익	18	15	-23	-15	-16
세전계속사업이익	466	643	711	759	741
법인세비용	115	150	162	173	170
당기순이익	351	493	549	585	572
지배주주지분 손이익	351	493	549	585	572
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,599	2,620	3,005	3,451	3,901
현금및현금성자산	292	317	568	918	1,284
매출채권	1,514	1,567	1,605	1,624	1,640
재고자산	365	262	268	271	274
비유동자산	9,352	9,370	9,323	9,303	9,324
유형자산	7,224	6,950	6,948	6,976	7,047
무형자산	967	1,192	1,146	1,097	1,047
투자자산	54	48	50	51	51
자산총계	11,951	11,989	12,329	12,754	13,225
유동부채	3,354	3,574	3,606	3,708	3,890
매입채무	310	298	306	306	306
단기차입금	15	15	15	15	15
유동성장기부채	929	1,038	1,067	1,173	1,360
비유동부채	4,148	3,588	3,500	3,391	3,261
사채	2,394	2,165	2,146	2,128	2,112
장기차입금	1,237	761	671	571	452
부채총계	7,503	7,163	7,106	7,098	7,151
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	1,036	1,414	1,811	2,243	2,662
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,448	4,826	5,223	5,655	6,074

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,793	2,225	2,408	2,465	2,470
당기순이익(손실)	351	493	549	585	572
유형자산감가상각비	1,434	1,474	1,722	1,722	1,729
무형자산상각비	175	180	246	249	250
운전자본의 증감	-361	-101	-109	-92	-81
투자활동 현금흐름	-1,511	-1,492	-1,923	-1,951	-2,001
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,375	-1,284	-1,720	-1,750	-1,800
투자자산의 감소(증가)	38	6	-2	-1	-0
재무활동 현금흐름	-406	-707	-233	-164	-102
차입금증감	-3,409	-5,960	-806	-113	507
자본의증가	0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-124	25	251	350	366
기초현금	416	292	317	568	918
기말현금	292	317	568	918	1,284
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	24,725	26,227	27,053	27,373	27,629
EPS(지배주주)	804	1,129	1,258	1,341	1,310
CFPS	5,464	5,830	6,323	6,369	6,268
EBITDAPS	5,133	5,497	6,394	6,453	6,397
BPS	7,974	8,323	9,336	10,440	11,515
DPS	250	350	350	350	350
배당수익률(%)	2.4	3.1	2.5	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	10.1	11.1	10.4	10.7
PCR	1.9	2.0	2.2	2.2	2.2
PSR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.3	1.4	1.5	1.3	1.2
EBITDA	22,412.7	23,999.9	27,917.5	28,174.7	27,929.8
EV/EBITDA	3.9	3.6	3.4	3.2	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.1	10.6	10.9	10.8	9.8
EBITDA이익률	20.8	21.0	23.6	23.6	23.2
부채비율	168.7	148.4	136.1	125.5	117.7
금융비용부담률	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1
이자보상배율(x)	3.4	5.2	6.3	6.5	6.2
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	7.4	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	33.7	36.6	44.6	44.3	44.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2017년 9월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK텔레콤(017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	239,000	정지수	-8.9	-11.1	
2016.07.20	산업브리프	Buy	239,000	정지수	-7.6	-11.1	
2016.08.01	기업브리프	Hold	239,000	정지수	-7.4	-11.1	
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	250,000	정지수	-11.2	-13.6	
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	250,000	정지수	-10.3	-13.6	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-15.0	-16.5	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-16.5	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-16.5	
2017.01.24	기업분석	Buy	280,000	정지수	-18.5	-22.1	
2017.03.13	산업분석	Buy	300,000	정지수	-15.1	-18.3	
2017.04.05	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-16.1	-19.2	
2017.04.27	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-17.3	-21.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	300,000	정지수	-16.6	-21.5	
2017.07.06	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-14.8	-21.5	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수			

KT(030200) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	40,000	정지수	-24.3	-25.9	
2016.07.20	산업브리프	Buy	40,000	정지수	-23.5	-25.9	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.4	-25.9	
2016.09.29	산업분석	Buy	40,000	정지수	-21.3	-25.9	
2016.10.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.2	-25.9	
2016.10.31	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.0	-25.9	
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.1	-27.1	
2017.01.10	산업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.6	-27.8	
2017.02.02	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.4	-27.8	
2017.04.05	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.3	-27.8	
2017.05.02	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.1	-27.8	
2017.05.31	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.1	-27.8	
2017.06.05	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.0	-27.8	
2017.06.28		1년 경과			-22.0	-27.8	
2017.07.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-17.1	-18.9	
2017.09.06	산업분석	Buy	38,000	정지수			

LG유플러스(032640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	13,000	정지수	-16.9	-20.4	
2016.07.20	산업브리프	Buy	13,000	정지수	-16.6	-20.4	
2016.08.02	기업브리프	Trading Buy	13,000	정지수	-13.3	-20.4	
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	13,000	정지수	-13.0	-20.4	
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	13,000	정지수	-12.5	-20.4	
2016.11.01	기업브리프	Trading Buy	13,500	정지수	-11.6	-15.2	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	13,500	정지수	-12.5	-16.3	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	13,500	정지수	-7.6	-17.0	
2017.04.05	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.8	-17.9	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.3	-22.4	
2017.05.31	산업분석	Trading Buy	17,000	정지수	-10.8	-22.4	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-10.1	-22.4	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수			