

2017. 9. 26



▲ 통신서비스

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

Neutral

Top Pick

KT(030200)	Buy	38,000원
------------	-----	---------

관심종목

SK텔레콤(017670)	Trading Buy	280,000원
LG유플러스(032640)	Trading Buy	16,000원

통신서비스

3Q17 Preview: 번호이동시장 경쟁 과열

- ✓ 3Q17 통신 3사 합산 영업이익 9,672억원으로 컨센서스(1조 547억원) 하회 전망
- ✓ KT와 SK텔레콤은 마케팅 비용 증가로 시장 기대치 하회, LG유플러스는 부합 전망
- ✓ 3Q17 실적 기대감 하락과 외국인 매도세로 10월 국내 통신주 투자 매력도 낮음
- ✓ 올해 통신 3사 모두 배당금 상향 긍정적 검토. 배당 시즌 앞둔 11월 주가 반등 기대
- ✓ 낮은 보편 요금제 도입 가능성. 단말기 지급제는 도입 가능하나 중장기적으로 접근

3Q17 Preview: 7, 8월 번호이동시장 경쟁 과열

3Q17 통신 3사 합산 영업이익은 9,672억원으로 시장 컨센서스(1조 547억원)를 하회할 전망이다. ① 데이터 사용량 증가에 따른 무선 매출 성장이 상반기에 이어 3Q17에도 지속됐으나, ② 지원금 상한제 폐지를 앞두고 7, 8월 진행된 노후 단말기 재고 소진과, ③ 갤럭시 노트8 등 프리미엄 단말기 출시에 따른 마케팅 비용 증가가 시장 예상보다 강했기 때문이다.

KT, SK 텔레콤은 시장 기대치 하회, LG 유플러스는 부합 전망

KT와 SK텔레콤의 3Q17 영업이익은 각각 3,644억원, 3,985억원으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 지원금 상한제 폐지 및 통신비 인하 규제 도입이라는 큰 변화를 앞두고 가입자 유치 경쟁이 나타나며 마케팅 비용이 증가했다. LG유플러스의 3Q17 영업이익은 2,043억원으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 무선서비스 매출 성장세가 3Q17에도 지속되면서 비용 증가에 대한 부담을 상쇄했다.

통신업종 주가지수와 투자전략

연이은 주가 하락으로 밸류에이션 매력이 부각되고 있으나, 확실한 주가 반등을 위해서는 외국인 자금 유입이 동반되어야 한다. 3Q17 실적 기대감 하락과 언제 끝날지 모르는 외국인 매도 행렬로 인해 10월 국내 통신주 투자 매력도는 여전히 낮다. 다만, 이례적으로 올해 통신 3사 모두가 배당금 상향을 긍정적으로 검토하는 만큼 배당 시즌을 앞두고 11월 주가 상승에 대한 기대감은 높아질 전망이다.

통신서비스 규제 이슈 점검

보편 요금제는 통신사들의 반발 수위와 법안 도입 과정에서 나타날 저항 고려 시 본회의 상정마저 어려울 수 있다. 단말기 지급제의 경우 상임위원회 통과 후 국회 표결로 도입 가능성이 존재하나, 도입 과정에서 영세 유통상인들의 처우 개선과 제조사들의 반발, 선택약정할인제도의 공존 가능성 등을 고려해볼 때 실제 도입까지는 장기간이 소요될 전망이다.

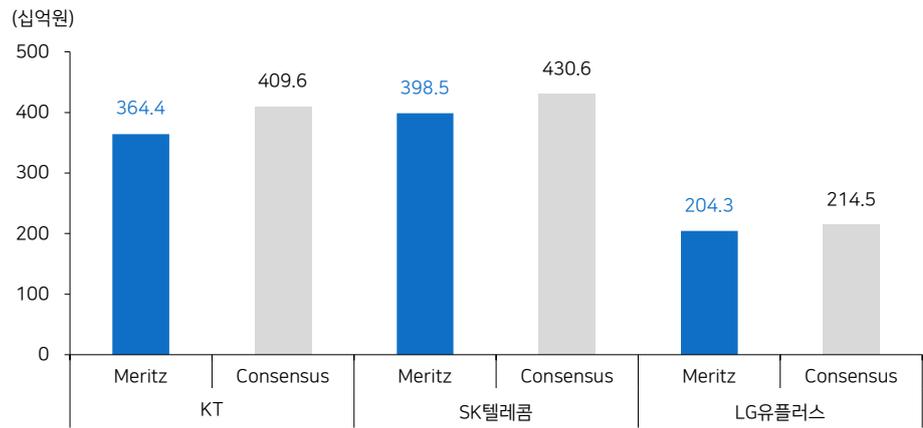
3Q17 통신서비스 시장 현황 및 전망

통신서비스 투자이견
Neutral 유지

3Q17 Preview: 마케팅 비용 증가로 시장 컨센서스 하회 전망

3Q17 통신 3사 합산 매출액과 영업이익은 각각 12조 7,514억원과 9,672억원으로 시장 컨센서스(매출액 12조 9,949억원, 영업이익 1조 547억원)를 하회할 전망이다. ① 데이터 사용량 증가에 따른 무선 매출 성장이 상반기에 이어 3Q17에도 지속됐으나, ② 지원금 상한제 폐지를 앞두고 7, 8월 진행된 노후 단말기 채고 소진과, ③ 갤럭시 노트8 등 프리미엄 단말기 출시에 따른 마케팅 비용 증가가 시장 예상보다 강했기 때문이다.

그림1 3Q17 통신 3사 영업이익 추정치 및 컨센서스



자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤, KT 컨센서스 하회
LG 유플러스 컨센서스 부합 전망

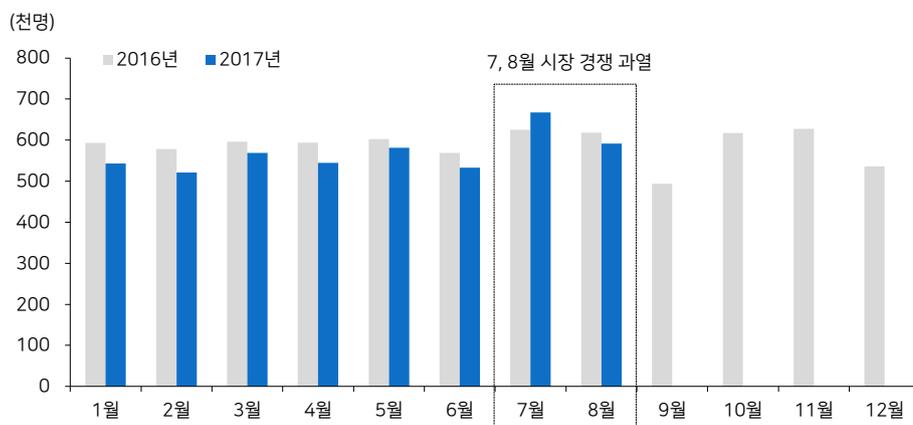
종목별로는 KT(030200)와 SK텔레콤(017670)의 3Q17 영업이익이 각각 3,644억원, 3,985억원으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. '지원금 상한제 폐지' 및 통신비 인하 규제 도입이라는 큰 변화를 앞두고 최대한 가입자를 미리 유치하려는 심리가 반영되면서 마케팅 경쟁 과열이 나타났기 때문이다. LG유플러스(032640)의 3Q17 영업이익은 2,043억원으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 모바일 가입자 순증에 따라 총판매가 증가하면서 마케팅 비용이 상승했으나, 상반기 유지됐던 무선서비스 매출 성장세가 3Q17에도 지속되면서 비용 증가에 대한 부담을 상쇄했다.

7, 8월 번호이동시장 경쟁 과열로
마케팅 비용 증가

7, 8월 번호이동시장(MNP) 경쟁 과열

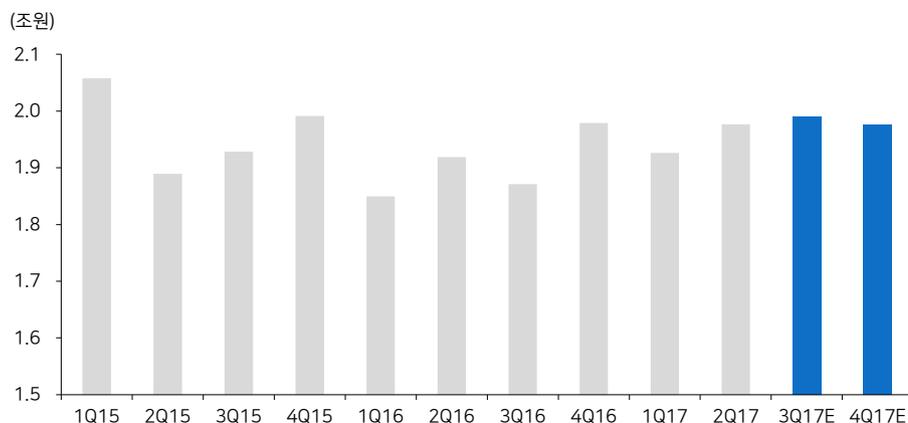
시장 예상과는 달리 3Q17 번호이동시장(MNP) 경쟁 강도는 예년 대비 높은 수준이었다. 9월 선택약정할인을 상향 적용 소식을 기정사실로 받아들이면서 7, 8월 번호이동자수가 감소하자 유통 채널에서 인당보조금(SAC)을 높여 마케팅에 활용한 것으로 파악된다. 대리점이나 판매점이 이처럼 무리하게 가입자 유치에 열을 올린 이유는 '지원금 상한제 폐지'와 통신비 규제 시행이라는 큰 변화를 앞두고 최대의 가입자를 미리 유치하려는 심리가 작용했기 때문이다. 이에 따라 3Q17 통신 3사의 전반적인 마케팅 비용 수준이 증가할 전망이다.

그림2 월별 번호이동자수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 통신 3사 합산 마케팅 비용 추이 및 전망

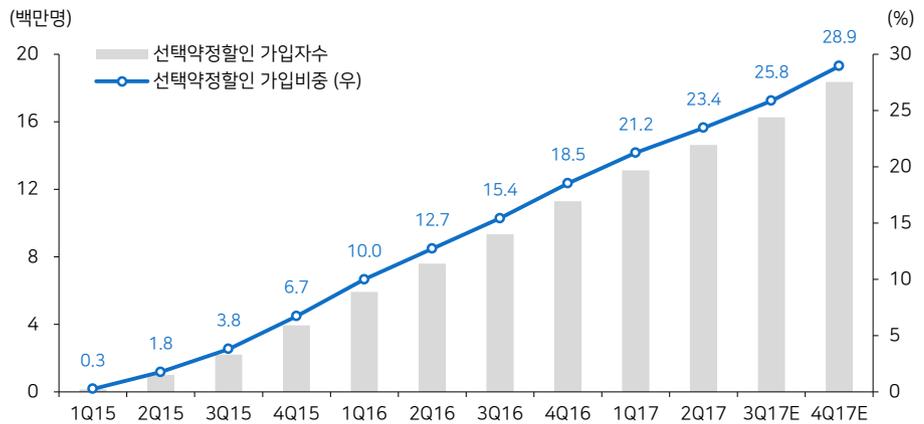


자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

요금 할인을 25% 상향으로
선택약정할인 가입 비중 확대

9월 15일부터 시행된 선택약정할인율 25% 상향 적용에 대한 시장 반응은 뜨거웠다. 이달 출시된 갤럭시 노트8의 경우 신규 가입자의 약 90%가 선택약정할인을 통해 가입한 것으로 파악된다. 신규 가입자뿐만 아니라 기존 가입자 중 잔여 약정 6개월 미만 가입자들에 한해 위약금 없이 재약정이 가능해지면서 선택약정 가입 비중은 시장이 예상하는 속도보다 더 빨라질 전망이다.

그림4 선택약정할인 가입자 추이 및 비중



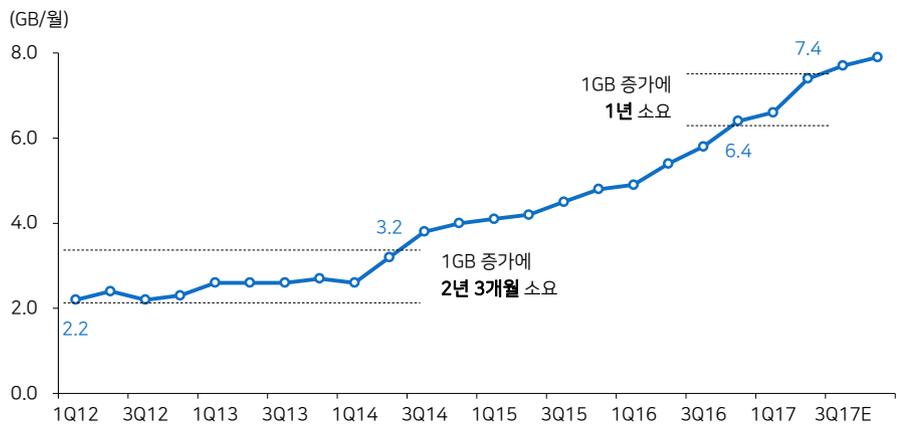
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

인당 데이터 사용량 증가는
산업 전반에 긍정적

데이터 사용량 증가 추세 지속

데이터 사용량이 지속적으로 증가하는 부분은 긍정적이다. LG유플러스의 경우 과거에는 데이터 사용량 1GB 증가에 2년 3개월이란 시간이 소요됐으나, 최근에는 같은 데이터 사용량 증가에 걸린 기간이 1년 정도로 짧아졌다. LG유플러스 뿐만 아니라 SK텔레콤과 KT 역시 인당 데이터 사용량이 증가하고 있으며, 이러한 데이터 사용량 증가가 무선 ARPU에도 긍정적인 영향으로 나타나고 있다.

그림5 LG유플러스 분기별 인당 데이터 사용량 증가 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

밸류에이션 매력 부각에도 낮은 주가 반등 기대감

낮은 주가 수준에도 외국인 매도세는 지속

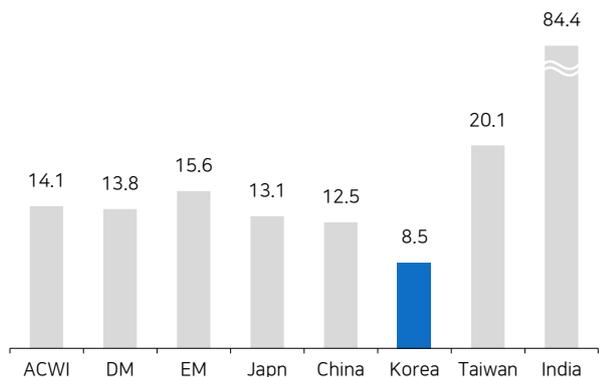
MSCI 지수 내 국내 통신업종 12개월 선행 PER은 8.5배로 다른 지역별 통신업종 PER 대비 현저히 낮은 수준이다. 매력적인 밸류에이션에도 불구하고 주가 반등에 대한 기대감이 낮은 이유는 국내 통신주에 대한 외국인 매도세가 지속되고 있기 때문이다.

주가 반등을 위해 필요한 외국인 자금 유입

국내 통신업종 주가지수의 확실한 반등을 위해서는 외국인 자금 유입이 동반되어야 한다. 최근 한달 동안 외국인들은 단 이들을 제외하고 SK텔레콤과 LG유플러스에 대한 순매도를 이어나가고 있다. 국내 통신산업 내에서 부각되고 있는 규제 리스크에 대한 다소 늦은 대응으로 풀이된다.

그림6 MSCI 지역별 통신주 밸류에이션 비교

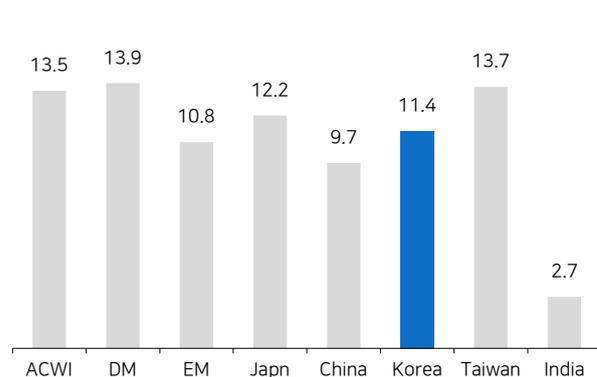
(단위: x)



주: ACWI(All Country World Index)은 전세계, DM은 선진국, EM은 신흥국
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

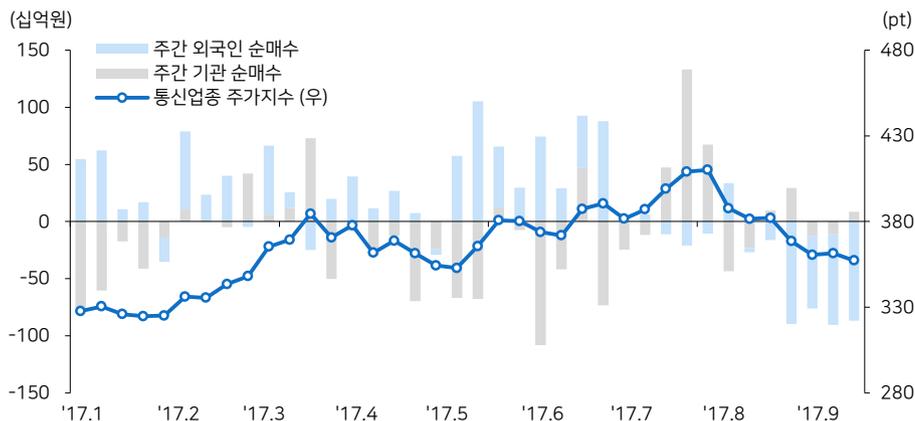
그림7 MSCI 지역별 통신주 ROE 비교

(단위: %)



주: ACWI(All Country World Index)은 전세계, DM은 선진국, EM은 신흥국
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 주간 외국인/기관 순매수와 통신업종 주가지수 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

하반기 투자전략

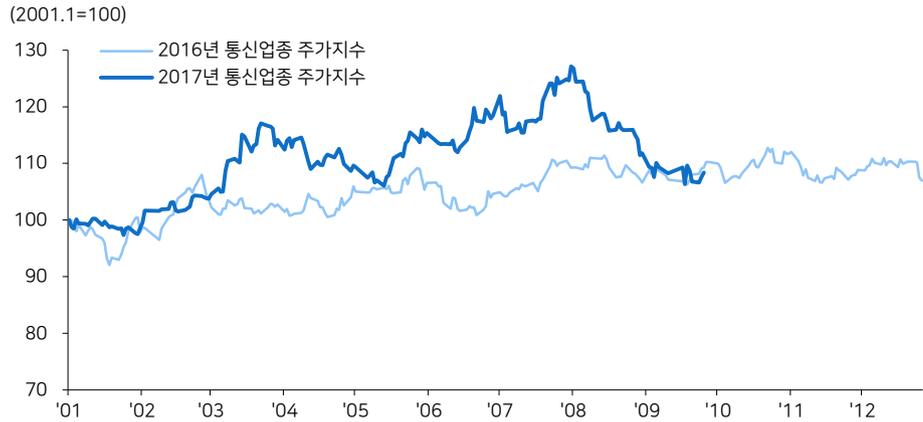
높은 변동폭과 잦은 변동주기를 나타내는 통신업종 주가지수

올해 통신업종 주가지수는 높은 변동폭과 잦은 변동주기를 나타냈다. 주가 변동의 이유를 월별로 풀어보면 4월 기본료 폐지 공약 발표(주가 하락), 7월 규제 완화 기대감 확대(주가 상승), 8월 정부의 통신비 인하 강경 대응(주가 하락), 9월 외국인 매도세 지속(주가 하락)등으로 요약할 수 있다.

통신 3사의 배당금 상향 검토로 11월 주가 반등 전망

연이은 주가 하락으로 통신업종에 대한 밸류에이션 매력에 부각되고 있으나, 3Q17 실적 기대감 하락과 언제 끝날지 모르는 외국인 매도 행렬로 인해 10월 국내 통신주 투자 매력도는 여전히 낮다. 다만, 이례적으로 올해 통신 3사 모두가 배당금 상향을 긍정적으로 검토하는 만큼 배당 시즌을 앞두고 11월 주가 상승에 대한 기대감은 높아질 전망이다.

그림9 높은 변동폭과 잦은 변동주기를 나타내는 2017년 통신업종 주가지수



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림10 통신업종 주가지수 변동 추이 및 전망



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

통신서비스 규제 이슈 점검

통신비 규제의 마지막 퍼즐,
보편 요금제

통신비 규제의 마지막 퍼즐, 보편 요금제!

9월 15일 선택약정할인율이 20%에서 25%로 상향됐고, 11월에는 사회취약계층에 대한 요금 감면이 시행될 예정이다. 이제 마지막 남은 정부의 통신비 인하 대책은 보편 요금제 하나다. 보편 요금제는 규제 자체가 불러올 효과만큼이나 도입 가능성에 대한 주장도 뜨겁게 논의되고 있다.

도입 여부의 불확실성으로
통신주 투자 심리 위축

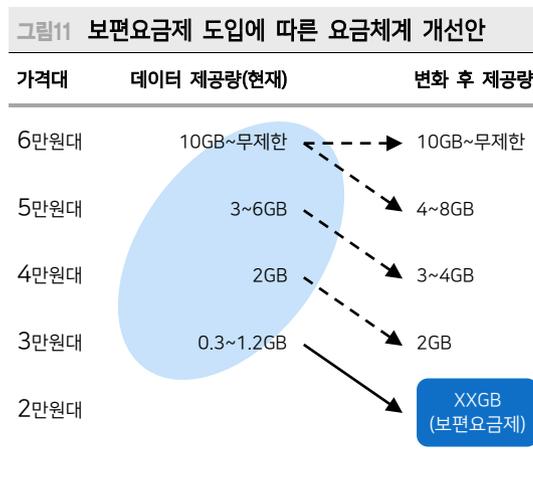
당사는 보편 요금제 도입 가능성을 낮게 보고 있다. 통신사들의 반발이 이전과 비교할 수 없을 정도로 심할 것이고, 법안 도입 과정에서 잡음이 끊이지 않으며 난항을 겪을 것이 분명해 보이기 때문이다. 다만, 지난 두 달간 선택약정할인율 상향 조정을 관철시키기 위해 정부가 보여준 강경한 태도와 그 과정에서 나타난 통신사들의 무기력함이 학습효과로 나타나 투자자들의 투자 심리를 위축시키고 있다.

낮은 보편 요금제 도입 가능성

이를 해소하기 위해서는 보편 요금제 도입을 위한 전기통신사업법 개정안 발의 과정에서 국회 상임위원회가 이를 얼마나 효과적으로 저지할 수 있는지가 확인되어야 한다. 이는 상임위원회에서 관련 법안 통과가 부결될 경우 가장 효과적으로 확인될 수 있으며, [표2]에 나타난 상임위원회 구성위원들의 성향에서 볼 수 있듯이 보편 요금제의 본회의 상정마저 쉽지 않을 전망이다.

구분	내용
갱신기간	미래부 장관이 2년 마다 요금제와 음성/문자/데이터량을 고시
신고절차	정부 요금기준 고시 후 시장지배적 사업자는 60일 이내에 요금신고
데이터 제공량 기준	무제한 요금제 제외한 평균 데이터 사용량의 50~70% 수준
요금수준	고가 요금제에 대비해 제공받는 가치의 격차가 크지 않도록 요금 수준을 결정
요금재량권	미래부 장관이 10% 범위에서 합산 또는 차감 가능
협의체 구성	미래부 장관은 전문가/소비자단체/이해관계자로 구성된 협의체 의견을 수렴해 요금 수준을 결정

자료: 국정기획자문위원회, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 국정기획자문위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

단말기 자급제 도입 가능성

단말기 자급제 논의 재부각

지난 18일 자유한국당 김성태 의원에 이어, 25일에는 더불어민주당 박홍근 의원이 단말기 자급제 도입을 위한 전기통신사업법 개정안을 발표했다. 단말기 자급제란 소비자가 인터넷이나 오프라인 마켓에서 스스로 단말기를 구입해 통신사를 선택하는 제도다. 단말기 자급제 도입 시 통신사들은 유통 채널에 지급하던 리베이트와 보조금을 절감할 수 있어 마케팅 비용의 일부 감소를 예상해볼 수 있다.

제도의 실효성과 무관하게 현실적인 제약이 많은 상황

다만, 단말기 자급제를 둘러싼 이해관계자들의 반대가 만만치 않다. ① 우선, 대리점과 판매점의 극심한 저항이 예상된다. 전국 약 2만 5천개의 유통점에서 일하는 인력 대부분이 영세 자영업자들이다. 이들 처후에 대한 확실한 대책 없이는 정부 입장에서 단말기 자급제 도입 추진은 부담스러울 수 밖에 없다. ② 통신사 내부 반발도 무시할 수 없다. 통신사 내 유통 관련 부서와의 이해관계를 고려해야 하며, 마케팅에서 유통이 차지하는 역할도 상당하기 때문이다. ③ 정부의 입장도 난처하긴 마찬가지다. 단말기 자급제가 도입될 경우 선택약정할인제도는 유명무실해진다. 지난 6개월 동안 통신사들과 통신비 인하 협상을 벌이면서 정부가 힘겹게 이끌어낸 성과가 바로 선택약정할인을 25% 도입이다. 단말기 자급제와 선택약정할인제도가 공존할 수 있는 방법 마련이 필수적이다.

본회의 상정 가능성 존재하나, 실제 법안 처리는 장기화 조짐

단말기 자급제 도입 여부를 놓고 국회와 이해관계자들의 불협화음은 지속되고 있다. [표2]에 나타난 것처럼 법안 처리를 주관하는 과방위 위원들 성향 상 단말기 자급제의 본회의 상정 가능성은 높다. 하지만 통신사와 제조사, 유통점, 그리고 정부에 이르기까지 시장 이해관계자 모두를 최대한 만족시킬 수 있는 결과를 도출하기까지는 다소 장기간이 소요될 전망이다.

그림12 단말기 자급제란?



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 단말기 자급제 이전과 이후 달라지는 점

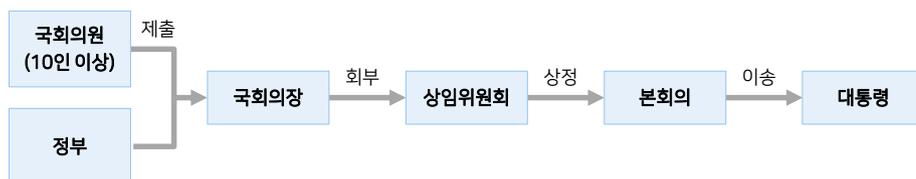


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

보편 요금제, 단말기 자급제
입법 과정

보편 요금제나 단말기 자급제가 도입되기 위해서는 [그림14]의 입법 과정을 거쳐야 한다. 우선 동료 국회의원 10인 이상의 동의를 구해 법안을 발의했다면, 법안은 상임위원회(과방위)에 회부되고, 상임위원회 의사결정은 재적위원 과반 출석에 출석위원 과반 찬성으로 결정된다. 이후 법률적으로 문제가 없다고 판단되면 국회 본회의에 상정되고, 본회의 역시 재적위원 과반 출석에 출석의원 과반 찬성으로 의결된다. 따라서 1차적으로 상임위원회를 구성하고 있는 소속 위원들의 성향 및 입장 파악이 가장 중요하다.

그림14 국회 입법(보편 요금제 혹은 단말기 자급제) 과정



자료: 법제처, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 국회 과학기술정보방송통신위원회(과방위) 구성위원 규제 입장 정리

정당	국회의원	보직	보편 요금제		단말기 자급제	
			입장	행적 or 발언	입장	행적 or 발언
더불어민주당	신경민	간사	찬성	연내 통신비 인하 추가 방안 마련해야	N/A	
	고용진	위원	N/A		찬성	통신사는 통신상품, 제조사는 단말기로 경쟁해야
	김성수	위원	찬성	보편 요금제 소송 움직임 우려 표출	찬성	단말기 자급제 도입 개정안 발의 예정
	김현미	위원	N/A		N/A	
	박홍근	위원	N/A		찬성	단말기 자급제 도입 개정안 발의 예정
	변재일	위원	N/A		찬성	인사청문회에서 단말기 자급제 시행 필요성 질의
	유승희	위원	N/A		찬성	단말기 독과점 구조가 가계통신비에 가장 큰 부담
	이상민	위원	N/A		N/A	
자유한국당	신상진	위원장	N/A		N/A	
	박대출	간사	N/A		N/A	
	강효상	위원	N/A		N/A	
	김성태	위원	반대	보편 요금제보단 단말기 자급제 도입 주장	찬성	9월 18일 단말기 자급제 법안 발의
	김재경	위원	N/A		찬성	인사청문회에서 단말기 자급제 시행 필요성 질의
	김정재	위원	N/A		N/A	
	민경욱	위원	N/A		N/A	
	송희경	위원	반대	통신비 대책 중 저소득층 정책만 찬성	N/A	
이은권	위원	N/A		N/A		
국민의당	김경진	간사	N/A		찬성	통신비 인하 정책보단 단말기 자급제 도입 주장
	신용현	위원	N/A		찬성	통신비 인하 정책보단 단말기 자급제 도입 주장
	오세정	위원	N/A		찬성	통신비 인하 정책보단 단말기 자급제 도입 주장
	최명길	위원	N/A		찬성	통신비 인하 정책보단 단말기 자급제 도입 주장
비교섭단체	추혜선	위원	찬성	보편요금제 출시 법안 대표발의	N/A	
	윤종오	위원	찬성	보편요금제 출시 법안 공동발의	찬성	인사청문회에서 자급제 도입 요구
	조원진	위원	N/A		N/A	
결과			찬성 4명 반대 2명 중립 18명		찬성 12명 반대 0명 중립 12명	

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

통신서비스 3Q17 Preview

KT(030200)

Buy, TP 38,000 원

3Q17 Preview : 규제에 강한 기초체력

시장 컨센서스 하회 전망

KT의 3Q17 매출액과 영업이익은 각각 5조 4,713억원(-1.1% YoY), 3,644억원(-9.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 5조 6,875억원, 영업이익 4,096억원)를 하회할 전망이다. 올해 초부터 적용된 회계 기준 변경 이슈로 전년 동기 대비 영업이익 베이스가 낮아졌고, 지난 2Q17 마스터 카드 지분 매각 등으로 인한 일회성 이익 효과마저 사라지며 전 분기 대비 부진한 실적이 예상된다. 또한, 7, 8월에 각각 갤럭시 FE와 15개월 이상 노후 단말기 재고 소진을 위한 대대적인 영업 활동에 돌입하면서 마케팅 비용도 소폭 증가할 전망이다.

자회사 이익 기여도 둔화

지난 2Q17 시장 예상치를 상회하는 실적의 밑바탕에는 마스터카드 지분 매각으로 유입된 일회성 이익 효과가 컸다. 하지만 3Q17에는 연결 자회사들의 실적 기여를 기대하기 힘들다. 오히려 KT와 스카이라이프의 방송발전기금 230억원 지출과, KT SAT 위성 발사에 따른 감가상각비 60억원 증가 등 일회성 비용이 추가되며 실적 기대감을 낮추는 상황이다. BC카드 역시 싸드(THAAD) 영향에 따른 중국인 관광객과 거래액이 회복되지 못하며 평년 수준의 이익 기여를 기대하기 힘들다.

규제 이슈 하에서 경쟁사 대비 낮은 손익 변화

KT는 통신 사업 내 유선 비중이 높고 부동산 등 연결 자회사 이익 기여도가 높은 만큼 통신비 인하 대책 시행에 따른 손익 변화가 적다. 선택약정할인을 상향과 사회취약계층 요금 감면 시행에 따른 영업이익 변동폭은 2019년 기준 -7.1% 수준으로 경쟁사 대비 낮은 편이다. 연말 배당 시즌을 앞두고 배당금 상향을 적극 검토하고 있는 점도 긍정적이다.

표3 KT 3Q17 Preview

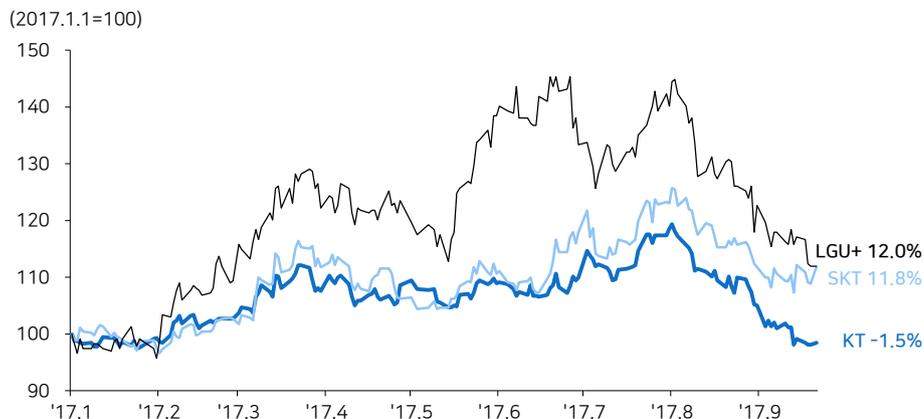
(십억원)	3Q17E	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,471.3	5,529.9	-1.1	5,842.5	-6.4	5,687.5	-3.8
무선수익	1,789.3	1,884.1	-5.0	1,781.4	0.4		
유선수익	1,215.3	1,255.0	-3.2	1,226.1	-0.9		
미디어/컨텐츠	585.1	494.6	18.3	561.4	4.2		
금융/렌탈	784.8	866.4	-9.4	914.7	-14.2		
기타서비스	616.6	539.8	14.2	585.5	5.3		
상품수익	480.1	489.9	-2.0	773.3	-37.9		
영업이익	364.4	401.6	-9.3	447.3	-18.5	409.6	-11.0
세전이익	265.2	310.8	-14.7	315.9	-16.1	311.5	-14.9
당기순이익	200.0	234.5	-14.7	258.1	-22.5	237.9	-15.9

자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

현 주가 수준에서 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적

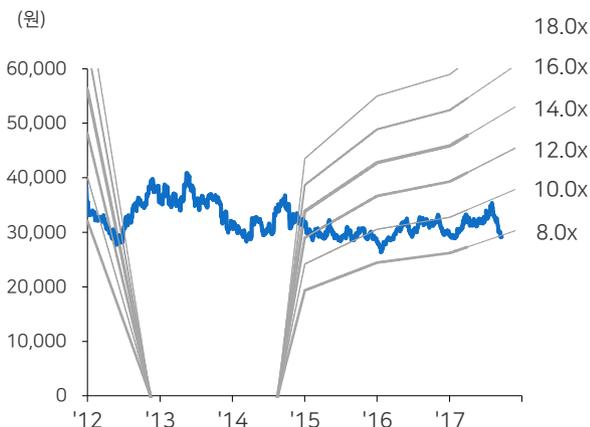
다소 부진한 실적 전망에도 불구하고 추가적인 주가 하락에 대한 우려는 크지 않다. 경쟁사들이 연초 대비 약 +12% 주가수익률을 기록하는 동안, KT는 -1.5%의 주가수익률을 기록했다. 현 주가 수준은 역사적 PER/PBR 밴드 하단에 머물러 있어 하방 경직성은 확보했다는 판단이다.

그림15 KT 연초 대비 주가수익률 -1.5%



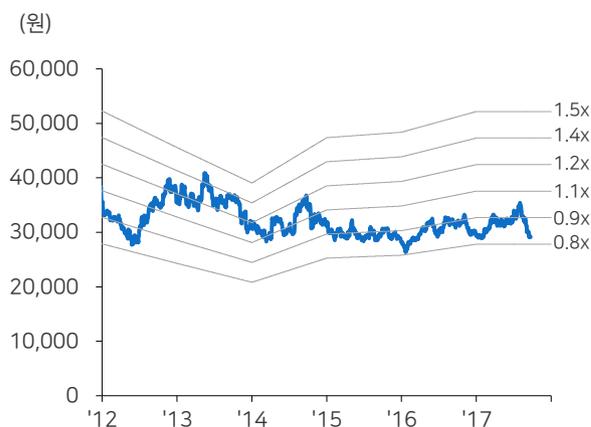
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 KT PER 밴드차트



자료: KT, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 KT PBR 밴드차트



자료: KT, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 KT 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
영업수익	5,515.0	5,677.6	5,529.9	6,021.1	5,611.7	5,842.5	5,471.3	5,813.4	22,743.7	22,738.8	22,666.2
% YoY	1.4%	5.3%	0.7%	1.0%	1.8%	2.9%	-1.1%	-3.4%	2.1%	0.0%	-0.3%
무선	1,851.0	1,880.1	1,884.1	1,803.1	1,793.9	1,781.4	1,789.3	1,798.3	7,418.3	7,162.9	7,236.0
무선서비스	1,650.4	1,672.8	1,675.4	1,659.8	1,632.8	1,643.8	1,645.5	1,656.6	6,658.4	6,578.6	6,670.9
접속	135.8	138.3	142.8	62.3	126.8	101.9	106.1	106.2	479.3	441.1	439.5
무선기타	64.8	68.9	66.0	81.0	34.2	35.7	37.7	35.5	233.4	120.3	125.6
유선	1,278.7	1,286.2	1,255.0	1,245.0	1,254.3	1,226.1	1,215.3	1,207.5	5,064.9	4,903.2	4,770.5
유선전화	532.7	526.5	505.1	484.6	489.8	461.4	452.7	444.4	2,048.9	1,848.3	1,699.3
초고속인터넷	475.3	479.8	484.4	490.4	496.2	501.1	506.6	511.6	1,929.9	2,015.4	2,088.0
전용통신	270.7	279.9	265.5	269.9	268.2	263.6	256.0	251.6	1,086.1	1,039.4	983.2
미디어/컨텐츠	442.3	470.9	494.6	513.7	519.7	561.4	585.1	592.8	1,921.6	2,259.0	2,492.2
미디어	381.6	411.1	425.0	419.6	424.3	457.1	477.2	483.5	1,637.2	1,857.8	2,009.1
컨텐츠	60.7	59.8	69.6	94.1	95.4	104.3	108.0	109.3	284.3	416.9	475.2
금융	822.6	857.6	866.4	881.1	847.0	914.7	784.8	808.3	3,427.8	3,354.8	3,091.0
기타	504.7	546.4	539.8	583.6	533.7	585.5	616.6	630.9	2,174.5	2,366.6	2,527.4
IT/솔루션	218.1	252.2	236.5	254.9	212.4	260.6	244.1	263.4	961.8	980.5	1,010.7
부동산	62.5	67.9	66.1	100.1	114.2	114.0	127.7	135.4	296.6	491.3	615.8
기타자회사	224.1	226.3	237.3	228.5	207.1	210.9	244.7	232.1	916.2	894.8	900.9
상품	615.7	636.4	489.9	994.6	663.1	773.3	480.1	775.8	2,736.6	2,692.4	2,549.1
영업비용	5,129.9	5,250.7	5,128.4	5,794.7	5,194.7	5,395.2	5,106.9	5,547.3	21,303.7	21,244.1	21,038.3
% YoY	0.9%	3.7%	-0.4%	1.8%	1.3%	2.8%	-0.4%	-4.3%	1.5%	-0.3%	-1.0%
인건비	853.7	856.5	852.1	915.3	869.8	872.1	869.4	921.0	3,477.6	3,532.3	3,560.0
사업경비	2,379.4	2,439.2	2,488.8	2,577.2	2,408.3	2,442.3	2,396.2	2,520.9	9,884.6	9,767.7	9,690.6
서비스구입비	596.1	613.3	639.6	576.1	627.3	661.6	584.1	590.1	2,425.0	2,463.2	2,339.3
판매관리비	506.8	526.6	479.1	566.5	462.2	575.6	496.9	523.5	2,079.0	2,058.2	2,025.7
상품구입비	794.0	815.1	668.7	1,159.7	827.0	843.5	760.4	991.8	3,437.5	3,422.7	3,422.6
영업이익	385.1	427.0	401.6	226.3	417.0	447.3	364.4	266.1	1,440.0	1,494.8	1,627.9
% YoY	9.6%	28.9%	17.0%	-15.3%	8.3%	4.8%	-9.3%	17.6%	11.4%	3.8%	8.9%
영업이익률	7.0%	7.5%	7.3%	3.8%	7.4%	7.7%	6.7%	4.6%	6.3%	6.6%	7.2%
법인세차감전순이익	318.1	326.5	310.8	171.6	318.0	315.9	265.2	220.3	1,127.0	1,120.9	1,322.5
법인세비용	103.0	71.2	76.3	78.7	93.6	57.8	65.2	54.2	329.2	270.9	319.6
당기순이익	215.1	255.2	234.5	93.0	224.3	258.1	200.0	166.1	797.8	850.0	1,002.9
당기순이익률	3.9%	4.5%	4.2%	1.5%	4.0%	4.4%	3.7%	2.9%	3.5%	3.7%	4.4%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	18,180	18,378	18,678	18,892	19,234	19,521	19,736	19,936	18,892	19,936	20,685
LTE 가입자수	13,209	13,612	13,921	14,262	14,608	14,869	15,194	15,497	14,262	15,497	16,589
LTE 침투율	72.7%	74.1%	74.5%	75.5%	75.9%	76.2%	77.0%	77.7%	75.5%	77.7%	80.2%

자료: KT, 메리트총금증권 리서치센터

SK 텔레콤(017670)

Trading Buy, TP 280,000 원

3Q17 Preview : 다소 아쉬운 실적에도 주요 지표는 회복

시장 컨센서스 하회 전망

SK텔레콤의 3Q17 매출액과 영업이익은 각각 4조 3,614억원(+2.8% YoY), 3,985억원(-6.1% YoY)으로 컨센서스(매출액 4조 3,462억원, 영업이익 4,306억원)를 하회할 전망이다. 3Q17에도 핸드셋 가입자 확보에 주력하며 무선 가입자 순증은 지속됐으나 7, 8월 번호이동시장(MNP) 경쟁이 과열되면서 마케팅 비용이 증가했다. 9월 선택약정할인 가입자 순증 효과에도 불구하고 3Q17 마케팅 비용은 7,861억원(+2.4% QoQ)을 기록할 전망이다.

자회사 실적 개선 지속

주요 연결 자회사 실적 개선은 3Q17에도 지속된다. SK브로드밴드는 초고속인터넷과 IPTV의 가입자 성장 및 ARPU 개선으로 매출액 7,742억원(+3.1% YoY), 영업이익 239억원(+2.1% YoY)을 기록할 전망이다. SK플래닛의 경우 3Q17 영업적자 689억원으로 상반기에 이어 하반기에도 적자폭 개선은 지속된다. SK플래닛은 상반기 시럽 애드(Syrup Add)와 광고 사업부를 매각하며 e커머스에 집중하는 사업 전략을 유지하고 있다. 선택과 집중에 따라 영업적자폭 개선이 지속되면서 2018년 말 손익분기점(BEP) 달성 가능성을 높이고 있다.

현 주가 기준 배당수익률 약 4%
특별배당 가능성도 부각

통신비 인하 규제가 부각되면서 실적 추정치 하향 및 외국인 매도세가 지속되고 있으나 현 주가 수준에서 추가적인 주가 하락은 제한적이라는 판단이다. 사상 최대 실적을 기록 중인 SK하이닉스의 주가 상승이 지속되면서 SK텔레콤 주주들의 주주환원에 대한 관심이 높아지고 있다. 아직 구체화된 사안은 아니나 SK하이닉스 실적 개선에 따른 잉여현금흐름 개선이 가시화될 경우 특별배당 형식의 배당금상향 가능성이 높다. 현 주가 기준 약 4%의 배당수익률에 특별배당을 실시할 경우 연말 배당 시점을 맞이해 배당주로서의 관심이 높아질 전망이다.

표5 SK텔레콤 3Q17 Preview

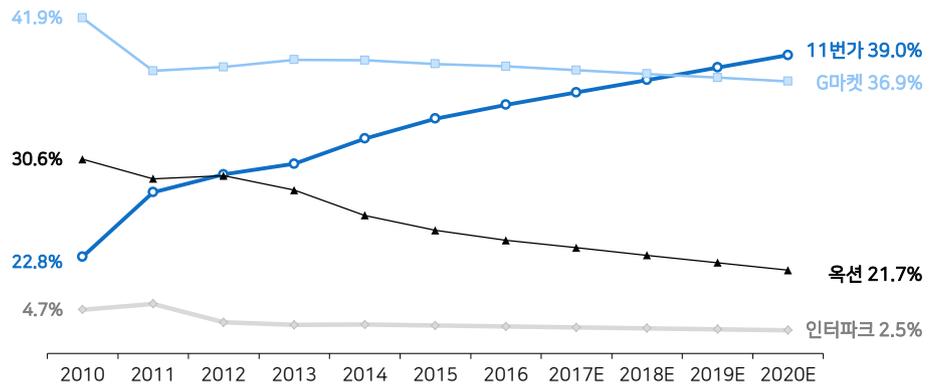
(십억원)	3Q17E	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	4,361.4	4,243.8	2.8	4,345.6	0.4	4,346.2	0.3
이동전화수익	2,739.3	2,696.1	1.6	2,721.2	0.7		
망접속정산수익	154.8	181.0	-14.5	144.7	6.9		
신규사업 및 기타	231.8	225.0	3.0	243.7	-4.9		
기타판매	1,235.6	1,141.7	8.2	1,236.0	0.0		
영업이익	398.5	424.3	-6.1	423.3	-5.8	430.6	-7.4
세전이익	913.2	431.2	111.8	748.5	22.0	793.6	15.1
당기순이익	707.7	322.1	119.7	620.5	14.1	630.1	12.3

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

11번가 기업가치 상승 기대

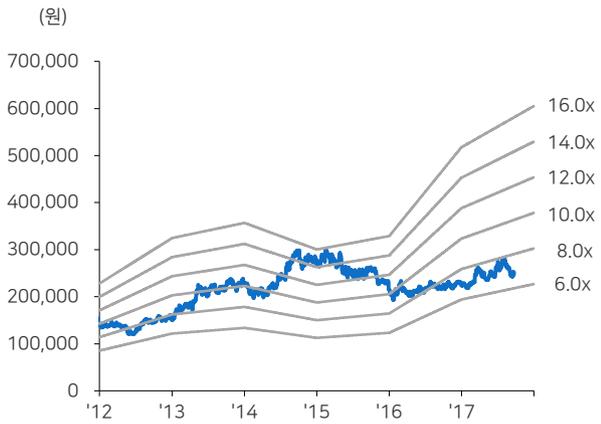
SK플래닛 11번가에 대한 자금 유치와 합작 회사 설립에 대한 가능성도 여전히 유효하다. 비록 싸드(THAAD) 이슈가 부각되며 작년부터 이어온 중국민성투자유한공사와의 투자유치 협상은 무산된 것으로 파악되나, 여전히 국내외 주요 PE들과의 논의는 진행 중이다. 롯데, 신세계 등 대형 유통업체들과 합작 회사 설립에 대한 논의도 긍정적인 관점에서 계속 진행 중이다. 연말에 가까워질수록 11번가 기업가치 상승에 대한 기대감 또한 같이 높아질 전망이다.

그림18 오픈마켓 거래액 추이 및 전망



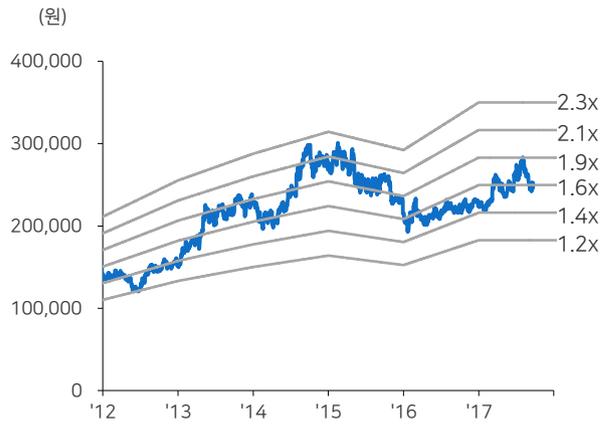
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림19 SK텔레콤 PER 밴드차트



자료: SK텔레콤, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림20 SK텔레콤 PBR 밴드차트



자료: SK텔레콤, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표6 SK텔레콤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
영업수익	4,228.5	4,267.3	4,243.8	4,352.3	4,234.4	4,345.6	4,361.4	4,403.0	17,091.8	17,344.3	17,508.1
% YoY	-0.3%	0.3%	-0.4%	-0.6%	0.1%	1.8%	2.8%	1.2%	-0.3%	1.5%	0.9%
이동전화수익	2,705.4	2,701.4	2,696.1	2,708.0	2,686.0	2,721.2	2,739.3	2,724.3	10,810.9	10,870.7	10,805.8
망접속정산수익	189.8	182.0	181.0	103.1	172.7	144.7	154.8	148.5	655.9	620.6	602.9
신규사업 및 기타	203.0	208.0	225.0	247.0	229.3	243.7	231.8	254.9	883.0	959.7	977.4
기타판매	1,130.3	1,175.9	1,141.7	1,294.2	1,146.4	1,236.0	1,235.6	1,275.3	4,742.0	4,893.3	5,122.0
영업비용	3,826.3	3,859.9	3,819.5	4,050.3	3,823.9	3,922.3	3,962.9	4,031.6	15,556.1	15,740.6	15,826.0
% YoY	-0.3%	0.4%	1.3%	1.8%	-0.1%	1.6%	3.8%	-0.5%	0.8%	1.2%	0.5%
종업원급여	476.9	465.7	448.8	478.4	462.8	465.1	471.0	485.2	1,869.8	1,884.1	1,900.3
지급/판매수수료	1,323.4	1,327.0	1,314.6	1,411.7	1,363.3	1,367.3	1,419.7	1,400.8	5,376.7	5,551.1	5,613.5
광고선전비	87.5	108.1	103.9	139.0	85.4	123.4	102.2	128.3	438.5	439.4	435.3
감가상각비	748.9	752.2	764.3	802.3	792.7	805.8	784.4	793.3	3,067.7	3,176.2	3,195.3
망접속정산비용	263.9	255.5	264.5	170.5	221.1	213.0	186.5	174.0	954.3	794.6	750.9
전용회선료	54.2	59.4	44.8	49.3	48.8	49.9	48.9	50.2	207.7	197.8	199.2
전파사용료	47.9	49.5	46.7	42.7	39.0	33.5	41.1	39.8	186.7	153.4	155.5
상품매출원가	426.6	451.6	417.4	542.8	402.2	445.4	489.2	530.4	1,838.4	1,867.2	1,895.6
기타영업비용	397.1	390.9	414.6	413.8	408.5	418.9	419.8	429.7	1,616.4	1,676.9	1,680.3
영업이익	402.1	407.3	424.3	301.9	410.5	423.3	398.5	371.4	1,535.7	1,603.7	1,682.1
% YoY	-0.1%	-1.3%	-13.5%	-24.9%	2.1%	3.9%	-6.1%	23.0%	-10.1%	4.4%	4.9%
영업이익률 (%)	9.5%	9.5%	10.0%	6.9%	9.7%	9.7%	9.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%
법인세차감전순이익	736.1	364.7	431.2	564.7	724.2	748.5	913.2	906.4	2,096.8	3,292.3	3,943.1
법인세비용	163.8	73.7	109.1	90.0	140.7	128.0	205.5	203.9	436.7	678.1	887.2
당기순이익	572.3	291.0	322.1	474.7	583.5	620.5	707.7	702.5	1,660.1	2,614.2	3,055.9
당기순이익률 (%)	13.5%	6.8%	7.6%	10.9%	13.8%	14.3%	16.2%	16.0%	9.7%	15.1%	17.5%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	28,921	29,150	29,451	29,595	29,833	29,993	30,173	30,414	29,595	30,414	31,399
LTE 가입자수	19,526	20,028	20,545	21,078	21,650	22,071	22,623	23,143	21,078	23,143	24,977
LTE 침투율 (%)	67.5%	68.7%	69.8%	71.2%	72.6%	73.6%	75.0%	76.1%	71.2%	76.1%	79.5%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

LG 유플러스(032640)

Trading Buy, TP 16,000 원

3Q17 Preview : 여전히 견고한 무선 경쟁력

시장 컨센서스 부합 전망

LG유플러스의 3Q17 매출액과 영업이익은 각각 2조 9,188억원(+6.6% YoY), 2,043원(-3.4% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 9,612억원, 영업이익 2,145억원)에 부합할 전망이다. 무선 가입자 순증과 데이터 사용량 증가로 기인한 무선서비스 매출 성장은 3Q17에도 지속된다. 7, 8월 번호이동시장 경쟁 과열로 가입자 순증 규모가 증가하면서 마케팅 비용은 전년 동기 대비 +7.5% 증가한 5,232억원 기록할 전망이다.

무선 경쟁력 지속되며 모바일 가입자 연간 목표 초과 달성 전망

통신비 인하 규제 도입이 3Q17 실적에 미치는 영향은 없으며 영업도 기존방식대로 진행되고 있다. 연초부터 누적된 신규 모바일 가입자수는 50만명을 돌파하며 올해 연간 목표인 45만명을 이미 초과 달성했다. 통신비 인하 규제 시행에 따른 하반기 무선 경쟁력 둔화 우려가 존재하나, 높아진 요금 할인폭으로 신규 가입자 중 무제한 요금제를 선택하는 가입 비중이 60%를 초과하며 규제 효과를 상쇄시킬 전망이다.

배당 성향 유지로 DPS 하락 가능성 낮음

외국인들이 LG유플러스를 선호하는 이유 중 하나는 무선 경쟁력 강화 → 이익 개선 → 주주환원으로 이어지는 선순환 구조 때문이다. 당장 9월 선택약정할인을 상향, 11월 사회취약계층 요금 감면 시행에 따라 내년 이익 성장에 대한 우려가 높아지고 있으나, 주당배당금(DPS) 유지에 대한 의지가 강해 배당금 감소에 따른 우려는 낮은 상황이다.

표7 LG유플러스 3Q17 Preview

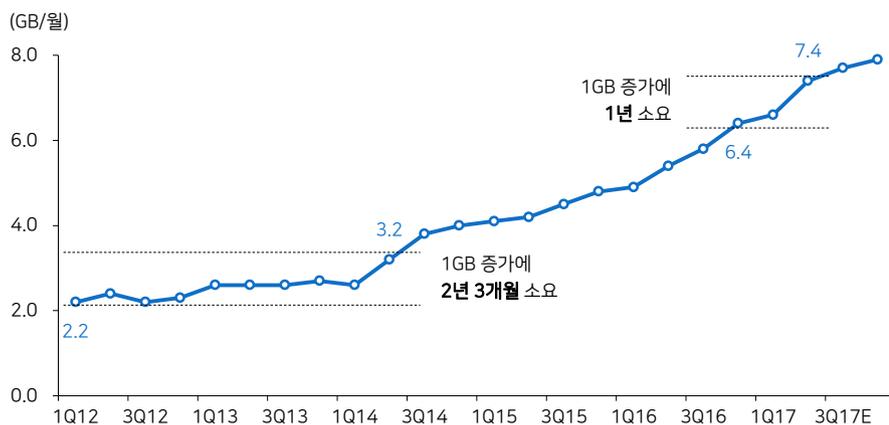
(십억원)	3Q17E	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,918.8	2,737.0	6.6	3,009.7	-3.0	2,961.2	-1.4
무선수익	1,402.8	1,357.6	3.3	1,401.6	0.1		
유선수익	440.8	400.9	9.9	430.0	2.5		
단말수익	566.4	477.9	18.5	676.1	-16.2		
임대수익	5.7	5.4	6.9	6.1	-6.2		
영업이익	204.3	211.4	-3.4	208.0	-1.8	214.5	-4.8
세전이익	179.8	174.8	2.9	175.6	2.4	187.0	-3.8
당기순이익	138.3	133.9	3.2	136.2	1.5	144.1	-4.0

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

데이터 사용량 증가 추세 지속

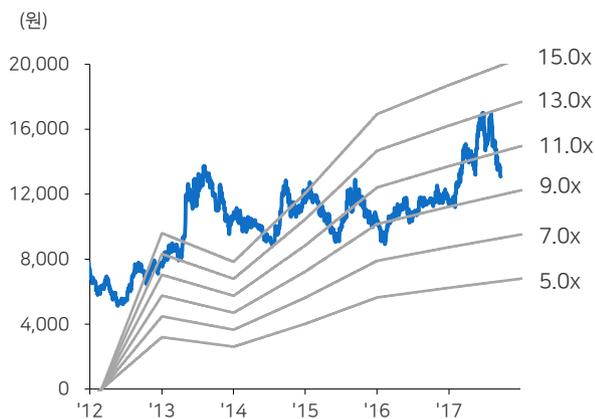
LG유플러스는 지난 2Q17 실적 컨퍼런스콜에서 LTE 가입자 기준 인당 데이터 사용량이 7.4GB에 달한다고 발표했다. LTE 가입자 비중이 높은 만큼 인당 데이터 사용량이 경쟁사들을 압도하고 있다. 특히 고무적인 부분은 과거에는 데이터 사용량 1GB 증가에 2년 3개월이란 시간이 소요됐으나, 최근에는 같은 데이터 사용량 증가에 걸린 기간이 1년 정도로 짧아졌다는 사실이다. 데이터 사용량 증가에 따른 업셀링(Upselling) 효과가 기대되는 이유다.

그림21 LG유플러스 분기별 인당 데이터 사용량 증가 추이



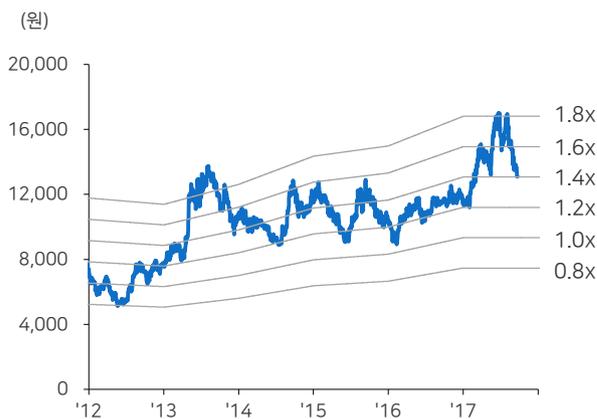
자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 LG유플러스 PER 밴드차트



자료: LG유플러스, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 LG유플러스 PBR 밴드차트



자료: LG유플러스, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 LG유플러스 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
영업수익	2,712.8	2,879.1	2,737.0	3,122.1	2,882.0	3,009.7	2,918.8	3,008.0	11,451.0	11,818.5	11,954.7
% YoY	6.1%	8.2%	0.7%	9.1%	6.2%	4.5%	6.6%	-3.7%	6.1%	3.2%	1.2%
무선수익	1,320.6	1,357.8	1,357.6	1,395.9	1,366.0	1,401.6	1,402.8	1,424.3	5,431.9	5,594.7	5,593.9
유선수익	382.4	384.0	400.9	417.4	421.3	430.0	440.8	449.3	1,584.7	1,741.3	1,876.2
단말수익	537.8	638.8	477.9	769.0	590.9	676.1	566.4	627.3	2,423.5	2,460.7	2,482.3
임대수익	4.9	5.3	5.4	4.6	6.8	6.1	5.7	5.8	20.1	24.5	23.9
영업비용	2,542.2	2,699.0	2,525.7	2,937.7	2,679.1	2,801.7	2,714.5	2,804.7	10,704.6	11,000.0	11,097.8
% YoY	5.9%	9.3%	-0.7%	6.9%	5.4%	3.8%	7.5%	-4.5%	5.3%	2.8%	0.9%
인건비	227.9	220.6	227.5	263.0	245.7	257.2	252.8	265.1	939.1	1,020.9	1,038.0
감가상각비	359.4	361.6	361.5	391.2	358.3	364.8	370.3	382.3	1,473.7	1,475.7	1,472.9
지급수수료	330.1	332.4	335.9	353.5	331.4	330.3	339.9	348.5	1,351.8	1,350.1	1,386.8
판매수수료	344.6	402.3	381.4	360.6	398.1	456.7	390.6	370.7	1,488.8	1,616.1	1,478.4
상품구입비	614.6	675.1	501.9	811.4	639.7	690.0	616.5	680.1	2,603.1	2,626.4	2,794.1
영업이익	170.6	180.1	211.4	184.4	202.9	208.0	204.3	203.3	746.5	818.4	856.9
% YoY	10.2%	-6.3%	22.8%	63.0%	18.9%	15.5%	-3.4%	10.3%	18.1%	9.6%	4.7%
영업이익률	6.3%	6.3%	7.7%	5.9%	7.0%	6.9%	7.0%	6.8%	6.5%	6.9%	7.2%
법인세차감전순이익	144.0	168.4	174.8	155.4	171.2	175.6	179.8	178.9	642.6	705.5	769.3
법인세비용	34.0	37.7	40.8	37.4	38.7	39.4	41.5	41.2	149.8	160.6	175.7
당기순이익	110.1	130.8	133.9	118.0	132.5	136.2	138.3	137.7	492.8	544.8	593.6
당기순이익률	4.1%	4.5%	4.9%	3.8%	4.6%	4.5%	4.7%	4.6%	4.3%	4.6%	5.0%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자	12,104	12,260	12,361	12,490	12,647	12,831	12,961	13,078	12,490	13,078	13,493
LTE 가입자	10,190	10,474	10,709	10,970	11,263	11,556	11,787	11,999	10,970	11,999	12,698
LTE 침투율	84.2%	85.4%	86.6%	87.8%	89.1%	90.1%	90.9%	91.8%	87.8%	91.8%	94.1%

자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

KT (030200)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	22,281.2	22,743.7	22,738.8	22,666.2	22,826.0
매출액증가율 (%)	-0.1	2.1	-0.0	-0.3	0.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22,281.2	22,743.7	22,738.8	22,666.2	22,826.0
판매관리비	20,988.3	21,303.7	21,244.1	21,038.3	21,144.0
영업이익	1,292.9	1,440.0	1,494.8	1,627.9	1,682.0
영업이익률	5.8	6.3	6.6	7.2	7.4
금융손익	-372.5	-219.0	-191.8	-123.5	-98.1
중속/관계기업손익	6.1	2.6	-1.7	-2.6	-1.5
기타영업외손익	-207.2	-96.6	-180.4	-179.3	-179.4
세전계속사업이익	719.5	1,127.0	1,120.9	1,322.5	1,403.0
법인세비용	229.2	329.2	270.9	319.6	339.1
당기순이익	631.3	797.8	850.0	1,002.9	1,063.9
지배주주지분 순이익	553.0	711.1	757.6	893.8	948.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	4,230.0	4,770.8	3,568.6	3,955.1	3,889.2
당기순이익(손실)	631.3	797.8	850.0	1,002.9	1,063.9
유형자산상각비	3,030.8	2,821.8	3,030.0	3,001.7	2,966.0
무형자산상각비	609.2	599.7	581.8	452.1	347.7
운전자본의 증감	-634.7	-126.0	-893.2	-501.6	-488.4
투자활동 현금흐름	-2,401.9	-3,485.0	-3,688.1	-3,108.2	-3,330.0
유형자산의증가(CAPEX)	-3,115.7	-2,764.4	-3,150.0	-3,200.0	-3,400.0
투자자산의감소(증가)	115.2	-20.5	-44.7	3.2	-7.0
재무활동 현금흐름	-1,164.0	-943.3	169.1	-786.3	-585.6
차입금의 증감	-41,462.1	-5,282.6	3,650.9	-5,902.1	-3,895.5
자본의 증가	2.9	-2.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	670.8	340.9	49.6	60.7	-26.4
기초현금	1,888.7	2,559.5	2,900.3	2,949.9	3,010.6
기말현금	2,559.5	2,900.3	2,949.9	3,010.6	2,984.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,583.2	9,643.3	9,691.5	9,730.7	9,751.6
현금및현금성자산	2,559.5	2,900.3	2,949.9	3,010.6	2,984.2
매출채권	3,006.6	2,685.7	2,685.1	2,676.5	2,695.4
재고자산	525.4	378.0	377.9	376.7	379.4
비유동자산	20,758.0	20,944.4	21,020.8	20,677.4	20,688.7
유형자산	14,478.9	14,312.1	14,432.1	14,630.4	15,064.4
무형자산	2,599.8	3,022.8	2,934.6	2,396.1	1,966.3
투자자산	928.4	948.8	993.5	990.3	997.3
자산총계	29,341.2	30,587.7	30,712.3	30,408.1	30,440.3
유동부채	8,639.9	9,466.2	9,496.5	8,580.2	7,904.3
매입채무	1,290.4	1,236.0	1,235.7	1,231.8	1,240.4
단기차입금	174.8	153.1	133.1	113.1	93.1
유동성장기부채	1,551.3	1,666.9	2,280.0	1,900.0	1,700.0
비유동부채	8,535.8	8,326.8	7,767.1	7,572.4	7,412.8
사채	6,362.6	5,715.9	5,495.9	5,325.9	5,175.9
장기차입금	546.2	584.9	576.9	556.9	536.9
부채총계	17,175.7	17,793.0	17,263.6	16,152.6	15,317.0
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,443.1	1,440.9	1,440.9	1,440.9	1,440.9
기타포괄이익누계액	13.9	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금	9,059.3	9,656.5	10,218.0	10,915.8	11,667.9
비지배주주지분	1,320.4	1,352.8	1,445.3	1,554.3	1,670.0
자본총계	12,165.5	12,794.8	13,448.7	14,255.5	15,123.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	85,332	87,103	87,085	86,807	87,418
EPS(지배주주)	2,418	3,056	3,255	3,841	4,075
CFPS	19,968	20,407	18,906	19,048	18,745
EBITDAPS	18,892	18,618	19,557	19,462	19,132
BPS	31,578	32,243	34,732	39,466	43,993
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	8.5	8.0
PCR	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDA	4,933.0	4,861.5	5,106.7	5,081.7	4,995.6
EV/EBITDA	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	6.4	6.5	7.2	7.3
EBITDA 이익률	22.1	21.4	22.5	22.4	21.9
부채비율	141.2	139.1	128.4	113.3	101.3
금융비용부담률	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4
이자보상배율(x)	3.4	4.3	4.5	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

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,136.7	17,091.8	17,344.3	17,508.1	17,789.2
매출액증가율 (%)	-0.2	-0.3	1.5	0.9	1.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,136.7	17,091.8	17,344.3	17,508.1	17,789.2
판매관리비	15,428.7	15,556.1	15,740.6	15,826.0	16,022.5
영업이익	1,708.0	1,535.7	1,603.7	1,682.1	1,766.7
영업이익률	10.0	9.0	9.2	9.6	9.9
금융손익	-246.2	248.2	-258.7	-202.6	-191.6
중속/관계기업손익	786.1	544.5	2,116.7	2,616.3	3,067.7
기타영업외손익	-212.6	-232.3	-169.4	-152.8	-125.3
세전계속사업이익	2,035.4	2,096.1	3,292.3	3,943.1	4,517.4
법인세비용	519.5	436.0	678.1	887.2	1,016.4
당기순이익	1,515.9	1,660.1	2,614.2	3,055.9	3,501.0
지배주주지분 손이익	1,518.6	1,676.0	2,654.8	3,103.3	3,555.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	3,778.1	4,243.2	5,700.5	6,089.7	6,612.4
당기순이익(손실)	1,515.9	1,660.1	2,614.2	3,055.9	3,501.0
유형자산상각비	2,993.5	3,068.6	3,176.2	3,195.3	3,248.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-685.7	13.8	-138.3	-190.9	-175.6
투자활동 현금흐름	-2,880.5	-2,462.2	-4,347.2	-4,519.0	-4,763.4
유형자산의증가(CAPEX)	-2,478.8	-2,490.5	-3,028.2	-3,179.6	-3,306.8
투자자산의감소(증가)	-962.2	-171.0	-1,349.2	-1,321.2	-1,424.9
재무활동 현금흐름	-964.6	-1,044.8	-1,238.1	-858.6	-846.6
차입금의 증감	6,529.9	253.5	-5,139.6	-1,351.7	-1,235.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.5	736.3	115.3	712.2	1,002.3
기초현금	834.4	768.9	1,505.2	1,620.5	2,332.7
기말현금	768.9	1,505.2	1,620.5	2,332.7	3,335.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,160.2	5,996.6	6,369.2	7,349.5	8,660.0
현금및현금성자산	768.9	1,505.2	1,620.5	2,332.7	3,335.0
매출채권	2,344.9	2,240.9	2,465.0	2,711.5	2,982.7
재고자산	273.6	259.9	263.7	266.2	270.5
비유동자산	23,421.2	25,301.0	26,432.2	27,737.7	29,220.6
유형자산	10,371.3	10,374.2	10,226.2	10,210.5	10,268.5
무형자산	4,213.4	5,708.8	5,638.8	5,638.8	5,638.8
투자자산	8,343.0	8,514.0	9,863.2	11,184.4	12,609.3
자산총계	28,581.4	31,297.7	32,801.4	35,087.2	37,880.6
유동부채	5,256.5	6,444.1	6,097.4	6,091.8	6,126.1
매입채무	279.8	402.5	408.4	412.3	418.9
단기차입금	260.0	2.6	2.6	2.6	2.6
유동성장기부채	823.3	1,190.2	766.0	710.0	658.0
비유동부채	7,950.8	8,737.1	8,679.5	8,621.1	8,585.3
사채	6,439.2	6,338.9	6,263.9	6,193.9	6,128.9
장기차입금	121.6	139.7	123.7	113.7	105.7
부채총계	13,207.3	15,181.2	14,776.9	14,712.9	14,711.4
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
기타포괄이익누계액	9.3	-226.2	-226.2	-226.2	-226.2
이익잉여금	15,007.6	15,953.2	17,901.8	20,299.1	23,148.3
비지배주주지분	123.0	145.0	104.4	57.0	2.6
자본총계	15,374.1	16,116.4	18,024.5	20,374.3	23,169.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	212,231	211,675	214,802	216,830	220,311
EPS(지배주주)	18,774	20,560	32,375	37,846	43,358
CFPS	59,025	58,203	83,003	90,740	98,273
EBITDAPS	58,226	57,022	59,197	60,405	62,114
BPS	136,697	127,098	152,098	181,787	217,073
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	7.7	6.6	5.7
PCR	3.7	3.8	3.0	2.8	2.6
PSR	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
PBR	1.6	1.8	1.7	1.4	1.2
EBITDA	4,701.5	4,604.3	4,779.9	4,877.4	5,015.5
EV/EBITDA	5.0	5.2	5.3	5.0	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	10.7	15.7	16.2	16.4
EBITDA 이익률	27.4	26.9	27.6	27.9	28.2
부채비율	85.9	94.2	82.0	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	66.3	66.1	66.3

LG 유플러스 (032640)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,795.2	11,451.1	11,818.5	11,954.7	12,066.2
매출액증가율 (%)	-1.9	6.1	3.2	1.2	0.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10,795.2	11,451.1	11,818.5	11,954.7	12,066.2
판매관리비	10,162.9	10,704.6	11,000.1	11,097.8	11,241.0
영업이익	632.3	746.5	818.4	856.9	825.2
영업이익률	5.9	6.5	6.9	7.2	6.8
금융손익	-183.4	-119.9	-90.4	-73.0	-57.0
중속/관계기업손익	-1.3	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	18.3	15.5	-22.6	-14.5	-15.7
세전계속사업이익	465.9	642.6	705.5	769.3	752.5
법인세비용	114.7	149.8	160.7	175.8	172.1
당기순이익	351.2	492.7	544.8	593.6	580.4
지배주주지분 순이익	351.5	492.8	544.8	593.6	580.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,792.9	2,224.8	2,403.5	2,473.6	2,478.2
당기순이익(손실)	351.2	492.7	544.8	593.6	580.4
유형자산상각비	1,434.1	1,473.8	1,721.6	1,722.1	1,728.6
무형자산상각비	174.8	179.8	246.0	249.2	250.3
운전자본의 증감	-360.8	-101.4	-108.9	-91.3	-81.1
투자활동 현금흐름	-1,510.7	-1,492.4	-1,923.4	-1,951.3	-2,001.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,375.4	-1,283.6	-1,720.0	-1,750.0	-1,800.0
투자자산의감소(증가)	37.8	6.0	-1.6	-0.6	-0.5
재무활동 현금흐름	-406.1	-707.3	-233.4	-164.1	-102.2
차입금의 증감	-3,408.9	-5,960.2	-805.8	-112.6	506.7
자본의 증가	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-123.8	25.1	246.7	358.3	375.0
기초현금	415.9	292.2	317.3	564.0	922.3
기말현금	292.2	317.3	564.0	922.3	1,297.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,599.2	2,619.6	3,001.1	3,454.9	3,913.6
현금및현금성자산	292.2	317.3	564.0	922.3	1,297.3
매출채권	1,514.4	1,567.0	1,605.4	1,623.9	1,639.1
재고자산	364.8	261.6	268.0	271.1	273.7
비유동자산	9,351.8	9,369.6	9,323.5	9,302.8	9,324.3
유형자산	7,223.9	6,949.6	6,948.0	6,975.9	7,047.3
무형자산	966.6	1,192.2	1,146.2	1,097.0	1,046.7
투자자산	53.8	48.4	50.0	50.5	51.0
자산총계	11,951.0	11,989.1	12,324.7	12,757.6	13,237.9
유동부채	3,354.2	3,574.4	3,606.1	3,707.7	3,889.9
매입채무	309.8	298.4	305.7	305.7	305.7
단기차입금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
유동성장기부채	928.8	1,038.1	1,066.9	1,172.9	1,359.6
비유동부채	4,148.4	3,588.4	3,500.3	3,390.9	3,261.4
사채	2,393.9	2,164.9	2,146.0	2,128.2	2,111.7
장기차입금	1,237.4	761.2	670.7	571.2	451.8
부채총계	7,502.6	7,162.8	7,106.3	7,098.5	7,151.2
자본금	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
자본잉여금	837.1	836.9	836.9	836.9	836.9
기타포괄이익누계액	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	1,035.8	1,414.1	1,806.1	2,246.9	2,674.6
비지배주주지분	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1
자본총계	4,448.4	4,826.3	5,218.3	5,659.1	6,086.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	24,725	26,227	27,069	27,381	27,636
EPS(지배주주)	804	1,129	1,248	1,360	1,329
CFPS	5,464	5,830	6,310	6,394	6,292
EBITDAPS	5,133	5,497	6,381	6,478	6,422
BPS	7,974	8,323	9,326	10,449	11,543
DPS	250	350	350	350	350
배당수익률(%)	2.4	3.1	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	10.1	10.5	9.6	9.9
PCR	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1
PSR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1
EBITDA	2,241.3	2,400.0	2,786.0	2,828.2	2,804.1
EV/EBITDA	3.9	3.6	3.2	3.0	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.1	10.6	10.8	10.9	9.9
EBITDA 이익률	20.8	21.0	23.6	23.7	23.2
부채비율	168.7	148.4	136.2	125.4	117.5
금융비용부담률	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1
이자보상배율(x)	3.4	5.2	6.2	6.6	6.3
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	7.5	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 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 26일 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 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이 나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

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

KT (030200) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		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				-17.1	-18.9	
2017.07.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-17.1	-24.9	
2017.09.06	산업분석	Buy	38,000	정지수	-22.1	-23.4	
2017.09.26	산업브리프	Buy	38,000	정지수	-	-	

SK 텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	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	-11.4	-13.6	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-	-	

LG 유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	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	-10.2	-22.4	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-15.7	-18.1	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-	-	