

2018년 산업 전망
통신서비스
기다림의 미학

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
KT (030200)	Buy	38,000원

관심 종목

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

2018년 산업 전망
통신서비스
Neutral

기다림의 미학



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

Contents

Summary	6	
Part I	2017년 통신업종 Review 및 2018년 투자전략	7
Part II	2018년 통신서비스 전망_ (1) Fundamental Check	13
Part III	2018년 통신서비스 전망_ (2) Issue Analysis	19
기업분석	KT(030200) 흔들림 없이 편안한 주식	34
	SK텔레콤(017670) 2018년 주요 자회사 실적 개선 지속	36
	LG유플러스(032640) 박수 받아 마땅한 무선 사업부 성장	38

Summary

I

2017년 통신업종 Review 및 2018년 투자전략

- 2017년 국내 통신업종 주가지수 시장 성장을 하회. 정부의 통신비 규제 강도에 따라 주가 변동성 확대
- 2018년 업황은 상반기보다 하반기가 더욱 긍정적이며, 주가는 이를 선반영해 1Q18부터 의미 있는 반등 전망
 - 상반기: 2월 가계통신비 정책협의회 종료, 4월 변경된 회계 기준 반영으로 규제와 실적의 방향성이 결정
 - 하반기: 6월 유료방송 합산규제 일몰, 5G SA(Standalone) 표준 완성 등 주가 상승 모멘텀 발생

II

2018년 통신서비스 전망_ (1) Fundamental Check

- 무선: 데이터 사용량 증가와 통신비 인하 규제의 힘겨루기 지속. 통신사들의 요금제 출시 경쟁 과열 예상
- 유선: 초고속인터넷은 기가인터넷 가입 비중 확대에 따라 외형 성장 및 수익성 개선 지속
- 유선: IPTV 영업이익률은 2018년 +3.4% → 2019년 7.0% 수준까지 점진적으로 상승해 유선 부문 Cash Cow 역할 담당
- 배당: 2017년 배당은 다소 아쉬웠으나, 2018년 스튜어드십 코드와 회계 변경 도입으로 전반적인 배당성향 상향 전망

III

2018년 통신서비스 전망_ (2) Issue Analysis

- 남아 있는 규제 도입을 위한 '가계통신비 정책협의회' 출범. 가장 우려스러운 보편요금제는 현실적으로 도입 가능성에 낮은 상황
- 미국 연방통신위원회(FCC), 12월 14일 망 중립성 무력화 방안 표결 예정이며, 통과 가능성 매우 높음
⇒ 국내 통신사들은 인터넷 상호접속료 논쟁 점화로 협상력 강화, 제로레이팅(Zero-rating) 적용 서비스에 대한 정당성 확보
- 2018년 하반기 5G 주파수 경매 시행 예정, LTE 시절 과도한 초기 설비투자 집행은 어려우며 CAPEX는 점진적으로 상승
- 2018년부터 도입되는 IFRS 15 영향은 구체적인 숫자 확인이 어렵고, 기본적인 방향성을 확인하는 단계

Part I

2018년 산업 전망

통신서비스

2017년 통신업종 Review 및 2018년 투자전략

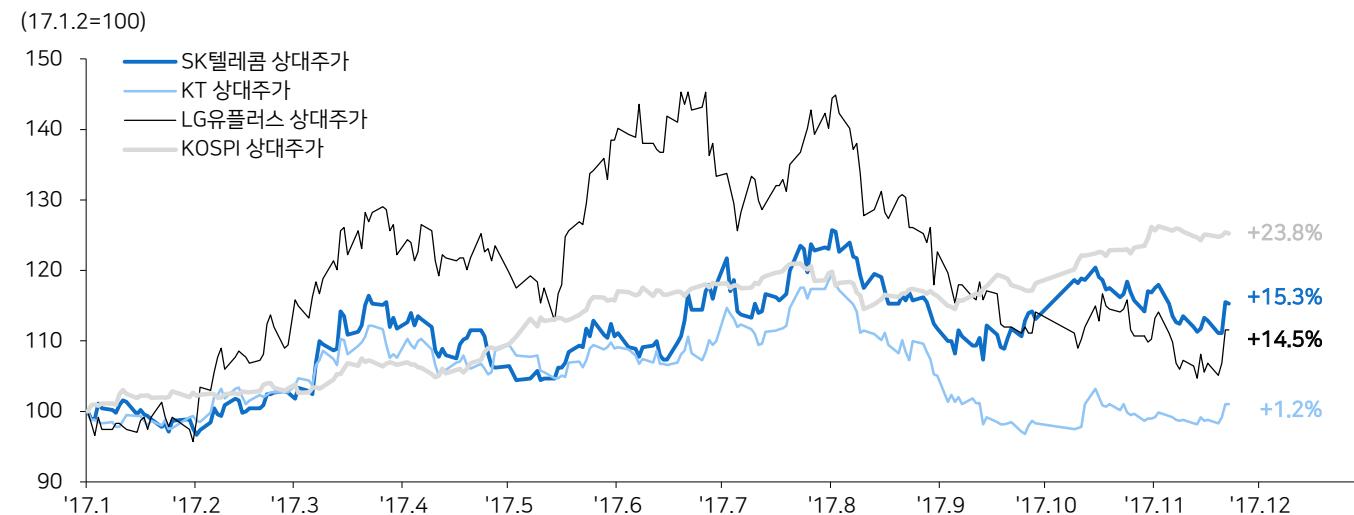
2017년 통신업종 Review_ 시장 수익률 하회

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

2017년 국내 통신 3사 KOSPI 수익률 하회

- 2017년 KOSPI는 사상 최고치를 경신하며 연초 대비 +23.8% 수익률 기록
- 2017년 국내 통신업종 주가지수는 실적 부진과 규제 영향으로 시장 성장 하회
- 통신 3사 연초 대비 주가 수익률: SK텔레콤 +15.3%, KT +1.2%, LG유플러스 +14.5%

2017년 국내 통신 3사 주가지수는 KOSPI 성장 하회



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 통신업종 Review_ 규제가 지배한 2017년

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

규제에 웃고 운 국내 통신업종

- 2017년 국내 통신업종은 정부의 통신비 규제와 이에 대한 시장의 해석에 따라 주가의 방향성이 결정
- 2월 글로벌 Peer 대비 낮은 밸류에이션 매력이 부각됐으나, 4월 기본료 폐지 공약 발표 후 하락
- 5월 규제 완화 기대감 확대되며 주가 상승했으나, 8월 정부의 통신비 인하 강경 대응으로 하락세

2017년 국내 통신업종 주가지수: 규제 강도에 따라 주가 방향성이 결정



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

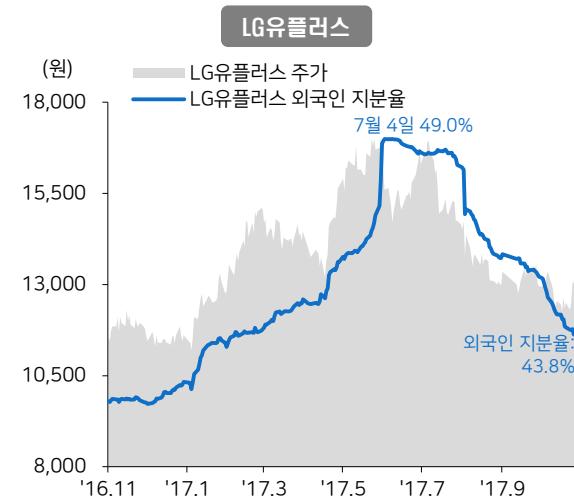
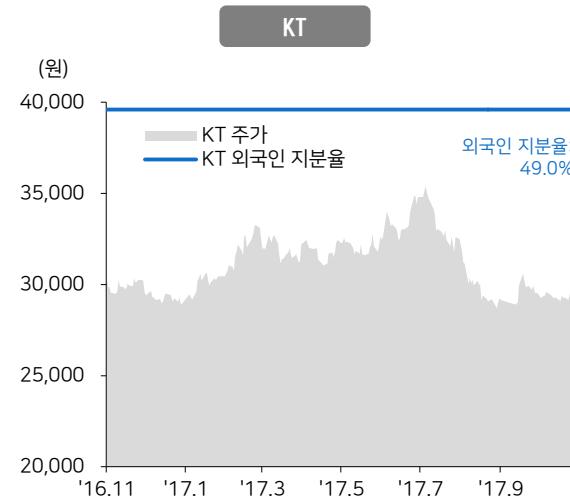
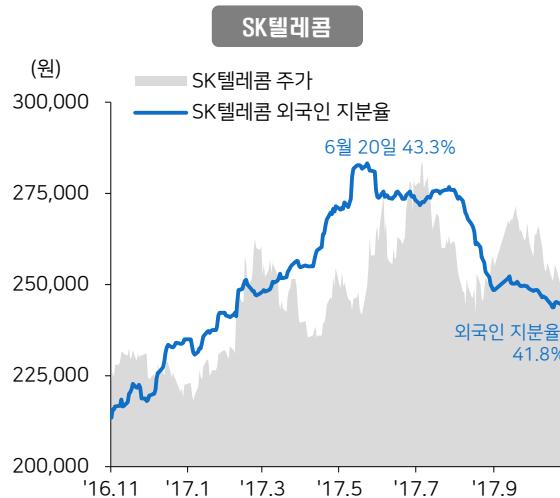
2017년 통신업종 Review_ 외국인 지분율 변동폭 확대

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

8월 이후 국내 통신업종에 대한 외국인 투자심리 약세 지속

- 연초부터 실적 개선, 밸류에이션 매력 등의 이유로 국내 통신업종에 대한 외국인 순매수 지속
- 외국인들은 기본료 폐지 공약이 발표된 4월 이후에도 국내 통신주 매수를 지속했으나, 정부의 통신비 인하에 대한 강경한 의지를 확인한 8월 이후부터 투자심리 약세 뚜렷
- SK텔레콤 외국인 지분율은 6월 20일 43.3%를 고점으로 줄곧 하락해 11월 24일 41.8% 기록
LG유플러스 외국인 지분율은 7월 4일 49.0%를 고점으로 줄곧 하락해 11월 24일 43.8% 기록

주가 및 외국인 지분율



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 투자전략_ 업황은 상저하고, 주가는?

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

상반기 - 불확실성 해소 확인

하반기 - 본격적인 주가 상승

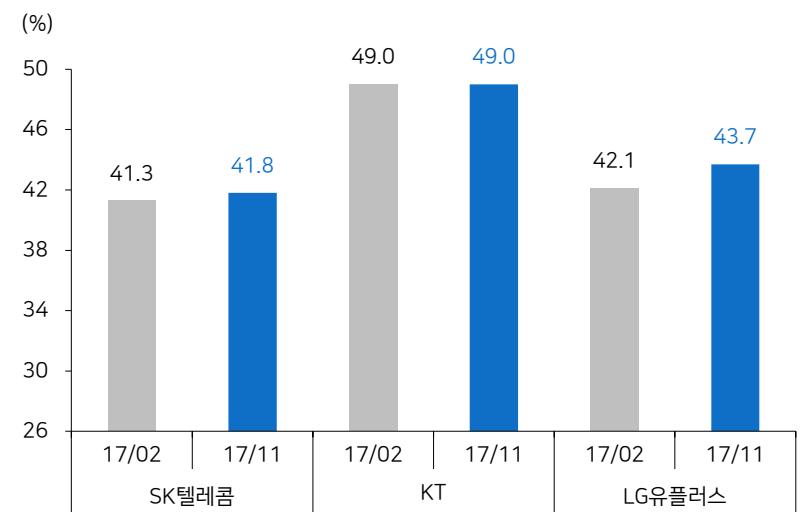
- 업황은 상반기보다 하반기가 더욱 긍정적이며, 주가는 이를 선반영해 1Q18부터 의미 있는 반등 전망
- 상반기는 불확실성 해소를 확인하는 시점, 하반기부터 본격적인 주가 상승 전망
 - 상반기: 2월 가계통신비 정책협의회 종료, 4월 변경된 회계 기준 반영으로 규제와 실적의 방향성 결정
 - 하반기: 6월 유료방송 합산규제 일몰, 5G SA(Standalone) 표준 완성 등 주가 상승 모멘텀 발생
- 국내 통신 3사 외국인 지분율은 올해 초 한국 통신주 랠리를 시작했던 2월 수준으로 회귀
⇒ 통신비 규제 이슈가 재부각되더라도 외국인 순매도와 추가적인 주가 하락은 제한적

2018년 국내 통신업종 이벤트 캘린더

1 JANUARY <ul style="list-style-type: none">■ IFRS 15 도입■ 미국 망 중립성 표결■ 5G NSA(Non Standalone) 표준 제정	2 FEBRUARY <ul style="list-style-type: none">■ 평창 동계올림픽 개막■ 가계통신비 정책협의회 종료 및 의견접수	3 MARCH <ul style="list-style-type: none">■ 평창 동계올림픽 폐막■ 케이블 등등결합 상품 출시 (예상)	4 APRIL <ul style="list-style-type: none">■ 1Q18 실적 발표 (IFRS 15 최초 적용)
5 MAY <ul style="list-style-type: none">■ N/A	6 JUNE <ul style="list-style-type: none">■ 5G SA(Standalone) 표준 제정■ 유료방송 합산규제 일몰■ 지방선거	7 JULY <ul style="list-style-type: none">■ 5G 투자 본격화	8 AUGUST <ul style="list-style-type: none">■ N/A
9 SEPTEMBER <ul style="list-style-type: none">■ 5G 주파수 경매 (예상)	10 OCTOBER <ul style="list-style-type: none">■ 지상파 재전송료 협상	11 NOVEMBER <ul style="list-style-type: none">■ N/A	12 DECEMBER <ul style="list-style-type: none">■ N/A

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

통신 3사 외국인 지분율: 국내 통신주에 대한 외국인 순매도 진정 예상



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

Part II

2018년 산업 전망

통신서비스

2018년 통신서비스 전망_ (1) Fundamental Check

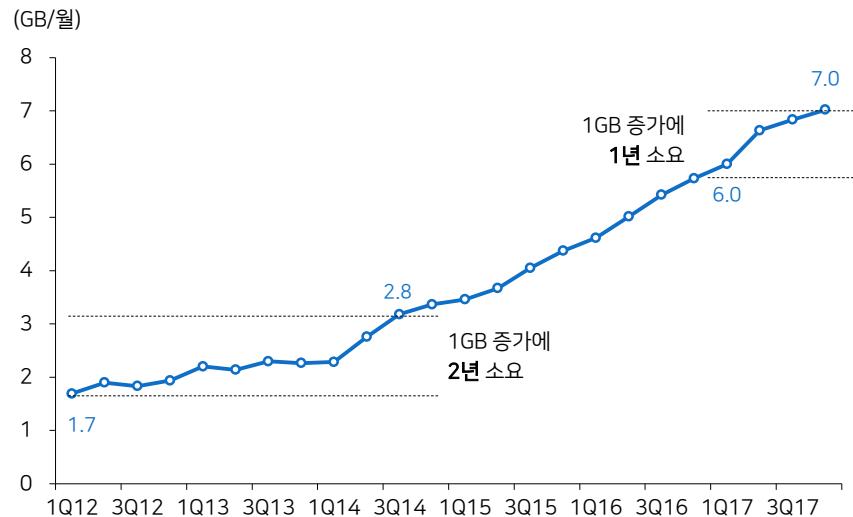
무선_데이터 사용량 증가와 통신비 인하의 힘겨루기

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

데이터 사용량 증가와 통신비 인하의 팽팽한 힘겨루기

- 데이터 사용량 증가에 따른 업셀링(Up-selling)과 통신비 인하 규제의 힘겨루기가 지속될 전망
- 데이터 사용량은 과거 1GB 증가에 2년이 소요된 반면, 최근에는 1년으로 단축
- 통신사들은 데이터 사용량을 앞세운 새로운 요금제 출시로 정부의 통신비 인하 규제에 대응
예) 11월 초 LG유플러스가 출시한 '데이터 2배 무약정 요금제'
- 지난 20일 자유한국당 이은권 의원, '요금 인가제 폐지' 내용을 담은 전기통신사업법 개정안 발의
⇒ 법안 통과 시 통신사들의 요금제 출시 경쟁에 불을 지필 전망

통신 3사 평균 인당 데이터 사용량 추이 [GB/월]



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠종금증권 리서치센터

LG유플러스 데이터 2배 무약정 요금제 출시

프로그램 대상 요금제	월 제공데이터	월정액	신청 및 변경
· 무약정 데이터 일반 +400MB	700MB	32,890원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 1.3 +1.5GB	2.8GB	39,490원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 2.3 +2.6GB	4.9GB	46,090원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 3.6 +4GB	7.6GB	51,590원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 6.6 +6.6GB	13.2GB	55,990원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 스페셜 A +11GB	22GB + 일 2GB + 이후 최대 3Mbps 속도 제어	65,890원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 스페셜 B +16GB	32GB + 일 2GB + 이후 최대 3Mbps 속도 제어	74,800원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 스페셜 C 프로모션 +25GB	55GB + 일 3GB + 이후 최대 3Mbps 속도 제어	88,000원	신청 및 변경
· 무약정 데이터 스페셜 D +30GB	70GB + 일 4GB + 이후 최대 3Mbps 속도 제어	110,000원	신청 및 변경

자료: LG유플러스, 메리츠종금증권 리서치센터

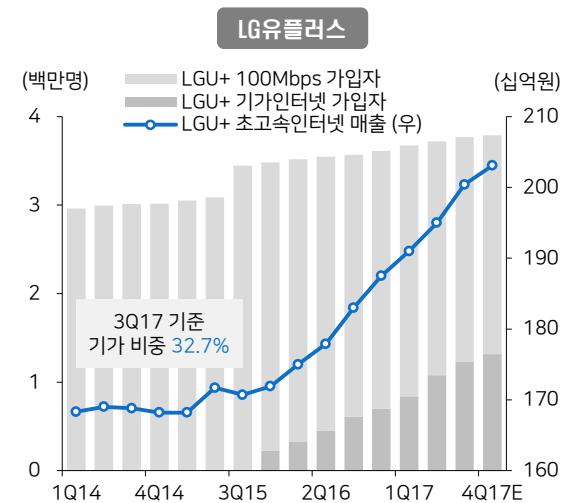
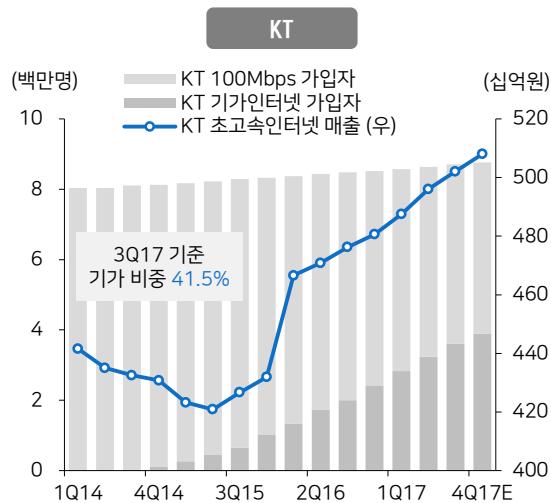
유선_기가인터넷 비중 확대로 성장세 지속

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

기가인터넷 비중 확대로 초고속인터넷 외형 성장 지속

- 초고속인터넷 사업부는 모멘텀 부재로 2014년까지 매출이 지속적으로 감소했으나, 기가인터넷 가입자 비중이 확대됨에 따라 전체 사업부 매출이 가파르게 상승
- 3Q17 기준 기가인터넷 가입자 비중: SK텔레콤 24.5%, KT 41.5%, LG유플러스 32.7%
⇒ 전체 가입자 대비 기가인터넷 비중 30% 내외로 추가적인 업사이드 충분한 상황
⇒ P와 Q에 모두 긍정적인 기가인터넷 확대로 2018년 초고속인터넷 매출 성장세 지속 전망

초고속인터넷 매출과 가입 비중



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

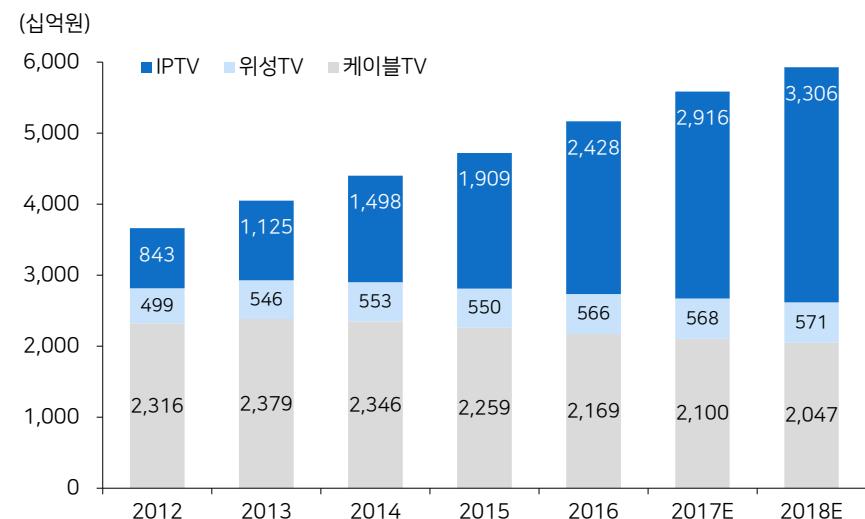
유선_IPTV는 유선 사업의 Cash Cow

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

IPTV 본격적인 이익 기여 전망

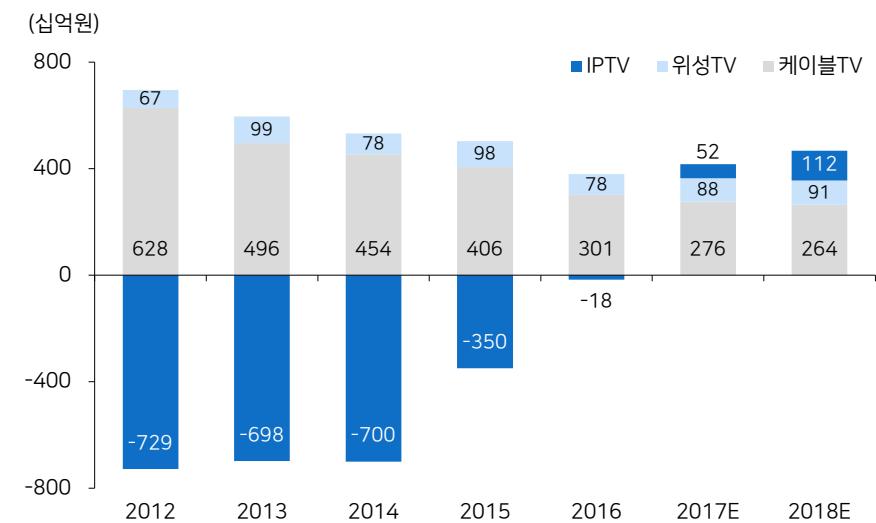
- 2018년 VOD 성장과 홈쇼핑송출수수료 증가로 IPTV 매출액 3조 3,064억원(+13.4% YoY) 전망
- 2018년 IPTV 영업이익은 시장 안정화에 따른 비용 축소로 1,124억원(+114.2% YoY, +3.4% OPm) 전망
⇒ 2017년 유료방송 시장 경쟁 완화로 사업을 시작한 2008년 이후 첫 흑자전환
- ⇒ 2019년 IPTV 수익성은 무선 사업부 영업이익률인 6~8% 수준까지 개선될 전망

2018년 IPTV 매출액 전년 대비 +13.4% 성장 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 IPTV 본격적인 이익 기여 전망



주: IPTV 영업이익은 2012~2014년 방송통신위원회, 2015~2018년은 당사 추정치

자료: 과학기술정보통신부, 메리츠종금증권 리서치센터

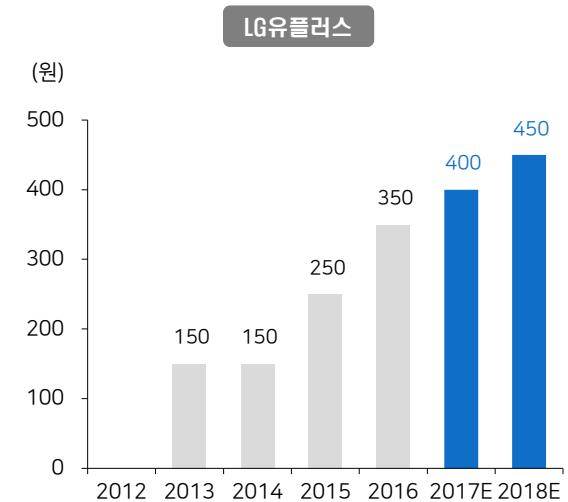
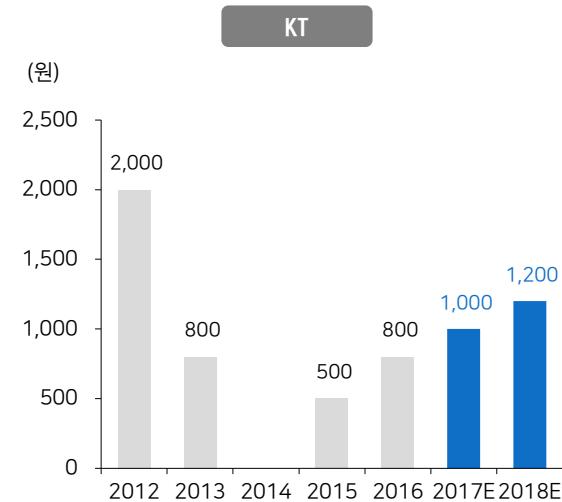
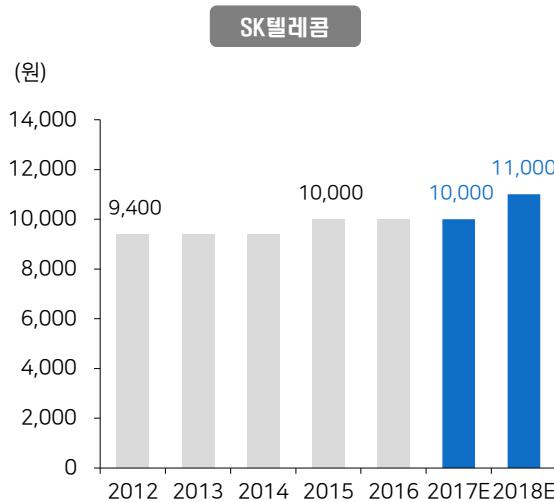
배당_2018년 높아지는 배당 압력

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

2018년 배당성향 상향 전망

- 2017년 주당배당금(DPS) SK텔레콤 10,000원, KT 1,000원, LG유플러스 400원 예상
⇒ 2017년 국내 통신 3사의 배당 수익률은 전반적으로 아쉬운 수준
- 2018년 스튜어드십 코드 도입과 회계 변경으로 전반적인 배당성향 상향 전망

DPS 추이 및 전망



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

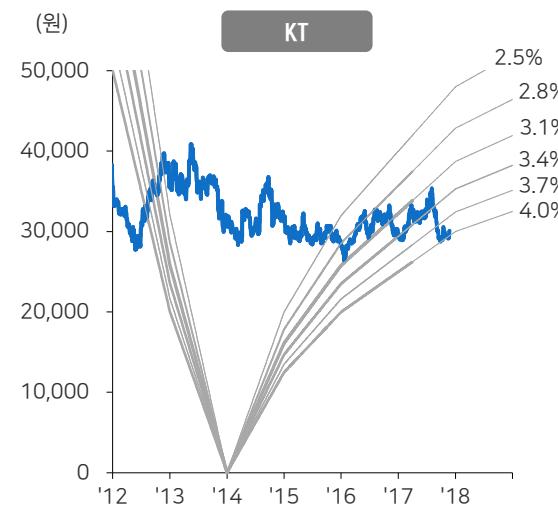
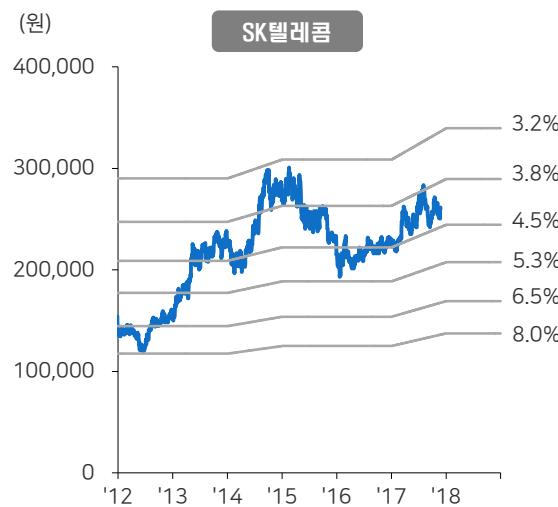
배당_ 배당수익률 관점에서 추가적인 주가 하락 제한적

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

통신 3사 모두 현재 수준에서 추가적인 주가 하락 제한적

- SK텔레콤은 2015년 DPS를 10,000원으로 상향 후 배당수익률 4% 중반 유지, 현재 주가 기준 시가배당률 3.8%로 저점 대비 14.8% 상승 여력
- KT는 2015년 배당 재개 이후 DPS 꾸준히 증가 중이나, 주가는 이를 반영 못하며 시가배당률 지속 상승
- LG유플러스는 배당수익률 3.5~3.6% 수준에서 의미 있는 반등이 나타나고 있으며, 배당금 상향 고려 시 현재 주가 기준 시가배당률 2.6%에서 추가적인 주가 하락폭 낮음

배당차트



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

Part III
2018년 산업 전망
통신서비스

2018년 통신서비스 전망_ (2) Issue Analysis

2018년 국내 통신업종 주요 이슈

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

실적보다 규제나 회계 이슈가 주가에 더 큰 영향

- 2018년 국내 통신업종 주요 키워드는 '규제', '망 중립성', '5G', 'IFRS 15' 등
- 오는 12월은 국내 통신업종을 둘러싼 주요 이슈들의 방향을 엿볼 수 있는 시기
 - 1) 12월 한달 간 규제개혁위원회가 최소 두 차례 이상의 미팅을 가질 예정
 - 2) 12월 14일 미국 FCC 망 중립성 무력화 표결 예정

2018년 국내 통신업종 주요 키워드

결합서비스 Up-selling
규제개혁위원회 기가인터넷
Net Neutrality 제로 레이팅 배당
회계 기준 변경 통신비 인하 케이블TV
M&A 5G 통신업종 IFRS15 ARPU
Ajit Pai 망 중립성 규제 FCC IPTV
상호 접속료 주파수 경매 유영민 GIGA
유료방송 가계통신비 정책협의회
선택약정할인 4차 산업혁명

12월 14일 미국 FCC '망 중립성' 폐지 수순



자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

규제_통신비 인하 효과 비교

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

현실적인 통신비 절감 규모 최대 1.0조원 추정

- 정부는 6/22 통신비 인하 대책을 통해 연간 3.0~4.6조원의 통신비 절감이 가능하다는 입장
- 선택약정할인율 상향과 사회취약계층 요금 감면 시행 시 현실적인 통신비 절감 규모 최대 1.0조원 추정
- 보편 요금제 시행 가정 시 통신비 절감 효과는 2.0~2.4조원으로 확대되나, 현실적인 도입 가능성 낮음

정부의 통신비 절감 대책 효과 분석

대책	국정기획위 추정	Meritz 추정
1 신규 가입자에 한해 선택약정할인율 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 4,180억원
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, 메리츠종금증권 리서치센터

규제_선택약정할인율 상향 효과

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

선택약정할인율 상향에 따른 이익 감소는 '19년부터 본격화

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

선택약정할인율 20% → 25% 상향 효과 분석

(천명, 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	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	49,576	50,039	50,494	50,934	51,370	51,791	52,174	52,547	52,883	53,208	50,039	51,791	53,208	54,179	54,806	
선택약정 가입자수	13,112	14,620	16,281	18,396	20,373	22,349	24,183	26,018	27,656	29,293	30,930	32,565	18,396	26,018	32,565	38,114	43,699	
선택약정 가입비중 (%)	21.2	23.4	25.9	29.0	31.8	34.6	37.2	39.7	41.9	44.0	46.2	48.3	29.0	39.7	48.3	55.5	63.0	
신규 가입자수					3,000	2,800	2,800	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	1,625	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	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
요금 할인 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	
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	
실적 변동폭																		
통신 3사 합산 무선 매출액	6,018.6	6,048.9	6,114.6	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	983.8	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, 메리츠종금증권 리서치센터

규제_ 사회취약계층 요금감면 효과

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

사회취약계층 요금 감면 효과 최대 4,180억원 추정

- 정부 추산 사회취약계층 329만명에 대한 요금 감면 시행 시 최대 4,180억원 절감 효과 발생
- 다만, 신청자에 한해 요금 감면이 시행됨에 따라 중장기에 걸쳐 수익성 감소 전망

사회취약계층 요금 감면 효과 분석

(천명, 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	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)					329	658	987	1,316	1,579	1,842	2,106	2,369		1,316	2,369	3,126	3,290
요금 감면 신청률 (%)					10.0	20.0	30.0	40.0	48.0	56.0	64.0	72.0		40.0	72.0	95.0	95.0
규제 효과 분석																	
매출액 감소 효과					-10.9	-21.7	-32.6	-43.4	-52.1	-60.8	-69.5	-78.2		-108.6	-260.6	-378.9	-418.0
요금 감면 신청자수 (누적)					494	823	1,152	1,481	1,744	2,007	2,270	2,533		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
영업이익 감소 효과					-10.9	-21.7	-32.6	-43.4	-52.1	-60.8	-69.5	-78.2		-108.6	-260.6	-378.9	-418.0
매출액 감소 효과					-10.9	-21.7	-32.6	-43.4	-52.1	-60.8	-69.5	-78.2		-108.6	-260.6	-378.9	-418.0
실적 변동폭																	
통신 3사 합산 무선 매출액	6,018.6	6,048.9	6,114.6	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	24,279.9	24,563.8	24,898.6	25,096.5	25,190.3
통신 3사 합산 영업이익	1,030.3	1,078.6	983.8	800.1	1,106.8	1,107.8	1,121.9	825.7	1,192.6	1,138.6	1,202.9	871.4	3,892.8	4,162.1	4,405.5	4,595.3	4,976.7
무선 매출액 변동폭					-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	-1.2%		-0.4%	-1.0%	-1.5%	-1.7%
영업이익 변동폭					-1.0%	-2.0%	-2.9%	-5.3%	-4.4%	-5.3%	-5.8%	-9.0%		-2.6%	-5.9%	-8.2%	-8.4%

주: 사회취약계층 요금 감면에 따른 비용 절감 효과는 없다고 가정

자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠종금증권 리서치센터

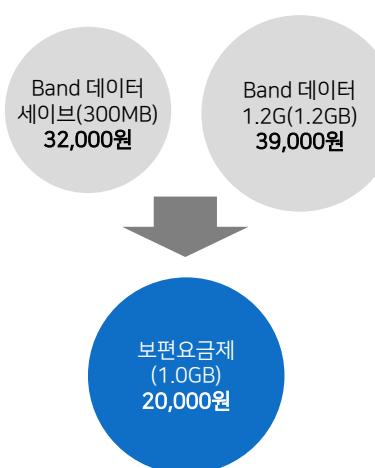
규제_보편요금제 도입 효과

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

보편요금제 도입으로 1조~1.4조원 감소 효과 전망

- 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
- 보편요금제 도입은 시장에 미치는 파장이나 복잡한 입법 절차 감안 시 장기간 논쟁이 이어질 전망

32/39요금제 데이터 제공량



보편요금제 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	
보편요금제 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, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 32요금제는 전체 가입자의 8%, 39요금제는 전체 가입자의 7%로 가정

자료: 각 사, 미래창조과학부, 메리츠종금증권 리서치센터

규제_정부 통신비 인하 효과 시나리오 분석

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

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
	기준 무선 매출액	24,279.9	24,563.8	24,898.6	25,096.5	25,190.3
	기준 영업이익	3,892.8	4,162.1	4,405.5	4,595.3	4,976.7
통신비 인하 대책 효과	I. 선택약정할인율 상향					
	1) 매출액 감소 효과	-15.8	-206.9	-411.7	-588.3	-753.9
	요금할인 적용 대상자수	2,100	9,660	16,160	21,680	27,200
	할인금액 (원)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
	2) 영업이익 감소 효과	62.6	75.0	-107.2	-268.1	-433.7
	마케팅 비용 절감 효과	78.3	281.9	304.5	320.2	320.2
	II. 사회취약계층 요금 감면					
	1) 매출액 감소 효과		-108.6	-260.6	-378.9	-418.0
	요금 감면 신청자수 (누적)		1,481	2,533	3,290	3,290
	요금 감면액 (원)		11,000	11,000	11,000	11,000
	2) 영업이익 감소 효과		-108.6	-260.6	-378.9	-418.0
통신비 인하 대책 반영 시	조정 무선 매출액	24,264.1	24,248.4	24,226.3	24,129.3	24,018.4
	조정 영업이익	3,955.4	4,128.5	4,037.8	3,948.3	4,125.0
	무선 매출액 변동폭	-0.1%	-1.3%	-2.7%	-3.9%	-4.7%
	영업이익 변동폭	1.6%	-0.8%	-8.3%	-14.1%	-17.1%

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

규제_ 남아 있는 통신비 인하 정책 방향성

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

이제 남아 있는 정부의 통신비 인하 규제는 단 두 가지

- 통신비 인하를 위한 '가계통신비 정책협의회' 출범. 단말기 자급제 → 보편요금제 순으로 논의 시작 협의회를 통한 정책 합의는 쉽지 않으며, 규제에 대한 최종 결정은 결국 국회 뒷으로 돌아갈 것
 - 법안 절차가 필요한 일부 규제들에 대해 국무총리실 산하 '규제개혁위원회'에서 심사 중
 - 보편요금제는 지난 8월 입법예고 및 의견수렴 과정을 거쳐 현재 심사 과정
 - 사회취약계층 요금감면은 제도 도입 시 발생하는 '0원 요금제' 가입자에 대한 의견 대립
- ⇒ 최근 5년 규제개혁위원회 원안 의결률 90% 중반이나, 산업에 미치는 영향 고려 시 반려 가능성 존재

통신비 인하를 위한 '가계통신비 정책협의회' 출범

구분	성명	직책
전문가	강변민	경희대 경영대학 교수
	김상택	이화여대 경제학과 교수
	변정욱	국방대 국방관리대학원 교수
	황인태	전남대 전자컴퓨터공학부 교수
소비자/시민단체	정지연	한국소비자연맹 사무총장
	이주홍	녹색소비자연대 사무총장
	윤철한	경제정의실천시민연합 국장
	안진걸	참여연대 사무처장
이해관계자	이상현	SK텔레콤 상무
	이승용	KT 상무
	박형일	LG유플러스 전무
	김진해	삼성전자 전무
	김정태	LG전자 상무
	황성욱	알뜰통신사업자협회 부회장
	박선오	이동통신유통협회 부회장
정부 관리부처	김선민	국조실 산업과학중기정책관
	민좌홍	기재부 민생경제정책관
	이승우	산업부 시스템산업정책관
	김재영	방통위 이용자정책국장
	전성배	과기정통부 통신정책국장

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

과거 '규제개혁위원회' 의결률

연도	과학기술정보통신부		방송통신위원회	
	원안 의결	개선 권고	원안 의결	개선 권고
2016	36	1	35	1
2015	46	0	16	1
2014	40	1	18	5
2013	36	1	14	0
2012			64	
원안의결률	98.1%		90.7%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

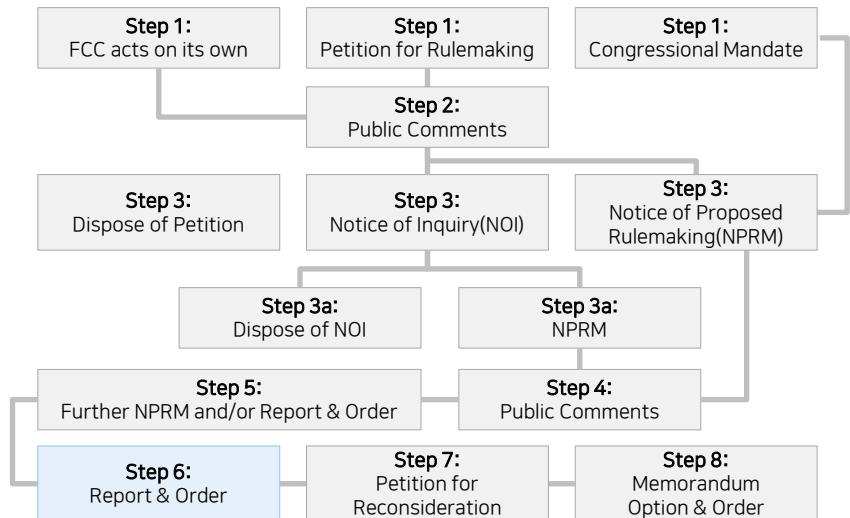
망중립성_ 미국의 망중립성 무력화 가능성

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

12월 14일 망중립성 무력화 방안 표결 예정

- 미국 연방통신위원회(FCC), 12월 14일 전체 회의를 통해 망중립성 무력화 방안 표결 예정
⇒ Open Internet Rule에 따라 Title2로 분류됐던 통신 사업자들을 Title1으로 재분류함이 골자
- 5월 18일 규칙제정공고(Step 3a) 후 의견 수렴(Step 4)을 거쳐 11월 20일 보고서(Step 6) 단계까지 완료
- 현재 FCC를 구성하는 5명의 위원 중 공화당 출신이 3명으로 사실상 통과 가능성 매우 높은 상황

미국 연방통신위원회(FCC) 규칙 제정 과정: 현재 Step 6 단계



자료: FCC, 메리츠종금증권 리서치센터

12월 14일 전체 회의 통과 가능성이 높은 망중립성 무력화



자료: FCC, 메리츠종금증권 리서치센터

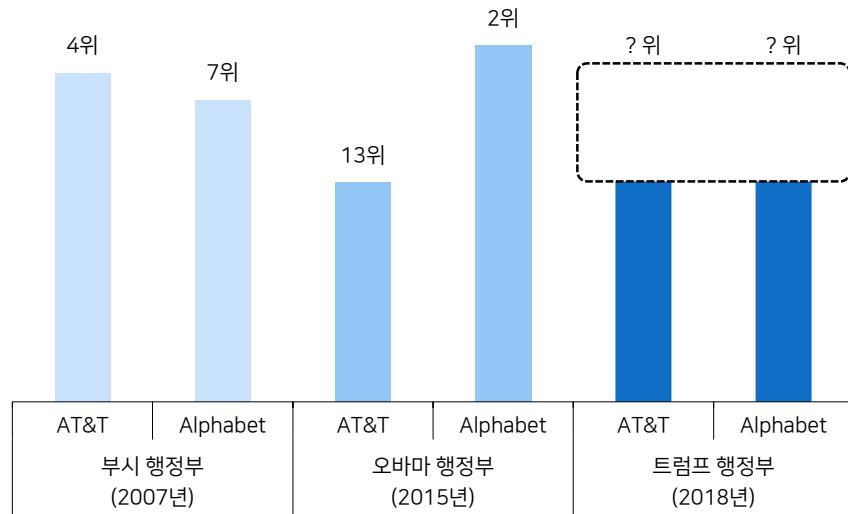
망중립성_망중립성 폐지는 5G 조기 도입의 도화선

2018년 산업 전망 통신서비스
기다림의 미학

망 중립성 폐지 논의로 5G 조기 도입 가속화

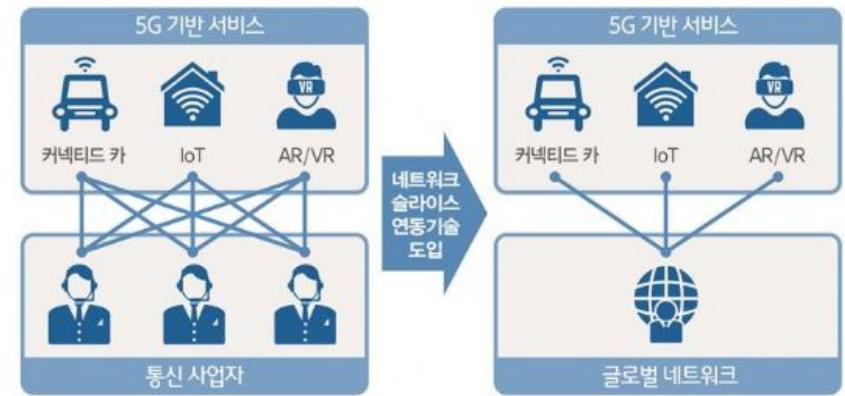
- 미국에서 망 중립성이 폐지될 경우 미국 내 5G 조기 도입이 가속화될 전망
- 정치적으로 인터넷 기업 친화적인 오바마 행정부와 달리 트럼프 행정부는 '미국 우선주의' 정책 기조 하에 대규모 인프라 투자를 통한 경기 부양이 기본 방향성 ⇒ 5G 네트워크 선점 및 투자 필요성
- 기술적으로 5G는 저지연, 고신뢰성 등 트래픽 관리 매카니즘의 중요성이 부각
⇒ 결국 트래픽의 우선순위를 매기는 과정이 핵심이며, 이는 망 중립성과 정면으로 대치되는 개념

미국 행정부 변화에 따른 기업 시가총액 순위 변동 비교



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

네트워크 슬라이스(Network Slice): 트래픽의 우선순위를 매기는 과정



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

망중립성_국내는 상호 접속료 논쟁 점화

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

국내는 망 중립성 대신 상호 접속료 협상 진행

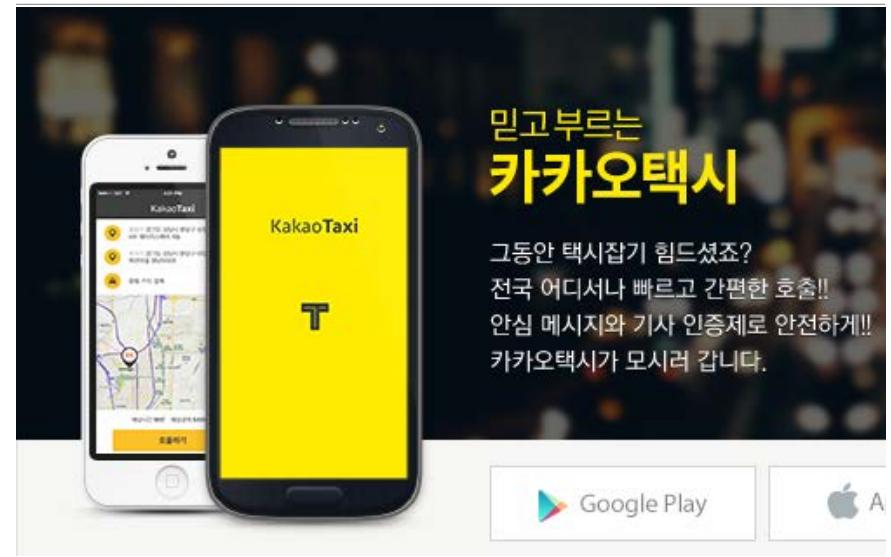
- 미국에서 촉발된 망 중립성 이슈를 국내에 그대로 적용시키기에는 무리가 있으나, 정당한 망 사용 대가의 필요성 측면에서 향후 국내 통신사들의 협상력 강화 예상
- 국내는 망 중립성 대신 통신사와 콘텐츠 사업자들 간의 인터넷 상호 접속료 재산정 작업이 진행 중 '트래픽 x 접속요율'에 따라 결정되는 상호 접속료는 트래픽 급등과 접속요율 정상화로 우상향 전망
- 또한, 통신사들은 멜론, 카카오택시 등 '제로레이팅(Zero-rating)' 적용 서비스에 대한 정당성을 확보

인터넷 상호접속 제도 개정 전과 후 비교

구분	변경 전	변경 후
인터넷접속조건	사업자별 상이	모든 사업자 동일
정산구조	용량 기준 정산	실 트래픽 기준 정산
요금규제	-	가격 상한제 도입
접속대상	유선 인터넷망	유/무선 인터넷망
우회접속	2개 이상 접속 경로 유지만을 고시에서 정함	고시 변경 없이 표준협정서 내용으로 주회선의 50% 이상을 우회접속 용량으로 확보 반영

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

제로 레이팅(Zero-rating) 서비스 확산 전망



자료: 카카오택시, 메리츠종금증권 리서치센터

한 걸음 더 가까워진 5G

- 5G 기술 국제 표준화는 국제전기통신연합(ITU)과 3GPP 중심으로 진행
⇒ ITU가 표준화 일정을 완성하면, 3GPP는 단계별 세부 기술 표준화 작업을 진행
- 5G 기술 국제 표준화 주요 일정
 - 2017년 12월 5G NSA 표준 제정
 - 2018년 6월 5G SA 표준(1단계) 제정 완료
 - 2019년 초 5G 메인 주파수 대역 결정
 - 2019년 말 5G 최종(2단계) 표준 완료

5G 기술 국제 표준화 Timeline



주: 1) NSA(Non-standalone): 5G 주파수가 추가되는 동안 기존 LTE 무선망/코어망을 활용하여 5G와 가까운 속도를 구현해 내는 기술

2) SA(Standalone): 3GPP에서 개발 중인 5G 코어망 아키텍처 규격을 활용한 완전한 의미에서의 5G 기술

자료: ITU, Netmanias, 메리츠종금증권 리서치센터

5G_국내 5G 주파수 경매 시행 예정

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

2018년 하반기 국내 5G 주파수 경매 시행

- 과기정통부 유영민 장관, 2018년 하반기 5G 주파수 경매 추진 공식화
- 국내는 총 4GHz 대역폭의 밀리미터파 주파수를 세 단계에 걸쳐 할당할 계획
 - 첫번째 단계는 27.5~28.5GHz의 밀리미터파 대역과 3.4~3.7GHz의 중간 대역에 집중할 계획
 - 두번째 단계는 26.5~27.5GHz와 28.5~29.5 GHz 범위에 2GHz 대역폭을 추가할 예정
 - 마지막 단계는 2021~2026년 사이에 1GHz 대역폭을 더 추가해 총 4GHz 대역폭을 완성할 계획

통신사 주파수 사용 내역 [2017년 11월 기준]

사업자	주파수 대역	대역폭(MHz)	용도
SK텔레콤	800MHz	10	2G
		20	
	1.8GHz	35	4G(LTE)
	2.1GHz	40	
		20	3G(WCDMA)
	2.3GHz	27	WiBro
	2.6GHz	60	4G(LTE)
KT	800MHz	10	4G(LTE)
	900MHz	20	
	1.8GHz	55	
	2.1GHz	20	
		20	3G(WCDMA)
	2.3GHz	30	WiBro
LG유플러스	800MHz	20	4G(LTE)
	1.8GHz	20	2G
	2.1GHz	40	4G(LTE)
	2.6GHz	40	

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 5G 주파수 할당 로드맵(Roadmap)

시기	내용
2018년 초	5G 주파수 할당 대가 산정 방식 확정
2018년 상반기	5G 주파수 할당 대가 산정 방식 고시 개정
2018년 상반기	5G 주파수 할당 방안 확정
2018년 상반기	5G 주파수 할당 기본계획 확정
2018년 6~10월	첫번째 5G 주파수 할당 공고 및 경매
2019년~2020년	26.5~27.5GHz와 28.5~29.5GHz 범위에서 2GHz 대역폭 추가
2021년~2026년	1GHz 추가해 총 4GHz 대역폭 완성

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

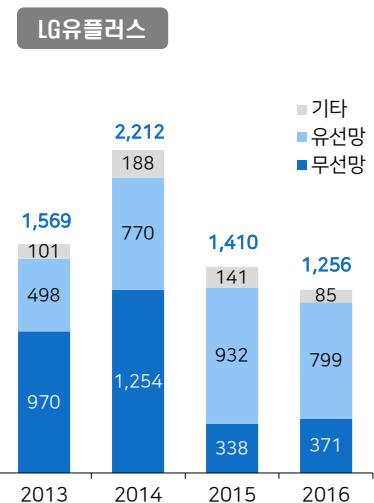
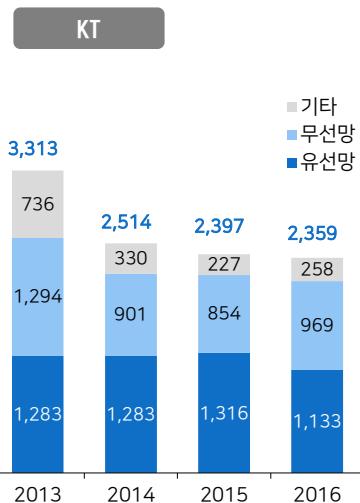
5G_CAPEX는 점진적으로 상승

2018년 산업 전망 **통신서비스**
기다림의 미학

4G LTE와 달리 5G CAPEX는 점진적으로 상승

- LTE 상용화 초기에는 통신 3사 할당 LTE 주파수 대역폭이 평균 40MHz에 불과
⇒ 현재는 SK텔레콤 155MHz, KT 105MHz, LG유플러스 100MHz 대역폭 확보
- 5G 초기에는 LTE 주파수를 활용해 5G 속도를 구현
⇒ 4G LTE 시절의 과도한 초기 설비투자 비용 집행은 일어나기 힘들 것
- 다만, 28GHz 이상 초고주파수 대역 주파수 경매부터는 백본망의 전국 단위 인프라 구축이 필요
⇒ 투자지출의 점진적인 상승 전망

4G LTE CAPEX



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 8

2018년 산업 전망

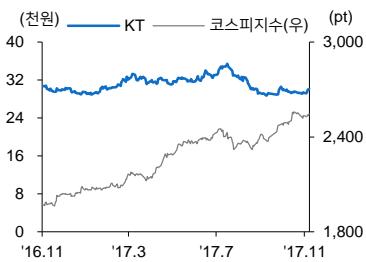
통신서비스

기업분석

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

Buy

적정주가(12개월)	38,000원	
현재주가(11.27)	30,000원	
상승여력	26.7%	
KOSPI	2,507.81pt	
시가총액	78,334억원	
발행주식수	26,111만주	
유동주식비율	82.16%	
외국인비중	49.00%	
52주 최고/최저가	35,400원/ 28,700원	
평균거래대금	223.0억원	
주요주주(%)		
국민연금공단	11.20	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.5	1.1
6개월	-7.6	-13.2
12개월	-0.3	-21.5
주가그래프		



규제 불확실성 하에서 가장 믿을 수 있는 주식

- 2017년 말 기준 무선 매출 비중 49.6%로 경쟁사 대비 통신비 인하 규제 영향 작음
- 높은 점유율 기반의 유선 사업부는 기가인터넷과 UHD 방송 수혜 본격화

2018년 주인공은 유선 사업

- 기가인터넷 가입 비중 2017년 44.5% → 2018년 52.5%로 외형 성장 및 수익성 개선 전망
- 고가 가입자 확대로 IPTV ARPU 점진적인 상승세. 2017년 흑자전환 후 2018년부터 본격적인 이익 기여
- AI 사업 내 '기가지니(GiGA Genie)'와 IPTV를 연계한 미디어 사업은 30만 가입자 돌파하며 가시적인 성과

투자의견 Buy, 적정주가 38,000원 유지

- 2017년 DPS 상향에도 불구하고, 배당성향 여전히 30% 수준으로 추가적인 배당 증가 가능성 존재
- 부동산 개발 성과를 바탕으로 규제 이슈가 일단락되는 시점에 유형 자산 가치 부각 전망
- 밸류에이션과 배당수익률 고려 시 현 주가 수준에서 추가적인 주가 하락은 제한적

(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	41,534	13.3	0.7	3.0	5.2	141.2
2016	22,743.7	1,440.0	711.1	2,723	26.4	43,820	10.8	0.7	2.8	6.4	139.1
2017E	23,039.6	1,505.3	723.9	2,772	1.8	45,654	10.9	0.7	2.8	6.2	129.4
2018E	22,812.3	1,624.9	844.2	3,233	16.6	47,760	9.3	0.6	2.8	6.9	115.3
2019E	23,053.0	1,707.4	913.9	3,500	8.3	50,134	8.6	0.6	2.8	7.2	104.0

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	22,281.2	22,743.7	23,039.6	22,812.3	23,053.0
매출액증가율(%)	-0.1	2.1	1.3	-1.0	1.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22,281.2	22,743.7	23,039.6	22,812.3	23,053.0
판매비와관리비	20,988.3	21,303.7	21,534.3	21,187.4	21,345.7
영업이익	1,292.9	1,440.0	1,505.3	1,624.9	1,707.4
영업이익률(%)	5.8	6.3	6.5	7.1	7.4
금융순익	-372.5	-219.0	-191.8	-123.5	-98.1
증속/관계기업관련순익	6.1	2.6	-1.7	-2.6	-1.5
기타영업외순익	-207.2	-96.6	-180.4	-179.3	-179.4
세전계속사업이익	719.5	1,127.0	1,131.4	1,319.5	1,428.4
법인세비용	229.2	329.2	319.2	372.3	403.0
당기순이익	631.3	797.8	812.2	947.2	1,025.4
지배주주지분 순이익	553.0	711.1	723.9	844.2	913.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	8,583.2	9,643.3	9,624.8	9,508.3	9,417.2
매출채권	2,559.5	2,900.3	2,794.0	2,744.9	2,582.4
재고자산	3,006.6	2,685.7	2,720.6	2,693.8	2,722.2
비유동자산					
유형자산	525.4	378.0	382.9	379.1	383.1
무형자산	20,758.0	20,944.4	21,027.3	20,666.5	20,663.4
투자자산	14,478.9	14,312.1	14,429.8	14,617.3	15,033.5
자산총계	29,341.2	30,587.7	30,652.1	30,174.8	30,080.5
유동부채					
매입채무	8,639.9	9,466.2	9,515.0	8,589.2	7,918.2
단기차입금	1,290.4	1,236.0	1,252.0	1,239.7	1,252.8
유동성장기부채	174.8	153.1	133.1	113.1	93.1
비유동부채					
사채	1,551.3	1,666.9	2,280.0	1,900.0	1,700.0
장기차입금	8,535.8	8,326.8	7,775.3	7,570.7	7,416.2
부채총계	17,175.7	17,793.0	17,290.3	16,159.9	15,334.3
자본금					
자본잉여금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
기타포괄이익누계액	1,443.1	1,440.9	1,440.9	1,440.9	1,440.9
이익잉여금	13.9	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
비지배주주지분	9,059.3	9,656.5	10,135.3	10,685.4	11,305.2
자본총계	12,165.5	12,794.8	13,361.9	14,014.9	14,746.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,230.0	4,770.8	3,430.2	3,883.2	3,857.0
당기순이익(손실)	631.3	797.8	812.2	947.2	1,025.4
유형자산감가상각비	3,030.8	2,821.8	3,032.4	3,012.4	2,983.9
무형자산상각비	609.2	599.7	581.8	452.1	347.7
운전자본의증감	-634.7	-126.0	-996.1	-528.6	-500.0
투자활동 현금흐름	-2,401.9	-3,485.0	-3,706.5	-3,096.5	-3,336.0
유형자산의증가(CAPEX)	-3,115.7	-2,764.4	-3,150.0	-3,200.0	-3,400.0
투자자산의감소(증가)	115.2	-20.5	-53.5	9.9	-10.5
재무활동 현금흐름	-1,164.0	-943.3	170.0	-835.7	-683.4
차입금증감	-4,146.2	-528.3	365.9	-590.6	-389.3
자본의증가	2.9	-2.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	670.8	340.9	-106.3	-49.1	-162.5
기초현금	1,888.7	2,559.5	2,900.3	2,794.0	2,744.9
기말현금	2,559.5	2,900.3	2,794.0	2,744.9	2,582.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	85,332	87,103	88,236	87,366	88,288
EPS(지배주주)	2,118	2,723	2,772	3,233	3,500
CFPS	19,968	20,407	18,965	19,106	18,955
EBITDAPS	18,892	18,618	19,606	19,491	19,298
BPS	41,534	43,820	45,654	47,760	50,134
DPS	500	800	1,000	1,200	1,200
배당수익률(%)	1.8	2.7	3.3	4.0	4.0

Valuation(Multiple)

PER	13.3	10.8	10.9	9.3	8.6
PCR	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	4,933.0	4,861.5	5,119.5	5,089.4	5,038.9
EV/EBITDA	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8

Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	5.2	6.4	6.2	6.9	7.2
EBITDA이익률	22.1	21.4	22.2	22.3	21.9
부채비율	141.2	139.1	129.4	115.3	104.0
금융비용부담률	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(x)	3.4	4.3	4.5	4.9	5.5
매출채권회전율(x)	7.3	8.0	8.5	8.4	8.5
재고자산회전율(x)	48.5	50.4	60.6	59.9	60.5

Trading Buy

적정주가(12개월)	280,000원	
현재주가(11.27)	260,000원	
상승여력	7.7%	
KOSPI	2,507.81pt	
시가총액	209,939억원	
발행주식수	8,075만주	
유동주식비율	62.23%	
외국인비중	41.78%	
52주 최고/최저가	283,500원/218,000원	
평균거래대금	394.0억원	
주요주주(%)		
SK 외 3인	25.22	
국민연금공단	9.02	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.4	-0.8
6개월	2.2	-4.1
12개월	15.0	-9.4
주가그래프		



가시적인 효과가 나타나는 핸드셋 우선 전략

- 올해부터 세컨디바이스가 아닌 핸드셋 가입자 중심으로 사업 전략 변화
- LTE 가입자 증가에 1년 반 동안 하락하던 무선 ARPU와 이동전화수의 두 분기 연속 증가
- 지난 10월 지원금 상한제 폐지에도 불구하고 인당보조금(SAC) 수준은 크게 증가하지 않을 전망

SK브로드밴드와 SK플래닛 실적 개선은 2018년에도 지속

- SK브로드밴드는 올해 정규직 전환 비용에도 매출액과 영업이익 전년 대비 각각 +2.0% +37.1% 성장 예상
- 2018년 SK플래닛 영업수익은 e커머스 시장 경쟁 완화 및 지배력 확대로 1조 2,474억원(+12.9% YoY) 전망
- 영업손익은 사업 간소화 및 판매촉진비 감소로 전년 대비 약 천억원 절감한 1,580억원 영업적자 전망

투자의견 Trading Buy, 적정주가 280,000원 유지

- 본업의 회복과 자회사 실적 개선 외에도 SK하이닉스 기업가치 반영에 따른 주가 상승 전망
- 단말 유통과 분리된 구조로 IFRS 15 도입에 따른 매출 감소가 경쟁사 대비 크지 않을 것
- 투자의견 Trading Buy, 적정주가 280,000원 유지

(십억원)	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	18,807	-15.8	188,878	11.5	1.1	5.0	10.2	85.9
2016	17,091.8	1,535.7	1,676.0	20,756	9.5	197,799	10.8	1.1	5.2	10.7	94.2
2017E	17,426.7	1,594.1	2,649.6	32,815	57.8	221,869	8.0	1.2	5.4	15.6	82.2
2018E	17,570.2	1,681.8	3,091.0	38,280	16.7	250,530	6.8	1.0	5.2	16.2	72.6
2019E	17,861.6	1,763.7	3,539.1	43,831	14.5	284,741	6.0	0.9	4.8	16.4	64.0

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,136.7	17,091.8	17,426.7	17,570.2	17,861.6
매출액증가율(%)	-0.2	-0.3	2.0	0.8	1.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,136.7	17,091.8	17,426.7	17,570.2	17,861.6
판매비와관리비	15,428.7	15,556.1	15,832.6	15,888.3	16,097.9
영업이익	1,708.0	1,535.7	1,594.1	1,681.8	1,763.7
영업이익률(%)	10.0	9.0	9.1	9.6	9.9
금융손익	-246.2	248.2	-258.7	-202.6	-191.6
증속/관계기업관련손익	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	3,282.7	3,942.8	4,514.4
법인세비용	519.5	436.0	663.4	887.1	1,015.8
당기순이익	1,515.9	1,660.1	2,619.4	3,055.7	3,498.7
지배주주지분 순이익	1,518.6	1,676.0	2,649.6	3,091.0	3,539.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	5,160.2	5,996.6	6,437.4	7,339.2	8,580.7
매출채권	768.9	1,505.2	1,677.8	2,314.2	3,246.2
재고자산	2,344.9	2,240.9	2,465.0	2,711.5	2,982.7
비유동자산					
유형자산	273.6	259.9	264.9	267.1	271.6
무형자산	23,421.2	25,301.0	26,405.4	27,709.6	29,193.2
투자자산	10,371.3	10,374.2	10,194.1	10,178.4	10,236.4
자산총계	28,581.4	31,297.7	32,842.8	35,048.8	37,773.8
유동부채					
매입채무	5,256.5	6,444.1	6,122.7	6,110.8	6,148.4
단기차입금	279.8	402.5	410.3	413.7	420.6
유동성장기부채	260.0	2.6	2.6	2.6	2.6
비유동부채					
자채	823.3	1,190.2	766.0	710.0	658.0
장기차입금	7,950.8	8,737.1	8,690.4	8,629.3	8,594.8
부채총계	13,207.3	15,181.2	14,813.1	14,740.2	14,743.2
자본금					
자본잉여금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
기타포괄이익누계액	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
이익잉여금	9.3	-226.2	-226.2	-226.2	-226.2
비지배주주지분	15,007.6	15,953.2	17,896.7	20,211.0	22,973.4
자본총계	15,374.1	16,116.4	18,029.7	20,308.6	23,030.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,778.1	4,243.2	5,765.8	6,012.0	6,613.6
당기순이익(손실)	1,515.9	1,660.1	2,619.4	3,055.7	3,498.7
유형자산감가상각비	2,993.5	3,068.6	3,208.3	3,195.3	3,248.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의증감	-685.7	13.8	-110.3	-268.4	-172.1
투자활동 현금흐름	-2,880.5	-2,462.2	-4,355.6	-4,516.9	-4,764.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,478.8	-2,490.5	-3,028.2	-3,179.6	-3,306.8
투자자산의감소(증가)	-962.2	-171.0	-1,354.5	-1,319.9	-1,425.6
재무활동 현금흐름	-964.6	-1,044.8	-1,237.7	-858.7	-917.2
차입금증감	653.0	25.4	-513.5	-135.3	-123.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-65.5	736.3	172.6	636.4	931.9
기초현금	834.4	768.9	1,505.2	1,677.8	2,314.2
기말현금	768.9	1,505.2	1,677.8	2,314.2	3,246.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	212,231	211,675	215,822	217,599	221,208
EPS(지배주주)	18,807	20,756	32,815	38,280	43,831
CFPS	59,025	58,203	83,272	90,729	98,254
EBITDAPS	58,226	57,022	59,476	60,401	62,077
BPS	188,878	197,799	221,869	250,530	284,741
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	4.6	4.5	3.8	4.2	4.2
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	10.8	8.0	6.8	6.0
PCR	3.7	3.8	3.1	2.9	2.7
PSR	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
PBR	1.1	1.1	1.2	1.0	0.9
EBITDA	4,701.5	4,604.3	4,802.5	4,877.1	5,012.5
EV/EBITDA	5.0	5.2	5.4	5.2	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.2	10.7	15.6	16.2	16.4
EBITDA이익률	27.4	26.9	27.6	27.8	28.1
부채비율	85.9	94.2	82.2	72.6	64.0
금융비용부담률	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
이자보상배율(x)	5.7	5.3	5.7	6.2	6.7
매출채권회전율(x)	7.2	7.5	7.4	6.8	6.3
재고자산회전율(x)	63.3	64.1	66.4	66.0	66.3

Trading Buy

적정주가(12개월)	16,000원	
현재주가(11.27)	13,400원	
상승여력	19.4%	
KOSPI	2,507.81pt	
시가총액	58,506억원	
발행주식수	43,661만주	
유동주식비율	63.95%	
외국인비중	43.66%	
52주 최고/최저가	17,000원/11,200원	
평균거래대금	290.3억원	
주요주주(%)		
LG 외 2인	36.05	
국민연금공단	7.72	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.5	3.0
6개월	-14.6	-19.8
12개월	14.5	-9.8
주가그래프		



시장 기대를 계속해서 상회하는 무선 사업부

- 시장의 우려에도 불구하고 데이터 사용량 증가에 따른 업셀링(Up-selling) 효과 지속
- 3Q17 기준 LTE 가입 비중 91.0%, 인당 데이터 사용량 7.6GB/월로 경쟁사 대비 다수의 고가 가입자 확보
- 최근 출시한 '데이터 2배 무약정 요금제' 효과로 가입자 유치 및 유지에 긍정적

비용 절감보다 눈에 띄는 질적 성장

- 3Q17 기준 무선 가입자 성장 +12.1% YoY인 반면, 무선 매출 성장은 +22.2% YoY
- 3Q17 기준 IPTV 가입자 성장 +16.6% YoY인 반면, IPTV 매출 성장은 +22.6% YoY로 질적 성장 지속
- 지난 6월 출시한 'IPTV 아이들나라' 상품과 같이 고ARPU 요금제 가입자에 집중한 사업 전략 유효

투자의견 Trading Buy, 적정주가 16,000원 유지

- 글로벌 데이터 트래픽 증가와 데이터센터 수요로 IDC 사업의 가파른 성장 기대
- 2018년 부채비율 100% 이하로 접어들며 배당성향 상향 가능성 높은 상황
- 투자의견 Trading Buy, 적정주가 16,000원 유지

(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	805	54.2	10,187	12.9	1.0	3.9	8.1	168.7
2016	11,451.1	746.5	492.8	1,129	40.3	11,054	10.1	1.0	3.6	10.6	148.4
2017E	11,978.8	826.6	542.1	1,242	10.0	11,895	11.0	1.1	3.3	10.8	137.0
2018E	12,089.1	885.8	584.9	1,340	7.9	12,785	10.2	1.1	3.1	10.9	127.3
2019E	12,251.7	879.0	590.2	1,352	0.9	13,687	10.1	1.0	3.0	10.2	119.8

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,795.2	11,451.1	11,978.8	12,089.1	12,251.7
매출액증가율(%)	-1.9	6.1	4.6	0.9	1.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10,795.2	11,451.1	11,978.8	12,089.1	12,251.7
판매비와관리비	10,162.9	10,704.6	11,152.2	11,203.3	11,372.7
영업이익	632.3	746.5	826.6	885.8	879.0
영업이익률(%)	5.9	6.5	6.9	7.3	7.2
금융손익	-183.4	-119.9	-95.1	-78.6	-62.6
증속/관계기업관련손익	-1.3	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	18.3	15.5	-31.5	-51.7	-53.8
세전계속사업이익	465.9	642.6	700.1	755.6	762.7
법인세비용	114.7	149.8	158.0	170.8	172.5
당기순이익	351.2	492.7	542.1	584.8	590.2
지배주주지분 순이익	351.5	492.8	542.1	584.9	590.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	2,599.2	2,619.6	2,984.8	3,389.1	3,824.2
매출채권	292.2	317.3	546.9	860.2	1,203.6
재고자산	1,514.4	1,567.0	1,605.4	1,620.2	1,642.0
비유동자산					
유형자산	364.8	261.6	268.0	270.5	274.1
무형자산	9,351.8	9,369.6	9,324.5	9,299.3	9,313.6
투자자산	7,223.9	6,949.6	6,947.1	6,971.1	7,035.8
자산총계	11,951.0	11,989.1	12,309.4	12,688.4	13,137.8
유동부채					
매입채무	3,354.2	3,574.4	3,606.1	3,707.7	3,889.9
단기차입금	309.8	298.4	305.7	305.7	305.7
유동성장기부채	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
비유동부채	928.8	1,038.1	1,066.9	1,172.9	1,359.6
사채	4,148.4	3,588.4	3,509.5	3,398.6	3,272.1
장기차입금	2,393.9	2,164.9	2,146.0	2,128.2	2,111.7
부채총계	7,502.6	7,162.8	7,115.6	7,106.3	7,161.9
자본금					
자본잉여금	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
기타포괄이익누계액	837.1	836.9	836.9	836.9	836.9
이익잉여금	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
비지배주주지분	1,035.8	1,414.1	1,781.5	2,169.9	2,563.7
자본총계	4,448.4	4,826.3	5,193.8	5,582.1	5,975.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,792.9	2,224.8	2,387.9	2,450.2	2,490.7
당기순이익(손실)	351.2	492.7	542.1	584.8	590.2
유형자산감가상각비	1,434.1	1,473.8	1,722.5	1,726.0	1,735.3
무형자산상각비	174.8	179.8	244.8	249.7	251.1
운전자본의증감	-360.8	-101.4	-121.5	-110.3	-85.9
투자활동 현금흐름	-1,510.7	-1,492.4	-1,924.9	-1,951.0	-2,001.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1,375.4	-1,283.6	-1,720.0	-1,750.0	-1,800.0
투자자산의감소(증가)	37.8	6.0	-2.2	-0.5	-0.7
재무활동 현금흐름	-406.1	-707.3	-233.4	-185.9	-145.8
차입금증감	-340.9	-596.0	-80.6	-11.3	50.7
자본의증가	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-123.8	25.1	229.6	313.3	343.4
기초현금	415.9	292.2	317.3	546.9	860.2
기말현금	292.2	317.3	546.9	860.2	1,203.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	24,725	26,227	27,436	27,689	28,061
EPS(지배주주)	805	1,129	1,242	1,340	1,352
CFPS	5,464	5,830	6,299	6,381	6,350
EBITDAPS	5,133	5,497	6,399	6,554	6,563
BPS	10,187	11,054	11,895	12,785	13,687
DPS	250	350	400	450	450
배당수익률(%)	2.4	3.1	2.9	3.3	3.3

Valuation(Multiple)

PER	12.9	10.1	11.0	10.2	10.1
PCR	1.9	2.0	2.2	2.1	2.1
PSR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
EBITDA	2,241.3	2,400.0	2,793.9	2,861.5	2,865.4
EV/EBITDA	3.9	3.6	3.3	3.1	3.0

Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	8.1	10.6	10.8	10.9	10.2
EBITDA이익률	20.8	21.0	23.3	23.7	23.4
부채비율	168.7	148.4	137.0	127.3	119.8
금융비용부담률	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1
이자보상배율(x)	3.4	5.2	6.3	6.8	6.7
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	7.6	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	33.7	36.6	45.2	44.9	45.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 28일 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 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 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

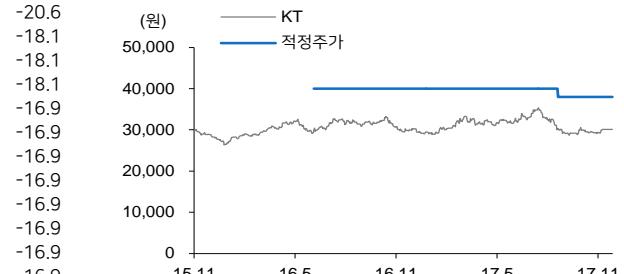
투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

KT(030200) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

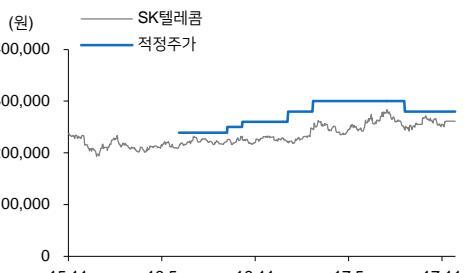
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	40,000	정지수	-24.3	-22.9	
2016.07.20	산업브리프	Buy	40,000	정지수	-23.5	-20.6	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.4	-18.1	
2016.09.29	산업분석	Buy	40,000	정지수	-21.3	-18.1	
2016.10.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.2	-18.1	
2016.10.31	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.0	-16.9	
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.1	-16.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.6	-16.9	
2017.02.02	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.4	-16.9	
2017.04.05	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.3	-16.9	
2017.05.02	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.1	-16.9	
2017.05.31	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.1	-16.9	
2017.06.05	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.0	-16.9	
2017.06.28	1년 경과				-17.1	-15.0	
2017.07.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-17.1	-11.5	
2017.09.06	산업분석	Buy	38,000	정지수	-22.3	-20.4	
2017.09.26	산업브리프	Buy	38,000	정지수	-22.3	-19.5	
2017.11.02	기업브리프	Buy	38,000	정지수	-22.4	-19.5	
2017.11.28	산업분석	Buy	38,000	정지수	-	-	



SK텔레콤(017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	239,000	정지수	-8.9	-6.7	
2016.07.20	산업브리프	Buy	239,000	정지수	-7.6	-2.9	
2016.08.01	기업브리프	Hold	239,000	정지수	-7.4	-2.9	
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	250,000	정지수	-11.2	-9.6	
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	250,000	정지수	-10.3	-7.0	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-15.0	-13.1	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-10.6	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-10.6	
2017.01.24	기업분석	Buy	280,000	정지수	-18.5	-11.4	
2017.03.13	산업분석	Buy	300,000	정지수	-15.1	-12.5	
2017.04.05	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-16.1	-12.5	
2017.04.27	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-17.3	-12.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	300,000	정지수	-16.6	-8.5	
2017.07.06	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-14.8	-5.5	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-11.4	-9.6	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-7.9	-3.0	
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-8.2	-3.0	
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-	-	



LG유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균 최고(최저)	
2016.06.28	산업분석	Buy	13,000	정지수	-16.9	-15.4	
2016.07.20	산업브리프	Buy	13,000	정지수	-16.6	-12.3	
2016.08.02	기업브리프	Trading Buy	13,000	정지수	-13.3	-9.2	
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	13,000	정지수	-13.0	-9.2	
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	13,000	정지수	-12.5	-6.5	
2016.11.01	기업브리프	Trading Buy	13,500	정지수	-11.6	-7.0	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	13,500	정지수	-12.5	-7.0	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	13,500	정지수	-7.6	11.9	
2017.04.05	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.8	-12.9	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.3	-6.5	
2017.05.31	산업분석	Trading Buy	17,000	정지수	-10.8	0.0	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-10.2	0.0	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-15.9	-13.4	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-17.0	-13.4	
2017.11.03	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-18.1	-13.4	
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-	-	

