

2018. 4. 17



▲ 통신서비스

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

RA 이민영
02. 6098-6656
my.lee@meritz.co.kr

Neutral

Top Pick

SK텔레콤(017670) Buy 300,000원

관심종목

KT(030200) Buy 38,000원

LG유플러스(032640) Buy 16,000원

통신서비스

1Q18 Preview: 다변화(多邊化)

- ✓ 1Q18 통신 3사 합산 영업이익 9,731억원으로 컨센서스(1조 42억원) 하회 전망
- ✓ IFRS 15 도입으로 재무제표 변화가 예상되나, 펀더멘털에 영향을 주는 요인은 아님
- ✓ SK텔레콤 외국인 지분율 2010년 이후 최저점 수준으로 추가적인 이탈은 제한적
- ✓ 세부적인 분할 방식과 무관하게 주주 가치 중심의 SK텔레콤 지배구조 변화는 긍정적
- ✓ 6월 이전 SK텔레콤, 이후에는 MSCI 지수 재편입 가능성 높은 LG유플러스 주목

1Q18 Preview: 시장 컨센서스 하회 전망

1Q18 통신 3사 합산 영업이익은 9,731억원으로 시장 컨센서스(1조 42억원)를 하회할 전망이다. ① 단통법 시행 이후 가장 낮은 번호이동 건수를 기록하며 전반적인 마케팅비용 절감이 예상된다. 다만, ② 25% 선택약정할인 가입자 증가 속도가 시장 예상보다 빠르고, ③ 통신사들의 자발적인 요금제 개편과 소비자 혜택 강화가 수익성 측면에서는 다소 부정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.

IFRS 15 도입 영향 점검

2018년 통신업종 내 가장 큰 변화는 IFRS 15 도입에 따른 회계기준 변경이다. IFRS 15 도입으로 변경되는 사항은 고객지불대가, 고객획득비용, 복합계약 세 가지다. 수익과 비용 인식 기준 변화로 SK텔레콤과 달리 자체 단말기 유통 사업을 진행하는 KT와 LG유플러스는 재무제표에 미치는 영향이 적지 않다. 다만, 이번 IFRS 15 도입은 회계기준의 변경일 뿐, 기업의 펀더멘털에는 영향을 주지 않는다.

외국인 수급과 통신업종 투자전략

정부의 통신비 인하 규제가 실적에 고스란히 반영되면서 국내 통신업종에 대한 외국인 투자자들의 이탈이 지속되고 있다. 다만, SK텔레콤 외국인 지분율은 현재 40.4%로 2010년 이후 최저점(39.2%)에 근접함에 따라 추가적인 이탈이 제한적이다. 투자전략 측면에서 6월 이전에는 지배구조 개편 가능성이 높은 SK텔레콤을, 6월부터는 MSCI 지수 재편입 가능성이 높은 LG유플러스를 주목한다.

요금 인하를 둘러싼 논쟁 지속 & SK 그룹 지배구조 개편

대법원은 12일 통신요금 원가공개 판결을 확정했다. 현재 통신사의 원가보상비율이 100%를 상회함에 따라 시민단체의 추가적인 통신비 인하 요구가 거세질 전망이다. 한편, 효성, 현대차 등 주요 대기업들에 이어 SK그룹 지배구조 개편에 대한 관심이 높아지고 있다. 분할의 세부적인 방식에서는 논쟁이 있을 수 있으나 주주 가치 중심의 지배구조 개편이라는 점에서 SK텔레콤 주주에게 긍정적이라는 판단이다.

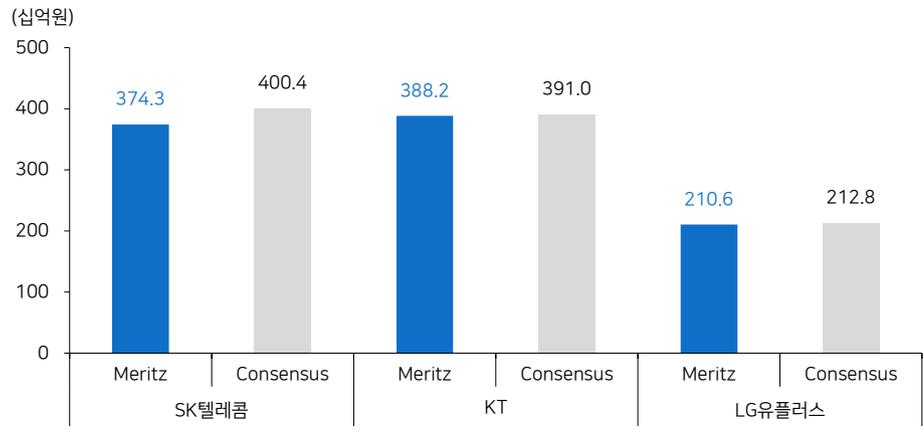
1Q18 통신서비스 시장 현황 및 전망

통신서비스 투자의견
Neutral 유지

1Q18 Preview: 번호이동시장(MNP) Cooling Down

1Q18 통신 3사 합산 영업이익은 9,731억원으로 시장 컨센서스(1조 42억원)를 하회할 전망이다. ① 단통법 시행 이후 가장 낮은 번호이동 건수를 기록하며 전반적인 마케팅비용 절감이 예상된다. 다만, ② 25% 선택약정할인 가입자 증가 속도가 시장 예상보다 빠르고, ③ 통신사들의 자발적인 요금제 개편과 소비자 혜택 강화 수익성 측면에서는 다소 부정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.

그림 1 1Q18 통신 3사 영업이익 추정치 및 컨센서스



자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤, KT 컨센서스 하회
LG 유플러스 컨센서스 부합 전망

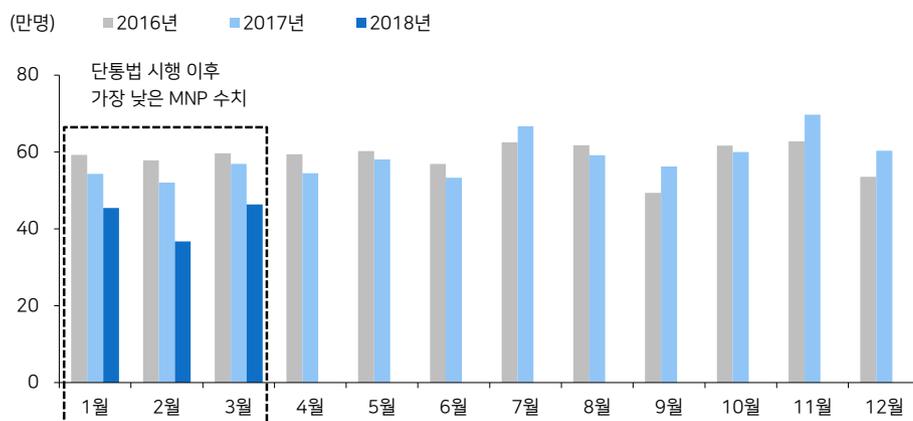
SK텔레콤(017670)과 KT(030200)의 1Q18 영업이익은 각각 3,743억원, 3,882억원으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 시장 경쟁 완화로 마케팅 비용은 감소했으나, 연결 자회사들의 실적이 부진했다. SK텔레콤은 1Q17 발생한 일회성 요인(접속료 소송 승소 350억원, 부가세 환급금 200억원 등) 감안 시 무난한 실적이 예상되나, 주요 투자포인트였던 SK플래닛 영업적자폭 개선이 이번 1분기에는 크게 드러나지 않았다. KT의 경우 BC카드, 나스미디어 등 이익 기여도가 높은 연결 자회사들 실적이 악화되면서 별도보다 연결 실적이 다소 부진할 전망이다. LG유플러스(032640)의 1Q18 영업이익은 2,106억원으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 지난 2월 출시한 '완전무제한 요금제'가 시장에서 좋은 반응을 얻으면서 고가 가입자 위주의 순증이 지속되고 있다.

1Q18 번호이동시장(MNP) 시장
단통법 시행 이후 가장 낮은 수치

25% 선택약정할인 도입으로 번호이동 → 기기변경이 대세

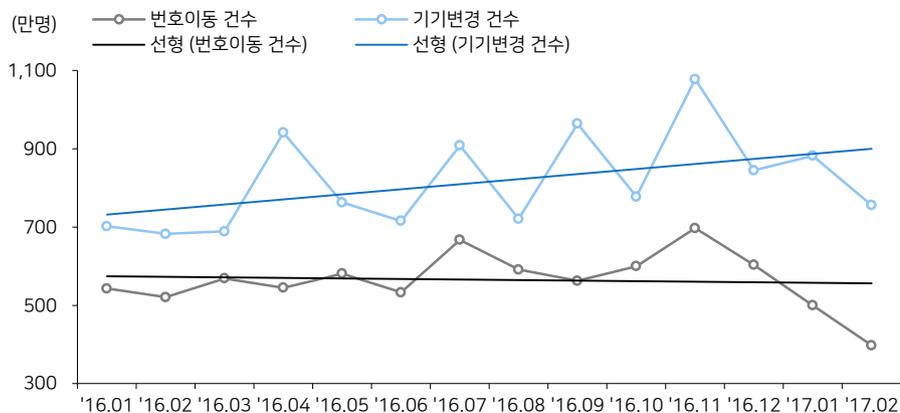
1Q18 번호이동 건수는 약 140만명으로 전년 동기 대비 -14.4% 하락했다. 이는 단통법이 시행된 이후 번호이동시장에서 관측된 가장 낮은 수치다. 번호이동자수가 급감한 이유는 우선 ① 선택약정할인율을 기존 20%에서 25%로 상향하면서 번호이동을 선택하는 가입자보다 단순 기기변경 가입자가 증가했고, ② 작년 말 공정위의 불법보조금 단속으로 과장금 부과가 결정되면서 이동사들의 마케팅 축소 기조가 유지되고 있기 때문이다. 또한, ③ 프리미엄 단말기 출시가 다소 지연된 점도 이번 번호이동 시장 부진으로 이어졌다.

그림2 월별 번호이동자수 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 번호이동 대신 기기변경 가입자 증가 추세

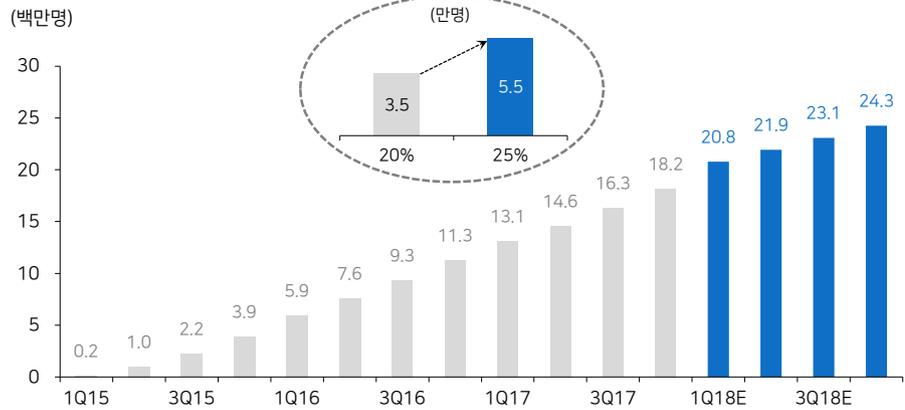


자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

**요금 할인을 25% 상향으로
선택약정할인 가입 비중 확대**

정부 발표에 따르면, 25% 선택약정할인 가입자는 시행 6개월만인 지난 3월 12일 1천만명을 돌파했다. 기존 20% 할인 혜택을 받던 가입자를 포함해 전체 선택약정할인 가입자수는 2,049만명으로 처음으로 2천만명을 넘어섰다. 일평균 요금할인 가입자수 역시 기존 20% 할인을 제공할 당시 3.5만명에서 25% 상향 이후 5.5만명으로 증가했다. 통신 3사 모두 소비자 혜택 강화 차원에서 약정할인반환금 유예를 선언함에 따라 선택약정할인 가입자 증가세는 더욱 거세질 전망이다. 올해 말 선택약정할인 가입자수는 2,425만명으로 전체 LTE 가입자의 45.2% 비중을 차지할 전망이다.

그림4 선택약정할인 가입자 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

**고객 혜택 강화와 요금 인하
압력은 중장기 성장성에 부정적**

자발적인 요금제 개편과 소비자 혜택 강화

지난 2월 LG유플러스가 완전무제한 요금제를 출시한 이후 SK텔레콤과 KT도 가입자 이탈을 방어하기 위해 기존 가입자 혜택을 강화한 요금제 개편에 착수했다. 무선 시장 점유율을 지키기 위한 불가피한 경쟁임을 감안하더라도 데이터 추가 제공, 로밍 혜택 강화, 마일리지의 현금화 등은 통신사업자들의 중장기 수익성을 우려하는 투자자 입장에서는 다소 부정적일 수 밖에 없다. 더불어 최근 발표된 대법원의 통신요금 원가자료 공개 판결과 기초연금 수급자 요금감면 법안 통과 역시 통신주에 대한 투자 심리를 위축시키는 요인이다. 이러한 이유로 통신업종에 대한 투자 의견을 Neutral로 유지하며, 규제 리스크의 완전 해소, 업셀링(Up-selling)이 가능한 요금제 개편, 그리고 이를 통한 지속 가능한 수익성이 가시화될 경우 투자 의견 상황이 가능하다는 판단이다.

IFRS 15 도입 영향 점검

IFRS 15 핵심원칙과 수익인식 절차

IFRS 15 도입에 따른 회계기준 변경

2018년 통신업종 내 가장 큰 변화는 IFRS 15 도입에 따른 회계기준 변경이다. IFRS 15의 핵심원칙은 '기업이 고객에게 약속한 재화나 용역의 이전을 나타내도록 해당 재화나 용역의 대가로 받을 권리를 갖게 될 것으로 예상하는 대가를 반영한 금액으로 수익을 인식해야 한다'이며, [그림5]과 같은 총 5단계 과정을 거쳐 수익인식을 하게 된다.

그림5 IFRS 15 수익인식 5 Step Model



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IFRS 15 주요 변경 사항:

1. 고객지불대가
2. 고객획득비용
3. 복합계약

IFRS 15 도입으로 인한 주요 변경 사항은 크게 고객지불대가, 고객획득비용, 복합계약 세 가지다. ① '고객지불대가'는 현금, 상품권 등 고객에게 지급하는 금전적 대가를 의미하며, 기존에 비용으로 인식하던 대가를 IFRS 15 하에서는 매출에서 차감하는 방식이다. ② '고객획득비용'은 공시지원금, 리베이트 등 고객과 약정을 체결하기 위해 발생한 원가를 의미한다. 이 고객획득비용은 기존에는 전액 비용으로 인식하였으나, IFRS 15 하에서는 계약 발생 시 자산으로 인식한 후 예상 가입기간(무선 24개월, 유선 36개월) 동안 상각하여 비용 처리한다. 마지막으로 ③ '복합계약'은 고객에게 2개 이상의 재화 및 서비스를 동시에 제공하는 거래를 의미한다. 통신사와 약정을 체결하는 대부분의 고객은 단말기 구매와 이동통신 서비스 가입이 동시에 이루어진다. 기존에는 구매한 단말기는 판매 기준으로, 서비스는 청구 기준으로 매출 인식하였다면, IFRS 15 하에서는 각각의 개별판매가격을 산정한 후, 해당 비율에 따라 매출을 재분배하는 방식이다.

| 표1 IFRS 15 주요 내용 및 도입 영향 | | |
|--------------------------|---|--|
| | 개념 및 대상거래 | 회계처리 |
| 고객지불대가 | 고객에게 지급하는 금전적 대가 - 현금, 상품권 등 | (현행) 비용 인식 (IFRS15) 매출 차감 |
| 고객획득비용 | 고객과의 매출계약 체결을 위해 발생한 원가 - 유무선 시장운영비 (회선별 유지비용 등) | (현행) 발생 시 전액 비용 인식 (IFRS15) 발생 시 자산 인식 후 예상 가입기간 동안 상각하여 비용화 |
| 복합계약 | 고객에게 2개 이상의 재화/서비스를 동시에 제공하는 거래 - 단말(PSnM)과 통신(SKT)을 동시에 구매한 고객에 대한 총매출액 (별도 재무제표에는 영향 없음) | (현행) 통신: 청구기준, 단말: 판매기준 인식 (IFRS15) 재화/서비스 각각의 개별판매가격 산정 후, 해당 비율에 따라 매출 재배분 |

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

비교가능성 증대를 위한 목적이나 세부적인 기준 차이는 발생 가능

IFRS 15는 IFRS와 US GAAP의 매출인식 회계기준 일치율을 통해 국가간/기업간 비교가능성을 증대하기 위한 목적으로 도입됐으나, 세부적인 기준에 있어서는 기업마다 차이가 발생할 수 있다. 예를 들어 SK텔레콤은 예상가입기간을 무선 26개월, 유선 35개월로 설정했다. 반면, KT는 무선 20개월, 유선 38개월, LG유플러스는 무선 24개월, 유선 36개월로 설정하면서 통신사마다 수익인식 및 상각기간을 다르게 적용할 방침이다.

IFRS 15 도입이 재무제표에 일으키는 변화에 주목

이해를 돕기 위해 구체적인 예를 들어 IFRS 15 도입이 손익계산서에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 기본 가정은 신규가입자가 출고가 80만원 단말기를 구매하고 통신 요금은 5만원 월정액 요금제를 사용한다고 가정했다. 다만, 정확한 수익 추정을 위해 필요한 세부적인 데이터(공시지원금/선택약정할인 가입자 ARPU, 요금제별 가입자 비중, 신규가입/번호이동/기기변경 각각에 제공하는 공시지원금 및 리베이트 금액 등)가 없는 상황에서 새로운 회계기준을 반영한 정확한 실적을 추정하기란 불가능에 가깝다. 따라서, 당사는 IFRS 15 도입이 손익계산서에 미치는 방향성을 이해하는 차원에서 현재까지 공개된 정보만을 이용해 개략적인 시나리오 분석을 제공하고자 한다.

단말 유통을 병행하는
통신사의 매출 인식 변화

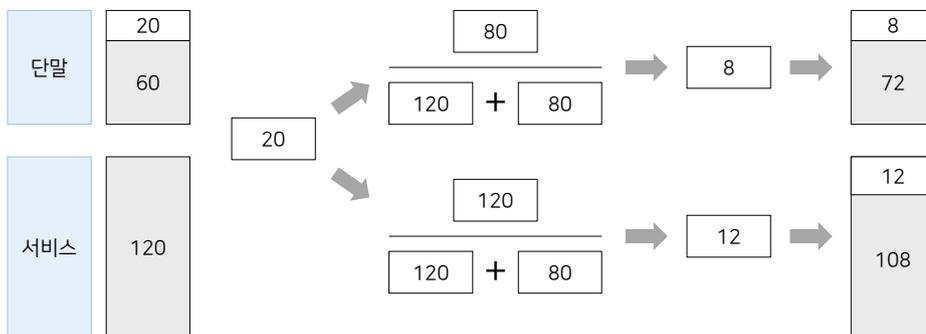
우선, KT와 LG유플러스처럼 본사가 단말기 유통까지 담당하는 경우 매출 인식을 살펴보자. 기존에는 고객이 공시지원금을 선택할 경우 단말기 지원금 20만원을 차감한 60만원을 단말매출로, 120만원을 서비스매출로 인식했다. IFRS 15는 이를 하나의 계약으로 인식하고 지원금 20만원을 개별판매가격 비율로 재분배하여 각각 매출에서 차감한 뒤 인식하게 된다. 고객이 선택약정할인을 선택할 경우 기존 서비스매출에서 차감한 할인금액 30만원 역시 IFRS 15가 도입되면 단말매출과 서비스매출에서 각각의 비율만큼 차감하게 된다.

그림6 KT, LG유플러스처럼 본사가 단말기 유통 사업을 병행하는 경우

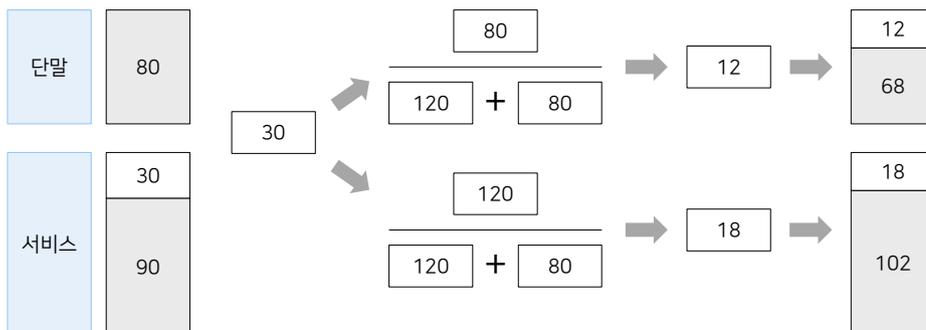
가입자 정보

출고가 80만원 단말기 구매, 월 5만원 요금제 사용(총요금 120만원 = 5만원 x 24개월)
공시지원금 선택 시 출고가 지원금으로 20만원 지원 받으며 단말기 실거래가는 60만원
선택약정할인 선택 시 월 25% 요금할인 적용으로 실거래가는 총 90만원 수준

공시지원금을 선택할 경우



선택약정할인을 선택할 경우



자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

비용 인식은 통신 3사가 동일

비용 인식의 경우 고객유치수수료(흔히 알고 있는 판매수수료)를 통신 사업자들이 비슷한 회계 방식을 채택하고 있기 때문에 새로운 회계 기준 도입에 따른 영향도 유사하다. 매년 동일한 비용을 고객유치수수료로 지출할 경우 회계기준 변경에 따른 영향은 없다. 하지만, 당해 비용 집행이 많았더라도 직전 년도로부터 이연되는 비용이 적으면 실제 집행한 비용보다 더 적은 금액이 반영된다. 반면, 당해 비용 집행이 적어도 직전 년도로부터 이연되는 비용이 많으면 실제 집행한 비용보다 더 많은 금액이 실적에 반영되게 된다. 실제로 통신 3사는 2017년 한 해 마케팅비용을 어느 해보다 많이 집행 했으므로, 비용 이연 효과가 나타나는 올해부터 실적에 부정적인 효과로 반영될 전망이다.

표2 고객유치수수료 변동에 따른 효과

1. 고객유치수수료가 증가할 경우

| 기존 | 2016 | 2017 | 2018E |
|-----|------|------|-------|
| 수수료 | 100 | 120 | 140 |



| IFRS 15 | 2016 | 2017 | 2018E |
|---------|------|------|-------|
| 2016년 | 50 | 50 | |
| 2017년 | | 60 | 60 |
| 2018년 | | | 70 |
| 수수료 | 100 | 110 | 130 |
| 차이 | 0 | -10 | -10 |

2. 고객유치수수료가 감소할 경우

| 기존 | 2016 | 2017 | 2018E |
|-----|------|------|-------|
| 수수료 | 100 | 80 | 60 |



| IFRS 15 | 2016 | 2017 | 2018E |
|---------|------|------|-------|
| 2016년 | 50 | 50 | |
| 2017년 | | 40 | 40 |
| 2018년 | | | 30 |
| 수수료 | 100 | 90 | 70 |
| 차이 | 0 | 10 | 10 |

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

SK 텔레콤 서비스매출 소폭 감소
판매수수료는 더 큰 폭의 감소

상기 내용들을 토대로 SK텔레콤 가입자를 크게 공시지원금 가입자와 선택약정할인 가입자로 구분해 서비스매출에 미치는 영향을 살펴봤다. 이 경우 IFRS 15 도입으로 서비스수익은 이전 대비 전반적인 감소가 나타난다. 과거에는 서비스매출에 영향을 주지 않았던 공시지원금 가입자들이 IFRS 15 도입 후에는 서비스매출을 차감시키는 원인이 되기 때문이다. 판매수수료는 SK텔레콤이 집행하는 무선 판매수수료만 예상가입기간 24개월로 나누어 배분했다. 참고로 통신 3사 모두 판매수수료 중 관리수수료는 당해 비용처리하고, 모집 및 유지수수료만 고객가입기간에 맞춰 상각하는 방식을 적용한다.

표3 SK텔레콤 IFRS 15 도입에 따른 서비스수익 변동 시나리오

| (십억원, 원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 서비스수익(기존) | 2,705.4 | 2,701.4 | 2,696.1 | 2,708.0 | 2,686.0 | 2,721.2 | 2,741.3 | 2,716.6 | 2,650.4 | 2,674.5 | 2,651.5 | 2,655.4 |
| 서비스수익(IFRS 15) | 2,682.5 | 2,686.3 | 2,688.8 | 2,708.9 | 2,684.8 | 2,726.0 | 2,756.9 | 2,693.0 | 2,607.6 | 2,634.3 | 2,613.7 | 2,619.9 |
| 서비스수익(스마트폰 가입자) | 2,299.6 | 2,299.5 | 2,297.2 | 2,297.5 | 2,292.2 | 2,312.8 | 2,326.9 | 2,285.8 | 2,234.3 | 2,237.5 | 2,234.1 | 2,236.2 |
| 스마트폰 가입자 | 20,985 | 21,308 | 21,662 | 21,877 | 22,181 | 22,424 | 22,735 | 22,985 | 23,215 | 23,447 | 23,658 | 23,871 |
| 스마트폰 ARPU | 36,528 | 35,972 | 35,348 | 35,006 | 34,447 | 34,380 | 34,116 | 33,149 | 32,082 | 31,809 | 31,478 | 31,227 |
| 서비스수익(공시지원금 가입자) | 2,002.0 | 1,920.8 | 1,837.4 | 1,755.5 | 1,677.0 | 1,624.3 | 1,509.8 | 1,395.6 | 1,391.3 | 1,311.9 | 1,234.7 | 1,161.1 |
| 공시지원금 가입자 | 17,804 | 17,227 | 16,655 | 15,958 | 15,319 | 14,776 | 13,688 | 12,719 | 12,687 | 11,924 | 11,219 | 10,523 |
| 서비스 ARPU(공시지원금) | 37,482 | 37,166 | 36,773 | 36,669 | 36,491 | 36,644 | 36,767 | 36,576 | 36,556 | 36,674 | 36,684 | 36,780 |
| 서비스수익(선택약정 가입자) | 297.6 | 378.7 | 459.8 | 542.0 | 615.1 | 688.5 | 817.0 | 890.2 | 843.0 | 925.6 | 999.4 | 1,075.1 |
| 선택약정 가입자 | 3,181 | 4,081 | 5,007 | 5,919 | 6,862 | 7,648 | 9,047 | 10,266 | 10,528 | 11,523 | 12,439 | 13,348 |
| 서비스 ARPU(선택약정) | 31,187 | 30,930 | 30,610 | 30,525 | 29,883 | 30,005 | 30,104 | 28,904 | 26,691 | 26,775 | 26,782 | 26,849 |
| 서비스수익(非스마트폰 가입자) | 382.9 | 386.9 | 391.6 | 411.4 | 392.6 | 413.2 | 430.1 | 407.2 | 373.2 | 396.8 | 379.6 | 383.6 |
| 非스마트폰 가입자 | 7,936 | 7,842 | 7,789 | 7,718 | 7,652 | 7,569 | 7,421 | 7,210 | 7,132 | 7,030 | 6,941 | 6,840 |
| 非스마트폰 ARPU | 16,083 | 16,444 | 16,761 | 17,768 | 17,104 | 18,197 | 19,318 | 18,826 | 17,443 | 18,815 | 18,228 | 18,695 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK텔레콤 IFRS 15 도입에 따른 판매수수료 변동 시나리오

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 판매수수료(기존) | 689.5 | 672.3 | 680.4 | 736.5 | 737.1 | 727.0 | 760.1 | 744.5 | 747.9 | 743.7 | 734.0 | 740.3 |
| 판매수수료(IFRS 15) | 733.4 | 719.4 | 706.7 | 707.7 | 700.2 | 703.0 | 710.2 | 719.0 | 726.7 | 735.7 | 742.1 | 742.9 |
| 관리수수료 | 125.0 | 122.0 | 120.0 | 123.0 | 125.0 | 122.0 | 123.0 | 123.5 | 123.8 | 124.1 | 124.4 | 125.0 |
| 모집+유지수수료 | 608.4 | 597.4 | 586.7 | 584.7 | 575.2 | 581.0 | 587.2 | 595.5 | 602.9 | 611.6 | 617.7 | 618.0 |
| 2Q14 | 79.8 | | | | | | | | | | | |
| 3Q14 | 80.7 | 80.7 | | | | | | | | | | |
| 4Q14 | 78.7 | 78.7 | 78.7 | | | | | | | | | |
| 1Q15 | 86.0 | 86.0 | 86.0 | 86.0 | | | | | | | | |
| 2Q15 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | | | | | | | |
| 3Q15 | 73.4 | 73.4 | 73.4 | 73.4 | 73.4 | 73.4 | | | | | | |
| 4Q15 | 69.3 | 69.3 | 69.3 | 69.3 | 69.3 | 69.3 | 69.3 | | | | | |
| 1Q16 | 70.6 | 70.6 | 70.6 | 70.6 | 70.6 | 70.6 | 70.6 | 70.6 | | | | |
| 2Q16 | | 68.8 | 68.8 | 68.8 | 68.8 | 68.8 | 68.8 | 68.8 | 68.8 | | | |
| 3Q16 | | | 70.1 | 70.1 | 70.1 | 70.1 | 70.1 | 70.1 | 70.1 | 70.1 | | |
| 4Q16 | | | | 76.7 | 76.7 | 76.7 | 76.7 | 76.7 | 76.7 | 76.7 | 76.7 | |
| 1Q17 | | | | | 76.5 | 76.5 | 76.5 | 76.5 | 76.5 | 76.5 | 76.5 | 76.5 |
| 2Q17 | | | | | | 75.6 | 75.6 | 75.6 | 75.6 | 75.6 | 75.6 | 75.6 |
| 3Q17 | | | | | | | 79.6 | 79.6 | 79.6 | 79.6 | 79.6 | 79.6 |
| 4Q17 | | | | | | | | 77.6 | 77.6 | 77.6 | 77.6 | 77.6 |
| 1Q18 | | | | | | | | | 78.0 | 78.0 | 78.0 | 78.0 |
| 2Q18 | | | | | | | | | | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| 3Q18 | | | | | | | | | | | 76.2 | 76.2 |
| 4Q18 | | | | | | | | | | | | 76.9 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG 유플러스 서비스매출은 증가,
단말매출은 감소 추세

동일한 조건을 LG유플러스 실적에 대입해보면, 서비스수익은 과거에는 기존 대비 금액이 낮게 반영되나, 시간이 경과함에 따라 점점 증가하는 모습이다. 이는 선택 약정할인 가입자수가 많아질수록 서비스수익에서 매출 차감되는 비중이 줄어들기 때문이다. 반대로 단말수익은 과거에는 기존 회계 기준보다 높은 금액이 매출액으로 반영되는 반면, 시간이 지날수록 점점 차이가 줄어들어 가는 모습이다. 이 역시 선택 약정할인 가입자가 늘어나면서 과거에는 단말수익에서 차감하지 않았던 고객획득 비용 차감이 반영됐기 때문이다.

표5 LG유플러스 IFRS 15 도입에 따른 서비스수익 변동 시나리오

| (십억원, 원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 서비스수익(기존) | 1,225.7 | 1,250.8 | 1,259.5 | 1,265.8 | 1,271.9 | 1,303.2 | 1,308.3 | 1,296.5 | 1,264.7 | 1,280.2 | 1,275.1 | 1,269.8 |
| 서비스수익(IFRS 15) | 1,158.7 | 1,191.4 | 1,206.8 | 1,221.2 | 1,234.7 | 1,273.9 | 1,286.0 | 1,268.9 | 1,258.6 | 1,281.1 | 1,283.8 | 1,286.4 |
| 서비스수익 (스마트폰 가입자) | 1,128.7 | 1,130.5 | 1,140.3 | 1,158.3 | 1,161.4 | 1,189.8 | 1,207.2 | 1,202.2 | 1,199.8 | 1,225.4 | 1,233.3 | 1,240.9 |
| 스마트폰 가입자 | 10,389 | 10,555 | 10,805 | 11,083 | 11,347 | 11,639 | 11,924 | 12,271 | 12,290 | 12,611 | 12,753 | 12,894 |
| 스마트폰 ARPU | 36,214 | 35,701 | 35,179 | 34,840 | 34,117 | 34,076 | 33,748 | 32,657 | 32,542 | 32,390 | 32,233 | 32,079 |
| 서비스수익 (공시지원금 가입자) | 1,015.4 | 979.3 | 952.1 | 925.6 | 889.3 | 873.6 | 852.1 | 815.7 | 803.5 | 792.0 | 765.7 | 739.5 |
| 공시지원금 가입자 | 9,300 | 9,084 | 8,951 | 8,773 | 8,597 | 8,444 | 8,307 | 8,118 | 8,020 | 7,928 | 7,689 | 7,448 |
| 서비스 ARPU (공시지원금) | 36,395 | 35,934 | 35,456 | 35,169 | 34,480 | 34,487 | 34,191 | 33,494 | 33,396 | 33,297 | 33,198 | 33,099 |
| 서비스수익 (선택약정 가입자) | 113.3 | 151.2 | 188.2 | 232.8 | 272.1 | 316.2 | 355.1 | 386.4 | 396.4 | 433.4 | 467.5 | 501.4 |
| 선택약정 가입자 | 1,089 | 1,471 | 1,854 | 2,310 | 2,750 | 3,195 | 3,617 | 4,153 | 4,271 | 4,683 | 5,065 | 5,446 |
| 서비스 ARPU(선택약정) | 34,668 | 34,262 | 33,841 | 33,589 | 32,983 | 32,989 | 32,729 | 31,020 | 30,937 | 30,853 | 30,769 | 30,684 |
| 서비스수익 (스마트폰 가입자) | 30.0 | 60.9 | 66.5 | 62.9 | 73.4 | 84.1 | 78.8 | 66.7 | 58.7 | 55.7 | 50.5 | 45.5 |
| 非스마트폰 가입자 | 1,875 | 1,760 | 1,634 | 1,508 | 1,376 | 1,269 | 1,168 | 1,042 | 955 | 877 | 804 | 737 |
| 非스마트폰 ARPU | 5,337 | 11,525 | 13,556 | 13,905 | 17,777 | 22,086 | 22,474 | 21,339 | 20,500 | 21,167 | 20,943 | 20,567 |
| 단말수익(기존) | 537.8 | 638.8 | 477.9 | 769.0 | 590.9 | 676.1 | 682.4 | 923.8 | 637.3 | 686.2 | 656.0 | 855.5 |
| 단말수익(IFRS 15) | 592.6 | 693.2 | 510.6 | 808.7 | 611.5 | 688.3 | 683.2 | 909.4 | 634.1 | 678.8 | 643.0 | 833.5 |
| 단말수익(공시지원금) | 464.6 | 515.1 | 357.9 | 531.5 | 374.4 | 389.4 | 353.7 | 425.7 | 282.3 | 289.5 | 254.9 | 313.7 |
| 단말수익(선택약정할인) | 128.0 | 178.1 | 152.7 | 277.1 | 237.1 | 298.8 | 329.5 | 483.7 | 351.8 | 389.4 | 388.1 | 519.8 |
| 단말기 ASP | 454,813 | 490,170 | 390,075 | 609,168 | 467,941 | 495,241 | 474,108 | 619,211 | 458,583 | 485,336 | 464,626 | 606,827 |
| 총판매(천명) | 1,324 | 1,425 | 1,316 | 1,338 | 1,325 | 1,420 | 1,486 | 1,532 | 1,437 | 1,455 | 1,446 | 1,440 |
| 신규 공시지원금 비중 | 75% | 70% | 65% | 60% | 55% | 50% | 45% | 40% | 37% | 34% | 31% | 28% |
| 신규 선택약정 비중 | 25% | 30% | 35% | 40% | 45% | 50% | 55% | 60% | 63% | 66% | 69% | 72% |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

판매수수료는 무선 24개월,
유선 26개월 배분

LG유플러스 판매수수료는 무선(비중 70%) 24개월, 유선(30%) 36개월로 나누어 배분했다. 마케팅비용을 많이 집행할 경우 비용 이연 효과로 인해 해당 분기에는 개선된 실적이 나타나는 반면, 이후부터 비용 부담이 커지는 효과가 발생한다.

표6 LG유플러스 IFRS 15 도입에 따른 판매수수료 변동 시나리오

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 판매수수료 (기존) | 344.6 | 402.3 | 381.4 | 360.6 | 398.1 | 456.7 | 476.1 | 487.6 | 382.5 | 371.5 | 373.2 | 372.5 |
| 판매수수료 (IFRS 15) | 403.0 | 413.3 | 396.8 | 374.2 | 383.3 | 410.7 | 430.5 | 450.3 | 402.5 | 401.1 | 401.6 | 402.0 |
| 관리수수료 | 58.3 | 81.6 | 79.0 | 61.7 | 75.6 | 97.7 | 113.2 | 126.6 | 77.5 | 77.9 | 79.2 | 80.4 |
| 모집+유지수수료 | 344.7 | 331.7 | 317.8 | 312.5 | 307.6 | 313.0 | 317.3 | 323.6 | 325.0 | 323.2 | 322.4 | 321.6 |
| 2Q13 | 10.0 | | | | | | | | | | | |
| 3Q13 | 10.7 | 10.7 | | | | | | | | | | |
| 4Q13 | 11.3 | 15.5 | 11.3 | | | | | | | | | |
| 1Q14 | 13.6 | 17.1 | 13.6 | 13.6 | | | | | | | | |
| 2Q14 | 50.3 | 13.5 | 11.2 | 11.2 | 11.2 | | | | | | | |
| 3Q14 | 47.9 | 63.3 | 10.6 | 10.6 | 10.6 | 10.6 | | | | | | |
| 4Q14 | 35.5 | 40.3 | 35.5 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | | | | | |
| 1Q15 | 35.4 | 38.5 | 35.4 | 35.4 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | | | | |
| 2Q15 | 30.6 | 35.4 | 30.6 | 30.6 | 30.6 | 6.8 | 6.8 | 6.8 | 6.8 | | | |
| 3Q15 | 33.3 | 39.0 | 33.3 | 33.3 | 33.3 | 33.3 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | | |
| 4Q15 | 33.9 | 39.4 | 33.9 | 33.9 | 33.9 | 33.9 | 33.9 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | |
| 1Q16 | 32.2 | 38.8 | 32.2 | 32.2 | 32.2 | 32.2 | 32.2 | 32.2 | 7.2 | 7.2 | 7.2 | 7.2 |
| 2Q16 | | 45.3 | 36.1 | 36.1 | 36.1 | 36.1 | 36.1 | 36.1 | 36.1 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 3Q16 | | | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 7.6 | 7.6 |
| 4Q16 | | | | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 7.5 |
| 1Q17 | | | | | 36.3 | 36.3 | 36.3 | 36.3 | 36.3 | 36.3 | 36.3 | 36.3 |
| 2Q17 | | | | | | 40.4 | 40.4 | 40.4 | 40.4 | 40.4 | 40.4 | 40.4 |
| 3Q17 | | | | | | | 40.8 | 40.8 | 40.8 | 40.8 | 40.8 | 40.8 |
| 4Q17 | | | | | | | | 40.6 | 40.6 | 40.6 | 40.6 | 40.6 |
| 1Q18 | | | | | | | | | 34.3 | 34.3 | 34.3 | 34.3 |
| 2Q18 | | | | | | | | | | 33.0 | 33.0 | 33.0 |
| 3Q18 | | | | | | | | | | | 33.1 | 33.1 |
| 4Q18 | | | | | | | | | | | | 32.9 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤 IFRS 15 도입 영향

제공된 정보를 바탕으로 시계열을 길게 추정해보면 SK텔레콤의 서비스수익은 과거와 IFRS 15 회계 기준간 차이가 크게 발생하지 않는다. 선택약정할인 가입자에 대한 회계 처리 방식은 이전과 동일하며, 공시지원금 가입자에 대한 회계 처리도 전체 단말 유통의 약 20%만 적용되기 때문이다. 오히려 손익에 영향을 많이 미치는 요인은 판매수수료의 변화이며, 2017년 공격적인 마케팅 효과가 2018년 실적에 부담으로 작용할 전망이다.

표7 SK텔레콤 IFRS 15 도입에 따른 손익 영향 추정

| (십억원) | 기존 회계 기준 | | | | IFRS 15 회계 기준 | | | |
|-------|----------|----------|----------|----------|---------------|----------|----------|----------|
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 17,091.8 | 17,520.0 | 17,388.0 | 17,536.2 | 17,047.5 | 17,551.0 | 17,252.3 | 17,453.0 |
| 서비스수익 | 10,810.9 | 10,865.1 | 10,611.1 | 10,438.7 | 10,766.5 | 10,896.1 | 10,475.4 | 10,355.6 |
| 영업비용 | 15,556.1 | 15,983.5 | 15,843.7 | 15,967.6 | 15,644.5 | 15,847.2 | 15,825.3 | 15,962.5 |
| 판매수수료 | 2,778.7 | 2,968.6 | 2,965.8 | 2,985.8 | 2,867.1 | 2,832.3 | 2,947.4 | 2,980.8 |
| 광고선전비 | 438.5 | 522.8 | 458.9 | 479.0 | 438.5 | 522.8 | 458.9 | 479.0 |
| 영업이익 | 1,535.7 | 1,536.5 | 1,544.3 | 1,568.6 | 1,403.0 | 1,668.5 | 1,427.0 | 1,490.5 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG유플러스 IFRS 15 도입 영향

LG유플러스의 경우 서비스수익과 단말수익이 반대로 움직이면서 전체 매출액 변동폭을 상쇄한다. LG유플러스 역시 판매수수료 배분이 실적에 가장 큰 영향을 미칠 전망이다. 경쟁사와 동일하게 작년 마케팅비용을 과다 집행함에 따라 2017년 영업이익은 크게 개선되는 반면, 2018년 영업이익 베이스는 낮아지는 효과가 발생한다. 시나리오 분석에 앞서 언급한 바와 같이 현재 공개된 정보만으로 정확한 IFRS 15 실적을 추정하기란 불가능하며, 서비스수익과 단말수익의 방향성과 판매수수료 이연 효과를 이해하는 차원에서 참고하길 바란다.

표8 LG유플러스 IFRS 15 도입에 따른 손익 영향 추정

| (십억원) | 기존 회계 기준 | | | | IFRS 15 회계 기준 | | | |
|-------|----------|----------|----------|----------|---------------|----------|----------|----------|
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 11,451.0 | 12,279.4 | 12,112.4 | 12,244.7 | 11,409.0 | 12,182.2 | 12,086.9 | 12,260.7 |
| 서비스수익 | 5,001.8 | 5,179.9 | 5,089.7 | 5,018.7 | 4,778.1 | 5,063.5 | 5,109.7 | 5,155.4 |
| 단말수익 | 2,423.5 | 2,873.2 | 2,834.9 | 2,819.2 | 2,605.2 | 2,892.3 | 2,789.4 | 2,698.5 |
| 영업비용 | 10,704.6 | 11,453.1 | 11,260.2 | 11,374.2 | 10,803.1 | 11,309.3 | 11,367.8 | 11,454.6 |
| 판매수수료 | 1,488.8 | 1,818.5 | 1,499.7 | 1,486.3 | 1,587.4 | 1,674.7 | 1,607.2 | 1,566.7 |
| 광고선전비 | 377.2 | 433.0 | 443.8 | 453.3 | 377.2 | 433.0 | 443.8 | 453.3 |
| 영업이익 | 746.5 | 826.3 | 852.1 | 870.5 | 605.8 | 872.9 | 719.1 | 806.1 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

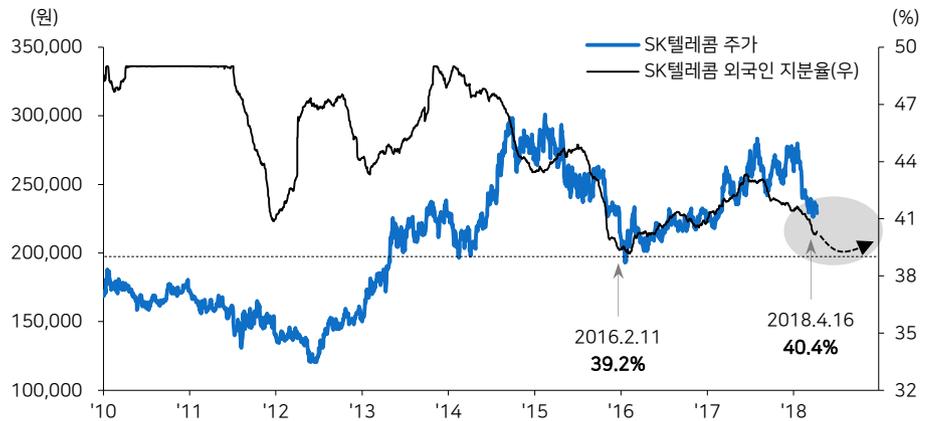
외국인 수급과 통신업종 투자전략

SK텔레콤은 추가적인
외국인 이탈 제한적

낮은 주가 수준에도 외국인 매도세는 지속

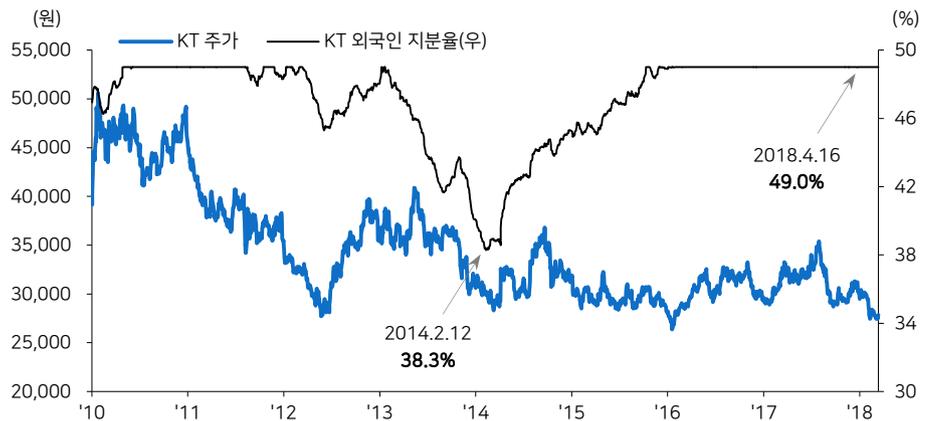
정부의 통신비 인하 규제가 실적에 고스란히 반영되면서 국내 통신업종에 대한 외국인 이탈이 지속되고 있다. 다만, SK텔레콤 외국인 지분율은 현재 40.4%로 2010년 이후 최저점(39.2%)에 근접함에 따라 추가적인 이탈이 제한적이라는 판단이다. 물론 정부의 통신비 인하 규제로 인해 영업 환경이 과거와 비교해 더욱 악화된 것은 사실이나, KT는 정부가 통신비 인하를 강행하기 전후 외국인 지분율 변동 없이 49%를 유지한다는 사실이 이를 뒷받침한다.

그림8 SK텔레콤 주가와 외국인 지분율 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 KT 주가와 외국인 지분율 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

투자전략 측면에서
SK 텔레콤, LG 유플러스 주목

통신업종 투자전략

투자전략 측면에서 6월 이전에는 SK텔레콤, 6월부터는 LG유플러스로 대응함이 바람직하다. 최근 대법원의 통신요금 원가공개 판결에 이어 기초요금 수급자 요금 감면 법안 통과로 요금 인하 이슈가 재부각되고 있다. 이달 말에는 규제개혁위원회의 보편요금제 심사 절차도 남아 있어 한동안 이를 둘러싼 노이즈는 지속될 전망이다. 기업의 펀더멘털이 악화됨에 따라 개별 종목 이슈가 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있다. 현대중공업, 효성, 현대차 등 주요 대기업들에 이어 SK그룹 지배구조 개편 가능성에 대한 시장의 관심이 높아지고 있다. SK그룹이 지배구조 개편에 착수한다면 주주가치에 중점을 둔 변화일 가능성이 크다는 점에서 긍정적이다. 작년 8월 외국인 지분을 한도 초과로 MSCI 지수에서 편출된 LG유플러스는 수급 이슈가 해소되면서 오는 8월 MSCI 지수 재편입 가능성이 높아 졌다. 해당 이슈는 6월부터 부각될 전망이다.

그림10 SK텔레콤 지배구조 개편 관련 발언 정리



제주도 애널리스트 간담회(17/09/12)

“한국의 알파벳(Alphabet)이 될 수 있다”, “고려할 만한 여건이 됐다”

CES2018(18/01/06)

“거시 경기가 좋은 점을 고려했을 때 (전환을) 고려할 만한 여건은 된다고 본다”

4Q17 실적 컨퍼런스콜(18/02/05)

“중간지주사 전환 등을 다각도로 고려 중”

MWC2018(18/02/28)

“하이닉스 자회사 구조를 어떻게 하면 잘 만들 수 있을까 고민 중”
“일본 소프트뱅크 형태의 종합 ICT 회사가 나와야 한다”

주주총회 후 기자간담회(18/03/21)

“인적분할 후 중간 지주사 설립보다 더 나은 방법 구상 중”

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 LG유플러스, 작년 8월 MSCI 지수 편출에 따른 주가 변동



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

요금 인하를 둘러싼 논쟁 지속

대법원, 통신요금 원가공개 판결

대법원, 통신요금 원가공개 판결

대법원은 지난 12일 참여연대가 미래창조과학부 장관을 상대로 낸 정보공개 거부 처분 취소소송 상고심에서 통신요금 원가 산정 근거자료 일부를 공개하라고 판결한 원심을 확정했다. 해당 사안이 통신사들의 실적 악화로 직결되는 이슈는 아니지만, 원가보상비율 100%를 상회하는 현 시점에서 시민단체들의 요금 인하 압박으로 이어질 수 있다는 점에서 부정적이다. 한편, 다음 날인 13일에는 규제개혁위원회가 기초연금 수급자에 대한 11,000원 요금 감면 내용을 담은 전기통신사업법 개정안을 심사 후 통과시켰다. 정부 추산 통신비 절감 금액은 3사 합산 약 2천억원으로 이동통신 사업자들의 수익성 하락으로 이어질 전망이다.

그럼에도 낮은 보편 요금제 도입 가능성

국정감사 결과보고서 내용 상 보편요금제 도입에 부정적

통신비 인하 이슈가 다시 재부각 되고 있으나, 그럼에도 불구하고 보편요금제 도입 가능성은 여전히 낮다. 2017년 국정감사 결과보고서에 따르면 국회 과방위 위원 대다수가 보편요금제 도입에 반대하는 것으로 파악됐다. 정부가 6월 보편요금제 도입 내용을 담은 전기통신사업법 개정안을 발의한다 해도 국회 상임위원회 통과가 어려울 전망이다. 통신사들의 자발적인 요금제 개편 및 소비자 혜택 강화 방안도 보편요금제 도입 가능성을 낮추는 요인이다. 지난 가계통신비 정책협의회의 내용 중 정부 측의 발언대로 시장 이해관계자들이 납득할 만한 수준의 통신비 인하 방안을 통신사들 스스로가 찾아 낼 경우 보편요금제 도입을 유보할 수 있다는 입장 때문이다.

그림12 2017 국정감사 결과보고서 내용 중 보편요금제 관련 부분

| 사항별 | 주요감사실시내용 |
|--------|--|
| <통신정책> | <ul style="list-style-type: none"> ○ 단말기 완전자급제를 도입하여 유통구조를 혁신할 필요가 있으며, 단말기 완전자급제 도입 관련 시뮬레이션을 통해 통신비 인하 효과 및 예상되는 문제점을 적극적으로 검토할 필요 ○ 이동통신 유통망에 대한 현황 파악이 미진한 상황이므로 종사자 수와 점포 수 등 유통망 실태를 면밀히 조사하고, 단말기 완전자급제 도입시 유통망에 미치는 영향을 분석할 필요 ○ 정부가 추진 중인 '보편요금제'는 영업의 자유와 재산권을 침해하여 위헌 소지가 있으며 통신시장의 경쟁을 저해한다는 지적이 있으므로, 인위적인 규제보다는 건전한 경쟁 활성화 방안을 마련하고 주파수할당대가 및 전파사용료 등을 포함한 통신비 인하 방안을 다각도로 검토할 필요 |

자료: 과학기술정보통신위원회, 메리츠증권 리서치센터

주주가치 중심의 SK텔레콤 지배구조 변화

공정거래법 개정안 도입 시
지배구조 개편 불가피

SK 그룹 지배구조 개편의 이유

현재 발의된 공정거래법 개정안 중 SK그룹에 해당되는 법안은 '자회사 행위요건 강화'이다. 자회사 행위요건 강화는 지주회사의 편법적 지배력 강화를 차단하기 위해 자회사의 의무 보유지분을 상장사의 경우 20% → 30%, 비상장사의 경우 40% → 50%로 보유해야 한다는 법안이다. 이 경우, SK그룹은 SK텔레콤과 SK하이닉스 추가 지분 취득에 약 6.7조원 이상의 현금이 필요하게 된다. 다만, 금산 분리 강화나 순환출자 해소 등 시일 내 변화를 요구하는 상황이 아닌 만큼 시간적 여유를 가지고 변화를 추진할 전망이다.

표9 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

지주회사 등의 행위제한 중

현행

자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의 40 [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권 거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 100분의 20으로 한다.

개정안 발의내용

자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의 50 [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권 거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤 지주회사의 자회사인 경우에는 100분의 30으로 한다.

주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의

자료: 의안정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

표10 주요 지주회사의 자회사 의무 지분 비율 상승시 예상 소요 금액

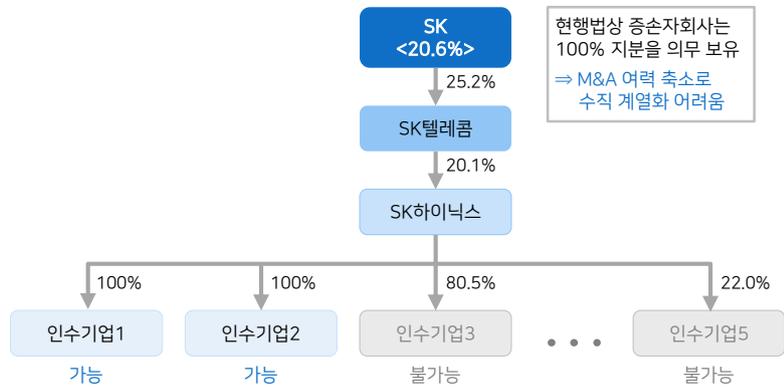
| 지주회사 | 자회사 | 손자회사 | 지분율(%) | 예상소요금액(억원) |
|-------|---------|---------|--------|------------|
| SK | SK텔레콤 | | 25.2 | 9,050 |
| | | SK하이닉스 | 20.1 | 58,595 |
| | | SK바이오랜드 | 27.9 | 68 |
| 합계 | | | | 67,712 |
| 롯데지주 | 롯데제과 | | 8.2 | 1,597 |
| | | 롯데쇼핑 | 25.9 | 2,704 |
| | | 롯데칠성 | 19.3 | 1,312 |
| | | 롯데푸드 | 22.1 | 592 |
| 합계 | | | | 6,204 |
| 현대모비스 | 현대중공업 | | 27.8 | 2,009 |
| 코오롱 | 코오롱생명과학 | | 20.3 | 975 |

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

SK 그룹 경영 효율화를 위한
자발적인 변화가 필요한 시점

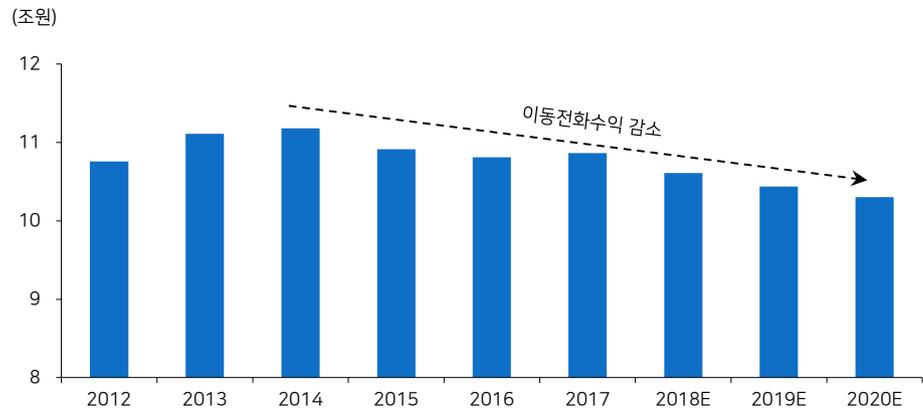
공정거래법 개정안과는 별개로 SK그룹 내부적으로 경영 효율화 차원에서 자발적인 변화가 필요한 시점이다. SK하이닉스는 현행법 상 증손자회사 지분을 100% 보유해야 하는 의무로 M&A 여력이 축소되어 반도체 수직 계열화에 차질을 빚고 있다. SK텔레콤은 통신비 인하 규제 등 영업 환경의 악화로 다가오는 4차 산업혁명 시대에는 기존 이동통신(MNO) 사업 외 비통신 사업 비중을 크게 확대할 계획이다. 비통신 사업의 전문성 및 독립성 강화를 위해서는 지금보다 개선된 지배구조 개편 필요성이 대두되고 있다. 분할의 방법에 있어서는 인적분할과 물적분할 가능성을 모두 염두해 두고 대응함이 바람직하다.

그림13 현행법 상 SK하이닉스 수직 계열화에 어려움



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 SK텔레콤 이동전화수익 매년 감소 추세



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK 텔레콤 지배구조 개편 시나리오

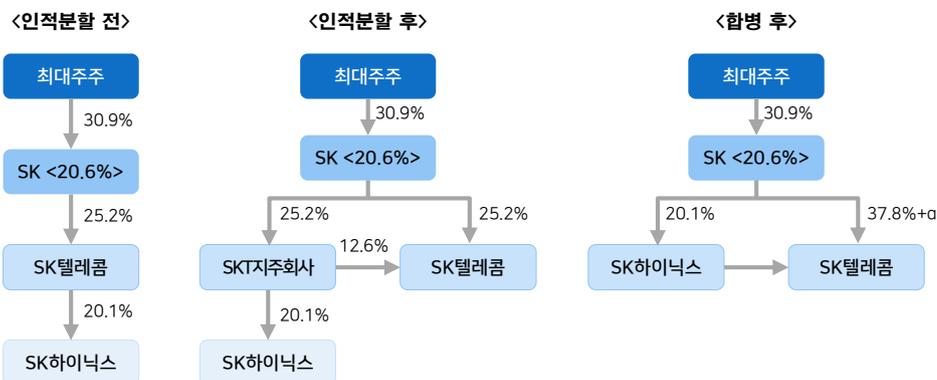
SK 텔레콤 인적분할 시나리오

SK텔레콤을 인적분할할 경우 중간지주사인 SKT지주회사에 SK하이닉스 지분을 넘기고, SKT지주회사와 (주)SK가 합병하게 된다. 이 경우 자사주 분할에 따른 신주 배정으로 SK텔레콤에 대한 (주)SK 지분율이 37.8%로 확대되고, SK하이닉스가 자회사로 전환됨에 따라 반도체 수직 계열화에 유리한 구조가 된다. 반면, 합병 성사를 위해서 각 주주총회 특별결의를 통과해야 하며, 합병 과정에서 대주주 지분율 희석 가능성이 존재한다는 단점이 있다.

SK 텔레콤 물적분할 시나리오

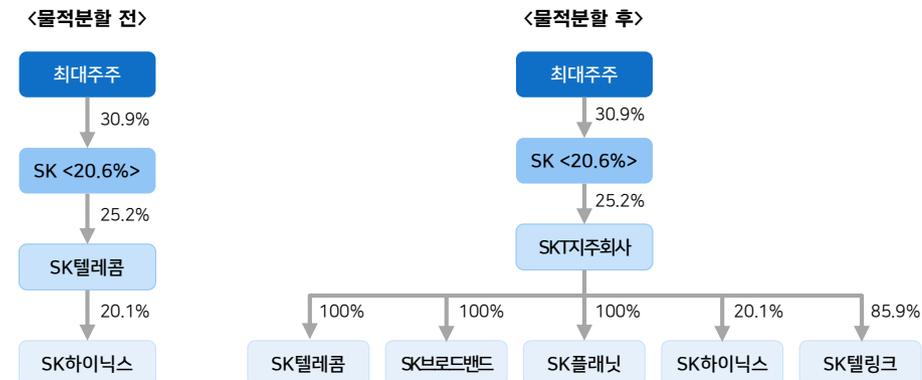
두 번째는 SK텔레콤 물적분할 후 중간지주사가 통신업을 포함한 ICT 사업을 총괄하는 시나리오다. 이 경우 신사업에 따른 위험을 분산할 수 있고, 각각의 기업 가치 부각이 가능하다는 장점이 있는 반면, 업의 성격이 지주회사로 바뀔에 따라 통신주를 매매한 기존 주주들의 이탈이 가능하다는 단점이 존재한다. 이를 위해 SK텔레콤 재상장 후 조달된 자금을 배당에 활용하는 방안 대두되고 있다.

그림15 인적분할 시나리오: SK텔레콤 중간지주사 설립 후 SK와 합병



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 물적분할 시나리오: 물적분할 후 중간지주사가 통신업을 포함한 ICT 사업을 총괄



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

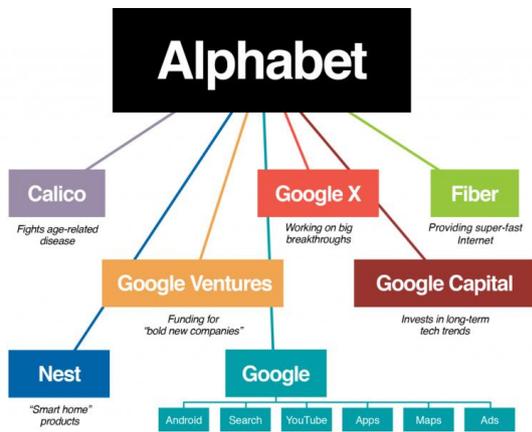
해외 지배구조 개편 사례:
구글(Google)

해외 물적분할 사례를 살펴보면, 구글은 지난 2015년 8월 지배구조를 개편해 알파벳을 지주회사로, 구글을 자회사로 편입시키는 방안을 발표했다. 인터넷 분야를 제외한 사업분야를 분리함으로써 자회사들의 전문성과 투명성을 강화하겠다는 의도다. 분할 자회사 대부분이 적자 사업부임에도 불구하고 각각의 성장성을 인정받아 구글 시가총액은 지배구조 개편 후 두 배 가까이 상승했다.

해외 지배구조 개편 사례:
소프트뱅크(Softbank)

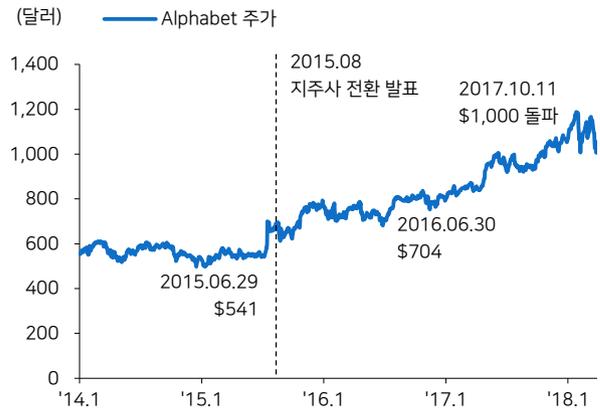
소프트뱅크그룹(SBG)은 올해 안에 이동통신 자회사를 도쿄 증권 거래소에 재상장할 전망이다. 상장 후 지분 70%를 유지하고 전체 주식의 30%만 시장에 유통하는 구체적인 방안까지 논의 중이다. 소프트뱅크 주가는 이동통신 자회사 재상장 소식에 일주일 간 약 +7.4% 상승하며 시장의 긍정적인 반응을 이끌어 냈다.

그림17 구글의 알파벳(Alphabet) 중간지주사 전환 후 지배구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 지배구조 개편 전후 알파벳(Alphabet) 주가



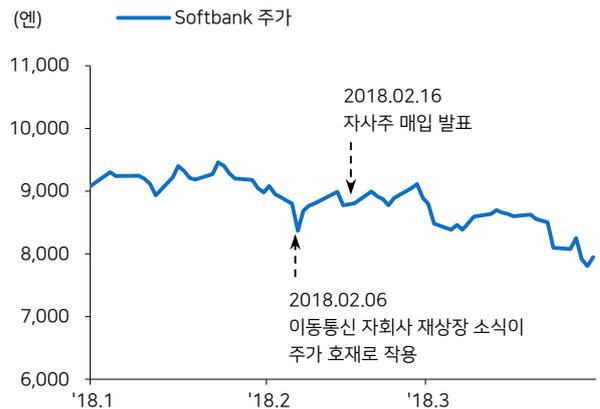
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 소프트뱅크 주요 자회사 현황

| SoftBank Corp. (In yen listing company) | | | | |
|--|---|--|--|---|
| SoftBank SoftBank Mobile Corp. Voting rights: 100% | Sprint Sprint Corporation Voting rights: 79.9% | SoftBank SoftBank BB Corp. Voting rights: 100% | GungHo GungHo Online Entertainment, Inc. Voting rights: 58.8% | YAHOO! Yahoo Japan Corporation Voting rights: 42.9% |
| WIRELESS CITY PLANNING Wireless City Planning Inc. Voting rights: 33.3% | Brightstar Brightstar Global Group Inc. Voting rights: 62.3% | SoftBank SoftBank Telecom Corp. Voting rights: 100% | Supercell Oy Supercell Oy Voting rights: 54.9% | Yanbuhi Corporation Yanbuhi Corporation Voting rights: 33.3% |
| Alibaba Group Alibaba Group Holding Limited Voting rights: 36.3% | renren Renren Inc. Voting rights: 42.2% | inMOBI inMOBI Pte. Ltd. Voting rights: 35.0% | Mobile Communications Segment Sprint Segment | Fixed-line Telecommunications Segment Inagrad Segment |

자료: Softbank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 소프트뱅크 이동통신 자회사 재상장 발표 후 주가흐름



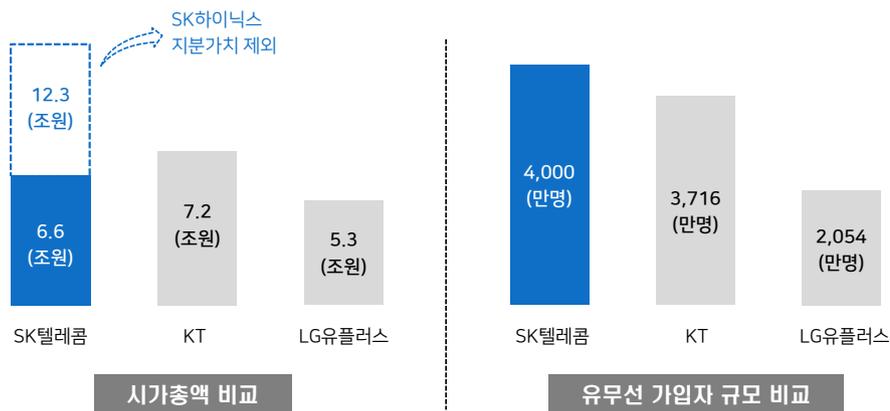
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

분할 후 SK 텔레콤 기업가치 상승은 자명

분할 후 SK 텔레콤 기업가치 상승 효과 기대

분할의 세부적 내용에 있어서는 논쟁이 있을 수 있으나, 분할 후 순수 통신업을 영위하는 SK 텔레콤의 기업가치 상승은 자명하다. SK하이닉스 지분가치를 제외한 순수 이동통신 사업자인 SK텔레콤의 기업가치는 6.6조원 수준으로 LG유플러스(5.3조원)와 큰 차이가 없다. 반면, SK 텔레콤의 유무선 가입자는 약 4,000만명으로, LG유플러스(2,054만명) 대비 두 배 가까이 많다.

그림21 통신 3사 시가총액 및 유무선 가입자 규모 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

통신서비스 1Q18 Preview

SK 텔레콤(017670)

Buy, TP 300,000 원

1Q18 Preview : 실적보단 지배구조 개편에 높은 관심

시장 컨센서스 하회 전망

SK텔레콤의 1Q18 매출액과 영업이익은 각각 4조 2,449억원(+0.2% YoY), 3,743억원(-8.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 4조 3,214억원, 영업이익 4,004억원)를 하회할 전망이다. 1Q18 번호이동시장(MNP) 경쟁이 완화되면서 마케팅 비용 부담은 줄었으나, 선택약정할인 가입자 비중 증가로 이동전화수익이 감소하면서 수익성에 부담으로 작용했다. 다만, 1Q17 발생한 일회성 요인(접속료 소송 승소 350억원, 부가세 환급금 200억원 등) 감안 시 무난한 실적이라고 판단한다.

양호한 유선 실적
플래닛 적자폭 개선은 다소 둔화

SK브로드밴드는 1Q18에도 양호한 실적을 기록할 전망이다. 초고속인터넷과 IPTV 사업부의 가입자 및 ARPU 성장이 수익성 개선으로 이어지며 1Q18 영업이익 317억원(+15.9% YoY)을 예상한다. 아직까지 유선 사업이 전사 영업이익에서 차지하는 비중은 작지만 SK브로드밴드는 작년에 이어 올해도 +14.6% 고성장이 기대된다. 다만, 작년 동사의 주요 투자포인트였던 SK플래닛 영업적자폭 개선 추이는 시장 프로모션 강화 등의 이유로 1Q18에는 다소 주춤할 전망이다.

관심은 지배구조 개편

SK텔레콤은 경쟁사들과 달리 IFRS 15 도입에 따른 재무제표 변화가 가장 적다. 단말기 유통을 그룹사인 SK네트웍스가 담당하면서 단말 매출 인식에 따른 서비스 수익 차감 효과가 거의 발생하지 않기 때문이다. 따라서 투자자들의 관심은 1Q18 실적이나 IFRS 15 도입이 아닌 동사의 지배구조 개편에 향해있다. 인적분할 혹은 물적분할 가능성이 대두되고 있으나, 분할의 방식과 상관없이 주주가치 중심의 지배구조 개편이라는 점에서 긍정적이다.

표11 SK텔레콤 1Q18 Preview

| (십억원) | 1Q18E | 1Q17 | (% YoY) | 4Q17 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 매출액 | 4,244.9 | 4,234.4 | 0.2 | 4,497.3 | -5.6 | 4,321.4 | -1.8 |
| 이동전화수익 | 2,671.8 | 2,686.0 | -0.5 | 2,716.6 | -1.6 | | |
| 망접속정산수익 | 155.4 | 172.7 | -10.0 | 156.7 | -0.8 | | |
| 신규사업 및 기타 | 233.4 | 229.3 | 1.8 | 240.6 | -3.0 | | |
| 기타판매 | 1,184.3 | 1,146.4 | 3.3 | 1,383.4 | -14.4 | | |
| 영업이익 | 374.3 | 410.5 | -8.8 | 310.4 | 20.6 | 400.4 | -6.5 |
| 세전이익 | 934.0 | 724.2 | 29.0 | 926.6 | 0.8 | 913.3 | 2.3 |
| 당기순이익 | 723.9 | 583.5 | 24.1 | 660.6 | 9.6 | 744.2 | -2.7 |

자료: SK텔레콤, 메리츠증권리서치센터

KT(030200)

Buy, TP 38,000 원

1Q18 Preview : 유선 1 위 사업자가 부각될 수 있는 시기

시장 컨센서스 하회 전망

KT의 1Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 5조 5,700억원(-0.7% YoY), 3,882억원(-6.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 5조 7,229억원, 영업이익 3,910억원)를 하회할 전망이다. 번호이동시장 축소로 마케팅비용 감소가 예상되나, 신규 가입자 중 선택약정할인을 선택하는 비중이 60% 가까이 늘어나면서 무선서비스 수익이 전년 대비 -2.9% 감소할 전망이다.

연결 자회사 실적 둔화

1Q18 연결 자회사들의 실적이 다소 부진할 전망이다. BC카드의 기저효과를 기대했으나 시장 예상보다 관광객 회복이 더디게 나타나고 있고, KT SAT은 작년 신규 위성 발사에 따른 감가상각비가 올해부터 분기당 약 50억원씩 반영되면서 실적 악화가 예상된다. 나스미디어 역시 1분기 광고시장 비수기를 맞아 성장세가 다소 둔화된 것으로 파악된다. 따라서, 별도보다 연결 기준 실적에서 다소 부진한 실적을 기록할 전망이다.

초고속인터넷/IPTV 수익성 개선이 반가운 유선 1 위 사업자

기존 사업부 실적이 대부분 부진한 가운데 초고속인터넷과 IPTV는 꾸준히 외형 성장 및 수익성 개선을 이어가고 있다. 초고속인터넷과 IPTV 사업부는 각각 기가 인터넷과 UHD 가입자 성장에 힘입어 전년 동기 대비 +4.1%, +15.9% 매출 성장이 예상되며, 특히 IPTV의 경우 올해 전사 영업이익률 수준까지 마진이 개선되면서 하반기 실적 개선 기대감을 높이고 있다. 정부의 통신비 인하 규제로 무선 사업에 대한 기대감이 낮아지고 있는 상황에서 초고속인터넷과 IPTV의 동반 성장은 유선 사업부 비중이 가장 큰 동사의 미래 성장 동력으로 부각될 전망이다.

표12 KT 1Q18 Preview

| (십억원) | 1Q18E | 1Q17 | (% YoY) | 4Q17 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 매출액 | 5,570.0 | 5,611.7 | -0.7 | 6,106.6 | -8.8 | 5,722.9 | -2.7 |
| 무선수익 | 1,741.8 | 1,793.9 | -2.9 | 1,811.4 | -3.8 | | |
| 유선수익 | 1,183.7 | 1,254.3 | -5.6 | 1,202.6 | -1.6 | | |
| 미디어/컨텐츠 | 608.8 | 519.7 | 17.1 | 584.8 | 4.1 | | |
| 금융/렌탈 | 829.6 | 847.0 | -2.1 | 892.8 | -7.1 | | |
| 기타서비스 | 549.6 | 533.7 | 3.0 | 566.7 | -3.0 | | |
| 상품수익 | 656.5 | 663.1 | -1.0 | 1,048.4 | -37.4 | | |
| 영업이익 | 388.2 | 417.0 | -6.9 | 134.2 | 189.3 | 391.0 | -0.7 |
| 세전이익 | 285.7 | 318.0 | -10.1 | -113.1 | -352.6 | 318.5 | -10.3 |
| 당기순이익 | 214.3 | 224.3 | -4.5 | -122.5 | -275.0 | 229.4 | -6.6 |

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

LG 유플러스(032640)

Buy, TP 16,000 원

1Q18 Preview : 무선 가입자 순증 지속

시장 컨센서스 부합 전망

LG유플러스의 1Q18 매출액과 영업이익은 각각 2조 9,037억원(+0.8% YoY), 2,106억원(+3.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 3조 14억원, 영업이익 2,128억원)에 부합할 전망이다. 번호이동시장(MNP) 축소에도 불구하고 가입자 순증은 1Q18에도 지속됐다. 지난 2월 출시한 '완전무제한 요금제' 등 고가 가입자 유치에 적극적으로 대응하면서 88,000원 이상 고ARPU 가입자 유치가 기존 1.7%에서 10%대로 상승했다.

**유선 사업부 호조 지속
e-Biz 사업은 성장세 둔화 예상**

유선 사업부는 가입자 순증세가 지속되는 가운데 수익성이 빠르게 개선되고 있다. 특히, IPTV 사업부 영업이익률은 이미 전사 영업이익률 수준까지 도달한 것으로 파악된다. 매 분기 두자릿수 성장세를 나타내던 e-Biz는 1Q18 성장세가 다소 둔화될 전망이다. 이미 포화 상태인 전자 결제 시장에 신규 사업자까지 가세하면서 향후 마케팅 경쟁은 더욱 치열해질 전망이다.

**IFRS 15 도입 영향과 케이블 TV
M&A에 투자자 관심 집중**

실적 외에 투자자들의 관심은 IFRS 15 도입에 따른 1Q18 실적 영향과 케이블 SO M&A에 있다. IFRS 15 도입으로 마케팅비용 상승이 예상되는 만큼 영업이익 베이스가 다소 하향 조정될 수 밖에 없다. 다만, 이는 단순한 회계기준의 변경일 뿐, 펀더멘털에 영향을 주는 요인이 아니라는 점을 명심해야 한다. 6월 유료방송 합산규제 일몰, 8월 MSCI 지수 재편입 등 긍정적인 뉴스를 앞두고 있어, 5월 이후부터 의미 있는 반등이 기대된다.

표13 LG유플러스 1Q18 Preview

| (십억원) | 1Q18E | 1Q17 | YoY (%) | 4Q17 | QoQ (%) | 컨센서스 | 차이 (%) |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 매출액 | 2,903.7 | 2,882.0 | 0.8 | 3,328.2 | -12.8 | 3,001.4 | -3.3 |
| 무선수익 | 1,374.1 | 1,366.0 | 0.6 | 1,396.1 | -1.6 | | |
| 유선수익 | 479.6 | 421.3 | 13.8 | 468.6 | 2.4 | | |
| 단말수익 | 555.4 | 590.9 | -6.0 | 923.8 | -39.9 | | |
| 임대수익 | 6.7 | 6.8 | -2.3 | 7.3 | -9.3 | | |
| 영업이익 | 210.6 | 202.9 | 3.8 | 201.3 | 4.6 | 212.8 | -1.0 |
| 세전이익 | 181.6 | 171.2 | 6.1 | 136.0 | 33.5 | 180.7 | 0.5 |
| 당기순이익 | 140.6 | 132.5 | 6.1 | 135.6 | 3.7 | 142.5 | -1.3 |

자료: LG유플러스, 메리츠증권리서치센터

SK 텔레콤 (017670)

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 17,091.8 | 17,520.0 | 17,388.0 | 17,536.2 | 17,755.4 |
| 매출액증가율 (%) | -0.3 | 2.5 | -0.8 | 0.9 | 1.2 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 17,091.8 | 17,520.0 | 17,388.0 | 17,536.2 | 17,755.4 |
| 판매관리비 | 15,556.1 | 15,983.4 | 15,843.7 | 15,967.6 | 16,175.6 |
| 영업이익 | 1,535.7 | 1,536.6 | 1,544.3 | 1,568.6 | 1,579.8 |
| 영업이익률 | 9.0 | 8.8 | 8.9 | 8.9 | 8.9 |
| 금융손익 | 248.2 | -67.1 | -136.5 | -71.4 | -68.8 |
| 중속/관계기업손익 | 544.5 | 2,245.7 | 2,616.4 | 3,067.7 | 3,092.6 |
| 기타영업외손익 | -232.3 | -312.1 | -176.5 | -159.8 | -160.5 |
| 세전계속사업이익 | 2,096.1 | 3,403.3 | 3,847.7 | 4,405.2 | 4,443.1 |
| 법인세비용 | 436.0 | 745.7 | 865.7 | 991.2 | 999.7 |
| 당기순이익 | 1,660.1 | 2,657.6 | 2,982.0 | 3,414.0 | 3,443.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 1,676.0 | 2,599.8 | 2,663.0 | 3,048.9 | 3,075.2 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 5,996.6 | 6,201.8 | 5,792.6 | 6,793.6 | 7,748.2 |
| 현금및현금성자산 | 1,505.2 | 1,457.7 | 1,084.2 | 2,045.1 | 2,940.4 |
| 매출채권 | 2,240.9 | 2,126.0 | 2,110.0 | 2,128.0 | 2,154.6 |
| 재고자산 | 259.9 | 272.4 | 270.4 | 272.7 | 276.1 |
| 비유동자산 | 25,301.0 | 27,226.9 | 28,580.3 | 30,156.1 | 31,845.4 |
| 유형자산 | 10,374.2 | 10,144.9 | 10,076.5 | 10,106.5 | 10,155.3 |
| 무형자산 | 5,708.8 | 5,502.0 | 5,502.0 | 5,502.0 | 5,502.0 |
| 투자자산 | 8,514.0 | 10,730.8 | 12,152.5 | 13,698.3 | 15,338.9 |
| 자산총계 | 31,297.7 | 33,428.7 | 34,372.9 | 36,949.6 | 39,593.6 |
| 유동부채 | 6,444.1 | 7,109.1 | 5,946.7 | 5,938.2 | 5,951.6 |
| 매입채무 | 402.5 | 351.7 | 349.1 | 352.0 | 356.4 |
| 단기차입금 | 2.6 | 130.0 | 130.0 | 130.0 | 130.0 |
| 유동성장기부채 | 1,190.2 | 1,833.7 | 710.0 | 658.0 | 607.0 |
| 비유동부채 | 8,737.1 | 8,290.4 | 8,191.7 | 8,139.6 | 8,103.6 |
| 사채 | 6,338.9 | 5,596.6 | 5,526.6 | 5,461.6 | 5,401.6 |
| 장기차입금 | 139.7 | 211.5 | 201.5 | 193.5 | 186.5 |
| 부채총계 | 15,181.2 | 15,399.5 | 14,138.4 | 14,077.9 | 14,055.1 |
| 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 | -226.2 | -234.7 | -234.7 | -234.7 | -234.7 |
| 이익잉여금 | 15,953.2 | 17,836.0 | 19,722.3 | 21,994.5 | 24,292.9 |
| 비지배주주지분 | 145.0 | 187.1 | 506.0 | 871.1 | 1,239.4 |
| 자본총계 | 16,116.4 | 18,029.2 | 20,234.4 | 22,871.8 | 25,538.5 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 4,243.2 | 3,855.8 | 6,166.2 | 6,765.7 | 6,884.5 |
| 당기순이익(손실) | 1,660.1 | 2,657.6 | 2,982.0 | 3,414.0 | 3,443.4 |
| 유형자산상각비 | 3,068.6 | 3,247.5 | 3,248.0 | 3,276.8 | 3,357.2 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 13.8 | -261.5 | -98.3 | 31.0 | 45.9 |
| 투자활동 현금흐름 | -2,462.2 | -3,070.6 | -4,611.1 | -4,886.5 | -5,078.3 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2,490.5 | -2,715.9 | -3,179.6 | -3,306.8 | -3,406.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -171.0 | -2,216.7 | -1,421.8 | -1,545.8 | -1,640.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -1,044.8 | -826.6 | -1,928.5 | -918.3 | -910.9 |
| 차입금의 증감 | 25.4 | 52.5 | -1,203.9 | -124.8 | -117.6 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 736.3 | -47.5 | -373.5 | 960.9 | 895.3 |
| 기초현금 | 768.9 | 1,505.2 | 1,457.7 | 1,084.2 | 2,045.1 |
| 기말현금 | 1,505.2 | 1,457.7 | 1,084.2 | 2,045.1 | 2,940.4 |

Key Financial Data

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 211,675 | 216,978 | 215,342 | 217,178 | 219,893 |
| EPS(지배주주) | 20,756 | 32,198 | 32,980 | 37,759 | 38,084 |
| CFPS | 58,203 | 58,881 | 90,417 | 97,396 | 98,325 |
| EBITDAPS | 57,022 | 59,250 | 59,350 | 60,009 | 61,142 |
| BPS | 197,799 | 220,967 | 244,328 | 272,468 | 300,934 |
| DPS | 10,000 | 10,000 | 11,000 | 11,000 | 11,000 |
| 배당수익률(%) | 4.5 | 3.7 | 4.9 | 4.9 | 4.9 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 10.8 | 8.3 | 6.8 | 5.9 | 5.9 |
| PCR | 3.8 | 4.5 | 2.5 | 2.3 | 2.3 |
| PSR | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| PBR | 1.1 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EBITDA | 4,604.3 | 4,784.2 | 4,792.2 | 4,845.5 | 4,937.0 |
| EV/EBITDA | 5.2 | 5.7 | 4.9 | 4.7 | 4.4 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.7 | 15.4 | 14.2 | 14.6 | 13.3 |
| EBITDA 이익률 | 26.9 | 27.3 | 27.6 | 27.6 | 27.8 |
| 부채비율 | 94.2 | 85.4 | 69.9 | 61.6 | 55.0 |
| 금융비용부담률 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| 이자보상배율(x) | 5.3 | 5.1 | 5.6 | 6.2 | 6.4 |
| 매출채권회전율(x) | 7.5 | 8.0 | 8.2 | 8.3 | 8.3 |
| 재고자산회전율(x) | 64.1 | 65.8 | 64.1 | 64.6 | 64.7 |

KT (030200)

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 22,743.7 | 23,387.3 | 23,029.6 | 23,126.3 | 23,045.0 |
| 매출액증가율 (%) | 2.1 | 2.8 | -1.5 | 0.4 | -0.4 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 22,743.7 | 23,387.3 | 23,029.6 | 23,126.3 | 23,045.0 |
| 판매관리비 | 21,303.7 | 22,012.0 | 21,591.8 | 21,673.4 | 21,570.1 |
| 영업이익 | 1,440.0 | 1,375.3 | 1,437.8 | 1,452.9 | 1,474.9 |
| 영업이익률 | 6.3 | 5.9 | 6.2 | 6.3 | 6.4 |
| 금융손익 | -219.0 | -238.2 | -230.3 | -165.8 | -230.4 |
| 중속/관계기업손익 | 2.6 | -13.9 | -10.0 | -13.5 | -12.6 |
| 기타영업외손익 | -96.6 | -286.2 | -186.8 | -162.7 | -170.0 |
| 세전계속사업이익 | 1,127.0 | 837.0 | 1,010.7 | 1,110.9 | 1,061.9 |
| 법인세비용 | 329.2 | 275.5 | 331.8 | 364.7 | 348.6 |
| 당기순이익 | 797.8 | 561.5 | 678.9 | 746.2 | 713.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 711.1 | 476.7 | 591.9 | 649.6 | 616.0 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 9,643.3 | 9,522.1 | 10,324.4 | 10,791.6 | 10,794.4 |
| 현금및현금성자산 | 2,900.3 | 1,928.2 | 2,846.6 | 3,282.4 | 3,311.6 |
| 매출채권 | 2,685.7 | 2,839.8 | 2,796.4 | 2,808.2 | 2,798.3 |
| 재고자산 | 378.0 | 457.7 | 450.7 | 452.6 | 451.0 |
| 비유동자산 | 20,944.4 | 20,058.5 | 19,739.6 | 19,828.7 | 20,141.7 |
| 유형자산 | 14,312.1 | 13,562.3 | 13,797.7 | 14,312.3 | 14,970.7 |
| 무형자산 | 3,022.8 | 2,632.7 | 2,094.2 | 1,664.5 | 1,322.6 |
| 투자자산 | 948.8 | 1,034.4 | 1,018.6 | 1,022.9 | 1,019.3 |
| 자산총계 | 30,587.7 | 29,580.6 | 30,063.9 | 30,620.3 | 30,936.1 |
| 유동부채 | 9,466.2 | 9,458.1 | 9,772.3 | 10,039.8 | 10,097.2 |
| 매입채무 | 1,236.0 | 1,399.3 | 1,377.9 | 1,383.7 | 1,378.8 |
| 단기차입금 | 153.1 | 128.3 | 108.3 | 88.3 | 68.3 |
| 유동성장기부채 | 1,666.9 | 1,445.2 | 1,900.0 | 2,154.8 | 2,259.7 |
| 비유동부채 | 8,326.8 | 7,046.2 | 6,830.5 | 6,667.4 | 6,506.6 |
| 사채 | 5,715.9 | 4,610.5 | 4,440.5 | 4,290.5 | 4,155.5 |
| 장기차입금 | 584.9 | 499.7 | 479.7 | 459.7 | 439.7 |
| 부채총계 | 17,793.0 | 16,504.3 | 16,602.8 | 16,707.2 | 16,603.8 |
| 자본금 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 |
| 자본잉여금 | 1,440.9 | 1,441.1 | 1,441.1 | 1,441.1 | 1,441.1 |
| 기타포괄이익누계액 | -1.4 | 31.0 | 31.0 | 31.0 | 31.0 |
| 이익잉여금 | 9,656.5 | 9,854.2 | 10,152.0 | 10,507.4 | 10,829.3 |
| 비지배주주지분 | 1,352.8 | 1,391.8 | 1,478.7 | 1,575.3 | 1,672.6 |
| 자본총계 | 12,794.8 | 13,076.4 | 13,461.1 | 13,913.2 | 14,332.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 4,770.8 | 3,877.8 | 4,003.2 | 3,991.0 | 3,808.9 |
| 당기순이익(손실) | 797.8 | 561.5 | 678.9 | 746.2 | 713.3 |
| 유형자산상각비 | 2,821.8 | 2,802.5 | 2,964.6 | 2,885.4 | 2,841.6 |
| 무형자산상각비 | 599.7 | 635.2 | 452.1 | 347.7 | 263.9 |
| 운전자본의 증감 | -126.0 | -414.3 | -92.4 | 11.7 | -9.9 |
| 투자활동 현금흐름 | -3,485.0 | -3,483.3 | -3,082.9 | -3,326.2 | -3,415.1 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2,764.4 | -2,442.2 | -3,200.0 | -3,400.0 | -3,500.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -20.5 | -85.6 | 15.8 | -4.3 | 3.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -943.3 | -1,363.5 | -1.9 | -228.9 | -364.7 |
| 차입금의 증감 | -528.3 | -1,363.2 | 243.2 | 65.3 | -70.5 |
| 자본의 증가 | -2.3 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 340.9 | -972.1 | 918.4 | 435.9 | 29.2 |
| 기초현금 | 2,559.5 | 2,900.3 | 1,928.2 | 2,846.6 | 3,282.4 |
| 기말현금 | 2,900.3 | 1,928.2 | 2,846.6 | 3,282.4 | 3,311.6 |

Key Financial Data

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 87,103 | 89,568 | 88,198 | 88,568 | 88,257 |
| EPS(지배주주) | 2,723 | 1,826 | 2,267 | 2,488 | 2,359 |
| CFPS | 20,407 | 18,127 | 17,664 | 17,294 | 16,592 |
| EBITDAPS | 18,618 | 18,433 | 18,592 | 17,946 | 17,542 |
| BPS | 43,820 | 44,750 | 45,890 | 47,251 | 48,484 |
| DPS | 800 | 1,000 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| 배당수익률(%) | 2.7 | 3.3 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 10.8 | 16.6 | 11.8 | 10.7 | 11.3 |
| PCR | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EBITDA | 4,861.5 | 4,813.0 | 4,854.5 | 4,686.0 | 4,580.4 |
| EV/EBITDA | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.4 | 4.1 | 5.0 | 5.3 | 4.9 |
| EBITDA 이익률 | 21.4 | 20.6 | 21.1 | 20.3 | 19.9 |
| 부채비율 | 139.1 | 126.2 | 123.3 | 120.1 | 115.8 |
| 금융비용부담률 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 이자보상배율(x) | 4.3 | 4.5 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 매출채권회전율(x) | 8.0 | 8.5 | 8.2 | 8.3 | 8.2 |
| 재고자산회전율(x) | 50.4 | 56.0 | 50.7 | 51.2 | 51.0 |

LG 유플러스 (032640)

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 11,451.0 | 12,279.4 | 12,112.4 | 12,244.7 | 12,432.8 |
| 매출액증가율 (%) | 6.1 | 7.2 | -1.4 | 1.1 | 1.5 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 11,451.1 | 12,279.4 | 12,112.4 | 12,244.7 | 12,432.8 |
| 판매관리비 | 10,704.6 | 11,453.1 | 11,260.3 | 11,374.2 | 11,533.7 |
| 영업이익 | 746.5 | 826.3 | 852.1 | 870.5 | 899.1 |
| 영업이익률 | 6.5 | 6.7 | 7.0 | 7.1 | 7.2 |
| 금융손익 | -119.9 | -113.0 | -68.6 | -52.2 | -36.2 |
| 중속/관계기업손익 | 0.5 | -0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 15.5 | -45.6 | -43.4 | -45.8 | -50.0 |
| 세전계속사업이익 | 642.6 | 666.8 | 740.2 | 772.4 | 813.0 |
| 법인세비용 | 149.8 | 119.7 | 167.3 | 174.7 | 183.9 |
| 당기순이익 | 492.7 | 547.1 | 572.9 | 597.7 | 629.1 |
| 지배주주지분 순이익 | 492.8 | 547.2 | 573.0 | 597.9 | 629.2 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 2,619.6 | 3,073.0 | 3,404.1 | 3,808.9 | 4,339.0 |
| 현금및현금성자산 | 317.3 | 449.9 | 816.6 | 1,193.2 | 1,683.1 |
| 매출채권 | 1,567.0 | 1,938.2 | 1,911.9 | 1,932.7 | 1,962.4 |
| 재고자산 | 261.6 | 334.5 | 330.0 | 333.6 | 338.7 |
| 비유동자산 | 9,369.6 | 8,862.5 | 8,848.8 | 8,926.5 | 9,052.0 |
| 유형자산 | 6,949.6 | 6,527.0 | 6,566.8 | 6,691.0 | 6,863.7 |
| 무형자산 | 1,192.2 | 957.3 | 905.0 | 857.6 | 809.2 |
| 투자자산 | 48.4 | 79.0 | 77.9 | 78.8 | 80.0 |
| 자산총계 | 11,989.1 | 11,935.5 | 12,252.9 | 12,735.4 | 13,391.0 |
| 유동부채 | 3,574.4 | 3,664.6 | 3,730.7 | 3,941.8 | 4,326.3 |
| 매입채무 | 298.4 | 515.6 | 305.7 | 305.7 | 310.4 |
| 단기차입금 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 유동성장기부채 | 1,038.1 | 866.0 | 1,172.9 | 1,359.6 | 1,704.6 |
| 비유동부채 | 3,588.4 | 3,037.9 | 2,912.8 | 2,783.0 | 2,621.4 |
| 사채 | 2,164.9 | 2,035.6 | 2,017.8 | 2,001.3 | 1,986.1 |
| 장기차입금 | 761.2 | 425.0 | 325.5 | 206.0 | 50.8 |
| 부채총계 | 7,162.8 | 6,702.5 | 6,643.5 | 6,724.8 | 6,947.7 |
| 자본금 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 |
| 자본잉여금 | 836.9 | 836.9 | 836.9 | 836.9 | 836.9 |
| 기타포괄이익누계액 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 이익잉여금 | 1,414.1 | 1,820.6 | 2,197.1 | 2,598.5 | 3,031.2 |
| 비지배주주지분 | 0.2 | 0.1 | -0.0 | -0.1 | -0.3 |
| 자본총계 | 4,826.3 | 5,233.0 | 5,609.4 | 6,010.6 | 6,443.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 2,224.8 | 2,279.4 | 2,299.8 | 2,524.0 | 2,564.0 |
| 당기순이익(손실) | 492.7 | 547.1 | 572.9 | 597.7 | 629.1 |
| 유형자산상각비 | 1,473.8 | 1,444.1 | 1,710.2 | 1,675.8 | 1,677.4 |
| 무형자산상각비 | 179.8 | 244.9 | 252.4 | 247.4 | 248.4 |
| 운전자본의 증감 | -101.4 | -159.7 | -235.7 | 3.1 | 9.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,492.4 | -1,358.3 | -1,948.0 | -2,001.6 | -2,052.2 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -1,283.6 | -1,182.6 | -1,750.0 | -1,800.0 | -1,850.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 6.0 | -31.5 | 1.1 | -0.9 | -1.2 |
| 재무활동 현금흐름 | -707.3 | -788.5 | 15.0 | -145.8 | -21.9 |
| 차입금의 증감 | -596.0 | -637.6 | 189.6 | 50.7 | 174.6 |
| 자본의 증가 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 25.1 | 132.6 | 366.7 | 376.6 | 489.9 |
| 기초현금 | 292.2 | 317.3 | 449.9 | 816.6 | 1,193.2 |
| 기말현금 | 317.3 | 449.9 | 816.6 | 1,193.2 | 1,683.1 |

Key Financial Data

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 26,227 | 28,124 | 27,742 | 28,045 | 28,476 |
| EPS(지배주주) | 1,129 | 1,253 | 1,312 | 1,369 | 1,441 |
| CFPS | 5,830 | 6,140 | 6,347 | 6,289 | 6,338 |
| EBITDAPS | 5,497 | 5,761 | 6,447 | 6,398 | 6,470 |
| BPS | 11,054 | 11,985 | 12,848 | 13,767 | 14,758 |
| DPS | 350 | 400 | 450 | 450 | 450 |
| 배당수익률(%) | 3.1 | 2.9 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 10.1 | 11.2 | 9.1 | 8.7 | 8.3 |
| PCR | 2.0 | 2.3 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| PSR | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 1.0 | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| EBITDA | 2,400.0 | 2,515.3 | 2,814.7 | 2,793.6 | 2,824.9 |
| EV/EBITDA | 3.6 | 3.6 | 2.8 | 2.7 | 2.5 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.6 | 10.9 | 10.6 | 10.3 | 10.1 |
| EBITDA 이익률 | 21.0 | 20.5 | 23.2 | 22.8 | 22.7 |
| 부채비율 | 148.4 | 128.1 | 118.4 | 111.9 | 107.8 |
| 금융비용부담률 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | 5.2 | 7.1 | 7.8 | 7.7 | 7.7 |
| 매출채권회전율(x) | 7.4 | 7.0 | 6.3 | 6.4 | 6.4 |
| 재고자산회전율(x) | 36.6 | 41.2 | 36.5 | 36.9 | 37.0 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수, 이민영)

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 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 4등급 | <p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p> |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | <p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p> |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 96.0% |
| 중립 | 4.0% |
| 매도 | 0.0% |

2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

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 | -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 | -6.6 | -0.7 | |
| 2018.01.11 | 산업브리프 | Trading Buy | 290,000 | 정지수 | -7.3 | -3.4 | |
| 2018.02.05 | 기업브리프 | Trading Buy | 290,000 | 정지수 | -14.7 | -3.4 | |
| 2018.04.02 | 산업분석 | Buy | 300,000 | 정지수 | -21.3 | -21.0 | |
| 2018.04.17 | 산업브리프 | Buy | 300,000 | 정지수 | - | - | |

KT (030200) 투자등급변경 내용

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 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 | -21.4 | -17.6 | |
| 2018.01.11 | 산업브리프 | Buy | 38,000 | 정지수 | -21.4 | -17.6 | |
| 2018.02.07 | 기업브리프 | Buy | 38,000 | 정지수 | -22.9 | -17.6 | |
| 2018.04.17 | 산업브리프 | Buy | 38,000 | 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 | -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 | -15.6 | -5.3 | |
| 2018.01.11 | 산업브리프 | Trading Buy | 16,000 | 정지수 | -14.2 | -2.5 | |
| 2018.02.01 | 기업브리프 | Trading Buy | 16,000 | 정지수 | -15.9 | -2.5 | |
| 2018.04.17 | 산업브리프 | Buy | 16,000 | 정지수 | - | - | |