

통신서비스

+ α



통신서비스 + α Overweight

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
SK텔레콤 (017670)	Buy	340,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
KT (030200)	Buy	38,000원
LG유플러스 (032640)	Trading Buy	18,000원



통신/미디어
Analyst 정지수

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

통신서비스

Contents

Part I	2018년 Review 및 2019년 투자전략	7
Part II	산업 전망 (1): 필연적인 사업 영역 확장	13
Part III	산업 전망 (2): 격변의 유료방송 시장, 승자는?	43
Part IV	이슈 분석: 5G & 각종 규제 이슈	53
기업분석	SK텔레콤(017670) 2019년 새로운 SK텔레콤을 경험	60
	KT(030200) 2019년 부동산 사업 가치를 반영	63
	LG유플러스(032640) 케이블TV 인수로 한 단계 더 도약	66

I 2018년 Review 및 2019년 투자전략

- 2018년 국내 통신업종 주가지수는 시장 성장률 상회. 대내외 불확실성 속에 경기 방어주 매력 부각
- 2019년 국내 통신업종은 업황과 주가 모두 상반기보다 하반기가 긍정적
 - 상반기: 외국인 지분을 한도에 따른 주가 하방 우려, 일부 남아 있는 통신비 관련 규제 부각 및 해소
 - 하반기: 지배구조 개편 및 유료방송 M&A 완료 시점. 본격적인 5G 가입자 확대에 성장 구간 돌입

II 2019년 산업 전망_ (1) 필연적인 사업 영역 확장

- 2019년 국내 통신 3사는 업의 체질 변화라는 측면에서 변화의 갈림길에 직면
- SK텔레콤: 기존 통신사업을 미디어/커머스/보안/AI와 결합한 종합 ICT 회사로 전환 목표
- KT: 성장이 정체된 유무선 통신 사업보다는 부동산 사업 성장을 통해 기업가치를 제고하려는 노력
- LG유플러스: 기존 사업 성과가 좋은 유무선 통신 분야에서 영향력을 확대할 수 있는 방안을 모색

III 2019년 산업 전망_ (2) 격변의 유료방송 시장, 승자는?

- LG유플러스의 CJ헬로 인수 시도, KT 자회사 스카이라이프의 딜라이브 실사 등 유료방송 시장 재편 가시화
- 유료방송 시장 재편을 통해 수신료 인상, 홈쇼핑송출수수료 증가, 콘텐츠 구매 비용 절감 등 긍정적인 효과 예상
- 인수 가격은 주가에 가장 큰 영향을 미치는 변수로, 현재 국내 케이블 MSO 가입자당 가치는 40~45만원에 분포

IV 이슈 분석_ 5G & 각종 규제 이슈

- 2019년 국내 통신업종 주요 이슈는 '5G', '요금제 인하', '단말기 완전자급제', '망중립성' 등
- 단말기 완전자급제는 단기적으로 마케팅비용 절감의 긍정적 효과, 중장기적으로 알뜰폰 활성화에 따른 부정적 영향도 고려 대상

Part I

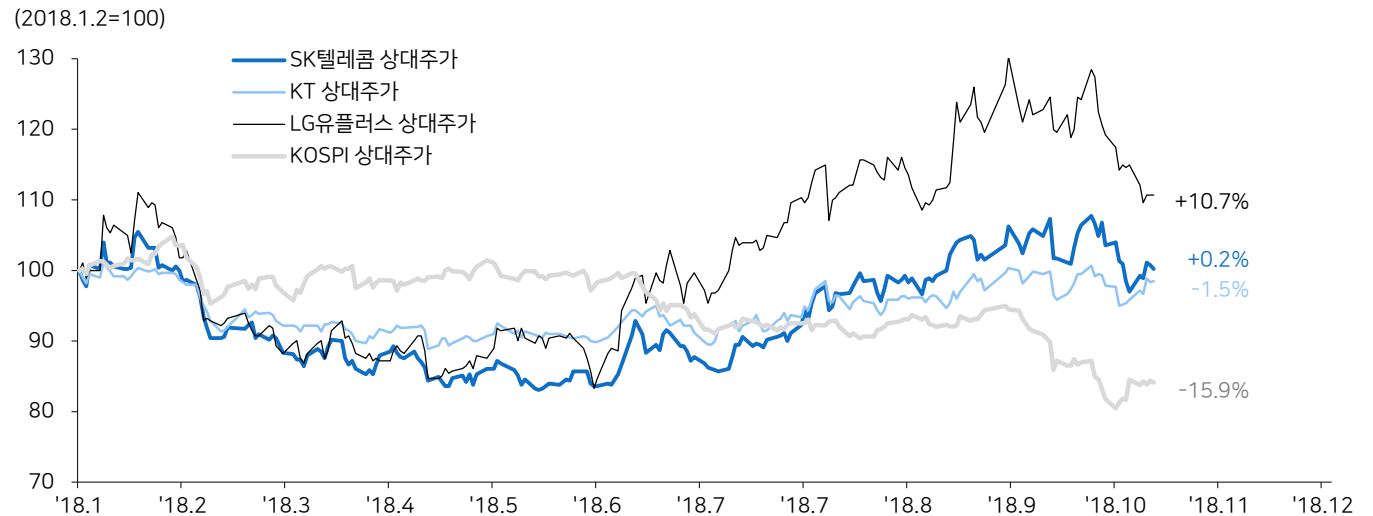
2018년 Review 및 2019년 투자전략

2018년 Review_ 시장 수익률 상회

2018년 국내 통신업종 KOSPI 수익률 상회

- 미국 금리 인상 및 미중 무역분쟁 등 대내외 불확실성으로 2018년 KOSPI 수익률 -15.9% 기록
- 통신업종 주가는 2018년 상반기 다소 부진했으나, 하반기 경기 방어주 매력이 부각되며 시장 상회
- 통신 3사 연초 대비 주가 수익률: LG유플러스 +10.7%, SK텔레콤 +0.2%, KT -1.5%

2018년 국내 통신 3사 주가지수는 KOSPI 수익률을 상회



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

2018년 Review_ 외부 요인에 따라 움직인 주가

2018년에도 외부 요인들이 주가의 방향성 결정

- 1월 사회취약계층 요금감면 시행에 이어 보편요금제 도입 우려 등 규제 영향으로 주가 하락
- 3~5월 통신사 요금제 개편 및 저가요금제 출시로 보편요금제 도입 우려 해소
- 6월 LG유플러스의 MSCI지수 편입 기대감과 외국인 수급 개선으로 주가 반등에 성공
- 8~10월 대내외 불확실성 속에 방어주로서 매력 부각되며 견조한 주가 흐름 지속
- 2018년에도 펀더멘털보다는 규제 이슈와 외국인 수급에 영향을 많이 받은 국내 통신업종

2018년 국내 통신업종 주가지수와 주요 이벤트



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

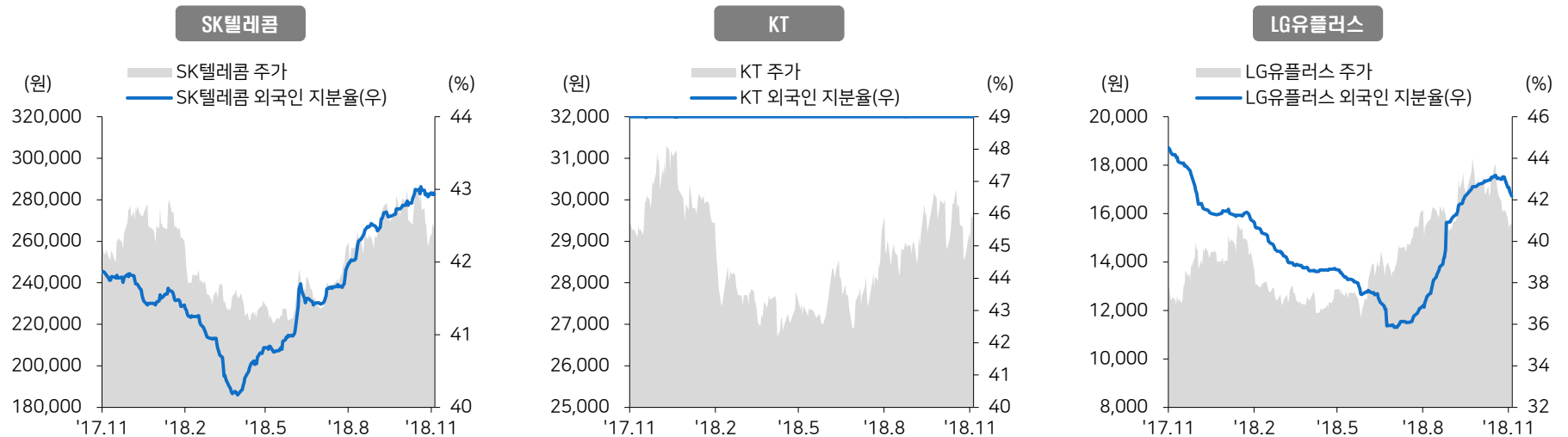
2018년 Review_ 외국인 지분율 상승세 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

외국인 지분율과 동반해 상승한 통신업종 주가지수

- 국내 통신업종 주가지수는 외국인 지분율 추이와 높은 상관 관계를 나타냄
- 정부의 통신비 인하 규제로 하락하던 외국인 지분율은 2018년 중순을 기점으로 반등 후 지속 상승
 - SK텔레콤 외국인 지분율은 3월 30일 40.2%를 저점으로 반등해 11월 9일 42.9% 기록
 - LG유플러스 외국인 지분율은 7월 2일 35.9%를 저점으로 반등해 11월 9일 42.2% 기록
- 다만, 최근에는 외국인 지분율 소진에 따른 유통 물량 감소로 주가 하방 압력을 받고 있는 상황

주가 및 외국인 지분율



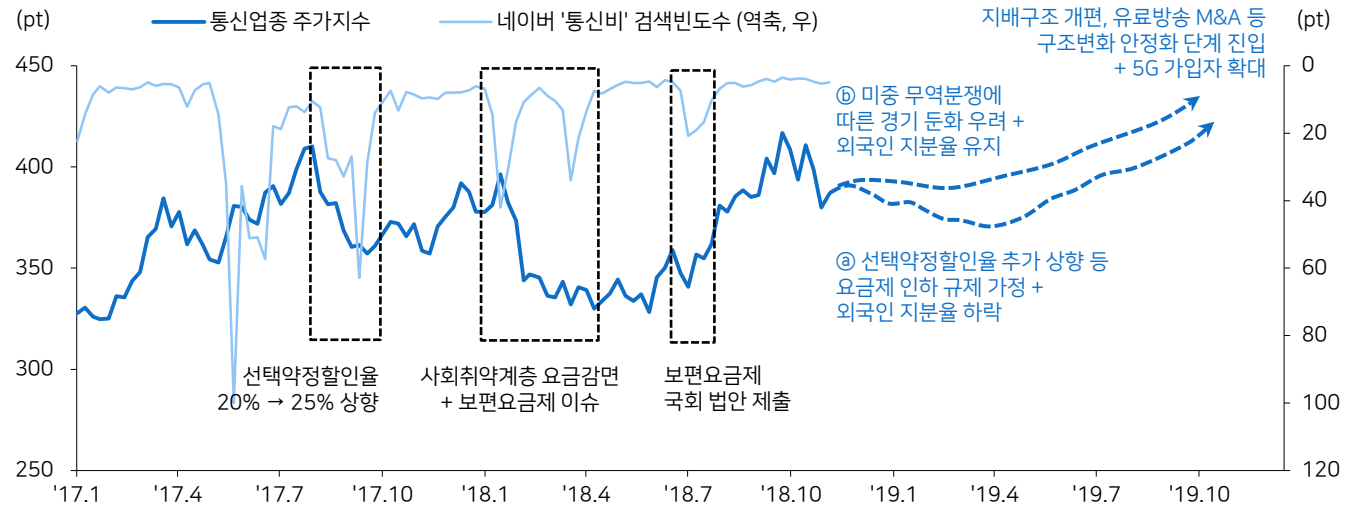
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 투자전략_ 변화에 투자하라

상반기 - 불확실성 해소 확인
하반기 - 본격적인 주가 상승

- 2019년 국내 통신업종은 업황과 주가 측면 모두 상반기보다 하반기가 긍정적
- 상반기는 잔존 불확실성을 해소하는 시점, 하반기부터는 본격적인 성장 구간에 돌입
 - 상반기: 외국인 지분율 한도에 따른 주가 하방 우려, 일부 남아 있는 통신비 관련 규제 부각 및 해소
 - 하반기: 지배구조 개편 및 유료방송 M&A 완료 시점, 본격적인 5G 가입자 확대에 성장 구간 돌입
- 다만, 2019년 상반기 미중 무역분쟁 등 대내외 불확실성 지속 시 상대적으로 견고한 주가 흐름 가능

통신업종 2019년 주가 전망



주: 네이버 트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역축 그래프
자료: WiseFn, 네이버 트렌드, 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

산업 전망 (1): 필연적인 사업 영역 확장

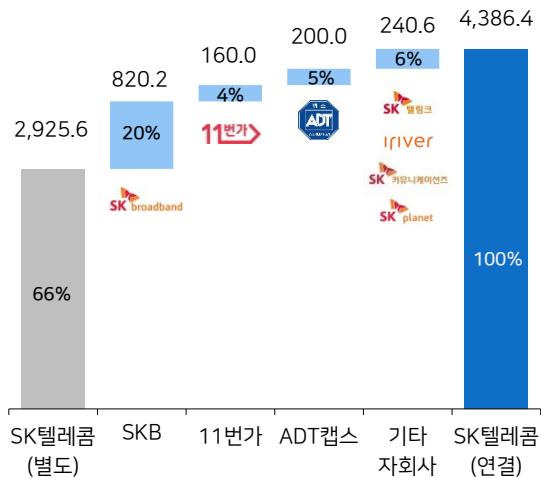
2019년 산업 전망_ 3人 3色, 개성이 뚜렷해진 통신 3사

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

개성이 뚜렷해진 통신 3사

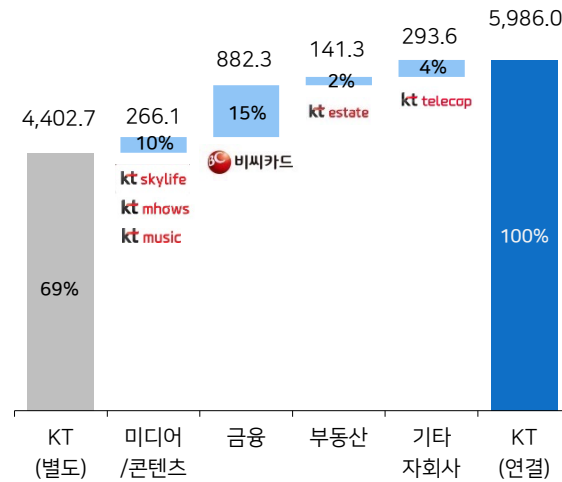
- 2019년 국내 통신 3사는 업의 체질 변화라는 측면에서 변화의 갈림길에 직면
- SK텔레콤은 기존 통신사업을 미디어/커머스/보안/AI와 결합한 종합 ICT 회사로 전환한다는 목표
- KT는 성장이 정체된 유무선 통신 사업보다는 부동산 사업 성장을 통해 기업가치를 제고하려는 노력
- LG유플러스는 기존 사업 성과가 좋은 유무선 통신 분야에서 영향력을 확대할 수 있는 방안을 모색

SK텔레콤 사업 구조: 종합 ICT 회사 목표



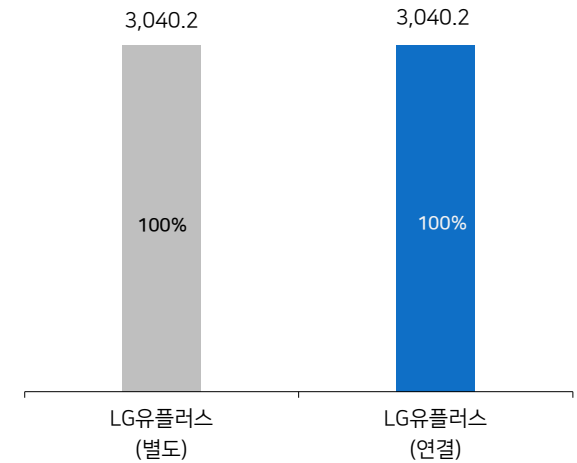
주: 3Q18 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

KT 사업 구조: 보유자산 가치를 극대화



주: 3Q18 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

LG유플러스 사업 구조: 본업 경쟁력 강화



주: 3Q18 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

38년만의 공정거래법 전면개편

- 38년만의 공정거래법 전면개편으로 관련 기업들은 개정안 통과 가능성을 열어두고 경영전략 수립 중
- SK텔레콤은 자회사 행위요건 강화에 따라 SK하이닉스 지분 약 10% 추가 취득을 요구 받는 상황
- 다만, 적용대상을 신규 설립 혹은 전환 지주회사로 한정함에 따라, 법이 시행되기 이전인 2019년 초 지배구조 개편 관련 대대적인 변화 예상

기업집단법제 관련 특위 권고안 및 공정위 입법 예고안

주요과제	특위 권고안	공정위 입법 예고안
지주회사 규제	▶ (지분율 상향) 현행 20%(비상장 40%) → 30%(비상장 50%)로 상향은 공감대 형성 - 단, 적용대상은 신규 설립·전환 지주회사만 우선 적용하는 안과 모든 지주회사에 적용하되 유예기간을 부여하는 안으로 나뉨	▶ 규제 강도가 낮은 특위안 수용 - 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 * 기존 지주회사는 익금불산입률 조정(금년 세법개정안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도
	▶ (부채비율 요건) 부채비율 요건을 200% → 100%로 강화하는 안과 현행유지안으로 나뉨	▶ 현행 유지 - 규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려
	▶ (벤처지주회사) 벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하자는 것이 다수 의견	▶ 벤처지주회사 설립요건 완화 및 행위제한 규제 대폭 완화 (비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

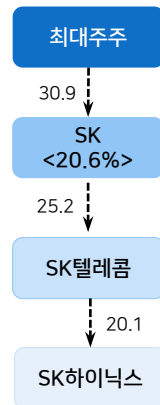
SK텔레콤_ 그룹 자체적인 경쟁력 확보 차원에서 변화

자체적인 경쟁력 확보 차원에서 물적분할 유력

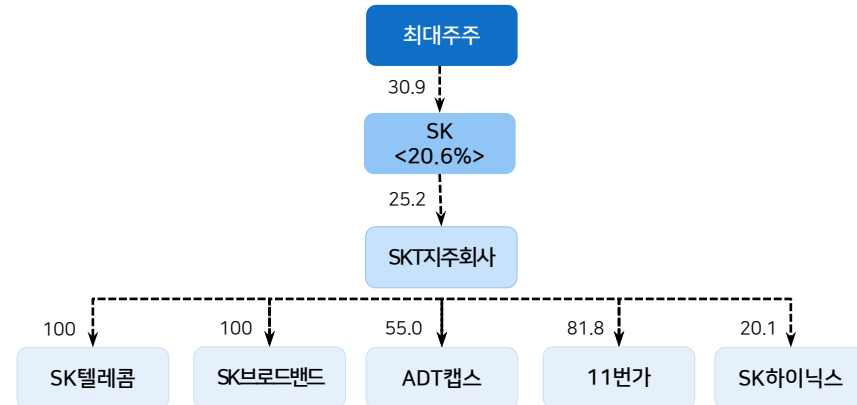
- SK그룹은 2015년 SK C&C와 SK 합병으로 그룹 내 옥상옥 구조를 해결하며 안정적인 지배구조 보유
⇒ 정부 압박이나 법안 개정 등 외부 요인보다는 그룹 자체적인 경쟁력 확보 차원에서 변화를 진행
- 인적분할은 지주회사에 대한 최대주주 지분을 희석, 자사주 활용 부담 등이 존재
⇒ 신사업 진출에 따른 위험을 분산하고, 각각의 사업회사 가치가 부각될 수 있는 물적분할에 주목

SK텔레콤 물적분할 시나리오

<물적분할 전>



<물적분할 후>



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤_물적분할을 예상하는 이유 세 가지

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

물적분할 가능성이 높은 이유

1) CEO 발언

2) 통신업 그늘 탈피

3) SK하이닉스 지분 확보

- 과거에는 '최소 비용으로 최대 지배력 확보'라는 효율성을 중시한 반면, 최근에는 공정성이 중시
- 물적분할 가능성이 높은 이유는,
 - 1) 최고경영자 스스로의 발언을 반복하는 의사결정을 내릴 가능성이 낮고,
 - 2) 통신업의 그늘에서 탈피해 성장성 높은 사업회사들의 강점을 부각할 수 있고,
 - 3) 결국 SK하이닉스 추가 지분 취득을 위한 자원 마련이 확보되어야 하기 때문
- 일본 소프트뱅크는 이미 'Softbank 2.0'을 통해 통신업에서 전략적 지주회사로의 전환을 선언

SK텔레콤 박정호 사장 지배구조 개편 발언

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"

제주도 애널리스트 간담회(18/08/30)

"여러 주주들이 만족할 수 있는 공식을 고민 중"

"ADT캡스, 미디어 등 다른 사업들의 존재감이 높아진 상태에서 진행할 것"



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

Softbank 2.0을 통해 전략적 지주회사로의 변화 선언

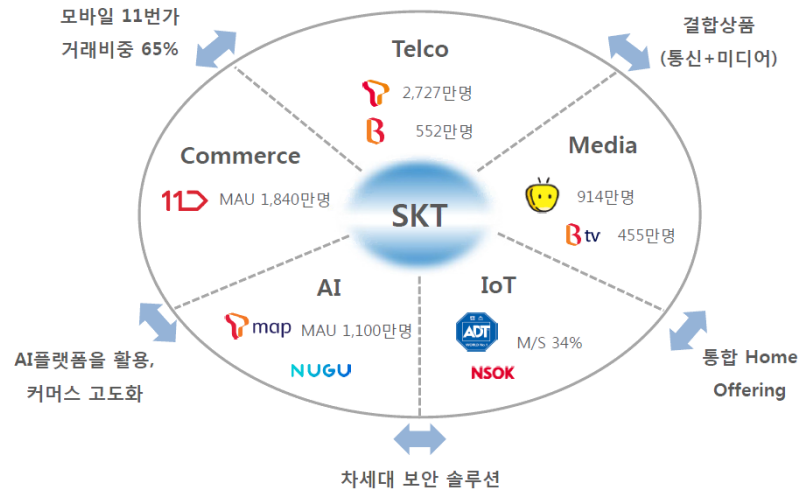


자료: Softbank, 메리츠증권증권 리서치센터

지배구조 개편을 통한 종합 ICT 회사 도약 목표

- SK텔레콤은 2018년 대내외적으로 중간지주사 전환을 통한 지배구조 개편 방안을 공론화
- 기존 MNO 중심의 비즈니스 모델에서 비통신 사업을 확대해 종합 ICT 회사로 도약한다는 목표
- 올해 ADT캡스 인수와 11번가 분할을 진행했고 남은 기간 옥수수(oksusu) 분할 등 사전 작업 완료, 2019년 상반기 구체적인 개편 방안을 시장에 공유 후 단계적으로 분할 작업 진행 예상

SK텔레콤의 다양한 서비스 Portfolio



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

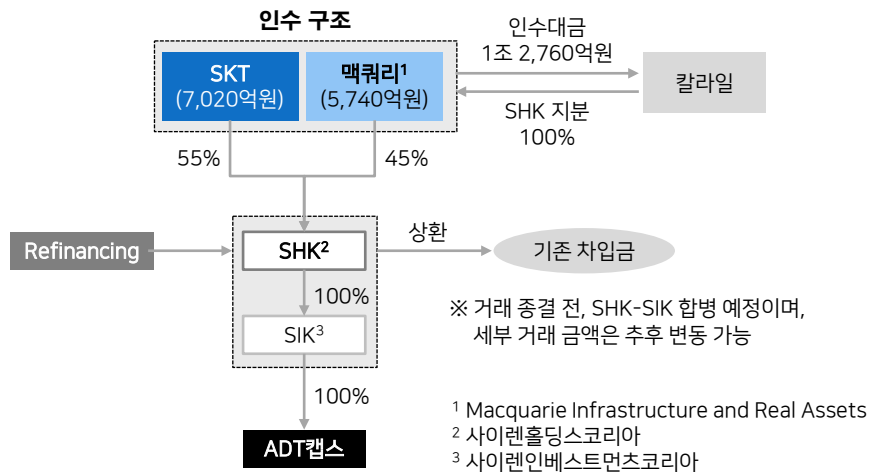
SK텔레콤_ 융합보안 회사를 꿈꾸는 ADT캡스

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

보안 사업 강화를 위해 ADT캡스 인수

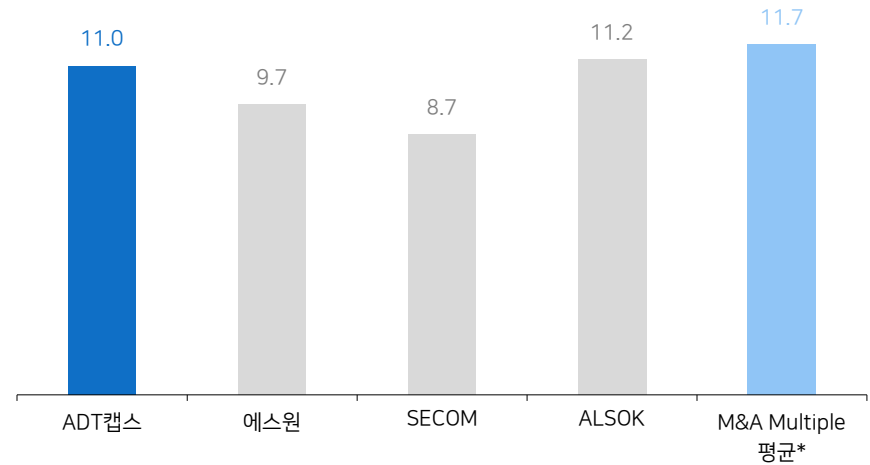
- SK텔레콤은 지난 5월 맥쿼리와 공동으로 국내 물리보안 2위 사업자 ADT캡스를 인수
- SK텔레콤이 7,020억원을 투자해 ADT캡스 지분 55%와 경영권을 확보
- ADT캡스 기업가치는 동종기업 평균 Target EV/EBITDA 11배를 부여한 2.97조원으로 평가

SK텔레콤과 맥쿼리의 ADT캡스 인수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내외 주요 물리보안 업체 밸류에이션 비교



주: * Tyco, ADT US, Verisure 등 보안기업 M&A 거래 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

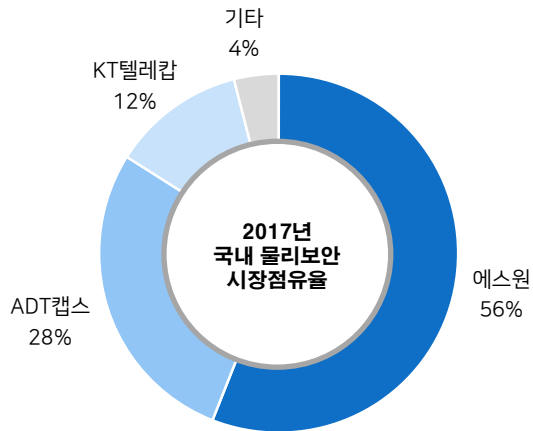
SK텔레콤_안정적 성장이 예상되는 국내 물리보안 시장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

ADT캡스는 57만 가입자를
보유한 국내 2위 물리보안업체

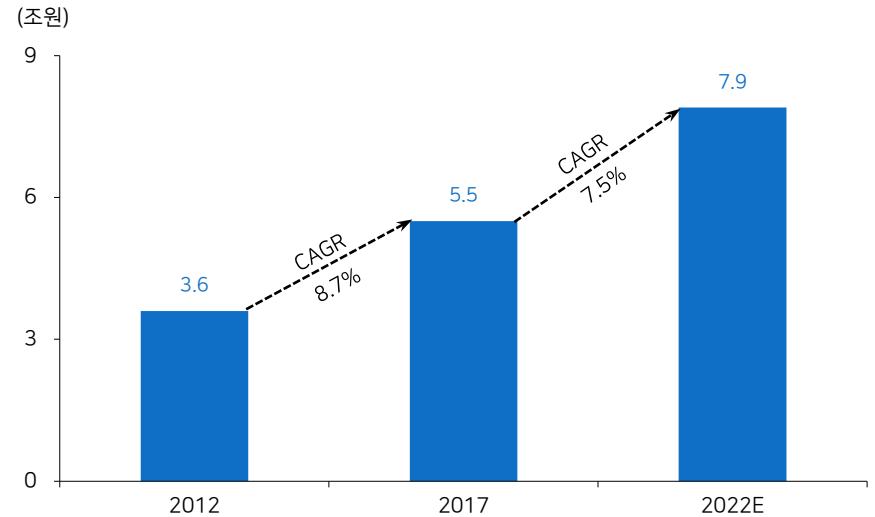
- 1971년 설립된 ADT캡스는 약 57만 가입자를 보유한 국내 2위 물리보안 업체
전국 98개 지사 및 영업소, 총 900여대 출동 차량 및 4,000명의 출동/상담/관제 인력 보유
- 국내 보안시장은 Home과 커머스 영역에서 보안 수요가 지속적으로 증가 중
- 2017년 국내 물리보안 시장 규모는 약 5.5조원 수준으로 2022년까지 연평균 +7.5% 성장 전망

국내 물리보안 시장 점유율 현황



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 물리보안 시장 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

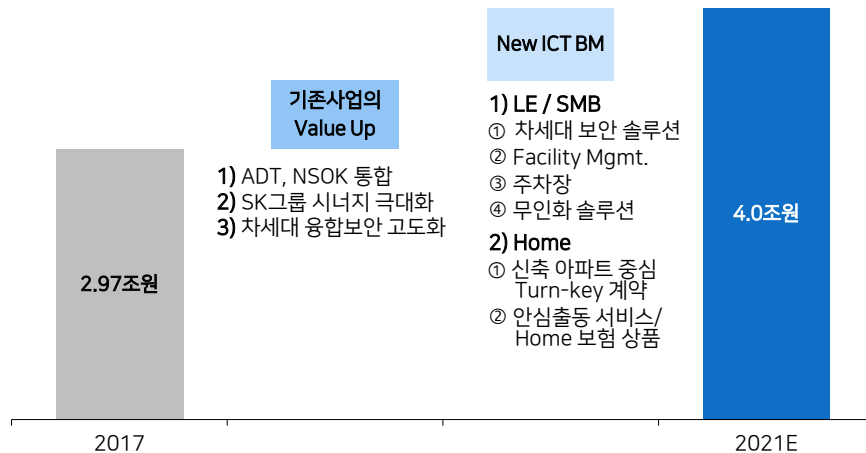
SK텔레콤_ADTKaps와의 시너지 찾기

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

SK그룹 편입 효과로 2021년 기업가치 4조원 목표

- ADTKaps는 기존 인력 기반 서비스와 New ICT 기술을 결합한 비즈니스 모델을 모두 제공할 방침
 - 우선, 인력 기반 서비스 가치 증대를 위해 보안 자회사인 NSOK와의 통합으로 사업 운영체계 최적화
 - 연간 2천억원 규모의 그룹사 캡티브 물량과 약 4천개의 SK텔레콤 유통점을 통해 가입 기반 확대 전략
- ADTKaps, 2021년까지 매출액 1조 3,700억원과 기업가치 4조원 달성 목표
- 10월 첫 서비스로 뷰가드(CCTV, 필수)와 출동경비(선택) 패키지 상품인 'T안심보안' 출시
11월 SK텔레콤 가입자의 ADTKaps 보안상품 가입 시 3년간 52만 8,000원을 할인하는 'T&Kaps' 출시

ADTKaps 기업가치 증대 방안 및 목표



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤 가입자의 ADTKaps 상품 가입 시 요금할인 제공하는 'T&Kaps'

+

통신월정액			가입연차		
2만9700원 미만	2만9700원 이상	5만6100원 이상	1년차	2년차	3년차
월 1100원 할인	월 3300원 할인	월 5500원 할인	한달치 할인 <small>(최대 11만원)</small>	한달치 50% 할인 <small>(최대 11만원)</small>	

묶으면 3년간 최대 52만 8000원 할인!

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

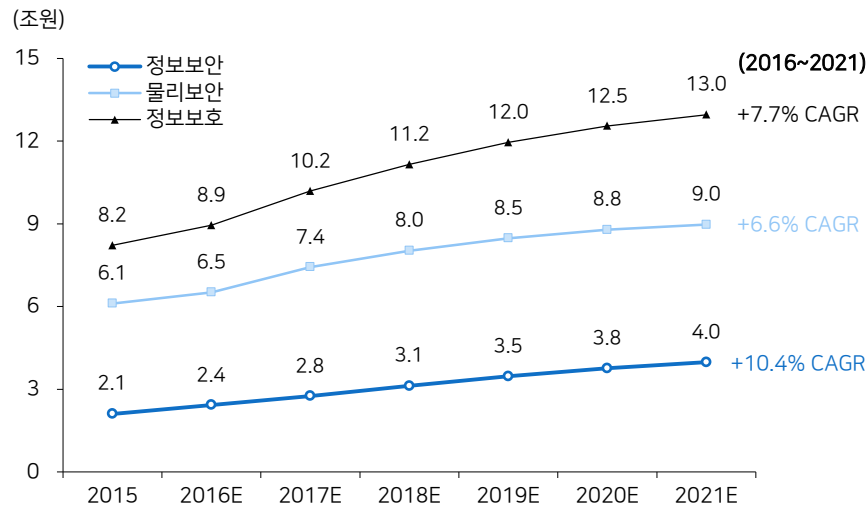
SK텔레콤_ 정보보안 역량까지 갖춘 ADT캡스

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

SK텔레콤, 국내 정보보안 1위 업체 SK인포섹 인수 결정

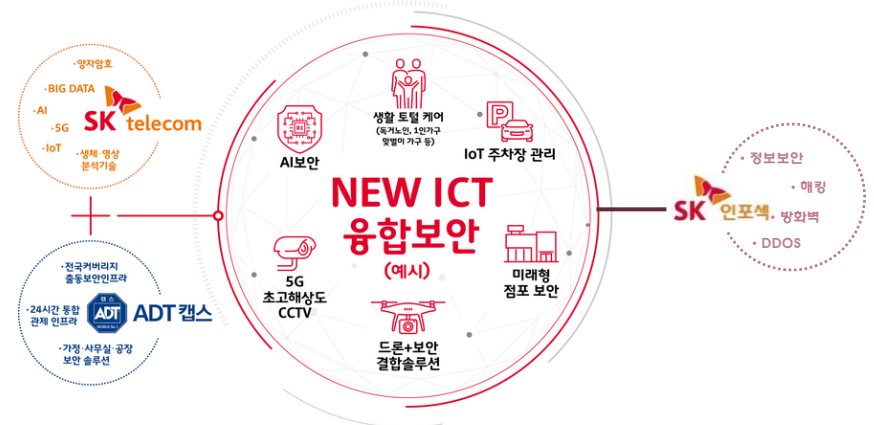
- SK텔레콤은 최근 SK(주) 자회사이자 국내 1위 정보보안 업체인 SK인포섹 인수를 결정
- 이로써 ADT캡스+NSOK의 물리보안 경쟁력에 정보보안 역량까지 갖춘 대표 융합보안 업체로 자리매김
- 국내 정보보안 시장은 5G 시대 중요성이 높아지고 있는 보안 이슈와 맞물려 향후 높은 성장 예상

물리보안보다 성장성 높은 국내 정보보안 시장



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 대표 융합보안 업체로의 준비를 마친 SK텔레콤



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤_ADTKaps 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

ADTKaps, 공격적인 외형 확장
+ ICT 기반 비용 효율화 가능

- ADTKaps 2017년 별도 매출액 5,915억원(+3.0% YoY), 영업이익 1,374억원(+5.5% YoY, OPM 23.2%) 기록
- 단기적으로 최저임금 상승과 NSOK 합병 비용 발생 우려가 있으나, ICT 기술 도입으로 실적 개선 기대

ADTKaps 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
주요 가정												
국내 물리보안 시장 (조원)		3.6	3.9	4.3	4.6	5.0	5.5	5.9	6.3	6.8	7.3	7.8
% YoY			8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	7.5	7.5	7.5	7.5	7.0
에스원		1.8	2.0	2.2	2.5	2.8	3.1	3.2	3.4	3.7	3.9	4.1
ADTKaps		0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
KT텔레캅		0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
기타		0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
점유율												
에스원		49%	50%	52%	54%	56%	56%	55%	54%	54%	53%	52%
ADTKaps		21%	22%	24%	26%	28%	28%	29%	30%	31%	32%	33%
KT텔레캅		15%	15%	14%	14%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
기타		15%	13%	9%	6%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
매출액	412.2	444.5	478.9	508.1	546.5	574.2	591.5	643.5	710.8	793.3	886.1	978.5
% YoY	10.7	7.8	7.7	6.1	7.6	5.1	3.0	8.8	10.5	11.6	11.7	10.4
가입자 (만건)	42	45	47	50	53	56	57	61	66	72	79	86
% YoY	6.3	6.2	6.0	5.8	5.1	4.9	2.3	7.5	8.5	9.0	9.5	8.8
ARPU (원)	82,072	83,023	84,075	84,022	85,768	85,902	86,479	87,516	89,092	91,230	93,054	94,450
% YoY	3.7	1.2	1.3	-0.1	2.1	0.2	0.7	1.2	1.8	2.4	2.0	1.5
영업비용	343.9	368.6	404.7	462.8	431.1	444.0	454.1	500.5	559.2	623.3	695.3	766.9
% YoY	7.5	7.2	9.8	14.4	-6.9	3.0	2.3	10.2	11.7	11.5	11.5	10.3
매출원가	296.7	317.5	342.1	301.8	310.8	323.2	327.5	357.5	396.3	444.0	496.7	549.5
매출원가율	72.0%	71.4%	71.4%	59.4%	56.9%	56.3%	55.4%	55.6%	55.8%	56.0%	56.1%	56.2%
판관비	47.2	51.1	62.6	161.1	120.3	120.8	126.6	142.9	162.8	179.4	198.6	217.3
판관비율	11.5%	11.5%	13.1%	31.7%	22.0%	21.0%	21.4%	22.2%	22.9%	22.6%	22.4%	22.2%
영업이익	68.3	76.0	74.2	45.2	115.4	130.2	137.4	143.0	151.6	170.0	190.8	211.6
% YoY	30.8	11.2	-2.3	-39.0	155.2	12.8	5.5	4.1	6.0	12.1	12.2	10.9
영업이익률 (%)	16.6	17.1	15.5	8.9	21.1	22.7	23.2	22.2	21.3	21.4	21.5	21.6

자료: ADTKaps, SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

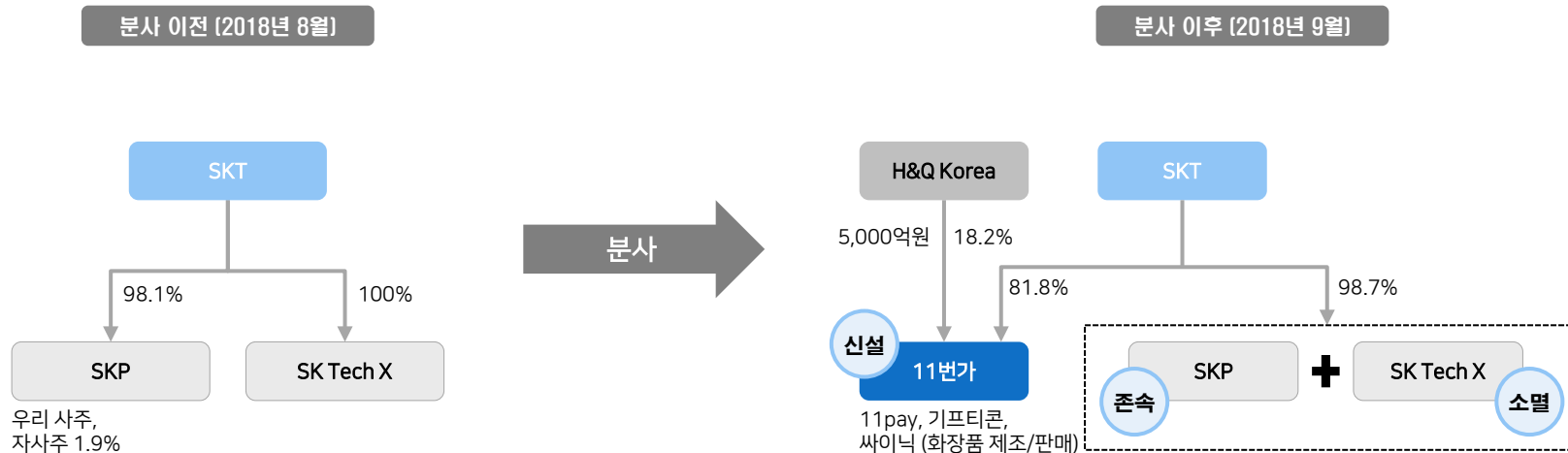
SK텔레콤_ 돈이 보이는 11번가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

SK텔레콤, 11번가 인적분할

- SK텔레콤은 지난 6월 커머스 사업 역량 강화를 위해 11번가를 인적분할하는 구조재편을 추진
- 분할신설 11번가는 H&Q코리아로부터 5천억원의 신규자금을 유치했으며, 2.75조원의 기업가치 평가
- 11번가는 데이터 기반 상품 추천과 효율적인 마케팅비용 집행으로 손익을 빠르게 개선시킬 전망
- 한편, 존속법인 SK플래닛은 SK테크엑스와 결합해 데이터 통합 관리/분석의 플랫폼 개발 회사로 전환

11번가 분사 이전과 이후 구조 변화



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

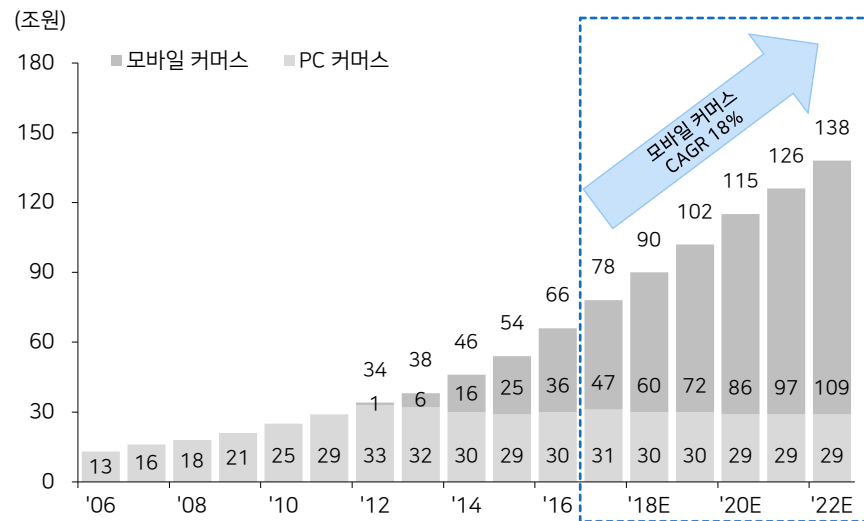
SK텔레콤_ 11번가와 모바일 이커머스 시장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ +α

모바일에 강점을 가진 11번가

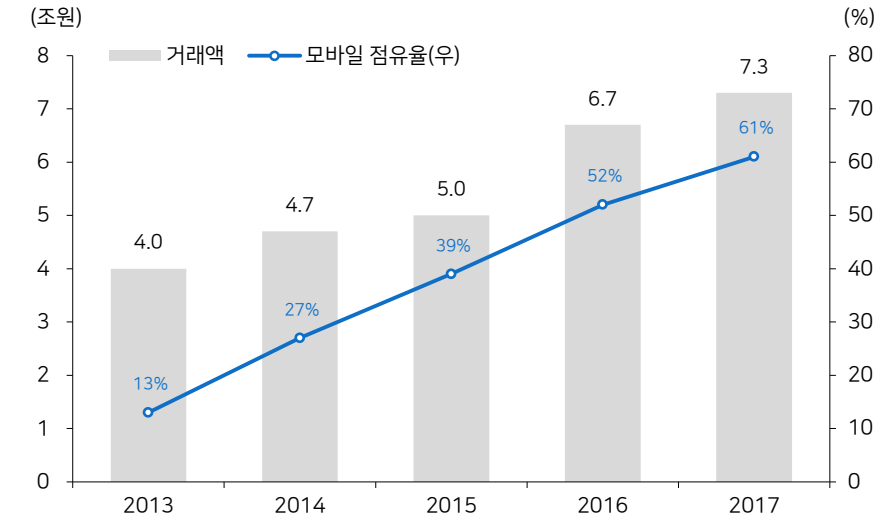
- 국내 리테일 시장에서 오프라인 거래액은 정체된 반면, 온라인 커머스 시장 성장세는 지속 특히, 모바일 커머스가 전체 온라인 커머스 시장 성장을 주도하며, 2022년까지 연평균 +18% 성장 전망
- 최근 5년 11번가 거래액이 꾸준히 증가하는 동안 모바일 점유율 역시 기존 13%에서 61%까지 확대
- 모바일 위주의 소비 패턴 변화는 무선 1위 사업자인 SK텔레콤에게 유리한 시장 환경이라고 판단

이커머스 시장 성장을 주도하는 모바일 커머스 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

11번가 거래액 및 모바일 점유율 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

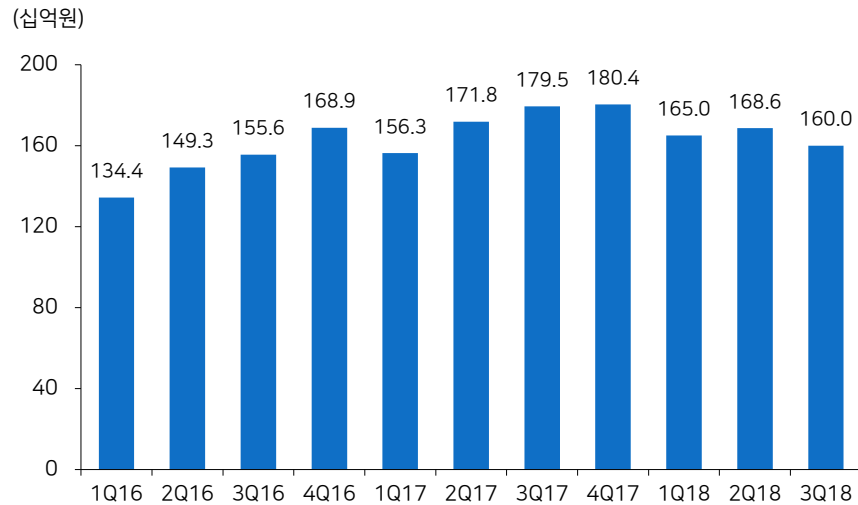
SK텔레콤_ 11분기 실적 추이

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ +α

11분기 3Q18 영업적자 -221억원으로 적자폭 개선

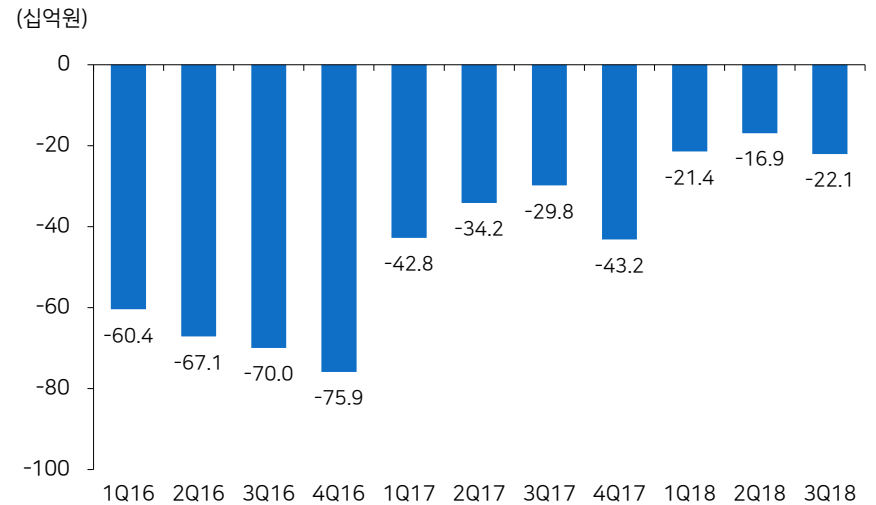
- 3Q18 11분가는 매출액 1,600억원(-10.9% YoY), 영업적자 -221억원(적자축소 YoY)을 기록
- 분사 추진에 따른 일시적인 매출 감소에도, 마케팅 고도화 등 수익성 개선 노력으로 3분기 누적 영업손실은 2017년 1,068억원에서 2018년 604억원으로 464억원 개선
- 국내 이커머스 사업자들이 무분별한 마케팅 경쟁을 지양하는 만큼 향후 수익성 위주의 사업 전략 기대

11분기 분기 매출액 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

11분기 분기 영업적자 추이



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤_2019년 11분기 흑자전환 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

- 11분기, 2019년 흑자전환 전망**
- 2018년 11분기 매출액과 영업적자는 각각 6,795억원(-1.2% YoY), 898억원(적자축소 YoY) 전망
 - 비용 효율화 등 수익성 위주의 사업 전략으로 2019년 흑자전환 예상

11분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가징											
오픈마켓 거래액 (조원)	5.5	5.7	5.9	6.1	6.4	6.6	6.9	7.1	23.3	27.1	30.9
(성장률, YoY)	20.0	20.0	20.0	20.0	16.0	16.0	16.0	16.0	20.0	16.0	14.0
G마켓	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	8.8	10.1	11.5
옥션	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	5.5	6.2	6.9
11분기	2.0	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	8.4	10.0	11.7
인터파크	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.7	0.8
점유율											
G마켓	37.8%	37.8%	37.8%	37.8%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%	37.8%	37.5%	37.2%
옥션	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	23.5%	22.9%	22.3%
11분기	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	36.0%	37.0%	38.0%
인터파크	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%
매출액	156.3	171.8	179.5	180.4	165.0	168.6	160.0	185.9	688.0	679.5	818.3
% YoY	16.3	15.1	15.4	6.8	5.6	-1.9	-10.9	3.0	13.1	-1.2	20.4
판매수수료	92.3	95.4	99.5	102.6	110.7	114.5	119.4	123.2	389.8	467.7	552.0
(성장률, YoY)	24.8	24.5	24.2	24.5	20.0	20.0	20.0	20.0	24.5	20.0	18.0
판매수수료 비율	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.7%	4.7%
광고매출액	36.6	38.6	42.6	44.7	44.0	46.3	51.1	53.6	162.5	195.0	230.1
부가서비스 매출액	27.4	37.8	37.4	33.1	10.3	7.8	9.1	9.1	135.7	36.3	36.2
영업비용	199.1	206.0	209.3	223.6	186.4	185.5	182.1	215.2	861.2	733.1	809.3
% YoY	2.2	-4.8	-7.2	-8.7	-6.4	-10.0	-13.0	-3.7	-2.3	-14.9	10.4
매출원가	87.3	96.0	100.3	100.8	80.2	81.9	77.8	90.3	384.4	330.2	365.0
매출원가율	55.9%	55.9%	55.9%	55.9%	48.6%	48.6%	48.6%	48.6%	55.9%	48.6%	44.6%
판관비	111.8	110.0	109.0	122.8	106.2	103.6	104.3	124.9	476.8	402.9	444.4
판관비율	71.5%	64.0%	60.7%	68.1%	64.4%	61.4%	65.2%	67.2%	69.3%	59.3%	54.3%
영업이익	-42.8	-34.2	-29.8	-43.2	-21.4	-16.9	-22.1	-29.4	-150.0	-89.8	3.7
% YoY	-29.2	-49.1	-57.4	-43.1	-50.0	-50.6	-25.8	-32.0	-45.1	-40.1	-104.1

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

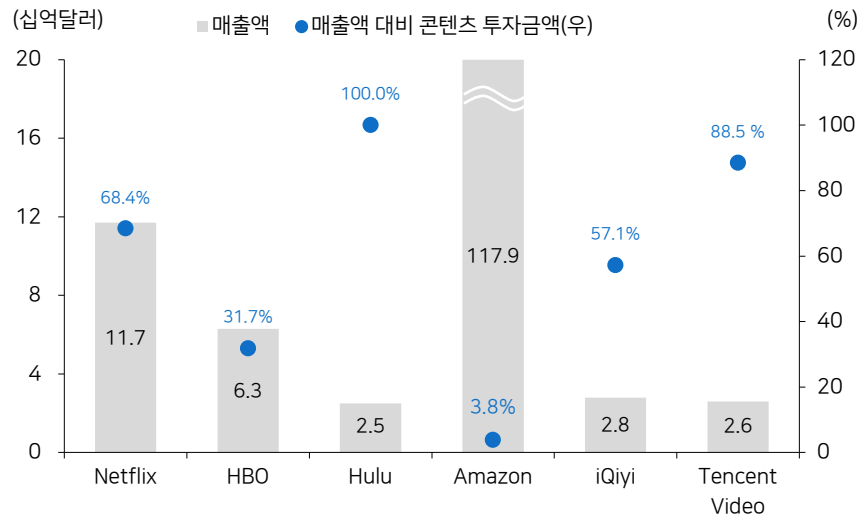
SK텔레콤_Btv 다음 타자는 옥수수(oksusu)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + *a*

글로벌 통신사들의 미디어 콘텐츠 투자 확대

- 글로벌 통신사들은 성장이 정체된 무선 사업에서 벗어나 새로운 수익원으로 미디어 콘텐츠에 주목
- 소비자들은 새로운 통신 서비스 요금제 가입 시 최소 1개의 OTT 서비스를 무료로 사용
- 미국 Verizon, AT&T 뿐만 아니라 국내 통신 3사도 자체 OTT 서비스 플랫폼으로 소비자 혜택을 강화

글로벌 OTT 사업자들의 콘텐츠 투자 경쟁



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

국내외 주요 통신사들의 OTT 서비스 현황

통신사	적용 대상	월정액	제공 OTT
AT&T	Unlimited & More Plus Premium	\$80	HBO Now
T모바일	T-Mobile ONE 2회선	\$120	Netflix Standard
Sprint	Unlimited Basic	\$60	Hulu Streaming Library
SK텔레콤	전 요금제	-	옥수수(oksusu)
KT	전 요금제	-	올레TV모바일
LG유플러스	전 요금제	-	U+비디오포털

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

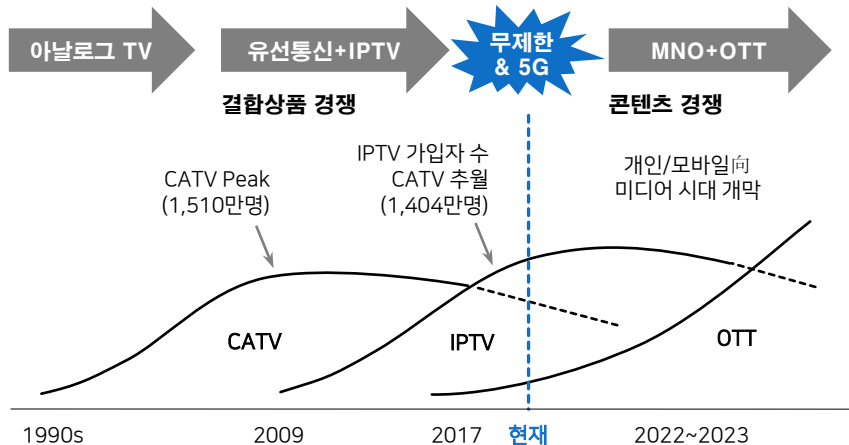
SK텔레콤_ 양질의 가입자 확대가 지속되는 옥수수(oksusu)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

옥수수(oksusu) 분할 전망

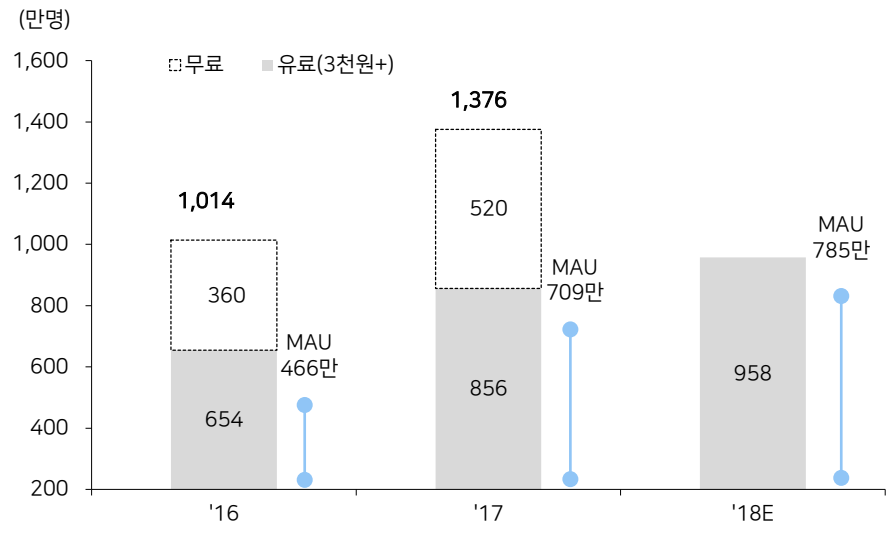
- 유료방송 시장 주도권은 과거 케이블TV에서 현재 IPTV, 그리고 다시 OTT로 넘어갈 전망
- 경쟁 방식도 상품권이나 현금을 지급하던 방식에서 결합상품으로, 다시 양질의 콘텐츠 제공으로 이동
- '옥수수(oksusu)'는 MAU(월간이용자수) 800만명을 달성하며 국내 최대 OTT 플랫폼으로 성장
⇒ oksusu는 향후 11번가와 동일한 방식으로 외부 펀딩에 따른 분할 진행 전망

국내 유료방송 시장 헤게모니 변화



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

옥수수(oksusu) 가입자 수 및 MAU(월간이용자수) 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤_ SK브로드밴드 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ +α

10기가인터넷 상용화와 IPTV 수익성 개선 전망

- 2017년 SK브로드밴드 매출액 및 영업이익은 3.05조원(+3.8% YoY), 1,263억원(+54.6% YoY) 기록
- SK브로드밴드는 3Q18 분기 사상 최대 영업이익인 422억원(+41.6% YoY, OPM 5.1%) 기록
- 향후 10기가인터넷 상용화와 VOD 등 부가서비스 위주의 IPTV 성장으로 수익성 개선 전망

SK브로드밴드 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	722.9	730.0	760.2	840.4	750.7	781.6	820.2	874.8	3,053.5	3,227.3	3,470.9
% YoY	2.4%	1.9%	1.2%	9.2%	3.8%	7.1%	7.9%	4.1%	3.8%	5.7%	7.5%
초고속인터넷	213.5	212.9	217.8	201.1	201.5	202.2	202.6	206.5	845.3	812.8	869.7
IPTV	235.6	244.6	255.5	285.3	282.8	302.0	318.8	328.7	1,021.0	1,232.3	1,413.5
집전화	20.9	20.0	18.5	19.1	17.6	16.3	15.4	17.0	78.5	66.3	61.1
기업전화	247.2	244.7	246.0	251.2	244.0	247.9	254.5	252.1	989.1	998.5	1,006.2
기타판매	5.7	7.8	22.4	80.2	4.8	13.2	28.9	70.6	116.1	117.5	120.3
영업비용	695.5	698.4	730.4	802.9	728.6	751.2	778.0	832.6	2,927.2	3,090.5	3,289.9
% YoY	0.9%	0.5%	0.4%	7.0%	4.8%	7.6%	6.5%	3.7%	2.3%	5.6%	6.5%
인건비	50.5	54.8	47.2	43.6	108.3	83.4	92.3	89.9	196.1	373.9	394.9
마케팅비용	97.5	89.4	104.0	108.1	81.8	83.7	95.7	100.9	399.0	362.0	392.7
지급수수료	233.1	231.7	254.9	312.4	193.3	229.8	222.0	261.1	1,032.1	906.2	986.8
접속료	52.3	51.3	48.7	47.2	45.4	44.5	42.9	49.4	199.5	182.3	193.8
통신설비사용료	44.7	45.4	45.5	46.6	50.1	49.9	53.6	55.0	182.2	208.6	223.1
기타	76.6	82.3	83.3	89.8	96.7	105.4	113.0	108.9	332.0	424.0	442.2
감가상각비	140.8	143.6	146.8	150.2	153.0	154.6	158.3	167.4	581.4	633.3	656.4
영업이익	27.4	31.6	29.8	37.5	22.1	30.4	42.2	42.1	126.3	136.8	181.0
% YoY	62.0%	45.6%	27.4%	90.4%	-19.3%	-3.9%	41.6%	12.3%	54.6%	8.3%	32.3%
영업이익률	3.8%	4.3%	3.9%	4.5%	2.9%	3.9%	5.1%	4.8%	4.1%	4.2%	5.2%
주요지표 (천명)											
초고속인터넷 가입자수	5,310	5,344	5,403	5,439	5,484	5,524	5,575	5,604	5,439	5,604	5,793
IPTV 가입자수	4,073	4,170	4,287	4,370	4,464	4,554	4,659	4,751	4,370	4,751	5,140
모바일TV 가입자수	4,631	7,482	8,111	8,585	8,875	9,135	9,500	9,880	8,585	9,880	11,337

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤_ SK브로드밴드 밸류에이션 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

SK브로드밴드 상장 가정 시 기업가치는 약 2.56조원

- 2015년 SK브로드밴드 상장폐지 당시 시가총액은 약 1.2조원으로, 적정 기업가치 산정 시 Target EV/EBITDA 5.0~5.2배 적용
- 최근 2년간 사업 성과를 살펴보면 영업이익은 +99.0% 개선, 유선 가입자는 +15.1% 증가
- SK브로드밴드 상장 가정 시 기업가치는 기존 Multiple에 20% 할증을 부여한 2.56조원 예상

SK브로드밴드 Valuation 변화 예상

2015년. 상장폐지 전			2017년 기준		
구분	내용 (십억원)	비고	구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	582.7	2015년 EBITDA	EBITDA	709.6	2017년 EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	5.0	과거 2년 평균	Target EV/EBITDA(배)	6.0	2015년 대비 20% 할증
영업가치	2,913.5		영업가치	4,257.5	
순차입금	1,471.2		순차입금	1,697.6	
적정기업가치	1,442.3		적정기업가치	2,559.9	

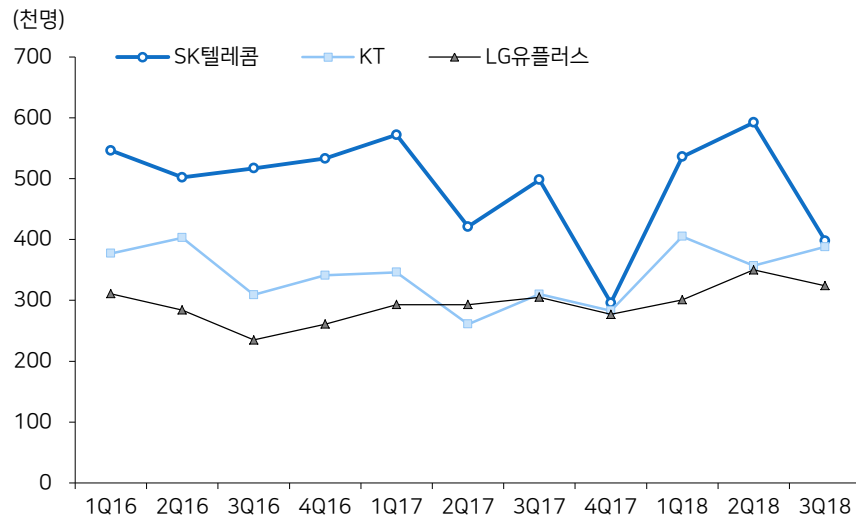
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KT_경쟁력 제고가 어려운 통신 사업

경쟁사 대비 부진한 유무선 통신 사업

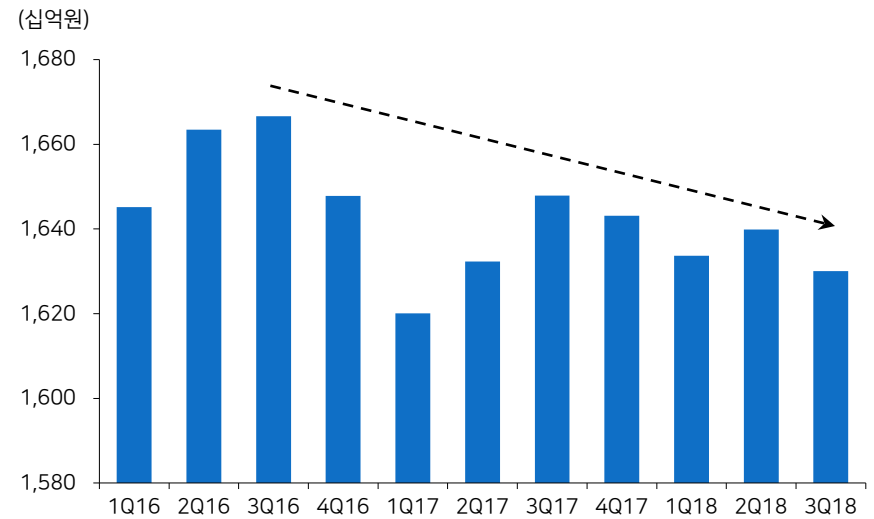
- 이동통신 1위 사업자인 SK텔레콤과 가입자 순증이 가파른 3위 LG유플러스에 끼인 KT 무선통신 사업
- 가입자 규모로는 국내 1위이나 SOHO나 군부대 가입자가 많아 경쟁사 대비 수익률이 낮은 IPTV
- 결국 KT는 주력인 유무선 통신 사업에서 경쟁사 대비 뚜렷한 사업 성과를 내지 못하는 상황

통신 3사 LTE 가입자 순증 추이: LGU+와 비슷한 수준의 KT 가입자 순증



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

KT 별도 기준 무선 서비스수익 감소 추세 지속



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KT_부동산 사업 활성화를 통한 성장 전략

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + *a*

KT그룹 부동산 자산가치는 8.3조원 수준

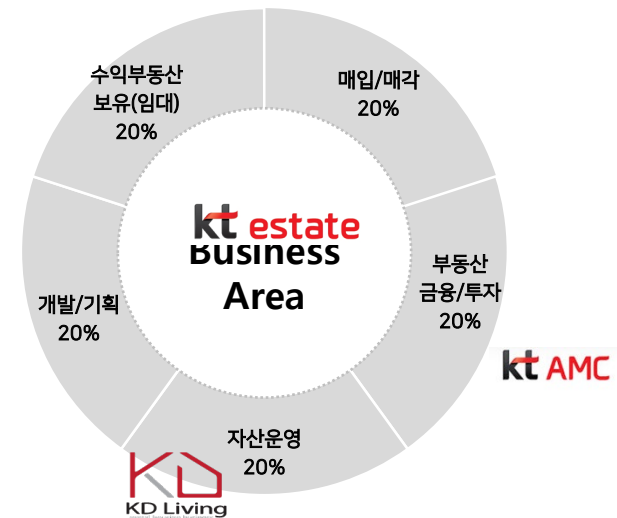
- KT그룹이 보유한 전국 448개 부동산 자산규모의 자산가치는 8.3조원 수준
- 이 중 사옥과 연구소, 주요 전화국을 제외한 개발/임대 가능 수익형 부동산은 46% 수준인 209개
- KT는 임대 및 개발 사업, 토지 매각, 자산운영, 그리고 부동산 금융 등을 통한 사업 역량 강화 계획

KT 보유 부동산 및 자산가치

지역	자산규모		자산가치	
	개수	토지면적 (만평)	금액 (조원)	비율
서울	45	11.4	4.4	53%
수도권	92	21	1.5	18%
광역시	81	27.8	1.4	17%
지방	230	54.1	1	12%
합계	448	114.3	8.3	100%

자료: KT, 메리츠증권리서치센터

KT그룹의 부동산 사업 역량



자료: KT, 메리츠증권리서치센터

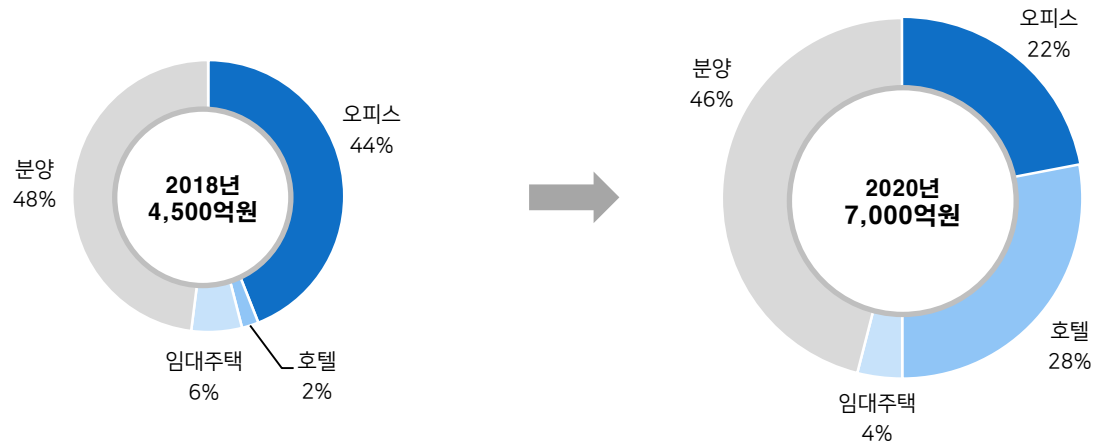
KT_부동산 포트폴리오 변화 및 목표

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

2020년 부동산 매출액
7,000억원 이상 목표

- KT는 ICT 기반의 차별화된 서비스 역량을 바탕으로 공격적인 부동산 매출 목표 설정
- KT 부동산 매출액 2018년 4,500억원 → 2020년 7,000억원 이상 전망
- 현재 오피스 중심의 매출 구조를 점차 호텔 사업으로 확장해 임대형 매출 성장을 주도

KT 부동산 포트폴리오 변화 및 사업 목표



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

KT_부동산 사업 성공 사례: 동대문 노보텔(Novotel)

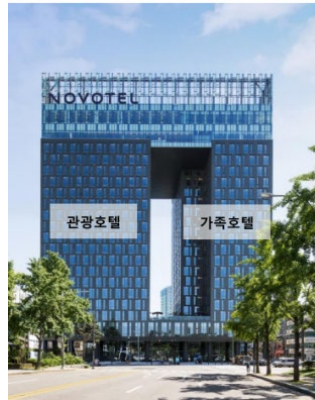
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

KT 부동산 사업의 본격적인 실적화

- 3Q18 KT 부동산 매출액은 1,413억원으로 전년 동기 대비 +34.8% 성장
 - 실적 개선의 주요인은 지난 7월 개관한 동대문 노보텔(Novotel) 매출의 본격화
- 동대문 노보텔은 동대문, 명동 등 서울 주요지역에 4.5성급 호텔 공급이 제한적이라는 점을 공략
지역상권과 연계한 시너지와 가족호텔 브랜드를 활용해 내국인과 외국인 관광객 수요 증가 기대

동대문 노보텔 사업 개요

- ◆ **대지 위치** 서울특별시 중구 을지로6가 58-5, 58-11
- ◆ **지역 지구** 일반상업지역(4대문안), 지구단위계획구역
- ◆ **대지 면적** 3,320.30㎡ (약 1,004평)
- ◆ **주용도** 숙박시설 523실 (관광호텔 331실, 가족호텔 192실)
- ◆ **규모** B5~20F / 2개동
- ◆ **건축 면적** 1,970.63㎡ (596평)
- ◆ **연면적** 44,561.08㎡ (13,479평)
- ◆ **높이** 73.05M
- ◆ **용적률** 938.8%



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

동대문 노보텔 차별화 요소

AI Hotel	지역상권연계 Synergy 도모	도심 속 휴양 (가족친화 호텔)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 호텔용 다국어 (기가지니)  <ul style="list-style-type: none"> ◆ 스마트 컨시어지 (지니폰)  <ul style="list-style-type: none"> ◆ 디지털 미디어 구현 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 동대문의 메카 (Fashion)  <ul style="list-style-type: none"> ◆ 지역시장 (연계메뉴 도입) 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 조경이 어우러진 (Rooftop)  <ul style="list-style-type: none"> ◆ 테라스연계 (특화 객실) 

자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

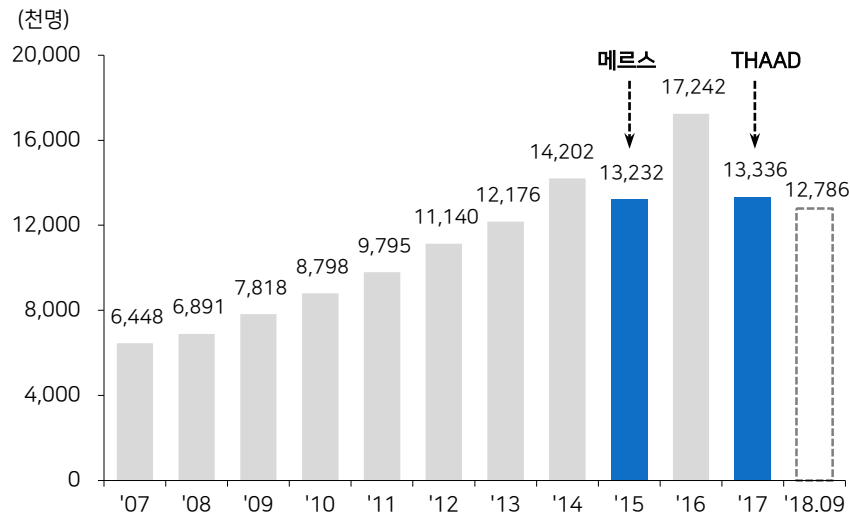
KT_부동산 사업 성공 사례: 동대문 노보텔(Novotel)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

외국인 관광객 완전한 회복세

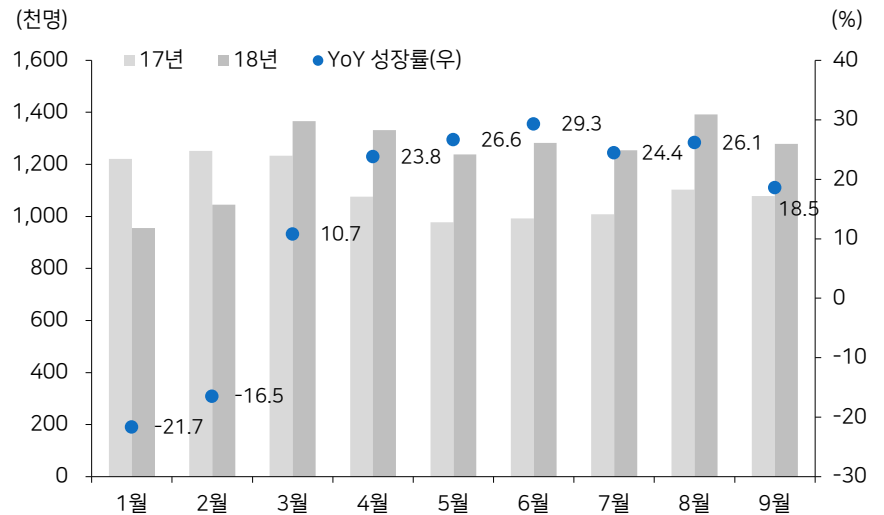
- KT 호텔 사업의 주고객인 외국인 관광객 입국자수 추이는 2015년과 2017년을 제외하고 지속 상승
- 작년 THAAD 이슈로 부진했던 외국인 관광객 입국자수는 2018년 3월을 기점으로 상승세
- 2018년 1, 2월 전년 대비 각각 -21.7%, -16.5%로 역성장하며 부진했으나, 3월과 4월 전년 대비 +10.7%, +23.8% 성장하며 이후 완전한 회복세로 돌입

외국인 관광객 입국자수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

3월부터 완전한 회복세를 보이고 있는 외국인 관광객 추이



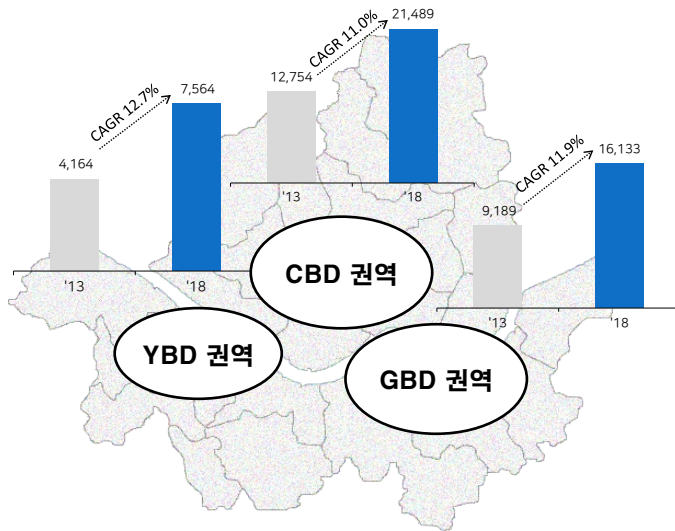
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

KT_부동산사업 성공 사례: 동대문 노보텔(Novotel)

외부 악재에 상대적으로
견고한 4.5~5.5성급 호텔

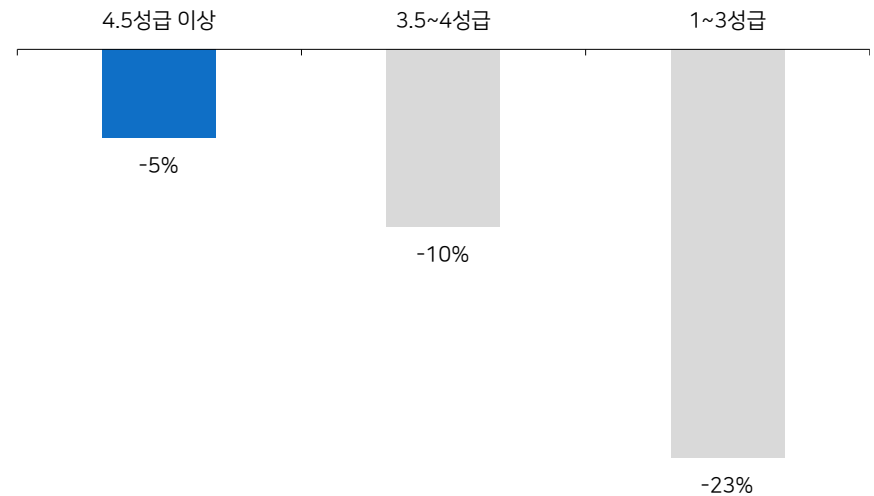
- 외국인 관광객수 증가에 따라 서울 내 호텔 공급은 2013년 대비 약 2배 증가
- 서울 시내 호텔 중 메르스, THAAD 등 외부 요인에 따른 영업 악화는 낮은 등급에서 심화
⇒ 상대적으로 4.5성급 호텔의 경우 외부 악재에도 영업적으로 견고한 상황

서울 호텔 공급 변화



자료: KT, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 기준 호텔 등급별 영업 여파: 등급별 RevPar 성장률



자료: KT, 메리츠종금증권 리서치센터

KT_부동산사업향후개발계획

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + *α*

2022년까지 호텔 사업을 통해
총 2,023객실 보유 전망

- 동대문 노보텔(Novotel)은 2018년 7월 오픈하며 KT 3Q18 부동산 실적 개선에 기여
- 2019년 8월 압구정 5.5성급 'ANDAZ' 호텔 개관을 시작으로,
2020년 6월과 2022년 4월 송파와 중앙에 'SOFITEL'과 'Le MERIDIEN' 개발 계획
- 교통의 요지에 위치한 만큼 안정적인 수요가 예상되며, Accor 예약망을 활용한 개인 고객 유치에 주력

향후 개발 계획

시기	구분	Site	Location 특성	브랜드
2014년 10월	영동 (306실)	(임대차 방식)	강남권 비즈니스 호텔	신라Stay
2018년 7월	을지 (523실)		동대문 관광지와 연계, 관광+레지던스 Mix하여 고객 유인	Accor 4.5성급 
2019년 8월	신사 (241실)		압구정역 초역세권에 위치 Lifestyle형 호텔/리테일 운영	Hyatt 5.5성급 
2021년 6월	송파 (563실)		국제업무, MICE 산업 중심지, 잠실관광특구를 고려하여 브랜드 선정	Accor 5성급 
2022년 4월	중앙 (400실)		기업/레저 고객을 동시 수용 가능한 Dual Brand 전략	Marriot 5성급 

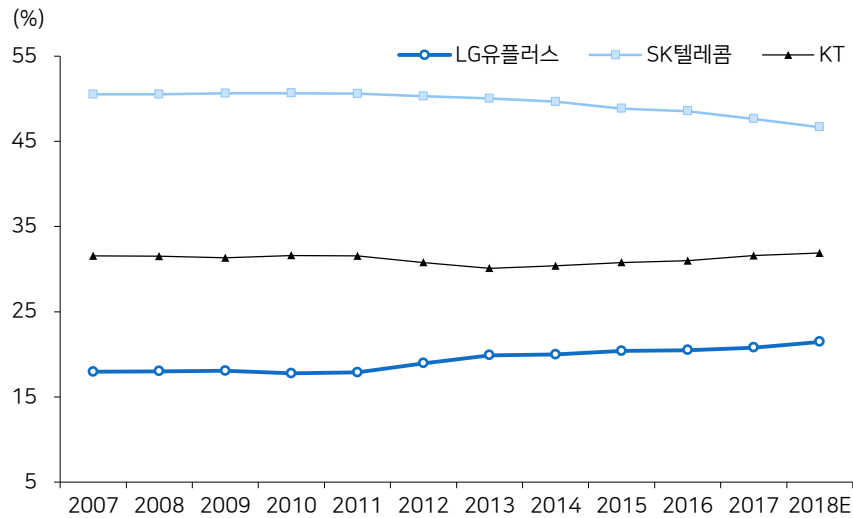
자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

LG유플러스_본업의 경쟁력 강화

LG유플러스, 유무선 통신 부문 사업 경쟁력 강화

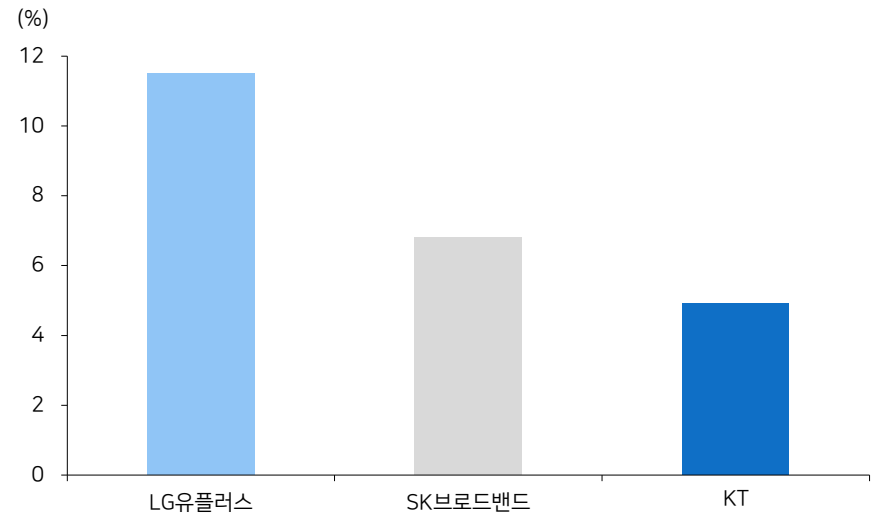
- LG유플러스는 LTE 상용화 서비스를 시작한 2011년 이후 꾸준히 무선 점유율을 확대
 - 선제적인 요금제 개편과 소비자 혜택을 고려한 부가서비스 제공으로 무선 사업 경쟁력 강화
- 유선 부문 IPTV의 경우 일반 가정 고객들을 대상으로 VOD 매출을 확대하며 빠르게 수익성 개선 (2018년 통신 3사 IPTV 영업이익률: LGU+ 10~12%, SK브로드밴드 6~7%, KT 4~5% 추정)
- 유무선 통신 분야에서 두드러진 사업 성과를 나타낸 LG유플러스는 통신 사업 강화에 더욱 주력할 전망

LG유플러스 무선 점유율 상승세 지속



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 통신 3사 IPTV 영업이익률 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

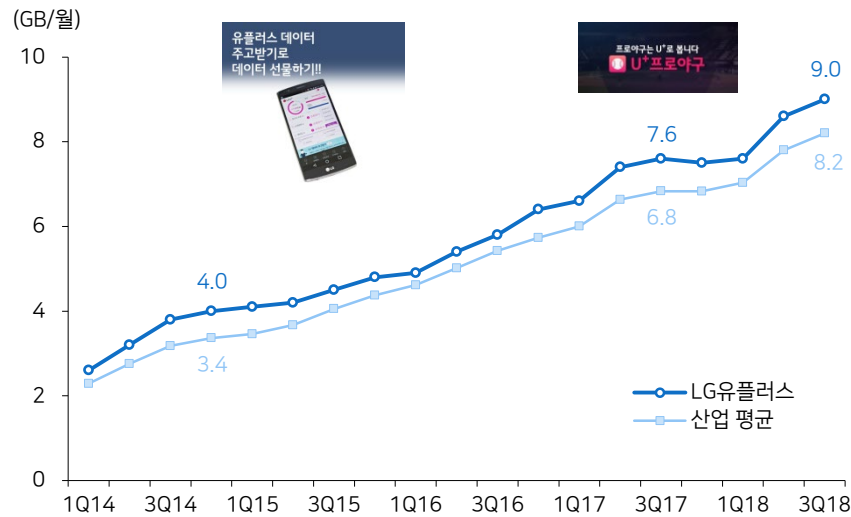
LG유플러스_무선 부문 경쟁력 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

무선 통신 부문 경쟁력을 강화하는 LG유플러스

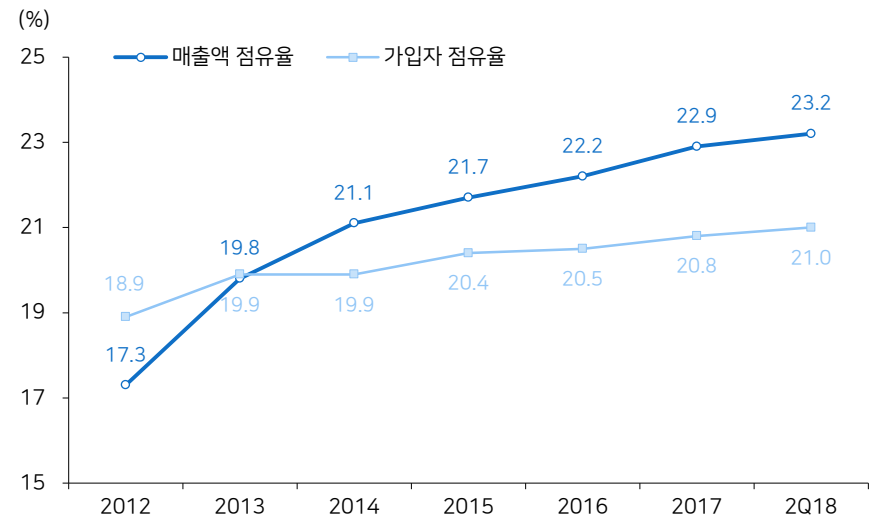
- LG유플러스는 '데이터 선물하기' 요금제 출시와 'U+ 프로야구' 등 부가서비스를 선제적으로 제공
- LG유플러스의 매출액 점유율은 가입자 점유율 대비 더 가파르게 성장
⇒ 높은 데이터 사용량을 앞세운 고ARPU 가입자 유입에 따른 매출액 점유율 상승세 지속
- 선택약정할인을 상향 이후 냉각된 번호이동시장(MNP) 역시 LG유플러스의 영업 환경에 유리
⇒ 보조금이나 리베이트 유인이 사라지면 소비자들의 통신사 선택은 무차별적으로 이루어지는 경향

LG유플러스 소비자 혜택 강화에 따른 LTE 데이터 사용량 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

LG유플러스의 매출액 점유율 및 가입자 점유율



자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

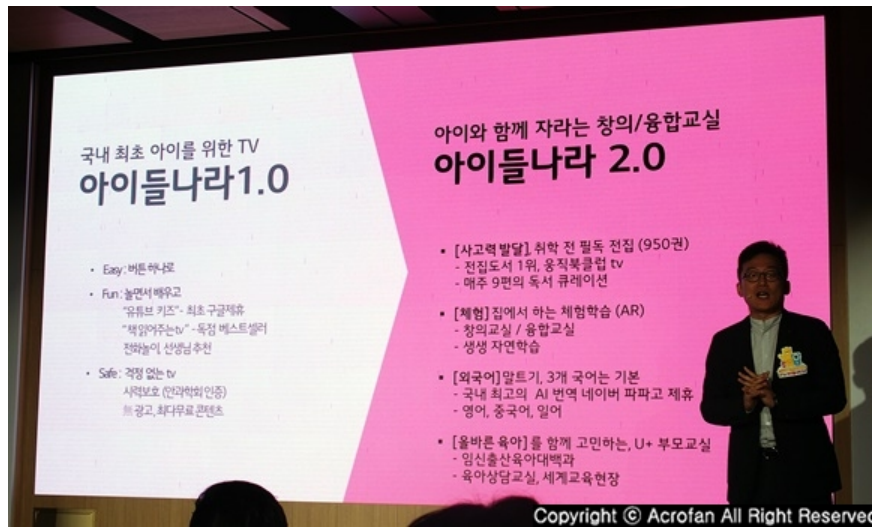
LG유플러스_유선 부문 경쟁력 강화: 신규 서비스 출시

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

IPTV 서비스 혜택 강화

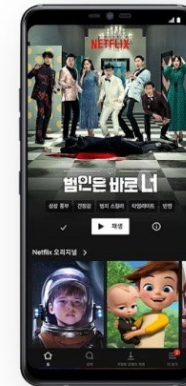
- LG유플러스는 IPTV 부문 경쟁력 강화를 위해 신규 서비스를 지속적으로 출시
 - 키즈 전용 콘텐츠 'U+아이들나라'를 통해 유아 자녀 비중이 높은 30~40대 고객 유입 지속
 - 이 달 중순 글로벌 콘텐츠 제작사인 넷플릭스의 콘텐츠를 IPTV로 공급할 예정
- VOD 매출 증가와 홈쇼핑송출수수료 확대로 LG유플러스 IPTV 사업 부문 이익 기여도 지속 증가
 - LG유플러스 IPTV 영업이익 2016년 129억원 → 2017년 418억원 → 2018년 1,016억원 추정

LG유플러스 'U+ 아이들나라2.0' 출시



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

미디어 콘텐츠 강화를 위한 '넷플릭스' 탑재



NETFLIX 를
U+로 봐야하는 이유

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

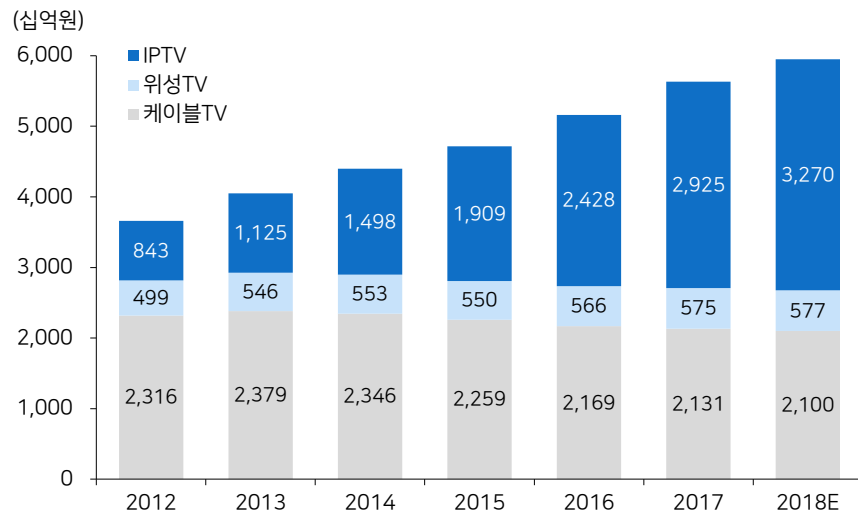
LG유플러스_유선 부문 경쟁력 강화: 유료방송 M&A

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

유료방송 M&A를 통한 또 한번의 성장

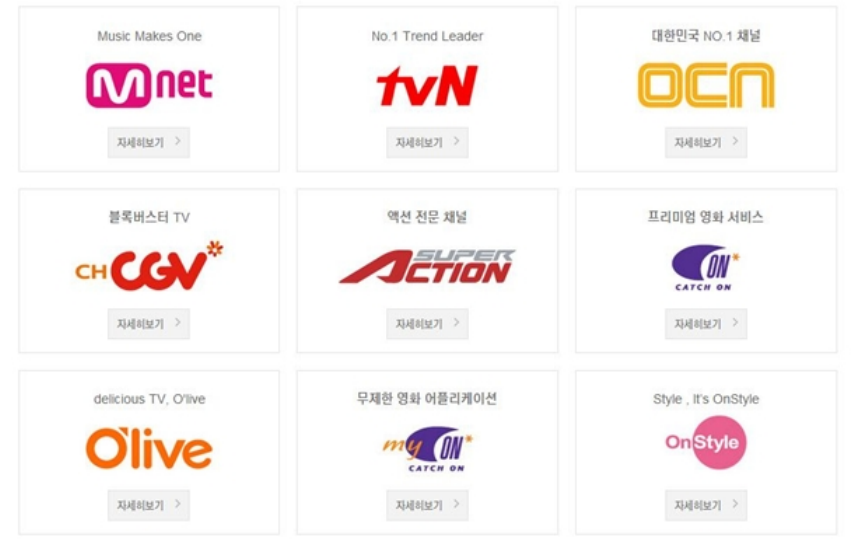
- LG유플러스는 유료방송 시장 내 영향력 확대를 위해 CJ헬로 인수를 검토 중
- LG유플러스가 가입자당 가치 35~40만원 수준에서 인수할 경우 시장의 긍정적인 평가 가능
- 단기적으로 대형 M&A에 따른 배당 여력 축소와 합병 비용 발생으로 수급과 실적 부진이 예상되나, 중장기적으로는 유료방송 시장 내 규모의 경제에 따른 이익 레버리지가 가능할 전망
- CJ헬로 인수 시, 우호적 관계에 있는 CJ ENM의 양질의 콘텐츠 수급에도 유리할 것으로 판단

유료방송 플랫폼별 매출액 추이: 지속적으로 감소하는 케이블TV 매출



자료: 방송통신위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ ENM의 다양한 콘텐츠 수급에 용이



자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

산업 전망 (2): 격변의 유료방송 시장, 승자는?

통신사들의 케이블TV 인수 시도 가속화

- LG유플러스, 올해 초부터 CJ헬로 인수를 위해 여러 차례 협상을 진행
- KT, 실적 컨퍼런스콜에서 자회사 스카이라이프의 딜라이브 인수 검토를 인정
- SK텔레콤, 최근 ADT캡스 인수로 투자 여력은 축소됐으나, 경쟁 사업자들의 상황에 따라 현대HCN, CMB 등 케이블 SO 재인수 시도에 나설 전망
- 2016년 SK텔레콤의 CJ헬로 인수가 무산됐으나, 유료방송 시장 상황 급변으로 M&A 가시화

통신사업자들의 케이블TV 인수 시도 지속



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK텔레콤과 CJ헬로 기업결합 불승인 근거

구분	내용
시장의 확정	케이블 방송 사업자(이하SO)는 허가 받은 방송 구역에서만 영입이 가능하고 SO, 위성방송 및 IPTV 사업자들은 해당 방송 구역 내 소비자를 대상으로 상호 경쟁하는 것이므로, 각 방송권역별로 경쟁제한 여부 판단.
경쟁제한성 판단	
- 수평결합의 경쟁제한 (방송)	기업 결합 이후 21개 방송구역 유료 방송 시장에서 결합 당사회사들의 시장 점유율은 46.9%~76.0%에 이르고, 2위 사업자와의 격차도 최대 58.8%p에 이르는 등 결합 당사회사의 시장 지배력이 더욱 강화됨*
- 수평결합의 경쟁제한 (MVNO)	이동통신 1위 사업자인 SK텔레콤이 애플폰 1위 사업자로서 강력한 경쟁 압력으로 작용하던 CJ헬로비전을 인수함으로써 이동통신 소매 시장의 경쟁 압력이 크게 감소됨
- 수평결합의 경쟁제한 (MNO-MVNO)	이동통신 도매 서비스 공급자인 SK텔레콤이 가장 유력한 수요자인 CJ헬로비전을 인수함으로써 경쟁 도매 공급자(KT, LG유플러스)들을 봉쇄시킬 가능성이 있음

주: * 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제7조 4항. ①결합 후 시장점유율 합계가 50% 이상으로, ② 1위 사업자이고, ③2위 사업자와의 차이가 25% 이상이므로 경쟁 제한성 추정 요건에 해당
자료: 공정거래위원회 보도 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

유료방송 시장 재편_ 유료방송 시장 규제 완화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

규제 완화로 가시화된 유료방송 M&A

- 지난 6월 유료방송 시장 점유율 합산규제(33%) 폐지에 이어 8월에는 통합방송법 초안 공개
 - 합산규제 일몰로 IPTV 사업자들은 공격적인 영업전략과 자유로운 인수·합병 의사결정이 가능
 - 통합방송법 제정에 따른 지역 사업권 소멸로 시장 내 인수·합병 장벽이 제거
- 케이블TV 아날로그 방송 종료 시점에는 유료방송 시장재편에 대한 요구가 더욱 거세질 전망

국내 유료방송 시장 규제 현황

구분	적용 법률	적용 대상	내용	경과
점유율 합산 규제	방송법, 인터넷 멀티미디어 방송사업법	종합유선 방송사업자, 위성방송, IPTV	방송사업자는 해당사업자와 특수관계자인 방송사업자를 합산하여 전체 유료방송사업 가입자 수의 3분의 1을 초과하여 서비스를 제공할 수 없다.	2018년 6월 일몰
권역 규제	방송법 12조 1항	종합유선 방송사업자	과학기술정보통신부장관은 종합유선방송사업을 허가할 때에는 일정한 방송구역 안에서 사업을 운영하는 권리를 부여할 수 있다.	폐지 논의 중
지분 소유 규제	방송법 시행령 4조 5항의 3	위성방송사업자	위성방송사업자가 특정 종합유선방송사업자의 주식 또는 지분을 100분의 33을 초과하여 소유할 수 없다.	2018년 6월 13일 폐지

자료: 국가법령정보센터, 메리츠증권증권 리서치센터

통합방송법 개정안 주요 내용

구분	개정안	의의
1) 동일 서비스 - 동일 규제 적용	제2조 4. 나. 유료방송사업: 방송국, 유무선의 설비(전기통신설비를 포함한다) 또는 대가를 받고 그 방송을 제공하는 사업	기존 플랫폼 별로 달리 규정되어 있던 법 체계의 일원화, 전송 방식이나 플랫폼 유형에 상관없이 동일 규제 적용(IPTV, 케이블TV, 위성방송에 동일 규제)
2) 규제 사각지대 해소	제 2조 7. 나. 부가 유료방송사업자: 방송을 수신하여 단순히 중계송신하거나 또는 인터넷 등 정보통신망에서 방송프로그램을 시청자에게 판매, 제공할 목적으로 승인을 받은 자 제 2조 8. 나. 인터넷방송 콘텐츠제공사업자: 인터넷 등 정보통신망에서 방송프로그램을 시청자에게 판매, 제공하는 부가유료방송사업자에게 방송프로그램을 공급, 판매할 목적으로 등록 또는 승인을 받은 자	OTT, 개인방송, MCN 등을 방송법에 포섭 시킴으로써 진입(승인), 심의, 공정경쟁 촉진 및 금지행위 등과 관련된 규제가 적용
3) SO의 사업권역 확대	제 16조(지역사업권), 다채널 유료방송사업에 대하여 이미 지역사업권을 부여 받은 사업자가 전국사업권을 승인 받은 경우 전국사업권에 대하여 허가를 받은 날부터 해당 사업자의 지역사업권은 소멸된다	현행 유료방송 시장의 지역사업권 제도는 유지함. 단, SO라 하더라도 전국사업권을 선택할 경우, 방송사업 확장을 위한 다양한 전략 수립(망 구축 확대, 인수합병 등)이 가능해짐

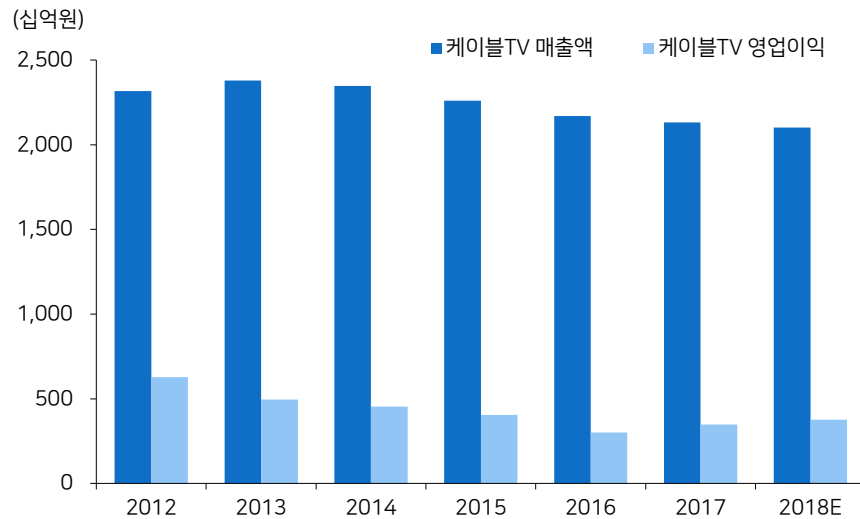
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

유료방송 시장 재편_ 유료방송 시장재편의 필요성

유료방송 시장 재편의 필요성

- IPTV 등장 이후 케이블TV 사업자들의 재무실적은 매년 악화
 - 케이블 MSO는 최근 5년 동안 가입자뿐만 아니라 매출액이 꾸준히 하락
- 유료방송 시장 재편 시 긍정적인 효과는,
 - 1) 수신료 인상: 전세계적으로 낮은 수준인 TV 수신료 인상 요구가 정당화
 - 2) 홈쇼핑송출수수료 증가: 홈쇼핑 사업들과의 협상력 강화로 홈쇼핑송출수수료 증가 예상
 - 3) 콘텐츠 구매 비용 절감: CP(Content Provider)와의 협상력 강화로 콘텐츠 구매 비용 절감

국내 케이블TV 업체들 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 방송통신위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

유료방송 시장 재편 시 예상되는 긍정적 변화 세 가지

- 1 수신료 인상
- 2 홈쇼핑송출 수수료 증가
- 3 콘텐츠 구매 비용 절감

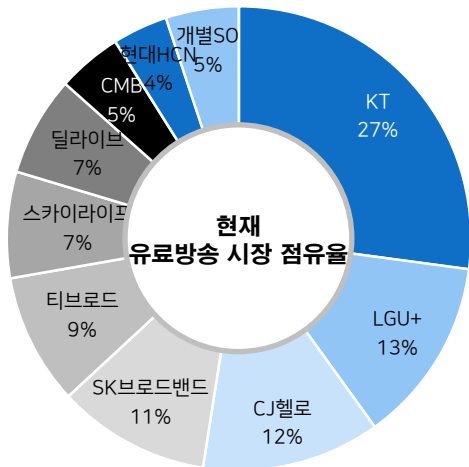
자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

유료방송 시장 재편_ 유료방송 M&A와 시장 점유율

유료방송 M&A 가정 시 시장 점유율 변화 가정

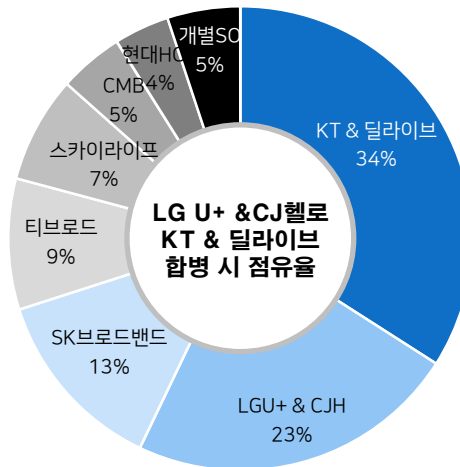
- 2017년 기준 유료방송 시장 점유율은 IPTV 51%, 케이블 42%, 위성 7%
- LG유플러스의 CJ헬로 인수와 KT의 딜라이브 인수 가정 시 IPTV 점유율은 70%까지 확대 가능
- SK텔레콤 역시 우호적인 관계를 유지 중인 맥쿼리의 딜라이브 지분 30% 인수 가능성이 높은 상황
- 맥쿼리와 공동으로 ADT캡스 인수, 딜라이브가 보유한 iHQ 등 콘텐츠 제작사에 대한 높은 관심 등

현재 유료방송 시장 점유율



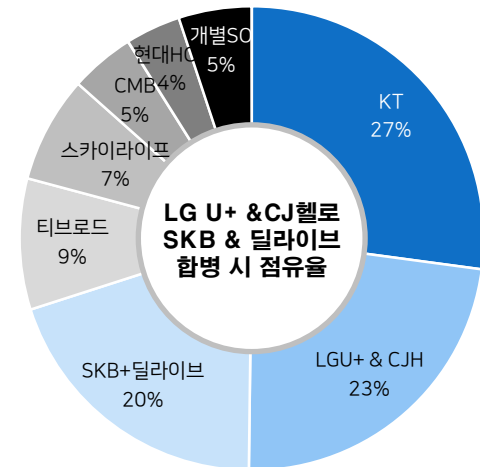
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LGU+&CJ헬로, KT&딜라이브 합병 시 점유율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LGU+&CJ헬로, SKB&딜라이브 합병 시 점유율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

유료방송 시장 재편_ LG유플러스의 CJ헬로 인수 가정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

LGU+, CJ헬로 인수 시나리오

- LG유플러스의 CJ헬로 인수 시, 2019년 IPTV 매출 비중은 기존 8.4% → 14.0%, 영업이익 비중은 14.7% → 17.3% 전망

LG유플러스, CJ헬로 인수 가정 시 실적 변동 시나리오

(십억원)	2018E	2019E	2020E
영업수익	12,069.6	12,250.0	12,646.5
% YoY	-1.7%	1.5%	3.2%
무선수익	5,383.0	5,412.9	5,674.3
유선수익	1,840.2	1,967.0	2,087.3
IPTV	889.6	1,028.7	1,147.2
IPTV 매출 비중 (%)	7.4	8.4	9.1
IPTV 가입자 (천명)	3,849	4,311	4,734
IPTV ARPU (원)	19,262	19,883	20,194
데이터/전화수익	2,015.6	2,012.0	2,030.9
단말수익	2,830.8	2,858.1	2,854.0
영업비용	11,273.3	11,426.1	11,756.4
% YoY	-1.6%	1.4%	2.9%
인건비	1,068.5	1,083.7	1,133.6
감가상각비	1,414.8	1,431.7	1,465.4
지급수수료	1,472.0	1,490.6	1,554.7
판매수수료	1,676.8	1,741.2	1,812.4
상품구입비	3,014.3	3,021.8	3,038.0
영업이익	796.3	824.0	890.1
% YoY	-3.6%	3.5%	8.0%
IPTV 영업이익	90.7	121.4	137.7
IPTV 영업이익 비중 (%)	11.4	14.7	15.5



(십억원)	2018E	2019E	2020E
영업수익	12,069.6	13,052.3	13,561.9
% YoY	-1.7%	8.1%	3.9%
무선수익	5,383.0	5,412.9	5,674.3
유선수익	1,840.2	2,769.3	3,002.7
IPTV	889.6	1,831.0	2,062.6
IPTV 매출 비중 (%)	7.4	14.0	15.2
IPTV 가입자 (천명)	3,849	8,532	8,955
IPTV ARPU (원)	19,262	17,883	19,194
데이터/전화수익	2,015.6	2,012.0	2,030.9
단말수익	2,830.8	2,858.1	2,854.0
영업비용	11,273.3	11,426.1	11,756.4
% YoY	-1.6%	1.4%	2.9%
인건비	1,068.5	1,083.7	1,133.6
감가상각비	1,414.8	1,431.7	1,465.4
지급수수료	1,472.0	1,490.6	1,554.7
판매수수료	1,676.8	1,741.2	1,812.4
상품구입비	3,014.3	3,021.8	3,038.0
영업이익	796.3	849.0	962.8
% YoY	-3.6%	6.6%	13.4%
IPTV 영업이익	90.7	146.5	210.4
IPTV 영업이익 비중 (%)	11.4	17.3	21.9

주: 케이블TV M&A 후 발생하는 인력/시스템 통합 관련 합병 비용은 배제. 유료방송 가입자 증가와 ARPU 하락(2019년) 후 정상화(2020년) 효과만을 시나리오에 반영
자료: LG유플러스, 메리츠증권리서치센터

유료방송 시장 재편_KT의 딜라이브 인수 가정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

KT, 딜라이브 인수 시나리오

- KT의 딜라이브 인수 시,
2019년 IPTV 매출 비중은 기존 8.8% → 9.9%, 영업이익 비중은 10.0% → 10.8% 전망

KT, 딜라이브 인수 가정 시 실적 변동 시나리오

(십억원)	2018E	2019E	2020E
영업수익	23,371.4	23,576.1	23,790.6
% YoY	-0.1%	0.9%	0.9%
무선	7,008.2	7,010.6	7,050.7
유선	4,733.7	4,614.4	4,552.0
미디어/컨텐츠	2,390.3	2,622.2	2,808.6
미디어	1,932.4	2,065.7	2,169.2
미디어 매출 비중 (%)	8.3	8.8	9.1
IPTV	1,388.6	1,504.4	1,593.7
IPTV 가입자 (천명)	7,718	8,124	8,495
IPTV ARPU (원)	14,994	15,432	15,635
스카이라이프	543.8	561.3	575.4
컨텐츠	457.9	556.5	639.4
금융	3,514.7	3,592.3	3,642.0
기타	2,406.0	2,643.3	2,817.4
상품	3,318.4	3,093.3	2,919.9
영업비용	21,983.8	22,179.9	22,308.9
% YoY	-0.1%	0.9%	0.6%
인건비	3,813.3	3,743.9	3,835.9
사업경비	9,852.3	10,138.5	10,238.5
서비스구입비	2,582.6	2,633.4	2,662.3
판매관리비	1,964.2	2,011.1	2,082.0
상품구입비	3,771.4	3,653.1	3,490.0
영업이익	1,387.6	1,396.2	1,481.8
% YoY	0.9%	0.6%	6.1%
미디어 영업이익	110.3	139.9	175.1
IPTV 영업이익	47.2	73.7	98.8
스카이라이프 영업이익	63.1	66.2	76.3
미디어 영업이익 비중 (%)	7.9	10.0	11.8



(십억원)	2018E	2019E	2020E
영업수익	23,371.4	23,868.0	24,135.3
% YoY	-0.1%	2.1%	1.1%
무선	7,008.2	7,010.6	7,050.7
유선	4,733.7	4,614.4	4,552.0
미디어/컨텐츠	2,390.3	2,914.1	3,153.2
미디어	1,932.4	2,357.5	2,513.8
미디어 매출 비중 (%)	8.3	9.9	10.4
IPTV	1,388.6	1,796.3	1,938.4
IPTV 가입자 (천명)	7,718	10,518	10,889
IPTV ARPU (원)	14,994	14,232	14,835
스카이라이프	543.8	561.3	575.4
컨텐츠	457.9	556.5	639.4
금융	3,514.7	3,592.3	3,642.0
기타	2,406.0	2,643.3	2,817.4
상품	3,318.4	3,093.3	2,919.9
영업비용	21,983.8	22,179.9	22,308.9
% YoY	-0.1%	0.9%	0.6%
인건비	3,813.3	3,743.9	3,835.9
사업경비	9,852.3	10,138.5	10,238.5
서비스구입비	2,582.6	2,633.4	2,662.3
판매관리비	1,964.2	2,011.1	2,082.0
상품구입비	3,771.4	3,653.1	3,490.0
영업이익	1,387.6	1,408.7	1,503.1
% YoY	0.9%	1.5%	6.7%
미디어 영업이익	110.3	152.4	196.5
IPTV 영업이익	47.2	86.2	120.2
스카이라이프 영업이익	63.1	66.2	76.3
미디어 영업이익 비중 (%)	7.9	10.8	13.1

주: 케이블TV M&A 후 발생하는 인력/시스템 통합 관련 합병 비용은 배제. 유료방송 가입자 증가와 ARPU 하락(2019년) 후 정상화(2020년) 효과만을 시나리오에 반영
자료: KT, 메리츠증권리서치센터

유료방송 시장 재편_ SK브로드밴드의 딜라이브 인수 가정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

SKB, 딜라이브 인수 시나리오 ■ SK브로드밴드의 딜라이브 인수 시,
2019년 IPTV 매출 비중은 기존 7.6% → 10.2%, 영업이익 비중은 6.5% → 8.2% 전망

SK브로드밴드, 딜라이브 인수 가정 시 실적 변동 시나리오

(십억원)	2018E	2019E	2020E
영업수익	17,047.6	17,908.4	18,810.0
% YoY	-2.7%	5.0%	5.0%
이동전화수익	10,026.2	9,919.9	9,986.5
망접속정산수익	619.4	618.8	618.2
신규사업 및 기타	1,116.6	1,132.3	1,152.7
연결 자회사 등	5,285.4	6,237.4	7,052.6
IPTV	1,232.3	1,358.9	1,502.8
IPTV 매출 비중 (%)	7.2	7.6	8.0
IPTV 가입자 (천명)	4,607	4,991	5,373
IPTV ARPU (원)	22,289	22,688	23,309
영업비용	15,678.6	16,406.0	17,205.8
% YoY	-1.9%	4.6%	4.9%
종업원급여	2,242.8	2,462.5	2,597.9
지급/판매수수료	5,033.8	5,117.5	5,188.3
광고선전비	528.5	587.9	712.9
감가상각비	3,226.1	3,413.5	3,481.5
망접속정산비용	857.6	867.3	857.7
전용회선료	167.3	175.6	184.5
전파사용료	153.2	160.7	168.7
상품매출원가	1,758.9	1,854.2	1,981.5
기타영업비용	1,710.5	1,766.7	2,032.8
영업이익	1,369.0	1,502.4	1,604.1
% YoY	-10.9%	9.7%	6.8%
IPTV 영업이익	51.8	97.8	133.8
IPTV 영업이익 비중 (%)	3.8	6.5	8.3



(십억원)	2018E	2019E	2020E
영업수익	17,047.6	18,427.2	19,386.4
% YoY	-2.7%	8.1%	5.2%
이동전화수익	10,026.2	9,919.9	9,986.5
망접속정산수익	619.4	618.8	618.2
신규사업 및 기타	1,116.6	1,132.3	1,152.7
연결 자회사 등	5,285.4	6,756.3	7,629.0
IPTV	1,232.3	1,877.8	2,079.2
IPTV 매출 비중 (%)	7.2	10.2	10.7
IPTV 가입자 (천명)	4,607	7,385	7,767
IPTV ARPU (원)	22,289	21,188	22,309
영업비용	15,678.6	16,406.0	17,205.8
% YoY	-1.9%	4.6%	4.9%
종업원급여	2,242.8	2,462.5	2,597.9
지급/판매수수료	5,033.8	5,117.5	5,188.3
광고선전비	528.5	587.9	712.9
감가상각비	3,226.1	3,413.5	3,481.5
망접속정산비용	857.6	867.3	857.7
전용회선료	167.3	175.6	184.5
전파사용료	153.2	160.7	168.7
상품매출원가	1,758.9	1,854.2	1,981.5
기타영업비용	1,710.5	1,766.7	2,032.8
영업이익	1,369.0	1,530.5	1,653.4
% YoY	-10.9%	11.8%	8.0%
IPTV 영업이익	51.8	125.8	183.0
IPTV 영업이익 비중 (%)	3.8	8.2	11.1

주: 케이블TV M&A 후 발생하는 인력/시스템 통합 관련 합병 비용은 배제. 유료방송 가입자 증가와 ARPU 하락(2019년) 후 정상화(2020년) 효과만을 시나리오에 반영
자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

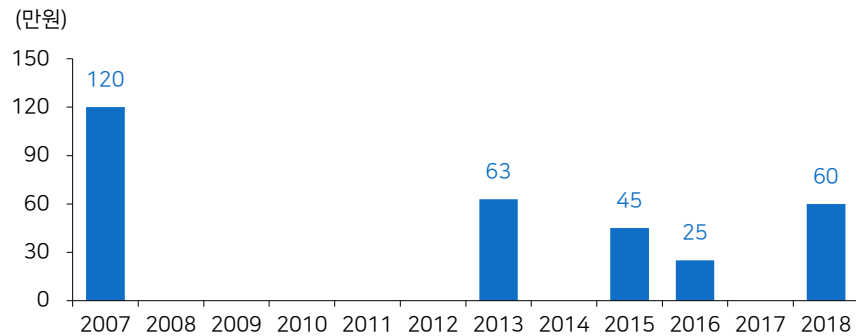
유료방송 시장 재편_ 유료방송 인당 가입자 가치 평가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

인수 시기나 방법 못지 않게
주가에 중요한 변수인 가격

- 유료방송 시장 재편 시기나 방법 못지 않게 가격은 관련 종목 주가에 가장 큰 영향을 미치는 변수
- 과거 120만원을 상회하던 유료방송 가입자당 가치는 2013년 63만원, 2015년 45만원 수준으로 하락
- 케이블TV 아날로그 가입자당 가치 25만원, 디지털 가입자당 가치 55만원 가정 시,
 - CJ헬로의 가입자당 가치는 40~45만원 선이 적정 수준
 - 딜라이브는 수도권 지역 디지털 가입자 비중이 높아 경쟁사 대비 인당 가입자 가치가 높게 평가
 - CMB는 디지털 가입자 비중이 낮아 현대HCN 대비 인당 가입자 가치가 낮게 평가

케이블TV 인당 가입자 가치의 변화



2007년 MBK 파트너스의 딜라이브 인수. 100% 가정 시 2.2조원
 2013년 CJ헬로의 호남방송 인수. 인수가격 1,240억원
 2015년 SK브로드밴드의 CJ헬로 인수 시도. 100% 가정 시 1.7조원
 2016년 CJ헬로의 하나방송 인수. 아날로그 가입자에 대해 600억원 지급
 2018년 현대HCN의 딜라이브 서초 권역 인수. 인당가입자 가치 60만원 책정

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

가입자당 가치로 산정한 케이블 MSO 인수가치

구분	CJ헬로	티브로드	딜라이브	CMB	현대HCN
전체 인수가치(십억원)	1,867.5	1,300.5	1,093.0	423.9	588.1
전체 가입자수(천명)	4,221	3,169	2,394	1,552	1,333
전체 인당가치(만원)	44	41	46	27	44
디지털 인수가치(십억원)	1,489.1	931.8	906.7	65.9	467.3
디지털 가입자수(천명)	2,707	1,694	1,648	120	850
디지털 인당가치(만원)	55	55	55	55	55
아날로그 인수가치(십억원)	378.5	368.8	186.3	358.0	120.9
아날로그 가입자수(천명)	1,514	1,475	745	1,432	483
아날로그 인당가치(만원)	25	25	25	25	25

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part IV

이슈 분석: 5G & 각종 규제 이슈

2019년 국내 통신업종 주요 이슈 정리

2019년 주요 이슈 정리

- 2019년 3월 국내 통신사업자들의 5G 상용화 서비스 시작으로 본격적인 5G 시대 개막
- 2019년 예상되는 통신업종 내 주요 규제 이슈는 '요금제 인하', '단말기 완전자급제', '망중립성' 등
- 신 정부 출범과 동시에 진행된 요금제 인하 규제 대부분은 이미 해소된 상황
 - 2017년 9월 선택약정할인율(20% → 25%) 인상, 2018년 1월 사회취약계층 요금 감면 시행
 - 보편요금제 입법안은 국회에 계류 중이나 도입 당위성은 많이 낮아진 상태

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, 메리츠증권증권 리서치센터

규제_통신비 인하 효과 비교

정부의 통신비 인하 규제 대부분 일단락

- 신 정부 출범과 함께 추진된 통신비 인하 4대 방안은 대부분이 시행
- 이 중 남아 있는 규제는 현재 국회에 법안이 계류 중인 보편요금제로 도입 가능성은 높지 않음
- 최근 시민단체를 중심으로 선택약정할인율 추가 인상(25% → 30%) 요구
⇒ 다만, 이미 2017년 9월 선택약정할인율 상향을 단행한 만큼 추가 상향 가능성은 낮다고 판단
- 2019년 중요 선거의 부재로 국회를 중심으로 통신비 인하 법안이 발의될 가능성 역시 낮음

신 정부가 제시한 통신비 인하 방안 대부분이 이미 시행

대책	시행 여부
1 신규 가입자에 한해 선택약정할인율 20% → 25% 상향	2018년 9월 시행
2 어르신·저소득층에게 기본료 폐지 수준의 감면혜택 제공	2018년 1월 시행
3 보편요금제 도입으로 국민 네트워크 접근권 보장	국회 관련 법안 계류 중
4 공공 WiFi 확대 구축	2018년 6월 시행

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

시민단체를 중심으로 거세지고 있는 선택약정할인율 추가 인상 요구



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

단말기 완전자급제_ 2019년 도입 가능한 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

2019년 통신업종 내 가장 강력한 변화 '완전자급제'

- 지난 10월 국정감사를 통해 이슈가 되고 있는 단말기 완전자급제의 경우 내년 시행이 유력 - 이와 동시에 단말기 지원금과 서비스 지원금을 나누어 공시하는 분리공시도 시행될 전망
- 최근 자유한국당 김성태 의원은 단말기 완전자급제를 법제화하는 '완전자급제 2.0' 제정법 공개
- 정부/기업체/시민단체/유통상인 등 다양한 이해관계가 얽혀있는 만큼 여러 차례 협상이 진행될 전망
- 또한, 통신사 마케팅비용, e-SIM 도입 등 다양한 이슈와 직결되어 효과를 예상하기 어려운 상황

자유한국당 김성태 의원, '완전자급제 2.0' 법률안 공개



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

완전자급제 관련 법안 비교

구분	항목	김성태의원 (완전자급제2.0)	김성태의원 (완전자급제 1.0)	박홍근의원	김성수의원
유통 판매 관련	자급제 형태	완전자급제 (개통/단말판매 완전 분리)	병행형 자급제 (대리점은 개통/ 단말판매 병행 가능)	제한적 자급제 (중소기업 적합 업체만 단말 판매)	완전자급제 (개통/단말판매 완전 분리)
	단말/통신 겸업가능	불가	가능	불가	불가
	단말판매 금지대상	이통사, 대리점	이통사, 이통사 특수관계인	제조사, 이통사, 대리점, 대규모 유통업자	이통사, 대리점
	단말/통신 판매장소 분리	분리	규정 없음	규정 없음	규정 없음
시장 질서 관련	개통 재위탁	금지	규정 없음	규정 없음	금지
	개별계약 체결	금지	규정 없음	금지	금지
	장려금	상한 규제	상한 규제	규정 없음	규정 없음

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

단말기 완전자급제_ 단기적으로 통신사 마케팅비용 절감 가능

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

단말기 완전자급제 도입 시 단기 마케팅비용 절감 기대

- 단말기 완전자급제 시행 시, SK텔레콤과 달리 자체 단말 유통을 하는 KT와 LGU+ 매출 하락은 불가피 (단, 손익에 미치는 영향은 제한적)
- 단기적으로 통신사업자들이 연간 지출하는 약 8조원에 달하는 마케팅비용 중 일부가 절감 가능
- 공시지원금은 선택약정할인율 25% 유지로 보조금 선택 가입자에 한해 비용 감소(약 30% 가정) 가정 리베이트는 유통점 자영업자들 활용 방안과 여전히 발생할 고객 유치비용 감소 시 약 30% 감소 가정
- 이 경우 통신 3사의 연간 마케팅비용 절감 금액은 SKT 8,906억원, KT 4,740억원, LGU+ 3,819억원 추정

단말기 완전자급제 도입 시 통신 3사 마케팅비용 절감 민감도 분석

		SK텔레콤					KT					LG유플러스								
		리베이트 감소율					리베이트 감소율					리베이트 감소율								
(십억원)		10%	30%	50%	70%	90%	(십억원)		10%	30%	50%	70%	90%	(십억원)		10%	30%	50%	70%	90%
공시 지원금 감소율	10%	296.9	593.7	890.6	1,187.5	1,484.3	공시 지원금 감소율	10%	158.0	316.0	474.0	632.0	790.0	공시 지원금 감소율	10%	127.3	254.6	381.9	509.2	636.5
	30%	593.7	890.6	1,187.5	1,484.3	1,781.2		30%	316.0	474.0	632.0	790.0	948.0		30%	254.6	381.9	509.2	636.5	763.8
	50%	890.6	1,187.5	1,484.3	1,781.2	2,078.0		50%	474.0	632.0	790.0	948.0	1,106.0		50%	381.9	509.2	636.5	763.8	891.1
	70%	1,187.5	1,484.3	1,781.2	2,078.0	2,374.9		70%	632.0	790.0	948.0	1,106.0	1,264.0		70%	509.2	636.5	763.8	891.1	1,018.4
	90%	1,484.3	1,781.2	2,078.0	2,374.9	2,671.8		90%	790.0	948.0	1,106.0	1,264.0	1,422.0		90%	636.5	763.8	891.1	1,018.4	1,145.7

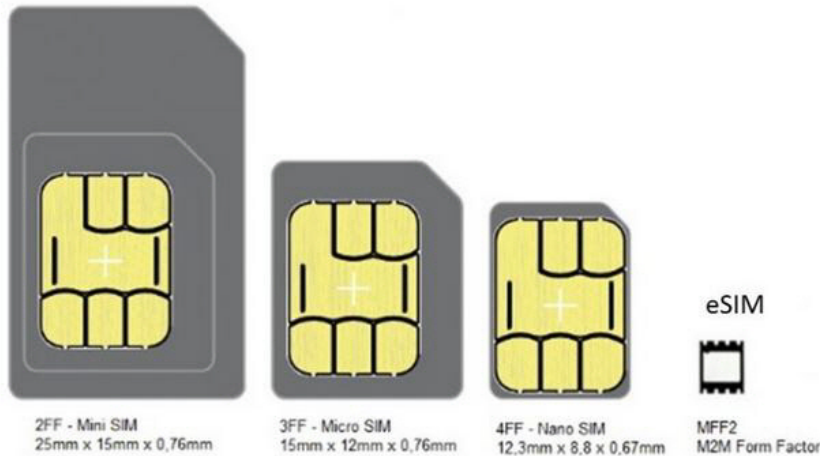
주: 마케팅비용 중 광고선전비를 제외한 판매수수료를 공시지원금과 리베이트로 각각 50% 씩 가정
자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

단말기 완전자급제_e-SIM 도입에 따른 부정적 영향도 고려

e-SIM 도입에 따른 MVNO 시장 활성화 가능성

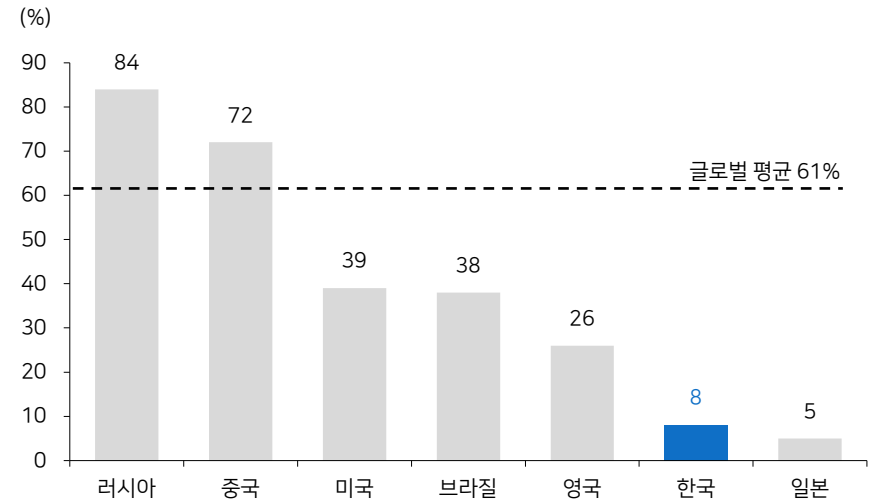
- 단말기 자급제 비율이 높은 미국이나 유럽의 경우 Dual-SIM을 통한 통신 서비스가 보편화
⇒ Dual-SIM 활용으로 알뜰폰(MVNO) 서비스를 활용한 통신비 절감이 상당 부분 진행
- 최근 애플 플래그쉽 제품에 e-SIM이 장착되며 국내 e-SIM 도입 여부가 화제
(국내에 현재 e-SIM 서비스 지원이 불가능하나, 2019년 혹은 2020년에는 국내에도 보편화될 전망)
- e-SIM이 보편화될 경우 음성 서비스는 MNO, 데이터 서비스는 알뜰폰(MVNO) 가입이 가능
⇒ 국내 알뜰폰 시장 활성화에 따라 MNO 시장에 미치는 부정적 영향 역시 고려 대상

기존 U-SIM과 E-SIM 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국가별 단말기 자급제 비율 (2016년 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

통신서비스

기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK텔레콤(017670)	Buy	340,000원
KT(030200)	Buy	38,000원
LG유플러스(032640)	Trading Buy	18,000원

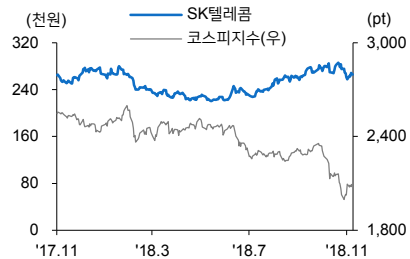
Buy

적정주가 (12개월)	340,000원
현재주가 (11.9)	266,000원
상승여력	27.8%
KOSPI	2,086.09pt
시가총액	214,784억원
발행주식수	8,075만주
유동주식비율	62.23%
외국인비중	42.93%
52주 최고/최저가	286,000원/220,500원
평균거래대금	471.0억원

주요주주(%)	
SK 외 3인	25.22
국민연금	9.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.5	17.7	4.9
상대주가	3.2	37.9	28.3

주가그래프



38년만의 공정거래법 전면 개편

- 기존 통신사업자의 이미지를 깨고 ICT 기반 종합 플랫폼 기업으로의 도약을 위해 중간지주사 전환이 필수
- 신사업 진출에 따른 위험을 분산하고, 각각의 사업회사 가치가 부각될 수 있는 물적분할 가능성 주목

2019년 대대적인 변화 예고

- 기존 MNO 중심에서 미디어/보안/AI/커머스 등 비통신을 확대한 종합 ICT 회사로 도약한다는 목표
- ADT캡스는 그룹사 캡티브 물량과 신규 비즈니스 창출로 2021년 4조원 기업가치 목표
- 11번가는 모바일 커머스 강점을 바탕으로 수익성 개선에 집중해 2019년 흑자전환을 목표
- SK브로드밴드는 현재 기업가치 2.56조원으로 예상되며, 옥수수(oksusu) 분할을 통한 미래 성장 동력 확보
- 2019년 SK텔레콤 매출액 17.91조원(+5.0% YoY), 영업이익 1.50조원(+7.9% YoY)으로 실적 개선 전망

지배구조 개편 가정 시, 기업가치 27.6조원 전망

- SOTP 밸류에이션으로 평가한 현재 24.2조원의 기업가치는 지배구조 개편 시 27.6조원까지 상승
- 지배구조 개편 과정에서 배당금 증가 및 세제 혜택 등으로 배당 여력은 더욱 확대될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2017	17,520.0	1,536.6	2,599.8	32,198	60.1	220,967	8.3	1.2	5.7	15.4	85.4
2018E	17,047.6	1,369.0	3,091.4	38,286	30.3	249,634	6.2	1.0	5.3	16.3	67.5
2019E	17,908.4	1,502.4	2,791.5	34,571	-9.7	274,586	6.9	0.9	4.8	13.2	61.7
2020E	18,810.0	1,604.1	3,306.8	40,953	18.5	305,919	5.8	0.8	4.4	14.1	55.8

SK텔레콤 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
영업수익	4,220.7	4,171.9	4,199.0	4,456.0	4,354.1	4,436.5	4,508.7	4,609.2	17,520.0	17,047.6	17,908.4
% YoY	-0.3%	-4.0%	-5.5%	-0.9%	3.2%	6.3%	7.4%	3.4%	2.5%	-2.7%	5.0%
이동전화수익	2,568.9	2,497.8	2,485.0	2,474.5	2,476.4	2,479.7	2,481.5	2,482.4	10,768.8	10,026.2	9,919.9
망접속정산수익	150.9	156.1	155.9	156.5	150.7	155.9	155.7	156.4	624.3	619.4	618.8
신규사업 및 기타	273.1	286.1	287.9	269.6	276.9	290.1	291.9	273.4	1,075.0	1,116.6	1,132.3
연결 자회사 등	1,227.8	1,232.0	1,270.2	1,555.5	1,450.1	1,510.8	1,579.5	1,697.1	5,051.9	5,285.4	6,237.4
영업비용	3,861.2	3,819.2	3,893.7	4,120.2	3,974.0	4,056.0	4,125.5	4,250.6	15,983.5	15,678.6	16,406.0
% YoY	1.0%	-2.6%	-3.9%	-1.6%	2.9%	6.2%	6.0%	3.2%	2.7%	-1.9%	4.6%
종업원급여	550.7	535.2	538.5	618.3	589.5	606.2	631.9	634.9	1,966.2	2,242.8	2,462.5
지급/판매수수료	1,252.6	1,216.7	1,265.2	1,299.4	1,246.0	1,279.7	1,284.4	1,307.4	5,486.3	5,033.8	5,117.5
광고선전비	114.0	122.9	132.2	159.4	128.1	147.6	142.8	169.4	522.8	528.5	587.9
감가상각비	823.8	806.7	806.8	804.6	859.0	845.0	842.5	867.0	3,247.1	3,226.1	3,413.5
망접속정산비용	215.0	218.8	212.2	211.6	216.2	214.7	220.9	215.5	875.0	857.6	867.3
전용회선료	41.8	40.4	41.0	44.0	42.7	43.4	44.2	45.3	192.0	167.3	175.6
전파사용료	38.8	36.1	38.6	39.7	39.1	39.6	40.6	41.3	150.3	153.2	160.7
상품매출원가	410.9	399.0	418.3	530.8	426.4	427.0	462.9	538.0	1,886.5	1,758.9	1,854.2
기타영업비용	413.6	443.4	440.9	412.5	426.9	452.6	455.2	432.0	1,657.4	1,710.5	1,766.7
영업이익	359.5	352.7	305.3	335.8	380.0	380.5	383.2	358.6	1,536.5	1,369.0	1,502.4
% YoY	-12.4%	-16.7%	-22.2%	8.2%	5.7%	7.9%	25.5%	6.8%	0.1%	-10.9%	9.7%
영업이익률	8.5%	8.5%	7.3%	7.5%	8.7%	8.6%	8.5%	7.8%	8.8%	8.0%	8.4%
법인세차감전순이익	941.0	1,168.9	1,303.1	1,125.4	979.0	887.1	1,002.4	1,133.7	3,403.3	4,538.4	4,002.2
법인세비용	224.4	253.0	253.0	263.4	216.1	191.9	216.8	251.5	745.7	993.8	876.4
당기순이익	716.6	915.9	1,050.1	862.0	762.9	695.2	785.6	882.1	2,657.6	3,544.6	3,125.8
당기순이익률	17.0%	22.0%	25.0%	19.3%	17.5%	15.7%	17.4%	19.1%	15.2%	20.8%	17.5%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	30,349	30,719	30,771	30,927	31,113	31,307	31,456	31,630	30,195	30,927	31,630
LTE 가입자수	23,401	23,993	24,391	24,747	25,058	25,349	25,617	25,837	22,865	24,747	25,837
LTE 침투율	77.1%	78.1%	79.3%	80.0%	80.5%	81.0%	81.4%	81.7%	75.7%	80.0%	81.7%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,091.8	17,520.0	17,047.6	17,908.4	18,810.0
매출액증가율(%)	-0.3	2.5	-2.7	5.0	5.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,091.8	17,520.0	17,047.6	17,908.4	18,810.0
판매비와관리비	15,556.1	15,983.4	15,678.6	16,406.0	17,205.8
영업이익	1,535.7	1,536.6	1,369.0	1,502.4	1,604.1
영업이익률(%)	9.0	8.8	8.0	8.4	8.5
금융손익	248.2	-67.1	-100.6	-44.7	-39.4
중속/관계기업관련손익	544.5	2,245.7	3,333.3	2,704.3	3,336.1
기타영업외손익	-232.3	-312.1	-169.6	-159.8	-160.4
세전계속사업이익	2,096.1	3,403.3	4,432.2	4,002.2	4,740.4
법인세비용	436.0	745.7	970.5	876.4	1,037.6
당기순이익	1,660.1	2,657.6	3,461.7	3,125.8	3,702.8
지배주주지분 순이익	1,676.0	2,599.8	3,091.4	2,791.5	3,306.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,996.6	6,201.8	5,902.6	7,185.0	8,876.4
현금및현금성자산	1,505.2	1,457.7	1,286.4	2,335.8	3,783.1
매출채권	2,240.9	2,126.0	2,068.7	2,173.1	2,282.5
재고자산	259.9	272.4	265.1	278.4	292.5
비유동자산	25,301.0	27,226.9	28,802.0	30,117.9	31,626.5
유형자산	10,374.2	10,144.9	10,098.4	9,991.6	9,916.1
무형자산	5,708.8	5,502.0	6,202.0	6,202.0	6,302.0
투자자산	8,514.0	10,730.8	11,652.5	13,075.0	14,559.1
자산총계	31,297.7	33,428.7	34,704.6	37,302.9	40,502.9
유동부채	6,444.1	7,109.1	5,846.7	6,047.5	6,261.3
매입채무	402.5	351.7	342.2	359.5	377.6
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	8,143.7	8,192.1	8,252.3
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	13,990.5	14,239.7	14,513.6
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	20,150.7	22,165.4	24,695.5
비지배주주지분	145.0	187.1	557.3	891.6	1,287.6
자본총계	16,116.4	18,029.2	20,714.1	23,063.2	25,989.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,243.2	3,855.8	6,534.3	6,754.2	7,397.2
당기순이익(손실)	1,660.1	2,657.6	3,461.7	3,125.8	3,702.8
유형자산감가상각비	3,068.6	3,247.5	3,226.1	3,413.5	3,481.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	13.8	-261.5	-169.5	180.2	188.8
투자활동 현금흐름	-2,462.2	-3,070.6	-4,776.6	-4,787.6	-5,040.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,490.5	-2,715.9	-3,179.6	-3,306.8	-3,406.0
투자자산의 감소(증가)	-171.0	-2,216.7	-921.7	-1,422.6	-1,484.1
재무활동 현금흐름	-1,044.8	-826.6	-1,929.1	-917.2	-909.8
차입금증감	25.4	52.5	-1,204.4	-123.6	-116.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	736.3	-47.5	-171.3	1,049.4	1,447.3
기초현금	768.9	1,505.2	1,457.7	1,286.4	2,335.8
기말현금	1,505.2	1,457.7	1,286.4	2,335.8	3,783.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	211,675	216,978	211,127	221,788	232,953
EPS(지배주주)	20,756	32,198	38,286	34,571	40,953
CFPS	58,203	58,881	97,087	93,863	103,098
EBITDAPS	57,022	59,250	56,909	60,881	62,983
BPS	197,799	220,967	249,634	274,586	305,919
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	4.5	3.7	4.6	4.6	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	8.3	6.2	6.9	5.8
PCR	3.8	4.5	2.5	2.5	2.3
PSR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	4,604.3	4,784.2	4,595.2	4,915.9	5,085.6
EV/EBITDA	5.2	5.7	5.3	4.8	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	15.4	16.3	13.2	14.1
EBITDA이익률	26.9	27.3	27.0	27.5	27.0
부채비율	94.2	85.4	67.5	61.7	55.8
금융비용부담률	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
이자보상배율(x)	5.3	5.1	4.9	6.0	6.5
매출채권회전율(x)	7.5	8.0	8.1	8.4	8.4
재고자산회전율(x)	64.1	65.8	63.4	65.9	65.9

KT(030200) 2019년 부동산 사업 가치를 반영

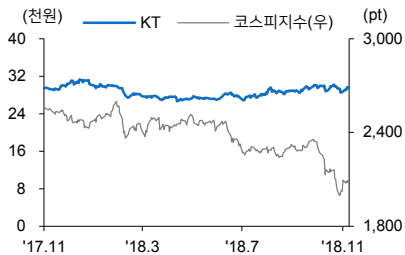
Analyst 정지수 02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	38,000원
현재주가 (11.9)	29,600원
상승여력	28.4%
KOSPI	2,086.09pt
시가총액	77,289억원
발행주식수	26,111만주
유동주식비율	82.35%
외국인비중	49.00%
52주 최고/최저가	31,300원/26,700원
평균거래대금	182.2억원
주요주주(%)	
국민연금	11.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.0	7.6	1.2
상대주가	7.0	26.1	23.7

주가그래프



본업인 유무선 통신 사업에서 경쟁력 둔화

- 무선 사업부는 선택약정할인 가입자 증가와 시장 점유율 정체로 매 분기 역성장을 기록
- 최근 출시한 '데이터ON' 요금제의 긍정적인 시장 반응으로 무선 ARPU 하락은 효과적으로 방어
- 유선 부문 1위 사업자인 만큼 IPTV 실적 개선 기대감은 높으나 경쟁사 대비 낮은 영업이익률 기록

2019년 부각될 부동산 사업

- 2018년 KT 부동산 매출액은 4,991억원으로 전년 대비 +11.8% 성장 전망
- 2018년 7월 동대문 노보텔(Novotel)에 이어 2019년 8월 신사 ANDAZ 호텔 개관으로 본격적인 성장 돌입
- 2019년 KT 부동산 매출액은 6,331억원(+26.9% YoY)으로 전사 외형 성장 및 수익성 개선에 기여 전망

투자의견 Buy, 적정주가 38,000원 유지

- 보편요금제를 비롯한 통신비 인하 규제는 통신 3사 저가 요금제 출시로 도입 당위성이 낮아지며 우려 해소
- 경쟁사들의 외국인 지분율 상승세 둔화로 수급 불균형에 따른 주가 정체도 해소될 전망
- 배당을 재개한 2015년 이후 꾸준한 DPS 상향으로 2018~2019년 배당 성향 상향 가능성 존재

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2017	23,387.3	1,375.3	476.7	1,826	-29.6	44,750	16.6	0.7	2.8	4.1	126.2
2018E	23,676.1	1,342.8	632.1	2,421	29.1	46,044	11.6	0.6	2.6	5.3	124.9
2019E	23,865.0	1,384.8	657.2	2,517	4.1	47,434	11.2	0.6	2.5	5.4	121.8
2020E	24,075.6	1,455.8	693.0	2,654	6.3	48,962	10.6	0.6	2.5	5.5	117.6

KT 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
영업수익	5,837.8	5,882.4	5,986.0	5,969.4	5,866.6	5,954.3	6,025.6	6,015.2	23,387.4	23,675.6	23,861.7
% YoY	4.0%	0.7%	2.7%	-2.2%	0.5%	1.2%	0.7%	0.8%	2.8%	1.2%	0.8%
무선	1,777.9	1,786.2	1,778.6	1,757.0	1,780.8	1,759.0	1,775.9	1,771.9	7,203.4	7,099.7	7,087.6
무선서비스	1,660.2	1,667.2	1,657.4	1,651.1	1,653.3	1,656.5	1,659.3	1,659.9	6,747.1	6,635.8	6,629.1
접속	117.7	119.0	121.2	106.0	127.5	102.4	116.6	112.1	456.3	463.8	458.5
유선	1,212.4	1,196.3	1,200.0	1,180.7	1,174.5	1,167.9	1,165.1	1,161.8	4,901.1	4,789.4	4,669.2
유선전화	437.6	433.2	421.7	416.2	412.8	407.4	402.0	397.5	1,834.3	1,708.7	1,619.7
초고속인터넷	516.7	508.9	512.8	512.6	514.6	516.3	516.3	517.4	2,012.6	2,051.0	2,064.7
전용통신	258.0	254.2	265.5	251.9	247.1	244.2	246.8	246.9	1,054.2	1,029.7	984.9
미디어/컨텐츠	561.7	604.2	625.3	634.8	644.5	656.6	668.4	677.6	2,238.4	2,425.9	2,647.2
미디어	461.5	495.3	501.9	507.2	512.8	520.1	525.5	529.9	1,818.3	2,015.3	2,140.7
컨텐츠	100.2	108.9	123.4	127.6	131.7	136.5	142.9	147.7	420.1	460.0	558.8
금융	832.7	866.7	882.3	933.0	866.0	903.7	899.8	922.8	3,528.3	3,514.8	3,592.3
기타	537.0	596.8	652.0	620.6	612.8	669.2	703.3	658.7	2,252.0	2,406.4	2,644.0
IT/솔루션	235.5	261.6	273.0	247.4	253.2	278.8	295.6	265.6	954.5	1,017.5	1,093.2
부동산	97.1	107.7	141.3	153.0	148.7	153.9	162.3	168.3	446.6	499.1	633.1
기타자회사	204.4	227.5	237.7	220.2	210.8	236.5	245.4	224.9	851.0	889.8	917.6
상품	916.1	832.2	847.8	843.3	787.9	798.0	813.1	822.4	3,264.2	3,439.5	3,221.4
영업비용	5,402.7	5,505.5	5,665.2	5,760.3	5,463.6	5,577.8	5,674.5	5,762.0	22,012.0	22,333.0	22,478.0
% YoY	4.0%	2.0%	4.0%	-3.6%	1.1%	1.3%	0.2%	0.0%	3.3%	1.5%	0.6%
인건비	923.5	989.6	930.2	990.1	928.4	931.9	922.9	1,003.9	3,568.5	3,833.4	3,787.1
사업경비	2,363.6	2,466.6	2,492.8	2,573.4	2,472.0	2,530.1	2,575.5	2,615.8	9,868.1	9,896.4	10,193.3
서비스구입비	649.7	609.8	678.8	644.5	624.8	663.8	706.1	640.7	2,568.6	2,582.8	2,635.4
판매관리비	521.4	530.5	624.5	627.0	585.8	587.4	597.7	614.7	2,243.7	2,303.4	2,385.7
상품구입비	944.4	908.2	938.9	925.3	852.6	864.6	872.3	887.0	3,763.0	3,716.8	3,476.5
영업이익	435.1	376.9	320.8	209.0	403.0	376.4	351.1	253.1	1,375.4	1,342.6	1,383.7
% YoY	4.3%	-15.7%	-15.0%	56.2%	-7.4%	-0.1%	9.5%	21.1%	-4.5%	-2.4%	3.1%
영업이익률	7.5%	6.4%	5.4%	3.5%	6.9%	6.3%	5.8%	4.2%	5.9%	5.7%	5.8%
법인세차감전순이익	387.9	362.3	281.6	77.1	337.4	289.8	301.2	195.5	837.2	1,080.2	1,123.9
법인세비용	135.4	105.4	80.6	20.0	87.7	75.3	78.3	50.8	275.5	355.5	369.8
당기순이익	252.5	256.9	201.0	57.1	249.7	214.4	222.9	144.7	561.7	724.7	754.0
당기순이익률	4.3%	4.4%	3.4%	1.0%	4.3%	3.6%	3.7%	2.4%	2.4%	3.1%	3.2%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	20,378	20,662	20,920	21,130	21,350	21,559	21,764	21,956	20,015	21,130	21,956
LTE 가입자수	15,867	16,224	16,612	16,945	17,283	17,604	17,917	18,211	15,462	16,945	18,211
LTE 침투율	77.9%	78.5%	79.4%	80.2%	81.0%	81.7%	82.3%	82.9%	77.3%	80.2%	82.9%

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT (030200)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,743.7	23,387.3	23,676.1	23,865.0	24,075.6
매출액증가율(%)	2.1	2.8	1.2	0.8	0.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22,743.7	23,387.3	23,676.1	23,865.0	24,075.6
판매비와관리비	21,303.7	22,012.0	22,333.4	22,480.2	22,619.9
영업이익	1,440.0	1,375.3	1,342.8	1,384.8	1,455.8
영업이익률(%)	6.3	5.9	5.7	5.8	6.0
금융손익	-219.0	-238.2	-178.2	-162.4	-186.6
충속/관계기업관련손익	2.6	-13.9	-5.1	-10.6	-9.0
기타영업외손익	-96.6	-286.2	-79.1	-87.0	-64.6
세전계속사업이익	1,127.0	837.0	1,080.3	1,124.9	1,195.6
법인세비용	329.2	275.5	355.5	370.2	393.5
당기순이익	797.8	561.5	724.8	754.7	802.2
지배주주지분 순이익	711.1	476.7	632.1	657.2	693.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,643.3	9,522.1	10,591.9	11,202.4	11,532.2
현금및현금성자산	2,900.3	1,928.2	2,904.1	3,453.3	3,714.8
매출채권	2,685.7	2,839.8	2,874.9	2,897.9	2,923.4
재고자산	378.0	457.7	463.4	467.1	471.2
비유동자산	20,944.4	20,058.5	19,782.4	19,774.5	19,968.6
유형자산	14,312.1	13,562.3	13,811.9	14,225.4	14,752.1
무형자산	3,022.8	2,632.7	2,094.2	1,664.5	1,322.6
투자자산	948.8	1,034.4	1,047.2	1,055.6	1,064.9
자산총계	30,587.7	29,580.6	30,374.3	30,976.9	31,500.9
유동부채	9,466.2	9,458.1	9,990.3	10,288.8	10,444.7
매입채무	1,236.0	1,399.3	1,416.6	1,427.9	1,440.5
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	6,876.9	6,720.4	6,580.6
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	16,867.2	17,009.3	17,025.2
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	10,192.1	10,555.2	10,954.0
비지배주주지분	1,352.8	1,391.8	1,484.5	1,582.0	1,691.2
자본총계	12,794.8	13,076.4	13,507.1	13,967.6	14,475.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,770.8	3,877.8	4,113.3	4,111.8	4,064.9
당기순이익(손실)	797.8	561.5	724.8	754.7	802.2
유형자산감가상각비	2,821.8	2,802.5	2,950.4	2,986.5	2,973.4
무형자산상각비	599.7	635.2	452.1	347.7	263.9
운전자본의 증감	-126.0	-414.3	-14.0	22.9	25.5
투자활동 현금흐름	-3,485.0	-3,483.3	-3,138.4	-3,334.2	-3,440.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,764.4	-2,442.2	-3,200.0	-3,400.0	-3,500.0
투자자산의 감소(증가)	-20.5	-85.6	-12.8	-8.4	-9.3
재무활동 현금흐름	-943.3	-1,363.5	1.0	-228.4	-363.3
차입금증감	-528.3	-1,363.2	246.1	65.7	-69.2
자본의증가	-2.3	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	340.9	-972.1	975.9	549.2	261.5
기초현금	2,559.5	2,900.3	1,928.2	2,904.1	3,453.3
기말현금	2,900.3	1,928.2	2,904.1	3,453.3	3,714.8
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	87,103	89,568	90,674	91,398	92,204
EPS(지배주주)	2,723	1,826	2,421	2,517	2,654
CFPS	20,407	18,127	17,872	17,720	17,574
EBITDAPS	18,618	18,433	18,173	18,073	17,973
BPS	43,820	44,750	46,044	47,434	48,962
DPS	800	1,000	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.7	3.3	4.3	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	16.6	11.6	11.2	10.6
PCR	1.4	1.7	1.6	1.6	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	4,745.3	4,718.9	4,693.0
EV/EBITDA	2.8	2.8	2.6	2.5	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	4.1	5.3	5.4	5.5
EBITDA이익률	21.4	20.6	20.0	19.8	19.5
부채비율	139.1	126.2	124.9	121.8	117.6
금융비용부담률	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
이자보상배율(x)	4.3	4.5	4.8	4.8	5.1
매출채권회전율(x)	8.0	8.5	8.3	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	50.4	56.0	51.4	51.3	51.3

LG유플러스(032640) 케이블TV인수로 한 단계 더 도약

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

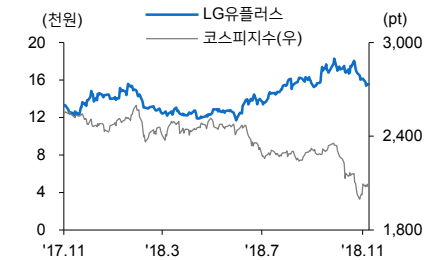
Trading Buy

적정주가 (12개월)	18,000원
현재주가 (11.9)	15,550원
상승여력	15.8%
KOSPI	2,086.09pt
시가총액	67,893억원
발행주식수	43,661만주
유동주식비율	63.95%
외국인비중	42.19%
52주 최고/최저가	18,300원/11,700원
평균거래대금	456.6억원

주요주주(%)	
LG 외 1 인	36.05
국민연금	9.62
The Capital Group Companies, Inc.	7.67
외 2 인	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.9	22.9	25.4
상대주가	-2.6	44.0	53.3

주가그래프



시장 예상을 상회하는 무선 사업부 실적

- 가입자 혜택을 강화하는 부가서비스 제공으로 LTE 가입자의 월별 인당 데이터 사용량 최초로 9GB 달성
- 경쟁사 대비 무선 ARPU 하락세가 가파르나, 이는 경쟁사 대비 높은 무선 ARPU와 결합 상품 가입자 증가에 따른 일시적 영향으로 중장기 가입자 성장 기반을 닦는다는 측면에서 긍정적

케이블TV 인수는 중장기 통신 사업 성장 전략에 바람직

- CJ헬로 인당 가입자 가치는 40~45만원 수준으로 이보다 낮은 가격으로 인수 시 시장의 긍정적인 반응 예상
- 케이블TV 인수 시 단기적으로 배당 노력 축소와 합병 비용 발생으로 수급 및 실적 둔화 예상
- 다만, 중장기적으로는 3위 이미지 탈피와 규모의 경제 달성에 따른 이익 레버리지 효과로 긍정적
- CJ헬로 인수 시, 우호적인 관계에 있는 CJ ENM 콘텐츠 접근성이 높아진다는 점 역시 긍정적으로 평가

투자의견 Trading Buy, 적정주가 18,000원 유지

- 최근 넷플릭스와의 독점 계약을 통해 양질의 미디어 콘텐츠 수급에 대한 갈증도 해소한 상황
- 상각비 증가 우려로 당장의 실적 개선은 어려우나, 케이블TV M&A 성사 시 기업가치의 재평가 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	11,451.1	746.5	492.8	1,129	40.3	11,054	10.1	1.0	3.6	10.6	148.4
2017	12,279.4	826.3	547.2	1,253	11.0	11,985	11.2	1.2	3.6	10.9	128.1
2018E	12,271.2	888.8	561.5	1,286	2.6	12,841	11.7	1.2	3.4	10.4	119.2
2019E	12,346.1	823.1	526.0	1,205	-6.3	13,616	12.5	1.1	3.3	9.1	113.5
2020E	12,750.1	885.4	586.6	1,344	11.5	14,510	11.2	1.0	3.1	9.6	110.9

LG유플러스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 6
통신서비스_ + α

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
영업수익	3,065.1	3,039.2	3,040.2	3,175.0	2,983.6	3,073.2	3,045.7	3,243.7	12,279.4	12,271.2	12,346.1
% YoY	6.4%	1.0%	-0.6%	-4.6%	-2.7%	1.1%	0.2%	2.2%	7.2%	-0.1%	0.6%
무선수익	1,345.2	1,342.5	1,332.5	1,338.0	1,327.6	1,327.7	1,334.9	1,349.4	5,570.2	5,358.2	5,339.6
유선수익	470.1	477.3	517.1	505.0	512.3	521.8	532.8	537.5	1,769.6	1,969.5	2,104.4
단말수익	755.8	664.7	690.7	817.2	665.9	699.5	691.0	836.7	2,873.2	2,928.4	2,893.0
임대수익	5.7	5.7	5.7	6.1	5.8	5.8	5.9	5.9	26.6	23.2	23.4
영업비용	2,820.0	2,791.1	2,808.2	2,963.1	2,785.4	2,869.5	2,835.0	3,033.2	11,453.1	11,382.4	11,523.0
% YoY	5.3%	-0.4%	-1.3%	-5.2%	-1.2%	2.8%	1.0%	2.4%	7.0%	-0.6%	1.2%
인건비	265.5	247.4	276.3	281.1	266.9	269.5	274.8	279.6	1,025.7	1,070.3	1,090.8
감가상각비	356.4	355.9	353.8	348.8	345.8	363.4	355.1	367.3	1,444.1	1,414.8	1,431.7
지급수수료	356.5	365.8	365.6	365.6	368.3	376.5	373.7	381.8	1,362.2	1,453.6	1,500.3
판매수수료	421.7	414.7	430.6	426.2	439.2	446.7	451.1	449.8	1,818.5	1,693.2	1,786.8
상품구입비	741.1	707.9	704.3	854.5	709.5	747.6	724.9	862.2	2,929.9	3,007.8	3,044.1
영업이익	245.1	248.1	232.0	211.8	198.3	203.7	210.7	210.4	826.3	888.8	823.1
% YoY	20.8%	19.2%	8.3%	5.2%	-19.1%	-17.9%	-9.2%	-0.7%	10.7%	7.6%	-7.4%
영업이익률	8.0%	8.2%	7.6%	6.7%	6.6%	6.6%	6.9%	6.5%	6.7%	7.2%	6.7%
법인세차감전순이익	219.4	226.0	211.8	175.0	171.0	176.8	182.8	184.1	666.9	784.0	714.7
법인세비용	61.3	61.0	55.2	45.2	45.7	46.7	48.0	48.4	119.7	222.7	188.8
당기순이익	158.1	165.1	156.5	129.7	125.3	130.1	134.8	135.7	547.2	561.4	525.9
당기순이익률	5.2%	5.4%	5.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.4%	4.2%	4.5%	4.6%	4.3%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	13,410	13,678	13,971	14,218	14,456	14,691	14,918	15,134	13,183	14,218	15,134
LTE 가입자수	12,439	12,789	13,113	13,419	13,705	13,984	14,247	14,501	12,138	13,419	14,501
LTE 침투율	92.8%	93.5%	93.9%	94.4%	94.8%	95.2%	95.5%	95.8%	92.1%	94.4%	95.8%

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG유플러스 (032640)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,451.1	12,279.4	12,271.2	12,346.1	12,750.1
매출액증가율(%)	6.1	7.2	-0.1	0.6	3.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,451.1	12,279.4	12,271.2	12,346.1	12,750.1
판매비와관리비	10,704.6	11,453.1	11,382.4	11,523.0	11,864.7
영업이익	746.5	826.3	888.8	823.1	885.4
영업이익률(%)	6.5	6.7	7.2	6.7	6.9
금융손익	-119.9	-113.0	-68.1	-52.4	-36.4
중속/관계기업관련손익	0.5	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.5	-45.6	-36.7	-56.0	-52.5
세전계속사업이익	642.6	666.8	784.1	714.7	796.4
법인세비용	149.8	119.7	222.7	188.8	210.0
당기순이익	492.7	547.1	561.4	525.9	586.5
지배주주지분 순이익	492.8	547.2	561.5	526.0	586.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,619.6	3,073.0	3,348.7	3,655.3	4,222.6
현금및현금성자산	317.3	449.9	727.3	1,017.9	1,498.9
매출채권	1,567.0	1,938.2	1,936.9	1,948.8	2,012.5
재고자산	261.6	334.5	334.3	336.3	347.3
비유동자산	9,369.6	8,862.5	8,938.1	9,037.8	9,138.7
유형자산	6,949.6	6,527.0	6,635.4	6,769.1	6,910.6
무형자산	1,192.2	957.3	924.7	890.1	847.0
투자자산	48.4	79.0	79.0	79.4	82.0
자산총계	11,989.1	11,935.5	12,286.8	12,693.1	13,361.3
유동부채	3,574.4	3,664.6	3,760.0	3,960.5	4,390.2
매입채무	298.4	515.6	305.7	305.7	315.7
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	2,920.2	2,787.8	2,636.3
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	6,680.3	6,748.3	7,026.5
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	2,194.3	2,532.6	2,922.7
비지배주주지분	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2
자본총계	4,826.3	5,233.0	5,606.6	5,944.8	6,334.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,224.8	2,279.4	2,212.5	2,428.5	2,548.9
당기순이익(손실)	492.7	547.1	561.4	525.9	586.5
유형자산감가상각비	1,473.8	1,444.1	1,641.6	1,666.3	1,708.5
무형자산상각비	179.8	244.9	232.7	234.6	243.2
운전자본의 증감	-101.4	-159.7	-223.2	1.8	10.8
투자활동 현금흐름	-1,492.4	-1,358.3	-1,949.9	-2,000.9	-2,054.8
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	0.1	-0.5	-2.6
재무활동 현금흐름	-707.3	-788.5	15.0	-137.1	-13.1
차입금증감	-596.0	-637.6	189.6	50.7	174.6
자본의증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.1	132.6	277.5	290.5	481.0
기초현금	292.2	317.3	449.9	727.4	1,017.9
기말현금	317.3	449.9	727.4	1,017.9	1,498.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	26,227	28,124	28,106	28,277	29,202
EPS(지배주주)	1,129	1,253	1,286	1,205	1,344
CFPS	5,830	6,140	6,251	6,124	6,384
EBITDAPS	5,497	5,761	6,329	6,239	6,498
BPS	11,054	11,985	12,841	13,616	14,510
DPS	350	400	430	430	450
배당수익률(%)	3.1	2.9	2.9	2.9	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.1	11.2	11.7	12.5	11.2
PCR	2.0	2.3	2.4	2.4	2.3
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0
EBITDA	2,400.0	2,515.3	2,763.2	2,723.9	2,837.0
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.4	3.3	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	10.9	10.4	9.1	9.6
EBITDA이익률	21.0	20.5	22.5	22.1	22.3
부채비율	148.4	128.1	119.2	113.5	110.9
금융비용부담률	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	5.2	7.1	8.1	7.2	7.6
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	6.3	6.4	6.4
재고자산회전율(x)	36.6	41.2	36.7	36.8	37.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-22.8	-21.0	
2018.04.17	산업브리프	Buy	300,000	정지수	-23.8	-21.0	
2018.05.08	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-24.4	-21.0	
2018.05.28	산업분석	Buy	300,000	정지수	-23.5	-17.8	
2018.07.13	산업브리프	Buy	300,000	정지수	-23.1	-17.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-18.3	-4.7	
2018.10.23	기업분석	Buy	340,000	정지수	-17.9	-16.6	
2018.10.30	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-20.6	-16.6	
2018.11.12	산업분석	Buy	340,000	정지수	-	-	

KT (030200) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	정지수	-23.7	-16.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	40,000	정지수	-24.5	-16.9	
2017.02.02	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-23.4	-16.9	
2017.04.05	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-23.0	-16.9	
2017.05.02	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-22.7	-16.9	
2017.05.31	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.6	-16.9	
2017.06.05	산업분석	Buy	40,000	정지수	-22.1	-15.0	
2017.07.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-21.2	-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	-23.2	-17.6	
2018.04.17	산업브리프	Buy	38,000	정지수	-23.6	-17.6	
2018.05.04	기업브리프	Buy	38,000	정지수	-24.0	-17.6	
2018.05.28	산업분석	Buy	38,000	정지수	-24.5	-17.6	
2018.07.13	산업브리프	Buy	38,000	정지수	-24.6	-17.6	
2018.08.03	기업브리프	Buy	38,000	정지수	-24.6	-17.6	
2018.09.06	1년 경과				-22.6	-20.7	
2018.10.15	기업브리프	Buy	38,000	정지수	-22.6	-20.4	
2018.11.02	기업브리프	Buy	38,000	정지수	-22.6	-20.4	
2018.11.12	산업분석	Buy	38,000	정지수	-	-	

LG유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-16.3	-2.5	
2018.04.17	산업브리프	Buy	16,000	정지수	-16.9	-2.5	
2018.05.08	기업브리프	Buy	16,000	정지수	-17.2	-2.5	
2018.05.28	산업분석	Buy	16,000	정지수	-17.0	-2.5	
2018.07.13	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-16.6	-2.5	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-14.8	1.9	
2018.09.06	1년 경과				5.4	14.4	
2018.10.04	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-5.2	0.3	
2018.11.01	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-7.2	0.3	
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	18,000	정지수	-	-	