

통신서비스

5G로  
5년만의 ARPU UP



## Overweight

### Top Pick

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

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
LG유플러스(032640)	Buy	18,000원
KT(030200)	Buy	36,000원

통신서비스

5G로  
5년만의 ARPU UP



통신/미디어  
Analyst 정지수

02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr



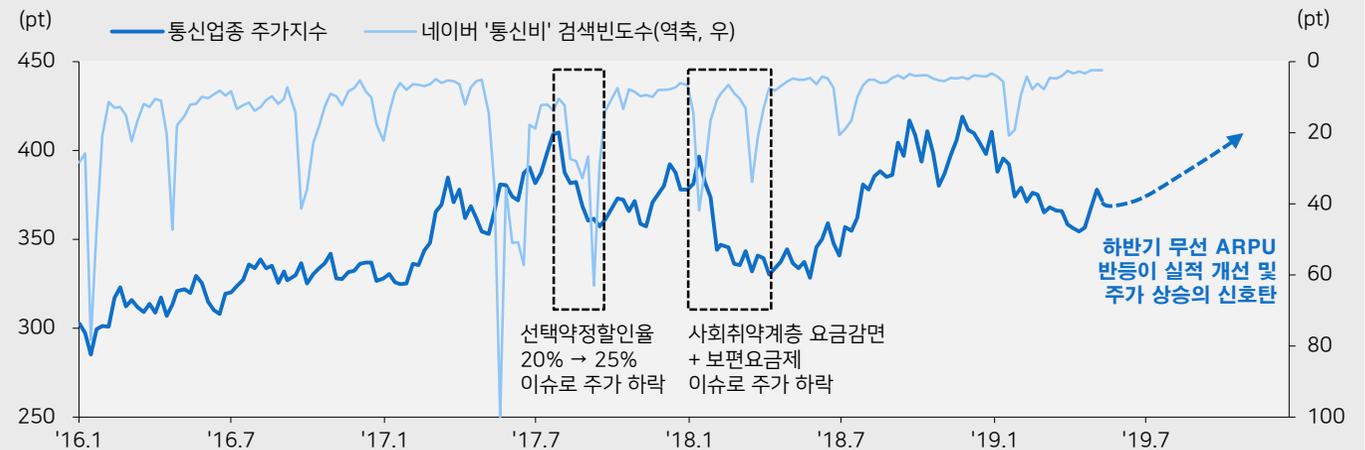
## Contents

<b>Part I</b>	<b>1H19 Review</b>	9
<b>Part II</b>	<b>이슈분석 - 5G 서비스 출시 영향 분석</b>	15
<b>Part III</b>	<b>2H19 전망</b>	29
<b>기업분석</b>	<b>SK텔레콤(017670) 든든한 자회사가 버팀목</b>	46
	<b>LG유플러스(032640) 5G에서도 가입자 성장은 으뜸</b>	53
	<b>KT(030200) 더 싸질 수 없는 밸류에이션</b>	57

## 1H19 Review: 실적 둔화 우려로 주가는 하락했으나, 바닥은 확인

- 선택약정할인 가입자 증가와 설비 투자 증가 우려로 상반기 부진한 주가 흐름 지속. 연초 대비 수익률: SKT -7.2%, KT -10.4%, LGU+ -16.7%
- 1Q19 통신 3사 합산 영업이익 9,193억원(+1.0% YoY)으로 시장 컨센서스(8,811억원) 상회. 5G 투자 설비 자산화 지연 등 일시적 요인 작용
- 5G 투자 관련 감가상각비 등 전반적인 비용 증가로 2Q19 및 2H19 실적은 보수적 관점을 유지
- 외국인 지분율과 배당수익률을 통해 주가 저점을 확인. 통신 3사 외국인 지분율 SKT 40.8%, KT 49.0%, LGU+ 38.9%

통신업종 하반기 주가 전망



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

## II 이슈분석 - 5G 출시 영향 분석: 5G 보급률 10%를 초과하는 2020년부터 성장기 돌입

- 통신 3사는 지난 4월 5일 세계 최초 5G 상용서비스 시작했으며, 소비자 혜택을 강화한 5G 무제한 요금제(80,000원~89,000원) 출시
- 5G 가입자는 2019년 260만명(보급률 3.8%) → 2020년 967만명(13.9%) → 2021년 2,320만명(32.7%) 전망
- 5G 상용화가 통신사 무선 ARPU에 미치는 영향을 파악하기 위해 관련 시나리오를 분석  
⇒ 5G 가입자 보급률이 4% 대인 2019년에는 무선 ARPU 상승 효과가 크지 않으나, 보급률이 10% 대를 초과하는 2020년부터 무선 ARPU와 무선매출 성장이 본격화
- 5G의 핵심 사업 영역은 '스마트폰(B2C)'이 아닌 자율주행차, 스마트공장 등 다양한 산업(B2B) 분야  
- 5G를 접목한 B2B 사업은 통신사업자들의 미래 먹거리 사업이며, 이미 관련 5G B2B 매출이 발생

## III 2H19 전망: 하반기 무선 ARPU 반등이 실적 개선 및 주가 상승의 신호탄

- 하반기 주요 쟁점들은 5G CAPEX 규모와 감가상각비, 무선 ARPU 반등 시기, 유료방송 시장 재편과 공정위 승인 여부 등
- 이동통신: 5G 가입자 증가와 선택약정할인 누적 가입자 비중 확대에 이르면 2Q19부터 무선 ARPU 및 무선매출의 구조적인 반등 가능
- 초고속인터넷: 기가인터넷 가입자 비중이 49.1%까지 확대됐으며, 2019년 초고속인터넷 매출액은 3.60조원(+1.2% YoY) 전망
- IPTV: 2019년에도 외형 성장 및 수익성 개선 지속. 현재 진행 중인 유료방송 M&A 일정은 2019년 말 혹은 2020년 초 결론 예상

## IV Top-pick: SK텔레콤

- **SK텔레콤** [Buy, TP: 340,000원]: 부진한 본업에도 불구하고, SK브로드밴드, ADT캡스, 11번가 등 주요 연결 자회사 실적 개선 지속
- **LG유플러스** [Buy, TP: 18,000원]: 5G 초기 가입자 시장에서 30% 가까운 점유율 기록하며 성장에 대한 기대감 상승
- **KT** [Buy, TP: 36,000원]: 2019년 실적 기대감은 상대적으로 낮으나, PER 및 배당수익률 관점에서 역사적 저점 수준의 밸류에이션



4

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

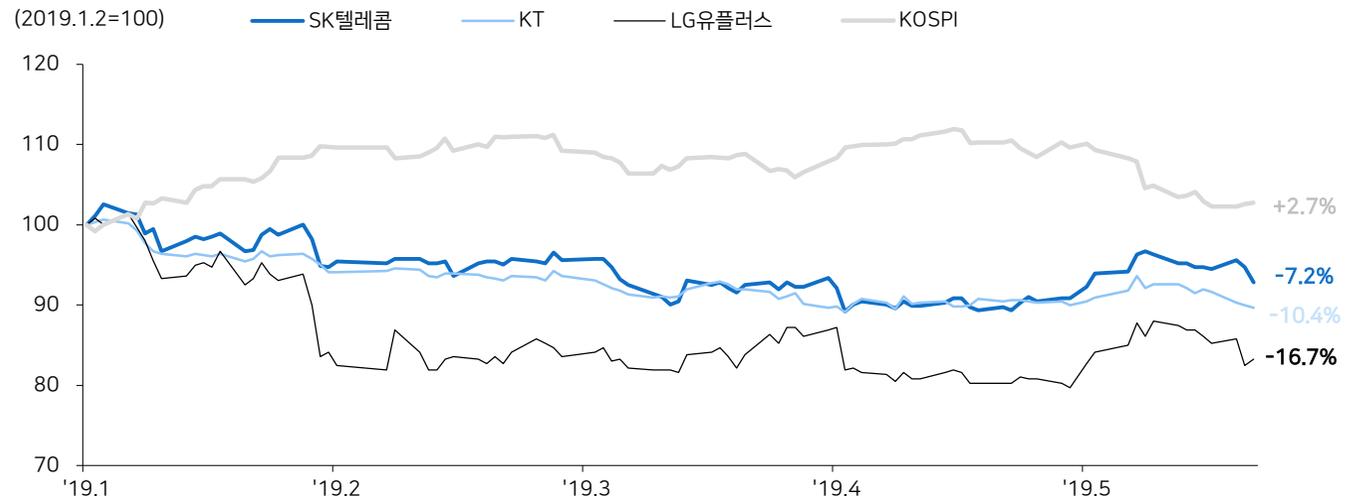
# Part I

## 1H19 Review

## 실적 둔화 우려로 통신 3사 주가 하락 지속

- 상반기 국내 통신업종 주가지수는 KOSPI 대비 -14.1%p Underperform
  - 주가 하락의 원인은 25% 선택약정할인 가입자 증가에 따른 매출 할인과 설비 투자 증가 우려 등
- 통신 3사 연초 대비 주가 수익률: SK텔레콤 -7.2%, KT -10.4%, LG유플러스 -16.7%

### 2019년 상반기 통신 3사 주가지수 추이



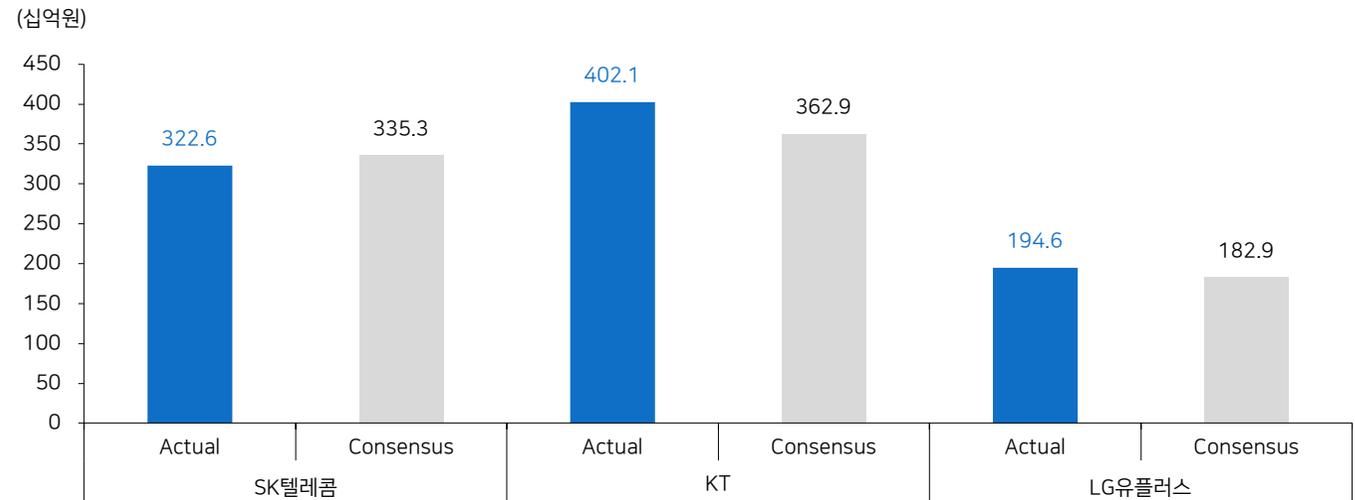
자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

# 상반기 Review\_ 우려가 무색했던 1Q19 실적

## 시장 기대치 상회한 1Q19 실적 2H19 실적은 보수적 관점 유지

- 1Q19 통신 3사 합산 영업이익은 9,193억원(+1.0% YoY)으로 시장 컨센서스(8,811억원) 상회
- 고가 요금제 가입자 증가와 마케팅비용 감소가 실적 개선의 주요인
- 다만, 1Q19에는 5G 투자 설비 자산화 지연과 IFRS16 도입 등 일시적 요인이 실적에 긍정적으로 반영  
⇒ 5G 투자 관련 감가상각비 등 전반적인 비용 증가로 2Q19 및 2H19 실적은 보수적 관점을 유지

### 통신 3사 1Q19 영업이익은 대체로 시장 컨센서스 상회



자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

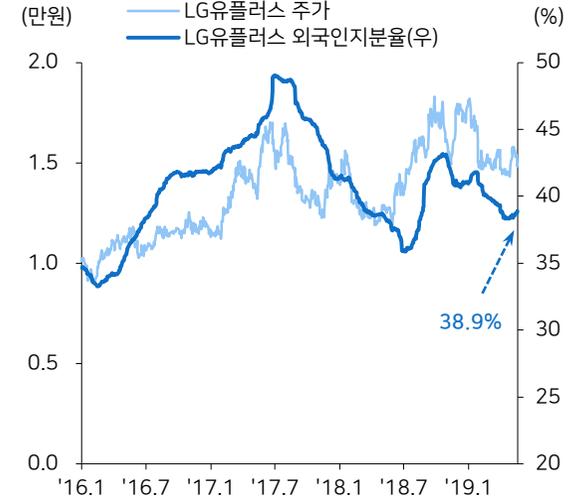
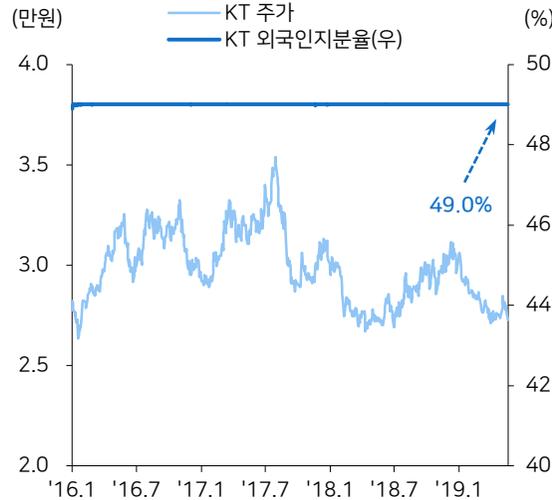
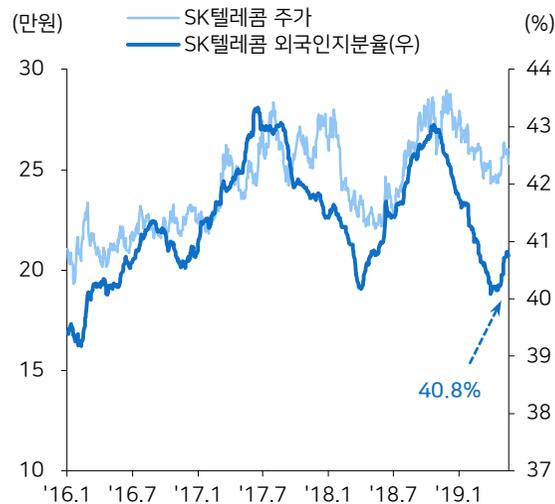
# 주가 저점 확인하기\_통신업종 주가지수와 외국인 지분율

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 외국인 지분율 상승으로 통신주 주가 반등 기대

- 전통적으로 통신업종 주가지수는 외국인 지분율과 높은 상관관계를 나타냄
- 4Q18부터 선택약정할인 가입자 증가에 따른 실적 둔화 우려가 확산되며 외국인 투자자 이탈 지속
- 다만, 최근 1Q19 실적 호조와 공격적인 5G 가입자 전망에 따라 외국인 지분율 반등에 성공  
- 통신 3사 외국인 지분율 현황: SK텔레콤 40.8%, KT 49.0%, LG유플러스 38.9%

## 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이



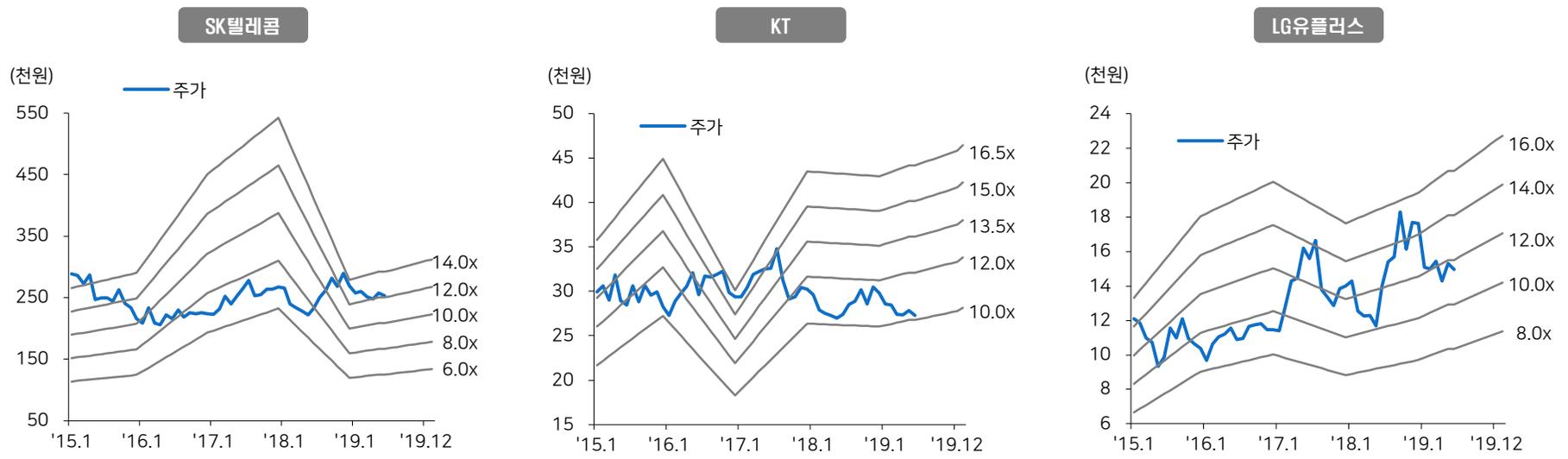
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 주가 저점 확인하기 PER 밴드차트

## 통신 3사 PER 밴드차트

- 글로벌 통신사업자들의 평균 PER은 12배 수준이며, 국내 통신 3사의 2019년 예상 PER은 11.8배
- KT의 2019년 예상 PER 밸류에이션은 10.5배로 역사적 저점 수준
- 5G 상용화를 시작한 현 시점을 통신업종 성장기의 초입으로 판단하며, 통신 3사의 2020년 예상 PER은 10배 수준으로 낮아져 밸류에이션 매력이 부각될 전망

## 통신 3사 PER 밴드차트



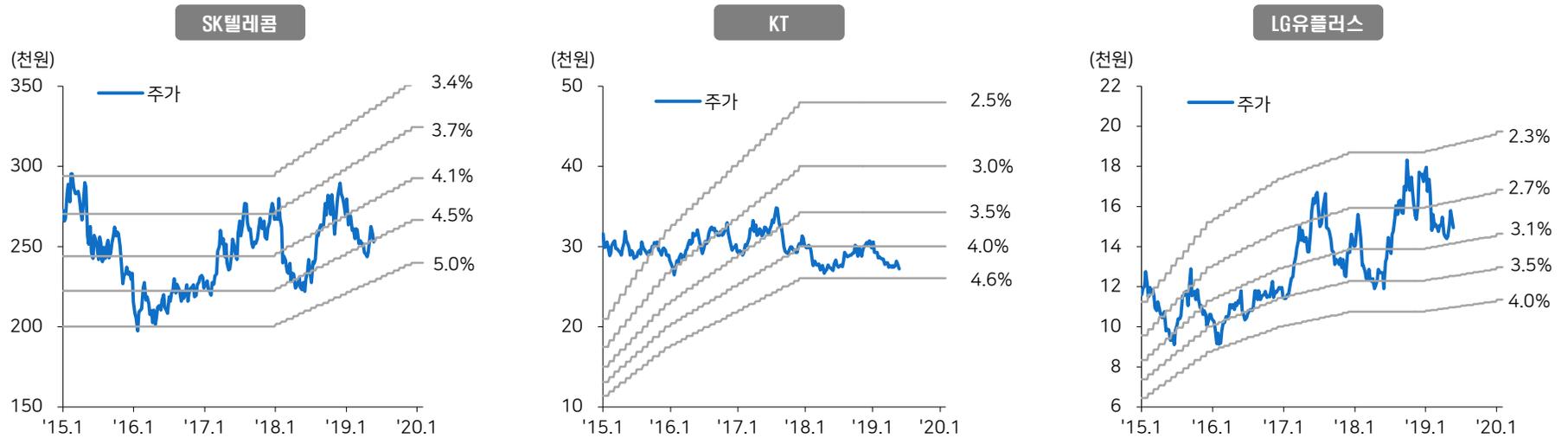
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 주가 저점 확인하기\_ 배당수익률 밴드차트

## 통신 3사 배당차트

- 국내 통신 3사의 시가배당률은 SK텔레콤 4.5%, KT 4.4%, LG유플러스 2.9%
- SK텔레콤은 시가배당률 4.7% 수준인 주가 245,000원이 바닥권
- KT는 2015년 배당 재개 이후 꾸준히 DPS를 상향했으나, 지지부진한 주가 흐름으로 밴드 하단에 근접
- LG유플러스는 꾸준한 DPS 상향으로 주가 상승에도 불구하고 배당수익률 평균 3% 내외 유지

## 통신 3사 배당수익률 밴드차트



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# Part II

## 이슈분석 - 5G 서비스 출시 영향 분석

# 국내 통신 3사, 세계 최초 5G 상용화 시작

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 국내 통신 3사, 지난 4월 세계 최초 5G 서비스 시작

- 국내 통신 3사, 지난 4월 5일 세계 최초로 5G 상용서비스를 시작
- KT의 5G 완전 무제한 요금제를 필두로 통신 3사 모두 소비자 혜택을 강화한 무제한 요금제 출시
- 5G 무제한 요금제 시작인 80,000원~89,000원이 실질적인 5G 메인 요금제
- 5G 요금제 평균 ARPU는 25% 선택약정할인과 부가세 및 결합 할인 효과를 제외한 5만원 초반 대

## 통신 3사 5G 요금제 비교

구분	요금제	가격 (선택약정 적용 시)	데이터 (속도제한)	추가혜택		
				콘텐츠	로밍	멤버십
SKT 5GX	5GX 플래티넘	125,000(93,750원)	완전무제한	Pooq+FLO, 5GX 게임팩		VIP
	5GX 프라임	89,000원(66,750원)	완전무제한	Pooq or FLO, 5GX 게임팩		VIP
	5GX 스탠다드	75,000원(56,250원)	150GB(+5Mbps)	5GX 게임팩		Big5 50%
	슬림	55,000원(41,250원)	8GB(+1Mbps)	5GX 게임팩		Big5 50%
kt 5G	프리미엄	130,000원(97,500원)	완전무제한		무제한(3Mbps)	VVIP
	스페셜	100,000원(75,000원)	완전무제한		특 무제한(100kbps)	VVIP
	베이직	80,000원(60,000원)	완전무제한		특 무제한(100kbps)	VIP
	5G 슬림	55,000원(41,250원)	8GB(+1Mbps)			
U+ 5G	프리미엄	95,000원(71,250원)	완전무제한	U+ 모바일TV, 지니뮤직	데이터 로밍 반값 할인	
	스페셜	85,000원(63,750원)	완전무제한	U+ 모바일TV, 지니뮤직	데이터 로밍 반값 할인	
	스탠다드	75,000원(56,250원)	150GB(+5Mbps)	U+ 모바일TV		
	라이트	55,000원(41,250원)	9GB(+1Mbps)	U+ 모바일TV		

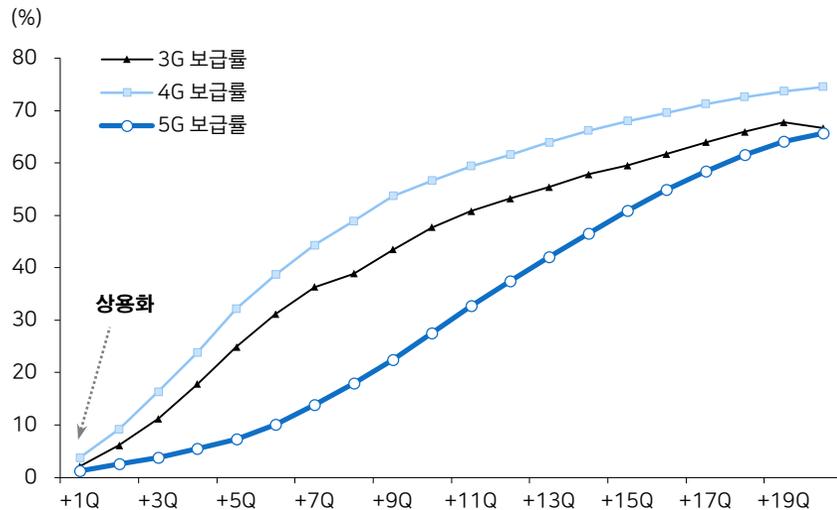
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 5G 가입자 전망

## 국내 5G 가입자 추이 및 전망

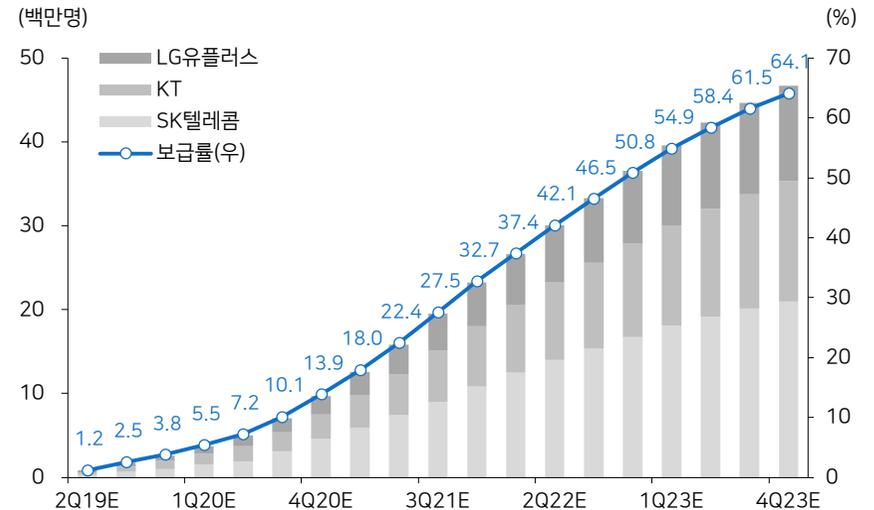
- 3G와 4G의 경우 상용화 초기부터 빠르게 보급률이 확대됐으나, 5G는 가용 단말기 부족과 적용 가능한 어플리케이션의 부재로 초반 상대적으로 낮은 보급률 예상
- 5G 요금제 출시 후 50일 간 모집한 국내 5G 가입자는 약 40만명
- 5G 가입자는 2019년 260만명(보급률 3.8%) → 2020년 967만명(13.9%) → 2021년 2,320만명(32.7%) 전망

## 상용화 이후 3G/4G 보급률 추이 및 5G 보급률 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

## 5G 가입자 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 통신 3사 4G LTE 커버리지 맵

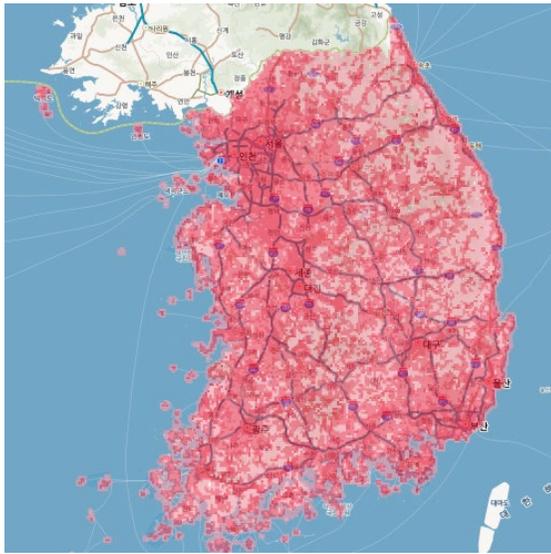
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 국내 4G LTE 커버리지 현황

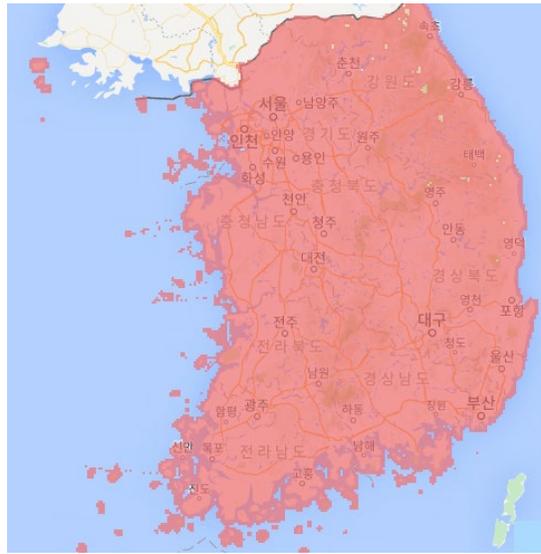
- 국내 통신 3사는 2011년부터 LTE 기지국 구축에 돌입해 연간 약 11만대의 기지국을 설치
- 4G LTE 전체 기지국수는 878,681대로 음영 지역 없이 전 국토에 고르게 분포
- 5G 상용화 시작으로 LTE 기지국은 과거 2G, 3G 기지국과 동일하게 점진적인 감소 예상

## 국내 통신 3사 4G LTE 커버리지 맵

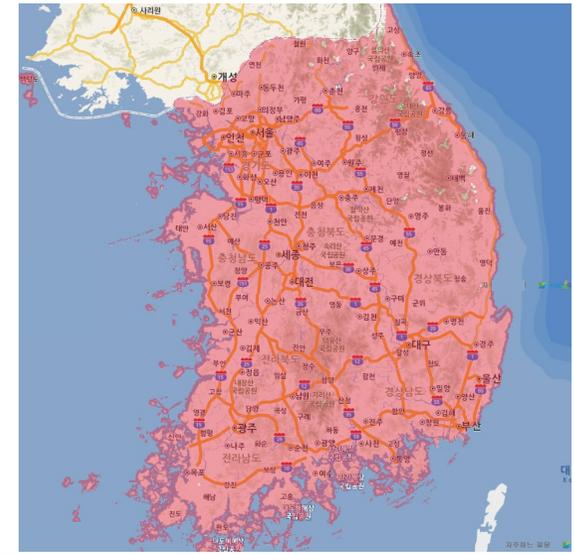
SK텔레콤



KT



LG유플러스



자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

# 통신 3사 5G 커버리지 맵

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 공격적인 5G 커버리지 확대

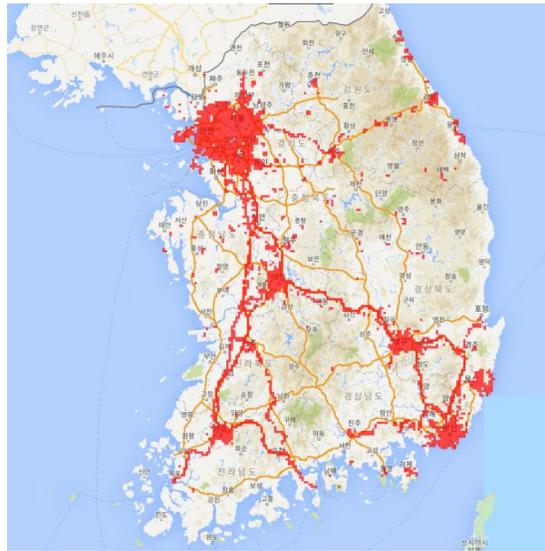
- 과기정통부에 따르면, 5월 8일 기준 5G 기지국은 총 57,266국(장치 수 124,689대)
- 5G 상용화 초기 단계인 만큼 4G LTE 대비 현저히 낮은 수준의 커버리지 확보
- 정부는 연말까지 5G 기지국 23만대를 설치해 전체 인구 93%에 해당하는 85개 주요지역 서비스 예정

## 국내 통신 3사 5G 커버리지 맵

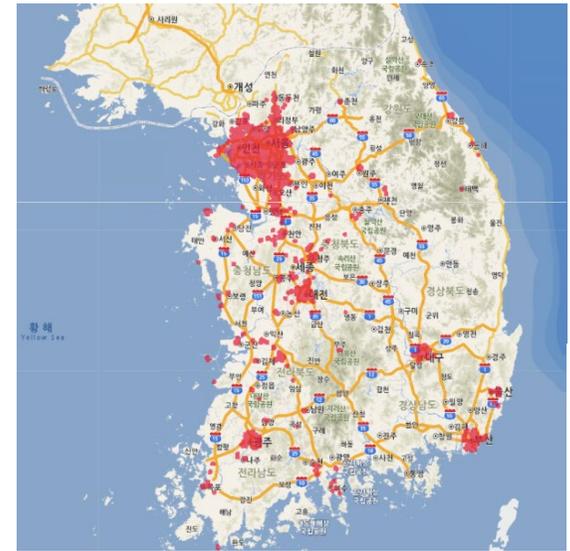
SK텔레콤



KT



LG유플러스



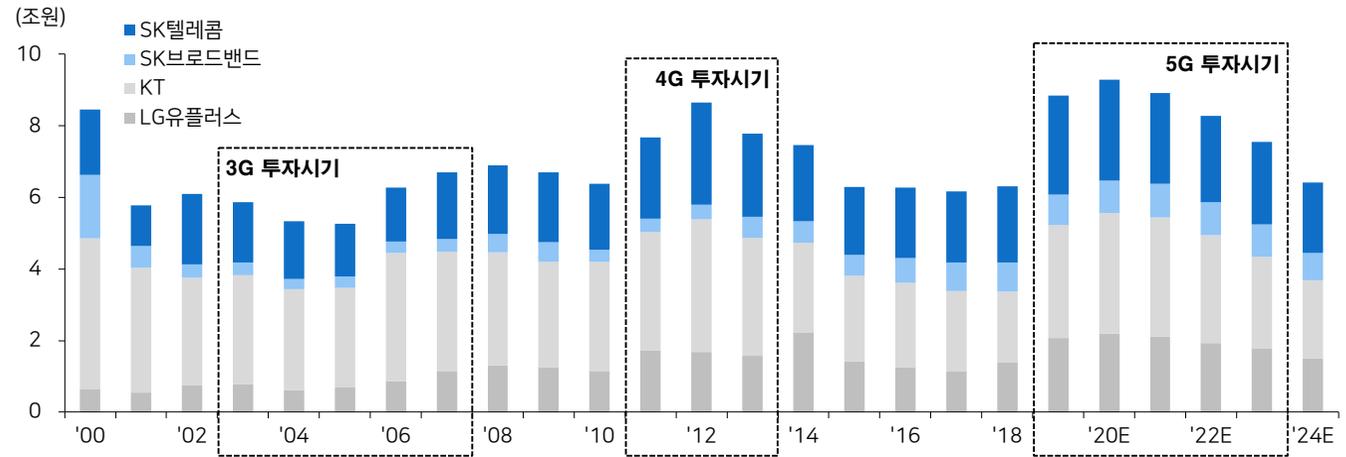
자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

# 통신 3사 5G CAPEX 전망

## 네트워크 품질 안정화를 위해 공격적인 5G 투자 불가피

- 연초 5G 인프라 구축 관련 보수적 투자 집행을 예고했던 국내 통신 3사는 정부 주도로 네트워크 품질 개선이 요구되자 잇따라 공격적인 CAPEX 전망을 발표
- 통신 3사 CAPEX 추이 및 전망
  - SKT 2018년 2.94조원 → 2019년 3.62조원 → 2020년 3.71조원 (SKB 포함)
  - KT 2018년 1.98조원 → 2019년 3.16조원 → 2020년 3.38조원
  - LGU+ 2018년 1.40조원 → 2019년 2.07조원 → 2020년 2.19조원
- 5G CAPEX는 4~5년 기간 동안 꾸준한 투자가 요구되는 만큼 향후 감가상각비 증가는 부담 요인

## 통신 세대별 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 가입자와 무선 ARPU 시나리오 분석

## 보급률 10% 초과하는 2020년 무선 ARPU/매출 성장 본격화

- [목적] 5G 상용화가 통신사 무선 ARPU에 미치는 영향을 파악
- [가정] 1) 5G 가입자는 5G 무제한 요금제인 8~8.9만원 요금제로 대부분 유입  
2) 5G 평균 ARPU는 선택약정할인율 25% & 부가세 10% & 결합할인 10% 차감한 약 5만원 수준  
3) 5G 상용서비스 도입 시 4G LTE 고ARPU 가입자들의 우선적 전환을 가정  
4) 5G 보급률은 2018년 4%, 2019년 14%, 2020년 33% 수준으로 가정  
5) 정부 주도의 인위적인 통신비 인하 정책 도입 가능성은 배제
- [결론] 5G 가입자 보급률이 4% 대인 2019년에는 무선 ARPU 상승 효과가 크지 않으나, 보급률이 10% 대를 초과하는 2020년부터 무선 ARPU와 무선매출 성장이 본격화

### 5G 가입자 증가에 따른 통신사업자 무선 ARPU 및 무선매출액 전망

(십억원)		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SK텔레콤	무선매출액	10,810.9	10,768.8	9,999.8	9,719.1	10,193.7	11,247.0
	(% YoY)	-1.0	-0.4	-7.1	-2.8	4.9	10.3
	무선 ARPU (원)	32,811	32,078	29,426	28,356	29,234	31,616
	(% YoY)	-5.0	-2.2	-8.3	-3.6	3.1	8.1
KT	무선매출액	7,418.3	7,203.3	6,954.1	7,016.8	7,379.2	7,980.7
	(% YoY)	0.6	-2.9	-3.5	0.9	5.2	8.2
	무선 ARPU (원)	32,379	31,211	29,568	28,236	29,256	31,431
	(% YoY)	2.2	-3.6	-5.3	-4.5	3.6	7.4
LG유플러스	무선매출액	5,431.9	5,570.2	5,438.2	5,560.7	6,076.9	6,642.4
	(% YoY)	2.1	2.5	-2.4	2.3	9.3	9.3
	무선 ARPU (원)	35,136	34,747	31,933	29,968	31,056	32,757
	(% YoY)	-3.3	-1.1	-8.1	-6.2	3.6	5.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 상용화와 무선 ARPU 시나리오 분석 - SK텔레콤

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## SK텔레콤 5G 가입자 및 무선 ARPU 시나리오 분석

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
무선 매출액	2,568.9	2,497.7	2,484.6	2,448.6	2,412.7	2,414.0	2,432.3	2,460.0	2,481.7	2,513.7	2,561.2	2,637.1	2,699.4	2,771.1	2,846.9	2,929.6	10,810.9	10,768.8	9,999.8	9,719.1	10,193.7	11,247.0
5G 매출액						21.6	69.0	118.4	176.8	243.0	355.2	543.5	738.8	927.2	1,133.7	1,358.7				209.0	1,318.5	4,158.4
4G 매출액	2,304.0	2,274.9	2,286.1	2,287.2	2,286.7	2,273.8	2,269.6	2,269.3	2,251.4	2,221.4	2,169.7	2,068.6	1,956.5	1,855.8	1,741.8	1,617.5	9,162.5	9,528.7	9,152.3	9,099.3	8,711.1	7,171.7
69~	769.0	759.3	763.0	763.4	763.2	758.9	757.5	757.4	751.5	741.4	724.2	690.4	653.0	619.4	581.4	539.9	3,058.1	3,180.4	3,054.7	3,037.0	2,907.5	2,393.7
42~55	1,220.8	1,205.4	1,211.4	1,211.9	1,211.6	1,204.8	1,202.6	1,202.4	1,193.0	1,177.0	1,149.6	1,096.1	1,036.7	983.3	922.9	857.1	4,855.0	5,049.0	4,849.5	4,821.4	4,615.8	3,800.1
~34	314.2	310.2	311.7	311.9	311.8	310.1	309.5	309.4	307.0	302.9	295.9	282.1	266.8	253.1	237.5	220.6	1,249.4	1,299.4	1,248.0	1,240.8	1,187.9	978.0
3G 매출액	336.8	320.9	306.0	288.7	261.6	241.2	225.1	210.0	197.6	195.5	189.4	184.3	170.0	160.4	150.4	138.4	1,827.3	1,558.5	1,252.4	937.8	766.7	619.2
2G 매출액	103.9	100.7	97.7	94.8	91.9	88.7	85.2	81.8	78.9	75.8	71.6	67.3	62.6	57.6	53.0	48.8	504.7	448.6	397.1	347.7	293.6	222.0
(조정 매출액)	-175.8	-198.8	-205.3	-222.1	-227.5	-211.3	-216.5	-219.3	-223.0	-221.9	-224.6	-226.7	-228.5	-229.9	-232.0	-233.9	-683.7	-767.0	-802.0	-874.6	-896.2	-924.3
무선 가입자 (천명)	30,349	30,719	30,771	30,882	31,009	31,143	31,252	31,371	31,492	31,612	31,727	31,845	31,962	32,078	32,194	32,309	29,595	30,195	30,882	31,371	31,845	32,309
5G 가입자						300	660	990	1,485	1,931	3,089	4,633	5,930	7,413	9,044	10,853				990	4,633	10,853
4G 가입자	23,401	23,993	24,391	24,796	25,186	25,342	25,431	25,507	25,201	24,999	24,199	22,868	21,954	20,856	19,605	18,232	21,078	22,865	24,796	25,507	22,868	18,232
69~	6,552	6,718	6,829	6,943	7,052	7,096	7,121	7,142	7,056	7,000	6,776	6,403	6,147	5,840	5,489	5,105	5,902	6,402	6,943	7,142	6,403	5,105
42~55	11,935	12,236	12,439	12,646	12,845	12,924	12,970	13,009	12,853	12,750	12,342	11,663	11,196	10,637	9,998	9,299	10,750	11,661	12,646	13,009	11,663	9,299
~34	4,914	5,039	5,122	5,207	5,289	5,322	5,340	5,357	5,292	5,250	5,082	4,802	4,610	4,380	4,117	3,829	4,426	4,802	5,207	5,357	4,802	3,829
3G 가입자	4,943	4,781	4,493	4,256	4,048	3,796	3,525	3,303	3,282	3,234	3,079	3,064	2,901	2,727	2,549	2,308	6,182	5,262	4,256	3,303	3,064	2,308
2G 가입자	2,005	1,945	1,887	1,830	1,775	1,704	1,636	1,571	1,524	1,447	1,361	1,279	1,177	1,083	996	916	2,335	2,068	1,830	1,571	1,279	916
무선 보급률 (%)																						
5G 가입자						1.0	2.1	3.2	4.7	6.1	9.7	14.5	18.6	23.1	28.1	33.6				3.2	14.5	33.6
4G 가입자	77.1	78.1	79.3	80.3	81.2	81.4	81.4	81.3	80.0	79.1	76.3	71.8	68.7	65.0	60.9	56.4	71.2	75.7	80.3	81.3	71.8	56.4
69~	21.6	21.9	22.2	22.5	22.7	22.8	22.8	22.8	22.4	22.1	21.4	20.1	19.2	18.2	17.1	15.8	19.9	21.2	22.5	22.8	20.1	15.8
42~55	39.3	39.8	40.4	40.9	41.4	41.5	41.5	41.5	40.8	40.3	38.9	36.6	35.0	33.2	31.1	28.8	36.3	38.6	40.9	41.5	36.6	28.8
~34	16.2	16.4	16.6	16.9	17.1	17.1	17.1	17.1	16.8	16.6	16.0	15.1	14.4	13.7	12.8	11.9	15.0	15.9	16.9	17.1	15.1	11.9
3G 가입자	16.3	15.6	14.6	13.8	13.1	12.2	11.3	10.5	10.4	10.2	9.7	9.6	9.1	8.5	7.9	7.1	20.9	17.4	13.8	10.5	9.6	7.1
2G 가입자	6.6	6.3	6.1	5.9	5.7	5.5	5.2	5.0	4.8	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8	7.9	6.8	5.9	5.0	4.0	2.8
무선 ARPU (원)	30,222	29,437	29,164	28,879	28,439	28,160	28,302	28,524	28,684	28,901	29,322	30,032	30,591	31,241	31,936	32,695	32,811	32,078	29,426	28,356	29,234	31,616
5G ARPU						48,025	47,925	47,825	47,625	47,425	47,175	46,925	46,625	46,325	45,925	45,525				47,925	47,288	46,100
4G ARPU	33,200	32,000	31,500	31,000	30,500	30,000	29,800	29,700	29,600	29,500	29,400	29,300	29,100	28,900	28,700	28,500	38,000	36,000	31,925	30,000	29,450	28,800
69~	39,575	38,145	37,549	36,953	36,357	35,761	35,522	35,403	35,284	35,165	35,045	34,926	34,688	34,449	34,211	33,973	45,297	42,913	38,055	35,761	35,105	34,330
42~55	34,494	33,247	32,727	32,208	31,688	31,169	30,961	30,857	30,753	30,649	30,545	30,442	30,234	30,026	29,818	29,610	39,481	37,403	33,169	31,169	30,597	29,922
~34	21,558	20,779	20,455	20,130	19,805	19,481	19,351	19,286	19,221	19,156	19,091	19,026	18,896	18,766	18,636	18,506	24,675	23,377	20,731	19,481	19,123	18,701
3G ARPU	22,000	22,000	22,000	22,000	21,000	20,500	20,500	20,500	20,000	20,000	20,000	20,000	19,000	19,000	19,000	19,000	23,000	22,750	22,000	20,625	20,000	19,000
2G ARPU	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 상용화와 무선 ARPU 시나리오 분석 - KT

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## KT 5G 가입자 및 무선 ARPU 시나리오 분석

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
무선 매출액	1,740.8	1,763.7	1,760.1	1,689.5	1,732.5	1,735.0	1,758.7	1,790.6	1,803.4	1,831.4	1,859.7	1,884.6	1,922.9	1,975.3	2,022.1	2,060.5	7,418.3	7,203.3	6,954.1	7,016.8	7,379.2	7,980.7
5G 매출액						22.1	68.0	116.8	170.8	232.3	298.8	376.1	483.3	616.7	763.5	905.6				206.9	1,077.9	2,769.1
4G 매출액	1,597.8	1,612.6	1,600.8	1,586.8	1,597.9	1,591.0	1,577.9	1,572.9	1,557.0	1,538.8	1,515.3	1,478.7	1,426.7	1,360.7	1,275.8	1,187.5	6,156.0	6,334.3	6,397.9	6,339.7	6,089.7	5,250.6
69~	313.2	316.1	313.8	311.1	313.3	311.9	309.4	308.4	305.3	301.7	297.1	289.9	279.7	266.8	250.1	232.8	1,206.9	1,241.8	1,254.3	1,242.9	1,193.9	1,029.4
42~55	1,042.8	1,052.4	1,044.7	1,035.6	1,042.9	1,038.3	1,029.8	1,026.5	1,016.2	1,004.2	988.9	965.0	931.1	888.0	832.6	775.0	4,017.6	4,133.9	4,175.5	4,137.5	3,974.4	3,426.7
~34	241.8	244.0	242.2	240.1	241.8	240.7	238.8	238.0	235.6	232.8	229.3	223.7	215.9	205.9	193.0	179.7	931.5	958.5	968.1	959.3	921.5	794.5
3G 스마트폰 매출액	24.2	23.8	23.3	22.4	21.4	20.2	18.8	17.4	16.0	14.6	13.3	12.1	11.0	10.0	9.0	8.0	102.0	97.0	93.7	77.9	56.0	38.0
3G 피쳐폰 매출액	212.8	210.1	205.3	198.5	178.7	168.9	158.0	146.5	134.9	124.0	113.7	104.1	95.0	86.3	78.0	70.1	907.7	869.6	826.6	652.0	476.8	329.5
(조정 매출액)	-93.9	-82.8	-69.3	-118.2	-65.5	-67.2	-64.0	-63.0	-75.3	-78.2	-81.4	-86.4	-93.2	-98.3	-104.2	-110.8	252.6	-97.5	-364.2	-259.7	-321.2	-406.4
무선 가입자 (천명)	20,378	20,662	20,920	21,120	21,333	21,496	21,630	21,757	21,848	21,935	22,016	22,105	22,192	22,254	22,301	22,286	18,892	20,015	21,120	21,757	22,105	22,286
5G 가입자						295	615	955	1,355	1,805	2,285	2,895	3,845	4,865	6,105	7,135				955	2,895	7,135
4G 가입자	15,867	16,224	16,612	16,971	17,393	17,497	17,567	17,620	17,567	17,444	17,270	16,959	16,298	15,532	14,522	13,651	14,262	15,462	16,971	17,620	16,959	13,651
69~	2,380	2,434	2,492	2,546	2,609	2,625	2,635	2,643	2,635	2,617	2,590	2,544	2,445	2,330	2,178	2,048	2,139	2,319	2,546	2,643	2,544	2,048
42~55	9,838	10,059	10,299	10,522	10,784	10,848	10,892	10,924	10,892	10,815	10,707	10,515	10,104	9,630	9,004	8,463	8,842	9,586	10,522	10,924	10,515	8,463
~34	3,649	3,732	3,821	3,903	4,000	4,024	4,040	4,053	4,040	4,012	3,972	3,901	3,748	3,572	3,340	3,140	3,280	3,556	3,903	4,053	3,901	3,140
3G 스마트폰 가입자	359	353	342	330	313	294	274	253	233	213	196	179	163	148	133	119	300	362	330	253	179	119
3G 피쳐폰 가입자	4,152	4,085	3,966	3,819	3,627	3,409	3,174	2,929	2,693	2,473	2,266	2,073	1,887	1,709	1,541	1,381	4,330	4,191	3,819	2,929	2,073	1,381
무선 보급률 (%)																						
5G 가입자						1.4	2.8	4.4	6.2	8.2	10.4	13.1	17.3	21.9	27.4	32.0				4.4	13.1	32.0
4G 가입자	77.9	78.5	79.4	80.4	81.5	81.4	81.2	81.0	80.4	79.5	78.4	76.7	73.4	69.8	65.1	61.3	75.5	77.3	80.4	81.0	76.7	61.3
69~	11.7	11.8	11.9	12.1	12.2	12.2	12.2	12.1	12.1	11.9	11.8	11.5	11.0	10.5	9.8	9.2	11.3	11.6	12.1	12.1	11.5	9.2
42~55	48.3	48.7	49.2	49.8	50.5	50.5	50.4	50.2	49.9	49.3	48.6	47.6	45.5	43.3	40.4	38.0	46.8	47.9	49.8	50.2	47.6	38.0
~34	17.9	18.1	18.3	18.5	18.8	18.7	18.7	18.6	18.5	18.3	18.0	17.6	16.9	16.1	15.0	14.1	17.4	17.8	18.5	18.6	17.6	14.1
3G 스마트폰 가입자	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	1.6	1.8	1.6	1.2	0.8	0.5
3G 피쳐폰 가입자	20.4	19.8	19.0	18.1	17.0	15.9	14.7	13.5	12.3	11.3	10.3	9.4	8.5	7.7	6.9	6.2	22.9	20.9	18.1	13.5	9.4	6.2
무선 ARPU (원)	30,282	29,995	29,328	28,667	28,236	28,052	28,177	28,481	28,724	29,076	29,443	29,781	30,340	31,104	31,815	32,465	32,379	31,211	29,568	28,236	29,256	31,431
5G ARPU						50,000	49,800	49,600	49,300	49,000	48,700	48,400	47,800	47,200	46,400	45,600				49,800	48,850	46,750
4G ARPU	34,000	33,500	32,500	31,500	31,000	30,400	30,000	29,800	29,500	29,300	29,100	28,800	28,600	28,500	28,300	28,100	37,675	35,500	32,875	30,300	29,175	28,375
69~	44,439	43,785	42,478	41,171	40,518	39,733	39,211	38,949	38,557	38,296	38,034	37,642	37,381	37,250	36,989	36,727	49,242	46,399	42,968	39,603	38,132	37,087
42~55	35,789	35,263	34,211	33,158	32,632	32,000	31,579	31,368	31,053	30,842	30,632	30,316	30,105	30,000	29,789	29,579	39,658	37,368	34,605	31,895	30,711	29,868
~34	22,368	22,039	21,382	20,724	20,395	20,000	19,737	19,605	19,408	19,276	19,145	18,947	18,816	18,750	18,618	18,487	24,786	23,355	21,628	19,934	19,194	18,668
3G 스마트폰 ARPU	22,400	22,350	22,300	22,250	22,200	22,150	22,100	22,050	21,950	21,800	21,700	21,600	21,500	21,400	21,300	21,200	22,725	22,525	22,325	22,125	21,763	21,350
3G 피쳐폰 ARPU	17,000	17,000	17,000	17,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	17,000	17,000	17,000	16,000	16,000	16,000

자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 상용화와 무선 ARPU 시나리오 분석 - LG유플러스

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## LG유플러스 5G 가입자 및 무선 ARPU 시나리오 분석

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
무선 매출액	1,334.6	1,341.3	1,350.8	1,411.5	1,344.7	1,363.2	1,404.9	1,448.0	1,465.9	1,498.5	1,536.7	1,575.8	1,604.0	1,642.3	1,679.7	1,716.4	5,431.9	5,570.2	5,438.2	5,560.7	6,076.9	6,642.4
5G 매출액						16.1	49.3	81.8	115.4	159.6	212.9	275.0	356.9	452.2	554.3	665.4				147.3	762.9	2,028.7
4G 매출액	1,253.4	1,267.7	1,282.1	1,261.6	1,236.2	1,251.1	1,252.0	1,251.6	1,248.7	1,238.3	1,221.8	1,198.9	1,153.7	1,098.6	1,035.9	964.2	4,806.1	5,102.5	5,064.9	4,990.8	4,907.8	4,252.4
69~	474.1	479.5	484.9	477.2	467.5	473.2	473.5	473.4	472.3	468.3	462.1	453.4	436.3	415.5	391.8	364.7	1,817.7	1,929.8	1,915.6	1,887.6	1,856.1	1,608.3
42~55	642.8	650.1	657.5	647.0	633.9	641.6	642.0	641.8	640.3	635.0	626.6	614.8	591.6	563.4	531.2	494.5	2,464.7	2,616.6	2,597.4	2,559.4	2,516.8	2,180.7
~34	136.6	138.1	139.7	137.5	134.7	136.3	136.4	136.4	136.1	134.9	133.2	130.7	125.7	119.7	112.9	105.1	523.7	556.0	551.9	543.9	534.8	463.4
2G 스마트폰 매출액	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.9	1.3	0.3	0.1	0.0	0.0
2G 피쳐폰 매출액	48.3	44.6	41.9	39.6	33.9	31.0	28.9	26.9	24.9	23.0	21.2	19.5	17.9	16.4	15.1	13.8	355.0	248.3	174.3	120.7	88.5	63.1
(조정 매출액)	32.8	28.9	26.7	110.3	74.6	64.9	74.7	87.6	77.0	77.6	80.8	82.4	75.5	75.1	74.5	73.0	265.0	218.1	198.7	301.9	317.7	298.1
무선 가입자 (천명)	13,410	13,678	13,971	14,128	14,398	14,632	14,860	15,066	15,257	15,454	15,644	15,831	16,005	16,168	16,275	16,374	12,490	13,183	14,128	15,066	15,831	16,374
5G 가입자						215	445	655	905	1,267	1,647	2,141	2,826	3,533	4,346	5,215				655	2,141	5,215
4G 가입자	12,439	12,789	13,113	13,336	13,684	13,752	13,794	13,835	13,821	13,697	13,546	13,275	12,797	12,285	11,610	10,867	10,970	12,138	13,336	13,835	13,275	10,867
69~	4,105	4,220	4,327	4,401	4,516	4,538	4,552	4,566	4,561	4,520	4,470	4,381	4,223	4,054	3,831	3,586	3,620	4,006	4,401	4,566	4,381	3,586
42~55	6,220	6,395	6,557	6,668	6,842	6,876	6,897	6,918	6,911	6,848	6,773	6,638	6,399	6,143	5,805	5,433	5,485	6,069	6,668	6,918	6,638	5,433
~34	2,115	2,174	2,229	2,267	2,326	2,338	2,345	2,352	2,350	2,328	2,303	2,257	2,176	2,089	1,974	1,847	1,865	2,063	2,267	2,352	2,257	1,847
2G 스마트폰 가입자	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12	3	1	0	0	0
2G 피쳐폰 가입자	969	888	858	791	714	664	621	576	531	490	451	415	381	349	320	292	1,508	1,041	791	576	415	292
무선 보급률 (%)																						
5G 가입자						1.5	3.0	4.3	5.9	8.2	10.5	13.5	17.7	21.9	26.7	31.8				4.3	13.5	31.8
4G 가입자	92.8	93.5	93.9	94.4	95.0	94.0	92.8	91.8	90.6	88.6	86.6	83.9	80.0	76.0	71.3	66.4	87.8	92.1	94.4	91.8	83.9	66.4
69~	30.6	30.9	31.0	31.2	31.4	31.0	30.6	30.3	29.9	29.2	28.6	27.7	26.4	25.1	23.5	21.9	29.0	30.4	31.2	30.3	27.7	21.9
42~55	46.4	46.8	46.9	47.2	47.5	47.0	46.4	45.9	45.3	44.3	43.3	41.9	40.0	38.0	35.7	33.2	43.9	46.0	47.2	45.9	41.9	33.2
~34	15.8	15.9	16.0	16.0	16.2	16.0	15.8	15.6	15.4	15.1	14.7	14.3	13.6	12.9	12.1	11.3	14.9	15.7	16.0	15.6	14.3	11.3
2G 스마트폰 가입자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2G 피쳐폰 가입자	7.2	6.5	6.1	5.6	5.0	4.5	4.2	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	12.1	7.9	5.6	3.8	2.6	1.8
무선 ARPU (원)	32,635	32,298	31,927	30,873	29,682	29,814	30,069	30,305	30,537	30,845	31,211	31,632	32,009	32,475	32,985	33,557	35,136	34,747	31,933	29,968	31,056	32,757
5G ARPU						50,000	49,800	49,600	49,300	49,000	48,700	48,400	47,900	47,400	46,900	46,400				49,800	48,850	47,150
4G ARPU	34,000	33,500	33,000	31,800	30,500	30,400	30,300	30,200	30,100	30,000	29,900	29,800	29,500	29,200	28,900	28,600	38,200	36,800	33,075	30,350	29,950	29,050
69~	38,967	38,394	37,821	36,445	34,955	34,841	34,726	34,611	34,497	34,382	34,268	34,153	33,809	33,465	33,122	32,778	43,780	42,176	37,906	34,783	34,325	33,294
42~55	34,872	34,359	33,846	32,615	31,282	31,179	31,077	30,974	30,872	30,769	30,667	30,564	30,256	29,949	29,641	29,333	39,179	37,744	33,923	31,128	30,718	29,795
~34	21,795	21,474	21,154	20,385	19,551	19,487	19,423	19,359	19,295	19,231	19,167	19,103	18,910	18,718	18,526	18,333	24,487	23,590	21,202	19,455	19,199	18,622
2G 스마트폰 ARPU	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	16,800	16,800	16,800	16,800	16,800	16,800	16,800	16,800	18,000	17,500	17,000	17,000	16,800	16,800
2G 피쳐폰 ARPU	16,000	16,000	16,000	16,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	17,000	16,250	16,000	15,000	15,000	15,000

자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

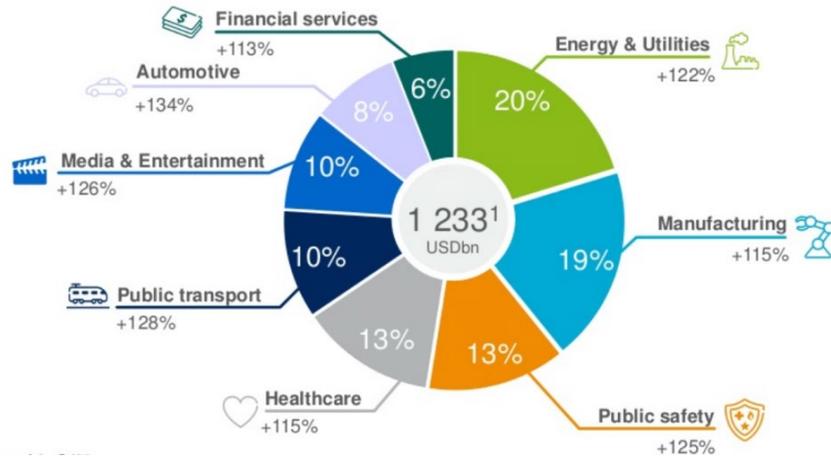
# 5G의 메인 비즈니스는 B2C가 아닌 B2B

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 5G의 핵심은 B2B 비즈니스

- 현재 통신업종 주가의 결정변수는 이동전화 시장의 성장 지표라 할 수 있는 무선 ARPU  
⇒ 하지만, 이동전화 시장은 이미 포화 상태이며 높은 경쟁 강도와 잦은 규제로 성장의 한계가 뚜렷
- 5G 핵심 사업 영역은 '스마트폰(B2C)'이 아닌 자율주행차, 스마트공장 등 다양한 산업(B2B) 분야
- 통신사들은 일찍이 새로운 수익 창출 시장으로 B2B 시장을 주목  
- 5G가 지원하는 초저지연(URLLC) 기술은 소비자보단 제조 혁신을 위한 사업자에게 유용

## 5G를 통해 디지털화 가능한 매출 규모: 2026년 1조 2,330억 달러 전망



자료: Ericsson, 메리츠증권증권 리서치센터

## 5G 기술 표준 진화 및 서비스 시나리오

5G 요구사항 (3대 서비스 시나리오)	Release 15 NSA (종속모드 / '17.12월)	Release 15 SA (단독모드 / '18.6월)	Release 16 (최종표준 / '20.3월 예정)
<b>초고속</b> (eMBB, enhanced mobile broadband)	LTE 망과 연계된 5G로 전송속도 향상 4K/8K UHD 방송, 가상현실(VR)/증강현실(AR)	5G 단독 망 구성 홀로그램	5G 시스템 성능 진화 다양한 초고속/실시간 데이터 서비스
<b>고신뢰-초저지연</b> (URLLC, ultra-reliable and low latency communication)		ITU-R 요구사항 충족 C-V2X 기본 서비스(LTE 기반)	5G 융합서비스별 특화된 요구사항 반영 진화된 V2X, 로봇 실시간 원격조종
<b>초연결</b> (mMTC, massive machine type communication)		NB-IoT/eMTC 이용 (LTE 기반)	스마트시티, 스마트공장 5G 기반 산업용 IoT(IoT)

자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

# 정부 주도로 활성화가 예상되는 5G B2B 사업

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 정부 주도의 5G B2B 시장 개화

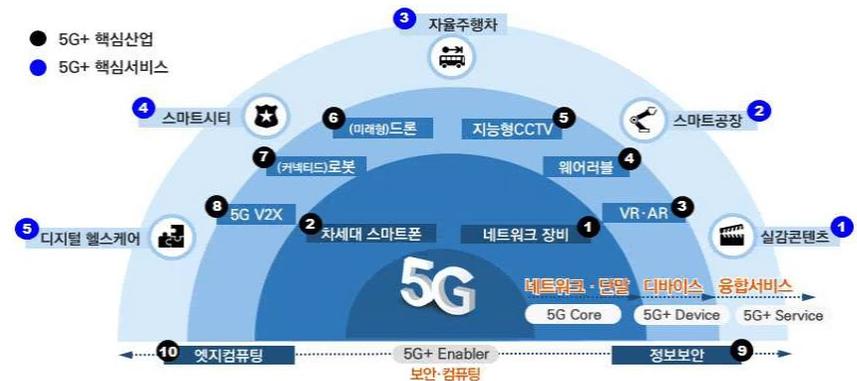
- 정부는 5G 전략산업 집중 지원체계를 구축하여 민간주도 시장 활성화를 뒷받침할 방침
- 5G 전후방 연관산업 구조화 및 전략산업 후보군 26개 도출
  - 5G 5대 핵심서비스로 실감콘텐츠, 스마트공장, 자율주행차, 스마트시티, 디지털 헬스케어 선정

## 정부, 5G 전략산업 집중 지원체계 구축



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠중금증권 리서치센터

## 10대 5G 핵심산업 + 5대 5G 핵심서비스 선정



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠중금증권 리서치센터

# 5G 를 접목한 B2B 사업이 미래 먹거리

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 5G B2B 매출 이미 시작

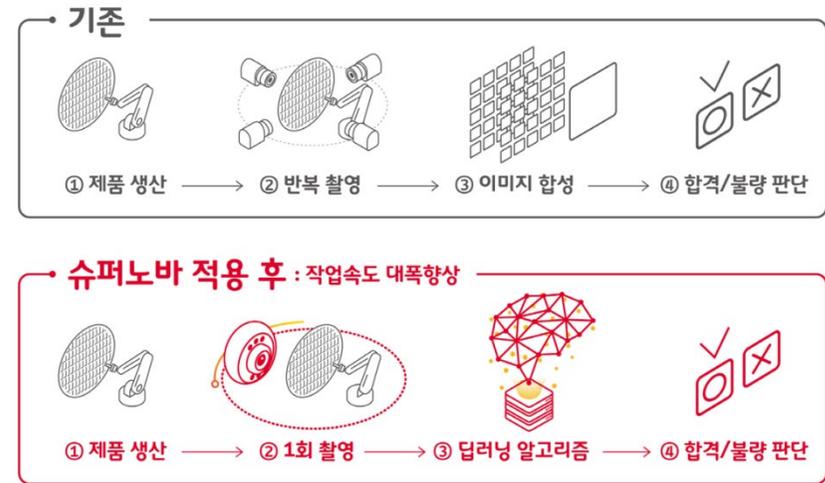
- KT는 현대중공업지주와 5G 기반 스마트 팩토리 사업 공동 협력을 위한 MOU 체결 이를 통해 5G 커넥티드 로봇, 서비스 로봇, 스마트 팩토리 플랫폼 개발 등을 함께 추진할 계획
- SK텔레콤, 작년 12월 자동차 부품 전문기업 명화공업을 5G 1호 고객으로 확보 '5G-AI 머신비전' 솔루션을 적용해 생산라인에서 제품의 결함 여부를 빠르게 확인 가능
- SK텔레콤은 SK하이닉스 공장 전체에 28GHz 주파수를 사용해 스마트 팩토리를 접목하는 방안을 구상

## KT, 현대중공업과 5G 스마트 팩토리 협업



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

## SK하이닉스 반도체 공정에 적용된 SK텔레콤 '슈퍼노바' 솔루션



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터



4

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

# Part III

**2H19 전망**

## 2020년 본격적인 성장을 맞아 장기적 투자 관점에서 매수

- 하반기 국내 통신업종에 영향을 미치는 주요 쟁점들
  - 1) 5G 인프라 설비 투자 규모와 그에 따른 유무형자산상각비 증가
  - 2) 5G 가입자 증가 속도와 무선 ARPU 반등 시기
  - 3) 유료방송 시장 재편과 케이블TV 인수 및 합병에 관한 공정위 승인 여부
- 시장 예상을 상회하는 1Q19 실적에도 2Q19 및 2H19 실적 눈높이는 보수적 관점 유지
- 2020년 본격적인 성장기를 맞아 장기적 투자 관점에서 비중 확대하는 전략이 바람직  
⇒ 외국인 지분율, 실적, 5G 가입자 등 주요 지표들의 개선이 예상되는 SK텔레콤 매수 추천

### 통신업종 하반기 주가 전망



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

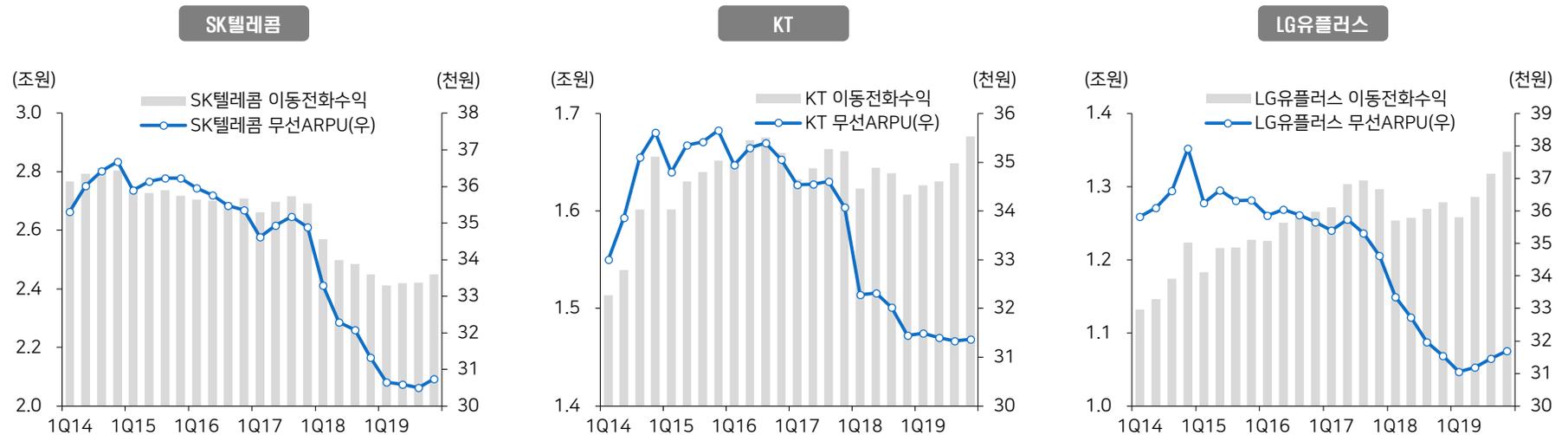
# [이동통신] 하반기 이동전화수익 & 무선 ARPU 반등 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 하반기 이동전화수익 및 무선ARPU 반등 전망

- 이르면 2Q19부터 이동전화수익과 무선 ARPU의 구조적인 반등 가능
  - 근거1. 선택약정할인 누적 가입자 비중이 신규 비중에 근접해 추가적인 매출 할인 영향 제한적
  - 근거2. 무선 ARPU 평균인 32,000원 대비 56% 가량 비싼 5G 요금제 가입자 유입 효과 반영
- 5년 만의 무선 ARPU 반등으로 통신주 성장에 대한 우려 해소 및センチ멘트 개선 효과 기대

## 이동전화수익 및 무선 ARPU



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

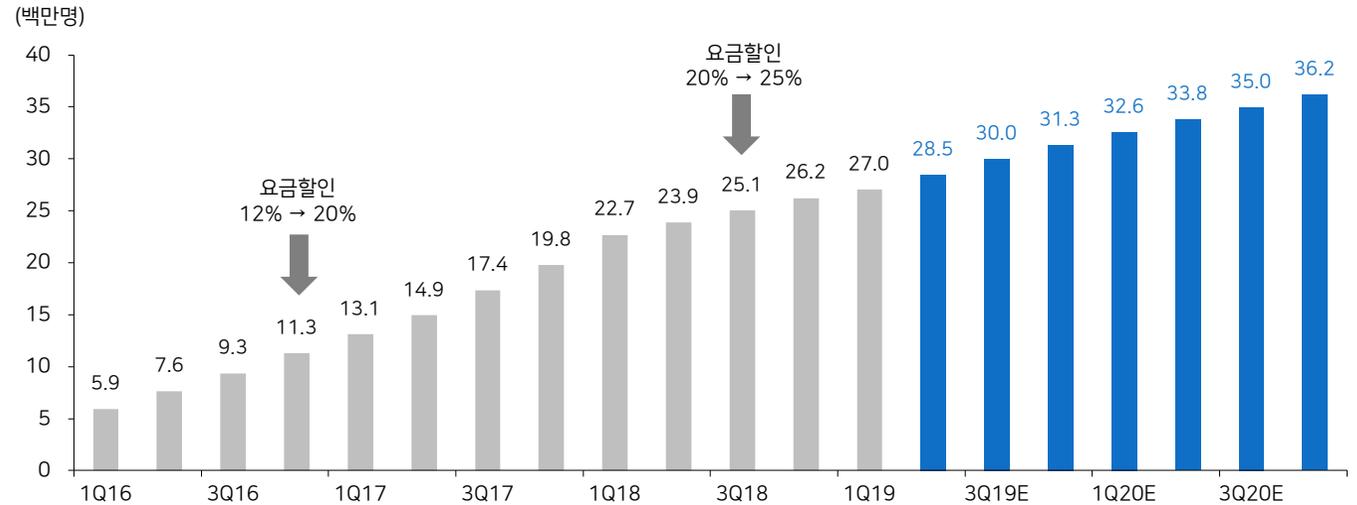
## [이동통신] 선택약정할인 가입자 유입 지속

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

### 2019년 연말 선택약정할인 가입자 3천만명 돌파 예상

- 선택약정할인율은 과거 2015년 10월 12% → 20%, 2017년 9월 20% → 25% 두 차례 상향 적용
- 선택약정할인 가입자수는 2015년 이후 꾸준히 증가해 1Q19 기준 2,700만 가입자 돌파
- 신규 가입자 중 요금 할인 선택 비중은 약 50% 수준 유지. 2019년 연말 3,000만 가입자 돌파 예상

### 선택약정할인 가입자수 추이 및 전망



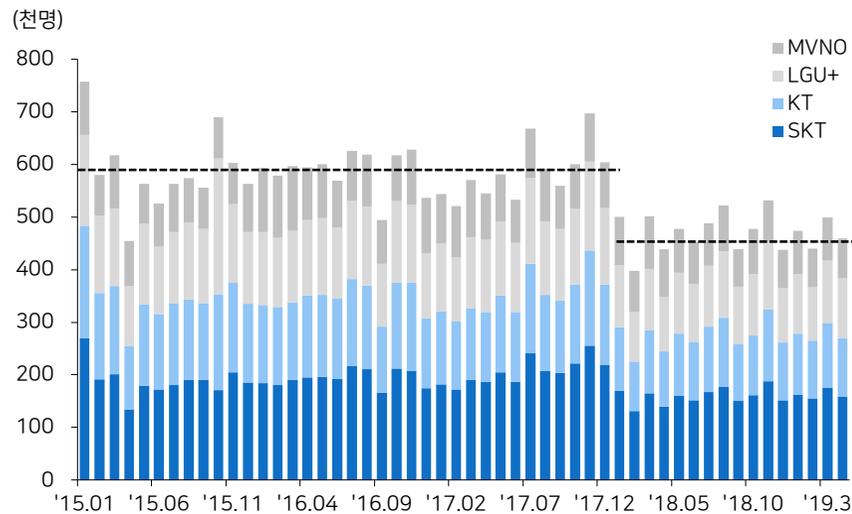
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# [이동통신] 번호이동시장(MNP) 규모 축소

## 번호이동시장(MNP) 규모 축소 해지율 감소 추세 지속

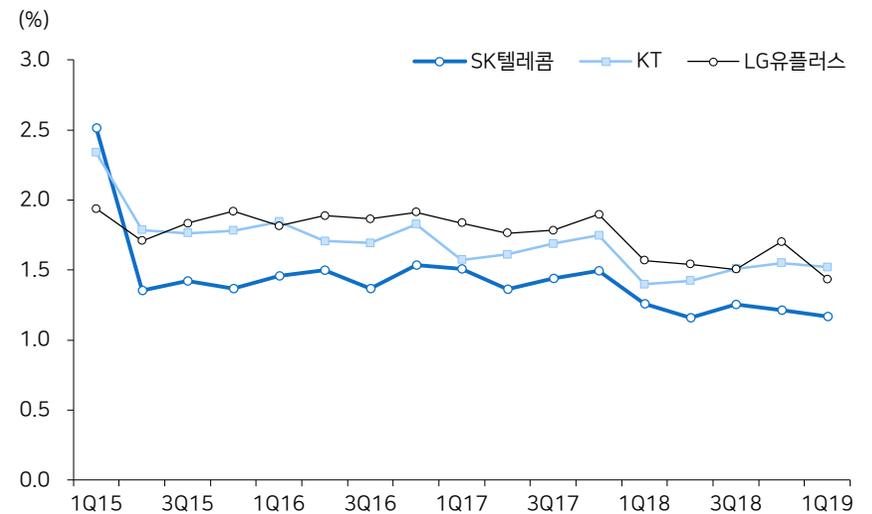
- 2017년 9월 선택약정할인율 상향 조정(20% → 25%) 이후 번호이동시장(MNP) 규모 축소
- 가입자 유치 경쟁 완화로 통신 3사 해지율 감소 추세 지속
  - ⇒ 1Q14 해지율: SK텔레콤 2.5%, KT 2.4%, LG유플러스 1.9%
  - ⇒ 1Q19 해지율: SK텔레콤 1.2%, KT 1.5%, LG유플러스 1.4%

## 월별 번호이동시장(MNP) 추이



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

## 통신 3사 해지율 감소 추이 지속



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

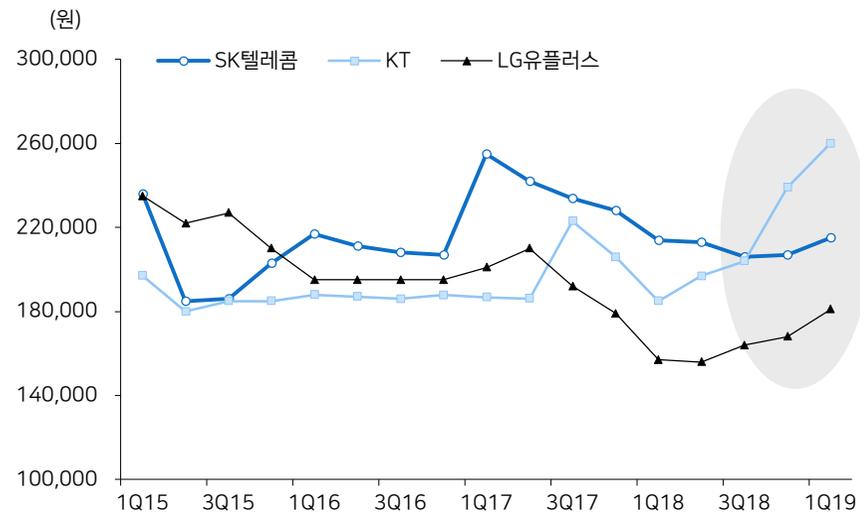
# [이동통신] 마케팅비용에 대한 과도한 우려는 기우

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## IFRS15 회계 변경 효과로 마케팅비용은 소폭 증가 전망

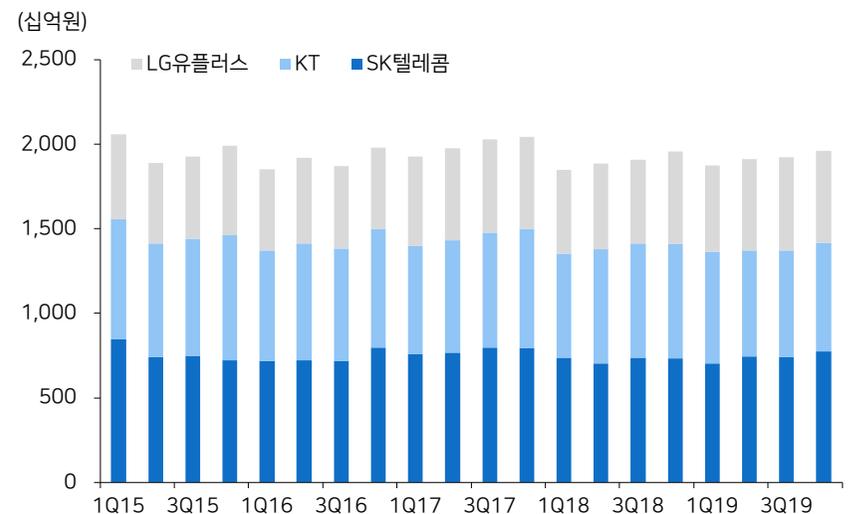
- 최근 2년 하향 안정화 추세를 지속하던 SAC(인당보조금)은 통신사의 가입자 유치 경쟁으로 재반등
- 5G 초기 가입자 유치 경쟁 심화로 2Q19 및 2H19 SAC은 평년 수준 이상으로 증가할 전망
- 다만, IFRS15 도입 후 마케팅비용의 자산화 이슈로 실제 회계상 인식되는 비용은 소폭 증가 예상  
- 통신 3사 마케팅비용 합산: 2018년 7.60조원 → 2019년 7.67조원 전망

### 통신 3사 SAC(인당보조금) 추이: 5G 상용화와 함께 최근 증가세 뚜렷



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

### IFRS15 도입으로 과도한 마케팅비용 증가 우려는 제한적



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

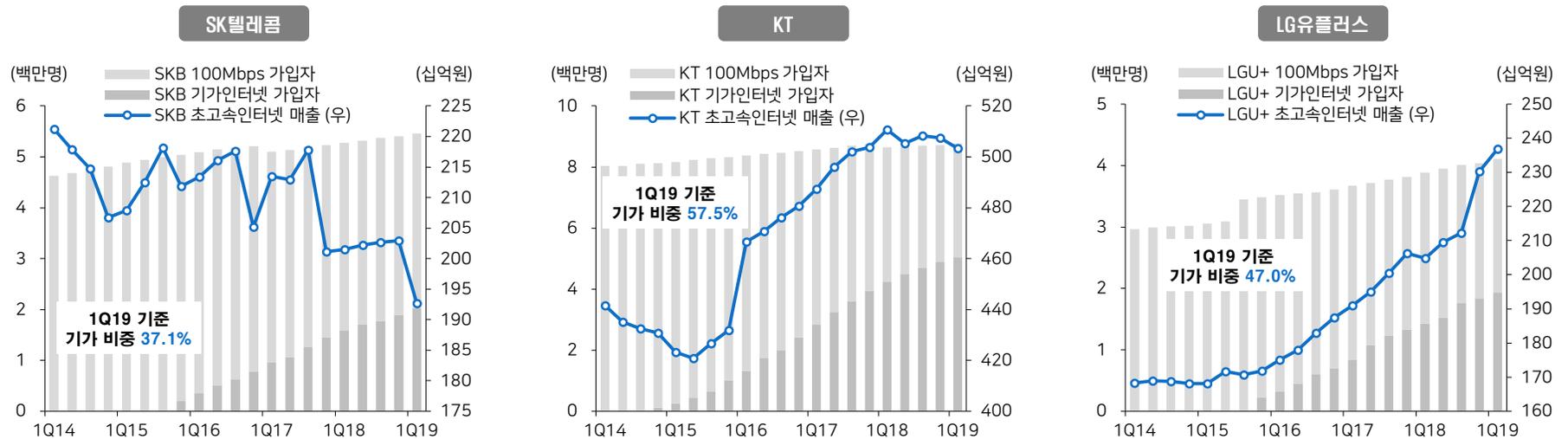
# [초고속인터넷] 기가인터넷 비중 확대 지속

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 기가인터넷 비중 확대로 초고속인터넷 매출 성장 지속

- 기가인터넷 가입자 확대로 초고속인터넷 사업부를 포함한 유선 사업 전체 매출이 가파르게 상승
- 1Q19 기준 기가인터넷 가입자 비중: SK텔레콤 37.1%, KT 57.5%, LG유플러스 47.9%
  - ⇒ 전체 가입자 중 기가인터넷 비중 49.1% 수준으로 여전히 추가적인 업사이드 가능
  - ⇒ 기가인터넷 확대 지속으로 2019년 초고속인터넷 매출액 3조 5,971억원(+1.2% YoY) 전망

## 초고속인터넷 가입자 및 매출액 추이



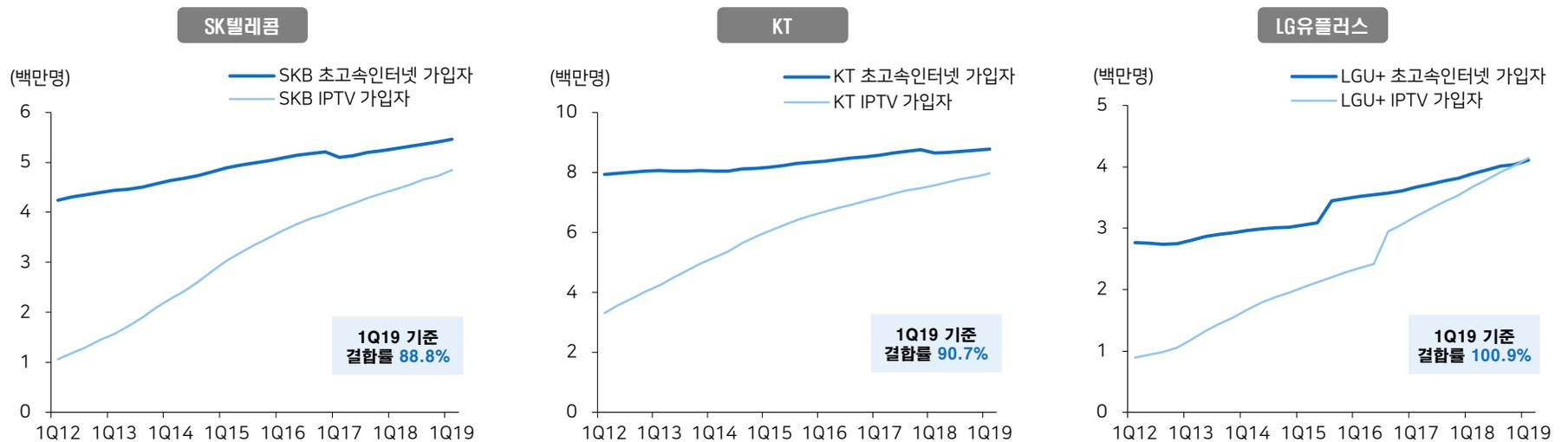
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# [초고속인터넷] 유선 결합률 100% 초과

유선 결합률 상승으로 시장 경쟁은 더욱 제한적

- 자사 초고속인터넷 가입자 대비 IPTV 가입자 비중을 나타내는 유선 결합률도 꾸준히 상승 추세
- 1Q19 기준 유선 결합률: SKT 88.8%, KT 90.7%, LGU+ 100.9%
- 유선 결합률 포화로 무의미한 가입자 유치 경쟁보다는 수익성 위주의 사업 전략 지속 전망

## 통신 3사 유선 결합률(초고속인터넷 가입자 대비 IPTV 가입자) 추이



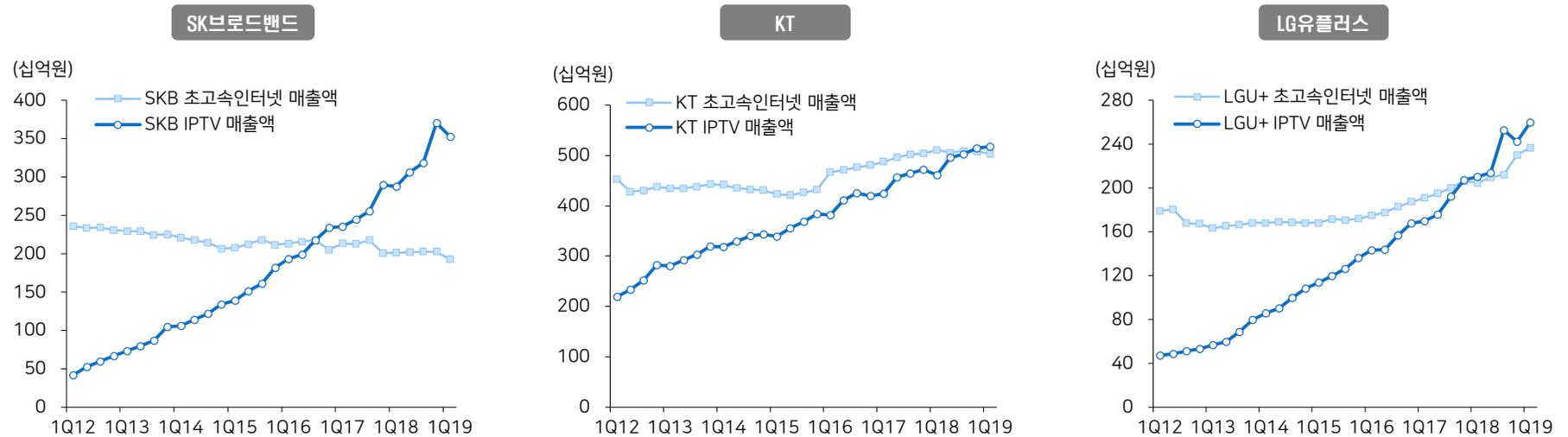
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# [IPTV] 유선 사업의 핵심 IPTV

## 초고속인터넷 매출을 역전한 IPTV 사업부

- 2018년 연말을 기점으로 통신 3사 모두 IPTV 매출액이 초고속인터넷 매출액을 역전
- IPTV 영업이익률은 6~12%로 사업자마다 마진 측면에서 차이가 존재
- 현재 IPTV 사업자를 중심으로 진행 중인 유료방송 시장 재편 완료 시, 매출액과 영업이익에 유의미한 기여가 가능

## 유선 사업부 분기 매출 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

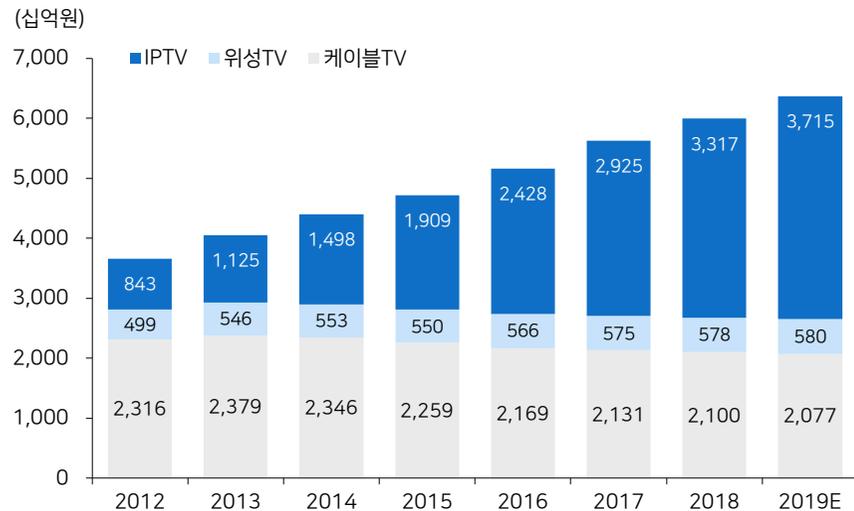
# [IPTV] 2019년 본격적인 이익 기여 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 2019년 IPTV 3사 합산 영업이익률 6~7% 전망

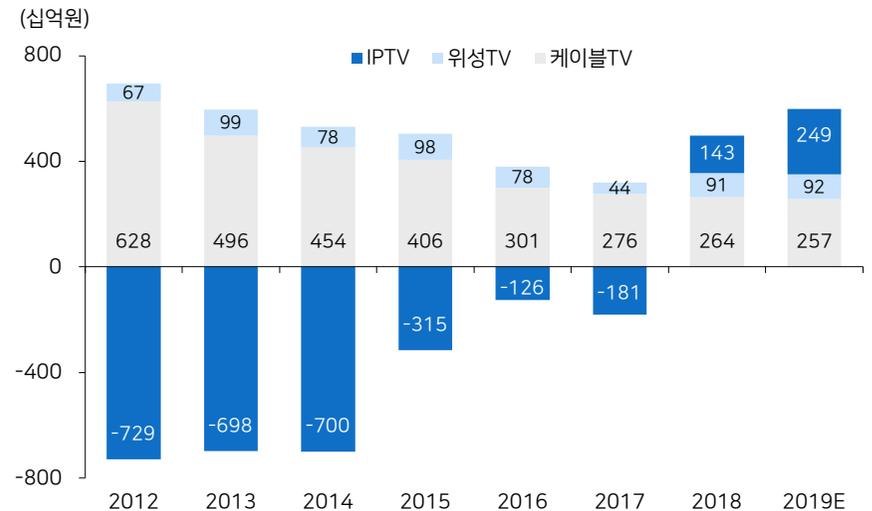
- 유료방송 가입자는 2017년 말 기준 IPTV가 케이블SO 가입자를 처음으로 역전
- 2019년 IPTV 매출액은 전년 대비 +12.0% 성장한 3조 7,151억원 전망
- 2019년 IPTV 3사 합산 영업이익 2,489억원(+74.5% YoY, OPm +6.7%) 전망

### IPTV 매출액은 케이블과의 격차를 더 벌릴 전망



주: 방송통신위원회 발표 방송 매출액 기준  
자료: 방송통신위원회, 메리츠증권리서치센터

### IPTV 영업이익, 전사 영업이익률 수준으로 개선



주: IPTV 영업이익은 2012~2017년 방송통신위원회, 2018~2019년은 당사 추정치  
자료: 방송통신위원회, 메리츠증권리서치센터

# [IPTV] 금물살을 타고 있는 유료방송 M&A

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 유료방송 시장 재편 가속화

- 국내 유료방송 시장 재편 가속화
  - LG유플러스, 지난 2월 이사회를 통해 CJ헬로 지분 50%+1주를 8,000억원에 인수하기로 결정
  - SK텔레콤, 지난 2월 자회사 SK브로드밴드를 통한 티브로드 인수 추진을 위해 태광산업과 MOU 체결
  - KT, 지난 3월 딜라이브 인수 관련 조회공시요구 답변에서 다각도로 검토 중임을 시사
- 2015년 SK텔레콤의 CJ헬로 인수 건을 제외하고, 국내 통신사의 인수합병은 모두 공정위 승인을 득함

## CJ헬로 인수가격 시나리오

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)	40	40	40	40	40
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	745.4	1,432	483
아날로그 인당가치(만원)	25	25	25	25	25

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 통신사업자 인수합병의 역사

구분	신청일	소요기간
SK텔레콤-신세기통신 인수합병	1999년 12월 23일	751일 (공정위 기업결합심사 145일 + SK텔레콤 합병신청 준비 500일 + 정통부 합병심사 105일)
SK텔레콤-하나로 인수	2007년 12월 17일	65일 (공정위 기업결합심사 60일 + 정통부 최종 승인 5일)
KT-KTF합병	2009년 01월 21일	56일 (공정위 기업결합심사 35일 + 방통위 최종 승인 21일)
LG텔레콤, LG데이콤, LG파워콤 합병	2009년 10월 16일	59일 (공정위 기업결합심사 47일 + 방통위 최종 승인 12일)
SK텔레콤-CJ헬로비전 인수합병	2015년 12월 01일	217일 (공정위 기업결합심사 217일. 불허 결정 이후 중결)

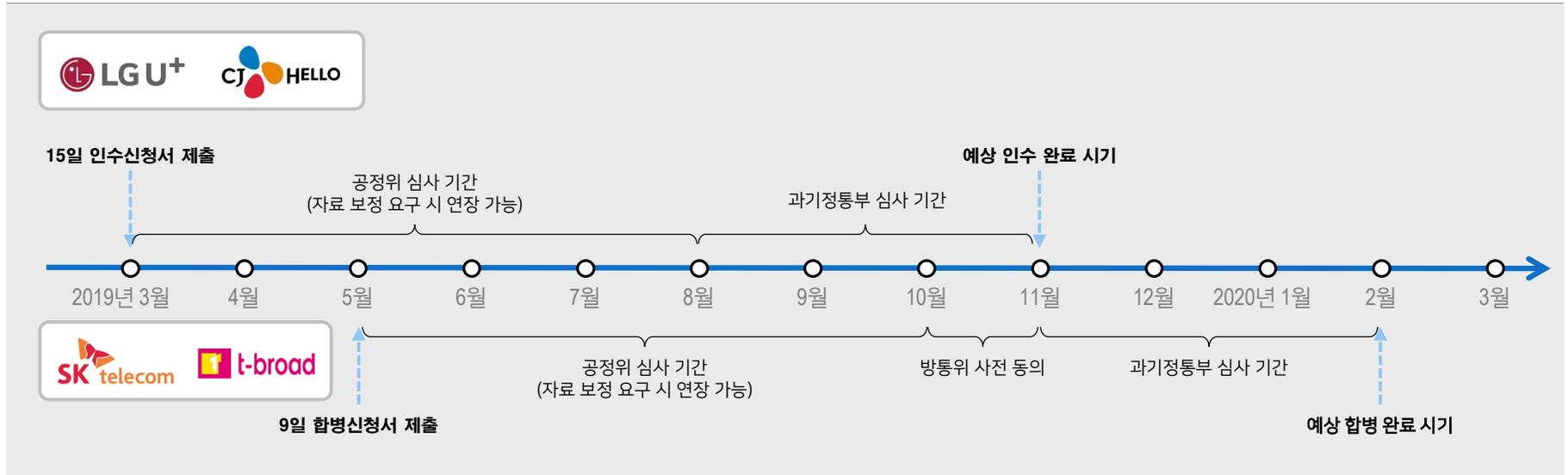
자료: 전자신문, 메리츠증권증권 리서치센터

# [IPTV] 유료방송 M&A 추진 일정

## 현재 진행 중인 유료방송 M&A 2019년 말 or 2020년 초 결론

- LG유플러스는 지난 3월 15일 CJ헬로 인수 신청서 제출  
SK텔레콤- 태광산업, 지난 5월 9일 SK브로드밴드와 티브로드의 합병신청서 제출
- 공정거래위원회(최장 120일), 과학기술정보통신부(최장 90일)의 심사 기간과  
방송통신위원회의 사전 동의 기간 감안 시, 2019년 말 혹은 2020년 초 결론 도출 예상
- 참고로, 2015년 12월 시작된 SK텔레콤-CJ헬로 인수합병은 결론까지 약 7개월 소요

## 유료방송 기업 인수합병심사 예상 일정



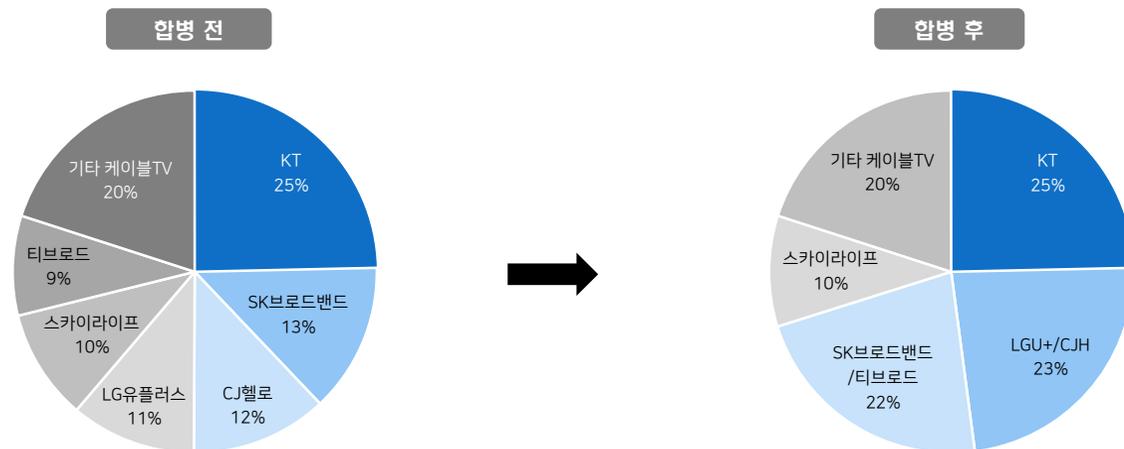
자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

# [IPTV] 유료방송 시장 재편 영향

## 유료방송 M&A 후 IPTV 사업자 위주로 시장 재편

- 3Q18 기준 유료방송 시장 점유율은 KT 1위(25%), SK브로드밴드 2위(13%), CJ헬로 3위(12%) 순
- SK브로드밴드&티브로드, LG유플러스&CJ헬로 인수합병 승인 시 유료방송 시장 점유율은 KT 25%, LG유플러스 계열 23%, SK브로드밴드 계열 22% 순으로 재편
- 딜라이브 역시 KT에게 매각될 가능성이 높다고 판단하며, 2개의 MSO 사업자만 남은 국내 케이블TV 시장은 IPTV 사업자 중심으로 순차적으로 재편

### 유료방송 시장 재편 전/후 시장 점유율 변화



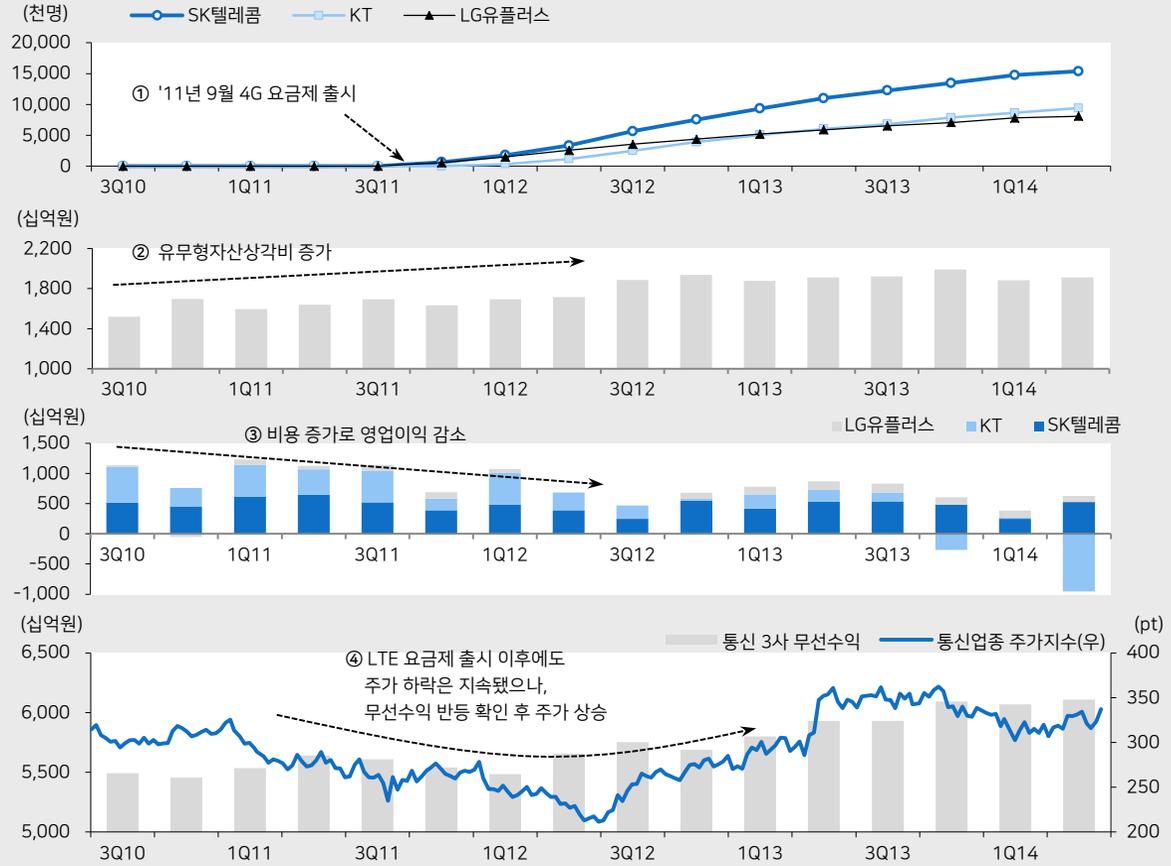
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 세대별 투자에 따른 주가 변화 - 4G

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 국내 4G LTE 구축에 따른 주요 지표 및 주가 변화

- LTE 가입자수** 빠르게 진행된 LTE 구축  
 '11년 7월 4G 상용화  
 '11년 9월 4G 스마트폰  
 4G 요금제 출시  
 '12년 3월 전국망 구축
- 유무형자산상각비** 통신 3사 CAPEX 확대에 따른  
 유무형감가상각비 '11~'14년  
 꾸준히 증가
- 영업이익(별도)** 유무선 마케팅비용과 설비 투자  
 확대에 따른 감가상각비  
 증가로 수익성 하락
- 무선수익 & 주가** 요금 인하 정책 + 3G → 4G  
 전환으로 '12년 상반기까지  
 무선수익 및 주가 하락 지속.  
 무선수익 반등이 확인된  
 3Q12 이후 주가 상승세 지속



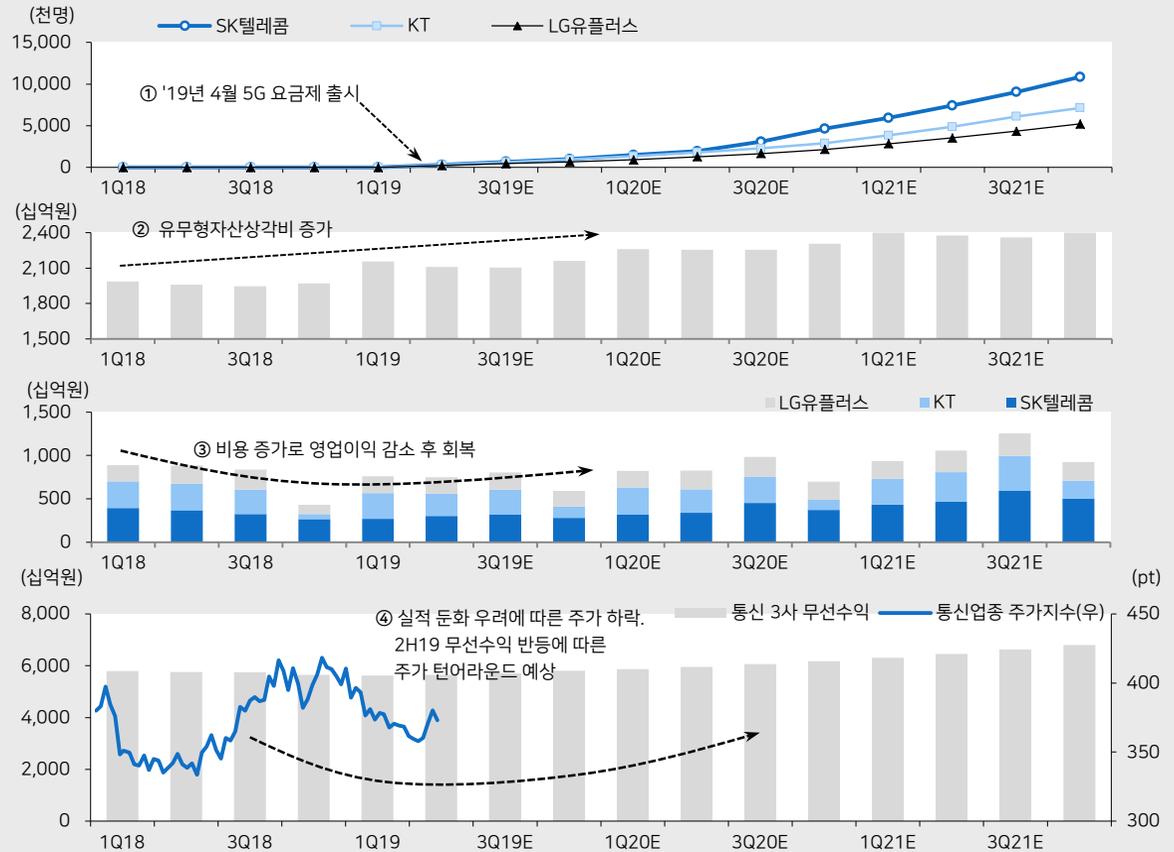
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 세대별 투자에 따른 주가 변화 - 5G

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 국내 5G 구축에 따른 주요 지표 및 주가 변화

- 5G 가입자수**  
 5G 상용화 일정  
 '18년 6월 5G 주파수 경매  
 '19년 4월 상용화  
 '19년 4월 5G 단말기 출시  
 5G 요금제 출시
- 유무형자산상각비**  
 통신 3사 CAPEX 확대와  
 5G 주파수 할당으로  
 감가상각비 '19~'21년 증가 예상
- 영업이익(별도)**  
 광고선전비 및 판매수수료 증가  
 설비 투자 확대로 수익성 둔화
- 무선수익 & 주가**  
 5G 가입자 유입 효과보다는  
 선택약정할인 가입자 비중  
 확대에 의한 매출 할인 둔화로  
 무선수익 반등 기대.  
 3Q19부터 무선수익 반등에  
 따른 주가 턴어라운드 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK텔레콤 (017670)	Buy	340,000원
LG유플러스 (032640)	Buy	18,000원
KT (030200)	Buy	36,000원

## Buy

적정주가(12개월)	340,000원	
현재주가 (5월 22일)	253,000원	
상승여력	34.4%	
KOSPI	2,064.86pt	
시가총액	204,287억원	
발행주식수	8,075만주	
유동주식비율	62.23%	
외국인비중	40.75%	
52주 최고/최저가	289,500원/222,000원	
평균거래대금	457.3억원	
<b>주요주주(%)</b>		
SK 외 3인	26.78	
국민연금	10.02	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	3.5	11.1
6개월	-11.7	-11.5
12개월	13.7	35.8
<b>주가그래프</b>		



### 이가 없으면 잇몸으로, 본업이 안 좋으면 자회사로

- 2Q19 연결 매출액과 영업이익은 각각 4.38조원(+5.5% YoY), 3,632억원(+4.7% YoY) 전망
- 선택약정할인 가입자 증가 영향이 지속되는 가운데 ADT캡스 편입 및 11번가 실적 개선 효과 반영
- 2Q19 5G 가입자는 약 30만명(보급률 1%)을 예상하며, 무선 ARPU는 전 분기 대비 -1% 하락 전망

### 2019년 연결 영업이익 1조 3,797억원(+14.8% YoY) 전망

- 매출 할인 영향 지속으로 2019년 별도 영업이익은 전년 대비 -8.5% 감소한 1조 1,970억원 전망
- 부진한 본사와 달리 주요 연결 자회사들의 2019년 실적은 모두 전년 대비 개선될 전망  
- SK브로드밴드(+77억원 YoY), 11번가(+767억원), ADT캡스(+817억원), 기타 자회사(+1,010억원)
- 자회사 실적 개선에 힘입어 2019년 연결 영업이익 1조 3,797억원(+14.8% YoY) 전망

### 5G 서비스 출시 효과가 본격적으로 반영되는 2020년을 기대

- 2H19 무선 ARPU의 구조적인 반등이 예상되며, 이는 실적 개선 및 주가 상승의 신호탄이 될 것
- 2020년 5G 가입자수는 463만명(보급률 14.5%), 연결 및 별도 영업이익은 전년 대비 +10.0%, +5.7% 개선
- 투자의견 Buy, 적정주가 340,000원을 유지하며, 업종 Top Pick으로 제시

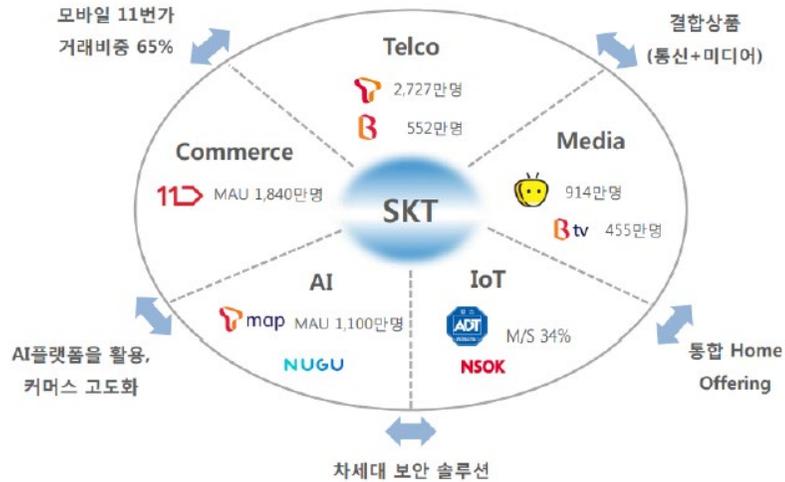
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	17,520.0	1,536.6	2,599.8	32,198	60.1	220,967	8.3	1.2	5.7	15.4	85.4
2018	16,874.0	1,201.8	3,127.9	38,738	17.9	278,291	7.0	1.0	6.5	15.5	89.6
2019E	17,717.6	1,379.7	1,591.7	19,713	-43.1	288,658	13.0	0.9	5.6	7.0	84.2
2020E	18,650.5	1,517.5	1,786.4	22,124	12.2	300,992	11.6	0.9	5.2	7.5	81.9
2021E	20,003.7	1,685.8	1,916.4	23,733	7.3	314,044	10.8	0.8	4.7	7.7	80.4

# SK텔레콤 - 든든한 자회사가 버팀목

## 기존 비통신 사업 외에도 미디어/콘텐츠 사업 역량 강화

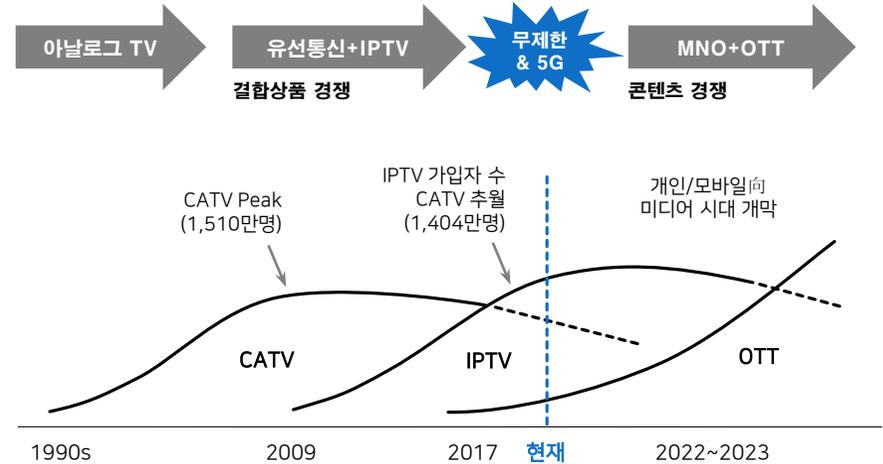
- SK텔레콤은 박정호 사장 부임 후 종합 ICT 회사로의 전환을 위해 비통신 사업 영역을 확장
- ADT캡스+SK인포섹 구조의 융합보안회사 구축, 11번가 흑자전환, SK브로드밴드 실적 개선 등 최근 유의미한 성과들이 나타나기 시작
- 최근에는 옥수수(oksusu)와 푹(pooq) 합병법인을 통해 국내외 OTT 시장 경쟁력 강화에 집중

## SK텔레콤 추구하는 종합 ICT 회사 비전



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 미디어 트렌드 변화



자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

# SK텔레콤\_ SK브로드밴드 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## SK브로드밴드, 향후 5년간 연평균 6.0% 성장 전망

- 2018년 SK브로드밴드 매출액 및 영업이익은 3.26조원(+6.7% YoY), 1,795억원(+42.1% YoY) 기록
- 1Q19 일회성 비용으로 수익성은 다소 부진했으나, 매출액 8,170억원(+8.8% YoY)으로 외형 성장 지속
- 10기가인터넷 보급과 IPTV 경쟁력을 바탕으로 연평균 6.0%(‘19~’23년) 성장 가능

## SK브로드밴드 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>750.7</b>	<b>785.5</b>	<b>820.2</b>	<b>901.2</b>	<b>817.0</b>	<b>842.0</b>	<b>879.6</b>	<b>924.4</b>	<b>3,257.6</b>	<b>3,463.0</b>	<b>3,704.7</b>
% YoY	3.8%	7.6%	7.9%	7.2%	8.8%	7.2%	7.2%	2.6%	6.7%	6.3%	7.0%
초고속인터넷	201.4	202.3	202.7	202.9	192.7	193.3	193.8	194.8	809.3	774.6	789.7
IPTV	282.8	305.8	318.8	370.7	352.8	367.4	381.7	396.6	1,278.1	1,498.5	1,708.3
집전화	17.6	16.3	15.4	14.9	14.4	14.4	13.8	13.6	64.2	56.2	53.5
기업전화	244.0	247.9	254.4	261.3	249.6	253.4	260.5	267.0	1,007.6	1,030.4	1,047.5
기타판매	4.8	13.2	28.9	51.4	7.5	13.6	29.8	52.4	98.3	103.3	105.9
<b>영업비용</b>	<b>728.6</b>	<b>751.2</b>	<b>778.0</b>	<b>820.3</b>	<b>803.2</b>	<b>792.6</b>	<b>824.8</b>	<b>855.2</b>	<b>3,078.1</b>	<b>3,275.9</b>	<b>3,502.9</b>
% YoY	4.8%	7.6%	6.5%	2.2%	10.2%	5.5%	6.0%	4.3%	5.2%	6.4%	6.9%
인건비	108.3	83.4	92.3	96.2	112.6	96.6	102.7	104.5	380.2	416.4	457.9
마케팅비용	81.8	83.7	95.7	84.3	90.7	90.0	94.2	91.9	345.4	366.8	387.9
지급수수료	193.3	229.8	222.0	249.9	223.1	234.4	241.8	255.0	895.0	954.3	1,021.7
접속료	45.4	44.5	42.9	40.7	40.3	42.8	43.5	45.0	173.6	171.6	183.2
통신설비사용료	50.1	49.9	53.6	55.3	58.1	55.0	57.9	60.9	208.9	231.9	245.9
기타	96.7	105.4	113.0	127.4	109.7	117.6	124.0	131.1	442.5	482.5	519.5
감가상각비	153.0	154.6	158.3	166.5	168.7	156.2	160.8	166.8	632.4	652.5	686.7
<b>영업이익</b>	<b>22.1</b>	<b>34.3</b>	<b>42.2</b>	<b>80.9</b>	<b>13.8</b>	<b>49.4</b>	<b>54.8</b>	<b>69.1</b>	<b>179.5</b>	<b>187.2</b>	<b>201.8</b>
% YoY	-19.3%	8.5%	41.6%	115.7%	-37.6%	44.2%	29.8%	-14.5%	42.1%	4.3%	7.8%
영업이익률	2.9%	4.4%	5.1%	9.0%	1.7%	5.9%	6.2%	7.5%	5.5%	5.4%	5.4%
<b>주요지표 (천명)</b>											
초고속인터넷 가입자수	5,277	5,318	5,368	5,405	5,458	5,493	5,545	5,579	5,405	5,579	5,746
IPTV 가입자수	4,464	4,554	4,659	4,729	4,848	4,945	5,044	5,145	4,729	5,145	5,461
모바일TV 가입자수	8,875	9,135	9,500	9,880	10,276	10,584	10,901	11,228	9,880	11,228	12,154

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

# SK텔레콤\_ 11번가, 기다리던 흑자전환

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 11번가, 1Q19 첫 영업흑자

- 1Q19 11번가는 매출액 1,569억원(-5.5% YoY), 영업이익 43억원(흑자전환 YoY) 기록
- 수익성 위주의 사업 전략이 지속되며 2019년 연간 영업이익 89억원(흑자전환 YoY) 전망

## 11번가 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>주요 가정</b>											
<b>오픈마켓 거래액 (조원)</b>	<b>6.4</b>	<b>6.6</b>	<b>6.9</b>	<b>7.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.3</b>	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>	<b>27.1</b>	<b>29.8</b>	<b>32.5</b>
(% YoY)	16.0	16.0	16.0	16.0	10.0	10.0	10.0	10.0	16.0	10.0	9.0
G마켓	2.4	2.5	2.6	2.7	2.6	2.7	2.8	2.9	10.1	11.1	12.0
옥션	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	6.6	7.2	7.8
11번가	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	9.6	10.6	11.7
인터파크	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8	0.9
<b>점유율</b>											
G마켓	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.5%	37.3%	37.1%
옥션	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.4%	24.2%	24.0%
11번가	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%	35.3%	35.7%	36.1%
인터파크	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
<b>매출액</b>	<b>166.1</b>	<b>170.7</b>	<b>161.3</b>	<b>176.3</b>	<b>156.9</b>	<b>163.0</b>	<b>170.6</b>	<b>179.1</b>	<b>674.4</b>	<b>669.5</b>	<b>736.7</b>
% YoY	6.3	-0.6	-10.1	0.1	-5.5	-4.5	5.8	1.6	-1.4	-0.7	10.0
판매수수료	99.9	105.4	102.4	105.4	106.1	109.7	114.4	117.8	413.0	447.9	494.9
(% YoY)	12.0	14.3	6.4	6.2	6.2	4.1	11.8	11.8	9.6	8.5	10.5
판매수수료 비율	4.4%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.7%	4.7%	4.7%
광고매출액	39.7	42.6	43.8	45.9	42.1	44.4	48.9	51.3	172.0	186.7	206.3
부가서비스 매출액	26.6	22.7	15.1	25.1	8.7	9.0	7.2	10.0	89.5	34.9	35.6
<b>영업비용</b>	<b>184.1</b>	<b>183.7</b>	<b>180.4</b>	<b>194.0</b>	<b>152.6</b>	<b>162.4</b>	<b>166.9</b>	<b>178.8</b>	<b>727.7</b>	<b>662.2</b>	<b>706.5</b>
% YoY	-7.5	-10.8	-13.8	-13.5	-17.1	-11.6	-7.5	-7.9	-15.0	-9.0	6.7
매출원가	80.7	83.0	78.4	85.7	70.0	72.7	76.1	79.9	327.8	298.6	313.8
매출원가율	48.6%	48.6%	48.6%	48.6%	44.6%	44.6%	44.6%	44.6%	48.6%	44.6%	42.6%
판관비	103.4	100.7	102.0	108.3	85.1	89.7	90.8	98.9	399.9	363.6	392.7
판관비율	62.2%	59.0%	63.2%	65.2%	54.2%	55.0%	53.2%	55.2%	59.3%	54.3%	53.3%
<b>영업이익</b>	<b>-18.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>-19.1</b>	<b>-17.7</b>	<b>4.3</b>	<b>0.6</b>	<b>3.7</b>	<b>0.3</b>	<b>-67.8</b>	<b>8.9</b>	<b>22.8</b>
% YoY	-57.9	-62.0	-35.9	-63.1	-123.9	-104.8	-119.3	-101.6	-56.2	-113.1	156.8

자료: SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

# SK텔레콤\_ADTKaps 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## ADTKaps, SK텔레콤 유통망을 활용한 공격적인 사업 전개

- ADTKaps 2018년 별도 매출액 6,135억원(+5.9% YoY), 영업이익 959억원(-30.2% YoY, OPM 15.6%) 기록
- SK텔레콤 유통망을 활용한 공격적 사업 전개로 2019년 별도 영업이익 1,288억원(+34.2% YoY) 전망

## ADTKaps 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주요 가정</b>												
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
<b>점유율</b>												
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%
<b>매출액</b>	<b>412.2</b>	<b>444.5</b>	<b>478.9</b>	<b>508.1</b>	<b>546.5</b>	<b>574.2</b>	<b>579.5</b>	<b>613.5</b>	<b>677.7</b>	<b>756.4</b>	<b>844.8</b>	<b>933.0</b>
% YoY	10.7	7.8	7.7	6.1	7.6	5.1	0.9	5.9	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	7.0	8.5	9.0	9.5	8.8
ARPU (원)	82,072	83,023	84,075	84,022	85,768	85,902	84,715	83,818	85,326	87,374	89,122	90,459
% YoY	3.7	1.2	1.3	-0.1	2.1	0.2	-1.4	-1.1	1.8	2.4	2.0	1.5
<b>영업비용</b>	<b>343.9</b>	<b>368.6</b>	<b>404.7</b>	<b>462.8</b>	<b>431.1</b>	<b>444.0</b>	<b>442.1</b>	<b>517.6</b>	<b>548.9</b>	<b>608.9</b>	<b>677.5</b>	<b>745.4</b>
% YoY	7.5	7.2	9.8	14.4	-6.9	3.0	-0.4	17.1	6.1	10.9	11.3	10.0
매출원가	296.7	317.5	342.1	301.8	310.8	323.2	316.3	364.9	391.7	435.7	485.8	535.5
매출원가율	72.0%	71.4%	71.4%	59.4%	56.9%	56.3%	54.6%	59.5%	57.8%	57.6%	57.5%	57.4%
판관비	47.2	51.1	62.6	161.1	120.3	120.8	125.8	152.7	157.2	173.2	191.8	209.9
판관비율	11.5%	11.5%	13.1%	31.7%	22.0%	21.0%	21.7%	24.9%	23.2%	22.9%	22.7%	22.5%
<b>영업이익</b>	<b>68.3</b>	<b>76.0</b>	<b>74.2</b>	<b>45.2</b>	<b>115.4</b>	<b>130.2</b>	<b>137.4</b>	<b>95.9</b>	<b>128.8</b>	<b>147.5</b>	<b>167.3</b>	<b>187.5</b>
% YoY	30.8	11.2	-2.3	-39.0	155.2	12.8	5.5	-30.2	34.2	14.6	13.4	12.1
영업이익률 (%)	16.6	17.1	15.5	8.9	21.1	22.7	23.7	15.6	19.0	19.5	19.8	20.1

자료: ADTKaps, SK텔레콤, 메리츠증권증권 리서치센터

# SK텔레콤 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>4,181.5</b>	<b>4,154.3</b>	<b>4,186.4</b>	<b>4,351.7</b>	<b>4,334.9</b>	<b>4,383.5</b>	<b>4,432.4</b>	<b>4,566.8</b>	<b>16,874.0</b>	<b>17,717.6</b>	<b>18,650.5</b>
% YoY	-1.2%	-4.4%	-5.8%	-3.2%	3.7%	5.5%	5.9%	4.9%	-3.7%	5.0%	5.3%
이동전화수익	2,568.9	2,497.7	2,484.6	2,448.6	2,412.7	2,418.9	2,420.7	2,448.5	9,999.8	9,700.8	10,134.4
망접속정산수익	150.9	156.1	155.9	102.5	127.4	132.7	137.2	102.1	565.3	499.3	465.6
신규사업 및 기타	268.8	288.0	285.1	298.6	272.1	301.0	299.4	305.8	1,140.5	1,178.2	1,217.5
기타판매	1,193.0	1,212.5	1,260.8	1,502.0	1,522.7	1,531.0	1,575.2	1,710.4	5,168.3	6,339.2	6,833.0
<b>영업비용</b>	<b>3,856.1</b>	<b>3,807.4</b>	<b>3,882.3</b>	<b>4,126.4</b>	<b>4,012.3</b>	<b>4,020.3</b>	<b>4,074.1</b>	<b>4,231.2</b>	<b>15,672.1</b>	<b>16,337.9</b>	<b>17,133.0</b>
% YoY	0.8%	-2.9%	-4.1%	-1.4%	4.1%	5.6%	4.9%	2.5%	-1.9%	4.2%	4.9%
종업원급여	550.0	535.6	538.5	664.6	691.0	631.8	661.1	691.2	2,288.7	2,675.1	2,802.4
지급/판매수수료	1,262.1	1,216.9	1,266.1	1,257.5	1,273.7	1,262.8	1,257.0	1,283.2	5,002.6	5,076.7	5,187.5
광고선전비	100.1	110.5	119.9	138.0	85.8	126.8	123.6	143.7	468.5	479.9	596.6
감가상각비	823.8	806.7	806.8	846.2	932.1	855.0	849.1	878.9	3,283.5	3,515.1	3,643.3
망접속정산비용	215.0	218.8	212.2	162.4	189.4	200.7	205.3	170.8	808.4	766.2	755.2
전용회선료	41.8	40.4	41.0	34.8	37.5	39.6	39.3	39.5	158.1	156.0	164.1
전파사용료	38.8	36.1	38.6	38.2	33.3	37.7	38.0	38.4	151.7	147.3	156.8
상품매출원가	410.9	399.0	418.3	568.0	377.2	422.5	455.5	561.1	1,796.1	1,816.3	1,969.4
기타영업비용	413.6	443.4	440.9	416.5	392.3	443.6	445.3	424.4	1,714.4	1,705.5	1,857.7
<b>영업이익</b>	<b>325.5</b>	<b>346.9</b>	<b>304.1</b>	<b>225.3</b>	<b>322.6</b>	<b>363.2</b>	<b>358.3</b>	<b>335.6</b>	<b>1,201.9</b>	<b>1,379.7</b>	<b>1,517.5</b>
% YoY	-20.7%	-18.0%	-22.5%	-27.4%	-0.9%	4.7%	17.8%	49.0%	-21.8%	14.8%	10.0%
영업이익률	7.8%	8.4%	7.3%	5.2%	7.4%	8.3%	8.1%	7.3%	7.1%	7.8%	8.1%
법인세차감전순이익	907.0	1,163.0	1,301.9	604.0	467.8	578.6	607.6	586.5	3,975.9	2,240.5	2,515.8
법인세비용	190.4	248.7	252.1	129.5	94.2	119.1	123.8	121.0	820.7	458.1	515.5
<b>당기순이익</b>	<b>716.6</b>	<b>914.3</b>	<b>1,049.8</b>	<b>474.5</b>	<b>373.6</b>	<b>459.5</b>	<b>483.7</b>	<b>465.5</b>	<b>3,155.2</b>	<b>1,782.3</b>	<b>2,000.4</b>
당기순이익률	17.1%	22.0%	25.1%	10.9%	8.6%	10.5%	10.9%	10.2%	18.7%	10.1%	10.7%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	30,349	30,719	30,771	30,882	31,009	31,143	31,252	31,371	30,882	31,371	31,845
LTE 가입자수	23,401	23,993	24,391	24,796	25,186	25,342	25,431	25,507	24,796	25,507	22,868
LTE 침투율	77.1%	78.1%	79.3%	80.3%	81.2%	81.4%	81.4%	81.3%	80.3%	81.3%	71.8%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권권 리서치센터

# SK텔레콤(017670)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>17,520.0</b>	<b>16,874.0</b>	<b>17,717.6</b>	<b>18,650.5</b>	<b>20,003.7</b>
매출액증가율 (%)	2.5	-3.7	5.0	5.3	7.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,520.0	16,874.0	17,717.6	18,650.5	20,003.7
판매관리비	15,983.4	15,672.2	16,337.9	17,133.0	18,317.9
<b>영업이익</b>	<b>1,536.6</b>	<b>1,201.8</b>	<b>1,379.7</b>	<b>1,517.5</b>	<b>1,685.8</b>
영업이익률	8.8	7.1	7.8	8.1	8.4
금융손익	-67.1	-128.8	-122.5	-121.3	-113.5
중속/관계기업손익	2,245.7	3,270.9	1,119.1	1,247.1	1,251.3
기타영업외손익	-312.1	-367.9	-135.8	-127.4	-124.3
세전계속사업이익	3,403.3	3,976.0	2,240.5	2,515.8	2,699.2
법인세비용	745.7	844.0	458.2	515.5	553.3
<b>당기순이익</b>	<b>2,657.6</b>	<b>3,132.0</b>	<b>1,782.4</b>	<b>2,000.4</b>	<b>2,145.9</b>
지배주주지분 순이익	2,599.8	3,127.9	1,591.7	1,786.4	1,916.4

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>6,201.8</b>	<b>7,958.8</b>	<b>8,291.1</b>	<b>8,937.6</b>	<b>10,093.8</b>
현금및현금성자산	1,457.7	1,506.7	1,516.4	1,806.1	2,444.9
매출채권	2,126.0	2,008.6	2,109.1	2,220.1	2,381.2
재고자산	272.4	288.1	302.5	318.4	341.5
비유동자산	27,226.9	34,410.3	34,779.1	35,774.0	36,586.3
유형자산	10,144.9	10,718.4	10,510.3	10,273.0	9,860.8
무형자산	5,502.0	8,452.1	8,452.1	8,552.1	8,552.1
투자자산	10,730.8	13,562.2	14,182.9	15,315.1	16,539.6
<b>자산총계</b>	<b>33,428.7</b>	<b>42,369.1</b>	<b>43,070.3</b>	<b>44,711.6</b>	<b>46,680.1</b>
유동부채	7,109.1	6,847.6	6,365.0	6,610.3	6,989.0
매입채무	351.7	381.3	400.4	421.5	452.0
단기차입금	130.0	80.0	80.0	80.0	80.0
유동성장기부채	1,833.7	1,408.5	658.0	607.0	556.0
비유동부채	8,290.4	13,172.3	13,328.3	13,514.6	13,820.9
사채	5,596.6	6,572.2	6,507.2	6,447.2	6,392.2
장기차입금	211.5	2,015.4	2,007.4	2,000.4	1,994.4
<b>부채총계</b>	<b>15,399.5</b>	<b>20,019.9</b>	<b>19,693.3</b>	<b>20,124.8</b>	<b>20,809.9</b>
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	-234.7	-373.4	-373.4	-373.4	-373.4
이익잉여금	17,836.0	22,144.5	22,981.6	23,977.5	25,031.4
비지배주주지분	187.1	-121.6	69.1	283.0	512.5
<b>자본총계</b>	<b>18,029.2</b>	<b>22,349.3</b>	<b>23,377.0</b>	<b>24,586.8</b>	<b>25,870.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,855.8</b>	<b>4,332.6</b>	<b>5,575.7</b>	<b>5,940.9</b>	<b>6,371.5</b>
당기순이익(손실)	2,657.6	3,132.0	1,782.4	2,000.4	2,145.9
유형자산상각비	3,247.5	3,284.3	3,515.1	3,643.3	3,886.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-261.5	26.0	229.6	253.9	296.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,070.6</b>	<b>-4,047.7</b>	<b>-4,012.3</b>	<b>-4,724.2</b>	<b>-4,812.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,715.9	-2,792.4	-3,307.0	-3,406.0	-3,474.0
투자자산의 감소(증가)	-2,216.7	-2,831.4	-620.7	-1,132.2	-1,224.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-826.6</b>	<b>-238.3</b>	<b>-1,597.5</b>	<b>-927.0</b>	<b>-920.8</b>
차입금의 증감	52.5	2,269.1	-823.5	-118.0	-112.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-47.5	49.0	9.7	289.7	638.8
기초현금	1,505.2	1,457.7	1,506.7	1,516.4	1,806.1
기말현금	1,457.7	1,506.7	1,516.4	1,806.1	2,444.9

## Key Financial Data

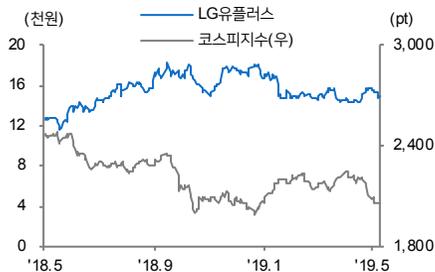
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터 (원)</b>					
SPS	216,978	208,977	219,424	230,978	247,737
EPS(지배주주)	32,198	38,738	19,713	22,124	23,733
CFPS	58,881	58,219	74,526	79,126	84,172
EBITDAPS	59,250	55,558	60,619	63,914	69,006
BPS	220,967	278,291	288,658	300,992	314,044
DPS	10,000	10,000	10,500	11,000	12,000
배당수익률(%)	3.7	3.7	4.1	4.3	4.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.3	7.0	13.0	11.6	10.8
PCR	4.5	4.6	3.4	3.2	3.0
PSR	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDA	4,784.2	4,486.1	4,894.7	5,160.8	5,571.9
EV/EBITDA	5.7	6.5	5.6	5.2	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.4	15.5	7.0	7.5	7.7
EBITDA 이익률	27.3	26.6	27.6	27.7	27.9
부채비율	85.4	89.6	84.2	81.9	80.4
금융비용부담률	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6
이자보상배율(x)	5.1	3.9	4.2	4.8	5.4
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	8.6	8.6	8.7
재고자산회전율(x)	65.8	60.2	60.0	60.1	60.6

# LG유플러스(032640) 5G에서도 가입자 성장은 으뜸

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jjsoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

적정주가(12개월)	18,000원	
현재주가 (5월 22일)	14,950원	
상승여력	20.4%	
KOSPI	2,064.86pt	
시가총액	65,273억원	
발행주식수	43,661만주	
유통주식비율	63.95%	
외국인비중	38.89%	
52주 최고/최저가	18,300원/11,700원	
평균거래대금	290.4억원	
<b>주요주주(%)</b>		
LG 외 1인	36.05	
국민연금	9.95	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	3.8	11.5
6개월	-7.1	-6.9
12개월	17.3	40.0
<b>주가그래프</b>		



### 초기 5G 가입자 안정적으로 유입

- 5G 초기 가입자 시장에서 LG유플러스는 약 30% 수준의 점유율로 가입자를 안정적으로 모집
- 1Q19 시장 예상을 상회하는 실적은 5G 투자 설비 자산화 지연 등의 이슈가 실적에 긍정적으로 작용
- 5G 투자 관련 비용의 본격적인 반영이 예상되는 2Q19 영업이익은 1,904억원(-9.8% YoY) 전망

### 2019년 연결 영업이익 7,626억원(+4.3% YoY) 전망

- 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 12.52조원(+3.3% YoY), 7,626억원(+4.3% YoY) 전망
- 2019년 말 기준 5G 예상 가입자는 66만명으로 보급률 4.3% 예상
- 선택약정할인 누적 가입자 증가와 5G 유입 효과로 무선 ARPU는 2Q19부터 구조적인 반등이 가능

### 투자의견 Buy, 적정주가 18,000원 유지

- 214만 5G 가입자를 예상하는 2020년에는 영업이익 8,491억원(+11.3% YoY)으로 높은 이익 성장 가능
- 동사의 무선 네트워크 인프라에서 10% 미만을 차지하는 화웨이 비중과 장비 수급 여력 등을 감안할 때, 최근 화웨이 이슈로 인한 주가 하락은 과도하는 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	12,279.4	826.3	547.2	1,253	11.0	11,985	11.2	1.2	3.6	10.9	128.1
2018	12,125.1	731.0	481.6	1,103	-12.0	15,696	16.0	1.1	4.3	8.0	103.4
2019E	12,523.2	762.6	529.7	1,213	10.0	16,480	12.4	0.9	2.9	7.5	97.2
2020E	13,132.7	849.1	613.7	1,406	15.9	17,435	10.7	0.9	2.6	8.3	91.0
2021E	13,834.2	929.2	695.5	1,593	13.3	18,528	9.5	0.8	2.2	8.9	86.9

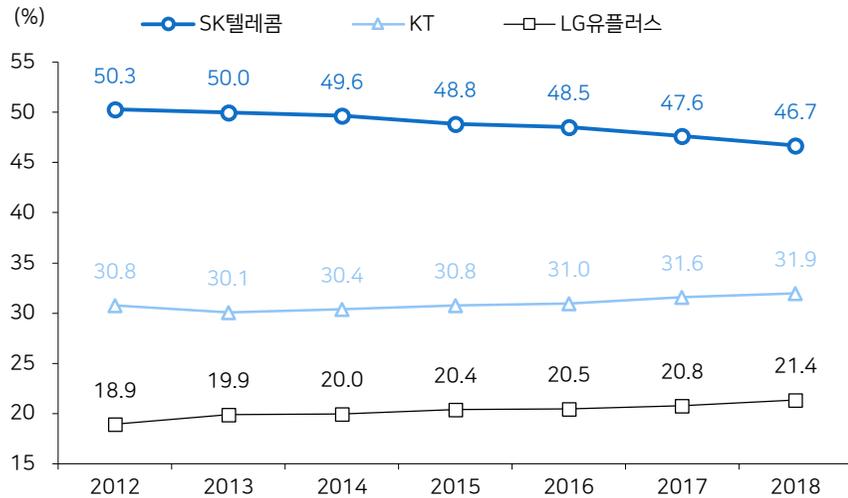
# LG유플러스 - 5G에서도 가입자 성장은 으뜸

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

## 5G 시대 가입자 성장은 지속

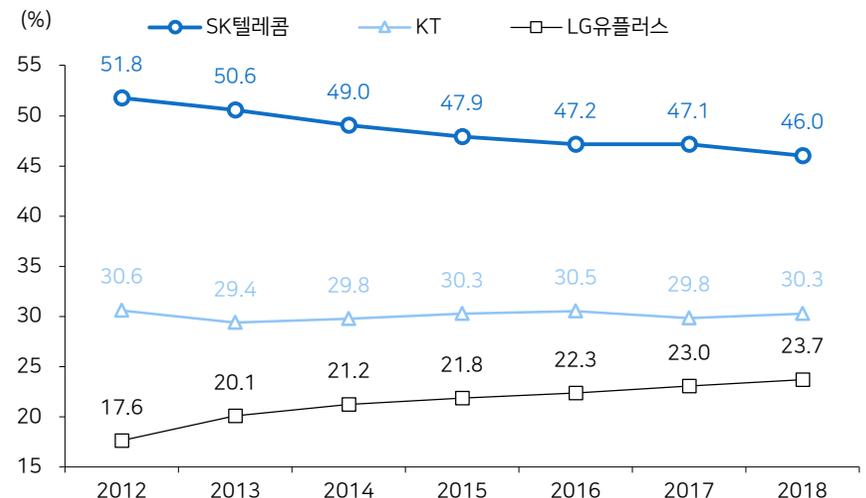
- 5G 초기 가입자 시장에서 동사는 약 30%에 가까운 점유율로 가입자 유치
- 네트워크 품질의 차별성이 사라진 만큼 5G 시대에도 점진적인 가입자 성장이 가능할 전망
- 고ARPU 요금제 가입자 비중이 높은 만큼 매출 점유율 측면에서도 지속적인 성장이 가능

통신 3사 무선 가입자 점유율 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

통신 3사 무선 매출액 점유율 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

# LG유플러스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>2,979.9</b>	<b>2,980.7</b>	<b>2,991.8</b>	<b>3,172.5</b>	<b>3,020.3</b>	<b>3,082.5</b>	<b>3,090.3</b>	<b>3,330.0</b>	<b>12,125.0</b>	<b>12,523.1</b>	<b>13,132.7</b>
% YoY	3.4%	-1.0%	-2.2%	-4.7%	1.4%	3.4%	3.3%	5.0%	-1.3%	3.3%	4.9%
무선수익	1,334.6	1,341.3	1,350.8	1,411.5	1,344.7	1,367.9	1,397.0	1,477.1	5,438.2	5,586.6	6,075.0
유선수익	440.7	444.6	483.1	477.2	497.9	510.1	526.4	534.8	1,845.6	2,069.2	2,252.9
단말수익	709.9	637.6	666.2	766.9	706.0	695.2	681.9	819.0	2,780.5	2,902.1	2,846.6
임대수익	5.7	5.7	5.7	6.1	5.5	5.8	5.8	5.8	23.3	22.8	23.0
<b>영업비용</b>	<b>2,792.3</b>	<b>2,769.7</b>	<b>2,763.7</b>	<b>3,068.4</b>	<b>2,825.7</b>	<b>2,892.1</b>	<b>2,890.4</b>	<b>3,152.3</b>	<b>11,394.1</b>	<b>11,760.6</b>	<b>12,283.6</b>
% YoY	4.2%	-1.1%	-2.9%	-1.9%	1.2%	4.4%	4.6%	2.7%	-0.5%	3.2%	4.4%
인건비	265.5	247.4	276.3	307.3	305.3	310.0	306.4	324.4	1,096.5	1,246.1	1,323.0
감가상각비	356.4	355.9	353.8	362.5	418.4	360.9	359.4	376.1	1,428.6	1,514.9	1,575.0
지급수수료	365.1	372.3	371.3	400.9	364.6	379.8	387.1	405.1	1,509.6	1,536.6	1,649.0
판매수수료	420.5	420.5	420.3	440.6	427.4	449.1	468.7	471.9	1,701.9	1,817.1	1,951.2
상품구입비	741.7	711.7	703.7	845.4	733.3	749.3	723.3	846.6	3,002.4	3,052.6	3,001.7
<b>영업이익</b>	<b>187.7</b>	<b>211.1</b>	<b>228.1</b>	<b>104.1</b>	<b>194.6</b>	<b>190.4</b>	<b>199.9</b>	<b>177.7</b>	<b>730.9</b>	<b>762.6</b>	<b>849.1</b>
% YoY	-7.5%	1.4%	6.5%	-48.3%	3.7%	-9.8%	-12.4%	70.7%	-11.5%	4.3%	11.3%
영업이익률	6.3%	7.1%	7.6%	3.3%	6.4%	6.2%	6.5%	5.3%	6.0%	6.1%	6.5%
법인세차감전순이익	162.0	189.0	207.9	89.4	175.6	169.9	181.4	161.0	648.3	687.9	792.6
법인세비용	46.5	52.0	54.1	14.1	43.0	39.8	40.7	34.7	166.6	158.2	178.9
<b>당기순이익</b>	<b>115.5</b>	<b>137.1</b>	<b>153.8</b>	<b>75.3</b>	<b>132.6</b>	<b>130.1</b>	<b>140.7</b>	<b>126.3</b>	<b>481.6</b>	<b>529.7</b>	<b>613.7</b>
당기순이익률	3.9%	4.6%	5.1%	2.4%	4.4%	4.2%	4.6%	3.8%	4.0%	4.2%	4.7%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	13,410	13,678	13,971	14,128	14,398	14,632	14,860	15,066	14,128	15,066	15,831
LTE 가입자수	12,439	12,789	13,113	13,336	13,684	13,752	13,794	13,835	13,336	13,835	13,275
LTE 침투율	92.8%	93.5%	93.9%	94.4%	95.0%	94.0%	92.8%	91.8%	94.4%	91.8%	83.9%

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

# LG유플러스(032640)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>12,279.4</b>	<b>12,125.1</b>	<b>12,523.2</b>	<b>13,132.7</b>	<b>13,834.2</b>
매출액증가율 (%)	7.2	-1.3	3.3	4.9	5.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12,279.4	12,125.1	12,523.2	13,132.7	13,834.2
판매관리비	11,453.1	11,394.1	11,760.6	12,283.6	12,905.1
<b>영업이익</b>	<b>826.3</b>	<b>731.0</b>	<b>762.6</b>	<b>849.1</b>	<b>929.2</b>
영업이익률	6.7	6.0	6.1	6.5	6.7
금융손익	-113.0	-92.5	-73.8	-57.8	-53.8
중속/관계기업손익	-0.9	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-45.6	9.7	-0.8	1.4	1.8
세전계속사업이익	666.8	648.3	687.9	792.6	877.2
법인세비용	119.7	166.7	158.2	178.9	181.8
<b>당기순이익</b>	<b>547.1</b>	<b>481.6</b>	<b>529.7</b>	<b>613.7</b>	<b>695.4</b>
지배주주지분 순이익	547.2	481.6	529.7	613.7	695.5

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>3,073.0</b>	<b>4,247.2</b>	<b>4,643.0</b>	<b>4,853.4</b>	<b>5,528.6</b>
현금및현금성자산	449.9	378.6	647.4	663.2	1,114.6
매출채권	1,938.2	1,712.0	1,768.2	1,854.2	1,953.3
재고자산	334.5	455.1	470.1	493.0	519.3
비유동자산	8,862.5	9,692.7	9,549.6	9,684.0	9,587.8
유형자산	6,527.0	6,465.8	6,990.4	7,303.7	7,411.7
무형자산	957.3	1,705.7	1,595.2	1,413.5	1,206.1
투자자산	79.0	89.1	57.9	60.7	64.0
<b>자산총계</b>	<b>11,935.5</b>	<b>13,940.0</b>	<b>14,192.6</b>	<b>14,537.4</b>	<b>15,116.4</b>
유동부채	3,664.6	3,833.0	3,875.1	3,823.8	3,930.6
매입채무	515.6	333.6	325.0	340.8	359.0
단기차입금	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	866.0	884.8	850.0	652.0	589.9
비유동부채	3,037.9	3,253.6	3,122.3	3,101.1	3,096.2
사채	2,035.6	1,726.3	1,696.3	1,665.9	1,637.9
장기차입금	425.0	350.0	210.0	160.0	115.0
<b>부채총계</b>	<b>6,702.5</b>	<b>7,086.6</b>	<b>6,997.3</b>	<b>6,924.9</b>	<b>7,026.8</b>
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	1.4	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8
이익잉여금	1,820.6	3,447.2	3,789.1	4,206.3	4,683.5
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,233.0</b>	<b>6,853.4</b>	<b>7,195.3</b>	<b>7,612.5</b>	<b>8,089.6</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,279.4</b>	<b>2,069.4</b>	<b>2,743.2</b>	<b>3,018.3</b>	<b>3,220.3</b>
당기순이익(손실)	547.1	481.6	529.7	613.7	695.4
유형자산상각비	1,444.1	1,428.6	1,875.3	1,986.7	2,092.0
무형자산상각비	244.9	243.3	360.5	411.7	437.5
운전자본의 증감	-159.7	-1,901.3	-22.3	6.2	-4.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,358.3</b>	<b>-1,593.6</b>	<b>-2,095.0</b>	<b>-2,536.3</b>	<b>-2,437.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,182.6	-1,221.0	-2,400.0	-2,300.0	-2,200.0
투자자산의 감소(증가)	-31.5	-10.0	31.2	-2.8	-3.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-788.5</b>	<b>-546.9</b>	<b>-379.5</b>	<b>-466.1</b>	<b>-331.6</b>
차입금의 증감	-637.6	-370.5	-204.8	-278.4	-135.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	132.6	-71.3	268.7	15.9	451.4
기초현금	317.3	449.9	378.6	647.4	663.2
기말현금	449.9	378.6	647.4	663.2	1,114.6

## Key Financial Data

(원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터 (원)</b>					
SPS	28,124	27,771	28,683	30,079	31,686
EPS(지배주주)	1,253	1,103	1,213	1,406	1,593
CFPS	6,140	9,632	6,811	7,382	7,822
EBITDAPS	5,761	5,503	6,867	7,438	7,922
BPS	11,985	15,696	16,480	17,435	18,528
DPS	400	400	430	450	500
배당수익률(%)	2.9	2.3	2.8	3.0	3.3

Valuation(Multiple)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PER	11.2	16.0	12.4	10.7	9.5
PCR	2.3	1.8	2.2	2.0	1.9
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDA	2,515.3	2,402.8	2,998.4	3,247.5	3,458.7
EV/EBITDA	3.6	4.3	2.9	2.6	2.2

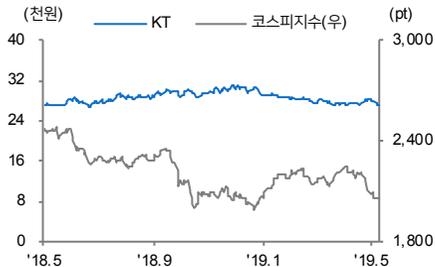
Key Financial Ratio(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자기자본이익률(ROE)	10.9	8.0	7.5	8.3	8.9
EBITDA 이익률	20.5	19.8	23.9	24.7	25.0
부채비율	128.1	103.4	97.2	91.0	86.9
금융비용부담률	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	7.1	7.2	8.3	10.1	11.9
매출채권회전율(x)	7.0	6.6	7.2	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	41.2	30.7	27.1	27.3	27.3

## Buy

적정주가(12개월)	36,000원
현재주가 (5월 22일)	27,250원
상승여력	32.1%
KOSPI	2,064.86pt
시가총액	71,153억원
발행주식수	26,111만주
유동주식비율	81.48%
외국인비중	49.00%
52주 최고/최저가	31,150원/26,900원
평균거래대금	182.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
국민연금	11.94

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.9	6.4
6개월	-10.8	-10.6
12개월	-0.4	19.0

### 주가그래프



### 1Q19 시장 예상을 상회하는 호실적 기록

- 1Q19 연결 영업이익 4,021억원(+1.3% YoY)으로 시장 컨센서스(3,579억원)를 크게 상회
- '데이터 ON' 요금제 등 우량 고객 중심으로 핸드셋 가입자를 유치하며 질적 성장 지속
- 5G 초기 가입자 시장에서 절반에 가까운 시장점유율을 기록하며 기대감 상승

### 2019년 연결 영업이익 1조 2,744억원(+1.0% YoY) 전망

- 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 22.56조원(+1.6% YoY), 1.27조원(+1.0% YoY) 전망
- 5G 가입자 증가에 따른 무선 ARPU 상승으로 무선수익의 반등이 예상되나, 기대를 모았던 부동산 사업에서 일부 프로젝트가 지연되며 전년 수준의 연결 영업이익 전망

### 투자의견 Buy, 적정주가 36,000원 유지

- 유료방송 합산규제 일몰 시 유료방송 시장 내 공격적인 프로모션 및 M&A를 통한 점유율 확대 예상
- 5월 29일 MSCI지수에서 편출 적용됨에 따라 단기 수급 이슈가 존재하나 주가에 미치는 영향은 제한적
- 꾸준한 DPS 상향 등 주주가치 환원으로 배당수익률 관점에서 주가는 바닥을 확인

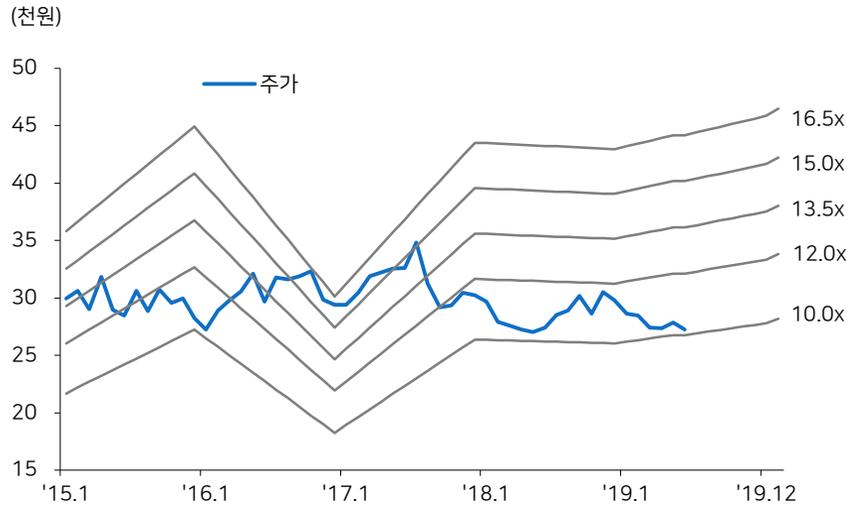
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	23,387.3	1,375.3	476.7	1,826	-29.6	45,264	16.6	0.7	2.7	4.1	125.1
2018	23,460.1	1,261.5	688.5	2,637	35.8	50,563	11.3	0.6	2.9	5.5	118.5
2019E	23,830.0	1,274.4	700.7	2,684	5.6	52,214	10.3	0.5	2.5	5.2	114.7
2020E	24,477.7	1,367.4	727.1	2,785	4.6	53,966	9.9	0.5	2.3	5.2	110.9
2021E	25,373.4	1,546.1	843.8	3,232	15.4	56,165	8.6	0.5	2.1	5.9	106.0

# KT - 더 싸질 수 없는 밸류에이션

단기 수급 이슈에도 주가에 미치는 영향은 제한적

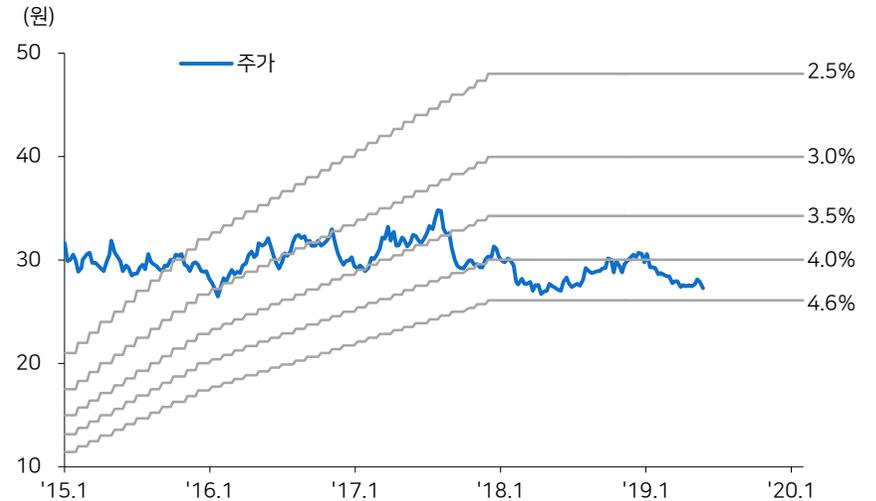
- 5월 29일 MSCI지수에서 편출 적용될 예정이나, 주가에 미치는 영향은 제한적이라는 판단
- PER과 배당수익률 관점에서 바라본 KT의 밸류에이션은 역사적 저점 수준

KT PER 밴드차트



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

KT 배당수익률 밴드차트



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

# KT 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 4  
통신서비스\_ 5G로 5년만의 ARPU UP

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>5,710.1</b>	<b>5,806.9</b>	<b>5,948.5</b>	<b>5,994.5</b>	<b>5,834.4</b>	<b>5,911.9</b>	<b>5,969.5</b>	<b>6,114.2</b>	<b>23,460.0</b>	<b>23,830.0</b>	<b>24,477.7</b>
% YoY	1.8%	-0.6%	2.1%	-1.8%	2.2%	1.8%	0.4%	2.0%	0.3%	1.6%	2.7%
무선	1,740.8	1,763.7	1,760.1	1,689.5	1,732.5	1,727.2	1,759.1	1,782.8	6,954.1	7,001.6	7,375.3
무선서비스	1,623.1	1,644.7	1,638.9	1,616.8	1,626.6	1,630.3	1,648.9	1,676.8	6,523.5	6,582.7	6,966.2
접속	117.7	119.0	121.2	72.7	105.9	96.8	110.2	105.9	430.6	418.8	409.1
유선	1,198.8	1,181.5	1,186.4	1,178.5	1,167.0	1,150.8	1,151.7	1,137.7	4,745.2	4,607.3	4,493.7
유선전화	436.9	432.5	421.1	417.8	399.3	390.5	380.8	371.3	1,708.3	1,541.9	1,398.8
초고속인터넷	503.9	494.7	499.7	500.3	503.3	505.1	505.6	508.1	1,998.6	2,022.1	2,059.3
전용통신	258.0	254.3	265.5	260.4	264.4	255.2	265.4	258.4	1,038.2	1,043.3	1,035.6
미디어/콘텐츠	554.2	595.2	616.2	648.7	641.2	658.7	677.5	688.7	2,414.3	2,666.1	2,872.2
미디어	454.3	487.3	493.2	508.0	512.7	525.7	538.4	545.3	1,935.6	2,121.1	2,282.9
콘텐츠	99.9	107.9	123.0	140.7	128.5	133.0	139.1	143.5	471.5	544.0	589.3
금융	832.7	866.7	882.3	863.2	839.0	880.1	877.7	883.6	3,444.9	3,480.4	3,544.1
기타	537.0	596.5	652.0	641.1	575.8	619.2	663.1	661.9	2,426.6	2,520.0	2,847.2
IT/솔루션	235.5	261.6	273.0	271.3	260.3	285.3	298.0	294.8	1,041.4	1,138.3	1,220.6
부동산	97.1	107.7	141.3	128.5	95.8	92.2	112.8	112.4	474.6	413.3	622.2
기타자회사	204.4	227.2	237.7	241.3	219.7	241.7	252.3	254.7	910.6	968.4	1,004.4
상품	846.6	803.4	851.5	973.5	878.9	875.9	840.4	959.5	3,475.0	3,554.6	3,345.3
<b>영업비용</b>	<b>5,313.1</b>	<b>5,407.8</b>	<b>5,579.0</b>	<b>5,898.7</b>	<b>5,432.3</b>	<b>5,598.9</b>	<b>5,615.7</b>	<b>5,908.7</b>	<b>22,198.6</b>	<b>22,555.6</b>	<b>23,110.2</b>
% YoY	2.3%	0.2%	2.4%	-1.2%	2.2%	3.5%	0.7%	0.2%	0.8%	1.6%	2.5%
인건비	922.1	987.5	930.1	1,006.1	983.8	977.7	932.9	1,019.1	3,845.8	3,913.6	4,043.7
사업경비	2,353.1	2,454.6	2,494.6	2,499.1	2,327.1	2,475.8	2,528.7	2,636.9	9,801.4	9,968.6	10,351.5
서비스구입비	649.7	609.8	678.8	681.9	606.3	645.7	682.1	645.6	2,620.2	2,579.7	2,700.5
판매관리비	443.7	447.8	536.6	606.0	572.2	533.4	543.2	561.2	2,034.1	2,209.9	2,221.4
상품구입비	944.4	908.2	938.9	1,105.6	942.9	966.2	928.8	1,045.9	3,897.1	3,883.9	3,793.2
<b>영업이익</b>	<b>397.0</b>	<b>399.1</b>	<b>369.5</b>	<b>95.8</b>	<b>402.1</b>	<b>312.9</b>	<b>353.8</b>	<b>205.5</b>	<b>1,261.4</b>	<b>1,274.4</b>	<b>1,367.4</b>
% YoY	-4.8%	-10.8%	-2.1%	-28.5%	1.3%	-21.6%	-4.2%	114.7%	-8.3%	1.0%	7.3%
영업이익률	7.0%	6.9%	6.2%	1.6%	6.9%	5.3%	5.9%	3.4%	5.4%	5.3%	5.6%
법인세차감전순이익	352.9	391.2	334.0	12.5	397.7	263.7	351.4	186.6	1,090.6	1,199.4	1,256.7
법인세비용	128.9	110.5	94.6	-5.6	138.0	74.6	99.4	52.8	328.4	394.8	413.6
<b>당기순이익</b>	<b>224.0</b>	<b>280.7</b>	<b>239.5</b>	<b>18.1</b>	<b>259.8</b>	<b>189.1</b>	<b>252.0</b>	<b>133.8</b>	<b>762.3</b>	<b>804.7</b>	<b>843.1</b>
당기순이익률	3.9%	4.8%	4.0%	0.3%	4.5%	3.2%	4.2%	2.2%	3.1%	3.4%	3.4%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	20,378	20,662	20,920	21,120	21,333	21,496	21,630	21,757	21,120	21,757	22,105
LTE 가입자수	15,867	16,224	16,612	16,971	17,315	17,643	17,965	18,270	16,971	18,270	19,350
LTE 침투율	77.9%	78.5%	79.4%	80.4%	81.2%	82.1%	83.1%	84.0%	80.4%	84.0%	87.5%

자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

# KT(030200)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>23,387.3</b>	<b>23,460.1</b>	<b>23,830.0</b>	<b>24,477.7</b>	<b>25,373.4</b>
매출액증가율 (%)	2.8	0.3	1.6	2.7	3.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	23,387.3	23,460.1	23,830.0	24,477.7	25,373.4
판매관리비	22,012.0	22,198.6	22,555.6	23,110.2	23,827.3
<b>영업이익</b>	<b>1,375.3</b>	<b>1,261.5</b>	<b>1,274.4</b>	<b>1,367.4</b>	<b>1,546.1</b>
영업이익률	5.9	5.4	5.3	5.6	6.1
금융손익	-238.2	-61.4	2.1	-15.4	-3.9
중속/관계기업손익	-13.9	-5.5	-6.4	-6.7	-6.8
기타영업외손익	-286.2	-103.9	-70.6	-91.0	-87.9
세전계속사업이익	837.0	1,090.7	1,199.4	1,254.3	1,447.4
법인세비용	275.5	328.4	394.8	412.8	476.4
<b>당기순이익</b>	<b>561.5</b>	<b>762.3</b>	<b>804.7</b>	<b>841.5</b>	<b>971.1</b>
지배주주지분 손이익	476.7	688.5	700.7	727.1	843.8

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>9,672.4</b>	<b>11,894.3</b>	<b>12,672.9</b>	<b>13,097.4</b>	<b>13,720.8</b>
현금및현금성자산	1,928.2	2,703.4	3,337.2	3,508.0	3,780.4
매출채권	2,959.6	3,054.7	3,102.8	3,187.2	3,303.8
재고자산	457.7	684.0	694.8	713.7	739.8
비유동자산	20,058.5	20,294.6	20,105.3	20,299.3	20,357.8
유형자산	13,562.3	13,068.3	13,840.7	14,291.0	14,538.8
무형자산	2,632.7	3,407.1	3,059.4	2,795.6	2,595.6
투자자산	1,034.4	895.6	281.5	289.2	299.7
<b>자산총계</b>	<b>29,730.9</b>	<b>32,188.8</b>	<b>32,778.2</b>	<b>33,396.8</b>	<b>34,078.6</b>
유동부채	9,474.2	9,387.7	9,549.0	9,655.2	9,646.2
매입채무	1,399.3	1,236.5	1,256.0	1,290.1	1,337.3
단기차입금	128.3	92.6	72.6	52.6	32.6
유동성장기부채	1,445.2	1,275.9	1,330.7	1,235.5	940.4
비유동부채	7,046.2	8,069.9	7,962.9	7,903.4	7,892.8
사채	4,610.5	5,128.7	4,978.7	4,843.7	4,728.7
장기차입금	499.7	151.2	151.2	151.2	151.2
<b>부채총계</b>	<b>16,520.3</b>	<b>17,457.6</b>	<b>17,511.9</b>	<b>17,558.6</b>	<b>17,539.0</b>
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,441.1	1,440.3	1,440.3	1,440.3	1,440.3
기타포괄이익누계액	31.0	50.2	50.2	50.2	50.2
이익잉여금	9,988.4	11,328.9	11,759.9	12,217.3	12,791.5
비지배주주지분	1,391.8	1,528.6	1,632.6	1,747.0	1,874.3
<b>자본총계</b>	<b>13,210.6</b>	<b>14,731.3</b>	<b>15,266.3</b>	<b>15,838.2</b>	<b>16,539.6</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,877.8</b>	<b>4,010.5</b>	<b>4,404.9</b>	<b>4,598.9</b>	<b>4,833.8</b>
당기순이익(손실)	561.5	762.3	804.7	841.5	971.1
유형자산상각비	2,802.5	2,735.4	3,227.5	3,449.8	3,602.1
무형자산상각비	635.2	629.5	347.7	263.9	200.0
운전자본의 증감	-414.3	-622.0	25.0	43.8	60.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,483.3</b>	<b>-2,704.1</b>	<b>-3,386.3</b>	<b>-3,908.3</b>	<b>-3,861.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,442.2	-2,260.9	-4,000.0	-3,900.0	-3,850.0
투자자산의 감소(증가)	-85.6	138.8	614.1	-7.7	-10.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,363.5</b>	<b>-531.7</b>	<b>-384.8</b>	<b>-519.8</b>	<b>-699.8</b>
차입금의 증감	-1,632.8	-71.8	-115.2	-250.1	-430.1
자본의 증가	0.3	-0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-972.1	775.2	633.8	170.8	272.4
기초현금	2,900.3	1,928.2	2,703.4	3,337.2	3,508.0
기말현금	1,928.2	2,703.4	3,337.2	3,508.0	3,780.4

## Key Financial Data

(원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터 (원)</b>					
SPS	89,568	89,847	91,264	93,744	97,175
EPS(지배주주)	1,826	2,637	2,684	2,785	3,232
CFPS	18,127	18,514	18,393	18,968	19,915
EBITDAPS	18,433	17,718	18,573	19,459	20,483
BPS	45,264	50,563	52,214	53,966	56,165
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	3.3	3.7	4.0	4.0	4.0

## Valuation(Multiple)

PER	16.6	11.3	10.3	9.9	8.6
PCR	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDA	4,813.0	4,626.5	4,849.6	5,081.0	5,348.2
EV/EBITDA	2.7	2.9	2.5	2.3	2.1

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	4.1	5.5	5.2	5.2	5.9
EBITDA 이익률	20.6	19.7	20.4	20.8	21.1
부채비율	125.1	118.5	114.7	110.9	106.0
금융비용부담률	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	4.5	4.2	4.4	4.8	5.7
매출채권회전율(x)	8.3	7.8	7.7	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	56.0	41.1	34.6	34.8	34.9

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 23일 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,문경원)  
 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 하시기를 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 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)	
2017.05.31	산업분석	Buy	300,000	정지수	-17.0	-8.5	
2017.07.06	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-14.3	-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	-19.0	-14.9	
2019.01.14	산업브리프	Buy	340,000	정지수	-19.5	-14.9	
2019.01.31	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-21.9	-14.9	
2019.04.15	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-22.3	-14.9	
2019.04.29	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-22.5	-14.9	
2019.05.07	기업브리프	Buy	340,000	정지수	-22.5	-14.9	
2019.05.23	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)	
2017.05.31	산업분석	Buy	40,000	정지수	-20.4	-18.6	
2017.06.05	산업분석	Buy	40,000	정지수	-19.6	-15.0	
2017.07.11	기업브리프	Buy	40,000	정지수	-18.5	-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	-21.5	-18.0	
2019.01.14	산업브리프	Buy	38,000	정지수	-21.9	-18.0	
2019.02.12	기업브리프	Buy	36,000	정지수	-22.4	-20.4	
2019.04.15	기업브리프	Buy	36,000	정지수	-22.7	-20.4	
2019.05.03	기업브리프	Buy	36,000	정지수	-22.7	-20.4	
2019.05.23	산업분석	Buy	36,000	정지수	-	-	

**LG유플러스 (032640) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.31	산업분석	Trading Buy	17,000	정지수	-9.0	0.0	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-9.1	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	-6.1	1.1	
2019.01.14	산업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-6.1	1.1	
2019.01.29	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-6.7	1.1	
2019.02.11	산업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-10.1	1.1	
2019.04.15	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-11.0	1.1	
2019.05.03	기업브리프	Buy	18,000	정지수	-11.2	1.1	
2019.05.23	산업분석	Buy	18,000	정지수	-	-	