

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	25,740 억원
발행주식수	43,661 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	74,879 억원
주요주주	
(주)엘지(외1)	36.04%
국민연금공단	9.61%
외국인지분률	42.90%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(18/10/15)	17,150 원
KOSPI	2145.12 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	18,300 원
52주 최저가	11,700 원
60일 평균 거래대금	404 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.9%	9.0%
6개월	44.1%	64.9%
12개월	30.9%	51.0%

LG 유플러스 (032640/KS | 매수(유지) | T.P 20,000 원(상향))

5G 상용화 이후 가장 빠른 ARPU 반등 전망

1) 5G 상용화 이후 가장 빠른 ARPU 반등 전망

2) ARPU 상승에 대한 기대감으로 상승한 주가는 ARPU 상승이 확인되는 5G 상용화 이후에도 지속될 전망

3) 넷플릭스와의 제휴 및 유료방송사 인수 시 가입자 확대 등 경쟁력 강화 전망

5G 상용화 이후 ARPU 가장 빠르게 반등 전망

5G 상용화 이후 LG 유플러스의 ARPU가 빠르게 반등할 것으로 예상된다. 2분기 기준 LG 유플러스 LTE 가입자는 월 평균 8.6GB의 데이터를 사용한다. 산업 평균인 7.6GB 대비 월등히 높은 수치이다. LG 유플러스는 많은 데이터를 사용하는 이용자를 기반으로 5G 상용화 이후 빠른 ARPU 반등이 가능할 전망이다. 5G 서비스 초기 요금제는 종량제일 가능성이 높아 데이터 사용량이 많을수록 ARPU 상승폭이 크기 때문이다. 이런 기대감은 LG 유플러스의 주가 상승으로 이어졌는데, ARPU 상승이 확인될 5G 상용화 이후에도 주가 상승 가능성은 높다

IPTV 경쟁력 확대

LG 유플러스의 IPTV는 넷플릭스와의 제휴를 통해 콘텐츠 경쟁력이 강화될 것으로 예상된다. 제휴로 가입자가 확대되면 홈쇼핑 송출수수료 협상력 강화와 IPTV 광고매출 증대가 기대된다. 또한 유료방송사 인수를 추진한다면 합리적 가격에서 가입자 확대가 가능해질 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 20,000 원(상향)

LG 유플러스에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)경쟁사 대비 가장 많은 데이터를 사용하는 LTE 이용자를 기반으로 5G 상용화 이후 가장 빠르게 ARPU가 반등할 것으로 예상하며, 2)이런 기대감이 견인한 주가 상승은 5G 상용화 이후에도 지속될 가능성이 높고, 3)넷플릭스와의 제휴 등 IPTV의 경쟁력이 강화될 것으로 예상되는 가운데 M&A를 통한 성장전략이 유효하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 18년 EPS에 Target PER 15.1 배를 적용하여 산정한 20,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	107,952	114,510	122,794	122,317	126,116	132,051
yoy	%	-1.9	6.1	7.2	-0.4	3.1	4.7
영업이익	억원	6,323	7,465	8,263	8,219	8,433	9,348
yoy	%	9.7	18.1	10.7	-0.5	2.6	10.8
EBITDA	억원	22,413	24,000	25,153	24,259	24,580	23,504
세전이익	억원	4,659	6,426	6,668	7,578	8,353	10,009
순이익(지배주주)	억원	3,514	4,928	5,472	5,873	6,441	7,718
영업이익률%	%	5.9	6.5	6.7	6.7	6.7	7.1
EBITDA%	%	20.8	21.0	20.5	19.8	19.5	17.8
순이익률	%	3.3	4.3	4.5	4.8	5.1	5.8
EPS	원	805	1,129	1,253	1,345	1,475	1,768
PER	배	12.9	10.2	11.2	12.8	11.6	9.7
PBR	배	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	4.1	3.9	3.8	4.1	3.9	4.0
ROE	%	8.2	10.6	10.9	9.6	9.0	10.0
순차입금	억원	42,455	36,049	28,257	19,182	13,038	8,321
부채비율	%	168.7	148.4	128.1	66.0	66.5	61.6

실적 및 밸류에이션

LG 유플러스의 3Q18 실적은 총매출액 3조 324억원(-0.9% yoy), 영업이익 2,163억원(1.0% yoy, OPM: 7.1%)으로 예상된다. 선택약정 가입자 확대에 따라 전년 동기 대비 무선수익 감소는 불가피하겠으나 IPTV 및 기업수익이 증가하면서 영업이익은 소폭의 매출 감소에도 불구하고 전년 동기 대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. 통신 3사 중 LTE 가입자의 데이터 사용량이 가장 많은 LG 유플러스는 5G 상용화 이후 ARPU가 가장 빠르게 상승하면서 무선수익의 반등이 가능할 전망이다. IPTV도 양질의 가입자 확대에 따라 성장세가 이어질 전망이다. 분기 영업이익 2,000억원대가 안정적으로 유지되면서 실적의 안정성도 부각될 것으로 예상된다.

LG 유플러스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
수익	2,882	3,010	3,060	3,328	2,980	2,981	3,032	3,239	12,279	12,232	12,612
영업수익	2,291	2,334	2,377	2,404	2,270	2,343	2,331	2,355	9,406	9,299	9,638
무선수익	1,366	1,402	1,407	1,396	1,335	1,343	1,345	1,359	5,570	5,381	5,505
서비스 수익	1,272	1,303	1,308	1,297	1,254	1,258	1,259	1,276	5,180	5,046	5,168
접속료 수익	94	99	98	100	81	84	86	83	390	333	337
가입수익	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
홈미디어	421	430	450	469	441	445	452	458	1,770	1,796	1,883
IPTV	170	176	192	207	202	206	211	216	746	834	897
초고속인터넷	191	195	200	206	184	185	189	191	793	749	791
인터넷전화	60	59	57	55	55	54	53	52	231	213	195
기업	488	481	490	500	480	530	533	538	1,959	2,081	2,249
e-Biz	178	178	188	185	189	195	200	203	729	786	858
IDC	43	37	36	42	36	44	39	40	157	159	161
전용회선	177	176	178	186	173	207	211	213	718	803	912
전화	89	91	88	87	83	85	84	82	356	333	319
단말수익	591	676	682	924	710	638	701	884	2,873	2,933	2,974
영업비용	2,679	2,802	2,845	3,127	2,792	2,770	2,816	3,032	11,453	11,410	11,768
영업이익	203	208	214	201	188	211	216	207	826	822	843
영업이익률	7.0%	6.9%	7.0%	6.0%	6.3%	7.1%	7.1%	6.4%	6.7%	6.7%	6.7%

자료: LG 유플러스, SK 증권

LG 유플러스에 대한 목표주가를 20,000 원으로 상향한다. 2018년 예상 EPS 1,345 원에 Target PER 15.1 배(16년 이후 12M Target PER 대비 40% 할증)를 적용하여 산정하였다. LG 유플러스는 5G 상용화 이후 통신 3사 중 가장 빠르게 무선부문 ARPU 상승이 예상되어, 실적개선도 빠르게 확인할 수 있을 것이다.

LG 유플러스 목표주가 산정

(단위: 원 배)

구분	2018년	2019년
EPS	1,345	1,475
16년 이후 평균 12M Forward PER	10.8	10.8
할인율	40%	40%
적용 PER	15.1	15.1
적정주가	20,287	22,248
목표주가	20,000	

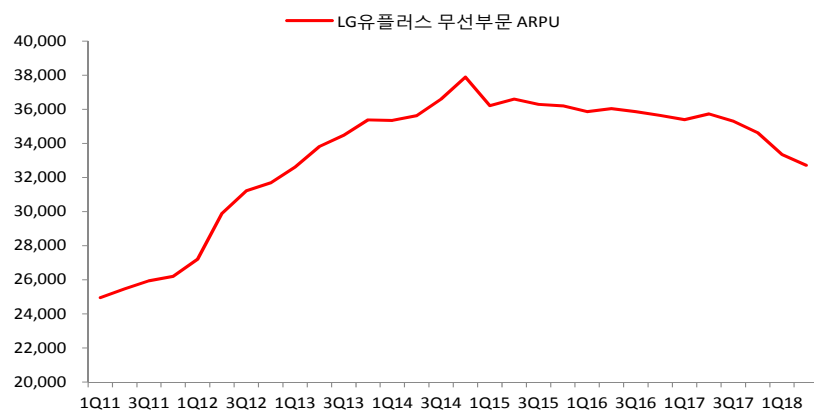
자료 SK 증권

가장 빠르게 5G 효과 확인할 수 있을 것

18년 2분기 기준 LG 유플러스의 LTE 가입자 1인이 한달 평균 사용하는 데이터 사용량은 8.6GB(6월말 기준 산업평균은 7.6GB이며, 8월 기준 산업평균은 8.0GB)로 통신 3사 중 가장 높은 수준이다. 이는 LG 유플러스가 보유한 다양한 무제한요금제와 비디오 콘텐츠 경쟁력에 기인한다. 5G가 상용화되면 요금제는 종량제가 기본이 될 것으로 예상된다. 데이터 사용량에 비례해 요금을 지불하는 방식으로 데이터 사용량이 많은 가입자일수록 높은 요금을 지불해야 한다. 따라서 LG 유플러스 LTE 가입자의 데이터 사용량이 가장 많아 ARPU도 가장 빠르게 상승할 가능성이 높다.

LG 유플러스 무선부문 ARPU

(단위: 원)



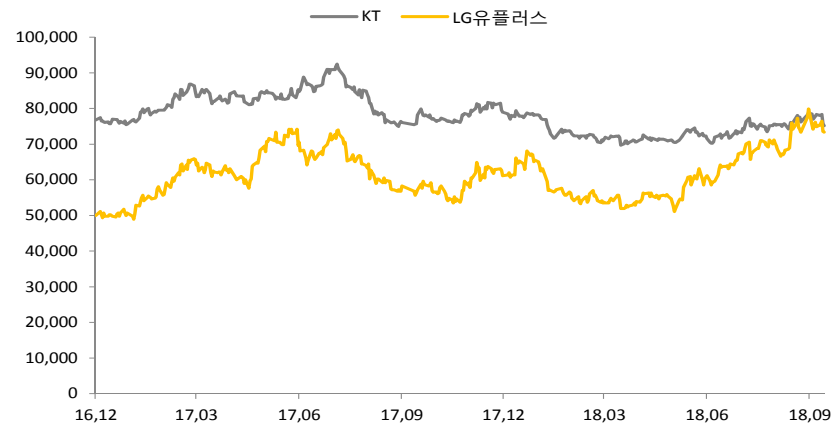
자료 LG 유플러스

선택약정가입자 증가에 따라 통신 3사의 무선부문 ARPU가 하락하는 상황에서 최근 통신주의 주가 상승은 5G 상용화 이후 ARPU 상승에 대한 기대감이 반영된 결과이다. 그렇다면 통신 3사 중 ARPU가 가장 빠르게 상승할 것으로 예상되는 LG 유플러스의 주가가 가장 탄력적으로 상승하는 것이 합리적이다. LG 유플러스의 시가총액이 KT 수

준까지 상승하였음에도 불구하고 5G 상용화 이후의 성장성을 고려했을 경우 과도한 주가 상승이 아니라 미래 기대감이 반영된 결과이며, 5G 상용화 이후 그 성과가 확인된다면 추가적인 주가 상승도 가능할 것이다.

LG 유플러스의 시가총액은 KT 수준까지 상승

(단위: 억원)

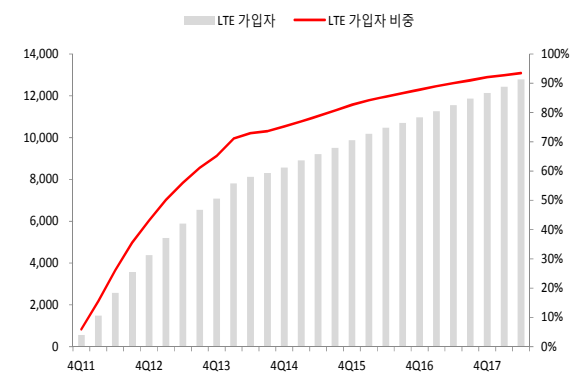


자료: Quantiverse

2011년 국내에서 LTE가 상용화된 이후 LG 유플러스는 기업실적과 주가가 레벨업되었던 경험을 보유하고 있다. 물론 3G를 생략하고 LTE를 바로 서비스하면서 2G 가입자가 LTE 가입자로 빠르게 전환되면서 ARPU 상승폭이 컸던 상황이 지금과는 동일하지 않다. 하지만 LTE 서비스 이후 비디오 콘텐츠에 대한 투자로 가입자의 데이터 사용량이 확대되면서 5G 상용화 이후에도 LTE 상용화와 같은 실적과 주가 레벨업을 기대할 수 있다. 초기 5G의 핵심 콘텐츠는 동영상 서비스가 될 가능성이 높기 때문이다.

LG 유플러스 LTE 가입자 추이

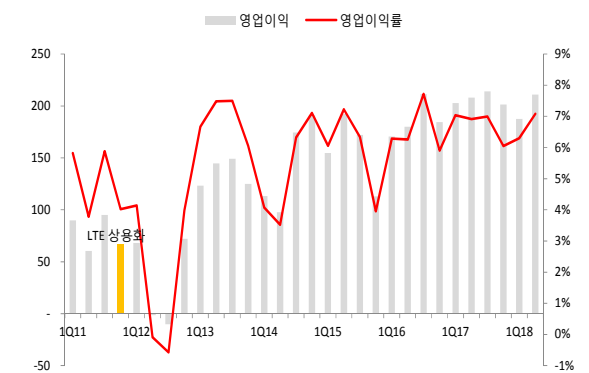
(단위: 천명)



자료: LG 유플러스

LG 유플러스 분기별 영업이익 추이

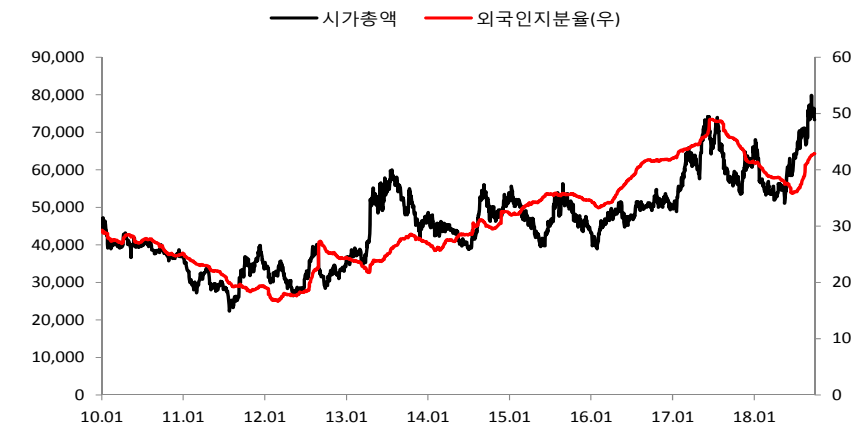
(단위: 천명)



자료: LG 유플러스

LG 유플러스 시가총액과 외국인지분율 추이

(단위: 억원, %)



자료: Quantwise

넷플릭스와의 제휴 등 유료방송에서의 경쟁력 강화

LG 유플러스는 넷플릭스와의 계약을 통해 11월부터 LG 유플러스 IPTV를 통해 넷플릭스 콘텐츠를 제공할 예정이다. 언론 보도에 따르면 수익분배 비율은 9:1 수준으로 알려졌다. LG 유플러스 입장에서는 넷플릭스와의 제휴를 통한 단기간 수익성 개선 가능성은 낮지만 제휴를 통해 양질의 콘텐츠 확보가 가능할 것이며 양질의 콘텐츠는 가입자 확대에 이어질 것이다. 많은 가입자를 확보하면 홈쇼핑송출수수료, IPTV 광고 등에서 유리한 점이 많다. 특히 모바일 상품과의 결합상품을 통해 가입자 Lock-in 효과를 기대할 수 있다.

넷플릭스 주요 재무 성과

(단위: 백만달러, 배, %)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,780	8,831	11,693	15,841	19,701	23,919
영업이익	306	380	839	1,726	2,721	4,061
당기순이익	123	187	559	1,429	2,157	3,232
PER	408.5	287.9	143.8	106.6	70.2	46.1
PBR	22.0	19.9	23.2	28.3	20.2	14.2
EV/EBITDA	133.1	125.5	95.4	73.6	50.5	34.0
ROE	6.0	7.6	17.9	26.4	29.0	32.0

자료: Bloomberg

LG 유플러스는 유료방송 시장 내 M&A 에 관심이 많은 것으로 알려졌다. LG 유플러스가 유료방송사의 인수를 추진한다면 가입자를 빠르게 확대할 수 있다. 유료방송 시장은 IPTV 의 가입자 확대와 케이블 TV 가입자 축소가 진행되고 있다. 이에 따라 SO 의 수익성이 악화되면서 주요 SO 가 M&A 매물로 거론되고 있는 상황이다. 현재 유료방송사의 M&A 가치는 많이 하락한 상태로 LG 유플러스가 SO 인수를 추진한다면 합리적인 가격으로 인수가 가능할 전망이다. 특히 경쟁사인 SK 텔레콤과 KT 가 SO 인수에 다소 소극적인 면을 보이는 것도 긍정적 요인이다.

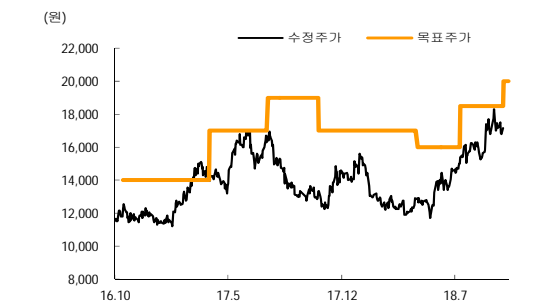
CJ 헬로 주요 SO 인수 사례

공시일	피인수회사	인수 지분율	가입자(만명)	인수가격(억원)	가입자 당 가격(원)
2012-12-14	나리방송	39.1%	8	121	387,500
2013-06-17	영서방송	68.4%	11	404	536,580
2013-06-25	호남방송	89.6%	20	1,240	691,805
2013-07-29	전북방송	100.0%	12	584	486,667
2013-12-16	강원방송	88.7%	14	654	526,757
2016-12-06	하니방송	100.0%	9	225	250,000

자료: SK 증권

주: 가입자당 가격은 지분율 100% 환산

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.16	매수	20,000원	6개월		
2018.07.27	매수	18,500원	6개월	-11.84%	-1.08%
2018.05.08	매수	16,000원	6개월	-15.54%	-6.25%
2018.02.02	매수	17,000원	6개월	-21.75%	-8.24%
2017.12.12	매수	17,000원	6개월	-17.66%	-8.24%
2017.11.03	매수	17,000원	6개월	-22.18%	-12.65%
2017.07.31	매수	19,000원	6개월	-25.62%	-10.79%
2017.07.17	매수	17,000원	6개월	-9.91%	0.00%
2017.04.28	매수	17,000원	6개월	-10.46%	0.00%
2017.04.12	매수	17,000원	6개월	-16.13%	-13.82%
2016.11.22	매수	14,000원	6개월	-10.26%	7.86%
2016.11.01	매수	14,000원	6개월	-14.76%	-10.36%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 16 일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	26,196	30,730	31,898	41,137	63,934
현금및현금성자산	3,173	4,499	12,226	18,369	23,087
매출채권및기타채권	18,529	20,935	14,466	14,383	29,475
재고자산	2,616	3,345	3,255	6,440	9,378
비유동자산	93,696	88,625	83,712	82,445	65,183
장기금융자산	406	411	489	489	489
유형자산	69,496	65,270	61,607	63,288	50,883
무형자산	11,922	9,573	7,662	7,300	7,014
자산총계	119,891	119,355	115,610	123,582	129,117
유동부채	35,744	36,646	16,808	16,765	13,219
단기금융부채	10,531	8,810	9,200	9,200	9,200
매입채무 및 기타채무	12,927	14,525	6,313	6,277	2,680
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	35,884	30,379	29,174	32,575	35,984
장기금융부채	29,261	24,606	22,904	22,904	22,904
장기매입채무 및 기타채무	5,241	3,957	4,056	7,056	10,056
장기충당부채	347	347	368	389	410
부채총계	71,628	67,025	45,982	49,340	49,203
지배주주지분	48,261	52,329	69,627	74,242	79,914
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,369	8,369	8,369	8,369	8,369
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	14,141	18,206	35,356	39,832	45,367
비지배주주지분	2	1	1	0	0
자본총계	48,263	52,330	69,628	74,242	79,914
부채외자본총계	119,891	119,355	115,610	123,582	129,117

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	23,481	23,704	22,238	22,537	4,588
당기순이익(손실)	4,927	5,471	5,873	6,441	7,717
비현금성항목등	20,525	21,336	27,380	18,139	15,787
유형자산감가상각비	14,737	14,441	14,024	14,319	12,405
무형자산감가상각비	1,798	2,449	2,015	1,828	1,752
기타	1,416	2,338	9,105	-4	-4
운전자본감소(증가)	-1,014	-1,597	-9,033	-4,635	-21,130
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,744	-5,252	7,001	83	-15,092
재고자산감소(증가)	1,032	-766	71	-3,185	-2,938
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-115	2,176	-15,607	-36	-3,597
기타	-187	2,244	-498	-1,497	498
법인세납부	-957	-1,506	-1,982	2,593	2,213
투자활동현금흐름	-14,695	-13,385	-11,854	-16,417	324
금융자산감소(증가)	-120	-155	-73	0	0
유형자산감소(증가)	-12,716	-11,728	-11,118	-16,000	0
무형자산감소(증가)	-2,012	-1,475	-1,466	-1,466	-1,466
기타	153	-26	802	1,049	1,790
재무활동현금흐름	-8,534	-8,993	-2,655	23	-195
단기금융부채증가(감소)	-10,088	-10,383	-4,309	0	0
장기금융부채증가(감소)	4,104	3,987	2,987	0	0
자본의증가(감소)	-3	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,092	-1,528	-1,746	-1,965	-2,183
기타	-1,456	-1,069	413	1,988	1,988
현금의 증가(감소)	251	1,326	7,727	6,143	4,717
기초현금	2,921	3,173	4,499	12,226	18,369
기말현금	3,173	4,499	12,226	18,369	23,087
FCF	8,004	9,197	-8,213	829	-950

자료 : LG유플러스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	114,510	122,794	122,317	126,116	132,051
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	114,510	122,794	122,317	126,116	132,051
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	107,046	114,531	114,098	117,683	122,703
영업이익	7,465	8,263	8,219	8,433	9,348
영업이익률 (%)	6.5	6.7	6.7	6.7	7.1
비영업손익	-1,039	-1,595	-642	-80	661
순금융비용	1,083	908	530	81	-660
외환관련손익	-8	13	11	11	11
관계기업투자등 관련손익	5	-9	-13	-13	-13
세전계속사업이익	6,426	6,668	7,578	8,353	10,009
세전계속사업이익률 (%)	5.6	5.4	6.2	6.6	7.6
계속사업법인세	1,498	1,197	1,705	1,913	2,292
계속사업이익	4,927	5,471	5,873	6,441	7,717
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,927	5,471	5,873	6,441	7,717
순이익률 (%)	4.3	4.5	4.8	5.1	5.8
지배주주	4,928	5,472	5,873	6,441	7,718
지배주주귀속 순이익률(%)	4.3	4.46	4.8	5.11	5.84
비지배주주	0	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	4,874	5,595	6,011	6,578	7,855
지배주주	4,874	5,596	6,011	6,579	7,856
비지배주주	0	-1	-1	-1	-1
EBITDA	24,000	25,153	24,259	24,580	23,504

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	6.1	7.2	-0.4	3.1	4.7
영업이익	18.1	10.7	-0.5	2.6	10.8
세전계속사업이익	37.9	3.8	13.6	10.2	19.8
EBITDA	7.1	4.8	-3.6	1.3	-4.4
EPS(계속사업)	40.2	11.1	7.3	9.7	19.8
수익성 (%)					
ROE	10.6	10.9	9.6	9.0	10.0
ROA	4.1	4.6	5.0	5.4	6.1
EBITDA마진	21.0	20.5	19.8	19.5	17.8
안정성 (%)					
유동비율	73.3	83.9	189.8	245.4	483.7
부채비율	148.4	128.1	66.0	66.5	61.6
순차입금/자기자본	74.7	54.0	27.6	17.6	10.4
EBITDA/이자비용(배)	16.8	21.5	23.7	24.3	23.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,129	1,253	1,345	1,475	1,768
BPS	11,054	11,985	15,947	17,004	18,303
CFPS	4,916	5,122	5,019	5,173	5,010
주당 현금배당금	350	400	450	500	550
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.1	13.6	13.6	12.4	10.4
PER(최저)	7.9	8.9	8.7	7.9	6.6
PBR(최고)	1.1	1.4	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6
PCR	2.3	2.7	3.4	3.3	3.4
EV/EBITDA(최고)	4.1	4.3	4.3	4.1	4.2
EV/EBITDA(최저)	3.4	3.3	3.1	2.9	3.0