



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

통신서비스

공수교대: 이제 통신주는 성장주다!

2018년 높은 주가 수익률에도 불구하고 통신서비스 업체의 주가는 추가적인 상승이 가능할 것으로 판단함. KOSPI 주가 상승률과 비교 시 여전히 상승여력이 있으며, 5G 상용화를 앞두고 실적 개선에 대한 기대감이 18년 4분기 최고조에 달할 것으로 판단하기 때문. 이에 통신서비스 업종에 대한 비중확대 전략을 제시함

2018년 통신서비스 업체의 주가는 높은 수익률 기록 중

2018년 들어 통신서비스 업체의 주가는 타 산업 대비 높은 수익률을 기록하고 있다. 이는 통신요금 관련 규제 이슈가 마무리되었고, 불안한 글로벌 경기 속에서 통신서비스 산업이 안정적 대안으로 부각되었기 때문이다. 특히 5G 상용화를 앞두고 이동통신 부문의 실적 반등에 대한 기대감이 주가에 반영된 결과라 판단한다.

통신서비스의 추가적인 주가 상승을 기대하는 이유

높은 2018년 수익률에도 불구하고 통신서비스 업체 주가의 추가 상승여력은 충분하다고 판단한다. 그 이유는 1)2010년 이후 여전히 KOSPI 대비 낮은 수익률을 기록하고 있으며 KOSPI 내 업종 비중도 LTE 상용화 당시 대비 낮은 상황이고, 2)멀티플 측면에서도 높은 이익성장 가능성을 반영하고 있지 못해 밸류에이션 매력이 여전히며, 3)불안정한 주식시장에서 대안으로서 통신주에 대한 선호도가 높아질 가능성이 크다고 판단하기 때문이다. 또한 4)향후에도 5G 연내 조기 상용화, CES, MWC 등 5G에 기대감이 18년 4분기와 19년 1분기에 최고조에 달할 것이며, 5) 19년 3월 5G 정식 상용화 이후 종량제 요금제를 기반으로 ARPU 상승으로 정체되었던 이동통신 부문의 수익성이 개선되며 실적 개선이 확인될 수 있기 때문이다. 즉, 안정성을 겸비한 가운데 본격적인 성장주로서의 매력이 부각될 것으로 판단한다.

통신서비스 업체에 대한 비중확대 제시. SK 텔레콤, LG 유플러스 선호

2019년 본격적인 성장주로의 매력이 부각될 통신서비스 업종에 대해 비중확대 전략을 제시한다. 특히 본격적인 5G 상용화를 앞둔 통신서비스 업체의 주가는 대세 상승기에 접어들었다고 판단한다. SK 텔레콤의 경우 5G 상용화 시 가장 많은 가입자를 기반으로 이동통신과 5G 네트워크 기기를 결합한 요금제 출시로 가입자 승수효과가 기대된다. 또한 비통신부문인 옥수수의 콘텐츠 경쟁력 강화, ADT 캡스와 NSOK의 시너지, 분사와 유상증자로 인한 11번가의 수익성 개선 등도 주가 상승요인이다. LG 유플러스의 경우 LTE 가입자가 경쟁사 대비 가장 많은 데이터를 사용한다는 측면에서 5G 종량제 요금제 하에서 가장 빠른 ARPU 상승효과를 기대할 수 있을 것이다. KT는 유선부문의 경쟁력과 평창동계올림픽에서의 성공적인 5G 서비스 시현이 경쟁요소이다. CJ 헬로는 국내 1위 SO 사업자로서 M&A 대상으로서의 매력이 여전히 가운데 가입자 당 가치 기준 여전히 저평가 상태이다.

Contents

공수교대: 통신주, 방어주에서 성장주로!	3
향후 주가 상승요인	6
개별기업 분석	13
SK 텔레콤 - 매수, TP: 330,000 원(상향)	
KT - 매수, TP: 35,000 원(상향)	
LG 유플러스 - 매수, TP: 20,000 원(상향)	
CJ 헬로 - 매수, TP: 11,000 원(상향)	

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 16일 기준)

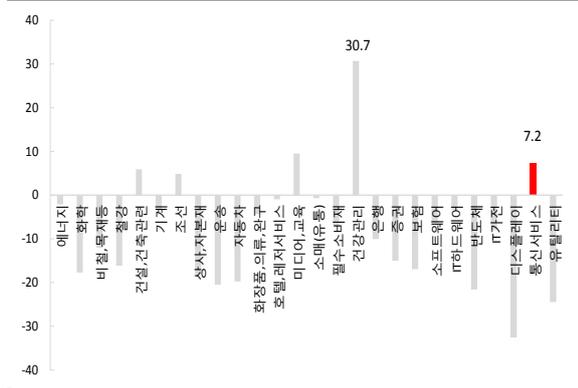
매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

공수교대: 통신주, 방어주에서 성장주로!

2018년 높은 수익률 시현한 통신주

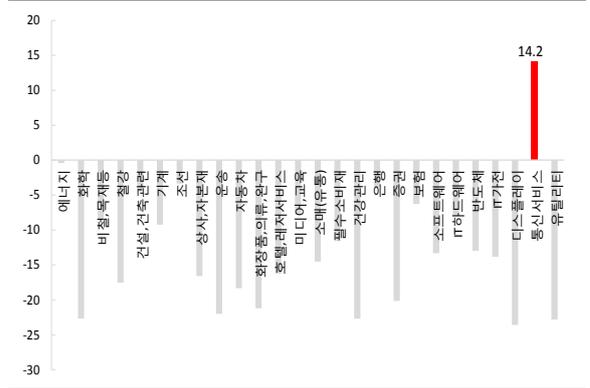
통신주의 2018년 성과가 좋았다. 연초 대비 7.2% 상승하면서 건강관리 섹터에 이어 두 번째로 높은 수익률을 기록했으며, 최근 6개월 수익률에서는 14.5%의 수익률로 모든 섹터 중 유일하게 수익이 난 섹터이다. 최근 3개월 수익률 측면에서도 10.2%의 수익률을 기록하면서 조선과 함께 가장 높은 수익률을 기록한 섹터가 통신서비스이다. 2018년 통신서비스 섹터의 높은 수익률은 5G에 대한 기대감 확대, 2017년 규제강화에 따른 주가조정으로 저가매수 기회라는 인식 확산, 지수 하락에 따른 방어주로서의 매력 확대 등에 기인한다.

섹터별 12개월 전 대비 수익률 (단위: %)



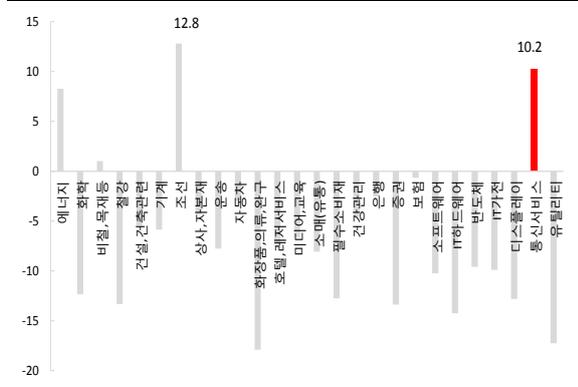
자료: Quantwise

섹터별 6개월 전 대비 수익률 (단위: %)



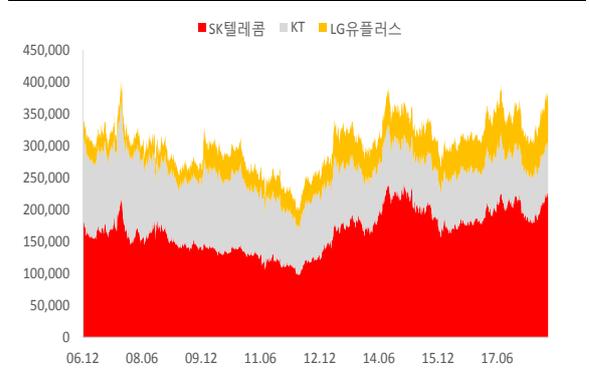
자료: Quantwise

섹터별 3개월 전 대비 수익률 (단위: %)



자료: Quantwise

통신 3사 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

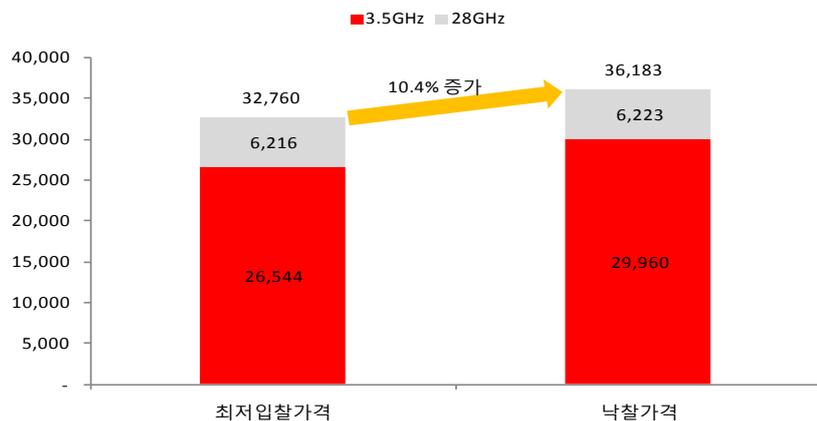
2018년 주가 상승요인은 방어주로서의 매력과 5G에 대한 기대감이 혼재했다. 하지만 향후에는 성장주로의 매력이 더욱 부각될 것으로 예상된다. 특히 5G는 그 동안 정체되어 있던 통신서비스 산업의 포지션을 시장을 견인할 수 있는 성장주로 바꿔줄 수 있는 중요한 계기가 되고 있다. 2018년 초 CES와 MWC를 통해 5G의 미래가 명확해졌고, 평창동계올림픽을 통해 그 성공 가능성이 확인되었으며, 5G 주파수 경매는 5G 상용화 후의 성장스토리가 구체화되는 계기가 되었다.

5G 주파수 경매 이후 5G에 대한 기대감 본격 반영

5G용 주파수 경매는 18년 6월 마무리 되었다. 3.5GHz와 28GHz가 나온 이번 경매에서 최종 낙찰가격은 3조 6,183 억원으로 최저 경매가보다 10.4% 높은 금액이었다. 280MHz만 경매에 나온 3.5GHz 대역에서는 치열한 경쟁이 예상되었으나, LG 유플러스가 80MHz만 낙찰받으면서 큰 가격상승 없이 5G 주파수 경매는 마무리되었다. 확장성 측면에서는 LG 유플러스와 SK 텔레콤이 유리하지만, 700MHz(16년 경매 당시 유찰), 2.3GHz(가입자가 지속적으로 감소하고 있는 Wibro 용 주파수, 내년 3월 재할당 여부 결정), 2.5GHz(제4 이동통신 사업자 용으로 남겨 놓은 주파수) 등 5G용 주파수가 추가로 할당될 가능성이 높아 합리적 가격에 낙찰받은 KT에게도 대체로 만족스러운 경매결과라 판단한다.

5G 용 주파수 최저입찰 가격과 낙찰가격

(단위: 억원)



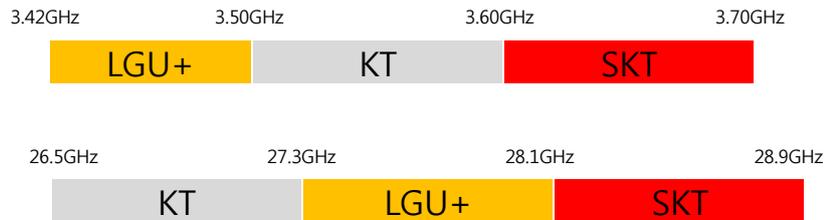
자료 SK 증권

5G 주파수 경매 결과

구분	3.5GHz		28GHz		낙찰금액합계
	낙찰 대역	낙찰금액	낙찰 대역	낙찰금액	
SK텔레콤	100MHz	1조 2,185억원	800MHz	2,073억원	1조 4,258억원
KT	100MHz	9,680억원	800MHz	2,078억원	1조 1,758억원
LG유플러스	80MHz	8,095억원	800MHz	2,072억원	1조 167억원
합계	280MHz	2조 9,960억원	2400MHz	6,223억원	3조 6,183억원

자료: 과학기술정보통신부

통신 3사 5G 용 확보 주파수 대역



자료: 과학기술정보통신부

5G 주파수 경매 이후 5G 상용화는 더욱 가시화되었으며, 통신서비스 산업의 포지셔닝이 전통적인 방어주에서 성장주로 변화하고 있는 것이 주가를 통해 확인되고 있다. 하지만 2018년 통신서비스 업체의 주가 상승에도 불구하고 추가적인 상승여력은 충분하다는 판단이다.

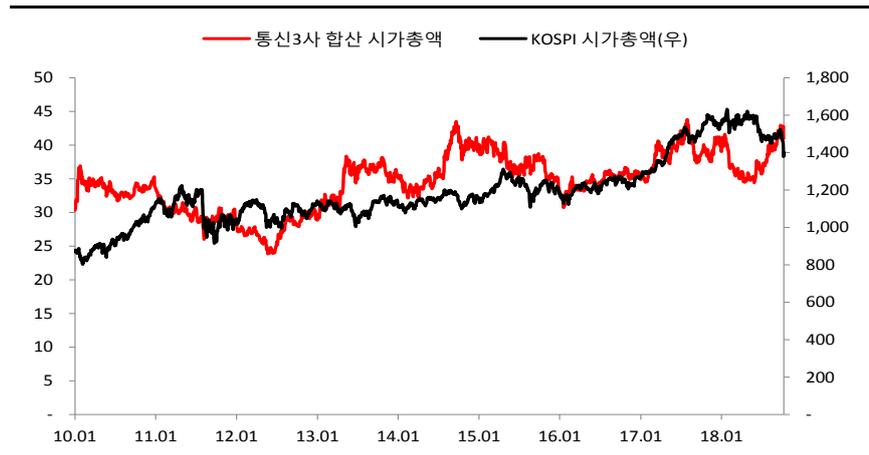
향후 주가 상승요인

2010년 이후 KOSPI 대비 절대적 수익률 측면에서 높지 않음

2010년 이후 통신서비스 3사 합산 시가총액은 35.4% 상승하였다. 동일 기간 KOSPI 합산 시가총액이 61.4% 상승한 것과 비교했을 때 절대적인 측면에서 통신서비스의 수익률은 높지 않다. 그 동안 많은 규제 이슈도 있었지만 09년 4분기 아이폰 국내 출시, 2011년 LTE 상용화 등 통신서비스 업체의 기업가치에 영향을 줄 이벤트도 많았음을 고려한다면, 통신서비스 업종의 수익률이 여전히 시장 수익률의 절반 수준에 불과하다는 것은 통신서비스 업체들의 주가가 여전히 저평가되어 있음을 의미한다.

KOSPI 수익률 대비 통신서비스 수익률은 여전히 낮은 수준

(단위: 조원)



자료: Quantwise

또한 5G는 통신서비스 산업에 LTE보다도 더 획기적이고 긍정적인 변화를 가져올 것이다. 그럼에도 불구하고 통신서비스 업종의 KOSPI 내 시가총액 비중은 2.6%에 불과해 LTE 전국망이 완성된 이후 실적 개선 기대감이 주가에 반영된 2014년 3.4% 대비 여전히 낮은 상태이다. 그렇기 때문에 5G 상용화를 앞두고 시장 내 통신서비스 시가총액 비중이 지속적으로 상승할 것으로 전망된다.

LTE와 비교해도 통신서비스의 KOSPI 내 비중은 여전히 낮은 수준



자료: Quantwise

여전히 매력적인 밸류에이션

밸류에이션 측면에서도 통신서비스 업체는 매력적이다. SK 텔레콤의 경우 주가 상승에도 불구하고 12M Forward PER 과 PBR 은 여전히 역사적 저점 수준에 머물러 있다. 실적 개선에 따른 EPS 와 자본 증가분이 주가에 충분히 반영되지 않고 있기 때문이다. EV/EBITDA 도 아직 5G 상용화에 대한 기대감을 반영하지 않아 규제 이슈가 마무리되면서 주가가 상승했을 때 수준에 불과해 현 시점에서는 추가적인 멀티플 상승이 가능할 것이다. KT 의 경우에는 PBR 과 EV/EBITDA 가 경쟁사 대비 가장 매력적이다. LG 유플러스도 높은 이익 성장세가 이어지고 있음에도 불구하고 현재의 멀티플은 이를 반영하고 있지 않은 상태이다.

SK 텔레콤 주가와 12M Forward 멀티플 추이

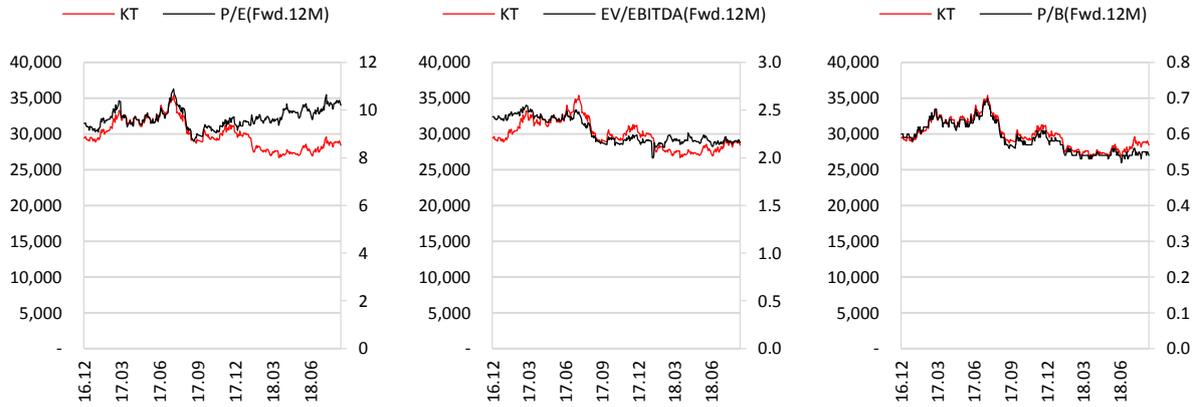
(단위: 원 배)



자료: Quantwise

KT 주가와 12M Forward 멀티플 추이

(단위: 원 배)



자료: Quantwise

LG 유플러스 주가와 12M Forward 멀티플 추이

(단위: 원 배)

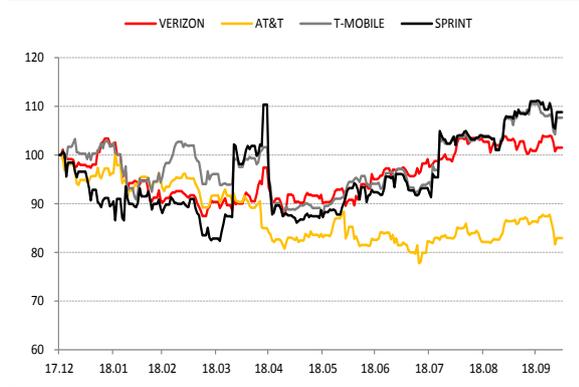


자료: Quantwise

통신주 상승은 글로벌 대세

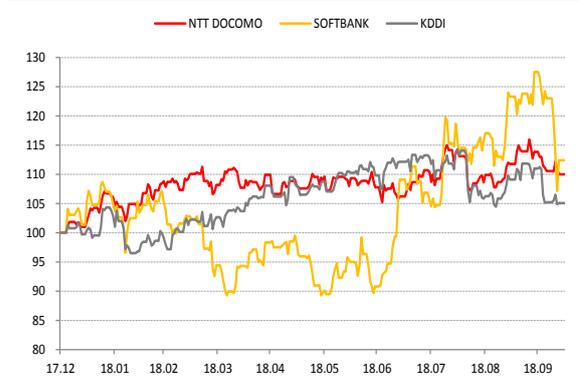
최근 글로벌 통신업체의 주가도 상승 추세이다. 주가 상승의 주요 이유는 5G 기대감으로 국내 통신사의 주가 상승 이유와 크게 다르지 않다. 통신서비스 산업의 특성상 해외 업체와의 직접적인 경쟁이 이루어지지 않기 때문에 글로벌 통신사의 주가는 5G 상용화를 앞두고 지속적으로 상승할 가능성이 높다. 우리나라 업체의 경우 연초 이후 LG 유플러스의 주가 상승세가 두드러졌을 뿐 SK 텔레콤과 KT의 주가는 연초 수준에 불과해 추가적인 주가 상승이 부담스럽지 않다.

미국 주요 통신사 연초 대비 주가 수익률



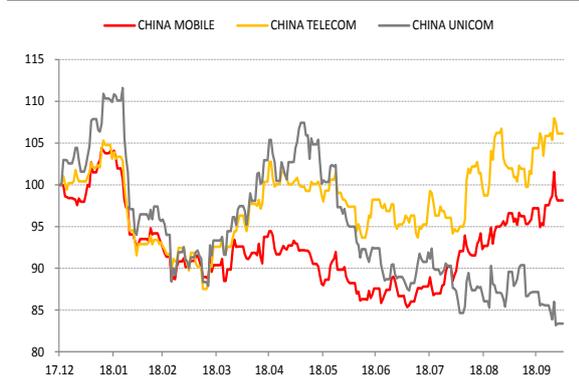
자료: Bloomberg

일본 주요 통신사 연초 대비 주가 수익률



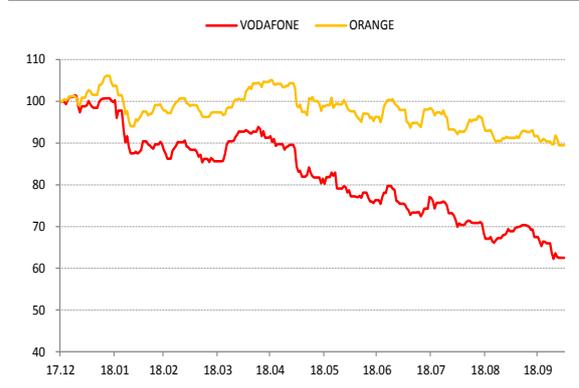
자료: Bloomberg

중국 주요 통신사 연초 대비 주가 수익률



자료: Bloomberg

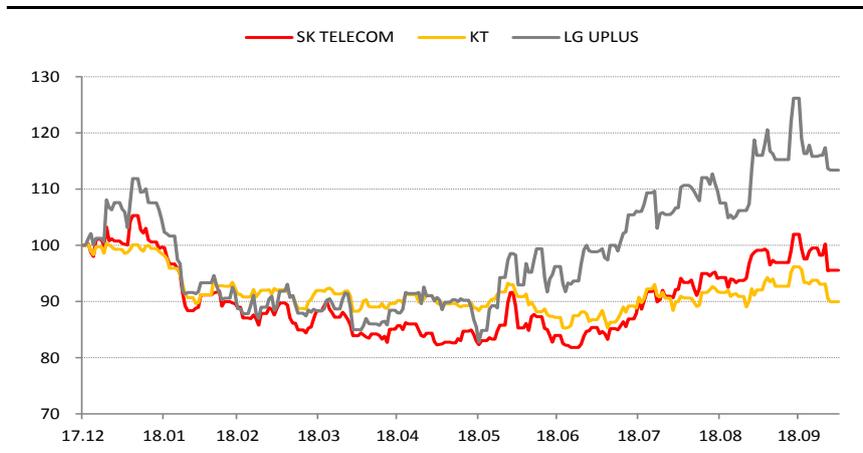
유럽 주요 통신사 연초 대비 주가 수익률



자료: Bloomberg

5G에 대한 투자가 상대적으로 늦은 유럽 통신사를 제외하고 한국, 미국, 일본, 중국 통신사 주가는 최근 반등에 성공함

우리나라 통신업체 연초 대비 수익률

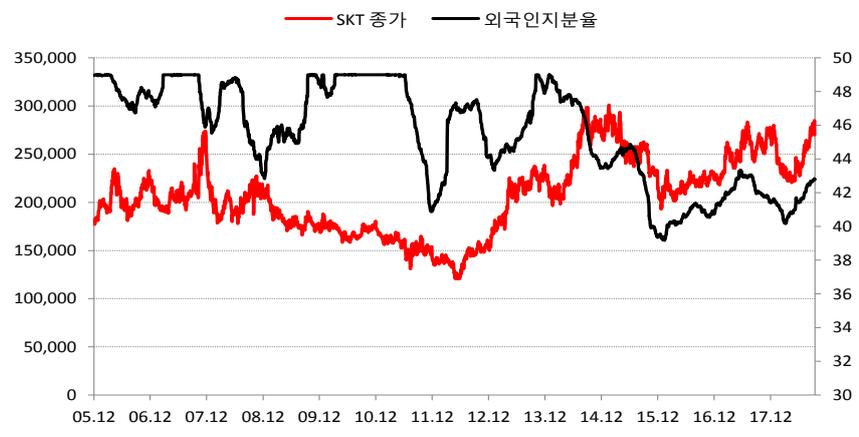


자료: Bloomberg

과거 통신주와 외국인 지분율은 높은 상관관계를 나타내고 있었다. 최근 외국인의 통신주 매수세가 지속되며 외국인의 국내 통신주 투자비중이 높아지고 있는데, 이는 전 세계에서 5G 에 대한 기대감이 커지고 있는 가운데 우리나라의 5G 최초 상용화 가능성이 높기 때문으로 보인다. 또한 국내 통신주는 글로벌 통신사와 비교했을 때 밸류에이션이 여전히 저평가 상태이며 배당수익률도 높은 편이다. 향후에도 외국인의 국내 통신주 선호는 계속될 전망이다.

SK 텔레콤 주가와 외국인 지분율 추이

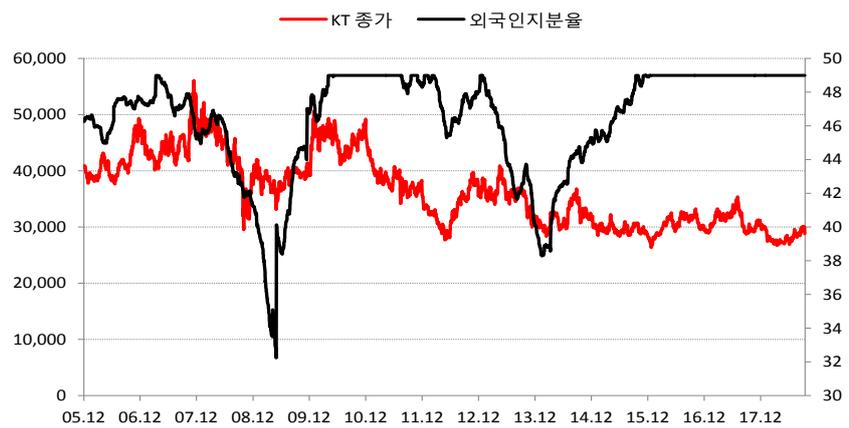
(단위 원 %)



자료: Quantiwise

KT 주가와 외국인 지분율 추이

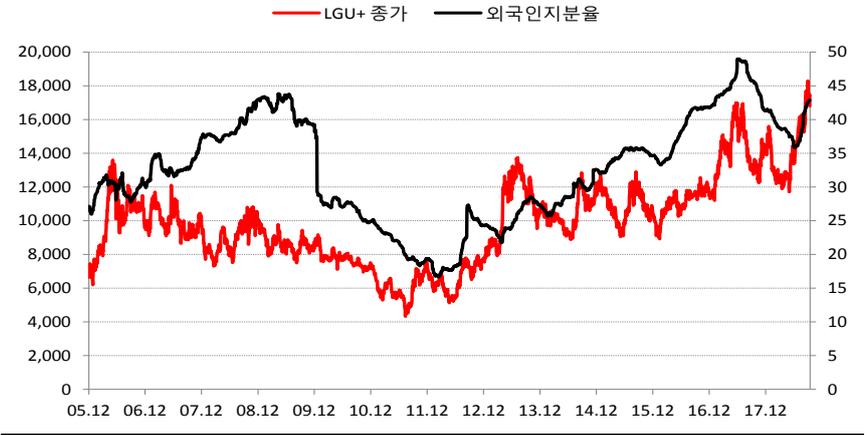
(단위 원 %)



자료: Quantiwise

LG 유플러스 주가와 외국인 지분율 추이

(단위: 원 %)



자료: Quantwise

글로벌 주요 통신사 밸류에이션 비교

(단위: 배, %)

	PER			PBR			EV/EBITDA			배당수익률		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
VERIZON	13.5	14.3	11.6	5.0	7.6	4.1	7.5	7.4	7.1	4.5	4.4	4.4
AT&T	16.8	11.0	9.2	1.7	1.6	1.3	7.8	7.9	7.3	5.1	6.1	6.2
T-MOBILE	25.4	28.1	21.0	2.4	2.8	2.3	7.8	8.1	7.4	n/a	0.0	0.0
SPRINT	n/a	25.1	n/a	1.8	0.7	0.9	6.8	4.6	4.7	n/a	n/a	0.0
NTT DOCOMO	14.8	13.5	14.6	1.7	1.7	1.7	6.6	6.3	6.9	3.1	3.7	3.8
SOFTBANK	9.9	8.5	13.2	2.4	1.8	1.7	8.6	8.2	9.4	0.6	0.6	0.5
KDDI	13.2	11.5	11.4	2.0	1.7	1.7	5.7	5.2	5.5	2.9	3.3	3.4
CHINA MOBILE	11.8	12.4	12.2	1.4	1.4	1.4	3.3	3.5	3.4	3.6	7.9	4.0
CHINA UNICOM	125.6	63.9	28.4	0.9	0.8	0.7	3.7	2.9	2.8	2.1	0.7	1.3
CHINA TELECOM	13.5	15.6	14.0	0.8	0.9	0.8	3.3	3.5	3.3	2.8	2.8	2.9
VODAFONE	n/a	14.0	15.9	0.9	0.9	0.7	6.3	5.9	5.2	5.7	6.7	8.5
ORANGE	20.5	13.4	12.6	1.6	1.1	1.1	6.0	5.5	5.4	4.5	4.8	5.2
SK TELECOM	7.3	8.0	6.7	1.1	1.2	1.0	5.0	5.4	5.7	3.7	3.8	3.8
KT	15.5	9.9	10.4	0.6	0.6	0.6	2.8	2.5	2.6	3.3	3.5	3.7
UG UPLUS	11.2	13.1	12.9	1.2	1.4	1.2	3.6	3.8	3.8	2.5	2.3	2.6

자료: Bloomberg

향후 모멘텀 측면에서도 통신서비스 업체의 주가 상승 가능성은 높다. 당초 우리나라는 2019년 3월 세계 최초 5G 상용화를 계획하고 있었다. 하지만 미국의 AT&T가 연내 5G 상용화를 발표하면서 우리나라도 조기 상용화에 대한 논의가 시작되었다. AT&T는 델러스와 오클라호마시터를 비롯하여 휴스턴, 뉴올리언스, 샌안토니오 등 19곳에서 연내 5G 상용화를 준비 중에 있다. 이에 국내 통신사도 5G 조기 상용화에 대한 논의가 본격화되며 올해 12월 5G 상용화를 추진 중이다. 5G 조기 상용화는 완벽한 5G 상용화라기보다는 일부 지역을 중심으로 스마트폰이 아닌 휴대용 통신모뎀이나 라우터를 활용하는 방식이다. 2011년 LTE가 상용화되기 시작할 때 이런 방법으로 상용화가 시작된 사례가 있다. 조기 상용화 시 5G에 대한 기대감은 최고조에 이를 전망이다.

내년 초에는 CES와 MWC에서 5G 서비스가 구체화될 전망이다. 글로벌 업체들이 참여하는 이 행사를 통해 5G 단말기가 공개될 것이며, 5G에 대한 기대감이 글로벌 통신업체들의 주가에 반영될 것이다. 통신산업의 특성상 글로벌 업체와 국내 통신사의 직접적인 경쟁은 없기 때문에 글로벌 통신사와 국내 통신사의 주가는 함께 상승할 가능성이 매우 높다.

19년 3월에는 5G 공식 단말기가 출시되는 정식 상용화가 예정되어 있다. 정식 상용화가 되면 5G 요금제가 출시될 것이고 이용자는 기존 LTE 대비 빠른 속도를 체감할 수 있을 것이다. 5G 요금제는 종량제가 유력해 통신서비스 업체의 ARPU는 19년 2분기부터 점진적으로 상승할 것이다. 이후 정체되었던 통신서비스 업체의 이동통신 부문 매출이 반등할 것이며, 이는 실적 개선으로 이어져 밸류에이션 부담도 완화시켜줄 것이다.

향후 통신주 주가 상승요인



자료: SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data

자본금	446 억원
발행주식수	8,075 만주
자사주	1,014 만주
액면가	500 원
시가총액	216,802 억원
주요주주	
SK(주)(외4)	25.22%
Citibank(DR)	10.75%
외국인지분률	42.80%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(18/10/15)	268,500 원
KOSPI	2145.12 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	285,000 원
52주 최저가	220,500 원
60일 평균 거래대금	401 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	4.8%
6개월	19.9%	37.2%
12개월	0.4%	15.7%

SK 텔레콤 (017670/KS | 매수(유지) | T.P 330,000 원(상향))

5G 이후 가입자 승수효과와 비통신부문의 긍정적 변화 기대

- 1) 5G 상용화 이후 가입자 승수효과 기대
- 2) 옥수수의 콘텐츠 경쟁력 강화 전망
- 3) ADT 캡스와 NSOK 간의 시너지 발생
- 4) 11 번가 분사 및 유상증자 이후 경쟁력 강화 및 수익성 개선 기대

5G 상용화 이후 가입자 승수효과 기대

5G 가 상용화된 이후 서비스가 안정되면 자율주행차를 비롯하여 IoT 기기, VR 기기, 스마트팩토리, 스마트시티 등 네트워크를 사용하는 기기 수가 증가할 것으로 예상된다. 이 과정에서 기존 이동통신과 네트워크 기기를 결합하는 번들상품이 활성화 될 것이다. SK 텔레콤은 가장 많은 이동통신 가입자를 보유하고 있어 가입자 승수효과가 기대된다. 핸드폰에만 국한되어 있던 매출처가 5G 로 인해 다변화되면서, 번호이동으로 인해 가입자가 지속적으로 감소하고 있는 SK 텔레콤은 가입자 반등의 계기를 맞을 것이다.

비통신부문의 긍정적 변화들

SK 텔레콤은 옥수수의 분사를 통해 콘텐츠 경쟁력을 강화하는 방안을 검토 중이다. 5G 초기 핵심 비즈니스 모델은 미디어가 유력한 가운데 콘텐츠 경쟁력 강화는 통신사업자에겐 필수요소이다. ADT 캡스의 물리보안 시장은 안정적인 성장이 가능한 비즈니스로 기존 NSOK 와의 시너지가 기대된다. 11 번가의 분사와 유상증자도 경쟁력 강화와 수익성 개선의 계기가 될 것이다. 이 같은 비통신부문의 긍정적 변화는 SK 텔레콤 기업 가치 상승을 견인할 전망이다.

투자 의견 매수, 목표주가 330,000 원(상향)

SK 텔레콤에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)5G 상용화 이후 연결기 수 확대에 의해 가입자 승수효과가 예상되고, 2)옥수수의 콘텐츠 경쟁력 강화가 기대되며, 3)ADT 캡스 인수로 NSOK 와의 시너지 발생 가능성이 높기 때문이다. 또한 4)11 번가 분사와 유상증자 이후 경쟁력 강화와 수익성 개선이 유력하기 때문이다. 목표주가는 18년 EPS 에 Target PER 8.6 배를 적용하여 산정한 33 만원으로 상향한다.

영업 실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	171,367	170,918	175,200	169,600	173,599	181,597
yoy	%	-0.2	-0.3	2.5	-3.2	2.4	4.6
영업이익	억원	17,080	15,357	15,366	13,071	13,369	15,271
yoy	%	-6.4	-10.1	0.1	-14.9	2.3	14.2
EBITDA	억원	47,015	46,043	47,841	47,088	47,040	50,322
세전이익	억원	20,354	20,961	34,032	40,517	39,725	42,209
순이익(지배주주)	억원	15,186	16,760	25,998	31,016	30,398	32,338
영업이익률%	%	10.0	9.0	8.8	7.7	7.7	8.4
EBITDA%	%	27.4	26.9	27.3	27.8	27.1	27.7
순이익률	%	8.9	9.7	15.2	18.7	17.9	18.2
EPS	원	18,807	20,756	32,198	38,412	37,646	40,050
PER	배	11.5	10.8	8.3	7.0	7.2	6.7
PBR	배	1.1	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	5.2	5.6	6.0	5.8	5.8	5.5
ROE	%	10.2	10.7	15.4	15.5	13.0	12.6
순차입금	억원	61,271	56,183	55,294	49,532	47,530	47,170
부채비율	%	85.9	94.2	85.4	65.1	70.4	68.0

실적 및 밸류에이션

SK 텔레콤의 3Q18 실적은 영업수익 4 조 4,246 억원(-4.4% yoy), 영업이익 3,299 억원(-15.9% yoy, OPM: 7.8%)으로 예상된다. 선택약정 가입자 확대에 따라 이동전화수익이 전년 동기 대비 8.2% 하락할 것으로 예상돼 영업수익과 영업이익은 전년 동기 대비 감소할 것으로 예상된다. 하지만 이동전화수익은 전기 수준을 유지하면서 매출감소세가 진정될 것으로 예상하며 신규사업 및 자회사 매출이 견조하게 증가하면서 전기 대비 매출액은 증가할 것으로 예상된다. 영업이익은 3Q18 시장 기대치를 다소 하회하겠으나 2019년에는 5G 상용화 이후 이동전화수익 반등이 예상되어 영업이익 반등이 가능할 것으로 예상된다.

SK 텔레콤 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	4,234	4,346	4,443	4,497	4,182	4,154	4,247	4,378	17,520	16,960	17,360
이동전화수익	2,662	2,698	2,717	2,692	2,569	2,498	2,494	2,498	10,769	10,058	10,141
망접속정산수익	173	145	150	157	151	156	152	158	624	617	611
신규사업 및 자회사	1,399	1,503	1,575	1,649	1,462	1,501	1,601	1,721	6,127	6,285	6,608
영업비용	3,824	3,922	4,050	4,187	3,856	3,807	3,917	4,073	15,983	15,653	16,023
영업이익	411	423	392	310	325	347	330	305	1,537	1,307	1,337
영업이익률	9.7%	9.7%	8.8%	6.9%	7.8%	8.4%	7.8%	7.0%	8.8%	7.7%	7.7%

자료: SK 텔레콤, SK 증권

SK 텔레콤에 대한 목표주가를 330,000 원으로 상향한다. 2018년 예상 EPS 38,412 원에 Target PER 8.6 배(16년 이후 평균 12M Forward PER 대비 10% 할인)를 적용하여 산정하였다. SK 텔레콤 현 주가는 12M Forward 기준 7.1 배로 19년 본격적인 영업환경 개선을 고려할 경우 현저한 저평가 상태라 판단한다.

SK 텔레콤 목표주가 산정

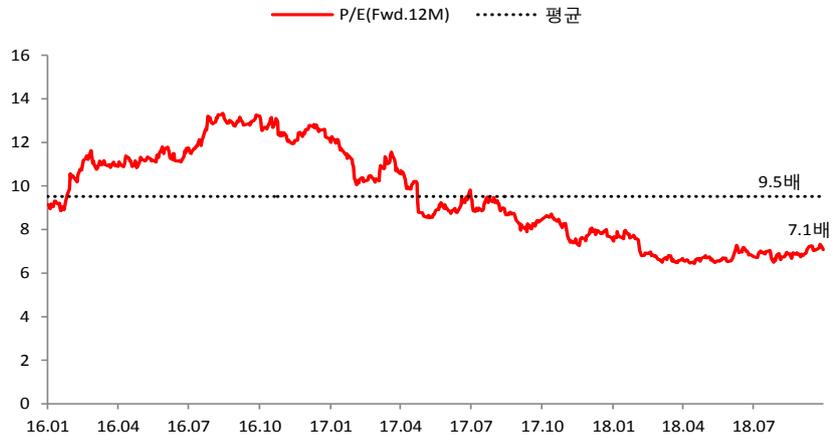
(단위: 원 배)

구분	2018년	2019년
EPS	38,412	37,646
16년 이후 평균 12M Forward PER	9.5	9.5
할인율	10.0%	10.0%
적용 PER	8.6	8.6
적정주가	329,121	322,557
목표주가	330,000	

자료: SK 증권

SK 텔레콤은 3년 평균 12M Forward PER 대비 25% 할인 거래 중

(단위: 배)



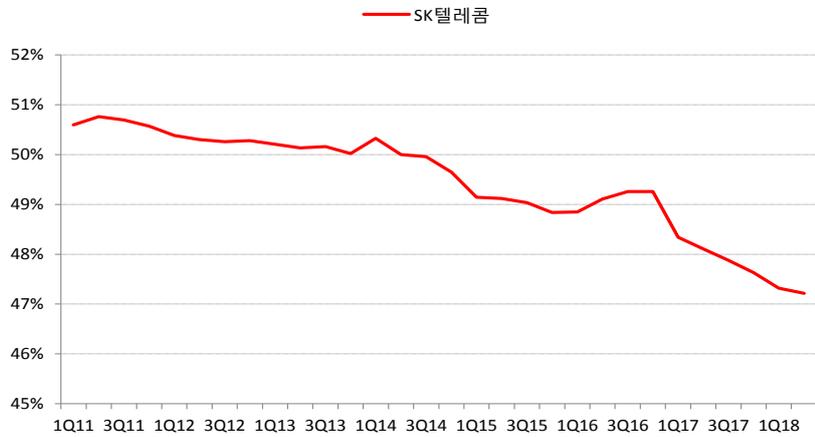
자료: Quantwise

5G 상용화 이후 가입자 증가에 주목

5G 상용화 이후 SK 텔레콤의 가입자 확대가 예상된다. 5G는 최대 연결기기 수가 km^2 당 연결기기수가 100 만개를 지원하게 된다. 이는 4G 10 만개 대비 10 배가 증가한 수치이다. 5G 서비스가 안정화되면 자율주행자동차, IoT 기기, VR 기기를 비롯하여 스마트팩토리, 스마트시티 등 다양한 디바이스가 네트워크로 연결될 것이다. 세계이동통신사업자연합회(GSMA, Global System for Mobile communication Association)에 따르면 유럽에서만 5G 연결 기기수가 2억 1,400 만개를 돌파할 것으로 예상했다.

2G 에서 3G, 4G 를 거치면서 SK 텔레콤의 가입자 점유율은 지속적으로 하락했다. 가장 많은 가입자를 보유해 번호이동에 의한 가입자 이탈의 영향이 가장 컸기 때문이다. 이는 통신가입자가 휴대폰에 한정되어 있는 그 동안의 비즈니스 모델에 기인한다. 하지만 5G 에서는 휴대폰뿐 아니라 네트워크가 다양한 디바이스에 활용될 것이다. 통신사는 휴대폰 가입자와 자율주행차, VR 기기, IoT 기기 등을 묶는 결합요금제를 활성화시킬 것이며, 이 때는 이동전화 가입자를 가장 많이 확보하고 있는 SK 텔레콤의 수혜가 예상된다. 기존 가입자를 기반으로 가입자 상승효과가 예상되기 때문이다.

SK 텔레콤 이동통신 점유율 추이



자료: SK 증권

옥수수 중심의 미디어 사업부 확장전략

연초 대비 76.9% 상승한 넷플릭스의 주가가 말해주듯이 프리미엄 OTT에 대한 수요는 폭발적으로 증가하고 있다. 특히 AT&T와 Time Warner의 합병 등 통신사의 미디어 사업에 대한 투자는 글로벌 대세로 자리잡았다. 5G 상용화 이후 데이터 사용량을 증가시키기 위해 미디어는 필수적인 투자요소이며, 미디어 사업부의 경쟁력은 결국 콘텐츠에서 나올 것으로 예상된다. SK 텔레콤은 옥수수라는 OTT를 보유하고 있는데, 최근 언론보도에 따르면 옥수수를 분할하고 투자를 유치하여 콘텐츠 경쟁력을 강화할 계획인 것으로 알려졌다. 콘텐츠가 미디어 사업부의 경쟁력이라는 점을 감안했을 때 투자 유치를 통한 콘텐츠 경쟁력 강화는 유효한 미디어 전략으로 판단한다.

넷플릭스 주가 추이

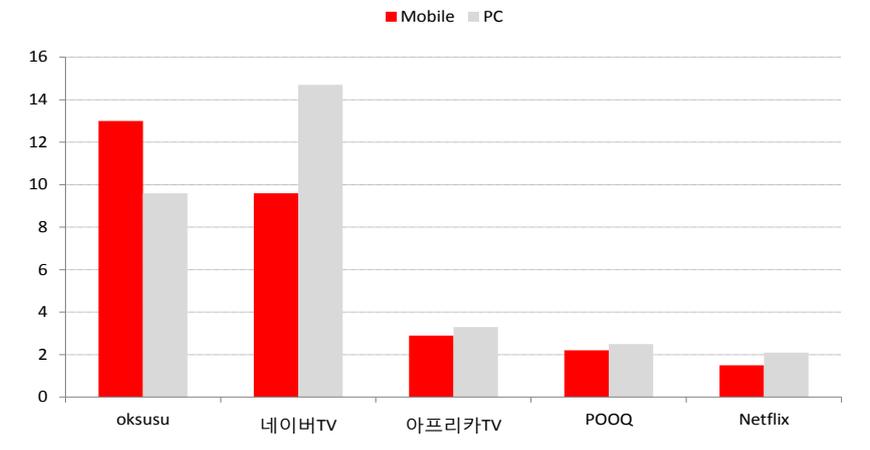
(단위: 달러)



자료: SK 증권

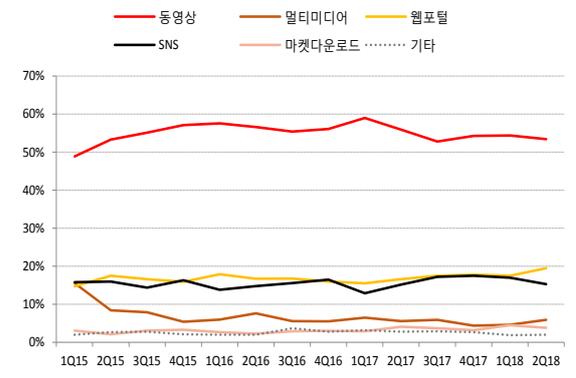
국내 주요 OTT 점유율

(단위: %)



자료: DMC 미디어

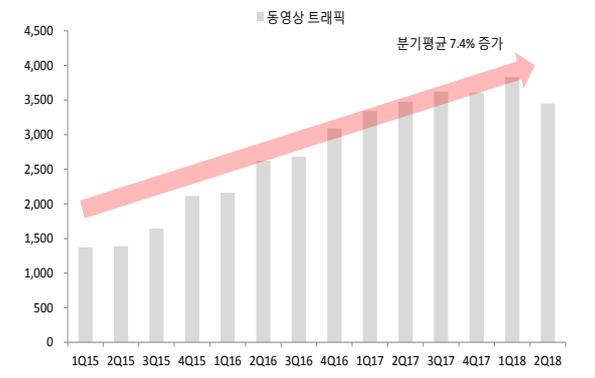
콘텐츠 유형별 트래픽 현황



자료: 과학기술정보통신부

동영상 트래픽 추이

(단위: TB)



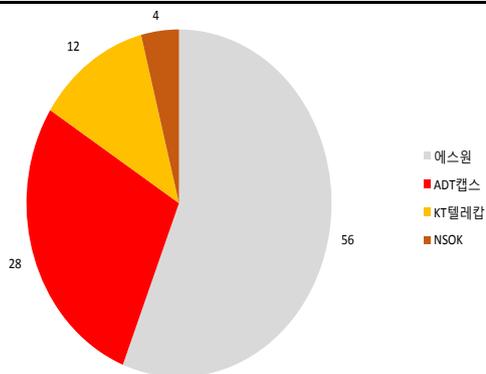
자료: 과학기술정보통신부

성장 잠재력과 시너지 가능성 높은 보안사업

SK 텔레콤은 ADT 캡스 지분 55%와 경영권을 7,020 억원에 인수하기로 결정하였다. 이는 ADT 캡스의 Enterprise Value 를 2.97 조원으로 평가한 것으로, EV/EBITDA 기준 11 배에 해당한다. 국내 보안시장은 미국, 일본 등에 비해 보급율이 낮아 성장잠재력이 높고, 2017 년 17 부터 2022 년까지 연 평균 7.5% 성장이 예상된다. ADT 캡스는 국내 물리보안시장의 28%(17 년 매출액 기준)를 점유하고 있으며, 영업이익률도 19.9%로 경쟁사 대비 높은 수익성을 기록하고 있다.

SK 텔레콤의 ADT 캡스 인수는 SK 텔레콤의 기업가치 증가에 긍정적이다. 그 이유는 1) 2014 년 SK 텔레콤이 인수한 NSOK(2016 년 이후 SK 텔링크 자회사로 편입)와 ADT 캡스 사이에서 비용 효율화를 통한 수익성 개선 등 시너지 발생 가능성이 높기 때문이다. 시너지 극대화를 위해 SK 텔링크로부터 NSOK 지분을 매입한 후 ADT 캡스와 합병시킬 가능성도 높다. 2)SK 텔레콤과의 직접적인 시너지도 예상된다. SK 텔레콤의 IoT 기기, 통합관리 솔루션 등과의 결합은 물론 주차장 관리 사업 등 신규사업 진출 기회도 확대될 수 있기 때문이다. 또한 3)SK 계열사로의 고객사 확대도 용이할 것으로 예상된다.

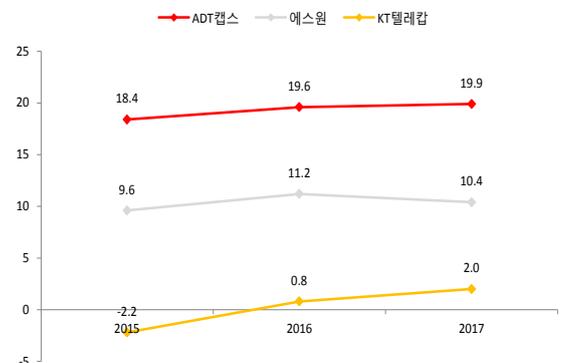
국내 보안업체 매출 점유율(2017년 기준)



자료: SK 텔레콤

국내 보안업체 영업이익률 추이

(단위: TB)



자료: SK 텔레콤

ADT 캡스 영업실적

(단위: 억원)

	2015	2016	2017
매출액	6,664	6,933	7,217
매출총이익	2,481	2,620	2,758
매출총이익률	37.2%	37.8%	38.2%
영업이익	1,225	1,358	1,435
영업이익률	18.4%	19.6%	19.9%
당기순이익	1,079	408	1,633
당기순이익률	16.2%	5.9%	22.6%

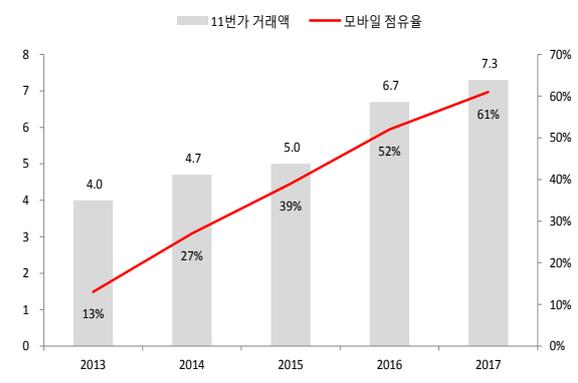
자료: ADT 캡스

11 번가 분사로 커머스사업 수익성 개선

SK 텔레콤의 11 번가는 월간 UV 기준 국내 1 위(18년 5월 PC와 모바일 합산 기준)의 대표적인 이커머스 업체이다. 거래액 기준으로 2017년 7.3 조원을 돌파하였고 이중 모바일 비중은 61%에 달한다. 그럼에도 불구하고 이커머스의 경쟁 격화로 영업적자가 지속되며 SK 텔레콤 연결 기준 실적 부진의 한 원인으로 지적되고 있다.

11 번가 거래액 추이

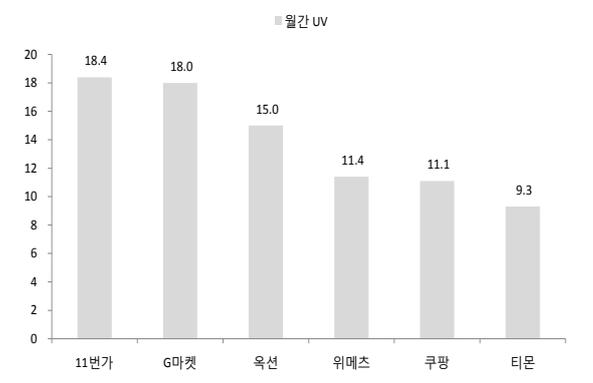
(단위: 조원)



자료: SK 텔레콤

주요 커머스 업체 월간 UV

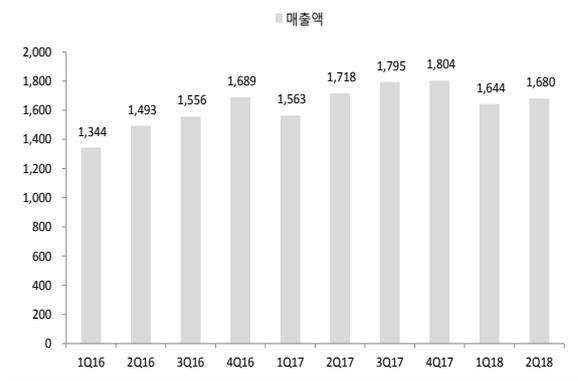
(단위: 백만명)



자료: 닐슨코리안클릭 SK 텔레콤 재인용
주: PC와 모바일 합산, 2018년 5월 기준

11 번가 분기별 매출액 추이

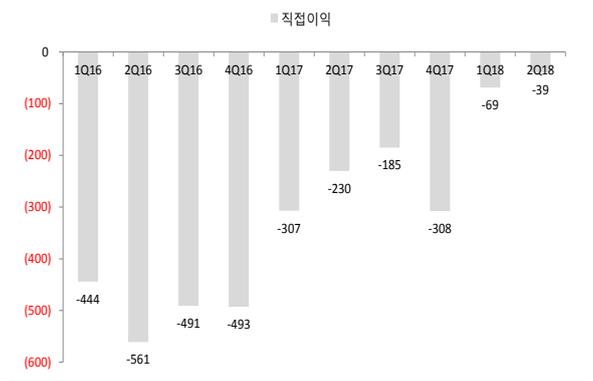
(단위: 억원)



자료: SK 텔레콤

11 번가 분기별 직접이익 추이

(단위: 억원)

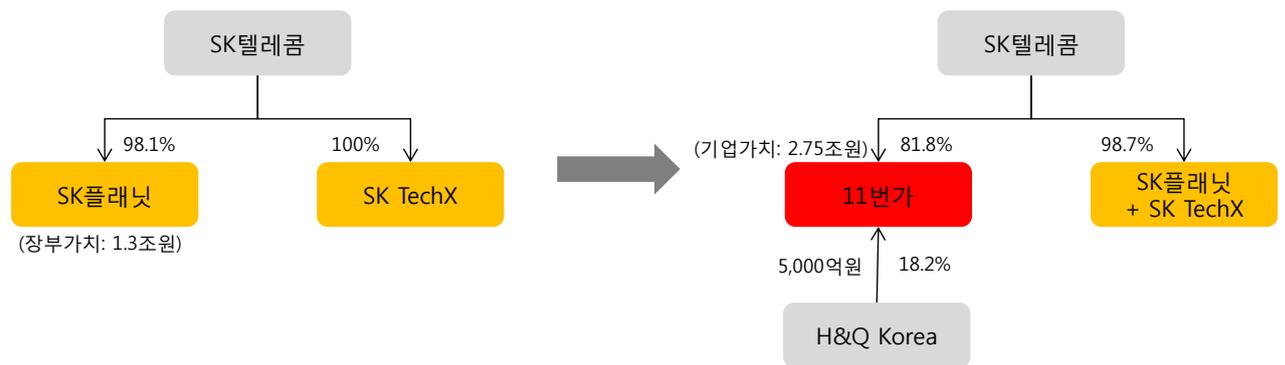


자료: SK 텔레콤

11 번가는 최근 효율적 마케팅 비용 집행을 통해 적자 규모를 축소시키고 있다. 직접이익 기준으로는 이미 BEP에 근접한 상태이다. 11 번가는 SK 플래닛으로부터 독립하여 커머스 전문회사로 출범하였다. 이 과정에서 5,000 억원 규모의 유상증자를 단행하였으며 유상증자 이후 SK 텔레콤의 11 번가 지분율은 81.8%가 된다. 5,000 억원은 H&Q Korea가 참여하게 되며 11 번가의 기업가치는 2.75 조원 수준이다. 11 번가는 분할과 유상증자로 빠른 시장대응과 효율적인 마케팅 비용 집행이 가능해질 것으로 예상되며

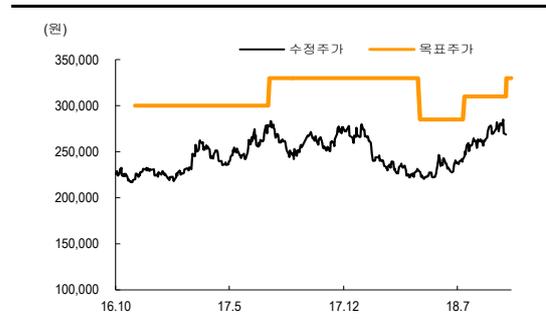
2.75 조원의 기업가치를 인정받아 SK 텔레콤의 지분가치가 현실화될 것으로 보인다
(11 번가는 SK 플래닛의 한 사업부로서 SK 텔레콤이 보유하고 있는 SK 플래닛의 장부
가치는 1.3 조원에 불과했음).

11 번가 분사 및 유상증자



자료 SK 텔레콤

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.16	매수	330,000원	6개월		
2018.07.30	매수	310,000원	6개월	-14.53%	-8.06%
2018.05.08	매수	285,000원	6개월	-18.67%	-13.51%
2018.02.06	매수	330,000원	6개월	-23.09%	-14.09%
2017.12.12	매수	330,000원	6개월	-20.17%	-14.09%
2017.11.07	매수	330,000원	6개월	-20.92%	-14.09%
2017.07.31	매수	330,000원	6개월	-20.88%	-14.09%
2017.07.17	매수	300,000원	6개월	-20.07%	-7.00%
2017.06.22	매수	300,000원	6개월	-20.64%	-8.50%
2017.04.27	매수	300,000원	6개월	-21.48%	-12.50%
2017.04.12	매수	300,000원	6개월	-22.31%	-12.50%
2017.02.06	매수	300,000원	6개월	-22.75%	-12.50%
2016.11.22	매수	300,000원	6개월	-25.03%	-22.50%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 1 현재 SK 텔레콤(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 16일 기준)

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

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	59,966	62,018	83,631	91,184	109,339
현금및현금성자산	15,052	14,577	23,417	26,302	26,662
매출채권및기타채권	33,624	33,868	49,029	53,606	71,181
재고자산	2,598	2,724	1,926	1,966	2,061
비유동자산	253,010	272,269	286,609	331,335	349,045
장기금융자산	11,400	12,383	11,848	11,848	11,848
유형자산	103,742	101,449	86,769	53,099	18,048
무형자산	57,088	55,020	53,812	55,050	56,289
자산총계	312,977	334,287	370,240	422,519	458,384
유동부채	64,441	71,091	53,503	63,359	56,433
단기금융부채	12,798	19,921	13,187	13,187	13,187
매입채무 및 기타채무	21,702	22,188	26,187	32,164	33,717
단기충당부채	662	521	121	140	163
비유동부채	87,371	82,904	92,481	111,228	129,110
장기금융부채	64,788	58,191	66,056	66,937	66,937
장기매입채무 및 기타채무	16,246	13,468	584	3,584	6,584
장기충당부채	317	327	40	77	116
부채총계	151,812	153,995	145,984	174,587	185,543
지배주주지분	159,714	178,421	221,527	244,546	268,801
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
기타자본구성요소	-31,146	-31,181	-31,251	-31,251	-31,251
자기주식	-22,606	-22,606	-22,606	-22,606	-22,606
이익잉여금	159,532	178,359	222,447	245,784	270,356
비지배주주지분	1,450	1,871	2,730	3,385	4,040
자본총계	161,164	180,292	224,256	247,931	272,841
부채외자본총계	312,977	334,287	370,240	422,519	458,384

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	43,455	39,166	47,752	9,493	7,661
당기순이익(손실)	16,601	26,576	31,655	31,036	32,977
비현금성항목등	30,396	20,968	16,083	16,004	17,345
유형자산감가상각비	30,686	32,475	34,018	33,671	35,051
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-1,364	1,374	3,057	1,934	1,934
운전자본감소(증가)	138	-2,615	2,690	-40,888	-45,457
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-5,049	-2,518	-14,948	-4,577	-17,575
재고자산감소(증가)	8	-180	818	-39	-95
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,920	1,084	7,377	5,977	1,554
기타	1,258	-1,001	9,443	-42,248	-29,341
법인세납부	-3,679	-5,763	-2,677	3,340	2,797
투자활동현금흐름	-23,193	-28,972	-17,089	-441	478
금융자산감소(증가)	1,850	-1,758	2,152	0	0
유형자산감소(증가)	-24,679	-26,865	-19,890	0	0
무형자산감소(증가)	-6,189	-1,369	-1,239	-1,239	-1,239
기타	5,824	1,020	1,888	798	1,717
재무활동현금흐름	-12,901	-10,607	-21,852	-6,168	-7,780
단기금융부채증가(감소)	-2,574	1,274	-856	0	0
장기금융부채증가(감소)	223	2,179	1,591	882	0
자본의증가(감소)	0	0	3,988	0	0
배당금의 지급	-7,061	-7,061	-7,061	-7,061	-7,767
기타	-3,489	-6,999	-20,220	12	-13
현금의 증가(감소)	7,363	-475	8,840	2,884	360
기초현금	7,689	15,052	14,577	23,417	26,302
기말현금	15,052	14,577	23,417	26,302	26,662
FCF	17,459	13,886	-1,480	1,414	-293

자료 : SK텔레콤, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	170,918	175,200	169,600	173,599	181,597
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	170,918	175,200	169,600	173,599	181,597
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	155,561	159,834	156,530	160,230	166,326
영업이익	15,357	15,366	13,071	13,369	15,271
영업이익률 (%)	9.0	8.8	7.7	7.7	8.4
비영업손익	5,604	18,666	27,446	26,356	26,938
순금융비용	2,361	2,231	1,981	2,190	1,296
외환관련손익	-15	-69	-56	-56	-56
관계기업투자등 관련손익	5,445	22,457	31,735	30,536	30,224
세전계속사업이익	20,961	34,032	40,517	39,725	42,209
세전계속사업이익률 (%)	12.3	19.4	23.9	22.9	23.2
계속사업법인세	4,360	7,457	8,862	8,689	9,232
계속사업이익	16,601	26,576	31,655	31,036	32,977
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16,601	26,576	31,655	31,036	32,977
순이익률 (%)	9.7	15.2	18.7	17.9	18.2
지배주주	16,760	25,998	31,016	30,398	32,338
지배주주귀속 순이익률(%)	9.81	14.84	18.29	17.51	17.81
비지배주주	-159	578	639	639	639
총포괄이익	14,128	26,566	31,355	30,736	32,676
지배주주	14,330	25,972	30,699	30,081	32,021
비지배주주	-202	594	655	655	655
EBITDA	46,043	47,841	47,088	47,040	50,322

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-0.3	2.5	-3.2	2.4	4.6
영업이익	-10.1	0.1	-14.9	2.3	14.2
세전계속사업이익	3.0	62.4	19.1	-2.0	6.3
EBITDA	-2.1	3.9	-1.6	-0.1	7.0
EPS(계속사업)	10.4	55.1	19.3	-2.0	6.4
수익성 (%)					
ROE	10.7	15.4	15.5	13.0	12.6
ROA	5.5	8.2	9.0	7.8	7.5
EBITDA마진	26.9	27.3	27.8	27.1	27.7
안정성 (%)					
유동비율	93.1	87.2	156.3	143.9	193.8
부채비율	94.2	85.4	65.1	70.4	68.0
순차입금/자기자본	34.9	30.7	22.1	19.2	17.3
EBITDA/이자비용(배)	15.9	16.0	15.8	15.7	16.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,756	32,198	38,412	37,646	40,050
BPS	197,799	220,967	274,351	302,860	332,898
CFPS	58,759	72,417	80,542	79,346	83,458
주당 현금배당금	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.3	8.8	7.4	7.6	7.1
PER(최저)	9.3	6.8	5.7	5.9	5.5
PBR(최고)	1.2	1.3	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
PCR	3.8	3.7	3.4	3.4	3.2
EV/EBITDA(최고)	5.7	6.3	6.0	6.1	5.8
EV/EBITDA(최저)	5.0	5.2	4.9	5.0	4.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

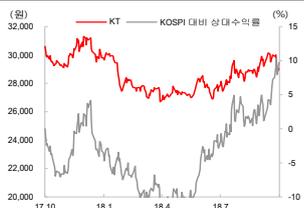
Company Data

자본금	15,645 억원
발행주식수	26,111 만주
자사주	1,597 만주
액면가	5,000 원
시가총액	75,853 억원
주요주주	
Citibank(DR)	34.66%
국민연금공단	11.07%
외국인지분률	49.00%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(18/10/15)	29,050 원
KOSPI	2145.12 pt
52주 Beta	0.25
52주 최고가	31,300 원
52주 최저가	26,700 원
60일 평균 거래대금	186 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.3%	7.7%
6개월	8.8%	24.5%
12개월	-3.0%	11.8%

KT (030200/KS | 매수(유지) | T.P 35,000 원(상향))

5G 에서도 유선부문의 경쟁력은 유효

- 1) 평창동계올림픽을 통한 5G 운용 경험 보유
- 2) 필수설비 등 유선부문 경쟁력 유효
- 3) 은산분리 규제완화 이후 케이뱅크 성장 가능성
- 4) 구체적인 5G 투자계획 발표 등 차질없이 5G 서비스 준비 중

5G 운용경험과 유선부문 경쟁력

KT 는 평창동계올림픽에서 28GHz 를 이용하여 다양한 5G 서비스를 시현한 바 있다. 이는 5G 상용화 이후 경쟁사에게는 없는 훌륭한 자산이 될 것이다. KT 의 유선부문 경쟁력 또한 높다. 전주, 관로, 광케이블의 점유율이 경쟁사 대비 월등히 높기 때문이다. 필수설비 공용화 대가에 대한 논의가 진행 중에 있는데 합리적으로 대가가 산정된다면 KT 에 긍정적이며, 대가산정이 늦어져도 KT 유선부문의 경쟁력은 부각될 전망이다.

은산분리 규제완화 이후 케이뱅크 성장 기대감

KT 가 지분 10%를 보유하고 있는 케이뱅크는 은산분리 규제가 완화됨에 따라 성장에 대한 기대감이 확대되고 있다. 케이뱅크는 2019 년까지 자본금 규모를 1 조원으로 확대 (현재 3,800 억원)할 예정인데, 이 과정에서 KT 의 지분율도 30% 내외로 확대될 전망이다. Jibun Bank 와 같이 통신사 기반의 인터넷은행 성공사례가 있어 유상증자로 자본금 규모를 확대한 케이뱅크의 성장 가능성은 충분하다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 35,000 원(상향)

KT 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)5G 상용화 과정에서 이미 평창동계올림픽에서 축적한 경험이 큰 자산이 될 것이며, 2)5G 서비스의 근간이 되는 유선부문의 경쟁력이 경쟁사 대비 높고, 3)은산분리 완화에 따라 케이뱅크의 성장가능성이 높기 때문이다. 또한 4)경쟁사 중 가장 먼저 차세대 네트워크에 대한 투자를 구체화하는 등 5G 상용화를 위한 준비과정이 차질 없이 진행되고 있기 때문이다. 목표주가는 18년 EPS 에 Target PER 11.6 배를 적용하여 산정한 35,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	222,812	227,437	233,873	234,020	238,529	243,342
yoy	%	-0.1	2.1	2.8	0.1	1.9	2.0
영업이익	억원	12,929	14,400	13,753	13,980	15,071	16,519
yoy	%	흑전	11.4	-4.5	1.7	7.8	9.6
EBITDA	억원	49,330	48,615	48,130	47,389	49,381	49,786
세전이익	억원	7,195	11,270	8,370	12,322	12,880	14,778
순이익(지배주주)	억원	5,530	7,111	4,767	7,900	8,440	9,804
영업이익률%	%	5.8	6.3	5.9	6.0	6.3	6.8
EBITDA%	%	22.1	21.4	20.6	20.3	20.7	20.5
순이익률	%	2.8	3.5	2.4	3.7	3.9	4.4
EPS	원	1,577	2,723	1,826	3,025	3,232	3,755
PER	배	17.9	10.8	16.6	9.6	9.0	7.7
PBR	배	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	3.2	3.2	3.1	2.8	2.5	2.3
ROE	%	5.2	6.4	4.1	6.4	6.3	7.1
순차입금	억원	60,860	47,893	41,462	28,708	21,964	12,244
부채비율	%	141.2	139.1	126.2	106.5	103.5	85.9

실적 및 밸류에이션

KT 의 3Q18 실적은 영업수익 5 조 8,689 억원(0.7% yoy), 영업이익 3,743 억원(-0.8% OPM: 6.4%)이다. 선택약정 가입자 확대에 따른 무선수익 감소에도 영업수익과 영업이익은 전년 수준의 양호한 실적이 예상된다. 2018년 무선부문은 수익감소가 불가피하겠으나, 2019년 5G 상용화 이후 매출 반등이 가능할 전망이다. 초고속인터넷과 IPTV는 양질의 가입자 확대에 따른 견조한 매출이 예상된다.

KT 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	5,612	5,842	5,827	6,107	5,710	5,807	5,869	6,016	23,387	23,402	23,853
서비스수익	4,949	5,069	5,047	5,058	4,864	5,004	5,058	5,045	20,123	19,970	20,368
무선	1,794	1,781	1,817	1,811	1,741	1,764	1,770	1,786	7,203	7,060	7,127
유선	1,254	1,226	1,218	1,203	1,199	1,182	1,193	1,192	4,901	4,765	4,741
미디어/콘텐츠	520	561	573	585	554	595	607	619	2,238	2,375	2,530
금융/렌탈	847	915	874	893	833	867	894	852	3,528	3,446	3,457
기타서비스	534	586	566	567	537	597	594	597	2,252	2,325	2,513
상품수익	663	773	779	1,048	847	803	811	971	3,264	3,432	3,485
영업비용	5,195	5,395	5,449	5,972	5,313	5,408	5,495	5,789	22,012	22,004	22,346
영업이익	417	447	377	134	397	399	374	227	1,376	1,398	1,507
영업이익률	7.4%	7.7%	6.5%	2.2%	7.0%	6.9%	6.4%	3.8%	5.9%	6.0%	6.3%

자료: KT, SK 증권

KT에 대한 목표주가를 35,000 원으로 상향한다. 2018년 예상 EPS 3,025 원에 Target PER 11.6 배(16년 이후 평균 12M Forward PER 대비 15% 할증)를 적용하여 산정하였다. KT의 현 주가는 과거 3년 평균 12M Forward PER 대비 소폭 높지만, 2018년 EV/EBITDA 기준 2.9 배로 경쟁사 대비 현저하게 저평가되어 있다.

KT 목표주가 산정

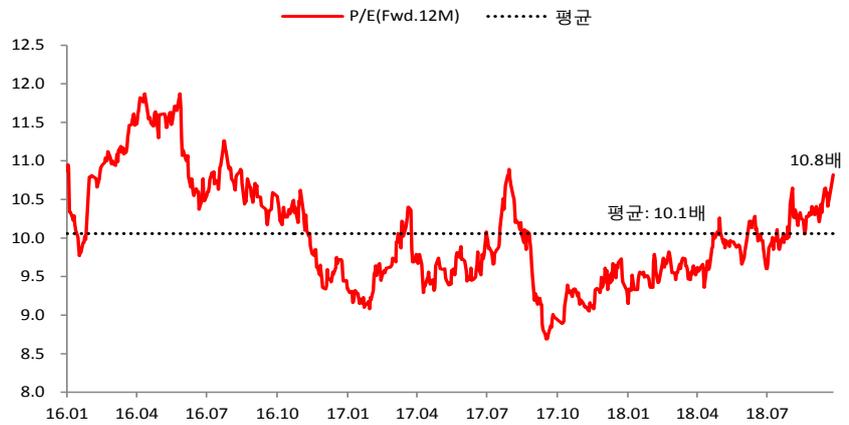
(단위: 원 배)

구분	2018년	2019년
EPS	3,025	3,232
16년 이후 평균 12M Forward PER	10.1	10.1
할인(증)율	15%	15%
적용 PER	11.6	11.6
적정주가	34,993	37,385
목표주가	35,000	

자료: SK 증권

KT 3년 평균 12M Forward PER 대비 7.6% 할인 거래 중

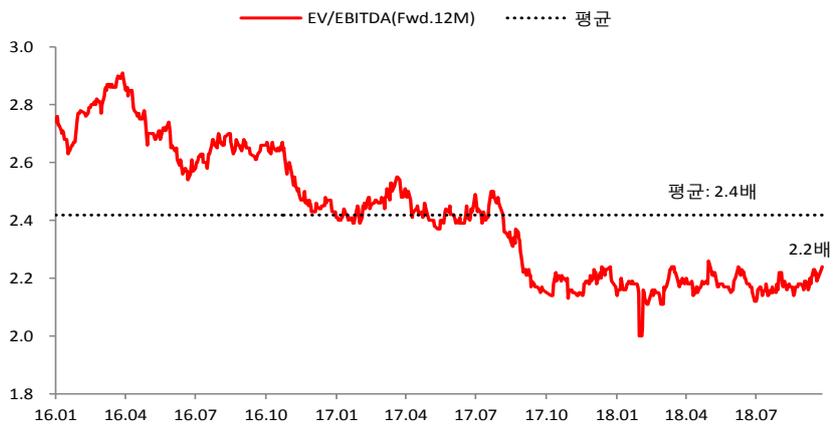
(단위: 배)



자료: Quantwise

KT 3년 평균 12M Forward EV/EBITDA 대비 7.4% 할인 거래 중

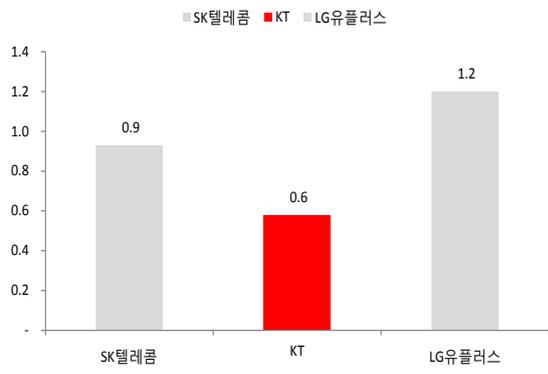
(단위: 배)



자료: Quantwise

통신 3사 18년 PBR

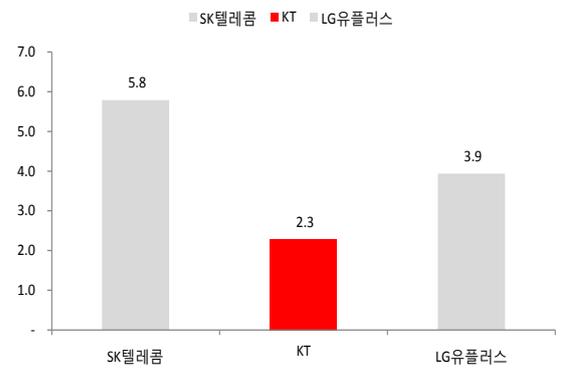
(단위: 배)



자료: Quantwise

통신 3사 18년 EV/EBITDA

(단위: 배)



자료: Quantwise

5G 운용 경험과 유선의 경쟁력

KT는 2018년 평창동계올림픽 공식 통신 파트너로서 평창과 강릉지역에서 28GHz를 활용해 5G 기술을 운용한 경험을 보유하고 있다. 5G 전용단말기와 자율주행버스를 선보였고, TV 중계에도 5G 기술을 활용하면서 성공적으로 5G 서비스를 선보였다. 5G 기술이 적용된 개막식의 비둘기 공연과 자율주행버스 운행도 성공적이었다. 평창에서 성공적인 5G 서비스 운용 경험은 5G 상용화에 있어 KT의 자산이 될 것이다.

5G 기술이 적용된 평창동계올림픽 개회식



자료: 언론보도자료

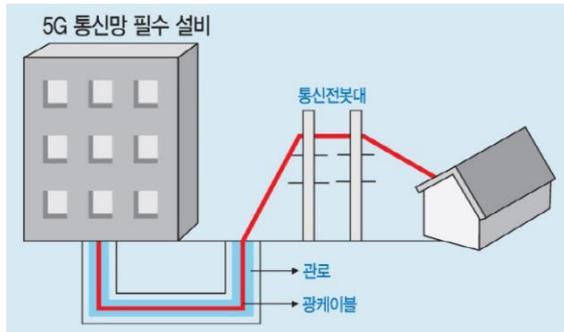
KT의 5G 자율주행버스



자료: 언론보도자료

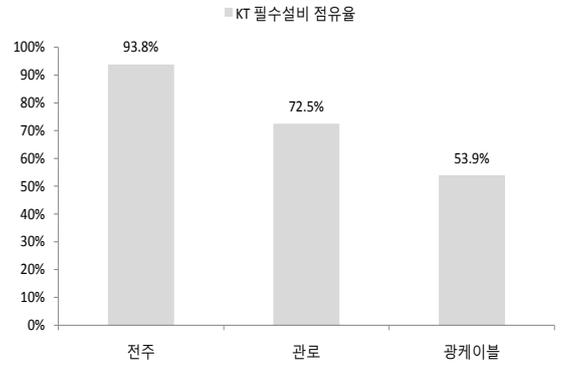
또한 KT는 유선부문에서 경쟁사 대비 높은 경쟁력을 보유하고 있다. 이동전화 서비스의 경쟁력은 유선부문 경쟁력과 밀접하다. 이동전화 서비스를 이용 시 이용자는 무선으로 서비스를 이용하고 있지만 기지국 이후에는 유선으로 연결되기 때문이다. KT의 필수설비 점유율은 전주 93.8%, 관로 72.5%, 광케이블 53.9%로 경쟁사 대비 높은 유선의 경쟁력을 보유하고 있다. 이런 필수설비에 대해 경쟁사에도 임대해 주는 필수설비 공용화가 과학기술정보통신부 주도로 진행 중에 있다. 현재 대가 산정에 어려움을 겪고 있는 것으로 알려져 있는데, KT 입장에서는 충분한 대가를 원할 것이다. 만약 대가 산정 작업이 늦어진다고 하면 KT의 유선부문 경쟁력은 경쟁사 대비 더욱 부각될 수 있을 것으로 예상된다. 필수설비 공용화에 있어 시간은 KT의 편이다.

5G 기술이 적용된 평창동계올림픽 개최식



자료: 이데일리

KT의 필수설비 점유율

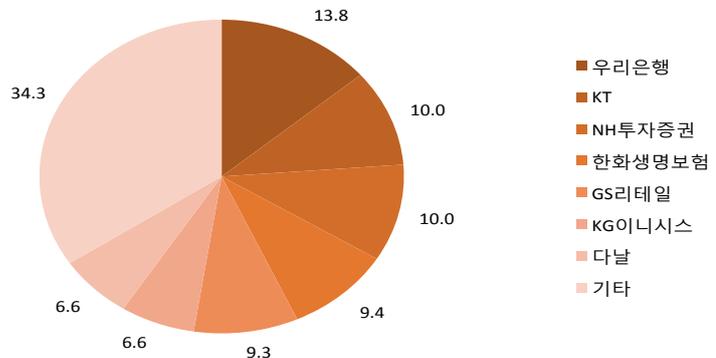


자료: 과학기술정보통신부

은산분리 완화로 케이뱅크 성장 가능성 확대

인터넷 전문은행에 대한 은산분리 규제 완화에 대한 내용을 담은 인터넷 전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법이 지난 9월 20일 국회 본회의를 통과하였고, 10월 8일 국무회의를 통과하였다. 산업자본의 인터넷은행 지분 보유 한도가 현행 10%(의결권 기준 4%)에서 34%로 상향한다는 내용을 골자로 한다. KT는 케이뱅크에 대한 지분율이 10%로 은산분리 완화로 28~38% 수준으로 증가할 전망이다. 이에 앞서 1,200억원의 유상증자를 통해 현재 3,800억원의 자본금을 5,000억원 규모로 확대하기로 하였다. 이번 유상증자에는 IMM PE가 참여할 예정으로 유상증자 성공 가능성이 높다. 케이뱅크는 2019년까지 자본금을 1조원까지 확대할 예정이다. 자본금 확대는 케이뱅크 경쟁력 확대에 이어지면서 그 동안 부진했던 인터넷은행에서의 성과가 가시화될 것으로 예상된다.

케이뱅크 주주 구성



자료: 케이뱅크

케이뱅크 실적 추이

(단위: 백만원)

	2017	1H18
영업수익	23,117	29,752
이자수익	20,926	26,411
수수료수익	2,187	3,272
기타영업수익	4	69
영업비용	106,861	69,296
이자비용	7,499	10,905
수수료지급비용	10,792	8,584
기타영업비용	88,570	49,807
영업이익	-	83,744
총당기순이익	-	83,787

자료: 금융통계정보시스템

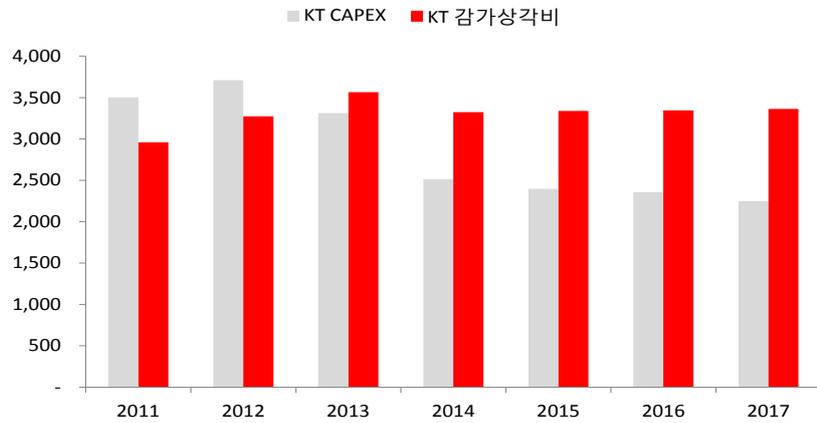
물론 법안 시행은 내년 1월까지 기다려야 하며 '대주주 적격성 심사'라는 과제도 남아 있다. 또한 키움증권, 인터파크 등이 인터넷은행 설립에 관심을 보이고 있어 경쟁 격화 가능성도 높다. 하지만 일본의 KDDI가 참여(지분율 50%)한 Jibun Bank가 통신 가입자 고객을 대상으로 모바일뱅킹 플랫폼을 제공하여 가입자 200만을 보유하고 개인예금 중심으로 흑자 전환한 사례가 있어 케이뱅크도 통신사 중심의 인터넷뱅크로서 성공 가능성도 충분하다는 판단이다.

5G 투자계획 구체화

KT는 지난 9월 향후 5년간 23조원 투자계획을 발표하였다. 이 중 AI, IoT 등 정보통신분야에 3.9조원, 5G, 10기가 인터넷 등 네트워크 투자에 9.6조원, 기존 망 유지/보수 및 BC카드 등 그룹 계열사 투자에 9.5조원에 투자하기로 하였다. 이 중 5G 등 네트워크 투자 규모는 9.6조원으로 통신사 중 가장 먼저 차세대 네트워크 투자를 발표한 것이다. 이는 과거 네트워크 투자와 비교했을 때 합리적 수준으로 판단해 5G 투자에 대한 부담이 크지 않을 것으로 판단한다. 투자에 대한 계획이 구체화된 만큼 5G 서비스 일정은 차질 없이 진행될 것으로 예상된다. 다만 5년간 투자계획에는 3만 6천명의 정규직을 채용할 계획을 포함하고 있는데, 향후 고정비에 대한 부담이 될 수도 있다.

KT CAPEX 및 감가상각비 추이

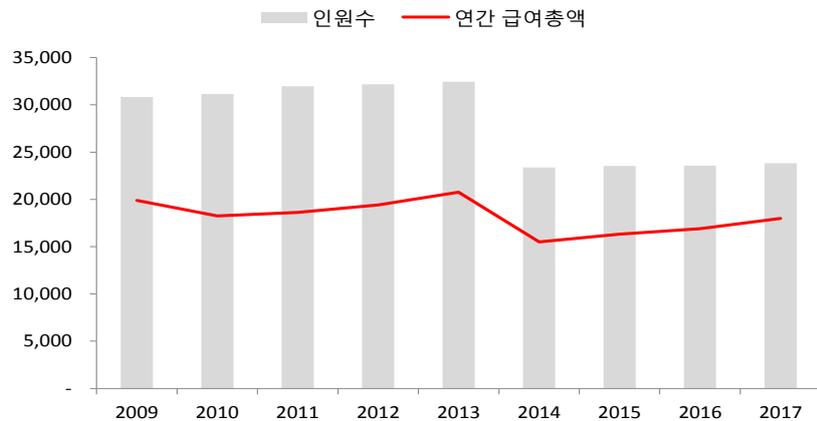
(단위: 십억원)



자료: KT

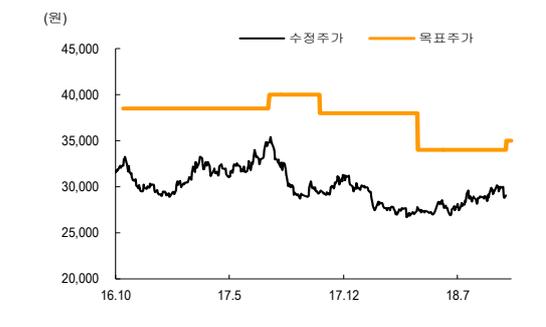
KT 인원수 및 총 급여액 추이

(단위: 억원)



자료: KT

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.16	매수	35,000원	6개월		
2018.08.06	매수	34,000원	6개월	-16.84%	-11.32%
2018.05.04	매수	34,000원	6개월	-18.60%	-13.97%
2018.02.07	매수	38,000원	6개월	-24.01%	-17.63%
2017.12.12	매수	38,000원	6개월	-20.98%	-17.63%
2017.11.02	매수	38,000원	6개월	-21.45%	-18.03%
2017.07.31	매수	40,000원	6개월	-22.62%	-11.50%
2017.07.17	매수	38,500원	6개월	-18.59%	-9.48%
2017.05.02	매수	38,500원	6개월	-18.99%	-11.69%
2017.04.12	매수	38,500원	6개월	-20.02%	-13.64%
2017.02.02	매수	38,500원	6개월	-20.24%	-13.64%
2016.11.22	매수	38,500원	6개월	-21.53%	-13.64%
2016.10.31	매수	38,500원	6개월	-17.15%	-13.64%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 16일 기준)

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

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	96,433	95,221	118,121	129,670	149,967
현금및현금성자산	29,003	19,282	30,303	37,047	46,767
매출채권및기타채권	53,312	58,425	57,557	57,553	65,490
재고자산	3,780	4,577	7,219	12,031	12,128
비유동자산	209,444	200,585	183,624	179,556	145,430
장기금융자산	6,647	7,550	7,577	7,577	7,577
유형자산	143,121	135,623	124,891	127,333	99,431
무형자산	30,228	26,327	23,103	22,236	21,556
자산총계	305,877	295,806	301,744	309,226	295,396
유동부채	94,661	94,581	90,965	95,771	70,159
단기금융부채	18,842	16,793	19,417	19,417	19,417
매입채무 및 기타채무	70,758	73,555	67,378	72,185	46,086
단기충당부채	965	782	770	769	1,229
비유동부채	83,268	70,461	64,677	61,530	66,370
장기금융부채	65,259	53,677	48,196	48,196	48,196
장기매입채무 및 기타채무	10,716	8,931	8,124	429	429
장기충당부채	1,007	1,249	1,492	2,983	4,475
부채총계	177,930	165,043	155,642	157,301	136,529
지배주주지분	114,419	116,846	130,976	135,887	141,916
자본금	15,645	15,645	15,645	15,645	15,645
자본잉여금	14,409	14,411	14,431	14,431	14,431
기타자본구성요소	-12,185	-12,062	-12,030	-12,030	-12,030
자기주식	-8,598	-8,531	-8,529	-8,529	-8,529
이익잉여금	96,565	98,542	113,156	118,655	125,272
비지배주주지분	13,528	13,918	15,127	16,039	16,951
자본총계	127,948	130,764	146,102	151,925	158,867
부채외자본총계	305,877	295,806	301,744	309,226	295,396

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	50,278	40,255	37,699	52,572	16,159
당기순이익(손실)	7,978	5,615	8,721	9,261	10,625
비현금성항목등	45,306	41,716	38,826	40,120	39,161
유형자산감가상각비	28,218	28,025	27,611	28,758	27,902
무형자산감가상각비	5,997	6,352	5,798	5,551	5,364
기타	4,538	4,626	1,322	2,467	2,757
운전자본감소(증가)	-1,259	-4,143	-8,964	1,833	-34,452
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,522	-3,033	-4,901	5	-7,937
재고자산감소(증가)	1,529	-977	-3,042	-4,812	-97
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,148	1,621	1,969	4,807	-26,099
기타	-4,162	-1,753	-2,991	1,833	-318
법인세납부	-1,747	-2,933	-883	1,358	825
투자활동현금흐름	-33,695	-33,786	-19,266	-32,249	-309
금융자산감소(증가)	-3,221	-5,334	2,050	0	0
유형자산감소(증가)	-26,709	-23,740	-18,499	-31,200	0
무형자산감소(증가)	-4,379	-5,909	-4,684	-4,684	-4,684
기타	614	1,197	1,867	3,635	4,375
재무활동현금흐름	-13,158	-16,159	-7,422	-13,579	-6,129
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-7,216	-12,357	-2,185	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,841	-2,431	-2,451	-2,942	-3,187
기타	-4,101	-1,371	-2,317	-10,637	-2,942
현금의 증가(감소)	3,408	-9,721	11,021	6,744	9,720
기초현금	25,595	29,003	19,282	30,303	37,047
기말현금	29,003	19,282	30,303	37,047	46,767
FCF	18,078	9,294	-3,231	9,263	4,177

자료 : KT, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	227,437	233,873	234,020	238,529	243,342
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	227,437	233,873	234,020	238,529	243,342
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	213,037	220,120	220,040	223,458	226,823
영업이익	14,400	13,753	13,980	15,071	16,519
영업이익률 (%)	6.3	5.9	6.0	6.3	6.8
비영업손익	-3,130	-5,383	-1,658	-2,191	-1,742
순금융비용	2,215	2,094	1,046	20	-719
외환관련손익	-1,228	2,527	297	297	297
관계기업투자등 관련손익	40	-149	2	0	0
세전계속사업이익	11,270	8,370	12,322	12,880	14,778
세전계속사업이익률 (%)	5.0	3.6	5.3	5.4	6.1
계속사업법인세	3,292	2,755	3,601	3,619	4,152
계속사업이익	7,978	5,615	8,721	9,261	10,625
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,978	5,615	8,721	9,261	10,625
순이익률 (%)	3.5	2.4	3.7	3.9	4.4
지배주주	7,111	4,767	7,900	8,440	9,804
지배주주귀속 순이익률(%)	3.13	2.04	3.38	3.54	4.03
비지배주주	868	848	821	821	821
총포괄이익	7,922	4,932	8,225	8,765	10,129
지배주주	7,044	4,283	7,313	7,853	9,217
비지배주주	878	649	912	912	912
EBITDA	48,615	48,130	47,389	49,381	49,786

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.1	2.8	0.1	1.9	2.0
영업이익	11.4	-4.5	1.7	7.8	9.6
세전계속사업이익	56.7	-25.7	47.2	4.5	14.7
EBITDA	-1.5	-1.0	-1.5	4.2	0.8
EPS(계속사업)	72.6	-33.0	65.7	6.8	16.2
수익성 (%)					
ROE	6.4	4.1	6.4	6.3	7.1
ROA	2.7	1.9	2.9	3.0	3.5
EBITDA마진	21.4	20.6	20.3	20.7	20.5
안정성 (%)					
유동비율	101.9	100.7	129.9	135.4	213.8
부채비율	139.1	126.2	106.5	103.5	85.9
순차입금/자기자본	37.4	31.7	19.7	14.5	7.7
EBITDA/이자비용(배)	14.4	15.9	16.0	16.8	16.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,723	1,826	3,025	3,232	3,755
BPS	43,820	44,749	50,161	52,042	54,351
CFPS	15,827	14,991	15,820	16,372	16,495
주당 현금배당금	800	1,000	1,200	1,300	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.2	19.4	10.1	9.4	8.1
PER(최저)	9.7	15.7	8.8	8.3	7.1
PBR(최고)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	1.9	2.0	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA(최고)	3.4	3.4	2.9	2.5	2.4
EV/EBITDA(최저)	3.0	3.0	2.7	2.3	2.2

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 2,000 억원대가 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, 실적개선폰도 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	

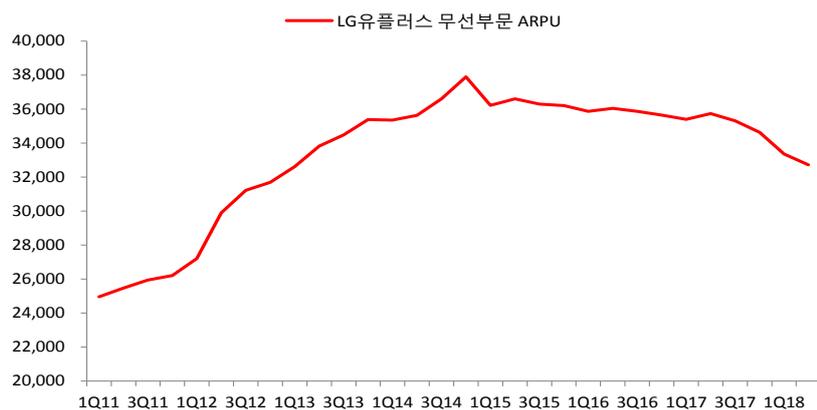
자료: SK 증권

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)



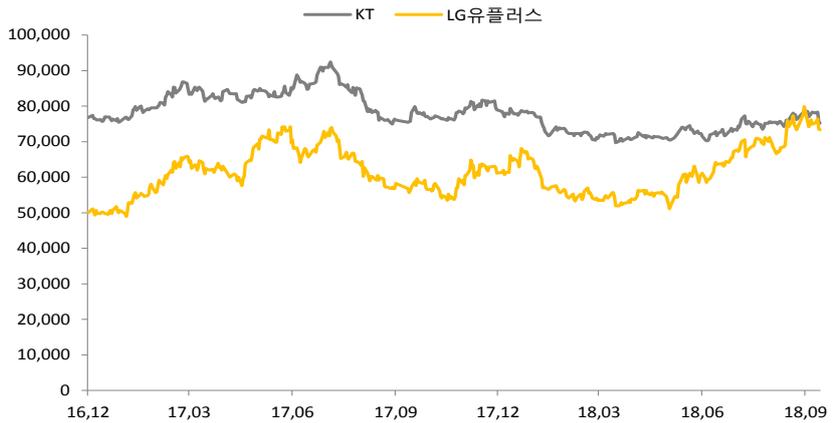
자료: LG 유플러스

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)

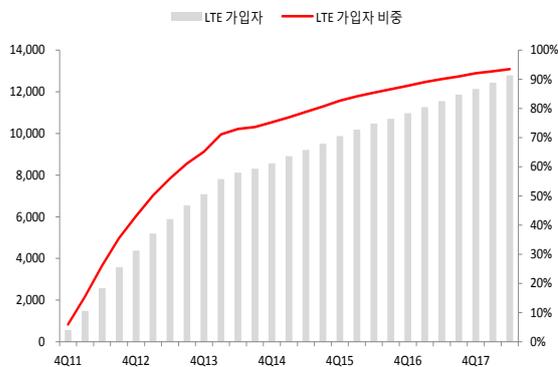


자료: Quantwise

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

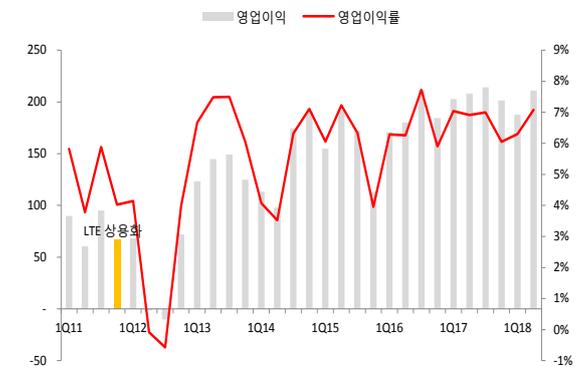
(단위: 천명)



자료: LG 유플러스

LG 유플러스 분기별 영업이익 추이

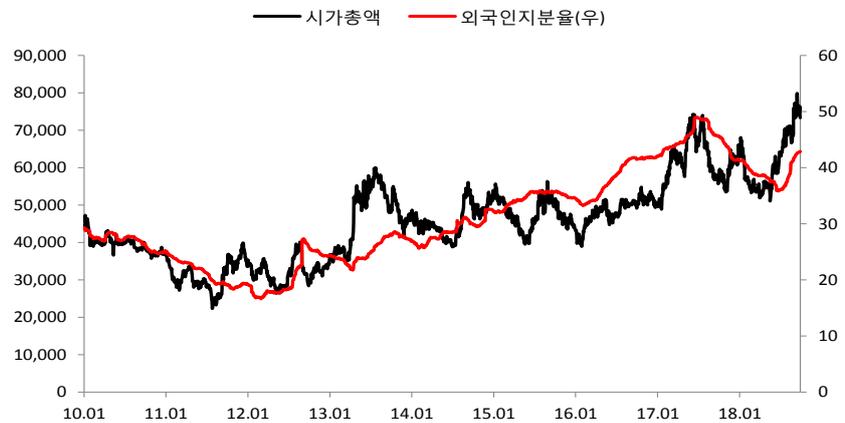
(단위: 천명)



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 IPTV 를 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 케이블TV 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 합리적 가격으로 인수가 가능할 전망이다. 특히 경쟁사인 SK 텔레콤과 KT 가 SO 인수에 다소 소극적인 면을 보이는 것도 긍정적 요인이다.

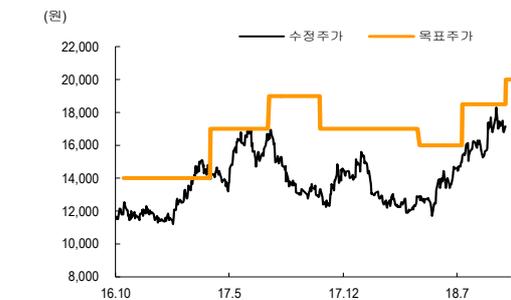
CJ헬로 주요 SO 인수 사례

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	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

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

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data

자본금	1,936 억원
발행주식수	7,745 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	7,187 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔레콤(주)	8.61%
외국인지분률	7.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/10/15)	9,280 원
KOSPI	2145.12 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	11,050 원
52주 최저가	6,620 원
60일 평균 거래대금	42 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.2%	5.7%
6개월	21.8%	39.4%
12개월	29.6%	49.5%

CJ 헬로 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 11,000 원(상향))

가입자 당 가치는 여전히 저평가 상태

- 1) 디지털 TV 가입자 당 가치만 고려해도 현 주가는 현저한 저평가 상태
- 2) 국내 최대 가입자를 보유하고 있는 매력적인 M&A 대상
- 3) 디지털 TV 및 LTE 가입자 확대 등 양질의 가입자 유입으로 자체 사업의 실적 개선 가능성도 높음

가입자 당 가치 고려 시 현저한 저평가 상태

CJ 헬로는 케이블 TV, 초고속인터넷, MVNO 등의 가입자를 보유하고 있는 국내 최대 규모의 SO 사업자이다. 이 중 디지털 TV 가입자는 268 만명으로 현 주가는 가입자 당 268,290 원에 불과하다. 이는 유료방송 시장의 M&A 가 활성화 될 가능성이 높고, CJ 헬로가 국내 최대 가입자를 보유하고 있는 매력적인 M&A 대상이며, MVNO 가입자 가치 등을 고려했을 경우 현 주가는 현저한 저평가 상태라 판단한다.

양질의 가입자 유입으로 실적 개선 가능성도 높음

유료방송 시장 내 경쟁 격화에도 불구하고 디지털 TV 가입자의 지속적인 유입과 LTE 가입자의 비중확대 등 양질의 가입자를 기반으로 CJ 헬로의 실적 개선이 가능할 전망이다. 공격적인 가입자 확대보다 선택과 집중을 통해 마케팅 비용안정화, ARPU 상승 등이 가능할 것으로 예상하기 때문이다. M&A 로서의 매력뿐 아니라 자체 사업의 점진적 실적 개선 가능성도 높다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 11,000 원(상향)

CJ 헬로에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)CJ 헬로 현 주가는 디지털 TV 가입자 가치만 고려해도 268,290 원에 불과해 과거 유료방송 가입자 당 가치 기준 현저한 저평가 상태이며, 2)국내 최대 가입자를 보유한 SO로서 매력적인 M&A 대상이기 때문이다. 또한 3)디지털 TV 및 MVNO LTE 가입자 확대에 따른 양질의 가입자 유입으로 점진적 실적 개선이 예상되기 때문이다. 목표주가는 PBR 밸류에이션으로 산정한 9,362 원과 가입자당 밸류에이션으로 산정한 12,480 원의 평균값인 11,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	11,826	11,006	11,199	11,544	11,742	11,829
yoy	%	-6.9	-6.9	1.8	3.1	1.7	0.7
영업이익	억원	1,050	429	729	614	673	753
yoy	%	2.8	-59.1	69.7	-15.8	9.7	11.9
EBITDA	억원	3,761	2,922	3,014	3,396	3,754	3,968
세전이익	억원	760	260	412	423	416	567
순이익(지배주주)	억원	597	215	289	332	323	440
영업이익률%	%	8.9	3.9	6.5	5.3	5.7	6.4
EBITDA%	%	31.8	26.6	26.9	29.4	32.0	33.5
순이익률	%	5.1	2.0	2.6	2.9	2.8	3.7
EPS	원	771	278	373	428	417	569
PER	배	16.4	33.7	19.0	21.7	22.3	16.3
PBR	배	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.6	4.7	3.9	3.8	3.2	2.9
ROE	%	6.4	2.2	3.0	3.3	3.0	4.0
순차입금	억원	7,463	6,484	6,342	5,670	4,589	4,133
부채비율	%	110.3	90.4	89.3	72.1	70.3	68.3

실적 및 밸류에이션

CJ 헬로 3Q18 실적은 매출액 2,840 억원(2.1% yoy), 영업이익 160 억원(-13.4% yoy, OPM: 5.6%)으로 예상된다. 유료방송 시장의 경쟁격화에도 불구하고 디지털 TV 가입자 확대에 따라 TV 부문 매출이 전년 동기 수준으로 유지될 것으로 예상되며, LTE 가입자 확대에 따라 MVNO 매출이 증가해 매출은 전년 동기 대비 소폭 증가할 전망이다. 영업이익은 가입자 증가에 따른 마케팅 비용 및 무형자산상각비 증가로 전년 동기 대비 하락이 예상된다. CJ 헬로의 향후 실적은 디지털 TV와 MVNO가 결정할 가능성이 높는데, 아날로그 TV 가입자의 디지털 전환과 LTE 가입자 확대를 통해 점진적인 매출 상승이 가능할 것으로 예상된다.

CJ헬로비전 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	2,752	2,757	2,782	2,908	2,865	2,913	2,840	2,926	11,199	11,544	11,742
TV	957	951	959	967	947	946	953	962	3,834	3,809	3,863
Analog TV	129	125	124	123	133	132	129	129	500	523	502
Digital TV	828	826	835	845	814	814	824	833	3,333	3,285	3,361
Internet	288	285	282	279	282	284	282	280	1,134	1,128	1,110
VoIP	103	101	94	100	75	66	71	68	397	280	250
Homeshopping	570	572	535	588	555	577	561	592	2,264	2,285	2,308
Local Adv.	65	92	90	95	71	89	88	101	342	349	346
MVNO	697	641	672	696	731	639	673	695	2,705	2,738	2,898
Miscellaneous	72	117	150	183	204	312	212	228	523	956	969
영업비용	2,576	2,566	2,597	2,731	2,734	2,756	2,680	2,761	10,470	10,930	11,069
영업이익	176	191	185	176	131	157	160	165	729	614	673
영업이익률	6.4%	6.9%	6.7%	6.1%	4.6%	5.4%	5.6%	5.6%	6.5%	5.3%	5.7%

자료: CJ 헬로비전, SK 증권

CJ 헬로에 대한 목표주가를 11,000 원으로 상향한다. PBR 밸류에이션과 가입자 당 가치로 산정된 목표주가의 평균가격이다. PBR 밸류에이션은 2018년 예상 BPS에 최근 3년간 평균 12M Forward PBR 0.69 배를 적용하여 산정한 9,362 원을 적용하였다. 가입자 당 가치는 ARPU 10,000 원, 가입기간 36 개월을 가정하였으며, 디지털 TV 가입자 가치만 적용하여 12,480 원을 적용하였다. 가입자 당 가치에서 MVNO, 초고속인터넷 등의 가입자 당 가치는 고려하지 않았기 때문에 CJ 헬로의 인수가 가시화될 경우 추가적인 가치부여가 가능할 것으로 판단한다.

CJ헬로 목표주가 산정

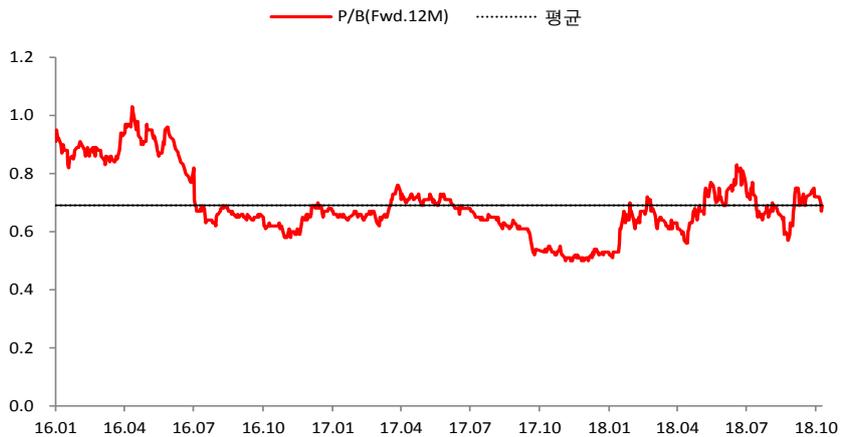
(단위 명,배 원)

구분	내용	비고
2018년 예상 BPS	13,640	
Target PBR	0.69	2016년 이후 평균 PBR
목표주가(①)	9,362	
2Q18 기준 디지털TV 가입자	2,684,781	2Q18 기준
가입자 당 가치	360,000	ARPU 10,000원, 3년 약정기준
목표 시가총액	9,665	
발행주식수	77,446,865	
목표주가(②)	12,480	
CJ헬로 적정주가	10,921	①과 ②의 평균
CJ헬로 목표주가	11,000	

자료: SK 증권

CJ헬로 12M Forward PBR 추이

(단위: 배)



자료: Quantwise

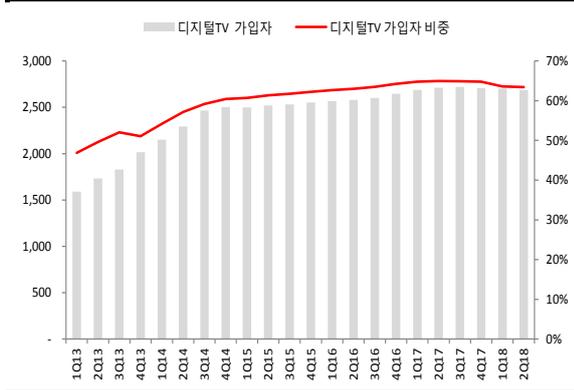
가입자당 가치는 현저한 저평가

CJ 헬로의 현주가는 가입자당 가치로 판단할 경우 현저한 저평가 상태라 판단한다. CJ 헬로의 현 시가총액 7,203 억원은 디지털 TV 가입자 기준 가입자 당 268,290 원에 불구하다. 디지털 TV 가입자 당 ARPU가 1만원 수준임을 고려하면 2년 3개월이면 투자금액을 회수할 수 있는 것이다. 여기에 아날로그 TV, 초고속인터넷, MVNO 가입자 등을 고려하면 가입자 당 가치는 훨씬 낮아질 전망이다.

CJ 헬로가 가장 최근(16년 12월)에 인수한 하나방송의 경우 가입자 당 25만원에 인수되었다. 하나방송의 가입자는 9만명 수준으로 아날로그 가입자 비중이 높았던 것으

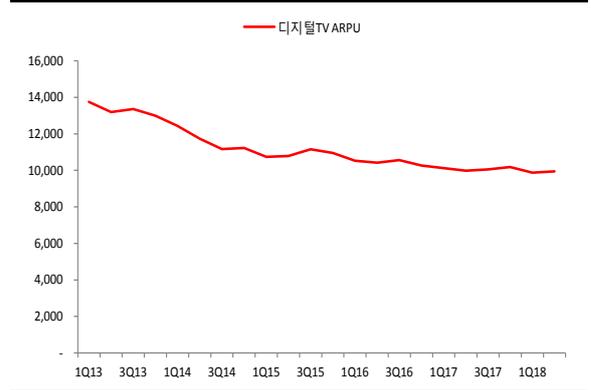
로 추정되며 100% 지분 인수 가격이 225 억원이었다. 실제로 CJ 헬로비전이 매각된다면 국내 최대 케이블 TV 가입자를 보유하고 있는 1 위 SO 이며, 경영권 프리미엄도 고려 대상이기 때문에 CJ 헬로 현 주가는 현저하게 저평가 상태로 판단한다.

CJ 헬로 디지털 TV 가입자 추이 (단위: 천명)



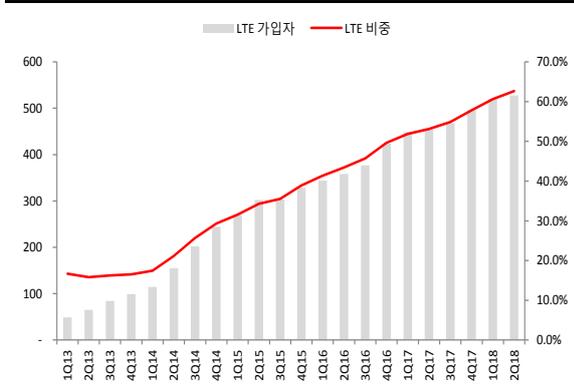
자료: CJ 헬로

CJ 헬로 디지털 TV ARPU 추이 (단위: 원)



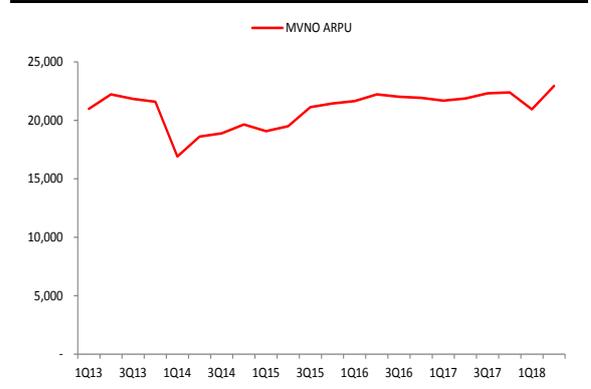
자료: CJ 헬로

CJ 헬로 LTE 가입자 추이 (단위: 천명)



자료: CJ 헬로

CJ 헬로 MVNO ARPU 추이 (단위: 원)



자료: CJ 헬로

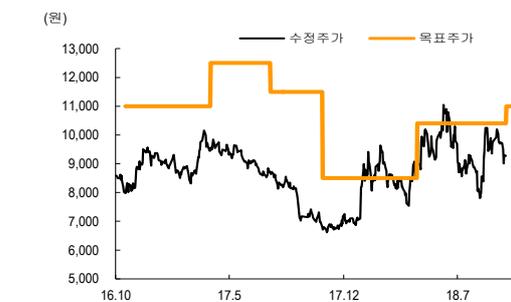
CJ 헬로 주요 SO 인수 사례

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	하나방송	100.0%	9	225	250,000

자료: SK 증권

주: 가입자당 가격은 지분율 100% 환산

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.16	매수	11,000원	6개월		
2018.08.09	매수	10,400원	6개월	-9.00%	6.25%
2018.05.03	매수	10,400원	6개월	-7.52%	6.25%
2017.11.07	매수	8,500원	6개월	-7.44%	13.41%
2017.08.02	매수	11,500원	6개월	-31.95%	-24.17%
2017.06.29	매수	12,500원	6개월	-26.46%	-21.28%
2017.04.28	매수	12,500원	6개월	-24.90%	-21.28%
2017.04.12	매수	12,500원	6개월	-22.82%	-21.28%
2016.12.07	매수	11,000원	6개월	-18.25%	-7.73%
2016.11.04	매수	11,000원	6개월	-22.91%	-17.36%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 16일 기준)

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

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,153	3,163	4,086	5,686	6,499
현금및현금성자산	595	647	675	1,756	2,212
매출채권및기타채권	2,321	2,163	3,082	3,620	3,999
재고자산	128	191	188	192	193
비유동자산	15,249	15,519	14,068	12,705	12,279
장기금융자산	82	427	333	333	333
유형자산	6,937	6,878	5,474	3,535	849
무형자산	7,578	7,461	7,536	7,188	6,959
자산총계	18,402	18,682	18,154	18,391	18,778
유동부채	5,651	3,613	1,301	1,117	965
단기금융부채	4,072	1,921	329	329	329
매입채무 및 기타채무	1,412	1,409	679	573	456
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	3,084	5,197	6,302	6,477	6,653
장기금융부채	3,015	5,124	6,098	6,098	6,098
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	9	18	0	0	0
부채총계	8,735	8,810	7,602	7,594	7,618
지배주주지분	9,667	9,871	10,552	10,797	11,160
자본금	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936
자본잉여금	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,830	6,034	6,715	6,960	7,323
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,667	9,871	10,552	10,797	11,160
부채외자본총계	18,402	18,682	18,154	18,391	18,778

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,905	2,933	1,215	2,063	874
당기순이익(손실)	215	289	332	323	440
비현금성항목등	2,883	2,831	3,104	3,431	3,528
유형자산감가상각비	1,586	1,570	1,893	2,433	2,686
무형자산상각비	906	716	890	648	529
기타	179	294	206	146	146
운전자본감소(증가)	-39	-127	-1,987	-1,515	-2,885
매출채권및기타채권의 감소(증가)	31	5	-956	-538	-379
재고자산감소(증가)	51	-64	6	-4	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-34	87	-604	-106	-117
기타	-87	-154	-434	-868	-2,387
법인세납부	-153	-60	-234	-176	-210
투자활동현금흐름	-1,591	-2,725	-896	-767	-234
금융자산감소(증가)	3	-384	79	0	0
유형자산감소(증가)	-1,150	-1,704	-491	-494	0
무형자산감소(증가)	-547	-652	-300	-300	-300
기타	103	15	-184	28	67
재무활동현금흐름	-1,876	-156	-291	-216	-184
단기금융부채증가(감소)	0	-1,029	-1,219	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,794	971	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-58	-58	-58	-77	-77
기타	-160	-136	-43	-138	-106
현금의 증가(감소)	-562	52	28	1,081	456
기초현금	1,157	595	647	675	1,756
기말현금	595	647	675	1,756	2,212
FCF	1,120	499	965	1,265	585

자료 : CJ헬로, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,006	11,199	11,544	11,742	11,829
매출원가	7,393	7,230	5,777	7,789	7,788
매출총이익	3,613	3,969	5,767	3,953	4,041
매출총이익률 (%)	32.8	35.4	50.0	33.7	34.2
판매비와관리비	3,184	3,240	5,154	3,280	3,288
영업이익	429	729	614	673	753
영업이익률 (%)	3.9	6.5	5.3	5.7	6.4
비영업손익	-169	-317	-190	-257	-185
순금융비용	169	149	24	111	39
외환관련손익	0	16	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	4	1	0	0
세전계속사업이익	260	412	423	416	567
세전계속사업이익률 (%)	2.4	3.7	3.7	3.5	4.8
계속사업법인세	45	123	92	93	127
계속사업이익	215	289	332	323	440
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	215	289	332	323	440
순이익률 (%)	2.0	2.6	2.9	2.8	3.7
지배주주	215	289	332	323	440
지배주주귀속 순이익률(%)	1.95	2.58	2.87	2.75	3.72
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	213	263	332	323	440
지배주주	213	263	332	323	440
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,922	3,014	3,396	3,754	3,968

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-6.9	1.8	3.1	1.7	0.7
영업이익	-59.1	69.7	-15.8	9.7	11.9
세전계속사업이익	-65.8	58.5	2.8	-1.7	36.3
EBITDA	-22.3	3.1	12.7	10.6	5.7
EPS(계속사업)	-64.0	34.3	14.9	-2.7	36.3
수익성 (%)					
ROE	2.2	3.0	3.3	3.0	4.0
ROA	1.1	1.6	1.8	1.8	2.4
EBITDA마진	26.6	26.9	29.4	32.0	33.5
안정성 (%)					
유동비율	55.8	87.5	314.1	509.0	673.2
부채비율	90.4	89.3	72.1	70.3	68.3
순차입금/자기자본	67.1	64.3	53.7	42.5	37.0
EBITDA/이자비용(배)	13.7	15.8	76.1	27.2	37.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	278	373	428	417	569
BPS	12,482	12,746	13,624	13,941	14,409
CFPS	3,496	3,324	4,021	4,396	4,720
주당 현금배당금	75	75	100	100	120
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	50.0	27.2	25.8	26.5	19.4
PER(최저)	28.7	17.8	16.0	16.5	12.1
PBR(최고)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	2.7	2.1	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA(최고)	5.9	4.7	4.2	3.5	3.2
EV/EBITDA(최저)	4.4	3.8	3.3	2.7	2.4

memo
