

LG유플러스 (032640)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	22,000원 (M)
현재주가 (11/16)	15,350원
상승여력	43%

시가총액	67,020억원
총발행주식수	436,611,361주
60일 평균 거래대금	454억원
60일 평균 거래량	2,811,444주
52주 고	18,300원
52주 저	11,700원
외인지분율	41.73%
주요주주	LG 외 1 인 36.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.1)	(5.5)	24.3
상대	(5.8)	1.2	50.6
절대(달려환산)	(8.2)	(5.5)	21.2

구글, 넷플릭스와 동반하는 전략의 가치

가입자 성장에 기반한 이익 성장 기조는 2020년까지도 이어질 전망

2013년 이후 이어온 '영업이익 증가' 흐름은 2019~2020년까지 지속될 것으로 전망된다. 2018년에는 무선 부문이 역성장 했으나, 2019년 하반기 이후 ARPU 상승을 통해 무선 부문의 성장이 재현될 것으로 전망된다. 홈미디어 & 기업 사업 부문은 최근 몇 년간 보여준 양호한 성장 흐름을 이어 나갈 전망이다. 성장의 근간인 점유율 확장 시퀀스는 2018년 들어 더욱 선명한 색채를 보여주기 시작했다. 무선의 성공 DNA가 홈 미디어 영역으로까지 전파되고 있는 상황이다. 주파수 상각비 부담에도 불구하고 2019년 이익 성장은 가입자 성장에 기반한 매출 증가로부터 시작될 것이다.

CATV 인수 + 구글, 넷플릭스와의 서비스 통합 효과 기대

현재까지의 정황 상 CJ헬로 인수 가능성은 여전히 매우 높은 것으로 판단하고 있다. 시장의 예상보다 성사 시점에 지연은 있으나, 성사 가능성에 대해 의심할 단계는 아니다. 동사는 인수 이후의 전략 수립에 대한 준비도 병행하고 있는 것으로 파악된다. 구글 OS가 적용된 셋톱 박스를 기반으로 커머스, 광고, 콘텐츠를 포괄하는 새로운 전략이 발표될 것으로 전망된다. 특히 통신 3사 중 유일하게 구글 OS가 적용된 셋톱박스 기반을 갖고 있다는 점은 향후 구글과의 다양한 협업으로 이어질 전망이다. YOUTUBE는 이미 동사의 IPTV 서비스에 완벽하게 통합됐고, 향후 커머스, 결제 사업 등에서 추가적인 제휴와 서비스 통합이 이뤄질 것으로 전망한다. 최근 구글 클라우드 한국 진출의 파트너로 동사가 선택됐다는 뉴스는 양사간의 끈끈한 이해 관계를 대변한다. 한편 11월 16일부터 IPTV를 통해 PIP 방식으로 넷플릭스 서비스를 제공할 예정이다. 로컬 콘텐츠 경쟁력 확보로 가입자가 빠르게 증가하고 있고, TV를 통해 시청할 수 있는 최적의 대안이라는 점에서 LG유플러스의 IPTV 가입자 확보에도 긍정적이다. 구글과 넷플릭스 서비스 통합을 통해 가입자 확보 경쟁에서 우위를 점할 수 있을 전망이다.

유통 물량 소진 중. 작은 호재에도 민감하게 반응할 것

목표주가 2.2만원은 구회계 기준 P/E 14배, EV/EBITDA 4.5배 수준이다. 글로벌 주요 통신사업자의 P/E 평균은 14배, EV/EBITDA 평균은 6.4배이다. CJ헬로 인수 실현 이후의 LG유플러스 사업 포트폴리오 재편에 의미를 부여한다면, 그 이상의 주가 상승도 기대할 수 있다. 여전히 통신업 내에서 3위라는 인식에 머물러 있으나, 적어도 유료방송에서는 1위 자리를 넘볼 수 있고, 영업이익도 수년 내 SKT와 KT를 위협할 수준에 도달할 수 있는 기회를 잡게 될 전망이다. 유통주식 수 부족에 따른 수급 선점 이슈도 있다. LG유플러스는 최대주주인 LG가 36.05%, 태광산업 2.01%, 외국인투자자 42%, 국민연금공단 9.62% 보유하고 있다. 모두 합치면 약 90%로 유통물량 자체가 매우 적은 상황이다. 외국인 지분 한도가 소진되는 과정에서 주가가 급등할 가능성을 내포하고 있으며, 지분 한도 소진 이후에도 적은 유통 물량으로 인해 호재에 매우 민감한 주가 흐름을 보일 것으로 전망된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	29,965	-10.0	0.2	31,274	-4.2
영업이익	2,128	5.7	-6.8	2,162	-1.6
세전계속사업이익	1,694	24.6	-18.5	1,744	-2.8
지배순이익	1,254	-7.5	-18.5	1,322	-5.2
영업이익률 (%)	7.1	+1.1 %pt	-0.5 %pt	6.9	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.2	+0.1 %pt	-0.9 %pt	4.2	0

자료: 유안타증권

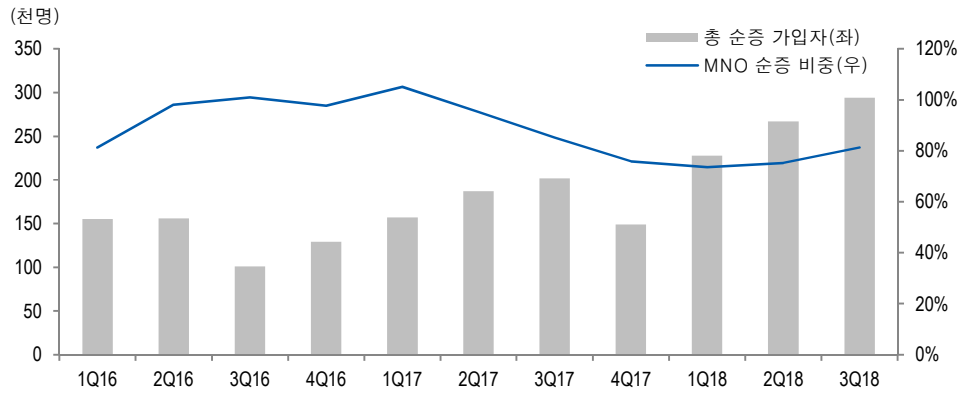
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	114,510	122,794	119,491	121,164
영업이익	7,465	8,263	8,397	8,974
지배순이익	4,928	5,472	5,318	6,013
PER	9.8	11.2	12.6	11.1
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.5	3.6	4.0	3.4
ROE	10.6	10.9	8.8	8.5

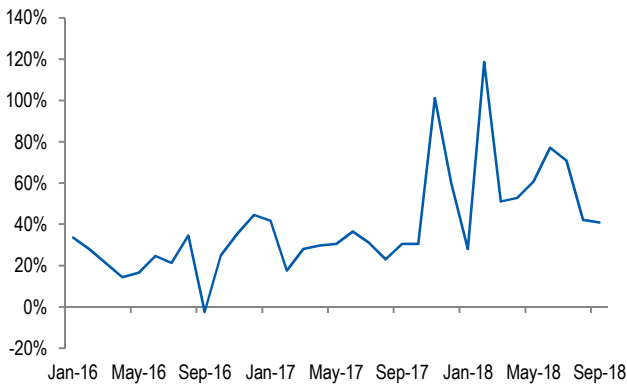
자료: 유안타증권

[그림 71] 이동전화 가입자 순증 및 MNO 가입자 순증 비중 추이



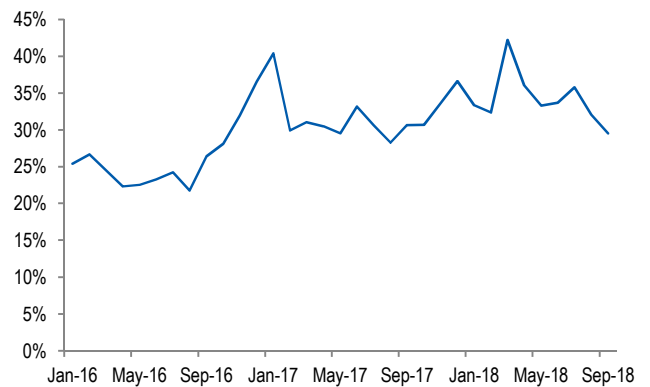
자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림 72] 초고속인터넷 가입자 순증 점유율 추이



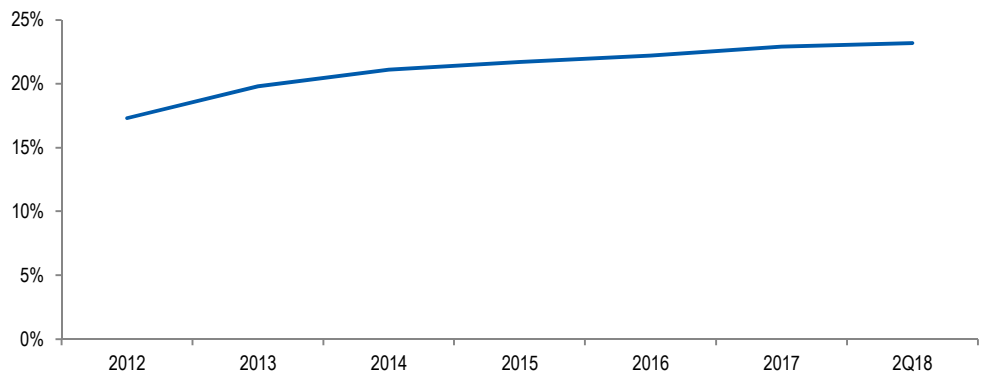
자료: 각 사, 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 73] IPTV 가입자 순증 점유율 추이



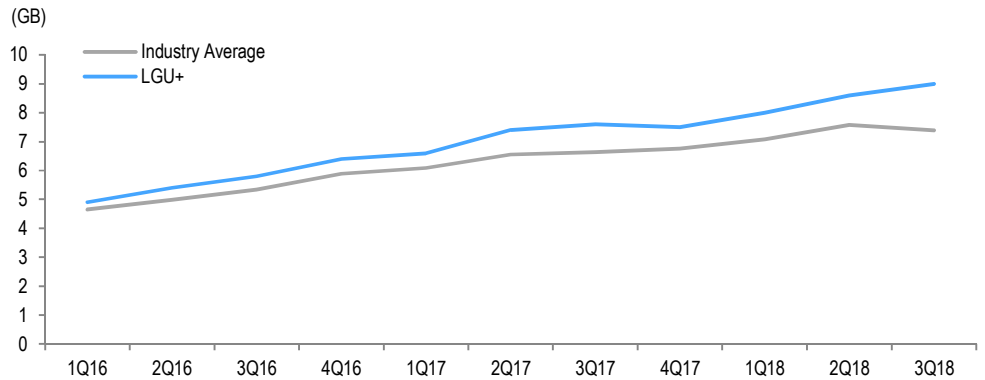
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 74] 이동전화 매출 M/S



자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림 75] 모바일 데이터 사용량



자료: LG 유플러스, 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

[표 39] LGU+의 비디오포털 서비스 및 기타 서비스

(단위: 억원)

구분	애플리케이션	내용
모바일 IPTV	비디오포털	100개 이상의 채널 19만개 이상의 VOD 무료 영화 및 TV 시리즈 즉시 다시보기
스포츠	U+ 야구	포지션별 VOD 득점 상황 다시보기
	U+ 골프	특정 선수의 샷 다시보기 즉시 지난 라운드 다시보기
음악	지니뮤직	2대 주주 다양한 음악 콘텐츠
키즈	아이들나라 2.0	1위 키즈 콘텐츠 - 애니메이션 & 교육 편리한 UX와 UI
편의성	넷플릭스	3개월 무료 프로모션
	유튜브 레드	3개월 무료 프로모션
	데이터 공유	데이터 공유 애플리케이션, 월간 40GB 데이터 공유

자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

[표 40] CJ헬로 인수 시너지 효과

(단위: 십억원)

		Y+0	Y+1	Y+2
기존		899	897	1,071
합병 후	시너지#1	899	1,108	1,259
	시너지#2	899	1,205	1,355
	시너지#3	899	1,257	1,406

자료: 유안타증권 리서치센터, 시너지 #1 : ARPU 9,500 원, #2 ARPU 12,100 원, #3 ARPU 14,500 원 / CP 수수료 40%, 네트워크 이용료 70%

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	114,510	122,794	119,491	121,164	128,675
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	114,510	122,794	119,491	121,164	128,675
판매비	107,046	114,531	111,094	112,190	117,962
영업이익	7,465	8,263	8,397	8,974	10,712
EBITDA	24,000	25,153	25,036	26,863	29,323
영업외손익	-1,039	-1,595	-1,113	-734	-756
외환관련손익	-8	13	-4	53	-2
이자손익	-1,083	-908	-689	-562	-432
관계기업관련손익	5	-9	-2	0	0
기타	46	-691	-418	-224	-322
법인세비용차감전순이익	6,426	6,668	7,284	8,240	9,956
법인세비용	1,498	1,197	1,966	2,227	2,695
계속사업순이익	4,927	5,471	5,318	6,013	7,261
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,927	5,471	5,318	6,013	7,261
지배지분순이익	4,928	5,472	5,318	6,013	7,261
포괄순이익	4,874	5,595	5,322	6,014	7,261
지배지분포괄이익	4,874	5,596	5,322	6,014	7,261

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	26,196	30,730	43,629	49,364	57,176
현금및현금성자산	3,173	4,499	3,840	8,258	14,447
매출채권 및 기타채권	18,530	20,936	19,986	20,954	22,223
재고자산	2,616	3,345	3,626	3,854	4,080
비유동자산	93,696	88,625	97,512	95,593	94,008
유형자산	69,496	65,270	64,815	64,406	64,275
관계기업 등 자본관련자산	78	379	377	377	377
기타투자자산	406	411	493	500	508
자산총계	119,891	119,355	141,141	144,957	151,184
유동부채	35,744	36,646	38,396	39,690	41,149
매입채무 및 기타채무	23,554	25,876	25,428	26,921	28,569
단기차입금	150	150	150	150	150
유동성장기부채	10,381	8,660	8,400	8,148	7,904
비유동부채	35,884	30,379	33,806	32,279	31,968
장기차입금	7,612	4,250	7,750	7,450	7,150
사채	21,649	20,356	20,154	18,654	18,354
부채총계	71,628	67,025	72,202	71,969	73,117
지배지분	48,261	52,329	68,938	72,987	78,065
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,369	8,369	8,369	8,369	8,369
이익잉여금	14,141	18,206	34,801	38,849	43,928
비지배지분	2	1	2	2	2
자본총계	48,263	52,330	68,940	72,989	78,067
순차입금	36,049	28,257	31,897	25,383	18,304
총차입금	39,792	33,416	36,454	34,402	33,558

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	22,248	22,794	26,035	27,018	28,957
당기순이익	4,927	5,471	5,318	6,013	7,261
감가상각비	14,737	14,441	14,261	14,289	15,011
외환손익	4	-2	4	-53	2
종속, 관계기업 관련손익	-5	9	2	0	0
자산부채의 증감	-1,014	-1,597	-10,497	-10,270	-10,138
기타현금흐름	3,598	4,472	16,947	17,038	16,821
투자활동 현금흐름	-14,923	-13,583	-25,992	-15,003	-16,008
투자자산	49	-355	-19	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,836	-11,826	-14,650	-14,000	-15,000
유형자산 감소	120	97	27	0	0
기타현금흐름	-2,256	-1,500	-11,350	-1,003	-1,008
재무활동 현금흐름	-7,073	-7,885	1,305	-3,987	-2,997
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-5,984	-6,396	3,028	-2,052	-844
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,092	-1,528	-1,746	-1,965	-2,183
기타현금흐름	2	39	23	29	31
연결범위변동 등 기타	0	0	-2,006	-3,610	-3,763
현금의 증감	251	1,326	-659	4,418	6,189
기초 현금	2,921	3,173	4,499	3,840	8,258
기말 현금	3,173	4,499	3,840	8,258	14,447
NOPLAT	7,465	8,263	8,397	8,974	10,712
FCF	8,409	10,247	-2,378	168	1,285

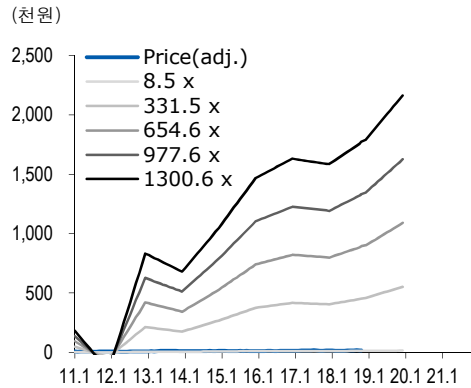
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

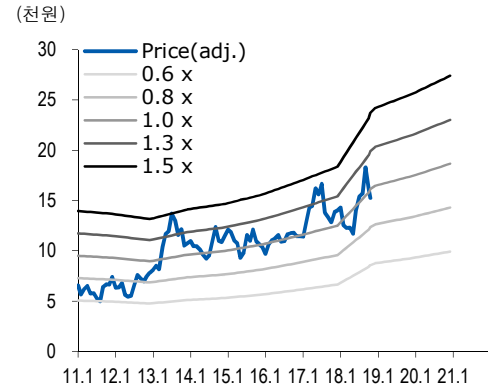
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,129	1,253	1,218	1,377	1,663
BPS	11,054	11,985	15,789	16,717	17,880
EBITDAPS	5,497	5,761	5,734	6,153	6,716
SPS	26,227	28,124	27,368	27,751	29,471
DPS	350	400	450	500	600
PER	9.8	11.2	12.6	11.1	9.2
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.5	3.6	4.0	3.4	2.9
PSR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.1	7.2	-2.7	1.4	6.2
영업이익 증가율 (%)	18.1	10.7	1.6	6.9	19.4
지배순이익 증가율 (%)	40.2	11.1	-2.8	13.1	20.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.5	6.7	7.0	7.4	8.3
지배순이익률 (%)	4.3	4.5	4.5	5.0	5.6
EBITDA 마진 (%)	21.0	20.5	21.0	22.2	22.8
ROIC	7.2	9.0	7.5	7.3	9.0
ROA	4.1	4.6	4.1	4.2	4.9
ROE	10.6	10.9	8.8	8.5	9.6
부채비율 (%)	148.4	128.1	104.7	98.6	93.7
순차입금/자기자본 (%)	74.7	54.0	46.3	34.8	23.4
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.1	8.3	10.1	13.6

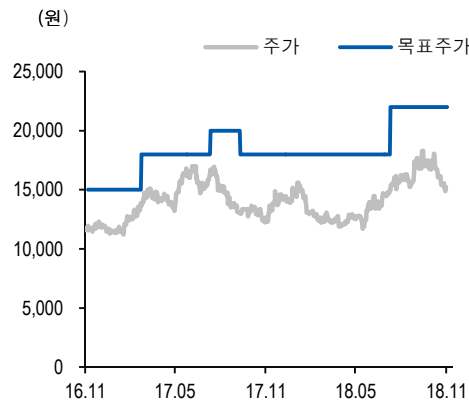
P/E band chart



P/B band chart



LG 유폴러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-19	BUY	22,000	1년		
2018-07-26	BUY	22,000	1년		
2017-09-25	BUY	18,000	1년	-25.91	-13.33
2017-07-27	BUY	20,000	1년	-26.26	-15.25
2017-03-09	BUY	18,000	1년	-16.15	-5.56
2017-02-01	1년 경과 이후		1년	-14.76	-7.67
2016-02-01	BUY	15,000	1년	-24.41	-7.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.1
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-14

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.