유안타증권 元大證券

Company Report
2019.02.11

LG유플러스 (032640)

통신서비스

최남곤
02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	21,000원 (M)
현재주가 (2/8)	15,600원
상승여력	35%

시가총액	68,111억원
총발행주식수	436,611,361주
60일 평균 거래대금	427억원
60일 평균 거래량	2,567,062주
52주 고	18,300원
52주 저	11,700원
외인지분율	40.87%
주요주주	LG 외 1 인 36.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.8)	0.3	19.1
상대	(18.9)	(3.6)	31.7
절대(달러환산)	(12.8)	(0.3)	15.3

CJ헬로 인수 시, 더 이상 3위가 아니다!

금주 중 LG유플러스의 CJ헬로 인수 가시화

금주 중 LG유플러스의 CJ헬로 인수는 이사회를 통과할 가능성이 높아 보인다. **유안타증권은 LG유플러스의 CJ헬로 인수가 양사의 기업 가치에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망하고 있다. 유료방송 시장에서의 지배력 확대를 감안하여, 양 사에 대한 적극적 비중 확대를 조언한다.**

1. 글로벌 수준과 비교 시 한국 소비자의 유료 방송에 대한 절대적 지출 규모(평균 USD 7 수준)는 매우 적다. 미국의 사례를 보면, 지난 8년 동안 유료 방송에 대한 지출 규모는 약 50% 이상 성장한 바 있다. 한국 역시 유료 방송 지출에 대한 인식 전환기에 있다고 판단되며, 한국의 유료 방송 사업자가 3~4개 수준까지 축소되는 시점에서는 원가 상승을 가격 인상으로 반영시키는 선순환 구조 전환이 가능할 것으로 전망된다. LG유플러스의 CJ헬로 인수 의사 결정은 타사의 의사 결정을 앞당기는 연쇄 효과를 가져올 전망이다. 이 모든 과정의 핵심은 ARPU 향상이다.

2. 비용 측면에서도 수평 통합에 따른 시너지 효과를 기대할 수 있다. IPTV 사업자의 빠른 OP 마진 개선(약 10% 내외)에도 불구하고 여전히 SO 마진(약 15%)과는 현격한 차이를 보이고 있다. 게다가 SO의 높은 마진조차도 과거 5년 전 수준에 비하면 30% 이상 낮아진 수준이다. 하지만 과점화를 통해 가격 현실화 & 마케팅비용 축소 효과가 나타나면서, 유료방송 부문의 마진율은 15% 이상으로 높아질 전망이다.

3. 소비자의 시청 형태는 전통적 TV플랫폼 → OTT(Over The Top)으로 확장되고 있으며, MCN(Multi Channel Network) 등의 다양한 사업 모델이 새롭게 출현하고 있다. 문제는 전환 속도가 상당히 빠른 속도로 진행되고 있기에, 다양한 전선에서 싸울 수 있는 경쟁력 확보가 시급한 상황이다. 새로운 경쟁 환경에서는 ①콘텐츠 제작에 필요한 재무적 안정성, ②소비자 시청 행태에 대한 분석이 담긴 빅 데이터의 중요성이 부각될 것이다. 금번 인수를 통해 LG유플러스의 유료방송 가입자는 402만명(11.9%) → 824만명(점유율 24.6%)로 확대되며, 두 가지 영역에서의 경쟁력(규모의 경제) 채울 것이다. 특히 통신업과 달리 유료방송업은 홈쇼핑 송출수수료, 광고 매출에 따른 플랫폼 성격을 갖고 있으며, P.P와의 협상 등에 있어 '규모의 경제'는 백번 강조해도 지나치지 않은 부분이다. 또한 금번 인수를 통해 콘텐츠 강자인 CJ그룹과의 협력 관계가 강화될 것이며, CJ 그룹의 OTT '티빙'과도 구체적인 협력 방안을 담은 발표가 예상된다.

(다음 페이지 계속)

Quarterly earning forecasts (억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	29,608	-0.6	-6.7	30,607	-3.3
영업이익	1,913	1.9	83.7	2,056	-7.0
세전계속사업이익	1,817	12.2	103.3	1,781	2.0
지배순이익	1,295	12.1	72.1	1,483	-12.6
영업이익률 (%)	6.5	+0.2 %pt	+3.2 %pt	6.7	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	+0.5 %pt	+2.0 %pt	4.8	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	114,510	122,794	121,250	122,830
영업이익	7,465	8,263	7,310	7,778
지배순이익	4,928	5,472	4,816	5,365
PER	9.8	11.2	16.0	13.7
PBR	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.5	3.6	3.8	3.2
ROE	10.6	10.9	8.0	7.6

자료: 유안타증권

4. Valuation 멀티플에 변화가 나타날 것이다. 통신 3사의 2011년 이후 별도 매출액은 연평균 1.5% 성장한 반면, IPTV 매출액은 연평균 21.9% 성장했다. 이는 한국만의 현상이 아니다. OTT와의 경쟁 상황에서도 북미 유료방송 사업자의 ARPU는 2010년 USD 70 → 2018년 USD 95 수준으로 상승했다. 이에 따라 북미 유료방송 사업자의 멀티플은 통신사업자의 멀티플을 약 50% 상회한다. 인수를 통해 유료방송 사업 매출과 이익의 절대적 비중이 높아지게 되면서, Valuation 멀티플이 상향 적용될 것으로 전망된다.

5. 특히 금번 인수를 통해 'CJ헬로의 기업 가치 개선'에 대해 주목해야 한다. ①알뜰폰 사업 정리를 통한 마진율 개선, ②아날로그 케이블 가입자의 전환 가입을 통한 ARPU 상승, ③규모의 경제 확보를 통한 고정적 비용 항목(지급수수료) 개선, ④결합 확대를 통한 초고속인터넷 가입자 증가, ⑤망 사용료 절감 등의 직접적 시너지 효과가 기대된다. 인수가 확정되면 CJ헬로에 대한 목표주가 재조정 작업을 계획하고 있다.

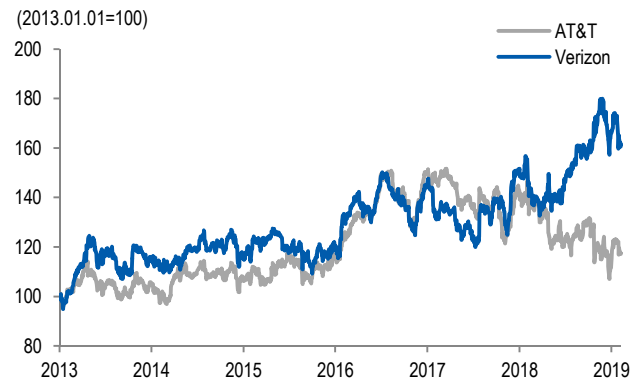
6. 인수 가격에 대해서는 아직 공식화된 계약 조건이 발표되지 않았기에 정확한 판단은 보류한다. 언론 상에 보도된 1조원을 기준으로 평가하면, 총 기업가치는 1.85조원(지분율 53.92% 기준)으로 추산된다. 이는 CJ헬로의 유료방송 가입자 기준 445,000원 수준이다. 이는 SK텔레콤의 CJ헬로 인수(2015.11.2) 계약과 유사한 가격 수준이다. 2015년 당시에 비해 가입자 규모는 비슷하지만, 영업이익은 2015년 1,050억원 →2018년 536억원(유안타증권 예상)으로 감소했다. 따라서 인수 가격에 대한 논란은 당연히 뒤따를 것으로 전망된다. ①하지만 대주주 지분(53.92%)를 제외한 나머지 지분에 대해서는 2년 후 합병 시점에 시가로 평가하여 지분을 인수할 계획이기 때문에, 총액 1.85조원으로 평가하는 것은 무리가 있다. 만약 잔여 지분에 대해 현재 시점의 시가로 인수 시에는 총액 1.4조원 수준이다. ② 시너지 효과를 배제하더라도 CJ헬로의 EBITDA는 연 3,000억원에 달한다. EV 2조원(최종 인수가액 1.4조원, 순차입금 0.6조원) 기준, 6.87배 수준이다. ③1조원 차입에 따른 금융비용 연 350억원이 예상되나, CJ헬로가 동사의 종속법인에 편입되면서 증가하는 순이익으로 상쇄된다. 금번 인수로 인해 LG유플러스의 EPS에 미치는 단기적 영향은 없다. 오히려 중장기적으로는 시너지 효과(망 이용료 절감, 알뜰폰 관련 비용 구조조정)로 인해 LG유플러스의 EPS는 10% 이상 증가할 수 있을 전망이다.

[표 1] LG 유플러스와 CJ 헬로 비교 (단위: 천명, 십억원)

	LG 유플러스	CJ 헬로
1. 가입자(천명, LGU+ 4Q18 기준, CJH 3Q18 기준)		
유료방송	4,019	4,220
초고속인터넷	4,038	798
이동전화(MVNO)	14,128	815
유선전화	4,511	478
2. 재무실적(2018, IFRS15, 십억원, CJH 추정)		
매출액	9,344	1,171
영업이익	731	65
EBITDA	2,403	298
3. 시가총액(2/8 기준, 십억원)	6,811	913
4. 유료방송 특징	구글, 넷플릭스 제휴	디지털 전환율 64%

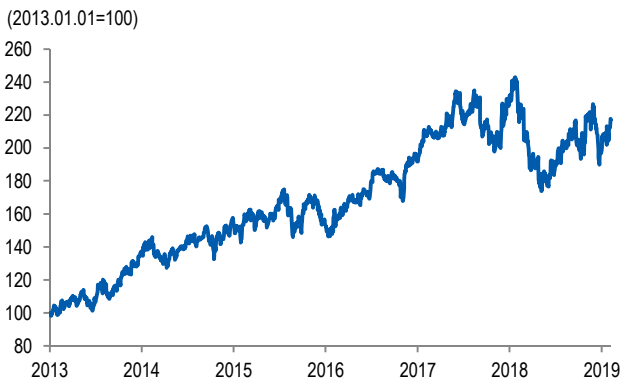
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림1] Verizon 과 AT&T 주가 수익률 추이



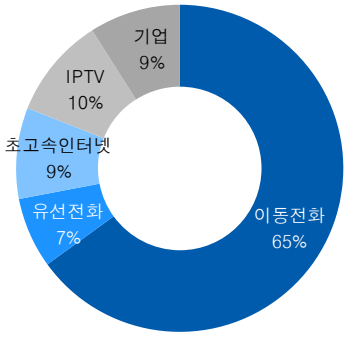
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림2] Comcast 주가 수익률 추이



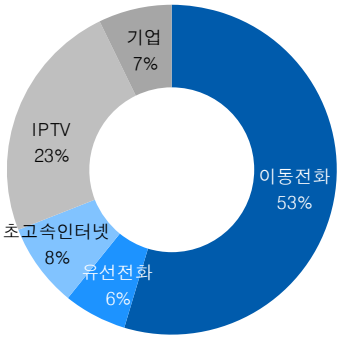
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한국 통신 3사의 사업부문별 매출 비중(2017년, 별도 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 사업부문별 매출 비중(유료방송 구조조정 이후)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 유료방송 통합을 통해 통신사업 재평가 기대되는 이유

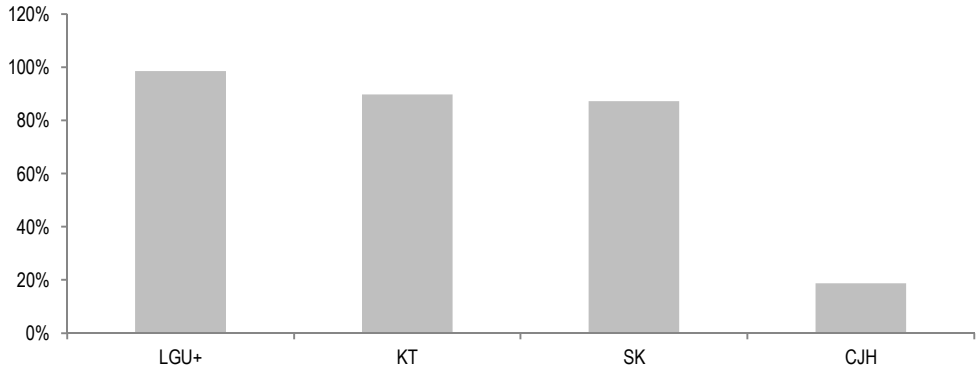
이동전화 규제에 따른 실적 변동성으로부터 자유로워 질 수 있음

유료방송 산업 과점 체제 구축을 통한 질적 성장

Valuation 재평가 기대

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 초고속인터넷 – 유료방송 서비스 결합률 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] CJ 헬로 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액	5,819	7,741	10,105	10,848	11,826	11,006	11,199	11,719	11,879
영업이익	1,296	1,174	941	913	1,050	429	729	653	649
(%)	22.3%	15.2%	9.3%	8.4%	8.9%	3.9%	6.5%	5.6%	5.5%
순이익	764	763	584	280	597	215	289	379	439
(%)	13.1%	9.9%	5.8%	2.6%	5.0%	2.0%	2.6%	3.2%	3.7%
EBITDA	2,527	2,684	2,831	3,225	3,367	2,922	3,014	2,980	3,355
(%)	43.4%	34.7%	28.0%	29.7%	28.5%	26.5%	26.9%	25.4%	28.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] CJ 헬로 가입자 & ARPU Assumption (단위: 명, 원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Subscribers									
Cable TV	3,310,880	3,375,957	3,949,634	4,145,660	4,102,128	4,119,228	4,180,066	4,200,528	4,120,528
– Analog	2,118,531	1,895,504	1,933,269	1,641,274	1,549,214	1,473,942	1,472,678	1,509,220	1,469,220
– Digital	1,192,349	1,480,453	2,016,365	2,504,386	2,552,914	2,645,286	2,707,388	2,691,308	2,651,308
Internet	614,694	699,554	853,244	914,567	860,253	825,331	812,974	794,967	782,967
VoIP	483,385	634,583	727,080	746,964	673,167	598,919	527,063	461,779	397,779
MVNO		203,472	599,304	832,293	843,350	853,254	857,533	812,678	804,678
ARPU									
Cable TV	9,088	9,324	9,394	8,665	8,299	7,854	7,788	7,401	7,390
– Analog	5,665	5,213	5,232	4,314	3,529	3,100	2,892	2,872	2,861
– Digital	13,955	14,161	12,987	11,226	10,948	10,270	10,181	9,940	9,900
Internet	16,457	15,605	13,668	11,940	11,786	11,551	11,188	11,105	11,061
VoIP	6,254	6,373	6,693	6,701	6,304	5,801	6,414	5,499	5,434
MVNO		18,323	21,595	19645	21,457	21,927	22,400	23,501	23,785

자료: 유안타증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**114,510**	**122,794**	**121,250**	**122,830**	**128,421**
매출원가	0	0	21,571	0	0
매출총이익	114,510	122,794	99,679	122,830	128,421
판관비	107,046	114,531	92,370	115,051	119,368
영업이익	**7,465**	**8,263**	**7,310**	**7,778**	**9,053**
EBITDA	24,000	25,153	24,019	25,970	28,029
영업외손익	-1,039	-1,595	-827	-621	-625
외환관련손익	-8	13	-3	44	0
이자손익	-1,083	-908	-674	-500	-366
관계기업관련손익	5	-9	-3	0	0
기타	46	-691	-146	-165	-259
법인세비용차감전순손익	6,426	6,668	6,483	7,158	8,428
법인세비용	1,498	1,197	1,667	1,793	2,111
계속사업순손익	4,927	5,471	4,816	5,365	6,318
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,927	5,471	4,816	5,365	6,318
지배지분순이익	**4,928**	**5,472**	**4,816**	**5,365**	**6,318**
포괄순이익	4,874	5,595	4,815	5,365	6,318
지배지분포괄이익	4,874	5,596	4,815	5,365	6,318

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**26,196**	**30,730**	**34,712**	**39,652**	**46,550**
현금및현금성자산	3,173	4,499	6,341	11,019	16,810
매출채권 및 기타채권	18,530	20,936	20,588	20,668	21,510
재고자산	2,616	3,345	3,884	3,983	4,157
비유동자산	93,696	88,625	97,395	95,327	93,533
유형자산	69,496	65,270	64,372	63,780	63,404
관계기업등 지분관련자산	78	379	386	386	386
기타투자자산	406	411	392	392	392
자산총계	**119,891**	**119,355**	**132,107**	**134,979**	**140,083**
유동부채	35,744	36,646	36,944	37,946	39,228
매입채무 및 기타채무	23,554	25,876	24,291	25,501	26,980
단기차입금	150	150	150	150	150
유동성장기부채	10,381	8,660	8,400	8,148	7,904
비유동부채	35,884	30,379	26,731	25,201	24,888
장기차입금	7,612	4,250	2,063	1,763	1,463
사채	21,649	20,356	18,658	17,158	16,858
부채총계	**71,628**	**67,025**	**63,674**	**63,147**	**64,116**
지배지분	48,261	52,329	68,431	71,831	75,965
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	34,296	37,695	41,830
비지배지분	2	1	2	2	2
자본총계	**48,263**	**52,330**	**68,432**	**71,832**	**75,967**
순차입금	**36,049**	**28,257**	**22,714**	**15,971**	**9,321**
총차입금	39,792	33,416	29,271	27,219	26,375

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**22,248**	**22,794**	**19,321**	**25,164**	**26,367**
당기순이익	4,927	5,471	4,816	5,365	6,318
감가상각비	14,737	14,441	14,283	14,592	15,375
외환손익	4	-2	2	-44	0
종속,관계기업관련손익	-5	9	3	0	0
자산부채의 증감	-1,014	-1,597	-19,483	-14,773	-15,222
기타현금흐름	3,598	4,472	19,700	20,024	19,895
투자활동 현금흐름	**-14,923**	**-13,583**	**-25,407**	**-15,120**	**-16,128**
투자자산	49	-355	-52	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,836	-11,826	-14,162	-14,000	-15,000
유형자산 감소	120	97	47	0	0
기타현금흐름	-2,256	-1,500	-11,240	-1,120	-1,128
재무활동 현금흐름	**-7,073**	**-7,885**	**-5,895**	**-4,002**	**-3,012**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-5,984	-6,396	-4,159	-2,052	-844
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,092	-1,528	-1,746	-1,965	-2,183
기타현금흐름	2	39	11	14	15
연결범위변동 등 기타	0	0	13,824	-1,364	-1,435
현금의 증감	**251**	**1,326**	**1,842**	**4,677**	**5,792**
기초 현금	2,921	3,173	4,499	6,341	11,019
기말 현금	3,173	4,499	6,341	11,019	16,810
NOPLAT	**7,465**	**8,263**	**7,310**	**7,778**	**9,053**
FCF	**8,409**	**10,247**	**-11,505**	**-4,751**	**-4,460**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,129	1,253	1,103	1,229	1,447
BPS	11,054	11,985	15,673	16,452	17,399
EBITDAPS	5,497	5,761	5,501	5,948	6,420
SPS	26,227	28,124	27,771	28,132	29,413
DPS	350	400	450	500	600
PER	**9.8**	**11.2**	**16.0**	**13.7**	**11.6**
PBR	**1.0**	**1.2**	**1.1**	**1.0**	**1.0**
EV/EBITDA	**3.5**	**3.6**	**3.8**	**3.2**	**2.8**
PSR	**0.4**	**0.5**	**0.6**	**0.6**	**0.6**

재무비율

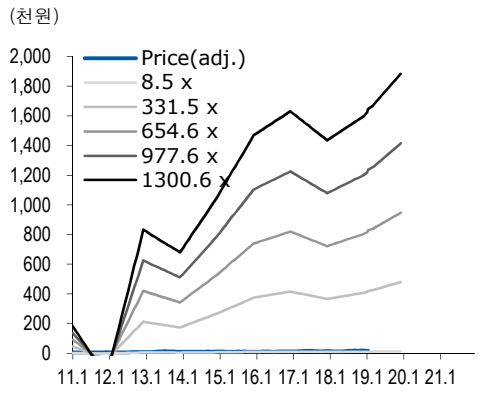
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**6.1**	**7.2**	**-1.3**	**1.3**	**4.6**
영업이익 증가율 (%)	**18.1**	**10.7**	**-11.5**	**6.4**	**16.4**
지배순이익 증가율 (%)	**40.2**	**11.1**	**-12.0**	**11.4**	**17.8**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	82.2	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**6.5**	**6.7**	**6.0**	**6.3**	**7.0**
지배순이익률 (%)	4.3	4.5	4.0	4.4	4.9
EBITDA 마진 (%)	21.0	20.5	19.8	21.1	21.8
ROIC	7.2	9.0	7.1	7.4	9.0
ROA	4.1	4.6	3.8	4.0	4.6
ROE	**10.6**	**10.9**	**8.0**	**7.6**	**8.5**
부채비율 (%)	148.4	128.1	93.0	87.9	84.4
순차입금/자기자본 (%)	74.7	54.0	33.2	22.2	12.3
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.1	7.2	8.8	11.5

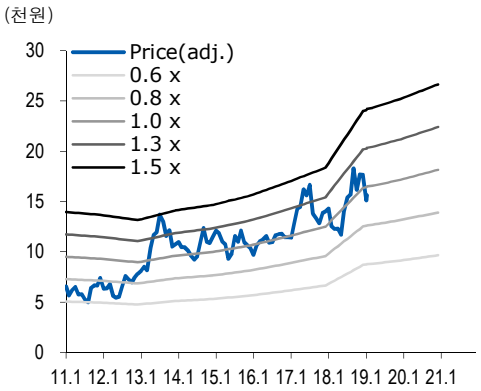
자료: 유안타증권

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

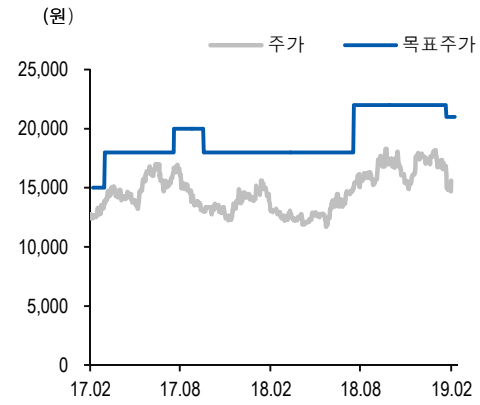
P/E band chart



P/B band chart



LG 유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-11	BUY	21,000	1년		
2019-01-29	BUY	21,000	1년		
2018-07-26	BUY	22,000	1년	-24.34	-16.82
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
2017-02-15	1년 경과 이후		1년	-12.81	-7.67
2016-02-15	BUY	15,000	1년	-24.02	-7.67

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-09

※해외 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.