

LG유플러스 (032640)

통신서비스



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	21,000원 (M)
현재주가 (3/22)	15,050원
상승여력	40%

시가총액	65,710억원
총발행주식수	436,611,361주
60일 평균 거래대금	347억원
60일 평균 거래량	2,198,020주
52주 고	18,300원
52주 저	11,700원
외인지분율	39.45%
주요주주	LG 외 1 인 36.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.3)	(12.8)	19.4
상대	1.7	(17.8)	36.3
절대(달려환산)	(0.8)	(13.3)	13.4

이번 사이클에는 시가총액 10조원에 도전합니다

5G 서비스 개시 → 투자 기회는 열려 있다!

최근 주가 정체는 CAPEX 증가에 따른 배당 축소 우려에 기인한 외국인 투자자의 매도에 영향을 받고 있다. 돌이켜보면 4G 서비스 개시 시점에도 상당히 유사한 형태의 대응이 있었다. 하지만 결과는 어땠는가? 4G 서비스 개시 이후 2년이라는 시간 동안 LG유플러스의 주가는 저점 대비 약 3배 가까이 상승했다. 4월 5일 시작될 5G 서비스에 대한 시장의 기대가 낮다는 점은 향후 주가 전망에 대한 부담을 낮춘다. 유안타 생각으로는 월간 30만대 이상의 판매량만 기록한다면, 주가는 강한 상승세를 보여줄 것으로 보고 있다. 5G 콘텐츠에 대한 부실함이 지적되지만, 통신사업자의 스포츠 관련 콘텐츠에 대한 준비는 생각보다 탄탄하다. 여기에 구글이 발표한 STADIA 서비스가 상용화되면 강력한 Latency 강점을 지닌 5G 네트워크의 특징점이 힘을 발휘할 것이다.

유료방송 구조 개편 → 3Q19까지 완성

LGU+의 CJ헬로 인수 공시 이후, SK텔레콤은 자회사인 SK브로드밴드와 티브로드 합병 MOU 체결에 대해 공시했다. KT 그룹의 합산 규제에 대한 논의만 확정되면, 딜라이브 M&A도 조만간 결정될 것으로 전망된다. 유료방송 구조 개편에 대한 공정위, 방통위 시각이 매우 적극적인 지원으로 확인되고 있어, 금년 3Q까지는 개편 작업이 마무리 될 전망이다. 향후 유료방송 가격 인상, 마케팅비용 안정화, OTT로의 Business 모델 확장이 본격화될 것으로 전망된다. 특히 하반기부터는 IPTV 마케팅비용이 급격하게 줄어들면서, 통신 3사 기준 연간 5,000억원 이상의 이익 증가 효과를 기록할 것으로 전망된다. 이러한 시너지를 확인하며, 시장 가격 대비 프리미엄이 과도하다는 부정적 인식은 쉽게 제거될 수 있을 것으로 전망한다.

향후 2년 이내 영업이익 1조원 → 시가총액 10조원 도전

컨콜을 통한 회사의 19년 영업이익에 대한 부정적 아웃룩으로 인해 투자자의 시각은 19년 감익에 맞춰져 있다. 유안타증권에서는 상반기까지는 YoY 기준 영업이익이 소폭 감소할 것으로 전망하고 있으나, 하반기에는 YoY 기준 증익하면서 연간 기준으로는 18년 대비 19년 약 400억원 규모의 증익을 예상한다. 근거는 ①회계 기준 변경에 따른 이익 이연, ②IPTV 사업 마진 상승, ③일회성 비용 제거에 따른 기저 효과이다. 5G와 유료방송 구조 개편을 축으로 하는 이번 사이클에서 주도권 확보를 통해 동사의 영업이익은 1조원 이상으로 높아질 전망이다. 시가총액은 10조원(주당 23,000원)에 도전하는 그림이 만들어질 것이다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	29,668	-0.4	-6.5	30,461	-2.6
영업이익	1,816	-3.2	74.5	2,017	-9.9
세전계속사업이익	1,708	5.5	91.2	1,763	-3.1
지배순이익	1,218	5.4	61.8	1,383	-11.9
영업이익률 (%)	6.1	-0.2 %pt	+2.8 %pt	6.6	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.1	+0.2 %pt	+1.7 %pt	4.5	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F
매출액		114,510	122,794	121,251	123,495
영업이익		7,465	8,263	7,309	7,702
지배순이익		4,928	5,472	4,816	5,298
PER		9.8	11.2	13.3	12.4
PBR		1.0	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA		3.5	3.6	3.7	3.4
ROE		10.6	10.9	8.0	7.5

자료: 유안타증권

목차

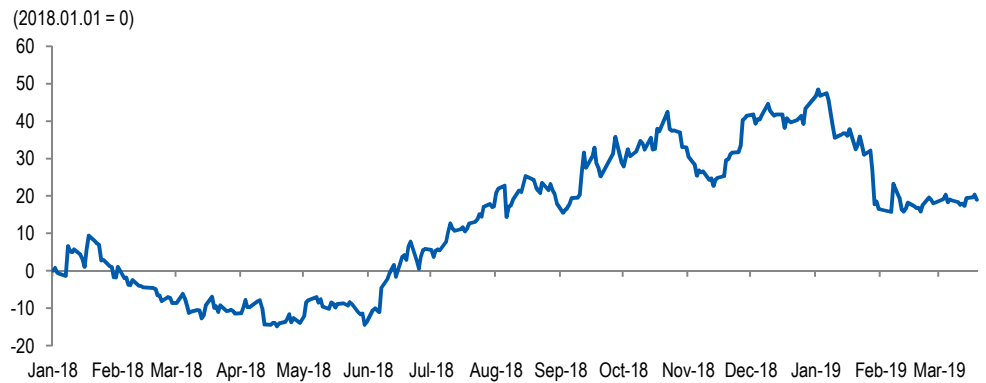
주가 흐름에 대한 고찰	03
5G 서비스 개시 → 투자 기회는 열려 있다!	04
외국인 투자자의 매도를 투자 기회로 활용해야	05
서비스 시작 전의 전망이 의미 없는 이유	06
2Q 단말기 판매량을 보자	07
월간 판매량 30만대 이상이면 주가는 상승한다	08
ARPU는 55,000원 수준 예상	09
당장 쓸만한 콘텐츠는 부족하지만..	10
통신 3사는 스포츠 콘텐츠 중심으로 준비 중	11
구글 프로젝트 STADIA → Latency라는 5G 특징점이 확실하게 부각될 수 있을 전망	11
화웨이 파트너십 → 기회가 될 것	14
무선 점유율 경쟁에서의 우위 지속	16
유료방송 구조 개편 → 생각보다 빠르다. 3Q19까지 완성	17
쟁점 1 : 인수 가격의 적정성	17
쟁점 2 : 시너지	19
19년 수익성, 우려보다는 양호할 전망이다!	20

주가 흐름에 대한 고찰

2018년 누적 수익률 25.6%로 최고의 Performance를 보였던 LG유플러스는 ①4Q18 실적에 대한 실망, 2019년 이익 전망에 대한 우려, ②Huawei 이슈 부각에 따른 영업 차질 가능성 우려, ③CJ헬로 인수 가격에 대한 논란으로 인해 2019년 들어 -16.4%의 주가 하락을 기록했다. 이 과정에서 기관투자자는 1월 한달 동안 1,069억원의 순매도를 기록하면서, 주가 하락을 이끌었다. 하지만 2월 이후 기관투자자는 293억원의 순매수로 대응하면서, 주가는 15,000원 대에서 하락을 멈춘 상황이다.

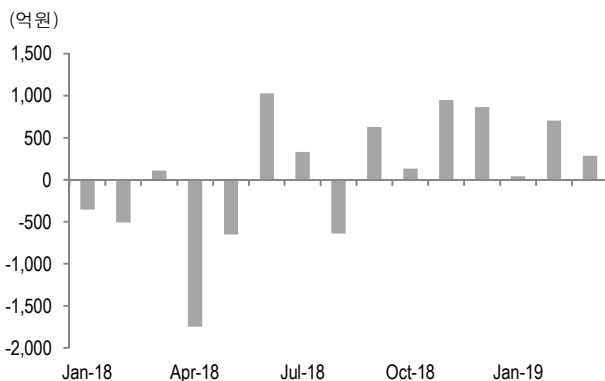
1월 IT 대형주의 반등과 4Q18 통신주의 실적 부진은 기관투자자의 통신업 비중을 낮추는 요인으로 작용했다. 이 과정에서 『지배구조 개편에 대한 기대감』이 남아 있는 SK텔레콤보다는 LG유플러스에 대한 매도 압력이 커졌다(그림 2,3 참조). 반대로 생각하면, 통신업에 대한 관심이 커지는 구간에서는 LG유플러스에 대한 순매수가 확대될 수 있음을 의미한다.

[그림 1] LG 유플러스의 상대수익률 추이



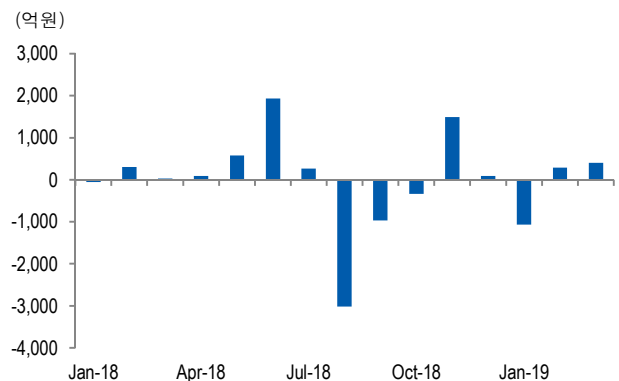
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 텔레콤 기관투자자 월별 순매수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] LG 유플러스 기관투자자 월별 순매수 추이

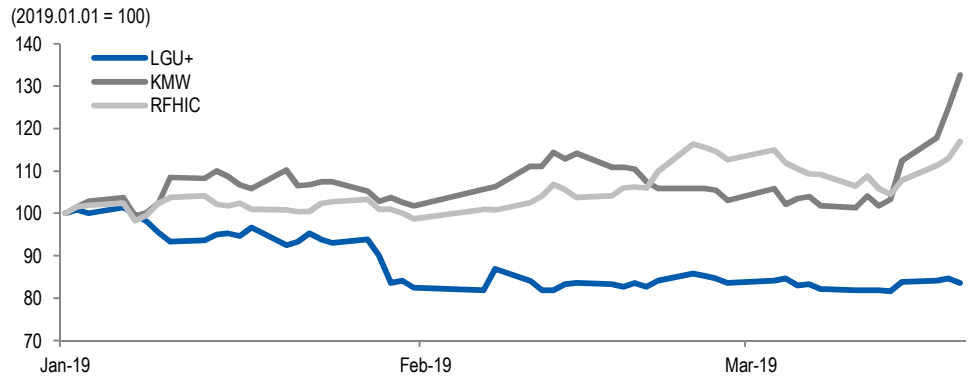


자료: 유안타증권 리서치센터

5G 서비스 개시 → 투자 기회는 열려 있다!

5G 서비스 개시가 2주 앞으로 다가 왔다. 5G 전용 단말기 출시(4/5일)를 기점으로 가입자 유치가 시작될 것이다. 현재까지의 분위기로는 통신서비스 투자자의 5G에 대한 기대감은 ‘전무’한 상황이나 마찬가지이다. 이는 금년 1월 이후 통신서비스 업종의 주가 흐름이 증명한다. 통신장비업종의 주가흐름은 통신서비스 업종과는 다른 양상으로 전개되고 있다.

[그림 4] LG 유플러스 VS KMW & RFHIC 상대수익률

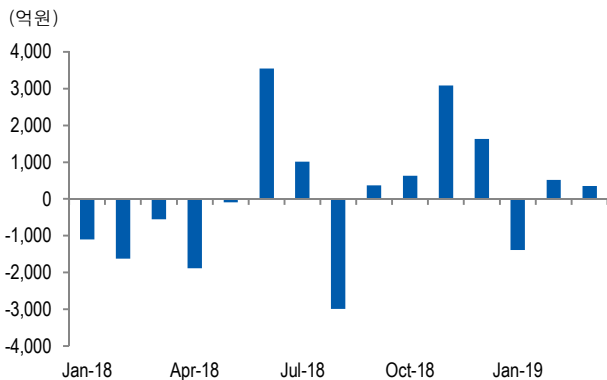


자료: 유안타증권 리서치센터

사실 이는 비상식적인 흐름(장비업종과 통신서비스 업종 주가 흐름의 차별화)이다. 5G 서비스의 성패 여부와 투자 규모는 매우 높은 상관 관계로 결정될 것이기 때문이다. 통신사업자는 몇 번의 투자 사이클과 규제를 경험하면서, 5G 투자와 관련해서는 스마트한 대응 의지를 굳혔다. 수요가 있는 곳에 투자한다는 원칙은 그 어느 때보다도 의지가 강한 상황이다.

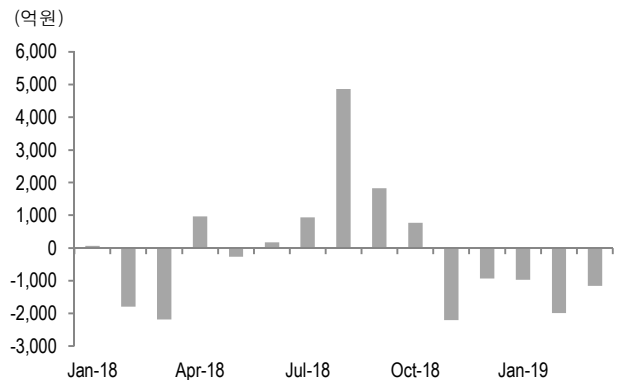
서비스 업종과 장비 업종간 주가 흐름의 괴리는 ‘5G에 대한 국내 투자자와 외국인 투자자간의 시각 차이’에서 비롯한다. 국내 기관투자자는 어닝 쇼크가 예상됐던 1월에만 통신업종을 매도했을 뿐, 그 전후로 통신서비스 업종에 대한 비중을 지속 확대하고 있다. 반면 외국인투자자는 4Q18 이후 순매도 기조를 유지하고 있다. 통신업종에 대한 국내 기관과 외국인투자자의 View가 다르다는 의미이다. 반면 통신장비 업종의 강세는 외국인 투자자의 영향을 상대적으로 덜 받기에 가능했던 현상이다.

[그림 5] 통신업에 대한 기관투자자의 순매매 현황 (2018.1 ~)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 통신업에 대한 외국인투자자의 순매매 현황 (2018.1 ~)



자료: 유안타증권 리서치센터

외국인 투자자의 매도를 투자 기회로 활용해야

외국인투자자의 매도는 『수요에 대해 확신할 수 없는 5G 서비스에 대한 인프라 투자 규모가 과하다고 판단』하기 때문이다. 특히 CAPEX 증가는 2019년 배당에 대한 우려로 이어지고 있다. 하지만 통신서비스 업종에 대한 외국인 투자자의 이러한 판단이 무조건 옳다고 볼 수는 없다. 한국 통신업의 과거 사례는 『적극적 디레버리징보다는 ARPU 상승 등 펀더멘털 개선』이 주가에 보다 긍정적 영향을 미쳤음을 증명하고 있다.

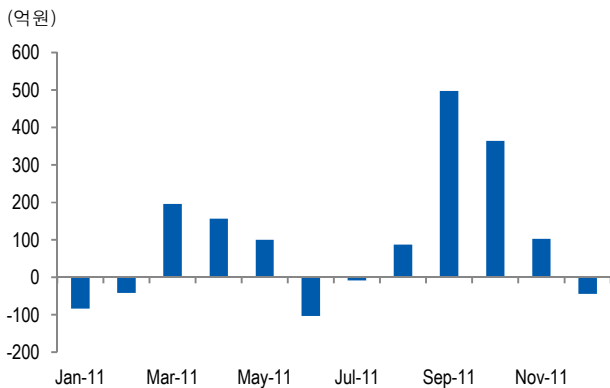
4G 서비스 개시(2011년 9월) 시점에도 외국인투자자의 유사한 대응이 나타났다. 국내 투자자들은 4G 서비스의 성공적 경험에 대해서만 기억하고 있을지 몰라도, 실제로 서비스가 개시되기 직전까지 통신업종의 주가는 신저가를 기록하고 있었다. 4G 서비스 시작 전, 그리고 시작 초기까지 외국인투자자는 『CAPEX 확대 → 현금 흐름 악화 → 배당 축소 가능성에 대한 우려』에 집중했다(그림 9 참조). 하지만 결과는 달랐다. 4G 서비스 개시 이후, 2년 동안 LG유플러스의 주가는 저점 대비 약 3배 가까이 상승하는 결과를 보여줬다.

[그림 7] LG유플러스의 2011년 주가 차트



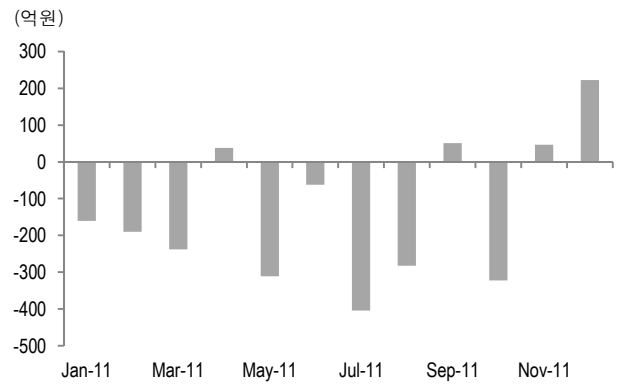
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] LG유플러스에 대한 기관투자자의 순매매 현황 (2011년)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] LG유플러스에 대한 외국인투자자의 순매매 현황 (2011년)



자료: 유안타증권 리서치센터

서비스 시작 전의 전망이 의미 없는 이유

4G 서비스 개시 직전까지도 수요에 대해 투자자의 반응이 미온적이었던 사실을 기억하는가? 다음의 기사 내용에서처럼 4G 서비스 개시 직전까지 서비스의 한계(커버리지, 속도, 단말기)에 대한 우려가 컨센서스를 이루고 있었다. 서비스 개시 전의 전망은 사실상 무의미하다는 점을 강조한다.

[그림 10] LTE 서비스 개시 전 부정적인 전망

LTE 로드맵을 말해 달라.

“현재 일본에서 LTE를 상용화했는데 모뎀 형태로 서비스하고 있다. 기술이 중요하겠지만 실제 고객이 될 원하느냐가 중요하다. 모바일 와이파이의 와이브로가 커버할 것이고 LTE는 원칙이 만들어져야 한다. 올해는 유용한 단말이 나오지 못할 것이다. 내년에는 한다. 유럽에서는 아직 LTE와 관련한 움직임도 없다. 당분간 와이브로와 같은 한국의 강점을 살리는 방법을 쓸 것이다.”

An interview of KT CEO Pyo Hyeon-myeong in July 2011

통신업계 “전국망 구축되는 2013년에 진짜 4G 가능”

22일 통신업계 전문가들은 이동사들이 선전하는 4G 속도는 2013년이 돼야 가능해진다고 설명했다. 아직은 '시기상조'라고.

전문가들은 망 구축 문제를 지적했다. LTE가 전국적으로 확산되기까지는 최소 1년에서 2년 이상의 시간이 소요된다.

SKT는 내년 초까지 수도권과 6대 광역시 등에 망을 구축한다는 계획. 전국망은 오는 2013년 말에 완료된다. LG 유플러스도 서울 및 수도권, 부산, 광주 등을 우선으로 서비스를 시작했다. 빨라야 내년 7월 전국 단일망이 가능해진다.

스마트폰 이용자들이 장소의 제약을 감수하면서까지 LTE를 사용할지는 의문이라고 전문가들은 설명했다.

LTE 사용자들 “연결되면 빠르지만 기대에 못 미쳐”

LTE를 사용하는 사용자들의 불만도 바로 망 구축 문제. 서울 내에서도 4G 망이 잡히지 않는 곳이 많다. 물론 연결이 되면 3G 망보다는 빠르다. 하지만 사용자들은 기대에 못 미치는 수준이라고 불만을 토로하고 있다. 당초 알려진 5배의 빠른 속도는 아니라는 것이다.

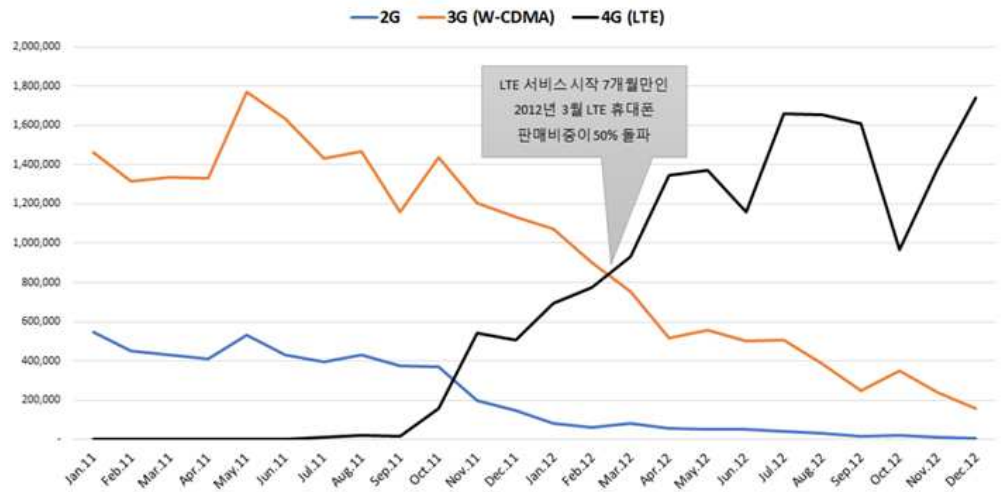
“LTE slower than touted” on July 23, 2011

자료: 언론 보도 취합, 유안타증권 리서치센터

2Q 단말기 판매량을 보자

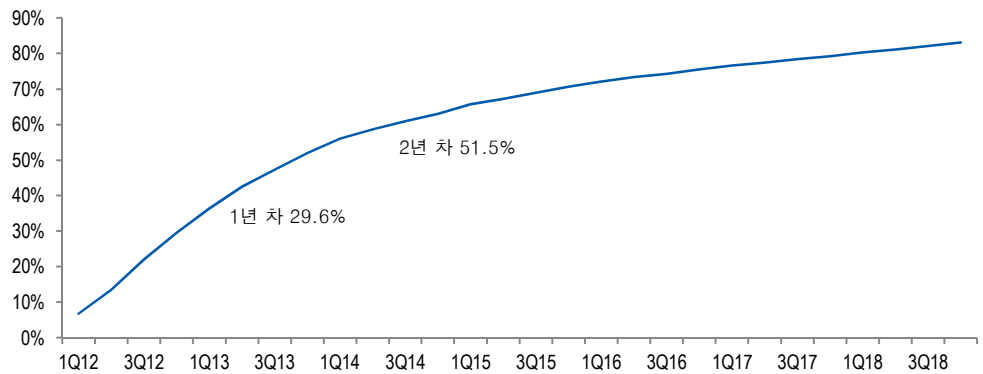
하지만 4G 서비스 개시 이후 1개월 만에 단말기 판매량이 빠른 속도로 올라오면서 상황이 반전됐다. 서비스 개시 후 2개월 차인 11월에는 4G 단말기 판매량이 60만대에 육박했고, 서비스 개시 7개월째인 2012년 3월 4G 단말기 판매 비중은 50%를 돌파했다. 이는 서비스 개시 이후 1년 차에 29.6%, 2년 차에 51.5%의 보급률을 기록한 성과로 이어졌다.

[그림 11] 2011 ~ 2012년 국내 휴대폰 월간 판매량 추이 (단위 : 대)



자료: ATLAS Survey, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] LTE 사례 : 1년 차 29.6%, 2년 차 51.5%로 성장

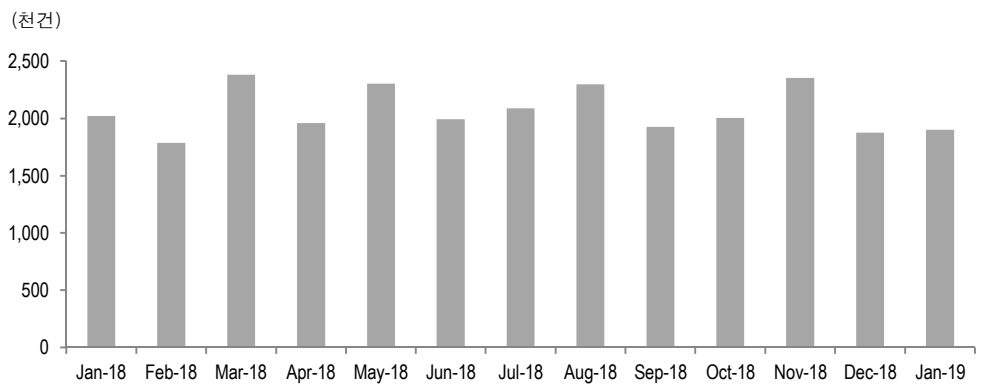


자료: 유안타증권 리서치센터

월간 판매량 30만대 이상이면 주가는 상승한다

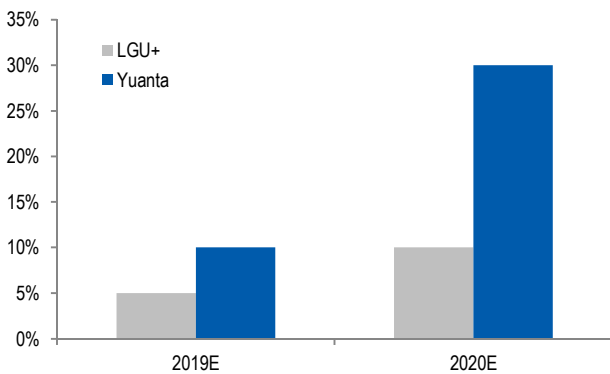
유안타증권에서는 2019년 통신서비스 업종 전망 자료를 통해 5G 보급률에 대해 2019년 말 10%, 2020년 30%로 전망했다. 체감적 관점에서는 2019년 말 기준 5%, 2020년 말 기준 10% 수준이 시장 컨센서스로 판단된다. 이러한 수치가 달성되기 위한 조건은 2019년 판매량의 15%(시장 컨센서스), 30%(유안타 전망), 2020년 판매량의 20%(시장 컨센서스), 65%(유안타 전망) 수준이다. 2018년 기준 월간 단말기 판매량은 200만대에 육박한다. 따라서 서비스 개시 이후 월간 5G 단말기 판매량이 30만대 ~ 60만대 수준에만 도달하면, 5G에 대한 시장의 시각은 180도 바뀔 수 있을 것으로 전망된다.

[그림 13] 월 평균 단말기 판매량 추이



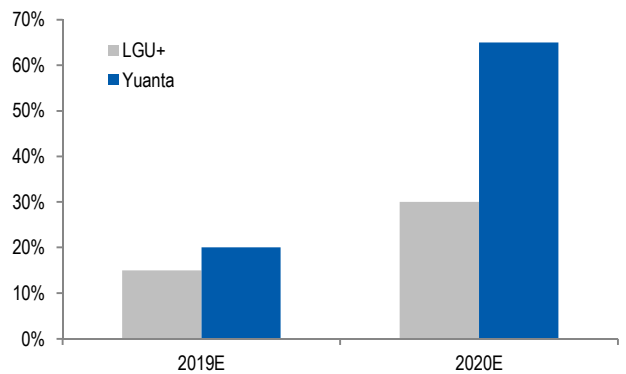
자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 5G 보급률 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 전체 판매량 중 5G 단말기 비중 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

ARPU는 55,000원 수준 예상

요금제는 3월 마지막 주 발표될 것으로 전망된다. 지난 3월 5일 과기정통부는 SK텔레콤이 제출한 5G 요금제가 고가로 구성됐다며 한 차례 반려했다. 당시 자문위가 요구한 것은 중저가 요금제 구성이었다. SK텔레콤은 권고를 받아들여 5만원대 요금제를 포함 시킬 것으로 전망된다. 25% 할인 적용 시, 5G ARPU는 5만원 중반 수준을 형성할 것으로 전망된다. LG유플러스는 SK텔레콤의 요금제 인가 상황을 지켜보며, 유사한 수준으로 요금제를 신고할 것으로 전망된다.

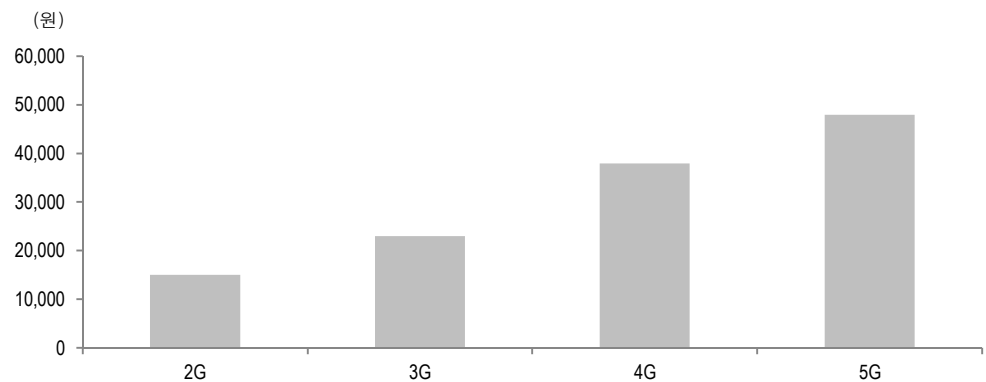
[표 1] 5G 요금제 예상

(단위: 원)

월 요금	25% 할인 시	데이터 제공
55,000	41,250	?
75,000	56,250	150GB
95,000	71,250	200GB
125,000	93,750	300GB

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 5G 요금제는 5만원 이상에서 형성될 전망



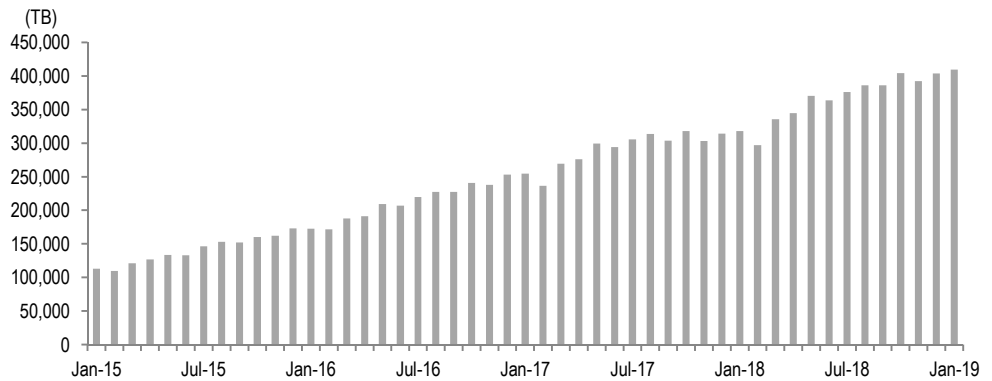
자료: 유안타증권 리서치센터

당장 쓸만한 콘텐츠는 부족하지만..

투자자와의 미팅을 통해 가장 결론 도출이 어려운 주제는 『5G 서비스의 성공 여부』이다. B2B에 대한 기대는 차치하더라도 B2C 분야에서조차 『서비스의 모호성과 콘텐츠의 부족』이 지적된다. 이러한 견해에 대해 유안타증권은 동의하지 않는다. 서비스와 콘텐츠는 인프라 공급에 후행하는 변수이기 때문이다. 『광대역, 저지연성』 등의 기술적 특징점을 보유한 5G 인프라와 단말기가 공급된 이후에는 어떤 상황이 벌어질지 예측하기 어려운 것이 사실이다.

특히 다음의 두 가지 변수는 체크하고 넘어 가야 한다. ①4G 데이터 트래픽 확장 속도가 예상보다 빠르다. 과거의 패턴을 고려할 때, 스포츠 시즌이 도래하는 4~5월 사이에는 4G 데이터 트래픽이 45만 테라바이트를 넘어설 것으로 전망된다. 특정 지역, 특정 시간에서 4G의 이용 경험이 악화될 가능성이 높아지면서, High end 이용자의 5G 전환 현상이 나타날 것으로 전망된다.

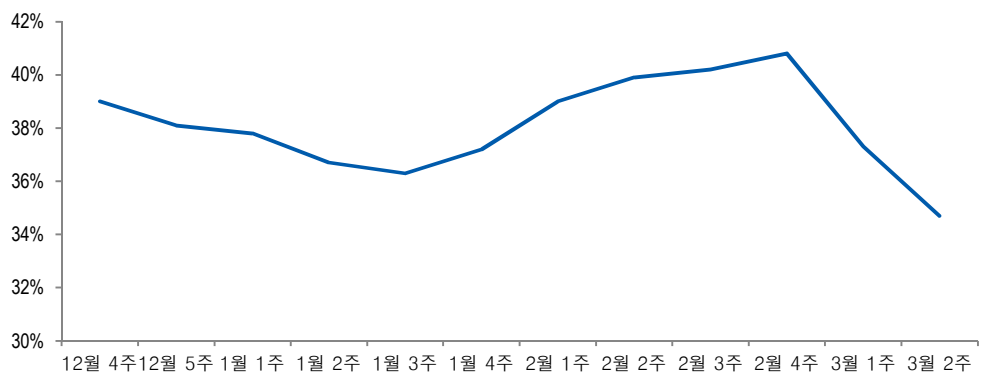
[그림 17] 모바일 데이터 트래픽 추이(4G)



자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

②고가 단말기(100만원대) 판매 비중은 평균적으로 30%를 넘어선다. 5G 서비스의 초기 타겟 층은 고가 단말기 & 고가 요금제를 이용하는 고객이다. 30%가 넘는 고가 단말기 이용 수요층은 5G로 자연스럽게 넘어갈 수 있는 계층이다. 특히 노트 5G 버전이 출시되는 시점에서는 상당수의 고객이 5G 버전을 선택할 것으로 전망된다.

[그림 18] Top 10 모델 점유율 변동 추이



자료: ATLAS, 유안타증권 리서치센터

통신 3사는 스포츠 콘텐츠 중심으로 준비 중

서비스 초기에는 통신사가 직접 공급하는 콘텐츠가 5G 서비스의 주류를 이룰 것으로 전망된다. 6K급 영상 화질로 중계되는 프로야구 경기를 다양한 앵글로 시청할 수 있는 콘텐츠가 준비됐으며, 이를 위해 통신 3사 및 포털 사업자는 컨소시엄을 구성하여 KBO와 뉴미디어 중계권 계약(5년, 1,100억원)을 마쳤다. 모바일에서 가장 많이 소비하는 영상 콘텐츠는 프로야구 중계기 때문에, 4G와의 차별성이 부각될 수 있을 것으로 전망된다.

[표 2] 5G 콘텐츠 준비 현황

통신사	서비스 브랜드	내용
SK 텔레콤	옥수수 소셜 VR 5GX 프로야구	하나의 가상 공간에 7명의 참여자 초대하여 다양한 미디어 서비스 이용 4K 카메라 3대를 함께 촬영한 12K 영상을 송출해 6K급 영상으로 화질 저하 없이 시청 가능. 인천 구장 우선 적용 핀치 줌, 멀티 앵글, 타임머신, 멀티 뷰 기능 제공
KT	기가라이브 TV 올레 TV 모바일 프로야구	500여종의 VR 콘텐츠 제공 프리뷰, 오피뷰, 실감형 하이라이트
LG 유플러스	3D VR U+ 프로야구, 프로골프,	구글과 콘텐츠 공동 제작, 콘텐츠 펀드 공동 조성 핀치 줌, 멀티 앵글, 타임머신, 멀티 뷰 기능 제공. KLPGA와 계약

자료: 언론 보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] U+ 프로야구 중계 화면



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

구글 프로젝트 STADIA → Latency라는 5G 특징점이 확실하게 부각될 수 있을 전망

구글은 18일 GDC 2019 기조연설을 통해 STADIA 라는 명칭의 스트리밍 서비스를 발표했다. 개념적으로는 크롬 브라우저 엔진을 통해 PC와 크롬북, 태블릿, 안드로이드 스마트폰 등 특별히 플랫폼과 시스템을 가리지 않고 고사양 게임을 즐길 수 있게 된다. 구글은 스타디아의 스트리밍 플랫폼 특성을 활용해 게임 플레이와 동시에 실시간 유튜브 방송, 시청자와 함께 플레이하는 Crowd Play도 지원한다. 게임 플레이 상황을 공유해 다른 플레이어에게 공략을 부탁할 수 있는 상태 공유(State Share) 기능도 지원한다. 이 모든 과정은 스타디아 서버에서 이뤄지므로 사용자 시스템의 하드웨어 자원이 추가로 요구되지 않는다. 구글은 스타디아 런칭 시점에서 4K HDR

60FPS 서라운드 플레이 경험 제공, 향후 최대 8K 120FPS 플레이 경험 제공을 목표로 하고 있다. 아직 스트리밍 서비스를 위해 필요한 네트워크 대역폭은 공개하지 않았으나, 통상적으로 2시간 분량의 HD 동영상 1편 재생 시 데이터는 1.5~2기가를 소모한다. 이론적으로 4K 퀄리티 영상은 HD 에 비해 8배 이상의 데이터를 소비 시킨다. 데이터 트래픽의 폭증은 자명한 사실이다. 구체적인 런칭 일자나 비용 등 추가 내용은 발표하지 않았지만, 구글은 2019년 중 스타디아를 런칭할 계획이다.

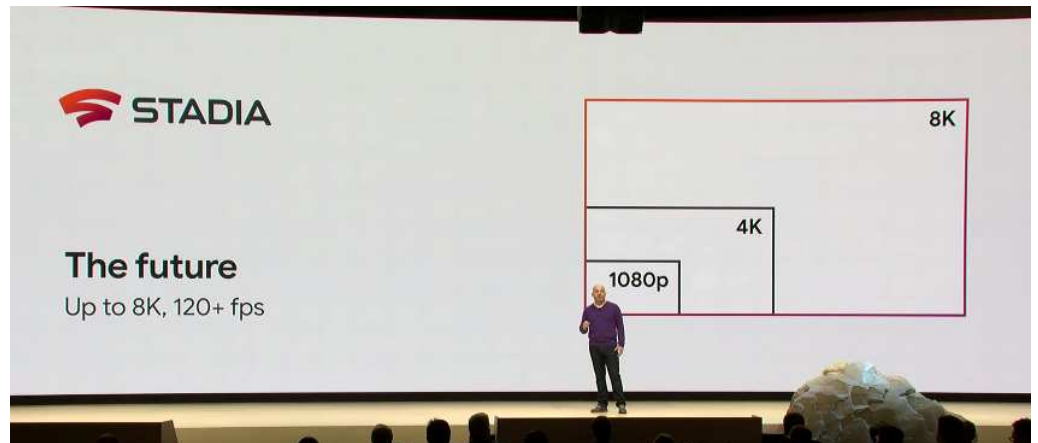
스트리밍 서비스의 특성상 Latency 중요성이 부각될 것이다. 구글은 Latency 문제에 대응할 수 있도록 전세계 200개 이상의 국가와 지역에 위치한 자사의 데이터 센터와 연동해 스타디아 서비스를 진행할 예정이다. 네트워크 측면에서는 5G 인프라의 장점(Latency)이 선명하게 부각될 것으로 전망된다. 가령 배틀로얄(FPS)와 같은 장르 게임의 경우에는 N/W 인프라보다도 H/W 성능이 UX 관점에서 중요하다. 하지만 클라우드 기반의 게이밍 환경에서는 게임 결과를 결정하는 환경 변수가 N/W 인프라 하나로 압축될 것이다.

[그림 20] Google's Stadia is "Netflix For Games"



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] Google's Gaming Platform Is Aiming for a 120FPS & 8K Future



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

화웨이 파트너십 → 기회가 될 것

화웨이 파트너십은 중장기적인 관점에서 동사에 기회가 될 것으로 전망된다. ①하드웨어 경쟁사 대비 장비 가격이 약 70% 수준으로 알려져 있다. CAPEX에 대한 부담을 줄일 수 있을 전망이다. 특히 향후 28GHz 대역으로 스펙트럼이 확장되면, 기지국 및 스몰셀에 대한 수요가 크게 증가할 것이다. CAPEX 컨트롤이 더욱 중요한 이슈가 될 것이다. ②MWC에서의 드러난 화웨이의 기술력에 더해 유럽 통신사 중심으로 화웨이에 대한 지지 세력이 나타나고 있다는 점을 주목해야 한다. GSMA는 EU 정부에 화웨이 장비 사용 금지 조치의 위협성을 경고하는 서안을 보냈다. 당시 알려진 이유는 세계 1위 통신장비 업체 화웨이 없이는 5G 시장이 성장하기 힘들다는 것이었다. ③언론 보도에 의하면, 화웨이 연간 연구개발 투자 규모는 150~200억 달러 규모로 알려져 있다. 연구개발 집약도 부문 세계 상위 5위로 현재 87,805개의 특허를 보유하고 있으며, 수학자 700여명, 물리학자 800여명, 화학자 120여명, 기초연구 과학자 6,000여명, 엔지니어 60,000여명 근무하고 있다. 이동통신 네트워크는 『4G → 5G → 6G』로 연결성을 가진다. 예를 들면 NSA 방식의 기술 표준으로 최소 2년 정도의 5G 커버리지가 제공될 것이다. 4G와 5G 파트너십이 연결성을 가진다는 의미이다. 이미 4G 도입 초기 시점에 비해 5G가 도입되는 현 시점에서 화웨이의 점유율과 기술 수준은 경쟁사와 격차를 벌리고 있음이 감지되고 있다. 이러한 추세가 지속될 경우, 6G 시대에서는 한국의 통신 3사 모두 화웨이를 파트너로 선정해야 하는 상황에 직면할 수 있다. 이 경우 5G 네트워크 파트너를 어느 사업자로 채택했는지가 중요한 변수가 될 수 있다. ④LG유플러스는 연말까지 약 50,000국이 넘는 5G 기지국을 설치할 계획이다. 정부와 약속한 기지국 의무 설치 기준은 3년 내 22,500국(3.5GHz), 15,000국(28GHz)이다. 기존에 알려진 내용에 비해 상당히 공격적인 커버리지 계획이다. 이 정도면 84개 시도에서 5G 서비스가 가능한 수준이라고 볼 수 있다. LG유플러스를 포함한 한국의 이동 3사가 글로벌에서 가장 먼저 5G 서비스를 개시하는 상황이기 때문에, 화웨이를 LG유플러스 파트너십을 매우 중요하게 생각하고 있다. 네트워크 장비 공급 측면에서 최우선적인 지원을 받고 있는 것으로 파악된다. .

[표 3] 5G 네트워크 구축 의무 조건

구분	기준 기지국	3년(15%)	5년(30%)
3.5GHz	15만국	2.25만국	4.5만국
28GHz	10만국	1.5만국	

자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 최악의 상황을 벗어나고 있는 화웨이

- 알렉스 영거(Alex Younger) 영국 해외정보국(M16) 국장은 화웨이를 단순히 금지하기에는 이번 이슈가 너무 복잡하다며, 영국은 미국보다 화웨이에 대해 보다 유화적인 입장을 택하게 될 것을 암시
- 무니르 마주비 프랑스 디지털 국무장관은 화웨이 장비 사용과 관련해 "특정 기업에 대한 보이콧은 하지 않을 것"이라고 언급
- 3월 14일, 전세계 750개 이상의 통신사를 대표하는 세계이동통신사업자협회(GSMA)는 유럽의 정책 및 법률 입안자들이 네트워크 인프라 추가 확보를 고려할 때, 보안, 경쟁, 혁신 및 소비자 영향 등 모든 정책에서 중심을 잃지 않을 것을 촉구
- BT는 연내 영국 16개 도시에 서비스 예정인 차세대 5G 네트워크 중, 가입자 식별에 사용되는 코어 네트워크에 한해서 화웨이 장비를 구매하지 않겠다고 지난 해 12월 발표. 당시 BT는 안테나 또는 기지국과 같이 보안과 무관한 영역에는 화웨이를 중요한 장비 제공 파트너로 계속해서 사용할 것이라고 언급
- MWC 기준, 글로벌 시장에서 약 30개 이상의 상용 5G 계약 체결(최근 아이슬란드 노바, 터키 투르크 텔레콤, 남아프리카 레인, 사우디 STC, 바레인 비바 바레인, 인도네시아 텔콤셀, XL Axiata, 말레이시아 맥시스)

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 5G 경쟁을 강조하고 나선 트럼프의 트윗

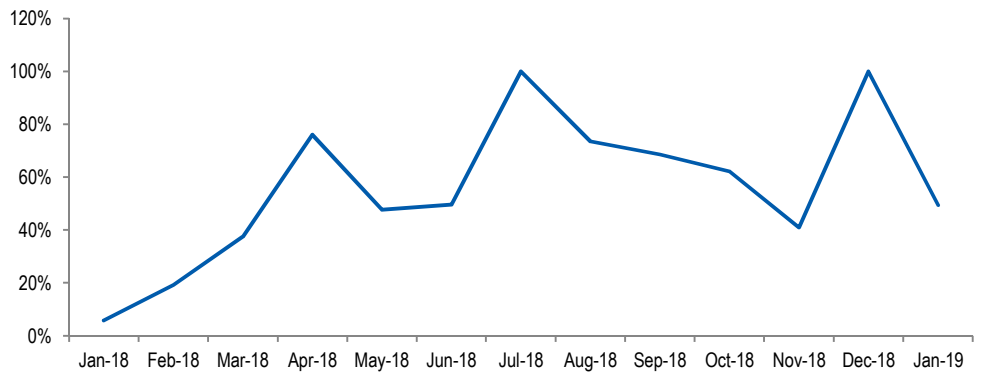


자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

무선 점유율 경쟁에서의 우위 지속

화웨이 이슈가 확대된 4Q18 이후 동사의 가입자 유치 성과에 별다른 영향이 없었다는 점도 주목해야 하는 변수이다. 지나치게 공격적인 인터넷 여론과 별개로 mass 시장에서의 성과에는 어떤 영향도 나타나지 않고 있다. 이러한 추세는 5G 서비스 개시 이후에도 이어질 가능성이 높을 것으로 판단된다.

[그림 24] LG 유플러스의 MNO(Mass) 순증 점유율

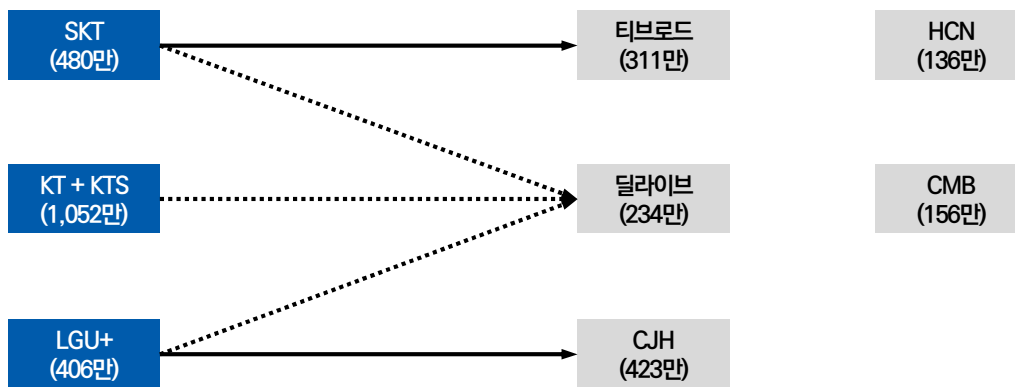


자료: 과기정통부, 유안타증권 리서치센터

유료방송 구조 개편 → 생각보다 빠르다. 3Q19까지 완성

LGU+의 CJ헬로 인수 공시(2019년 2월 14일) 이후, SK텔레콤은 자회사인 SK브로드밴드와 티브로드 합병 MOU 체결에 대해 공시했다. KT 그룹의 합산 규제에 대한 논의(3/22일 예정됐던 법안 소위는 연기, 4/4일 KT 청문회)만 확정되면, 딜라이브 M&A도 조만간 결정될 것으로 전망된다. 이미 LG유플러스는 공정거래위원회에 심사 신청(3월 15일)을 완료했고, 공정위 심사(120일) → 방통위, 과기정통부 심사를 거쳐 금년 3Q 중으로 인수 여부가 확정될 것으로 전망된다. 최근 공정위원장의 발언(2019년 3월 15일, “3년 전과 비교해 규제 환경이 달라졌고, 해외 상황(넷플릭스)과 온라인동영상서비스(OTT·Over The Top) 산업 등 시장에 여러 가지 변화가 있었던 것은 분명. 방송통신위원회가 전국적 시장 상황을 강조하고 있는 것을 공정위로서도 존중할 수 밖에 없음”), 방송통신위원회의 전국 단위 병행을 담은 유료방송 시장 획정은 통신사업자의 SO 인수에 대한 정부 규제 차원에서 불확실성이 상당 부분 제거됐음을 의미한다. 따라서 금년 3Q 중으로 유료방송 구조 개편 작업은 마무리 단계에 접어들 것으로 전망된다.

[그림 25] 유료방송 구조 개편



자료: 유안타증권 리서치센터

산업의 수평 통합에 대한 공감대 형성, 정부의 유료방송 환경 정상화라는 이해관계가 맞아 떨어지면서 M&A가 촉발된 상황이다. 따라서 향후 유료방송 가격 인상, 마케팅비용 안정화, OTT로의 Business 모델 확장이 본격화될 것으로 전망된다. 반면 시장 가격 대비 과도한 프리미엄을 지급했다는 점은 확고한 시너지에 대한 당위성을 요구하며, 통신사업자의 기업 가치에 부담요인으로 작용할 전망이다.

[표 4] 유료방송 구조 개편의 기대와 우려

기대	우려
유료방송 가격 정상화	시가총액에 비해 높은 인수 비용
마케팅비용 절감	정부의 규제정책 유발
OTT로 Business 모델 확장 본격화	

자료: 유안타증권 리서치센터

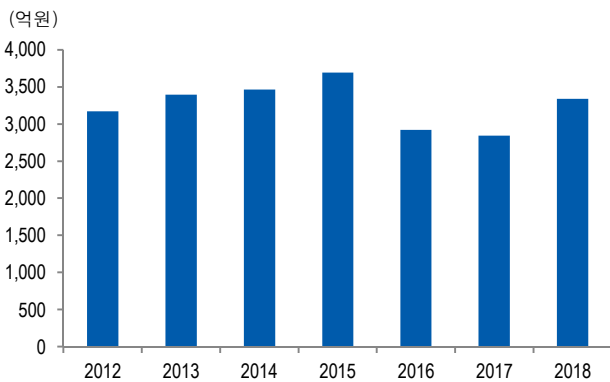
쟁점 1 : 인수 가격의 적정성

통신사업자의 SO 인수 과정에서 투자자들이 가장 우려하는 변수는 인수 가격의 적정성 문제에 집중된다. 인수 과정에 현금이 소요된 LG유플러스의 CJ헬로 인수를 부정적으로 인식하는 투자자들의 시각은 바로 여기에 기반하고 있다. 우려의 핵심은 ①시가총액에 비해 과도하게 높은 인수 자금이 들어갔다는 점, ②가입자 감소, 이익 감소에 시달리는 SO를 높은 가격에 인수했다는 점으로 요약된다.

인수가격은 과하지 않다 : 하지만 SO의 EBITDA 창출력은 투자자의 인식에 비해서는 괜찮다. CJ헬로의 EBITDA는 3,400억원에 육박한다. 1.6조원은 약 4.7배 수준에 불과하다. 순차입금 6,000억원을 감안한 2.2조원의 EV 기준으로도 6.5배 수준에 불과하다. 게다가 대주주 지분(50%)를 제외한 잔여 지분에 대해서는 2년 후 합병 시점에 시가로 평가하여 지분을 인수할 계획이기 때문에, 총액을 1.6조원(EV 2.2조원)으로 보는 것도 무리가 있다. 다른 SO 역시 마찬가지이다. 딜라이브의 EBITDA는 2,000억원, 티브로드의 EBITDA는 1,900억원에 육박한다.

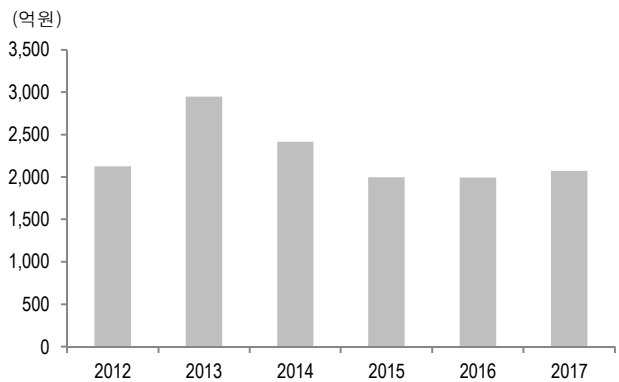
SO 인수를 구조 개편이라는 큰 틀에서 봐야 한다 : LG유플러스가 CJ헬로를 인수했기에, 타사의 SO 인수가 촉발됐고, 산업은 금년 내로 3강으로 재편될 것이다. 전 세계에서 가장 낮은 서비스 요금 & 가장 높은 마케팅비용을 부담하는 한국 유료방송 시장의 변화가 시작되는 것이다. 한편 2018년 LG유플러스의 IPTV 순증 규모는 47.9만명이다. 현재의 속도를 유지한다고 보면, 422만명의 가입자를 확보하는데 소요되는 시간이 무려 8.8년이 걸린다. 게다가 LG유플러스는 3사 중 유일하게 IPTV 가입자 수가 초고속인터넷 가입자수를 넘어선다. 통상적으로 결합을 통해 마케팅이 이뤄진다는 점을 감안하면, 순수하게 LG유플러스의 마케팅 능력으로 400만명이 넘는 가입자를 추가로 확보하기엔 불가능에 가까운 미션이다.

[그림 26] CJ 헬로의 EBITDA 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 딜라이브의 EBITDA 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

쟁점 2 : 시너지

매출 : ①우선 가격 인상에 대한 이야기를 빼 놓고 갈 수 없다. 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. 2018년 주요 OTT 업체의 가격 인상, 2019년 넷플릭스의 가격 인상은 현재 미디어 업종의 매우 자연스러운 흐름이다. 구조 개편이 완료되면 한국에서도 이러한 수순으로 전개될 것이다. ②CJ헬로의 초고속인터넷 가입자 수는 79만명으로 유료방송 422만명 대비 20% 수준에 불과하다. LG유플러스의 초고속인터넷 상품을 재판매 형태로 파격적 결합 할인 혜택을 제공한다면, 업계 평균인 90% 수준까지도 끌어올릴 수 있다. 이 경우 ARPU를 2만원으로 가정 시, 연간 매출 증가분이 6,000억원에 달하게 된다.

[표 5] 주요 OTT 업체의 가격 인상

서비스 기업	인터넷 스트리밍 TV 서비스	요금제	요금제 인상 내용	세부 내용
Sony	PlayStation Vue	Access	\$40/mo → \$45/mo	18년 7월 31일부로 모든 고객에 대해서 요금 인상
		Core	\$45/mo → \$50/mo	
		Elite	\$55/mo → \$60/mo	
		Ultra	\$75/mo → \$80/mo	
AT&T	DirecTV Now	Live a Little	\$35/mo → \$40/mo	18년 7월 26일부로 신규 고객에 대해서 요금 인상
		Just Right	\$50/mo → \$55/mo	
		Go Big	\$60/mo → \$65/mo	
		Gotta Have It!	\$70/mo → \$75/mo	
Alphabet(Google)	Youtube TV	단일 요금제	\$35/mo → \$40/mo	18년 3월 12일부로 신규 고객에 대해서 요금 인상.
Dish Network	Sling TV	Sling Orange	\$20/mo → \$25/mo	18년 6월 28일부로 모든 고객에 대해서 요금 인상.
Netflix	Netflix	SD	\$8/mo → \$9/mo	19년 1월 15일자로 북미와 남미 지역에서 가격 인상
		HD	\$11/mo → \$13/mo	
		4K	\$14/mo → \$16/mo	

자료: 언론 보도 종합, 유안타증권 리서치센터

비용 : 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 20%에 근접한 수준으로 높아질 전망이다. ①당장 변화가 예상되는 분야는 마케팅비용의 축소이다. IPTV 한 가입자를 유치하기 위한 마케팅비용은 30~40만원에 육박한다. 무선과의 형평성을 고려 시, 절반 이상으로 축소될 수 있는 비용이다. LG유플러스의 IPTV 마케팅 커미션은 연간 3,600억원에 육박한다. 만약 인당 커미션이 절반으로 축소된다면, 관련 이익은 1,700억원 규모 증가할 수 있다. ②금번 인수를 통해 LG유플러스의 유료방송 가입자는 406만명(11.9%) → 829만명(점유율 24.6%)로 확대된다. 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. ③LG유플러스는 CJ헬로의 KT에 대한 망 이용 대가를 자사로 돌릴 수

있다. 연간 700억원 이상으로 평가되는 망 이용 대가는 8,000억원 조달에 따른 금융 비용 부담을 훌쩍 넘어선다. ④인수 후 LG유플러스는 CJ헬로를 종속 법인으로 편입 시키면서 매출액은 1.17조원, 영업이익은 680억원 더할 수 있다. 8,000억원에 대한 자금 조달은 이미 대부분 완료됐다. 1Q 중 채권 발행을 통해 5,000억원(금리 2.3%)을 조달했으며, 연간 금융비용 부담금은 184억원에 불과하다. 인수 후 시너지 효과 없이도 LG유플러스의 EPS는 상승할 것이다.

19년 수익성, 우려보다는 양호할 전망이다!

애널리스트 전망에 근거한 19년 컨센서스(8,272억원. 컨센서스가 높은 이유는 구회계 기준 추정 때문)와 달리 투자자의 시각은 19년 감익에 맞춰져 있다. 컨콜을 통해 상각비 증가(약 1,300억원)는 확정적인 반면, 5G 영향은 하반기 이후에나 창출될 수 있음을 언급했기 때문이다.

상반기까지는 YoY 기준 영업이익이 소폭 감소할 것으로 전망된다. 하지만 하반기에는 YoY 기준 증익하면서 연간 기준으로는 18년 대비 19년 약 400억원 규모의 증익을 예상한다.

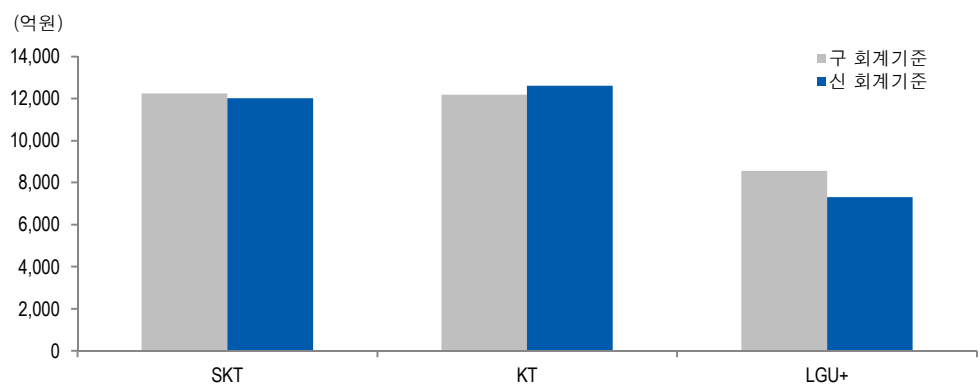
①회계 기준 변경에서 비롯된 이익 증가 효과를 기대한다. 18년 구회계 기준 대비 신회계 기준 영업이익은 1,257억원 손해를 봤다. 이는 19년과 20년에 이익으로 추가 반영될 수 있다. 이론적으로 절반 반영되는 것으로 고려 시, 약 600억원 규모의 이익 효과를 더할 수 있다.

②IPTV 사업 마진은 18년 12% → 19년 18%로 개선될 전망이다. IPTV 사업 영업이익은 18년 1,062억원 → 19년 1,876억원으로 증가할 전망이다.

③18년 4분기 400억원의 일회성 비용이 발생했다. 특별 성과급 항목으로 금년에는 반영되지 않을 것으로 예상된다.

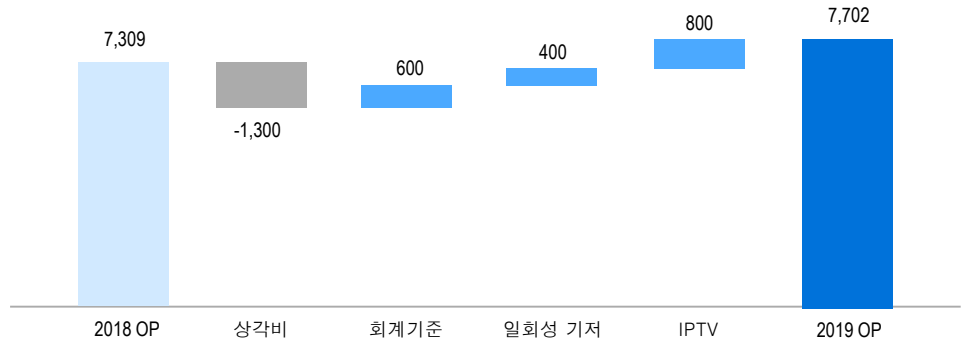
1Q19 영업이익은 1Q18 영업이익(1,876억원) 대비 소폭 감소한 1,816억원으로 예상된다. 이동전화 부문에서는 ARPU 하락이 지속될 것으로 전망하며, 감가상각 규모는 약 350억원 추가 반영될 것으로 전망된다. 1월 ~ 2월까지의 단말기 판매량이 축소되면서 마케팅비용에 대한 부담을 낮췄으나, 3월 들어 S10이 예상 이상의 호조를 보이면서 마케팅비용은 전년 수준을 유지했을 것으로 추정된다.

[그림 28] 영업이익 구회계 VS 신회계 (2018)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 2019년 증익 전망의 근거 (단위 : 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

2020년 연결 영업이익 1조원 도전 전망

다음과 같은 가정이 성립된다면, 2020년에는 연결 영업이익 1조원에 도전할 것으로 전망된다. ①2020년 이동전화 매출액은 약 4,630억원 증가할 것으로 전망된다. 가입자 성장은 약 7%, ARPU는 약 5% 성장할 것으로 전망된다. 마케팅비용과 CAPEX 증가로 관련 비용이 증가하여, 영업이익에서의 플러스 기여는 약 1,000억원 수준으로 전망된다. ②IPTV 마케팅비용이 감소할 것으로 전망된다. 연간 IPTV 커미션은 3,600억원에 달한다. SAC 인하 결정 시, 관련 커미션은 2,000억원 수준까지도 하락할 수 있다. 이 두 가지 변수만 실현되더라도 영업이익 1조원은 충분히 달성될 수 있다. ③정부의 최종 승인 시, CJ헬로의 종속 법인 편입은 4Q 중 진행될 전망이다. CJ헬로의 연간 영업이익은 600억원~1,000억원을 창출할 수 있는 체력이다. 다만 Purchase Price Allocation(취득원가배분)에 따른 취득 가액과 장부 가액의 차이 가운데 고객, 계약, 브랜드 등의 식별 가능한 무형자산 인정과 상각으로 인해 LG유플러스의 연결 영업이익에는 50% 이하 수준으로 기여할 전망이다.

[표 6] LGU+ & CJ 헬로 시너지 효과 감안 한 영업이익 포텐셜

(단위: 십억원)

		1Q 19E	2Q 19E	3Q 19E	4Q 19E	1Q 20E	2Q 20E	3Q 20E	4Q 20E	2019E	2020E	2021E	2022E
LGU	Service Revenue	2,286	2,363	2,362	2,425	2,393	2,496	2,500	2,561	9,436	9,950	9,980	10,010
	IPTV	236	247	260	273	262	272	292	306	1,016	1,133	1,265	1,392
	OP	181	199	203	185	199	248	233	212	770	894	980	1,037
	Sales Commission	444	447	472	486	448	449	480	492	1,849	1,869	1,925	1,983
	NP	122	137	142	128	136	173	164	148	530	622	696	727
가정	IPTV Subs(000)	4,124	4,229	4,334	4,439	4,544	4,649	4,754	4,859	4,439	4,859	5,259	5,659
	IPTV ARPU	19,046	19,500	20,000	20,500	19,246	19,500	20,500	21,000	20,500	21,000	21,500	21,930
	IPTV OP	47	49	52	55	58	60	64	67	203	249	278	306
	IPTV Sales 커미션(구)	88	89	91	92	93	95	96	97	360	381	400	420
	IPTV Sales 커미션(신)	88	89	91	92	93	95	96	97	360	381	200	210
LGU	OP(구)	181	199	203	185	199	248	233	212	770	894	980	1,037
	OP(신)	181	199	203	185	199	248	233	212	774	884	1,173	1,250
CJH	OP	15	15	16	12	20	25	29	42	57	116	146	176
LGU+CJH	OP(합산)	196	214	219	197	219	273	262	254	831	1,000	1,318	1,426

자료: 유안타증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	114,510	122,794	121,251	123,495	129,681
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	114,510	122,794	121,251	123,495	129,681
판매비	107,046	114,531	113,941	115,792	120,739
영업이익	7,465	8,263	7,309	7,702	8,942
EBITDA	24,000	25,153	24,028	25,894	27,206
영업외손익	-1,039	-1,595	-827	-652	-654
외환관련손익	-8	13	-4	-1	-1
이자손익	-1,083	-908	-672	-551	-507
관계기업관련손익	5	-9	2	0	0
기타	46	-691	-152	-100	-146
법인세비용차감전순이익	6,426	6,668	6,483	7,050	8,287
법인세비용	1,498	1,197	1,667	1,752	2,062
계속사업순이익	4,927	5,471	4,816	5,298	6,225
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,927	5,471	4,816	5,298	6,225
지배지분순이익	4,928	5,472	4,816	5,298	6,225
포괄순이익	4,874	5,595	4,916	5,299	6,226
지배지분포괄이익	4,874	5,596	4,916	5,299	6,226

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	26,196	30,730	42,472	47,646	50,340
현금및현금성자산	3,173	4,499	3,786	5,238	6,674
매출채권 및 기타채권	18,530	20,936	18,798	21,060	22,053
재고자산	2,616	3,345	4,551	4,333	4,475
비유동자산	93,696	88,625	96,927	94,909	98,444
유형자산	69,496	65,270	64,658	70,066	75,401
관계기업 등 자본관련자산	78	379	412	412	412
기타투자자산	406	411	479	158	167
자산총계	119,891	119,355	139,399	142,555	148,783
유동부채	35,744	36,646	38,330	38,736	40,354
매입채무 및 기타채무	23,554	25,876	25,413	28,412	30,078
단기차입금	150	150	100	100	100
유동성장기부채	10,381	8,660	8,848	8,748	8,648
비유동부채	35,884	30,379	32,536	31,684	31,815
장기차입금	7,612	4,250	3,500	3,500	3,500
사채	21,649	20,356	17,263	16,763	16,263
부채총계	71,628	67,025	70,866	70,420	72,169
지배지분	48,261	52,329	68,532	72,133	76,612
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	34,472	38,023	42,501
비지배지분	2	1	1	2	2
자본총계	48,263	52,330	68,534	72,135	76,614
순차입금	36,049	28,256	25,232	23,137	21,056
총차입금	39,792	33,416	29,711	29,111	28,511

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	22,248	22,794	20,694	23,830	24,289
당기순이익	4,927	5,471	4,816	5,298	6,225
감가상각비	14,737	14,441	14,286	14,592	14,665
외환손익	4	-2	2	1	1
종속, 관계기업 관련손익	-5	9	-2	0	0
자산부채의 증감	-1,014	-1,597	-19,013	-17,546	-18,083
기타현금흐름	3,598	4,472	20,606	21,486	21,482
투자활동 현금흐름	-14,923	-13,583	-15,936	-21,093	-21,098
투자자산	49	-355	-50	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,836	-11,826	-12,210	-20,000	-20,000
유형자산 감소	120	97	69	0	0
기타현금흐름	-2,256	-1,500	-3,744	-1,093	-1,098
재무활동 현금흐름	-7,073	-7,885	-5,469	-2,344	-2,344
단기차입금	0	0	-50	0	0
사채 및 장기차입금	-5,984	-6,396	-3,675	-600	-600
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,092	-1,528	-1,746	-1,746	-1,746
기타현금흐름	2	39	3	3	3
연결범위변동 등 기타	0	0	-2	1,058	589
현금의 증감	251	1,326	-712	1,452	1,436
기초 현금	2,921	3,173	4,499	3,786	5,238
기말 현금	3,173	4,499	3,786	5,238	6,674
NOPLAT	7,465	8,263	7,309	7,702	8,942
FCF	8,409	10,247	-9,074	-13,566	-13,102

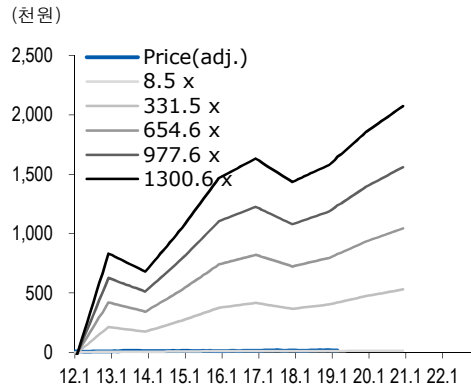
자료: 유안타증권

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

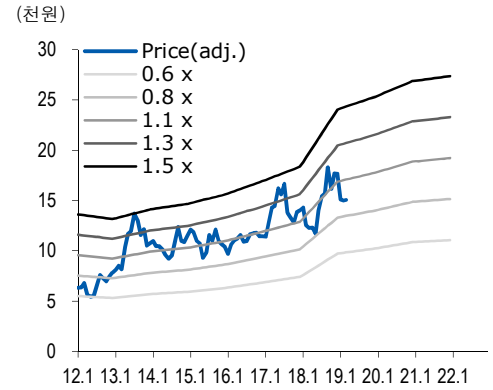
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	1,129	1,253	1,103	1,213	1,426
BPS	11,054	11,985	15,696	16,521	17,547
EBITDAPS	5,497	5,761	5,503	5,931	6,231
SPS	26,227	28,124	27,771	28,285	29,702
DPS	350	400	400	400	450
PER	9.8	11.2	13.3	12.4	10.5
PBR	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.5	3.6	3.7	3.4	3.2
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.1	7.2	-1.3	1.9	5.0
영업이익 증가율 (%)	18.1	10.7	-11.5	5.4	16.1
지배순이익 증가율 (%)	40.2	11.1	-12.0	10.0	17.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.5	6.7	6.0	6.2	6.9
지배순이익률 (%)	4.3	4.5	4.0	4.3	4.8
EBITDA 마진 (%)	21.0	20.5	19.8	21.0	21.0
ROIC	7.2	9.0	7.2	6.6	6.9
ROA	4.1	4.6	3.7	3.8	4.3
ROE	10.6	10.9	8.0	7.5	8.4
부채비율 (%)	148.4	128.1	103.4	97.6	94.2
순차입금/자기자본 (%)	74.7	54.0	36.8	32.1	27.5
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.1	7.2	8.2	9.9

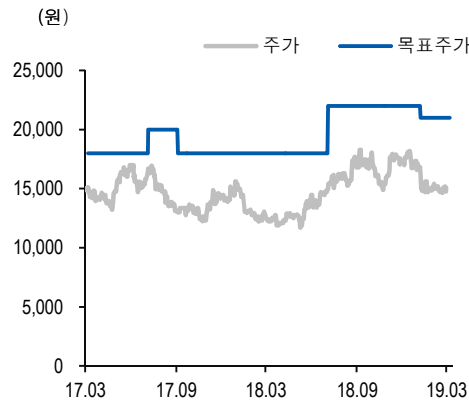
P/E band chart



P/B band chart



LG 유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-25	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	-16.06	-5.56

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)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-03-20

※ 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: 최남근)
- 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.