

LG유플러스 (032640)

5G 이벤트 감안 시 현 가격대 오래 보긴 어려울 전망

리레이팅 과정 전개 예상, 매수/TP 20,000원 유지

LGU+에 대한 투자 의견을 매수로 유지하며 통신서비스업종 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 금년도 실적 우려가 컸지만 상반기 양호한 실적 달성이 유력해 금년도 이익 성장 기대감이 높아지는 상황이며, 2) 최근 5G 조기 상용화 기대감이 높고, 3) 우수한 실적 흐름에도 불구하고 역대 Multiple 하단에 위치해 있어 리레이팅 가능성이 높아졌으며, 4) 현 경영진 성향을 감안 시 수익성 위주의 경영/배당 성향의 점진적 방향 조정 정책이 지속될 가능성이 높기 때문이다. 목표가는 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 기존의 20,000원을 유지한다.

구 회계 기준으로는 금년에도 높은 이익 성장 전망

LGU+는 당초 우려와 달리 지난해에 이어 금년에도 높은 이익 성장을 나타낼 전망이다. 물론 새롭게 도입된 IFRS 15 기준으로는 부진한 실적 발표가 예상된다. 가입자유치비용 자산화 효과 때문이다. 하지만 구 회계 기준으로는 높은 이익 성장률 기록이 예상된다. ARPU 하락에도 불구하고 3사 중 유일하게 높은 가입자 성장률을 기록할 전망이다. 시장 안정화에 따른 마케팅비용 감소 효과가 크게 나타날 것이기 때문이다. 2019년에는 5G 개시로 서비스매출액 전망도 밝아 장기 실적 호전 추세가 이어질 것이라 판단이다.

현 가격대에선 공격적 매수에 나설 것을 권고

투자 전략상 현 가격대에서는 장/단기 공격적 매수에 나설 것을 추천한다. 이동전화매출액/마케팅비용이 영업이익에 미치는 영향을 감안할 시 5G 서비스가 본격화되면 통신 3사 중 가장 높은 주가 상승을 기록할 업체는 누가 봐도 LGU+인데 역대 가장 낮은 수준의 PER을 기록 중이기 때문이다. 특히 실적 우려가 적지 않았음에도 불구하고 금년도에도 높은 이익 성장이 유력하고 2013년 이후 Valuation상 매력도가 가장 높아진 상황이라는 점에 주목할 필요가 있다. 외국인 지분율이 2016년 이후 가장 낮은 수준으로 내려가 있다는 것 역시 긍정적이다. 역발상으로 보면 이제 외국인 지분율이 올라갈 가능성이 높기 때문이다. 특히 6~7월 투자 매력도가 높다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(5월 28일): 12,500원

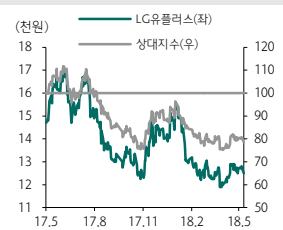
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,478.96
52주 최고/최저(원)	17,000/11,900
시가총액(십억원)	5,457.6
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	1,423.5
60일 평균 거래대금(십억원)	17.8
18년 배당금(예상, 원)	450
18년 배당수익률(예상, %)	3.60
외국인지분율(%)	37.99
주요주주 지분율(%)	
LG 외 2인	36.06
국민연금	8.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.2 (7.7) (20.4)
상대	1.8 (6.4) (24.4)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	12,333.9	12,669.4
영업이익(십억원)	832.9	892.8
순이익(십억원)	545.2	588.8
EPS(원)	1,237	1,353
BPS(원)	12,862	13,810

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,451.0	12,279.4	11,772.8	12,107.6	13,197.8
영업이익	십억원	746.5	826.3	686.4	929.8	1,356.5
세전이익	십억원	642.6	666.8	573.6	831.1	1,257.9
순이익	십억원	492.8	547.2	444.8	664.8	1,006.3
EPS	원	1,129	1,253	1,019	1,523	2,305
증감률	%	40.2	11.0	(18.7)	49.5	51.3
PER	배	10.15	11.17	12.27	8.21	5.42
PBR	배	1.04	1.17	0.99	0.91	0.80
EV/EBITDA	배	3.59	3.55	3.96	2.57	1.89
ROE	%	10.63	10.88	8.29	11.59	15.78
BPS	원	11,054	11,985	12,604	13,677	15,531
DPS	원	350	400	450	450	450

(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

어닝 서프라이즈 지속 중,
금년도에도 구 회계 기준으로는
높은 영업이익 성장 전망,
장기 이익 성장 추세 유력

비용 감축 노력 지속 중, 2019년은 말할 것도 없고 2018년 실적도 우수할 듯

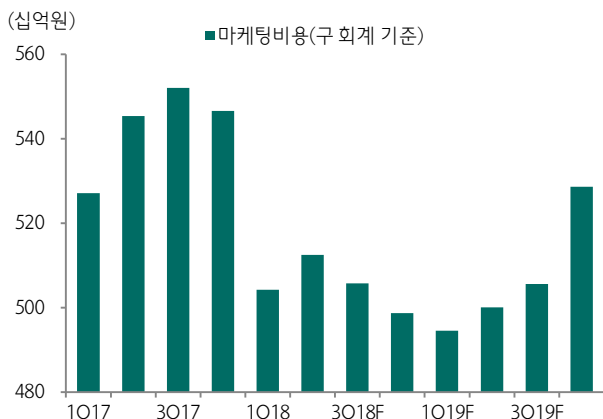
당초 LGU+의 실적 우려는 컸다. 추가적인 영업비용 감축이 제한적일 것이라는 예측 하에 선택약정요금할인 폭 확대로 서비스매출액 감소 폭이 클 수 있다는 판단 때문이었다. 하지만 당초 우려와 달리 금년도 LGU+ 영업실적은 양호하게 나타날 것으로 보인다. 구 회계 기준으로 보면 그렇다.

물론 새롭게 도입되는 IFRS 15 기준으로는 LGU+도 과거와 같은 우수한 실적 흐름을 나타내진 못할 것이다. 가입자유치비용 자산화로 2017년 기준 영업이익이 너무 높게 나타나 금년도엔 역기저 효과가 크기 때문이다.

하지만 구 회계 기준으로는 여전히 높은 이익 성장률 기록이 예상된다. ARPU 하락에도 불구하고 3사 중 유일하게 높은 가입자 성장률을 기록할 전망이다. 시장 안정화에 따른 마케팅 비용 감소 효과가 크게 나타날 것이기 때문이다. 당장 1분기 동향만 봐도 그렇다. 2018년 1분기 LGU+는 17만명에 달하는 이동전화가입자가 순증이 나타났고 초고속인터넷/IPTV 부문에서 높은 매출액 증가 추세가 이어졌으며 시장 안정화로 마케팅비용이 감소(-4.3% YoY, -7.7% QoQ)했다. 1분기 흐름이 올해 내내 이어질 것임을 감안 시 금년도에도 LGU+는 높은 영업이익 성장이 기대되며 특히 금년도엔 경쟁사와 뚜렷한 실적 차별화 양상 전개가 예상된다.

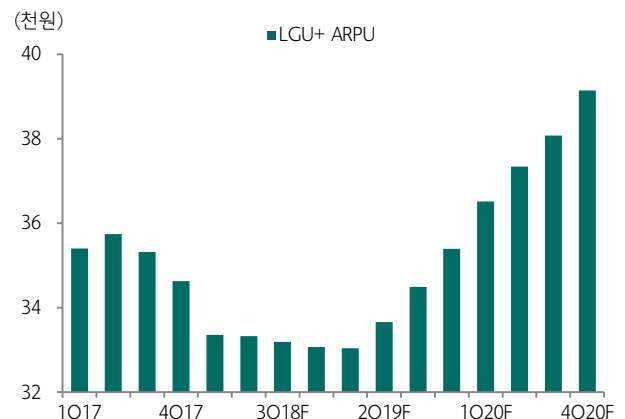
2019년 실적 전망은 당연히 낙관적이다. 2분기부터 이동전화 ARPU가 다시 성장세로 반전할 것이기 때문이다. 5G 요금제 출시 및 요금제 업셀링도 이슈겠지만 선택약정요금할인 폭 25% 상향 조정 가입자 정체도 적지 않은 이슈가 될 전망이다. 과거 2017년 경험으로 보면 그렇다. 제반 비용 증가세에도 불구하고 큰 폭의 서비스매출액 성장으로 가파른 이익 성장세를 다시 나타낼 것으로 보여 2019년 이후 장기 LGU+ 실적 전망 역시 낙관적이라는 판단이다.

그림 1. LGU+ 분기별 마케팅비용 전망(구 회계 기준)



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 2. LGU+ 분기별 이동전화 ARPU 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

역대 가장 저평가된 국면, 이젠 5G 이벤트 보고 매수해야

역사적 저평가, 이익 성장률대비
과도하게 낮은 PER 기록 중,
5G 시대 3사 중 가장 높은 주가
상승률 기록 예상

금년 상반기 LGU+는 예상 외 주가 부진 양상을 보였다. 2017년 1분기부터 2018년 1분기
까지 분기별 어닝 서프라이즈를 지속했음을 감안하면 다소 어이없는 결과다. 갖가지 노이즈
에 시달린 것이 가장 큰 이유였다. 주파수 상각비용 증가에 따른 우려, 정부요금인하 정책
피해에 대한 우려, IFRS 15 도입에 따른 우려 등 이유도 다양하다.

하지만 LGU+는 투자자들의 각종 우려에도 불구하고 높은 이익 성장을 지속하고 있으며 향
후에도 그럴 가능성이 높은 상황이다. 특히 5G 조기 도입 상황을 감안하면 더욱 그렇다. 이
미 모든 투자자들의 관심은 다시 5G 상용서비스 개시 이후로 넘어가고 있다. 주파수 경매가
6월 완료되고 나면 5G 투자가 개시될 것으로 예상되기 때문이다.

이렇다고 볼 때 통신 3사 중에선 LGU+가 가장 높은 주가 상승을 기록할 가능성이 높다.
이동전화매출액 성장에 따른 영업이익의 성장률이 통신 3사 중 LGU+가 가장 높고 과거 LTE
도입 당시에도 통신 3사 중 가장 높은 주가 상승을 기록한 바 있기 때문이다.

수급도 이젠 개선 양상을 보일 가능성이 높다. 최근 3년 내 외국인 지분율이 최저 수준으로
낮아진 상황이고 외국인 지분율이 38% 미만으로 낮아져 유동성이 풍부해짐에 따라 8월 정
기 변경에서 FTSE/MSCI 편입 가능성이 존재하기 때문이다.

현재 LGU+ 2018년 예상 실적 기준 PER(구 회계 기준)이 9배에 불과한 상황이다. 역대 최
저 수준이며 향후 이익 성장률을 감안 시 이해 불가한 상태이다. 항상 비정상적인 저평가 상
황에선 매수가 정답이었다는 경험 하에 LGU+에 대한 매수 강도를 높여야 하겠다.

표 1. LGU+의 분기별 수익 예상(구 회계 기준)

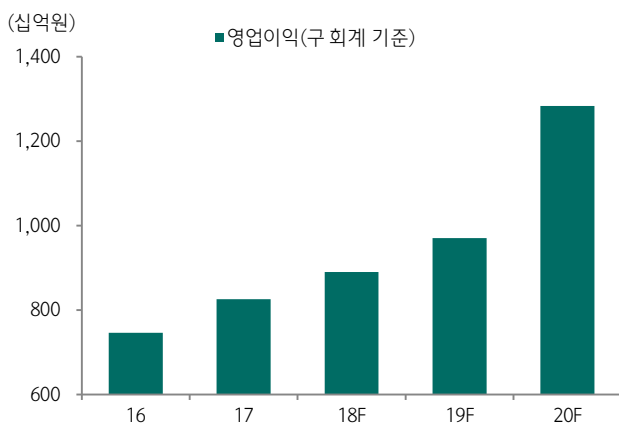
(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	2,882.0	3,009.7	3,059.6	3,328.2	3,065.1	2,977.1	3,005.1	3,033.9
영업이익	202.8	208.0	214.1	201.3	245.1	217.3	232.6	209.9
(영업이익률)	7.0	6.9	7.0	6.0	8.0	7.3	7.7	6.9
세전이익	171.1	175.6	184.2	136.0	219.4	187.4	204.5	180.8
순이익	132.5	136.2	142.8	135.6	158.1	149.9	163.6	144.7
(순이익률)	4.6	4.5	4.7	4.1	5.2	5.0	5.4	4.8

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

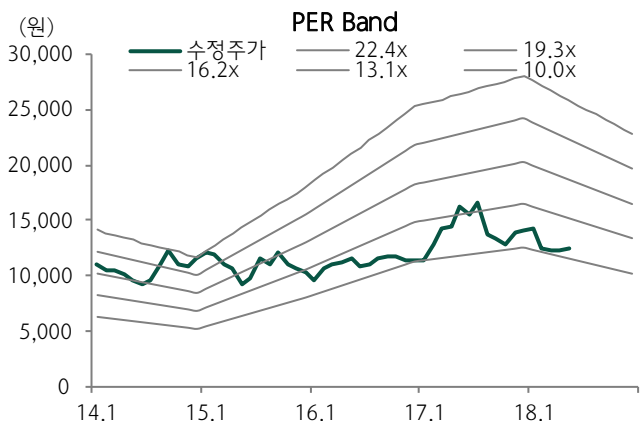
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 3. LGU+ 구 회계 기준 연결 영업이익 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 4. LGU+ PER 밴드 추이



자료: Wisedfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,451.0	12,279.4	11,772.8	12,107.6	13,197.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,451.0	12,279.4	11,772.8	12,107.6	13,197.8
판매비	10,704.6	11,453.1	11,086.4	11,177.8	11,841.3
영업이익	746.5	826.3	686.4	929.8	1,356.5
금융손익	(119.9)	(113.0)	(77.1)	(63.5)	(63.5)
종속/관계기업손익	0.5	(0.9)	0.5	0.4	0.5
기타영업외손익	15.5	(45.6)	(36.2)	(35.6)	(35.6)
세전이익	642.6	666.8	573.6	831.1	1,257.9
법인세	149.8	119.7	128.8	166.2	251.6
계속사업이익	492.7	547.1	444.8	664.8	1,006.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	492.7	547.1	444.8	664.8	1,006.3
비지배주주지분 손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	492.8	547.2	444.8	664.8	1,006.3
지배주주지분포괄이익	487.4	559.6	444.8	664.9	1,006.3
NOPAT	572.4	678.0	532.3	743.8	1,085.2
EBITDA	2,400.0	2,515.3	2,377.3	3,717.8	4,282.7
성장성(%)					
매출액증가율	6.1	7.2	(4.1)	2.8	9.0
NOPAT증가율	20.1	18.4	(21.5)	39.7	45.9
EBITDA증가율	7.1	4.8	(5.5)	56.4	15.2
영업이익증가율	18.1	10.7	(16.9)	35.5	45.9
(지배주주)순이익증가율	40.2	11.0	(18.7)	49.5	51.4
EPS증가율	40.2	11.0	(18.7)	49.5	51.3
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	21.0	20.5	20.2	30.7	32.5
영업이익률	6.5	6.7	5.8	7.7	10.3
계속사업이익률	4.3	4.5	3.8	5.5	7.6

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,129	1,253	1,019	1,523	2,305
BPS	11,054	11,985	12,604	13,677	15,531
CFPS	5,830	6,140	5,363	8,435	9,729
EBITDAPS	5,497	5,761	5,445	8,515	9,809
DPS	26,227	28,124	26,964	27,731	30,228
DPS	350	400	450	450	450
주가지표(배)					
PER	10.1	11.2	12.3	8.2	5.4
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
PCFR	2.0	2.3	2.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.6	3.6	4.0	2.6	1.9
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.6	10.9	8.3	11.6	15.8
ROA	4.1	4.6	3.6	5.0	7.4
ROIC	6.5	8.0	6.0	7.6	11.1
부채비율	148.4	128.1	134.4	130.0	96.6
순부채비율	74.7	54.0	71.8	68.5	39.2
이자보상배율(배)	5.2	7.1	5.9	9.0	13.1

주 : 2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준

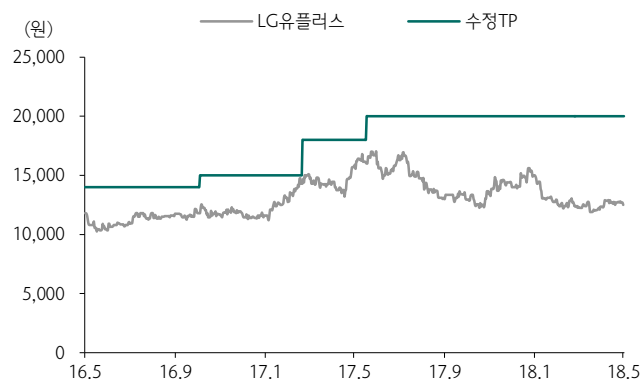
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,619.6	3,073.0	2,870.2	3,090.6	3,309.8
금융자산	374.3	515.9	525.4	571.5	567.4
현금성자산	317.3	449.9	467.5	509.1	499.6
매출채권 등	1,853.0	2,093.6	2,048.1	2,204.1	2,394.7
재고자산	261.6	334.5	296.6	314.9	347.7
기타유동자산	130.7	129.0	0.1	0.1	0.0
비유동자산	9,369.6	8,862.5	10,027.8	10,645.1	10,025.4
투자자산	48.4	79.0	69.3	74.6	81.0
금융자산	40.6	41.1	36.0	38.8	42.1
유형자산	6,949.6	6,527.0	6,582.9	5,541.7	4,362.3
무형자산	1,192.2	957.3	2,076.5	3,729.7	4,282.9
기타비유동자산	1,179.4	1,299.2	1,299.1	1,299.1	1,299.2
자산총계	11,989.1	11,935.5	12,898.0	13,735.7	13,335.2
유동부채	3,574.4	3,664.6	4,564.6	5,003.0	3,859.3
금융부채	1,053.1	881.0	2,098.1	2,361.4	1,003.9
매입채무 등	2,355.4	2,587.6	2,298.0	2,473.1	2,686.9
기타유동부채	165.9	196.0	168.5	168.5	168.5
비유동부채	3,588.4	3,037.9	2,830.3	2,761.2	2,694.6
금융부채	2,926.1	2,460.6	2,380.6	2,300.6	2,220.6
기타비유동부채	662.3	577.3	449.7	460.6	474.0
부채총계	7,162.8	6,702.5	7,394.9	7,764.3	6,553.9
지배주주지분	4,826.1	5,232.9	5,503.0	5,971.4	6,781.2
자본금	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
자본잉여금	836.9	836.9	836.9	836.9	836.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	1,414.1	1,820.6	2,090.7	2,559.1	3,368.9
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	4,826.3	5,233.0	5,503.1	5,971.5	6,781.3
순금융부채	3,604.9	2,825.7	3,953.3	4,090.5	2,657.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,224.8	2,279.4	1,903.3	3,464.5	3,936.3
당기순이익	492.7	547.1	444.8	664.8	1,006.3
조정	1,833.5	1,892.0	1,690.9	2,788.0	2,926.1
감가상각비	1,653.5	1,689.0	1,690.9	2,788.0	2,926.2
외환거래손익	0.4	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	0.9	0.0	0.0	0.0
기타	180.1	202.3	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(101.4)	(159.7)	(232.4)	11.7	3.9
투자활동 현금흐름	(1,492.3)	(1,358.3)	(2,848.1)	(3,409.7)	(2,311.8)
투자자산감소(증가)	5.9	(29.7)	9.7	(5.3)	(6.4)
유형자산감소(증가)	(1,271.6)	(1,172.8)	(1,500.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
기타	(226.6)	(155.8)	(1,357.8)	(1,904.4)	(805.4)
재무활동 현금흐름	(707.3)	(788.5)	962.5	(13.2)	(1,634.0)
금융부채증가(감소)	(596.0)	(637.6)	1,137.1	183.3	(1,437.5)
자본증가(감소)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.0)	1.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	(109.2)	(152.8)	(174.6)	(196.5)	(196.5)
현금의 증감	25.1	132.6	17.6	41.7	(9.5)
Unlevered CFO	2,545.2	2,680.7	2,341.8	3,682.8	4,247.8
Free Cash Flow	941.2	1,096.9	403.3	1,964.5	2,436.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG유플러스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.6.15	BUY	20,000		
17.3.20	BUY	18,000	-17.97%	-6.67%
16.11.1	BUY	15,000	-18.75%	-1.67%
16.5.30	BUY	14,000	-19.66%	-13.21%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 5월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.